



## BUY(Maintain)

목표주가: 550,000원

주가(12/29): 357,500원

시가총액: 49,350억원

## 음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (12/29)		2,026.46pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	422,500원	338,500원
등락률	-15.38%	5.61%
수익률	절대	상대
1W	-6.3%	-8.5%
1M	-8.8%	-12.0%
1Y	-6.7%	-9.4%

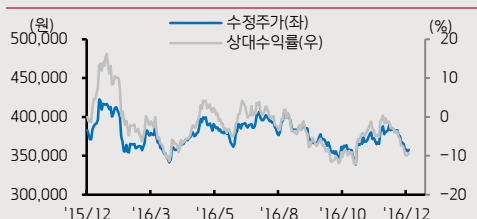
## Company Data

발행주식수	14,489천주	
일평균 거래량(3M)	38천주	
외국인 지분율	25.51%	
배당수익률(16E)	0.70%	
BPS(16E)	236,834원	
주요 주주	CJ주식회사 외	34.35%
	국민연금공단	13.07%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	129,245	145,680	161,345	177,256
보고영업이익	7,514	8,598	10,066	11,504
핵심영업이익	7,514	8,598	10,066	11,504
EBITDA	12,350	13,902	15,631	17,316
세전이익	3,648	5,878	7,258	8,819
순이익	2,537	4,024	5,318	6,461
지배주주지분순이익	1,893	3,082	3,980	5,054
EPS(원)	14,393	21,279	27,479	34,891
증감률(%YoY)	105.2	47.8	29.1	27.0
PER(배)	26.2	16.8	13.0	10.2
PBR(배)	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	9.8	8.1	7.1	6.0
보고영업이익률(%)	5.8	5.9	6.2	6.5
핵심영업이익률(%)	5.8	5.9	6.2	6.5
ROE(%)	4.9	7.2	8.9	9.9
순부채비율(%)	92.9	82.6	72.5	59.7

## Price Trend



## 기업분석

## CJ제일제당 (097950)

## 우려 보다 기회를 볼 때



최근 외부 변수에 대한 우려로 CJ제일제당의 주가가 일부 조정을 받았다. 하지만, 1Q17부터 라이신 판가 상승 분 반영, 정제당 스프레드 회복 등을 통해, 수익성 우려가 완화될 가능성이 높다. 또한, 가공식품은 국내외에서 고성장이 지속되고 있고, 대규모의 M&A가 시도될 가능성도 여전히 유효하다. CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 55만원을 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 외부 변수에 대한 우려로 주가 조정

1) 원/달러 환율 상승, 2) 원당투입단가 상승, 3) 라이신 판가 조정에 따른 우려로 인해, 최근에 주가가 일부 조정을 받은 상황이다. 하지만, 정제당 스프레드는 동사의 견고한 시장 지배력을 바탕으로 완만한 개선이 가능하고, 라이신 판가 상승 분도 1Q17부터 본격적으로 반영되기 때문에, 수익성에 대한 우려는 점진적으로 완화될 것으로 판단된다.

단기적으로 라이신 판가의 스윙이 가능하나, 1) 중국 라이신 수요가 점차 회복되고 있고, 2) 바이오 부문의 제품 포트폴리오를 다각화하고 있어, 전사 실적 안정성이 점진적으로 개선될 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 변함 없는 중장기 투자포인트

반면에 동사의 중장기 투자포인트는 변함 없이 유효할 것으로 판단된다. 중국 라이신 시황은 수요 회복에 따른 개선이 기대되고, 가공식품은 국내외 고성장이 지속되고 있기 때문이다. 지난 해 WHO 이슈에 따른 낮은 기저로 인해, 4Q16 가공식품 매출 성장률은 10% 후반 정도 예상되고, 미국 Walmart 채널 확대를 중심으로 해외 매출 비중 상승세가 전망된다. 특히, 미국 지역에서는 '비비고 만두' 매출 확대와 동시에, 큰 규모의 M&A 시도가 있을 가능성이 높다. Mainstream 채널에 공급할 수 있는 안정적인 제품 Line-up과 규모의 경제 확보 측면에서, 추가적인 SKU 다각화를 통한 외형 확대가 필요하기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 55만원 유지

원당투입단가와 원/달러 환율 상승으로 인해, 4Q16 수익성에 대한 우려가 커지면서, 주가가 일부 조정을 받은 상황이다. 하지만, 1Q17부터 라이신 판가 상승 분이 반영되고, 정제당 스프레드도 개선될 가능성이 높기 때문에, 해당 우려감은 서서히 완화될 것으로 판단된다. 반면, 1) 라이신 균형가격 회복, 2) 가공식품 성장에 따른 실적 개선 기대감은 여전히 유효한 것으로 판단된다.

### 외부 변수 우려로 주가 조정

동사의 주가는 12월 중순 이후 다소 조정을 받기 시작하였다. 주요 이유는 실적 외부 변수에 대한 우려 때문이다. 첫째, 원화가 달러대비 평가절하 되면서, 영업외손실 증가에 대한 우려가 커졌다. 둘째, 원당투입단가 상승하면서, 소재와 바이오 부문 원가율에 대한 우려가 높아졌다. 마지막으로, 상승하던 중국 라이신 Spot 판가가 조정을 받으면서, 수익성 상승 기대감에 제한이 생겼다.

