

CJ 제일제당(097950/KS)

다소 아쉬운 마무리

매수(유지)

T.P 520,000 원(유지)

Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

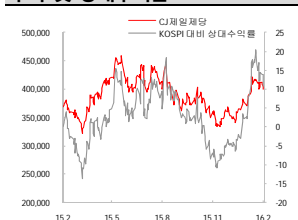
Company Data

자본금	724 억원
발행주식수	1,449 만주
자사주	36 만주
액면가	5,000 원
시가총액	53,291 억원
주요주주	
씨제이(주)(외)	37.82%
국민연금공단	13.56%
외국인지분율	20.20%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(16/02/03)	405,000 원
KOSPI	1890.67 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	458,500 원
52주 최저가	321,500 원
60일 평균 거래대금	166 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.3%	11.3%
6개월	-2.2%	3.9%
12개월	12.7%	16.3%

4분기 연결 실적은 라이신 등 아미노산 평가 하락, 추석선물세트 반품, 햄 유해성논란 등 부정적 이슈로 인해 컨센서스를 50% 이상 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 하지만 이는 주로 일회성 요인에 기인하는 만큼 아직 실망할 시기는 아니라는 판단이다. 제일제당은 'Meihua' 인수를 추진하는 등 중국 바이오 시장 지배력을 높이기 위한 노력을 하고 있으며, 16년 들어 아미노산 가격반등이 나타나고 있어 4Q를 바닥으로 바이오 부문 실적 개선이 가능할 전망이다.

4Q15, 부진한 실적 기록

4Q15 연결기준 실적은 매출 3조 2,732 억원(+6.3% yoy), 영업이익 1,118 억원(-35.0% yoy)로 부진한 실적을 기록했다. 매출은 추정에서 크게 벗어나지 않았으나 영업이익, 순이익이 컨센서스를 50% 이상 하회했다. 라이신 평균 평가가 1,200 달러 초반으로 전분기 대비 50\$ 가량 하락했으며, 그 외 기타 아미노산 가격도 하락하며 바이오 부문 영업이익률이 하락한 것이 이익 감소의 원인이며, 가공식품 부문에서도 추석선물세트 반품 및 햄 유해성 논란에 따른 매출감소 또한 이익 감소에 영향을 준 것으로 보인다. 비용 측면에서는 신제품 개발관련 마케팅 비용 증가 및 인센티브 지급으로 판매비용이 전년 동기대비 2%p 상승한 것이 이익 감소에 영향을 미쳤다.

중국 바이오 부문 시장 지배력 강화중

중국 바이오 부문에서 라이신 등 아미노산 가격 변동성이 커지고 평가가 하락하는 현상이 나타나고 있지만 이는 산업 구조조정 과정에서 나타나는 일시적인 변동성 증가라고 판단된다. 제일제당은 'Meihua' 인수를 추진하는 등 중국 바이오 시장 지배력 강화를 위해 노력하고 있다. 하락하던 라이신 가격도 16년 들어서 반등세가 나타나고 있으며 올해 점진적 가격 상승이 예상된다. 중국 시장 내에서 제일제당의 영향력이 커지게 됨에 따라 상승속도도 빨라질 것으로 기대된다. 4분기 바이오 부문 실적은 기대치를 하회했지만 4Q를 바닥으로 바이오 부문 실적도 개선세를 보일 전망이다.

일회성 요인에 실망할 필요는 없다

4분기 실적은 다소 부진했지만 이는 햄 유해성 논란, 인센티브 지급, 바이오 시장 구조조정으로 인한 아미노산 가격하락 등 일시적인 요인이 컸으므로 아직 실망할 시기는 아니라는 판단이다. 회사의 근원적 성장동력의 훼손이 없었던 만큼 2016년 실적은 정상 성장세를 회복할 것으로 기대된다. 메치오인 공장도 올해부터 풀가동에 들어가며 실적 성장에 기여할 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 520,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	98,775	108,477	117,018	129,245	140,229	149,768
yoy	%	51.1	9.8	7.9	10.5	8.5	6.8
영업이익	억원	6,155	3,455	5,799	7,514	9,293	10,015
yoy	%	33.8	-43.9	67.9	29.6	23.7	7.8
EBITDA	억원	9,251	7,269	10,275	12,085	14,137	14,900
세전이익	억원	4,250	1,267	2,430	3,464	6,770	7,674
순이익(지배주주)	억원	2,549	1,167	920	1,870	4,095	4,696
영업이익률%	%	6.2	3.2	5.0	5.8	6.6	6.7
EBITDA%	%	9.4	6.7	8.8	9.4	10.1	10.0
순이익률	%	3.2	0.7	1.2	1.8	3.2	3.4
EPS	원	17,692	8,089	6,369	12,920	28,272	32,415
PER	배	20.1	34.2	48.1	29.2	14.1	12.3
PBR	배	1.7	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	12.6	15.2	11.4	10.4	8.8	8.1
ROE	%	9.0	4.0	3.1	6.1	12.3	12.6
순차입금	억원	45,876	52,979	53,252	49,126	44,777	40,314
부채비율	%	136.8	170.2	170.4	168.4	156.9	147.0