### 4분기 실적 보다는 펀더멘털 요소에 관심

4Q15 실적은 1) 추석 선물세트 반품 영향, 2) WHO 이슈에 따른 육가공 매출 급감, 3) 인센티브 추가 집행 영향으로 기저가 낮은 편이나, 위의 외부 변수 영향으로 인해, 4Q16 실적 개선 폭은 예상 대비 미진할 수 있다.

하지만, 기말환율 상승에 따른 영업외손실 증가는 지속적으로 발생할 수 있는 비용이 아니다. 또한, 원당투입단가 상승에 따른 원가율 우려는, 1Q17 이후 정제당과 라이신 판가 상승 분 반영에 따라 상쇄가 가능하며, 최근에는 원당 국제 시세도 서서히 안정을 되찾고 있다. 따라서, 4Q16 예상 실적 보다는, 1Q17 이후 실적 모멘텀에 영향을 줄 수 있는 펀더멘털 변수가, 주가 조정 이후 투자 전략 수립에 유의미한 요소로 판단된다.

### 분기별 원당/환율 시세 및 CJ제일제당 외환관련 손익 추이

구분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
원당(평균가격, 달러/톤)	311	274	250	323	317	375	447	459
(YoY)	-14%	-28%	-29%	-7%	2%	37%	79%	42%
원/달러 환율(평균)	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,121	1,157
(YoY)	3%	7%	14%	7%	9%	6%	-4%	0%
원/달러 환율(기말)	1,105	1,124	1,195	1,172	1,154	1,165	1,096	1,209
(QoQ)	1%	2%	6%	-2%	-2%	1%	-6%	10%
CJ 제일제당 외환관련 손익(십억원) <sup>1)</sup>	-16.1	-22.3	-59.7	0.2	-13.1	-12.2	18.1	
거래손익	-2.4	-4.7	-40.8	17.2	-4.2	-1.8	4.4	
평가손익	-13.7	-17.6	-18.9	-10.0	-9.3	-7.2	13.3	

자료: 한국은행 경제통계시스템, Bloomberg, CJ제일제당, 키움증권 리서치

주: 1) 대한통운 제외기준

### CJ제일제당 주가 vs 원/달러 환율



자료: Fn Guide

### 국제 원당 시세 추이



자료: Bloomberg

### 소재 부문 수익성 다시 회복 가능

국내 정제당 시장은 주요 3사(CJ제일제당, 대한제당, 삼양사)의 시장 지배력이 높고, B2B 비중이 높기 때문에, 소재 부문 수익성은 다시 회복될 가능성이 높다. 최근 들어, 정제당 PPI YoY 증가율이 조금씩 오르기 시작하였고, 기상 이변 우려가 둔화되면서 원당 국제 시세가 조정을 받은 점도 긍정적이다. 따라서, 원당투입단가 상승에 대한 우려는 서서히 완화될 수 있을 것으로 기대된다.

### 라이신 판가 상승 분 1Q17부터 반영

바이오 부문에서는 라이신 판가 상승 분이 1Q17부터 본격 반영되면서, 원당투입단가 상승에 따른 원가율 우려를 상쇄할 것으로 기대된다. 11월 초부터 상승한 라이신 중국 Spot 가격은, 12월부터 동사의 중국 계약 판가에 반영될 것으로 추산된다. 또한, 유럽 등 중국 외의 다른 지역은, Spot 판가 변동이 통상적으로 중국 보다 늦게 계약 판가에 반영되는 편이다(3개월 이상 래깅).

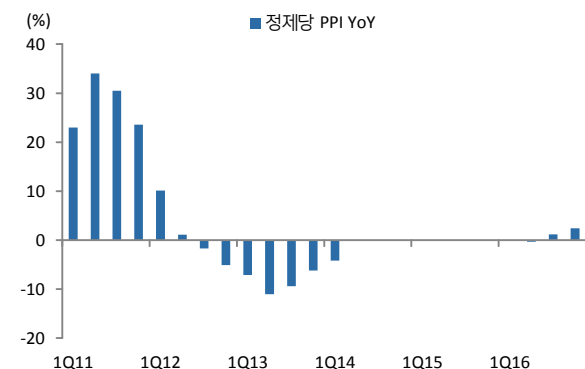
CJ제일제당의 라이신 매출 내 중국 비중은 20% 내외 수준이다. 따라서, Spot 가격 변동이 4Q16 실적에 반영되기 어려운 구조이기 때문에, 라이신 제품의 수익성과 바이오 부문의 영업이익은 QoQ로 감소할 가능성이 높다. 하지만, 동사의 1Q17 라이신 판가는 QoQ로 상승할 가능성이 높을 것으로 판단되며, 중국 Spot 가격 변동폭을 감안하면 그 상승폭도 비교적 높을 것으로 판단된다.

### 라이신 수요 회복은 현재 진행형

중국 라이신 수요 회복에 대한 기대감도 여전히 현재진행형이다. 1) 중국 돼지고기 수입량이 지속적으로 높은 레벨을 유지하고 있고, 2) 돈육가격이 최근에 상승 전환하고 있으며, 3) 돼지사육두수 감소 추세가 사라지고 있기 때문이다.

3년여간의 라이신 가격 하락기 동안에, 대규모의 라이신 Capa 증설이 없었던 점을 감안한다면, 중국 라이신 수급은 점점 더 타이트해 질 가능성이 높다. 또한, CJ제일제당, Meihua, Fufeng 등 Major Player들은, 기존 Commodity 사료용 아미노산에서 제품 포트폴리오를 다각화하면서, 경쟁의 무게 중심을 다른 제품으로 옮기고 있는 상황이다. 따라서, 라이신 균형가격의 상승세는 2017년에도 유효한 것으로 판단되며, 이는 동사의 전사 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

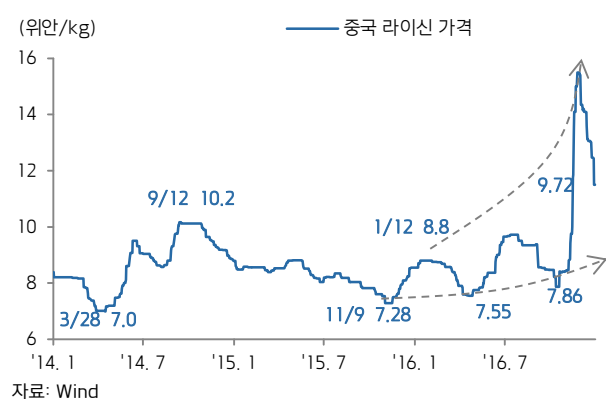
### 정제당 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청