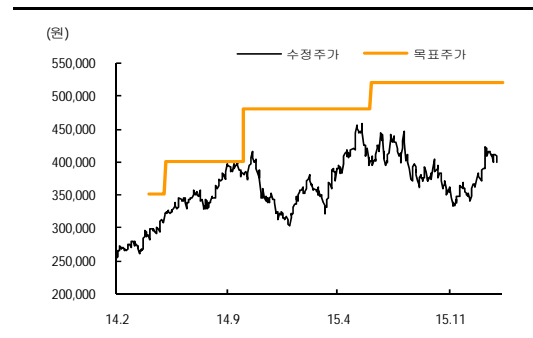
분기별 실적 추이

(단위: 억원, %)

	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	30,800	31,199	31,650	33,664	32,732	6.3	-2.8	33,256	33,321	-1.8
영업이익	1,719	2,254	1,918	2,225	1,118	-35.0	-49.7	1,811	2,119	-47.2
세전이익	435	1,384	884	871	325	-25.2	-62.7	1,012	931	-65.1
지배주주순이익	60	923	518	308	175	190.9	-43.2	506	475	-63.2
영업이익률	5.6	7.2	6.1	6.6	3.4	-2.2	-3.2	5.5	6.4	-2.9
세전이익률	1.4	4.4	2.8	2.6	1.0	-0.4	-1.6	3.0	2.8	-1.8
지배주주순이익률	0.2	3.0	1.6	0.9	0.5	0.3	-0.4	1.5	1.4	-0.9

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.02.04	매수	520,000원
	2015.11.06	매수	520,000원
	2015.10.05	매수	520,000원
	2015.08.05	매수	520,000원
	2015.07.07	매수	520,000원
	2015.07.02	매수	520,000원
	2015.06.08	매수	520,000원
	2015.04.14	매수	480,000원
	2014.11.04	매수	480,000원
	2014.10.07	매수	480,000원
	2014.08.01	매수	400,000원
	2014.06.09	매수	400,000원
	2014.05.09	매수	400,000원



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 4일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	37,051	39,733	47,452	52,413	58,157
현금및현금성자산	4,319	4,360	10,668	13,518	16,980
매출채권및기타채권	16,376	18,730	16,490	17,331	18,509
재고자산	10,067	10,656	11,769	12,769	13,638
비유동자산	92,994	94,093	97,171	96,941	97,444
장기금융자산	4,043	4,220	4,972	4,972	4,972
유형자산	62,545	63,839	64,989	65,667	66,308
무형자산	17,640	17,509	17,219	16,723	16,223
자산총계	130,045	133,825	144,623	149,353	155,600
유동부채	37,089	41,224	51,904	52,664	53,468
단기금융부채	21,790	24,791	33,576	32,576	32,076
매입채무 및 기타채무	10,495	11,731	13,230	14,635	15,630
단기충당부채	31	60	66	72	77
비유동부채	44,830	43,102	38,828	38,550	39,147
장기금융부채	36,905	34,884	30,519	30,019	29,519
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	81,919	84,327	90,731	91,214	92,614
지배주주지분	28,839	29,849	31,484	35,242	39,599
자본금	721	723	724	724	724
자본잉여금	8,997	9,143	9,225	9,225	9,225
기타자본구성요소	-2,898	-2,992	-3,009	-3,009	-3,009
자기주식	-1,019	-1,019	-1,019	-1,019	-1,019
이익잉여금	21,431	21,872	23,457	27,232	31,608
비지배주주지분	19,287	19,650	22,408	22,897	23,387
자본총계	48,126	49,499	53,892	58,139	62,986
부채외자본총계	130,045	133,825	144,623	149,353	155,600