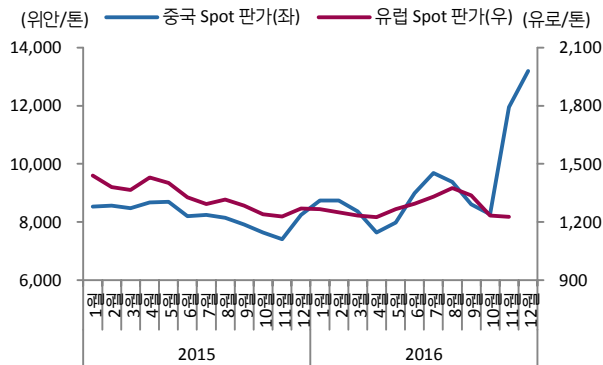
주: 1) 4Q16은 10~11월 단순 평균값

### 중국 라이신 Spot 가격 추이



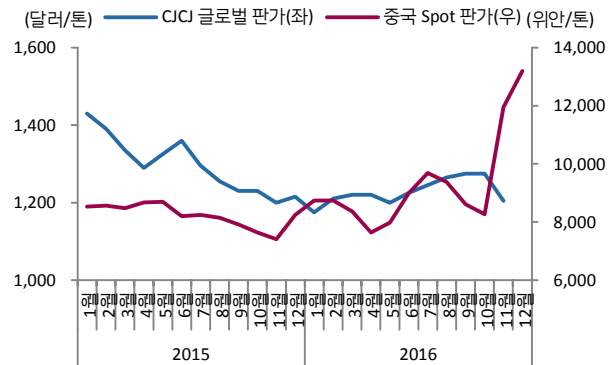
자료: Wind

## 라이신 판가: 중국 Spot vs 유럽 Spot



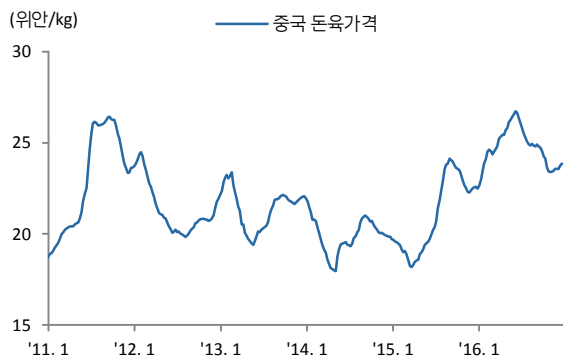
자료: CJ제일제당, Wind, Feedinfo

## 라이신 판가: CJ제일제당 글로벌 vs 중국 Spot



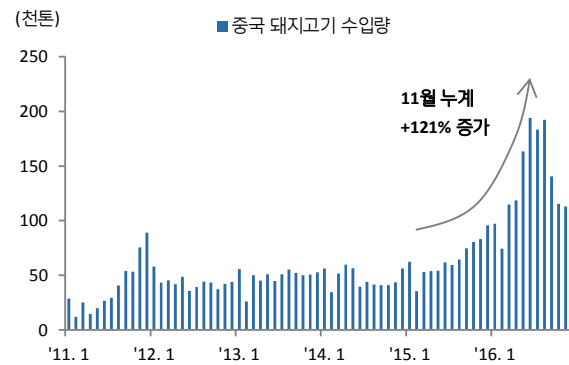
자료: CJ제일제당, Wind

## 중국 돈육가격 추이



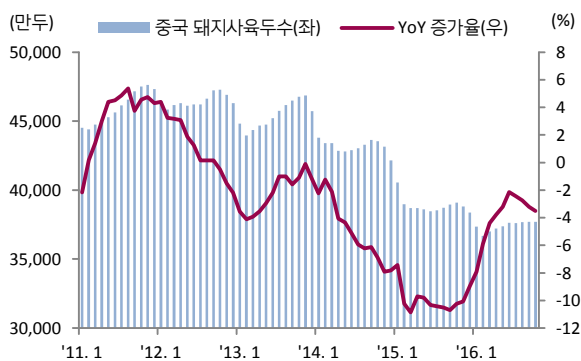
자료: Bloomberg

## 중국 돼지고기 수입량 추이



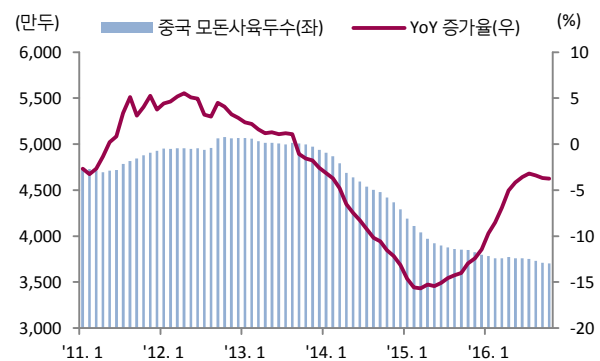
자료: Bloomberg

## 중국 돼지사육두수 추이



자료: Wind

## 중국 모돈사육두수 추이



자료: Wind

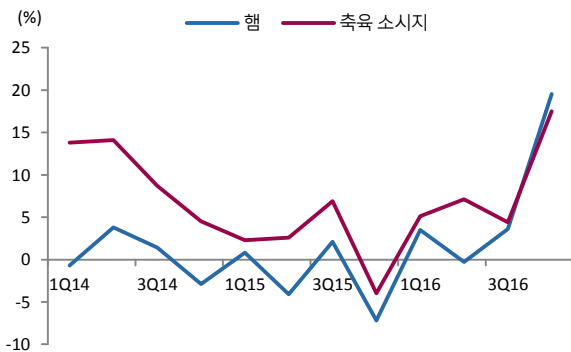
### 가공식품 매출 성장률 견조한 모습

가공식품 매출 성장률은 계속 견조한 모습을 보일 것으로 기대된다. 1) 지난 해 WHO 이슈에 따른 기저로 육가공 제품의 매출 회복이 가파르고, 2) 만두/김치 등 주요 카테고리에서 MS 확대가 지속되고 있으며, 3) HMR 신제품 매출이 매분기 확대되고 있기 때문이다. 동사는 가공식품 매출 규모와 성장률 측면에서, 국내 상장사 중에 가장 높은 수준을 보이고 있으며, 간편식/편의식 카테고리의 신제품을 꾸준히 출시하면서, 경쟁사 대비 우월한 제품 개발 및 판촉 역량을 보여주고 있다.

### 가공식품 해외 매출 확대에 주목

중장기적으로는 가공식품 부문의 해외 매출 비중 확대에 주목해야 한다. 2016년 예상 기준, 동사의 가공식품 해외 매출 비중은 약 14% 수준이다. 2016년은 1) '비비고 만두' 브랜드의 미국 Costco 채널 확대, 2) 중국 지상위 연결 편입 효과 등에 힘입어, 매출이 YoY 50% 정도 상승할 것으로 추산된다. 2017년은 1) '비비고 만두' 브랜드의 미국 Walmart 채널 확대, 2) 중국 B2C 채널 확대, 3) 대형 M&A 가능성이 기대되는 부분이다. 동사의 '비비고 만두'는 미국 Costco에서 시장성이 어느 정도 검증되었기 때문에, Walmart에서의 성공 가능성도 높은 편이다. 이를 통해, 미국 Mainstream 채널 커버리지가 확대되면서, 미국 시장 내 대형 M&A의 필요성이 증가할 것으로 기대된다. 향후, Mainstream 채널에 공급할 수 있는 안정적인 제품 Line-up과 규모의 경제 확보 측면에서, 추가적인 SKU 다각화를 통한 외형 확대가 필요하기 때문이다.

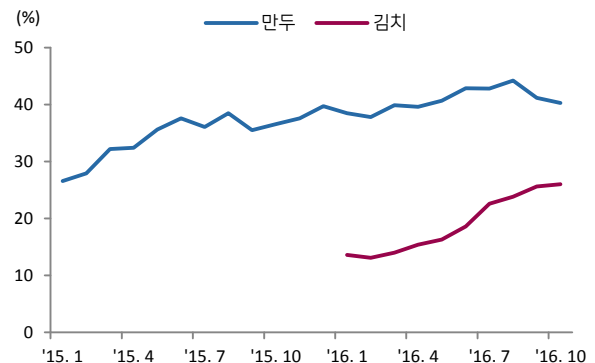
### 육가공품 출하량 YoY 증가율 추이



자료: 통계청

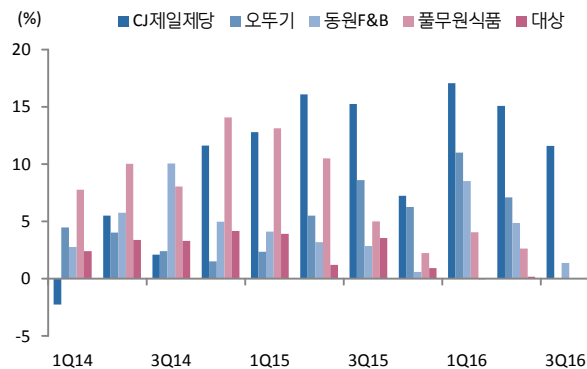
주: 1) 4Q16은 10~11월 단순 평균값

### 만두/김치 시장점유율 추이



자료: CJ제일제당, 링크아즈텍

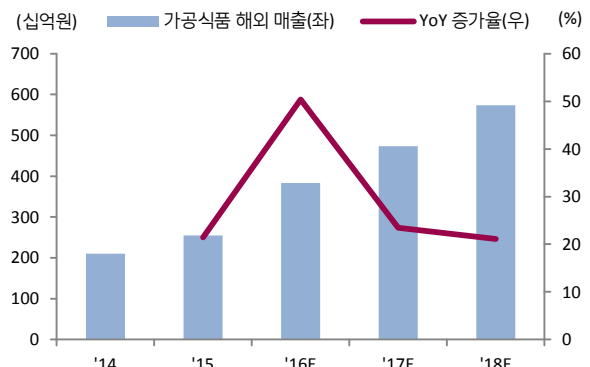
### 분기별 식품 매출 YoY 성장률 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) CJ제일제당, 대상은 소재부문 매출 제외하고 계산

### CJ제일제당 가공식품 해외 매출 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

#### 4Q16 영업이익 1,731억원 전망

CJ제일제당의 4Q16 영업이익은 1,731억원 수준으로 추산된다(대한통운 제외기준 1,104억원). 외부 변수 우려가 있지만, 지난 해 실적 기저가 낮기 때문에, 영업이익 성장률은 높은 편이다. 원/달러 기말환율 상승에 따라, 세전이익은 다소 부진할 수 있으나, 이러한 영업외손실 증가는 매분기 정상적으로 나타날 요인이 아니다. 따라서, 2017년 예상 PER 12~13배 수준에서는, 추가적인 주가 하락 리스크가 제한적인 것으로 판단된다.

#### 라이신 수익성과 가공식품 성장성 중요

향후 주가 흐름을 좌우하는 가장 중요한 변수는 라이신 수익성과 가공식품 성장성으로 판단된다. 라이신은 오랜 기간 동안의 공급 과잉 이후, 회복 cycle에 진입한 모습을 보이고 있으며, 중국 돈육 시황에 따라 개선 속도가 좌우될 것으로 판단된다. 따라서, 돈육가격의 방향성과 사육두수의 변화가 라이신 판가 레벨을 좌우할 가능성이 높다.

국내 가공식품은 편의식/간편식 카테고리 신제품 출시가 이어질 것으로 예상되며, 경쟁사 대비 우월한 매출 성장률이 지속될 것으로 기대된다. 더불어, 동사의 해외 가공식품 사업 확대가 기대되는데, 시장 규모가 큰 미국/중국 지역 내 대형 M&A 성사 여부가 중요할 것으로 판단된다. 특히, 미국 시장은 성숙 시장이기 때문에, 자체적인 역량을 통한 외형 확장에 한계가 존재할 수밖에 없다. 따라서, 중장기적인 성장 잠재력 확보를 위해, 현지 식품 제조 업체 인수 시도가 있을 것으로 기대된다.