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	5,909	6,886	13,564	11,137	11,068
당기순이익(손실)	711	1,379	2,300	4,495	5,096
비현금성항목등	6,195	8,338	9,605	9,641	9,804
유형자산감가상각비	3,315	3,612	3,626	3,822	3,859
무형자산감가상각비	499	865	945	1,022	1,025
기타	1,477	2,806	2,182	1,000	1,000
운전자본감소(증가)	-399	-1,509	2,421	-725	-1,253
매출채권및기타채권의 감소(증가)	500	-1,485	848	-840	-1,179
재고자산감소(증가)	1,065	-146	-1,069	-1,000	-869
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,726	481	943	1,405	996
기타	-237	-360	1,700	-289	-201
법인세납부	-598	-1,322	-762	-2,275	-2,578
투자활동현금흐름	-7,691	-5,372	-4,426	-4,334	-4,202
금융자산감소(증가)	3,543	-735	269	0	0
유형자산감소(증가)	-10,155	-4,373	-3,500	-4,500	-4,500
무형자산감소(증가)	-603	-525	-525	-525	-525
기타	-476	262	-670	691	823
재무활동현금흐름	607	-1,414	-2,902	-3,953	-3,403
단기금융부채증가(감소)	-5,393	-3,626	-7,779	-1,000	-500
장기금융부채증가(감소)	8,346	4,044	5,962	-500	-500
자본의증가(감소)	26	96	65	0	0
배당금의 지급	-371	-371	-283	-320	-320
기타	-2,001	-1,558	-778	-2,133	-2,083
현금의 증가(감소)	-1,249	41	6,308	2,850	3,463
기초현금	5,568	4,319	4,360	10,668	13,518
기말현금	4,319	4,360	10,668	13,518	16,980
FCF	-1,895	1,462	7,744	5,264	5,256

자료 : CJ제일제당, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	108,477	117,018	129,245	140,229	149,768
매출원가	87,696	92,584	100,385	110,051	117,908
매출총이익	20,782	24,434	28,860	30,178	31,860
매출총이익률 (%)	19.2	20.9	22.3	21.5	21.3
판매비와관리비	17,327	18,634	21,346	20,885	21,845
영업이익	3,455	5,799	7,514	9,293	10,015
영업이익률 (%)	3.2	5.0	5.8	6.6	6.7
비영업손익	-2,188	-3,369	-4,050	-2,523	-2,341
순금융비용	1,600	1,690	1,690	1,442	1,260
외환관련손익	-602	-472	-104	-104	-104
관계기업투자등 관련손익	-347	10	105	23	23
세전계속사업이익	1,267	2,430	3,464	6,770	7,674
세전계속사업이익률 (%)	1.2	2.1	2.7	4.8	5.1
계속사업법인세	556	1,051	1,164	2,275	2,578
계속사업이익	711	1,379	2,300	4,495	5,096
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	711	1,379	2,300	4,495	5,096
순이익률 (%)	0.7	1.2	1.8	3.2	3.4
지배주주	1,167	920	1,870	4,095	4,696
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.08	0.79	1.45	2.92	3.14
비지배주주	-456	459	430	400	400
총포괄이익	-734	1,504	2,372	4,567	5,167
지배주주	-80	1,207	1,852	4,077	4,678
비지배주주	-653	297	519	489	489
EBITDA	7,269	10,275	12,085	14,137	14,900

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	9.8	7.9	10.5	8.5	6.8
영업이익	-43.9	67.9	29.6	23.7	7.8
세전계속사업이익	-70.2	91.8	42.6	95.4	13.4
EBITDA	-21.4	41.4	17.6	17.0	5.4
EPS(계속사업)	-54.3	-21.3	102.9	118.8	14.7
수익성 (%)					
ROE	4.0	3.1	6.1	12.3	12.6
ROA	0.6	1.0	1.7	3.1	3.3
EBITDA마진	6.7	8.8	9.4	10.1	10.0
안정성 (%)					
유동비율	99.9	96.4	91.4	99.5	108.8
부채비율	170.2	170.4	168.4	156.9	147.0
순차입금/자기자본	110.1	107.6	91.2	77.0	64.0
EBITDA/이자비용(배)	3.9	5.2	6.1	6.6	7.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,089	6,369	12,920	28,272	32,415
BPS	199,891	206,344	217,349	243,287	273,370
CFPS	34,533	37,371	44,495	61,710	66,133
주당 현금배당금	1,800	2,000	2,500	2,500	2,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.8	65.4	35.5	14.9	13.0
PER(최저)	30.3	39.8	23.5	13.1	11.5
PBR(최고)	1.9	2.0	2.1	1.7	1.6
PBR(최저)	1.2	1.2	1.4	1.5	1.4
PCR	8.0	8.2	8.5	6.5	6.0
EV/EBITDA(최고)	17.2	12.8	11.3	9.0	8.3
EV/EBITDA(최저)	14.6	10.6	9.5	8.5	7.8