#### CJ제일제당 바이오 사업부문 주요 가정

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
<b>바이오</b>	<b>428</b>	<b>456</b>	<b>456</b>	<b>468</b>	<b>503</b>	<b>509</b>	<b>518</b>	<b>520</b>	<b>1,740</b>	<b>1,808</b>	<b>2,051</b>
(YoY)	6.6%	5.1%	-1.8%	6.5%	17.6%	11.7%	13.5%	11.1%	17.7%	3.9%	13.4%
<b>라이신</b>	<b>192</b>	<b>206</b>	<b>223</b>	<b>206</b>	<b>235</b>	<b>235</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>812</b>	<b>827</b>	<b>946</b>
(YoY)	-10.8%	-4.2%	8.4%	17.0%	22.4%	13.7%	6.7%	15.7%	-0.4%	1.9%	14.3%
ASP(달러/톤)	1,200	1,215	1,260	1,270	1,340	1,340	1,360	1,360	1,305	1,235	1,350
(QoQ)	-1.2%	1.3%	3.7%	0.8%	5.5%	0.0%	1.5%	0.0%			
(YoY)	-13.4%	-8.3%	0.0%	4.5%	11.7%	10.3%	7.9%	7.1%	1.2%	-5.4%	9.3%
Q(천톤)	133	146	158	140	145	145	145	145	550	577	580
(YoY)	-5.7%	-1.4%	12.9%	12.0%	9.0%	-0.7%	-8.2%	3.6%	-4.3%	4.9%	0.5%
<b>핵산</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>65</b>	<b>213</b>	<b>217</b>	<b>242</b>
(YoY)	6.8%	1.3%	-1.5%	0.1%	7.6%	11.2%	15.3%	11.7%	8.6%	1.5%	11.6%
ASP(달러/kg)	7.0	7.1	7.1	7.2	7.1	7.2	7.2	7.3	7.4	7.1	7.2
(QoQ)	2.9%	1.4%	0.0%	1.4%	-0.8%	1.4%	0.0%	1.4%			
(YoY)	-13.6%	-6.6%	-2.7%	5.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-1.9%	-4.1%	2.1%
Q(천톤)	6.0	6.5	6.8	7.0	6.3	6.8	7.1	7.4	25.5	26.3	27.6
(YoY)	13.2%	2.4%	5.4%	-5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	7.6%	3.1%	5.0%
<b>메치오닌</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>67</b>	<b>83</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>247</b>	<b>325</b>	<b>362</b>
(YoY)	764.1%	76.1%	-22.3%	-18.2%	3.6%	4.1%	35.7%	8.7%		31.3%	11.6%
ASP(달러/kg)	4.0	3.5	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.8	3.4	3.0
(QoQ)	-9.1%	-13.0%	-2.3%	-11.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
(YoY)	-13.0%	-30.4%	-30.6%	-31.8%	-25.0%	-13.8%	-11.8%	0.0%		-27.6%	-12.9%
Q(천톤)	18.2	21.5	17.5	24.0	25.0	25.0	25.0	25.0	46.0	81.2	100.0
(YoY)	810.0%	138.9%	16.7%	20.0%	37.4%	16.3%	42.9%	4.2%		76.5%	23.2%
<b>기타</b>	<b>99</b>	<b>109</b>	<b>112</b>	<b>121</b>	<b>124</b>	<b>124</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>467</b>	<b>440</b>	<b>501</b>
(YoY)	-23.9%	-6.1%	-4.9%	16.2%	25.7%	14.3%	13.1%	4.6%	0.1%	-5.8%	13.9%
<b>원/달러 평균환율</b>	<b>1,201</b>	<b>1,163</b>	<b>1,121</b>	<b>1,157</b>	<b>1,208</b>	<b>1,208</b>	<b>1,208</b>	<b>1,208</b>	<b>1,131</b>	<b>1,161</b>	<b>1,208</b>
(QoQ)	3.8%	-3.2%	-3.6%	3.2%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%			
(YoY)	9.2%	5.9%	-4.0%	0.0%	0.5%	3.8%	7.7%	4.3%	2.9%	2.6%	4.0%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>3,534</b>	<b>3,610</b>	<b>3,679</b>	<b>3,745</b>	<b>3,915</b>	<b>3,992</b>	<b>4,086</b>	<b>4,141</b>	<b>12,924</b>	<b>14,568</b>	<b>16,134</b>
(YoY)	13.3%	14.0%	9.3%	14.4%	10.8%	10.6%	11.1%	10.6%	10.4%	12.7%	10.8%
식품	1,160	1,103	1,244	1,073	1,245	1,189	1,348	1,169	4,150	4,580	4,951
(YoY)	10.6%	11.1%	8.0%	12.1%	7.4%	7.7%	8.4%	9.0%	8.1%	10.3%	8.1%
소재	478	473	478	420	490	485	490	430	1,782	1,848	1,894
(YoY)	2.5%	6.1%	2.7%	3.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%	3.7%	2.5%
가공	682	630	766	653	756	704	858	739	2,368	2,732	3,056
(YoY)	17.1%	15.1%	11.6%	18.4%	10.8%	11.6%	12.0%	13.1%	12.9%	15.4%	11.9%
바이오	428	456	456	468	503	509	518	520	1,740	1,808	2,051
(YoY)	6.6%	5.1%	-1.8%	6.5%	17.6%	11.7%	13.5%	11.1%	17.7%	3.9%	13.4%
헬스케어	118	126	130	140	124	136	141	152	457	513	553
(YoY)	11.1%	11.1%	16.6%	11.0%	5.4%	8.5%	8.5%	8.5%	6.2%	12.4%	7.8%
생물자원	489	521	479	549	553	589	541	620	1,805	2,038	2,303
(YoY)	10.4%	22.1%	6.4%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	11.6%	12.9%	13.0%
물류	1,445	1,514	1,490	1,589	1,596	1,679	1,658	1,753	5,056	6,038	6,686
(YoY)	22.3%	19.5%	17.3%	18.8%	10.4%	10.9%	11.3%	10.3%	10.9%	19.4%	10.7%
<b>대통제의 기준</b>	<b>2,195</b>	<b>2,206</b>	<b>2,308</b>	<b>2,230</b>	<b>2,426</b>	<b>2,423</b>	<b>2,547</b>	<b>2,462</b>	<b>8,152</b>	<b>8,940</b>	<b>9,858</b>
(YoY)	9.8%	12.2%	6.0%	11.0%	10.5%	9.8%	10.4%	10.4%	10.7%	9.7%	10.3%
<b>매출총이익</b>	<b>827</b>	<b>804</b>	<b>871</b>	<b>793</b>	<b>897</b>	<b>890</b>	<b>964</b>	<b>890</b>	<b>2,886</b>	<b>3,295</b>	<b>3,641</b>
(GPM)	23.4%	22.3%	23.7%	21.2%	22.9%	22.3%	23.6%	21.5%	22.3%	22.6%	22.6%
<b>대통제의 기준</b>	<b>669</b>	<b>632</b>	<b>701</b>	<b>615</b>	<b>717</b>	<b>694</b>	<b>768</b>	<b>686</b>	<b>2,347</b>	<b>2,617</b>	<b>2,864</b>
(GPM)	30.5%	28.7%	30.4%	27.6%	29.6%	28.6%	30.1%	27.9%	28.8%	29.3%	29.1%
<b>판매비</b>	<b>594</b>	<b>593</b>	<b>628</b>	<b>620</b>	<b>641</b>	<b>641</b>	<b>682</b>	<b>671</b>	<b>2,135</b>	<b>2,435</b>	<b>2,635</b>
(판매비율)	16.8%	16.4%	17.1%	16.6%	16.4%	16.1%	16.7%	16.2%	16.5%	16.7%	16.3%
<b>대통제의 기준</b>	<b>486</b>	<b>480</b>	<b>515</b>	<b>505</b>	<b>523</b>	<b>515</b>	<b>553</b>	<b>540</b>	<b>1,760</b>	<b>1,986</b>	<b>2,131</b>
(판매비율)	22.2%	21.8%	22.3%	22.6%	21.6%	21.3%	21.7%	21.9%	21.6%	22.2%	21.6%
<b>영업이익</b>	<b>233</b>	<b>211</b>	<b>243</b>	<b>173</b>	<b>256</b>	<b>249</b>	<b>282</b>	<b>219</b>	<b>751</b>	<b>860</b>	<b>1,007</b>
(YoY)	3.3%	9.8%	9.4%	54.9%	10.1%	18.3%	16.1%	26.4%	29.6%	14.4%	17.1%
(OPM)	6.6%	5.8%	6.6%	4.6%	6.5%	6.2%	6.9%	5.3%	5.8%	5.9%	6.2%
식품	118	84	114	38	116	93	125	54	349	355	387
(OPM)	10.2%	7.6%	9.2%	3.6%	9.3%	7.8%	9.3%	4.6%	8.4%	7.8%	7.8%
바이오	31	30	40	36	46	41	51	51	139	137	190
(OPM)	7.3%	6.5%	8.7%	7.7%	9.1%	8.1%	9.9%	9.9%	8.0%	7.6%	9.3%
헬스케어	18	17	14	19	15	20	17	21	52	68	74
(OPM)	15.6%	13.6%	10.7%	13.4%	12.2%	15.0%	12.2%	13.6%	11.5%	13.3%	13.3%
생물자원	15	21	18	17	18	24	21	20	47	71	83
(OPM)	3.1%	4.0%	3.8%	3.1%	3.2%	4.1%	3.9%	3.2%	2.6%	3.5%	3.6%
물류	53	60	60	68	66	72	71	78	187	241	286
(OPM)	3.7%	3.9%	4.0%	4.3%	4.1%	4.3%	4.3%	4.4%	3.7%	4.0%	4.3%
<b>대통제의 기준</b>	<b>183</b>	<b>152</b>	<b>186</b>	<b>110</b>	<b>194</b>	<b>179</b>	<b>215</b>	<b>146</b>	<b>587</b>	<b>632</b>	<b>733</b>
(OPM)	8.3%	6.9%	8.1%	5.0%	8.0%	7.4%	8.4%	5.9%	7.2%	7.1%	7.4%
세전이익	204	133	165	86	186	179	212	149	365	588	726
당기순이익	149	72	117	64	136	131	155	109	254	402	532
<b>지배주주순이익</b>	<b>123</b>	<b>42</b>	<b>111</b>	<b>32</b>	<b>108</b>	<b>99</b>	<b>120</b>	<b>71</b>	<b>189</b>	<b>308</b>	<b>398</b>
(YoY)	33.0%	-18.4%	260.6%	124.6%	-12.3%	134.9%	8.3%	119.6%	105.8%	62.9%	29.1%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	117,018	129,245	145,680	161,345	177,256
매출원가	92,584	100,384	112,734	124,934	137,052
매출총이익	24,434	28,860	32,947	36,411	40,204
판매비및일반관리비	18,634	21,346	24,349	26,345	28,699
영업이익(보고)	5,799	7,514	8,598	10,066	11,504
영업이익(핵심)	5,799	7,514	8,598	10,066	11,504
영업외손익	-3,369	-3,866	-2,720	-2,808	-2,686
이자수익	280	146	135	138	136
배당금수익	34	62	62	63	63
외환이익	1,221	1,202	900	900	900
이자비용	1,970	1,805	1,701	1,639	1,515
외환손실	1,693	2,466	2,000	2,000	2,000
관계기업지분법손익	23	213	130	134	138
투자및기타자산처분손익	-166	-58	324	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-339	209	0	0	0
기타	-760	-1,369	-570	-403	-408
법인세차감전이익	2,430	3,648	5,878	7,258	8,819
법인세비용	1,051	1,111	1,854	1,940	2,357
유효법인세율 (%)	43.3%	30.5%	31.5%	26.7%	26.7%
당기순이익	1,379	2,537	4,024	5,318	6,461
지배주주지분순이익(억원)	920	1,893	3,082	3,980	5,054
EBITDA	10,275	12,350	13,902	15,631	17,316
현금순이익(Cash Earnings)	5,855	7,373	9,328	10,884	12,273
수정당기순이익	1,665	2,431	3,802	5,318	6,461
증감율(% YoY)					
매출액	7.9	10.4	12.7	10.8	9.9
영업이익(보고)	67.9	29.6	14.4	17.1	14.3
영업이익(핵심)	67.9	29.6	14.4	17.1	14.3
EBITDA	41.4	20.2	12.6	12.4	10.8
지배주주지분 당기순이익	-21.2	105.8	62.9	29.1	27.0
EPS	-21.3	105.2	47.8	29.1	27.0
수정순이익	N/A	46.1	56.4	39.9	21.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	6,886	11,546	9,528	9,832	12,463
당기순이익	1,379	2,537	4,024	5,318	6,461
감가상각비	3,612	3,945	4,248	4,458	4,657
무형자산상각비	865	891	1,056	1,108	1,154
외환손익	602	472	1,100	1,100	1,100
자산처분손익	-1,862	166	-324	0	0
지분법손익	347	-23	-130	-134	-138
영업활동자산부채 증감	-1,509	817	716	-856	391
기타	2,540	3,356	-1,162	-1,162	-1,163
투자활동현금흐름	-5,372	-6,930	-6,815	-7,632	-7,816
투자자산의 처분	-793	813	312	-142	56
유형자산의 처분	370	293	0	0	0
유형자산의 취득	-4,743	-6,735	-7,000	-7,350	-7,718
무형자산의 처분	-525	-641	0	0	0
기타	320	-660	-127	-140	-154
재무활동현금흐름	-1,414	-3,645	-2,845	-2,025	-4,294
단기차입금의 증가	-3,626	-11,962	-1,000	-1,000	-1,000
장기차입금의 증가	4,044	7,568	-1,590	-1,000	-3,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-371	-422	-354	-354	-354
기타	-1,461	1,171	99	329	60
현금및현금성자산의순증가	41	938	-132	175	353
기초현금및현금성자산	4,319	4,360	5,298	5,166	5,341
기말현금및현금성자산	4,360	5,298	5,166	5,341	5,694
Gross Cash Flow	8,395	10,728	8,812	10,688	12,071
Op Free Cash Flow	989	3,502	4,906	4,734	6,914

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	39,733	40,185	41,949	44,938	46,836
현금및현금성자산	4,360	5,298	5,166	5,341	5,694
유동금융자산	2,062	2,147	2,185	2,227	2,216
매출채권및유동채권	21,403	21,387	22,412	24,081	24,966
재고자산	10,656	10,976	11,748	12,805	13,428
기타유동비금융자산	1,251	377	437	484	532
비유동자산	94,093	97,328	99,693	102,273	104,854
장기매출채권및기타비유동채권	2,975	2,963	3,340	3,699	4,064
투자자산	8,593	8,814	8,979	9,275	9,431
유형자산	63,839	66,902	69,654	72,546	75,606
무형자산	17,509	17,373	16,318	15,210	14,056
기타비유동자산	1,176	1,275	1,402	1,543	1,697
자산총계	133,825	137,513	141,643	147,211	151,690
유동부채	41,224	43,357	43,620	43,803	44,020
매입채무및기타유동채무	14,972	16,710	18,834	20,860	22,917
단기차입금	15,682	14,407	13,407	12,407	11,407
유동성장기차입금	8,955	11,483	9,893	8,893	7,893
기타유동부채	1,616	758	1,486	1,643	1,803
비유동부채	43,102	40,303	40,500	40,921	39,076
장기매입채무및비유동채무	666	767	864	957	1,052
사채및장기차입금	34,836	31,572	31,572	31,572	29,572
기타비유동부채	7,600	7,964	8,063	8,392	8,452
부채총계	84,327	83,660	84,120	84,725	83,096
자본금	723	724	724	724	724
주식발행초과금	9,102	9,183	9,183	9,183	9,183
이익잉여금	21,872	23,342	26,218	29,988	34,826
기타자본	-1,848	-1,819	-1,819	-1,819	-1,819
지배주주지분자본총계	29,849	31,431	34,307	38,076	42,915
비지배주주지분자본총계	19,650	22,421	23,216	24,410	25,679
자본총계	49,499	53,852	57,522	62,487	68,594
순차입금	53,051	50,017	47,521	45,305	40,962
총차입금	59,473	57,462	54,872	52,872	48,872

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,014	14,393	21,279	27,479	34,891
BPS	206,344	216,981	236,834	262,856	296,258
주당EBITDA	78,374	93,922	95,971	107,908	119,536
CFPS	44,655	56,069	64,395	75,133	84,722
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	43.7	26.2	16.8	13.0	10.2
PBR	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.4	9.8	8.1	7.1	6.0
PCFR	6.9	6.7	5.6	4.8	4.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.0	5.8	5.9	6.2	6.5
영업이익률(핵심)	5.0	5.8	5.9	6.2	6.5
EBITDA margin	8.8	9.6	9.5	9.7	9.8
순이익률	1.2	2.0	2.8	3.3	3.6
자기자본이익률(ROE)	2.8	4.9	7.2	8.9	9.9
투자자본이익률(ROIC)	3.4	5.4	6.0	7.4	8.3
안정성(%)					
부채비율	170.4	155.4	146.2	135.6	121.1
순차입금비율	107.2	92.9	82.6	72.5	59.7
이자보상배율(배)	2.9	4.2	5.1	6.1	7.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	6.0	6.7	6.9	7.2
재고자산회전율	11.3	11.9	12.8	13.1	13.5
매입채무회전율	8.2	8.2	8.2	8.1	8.1

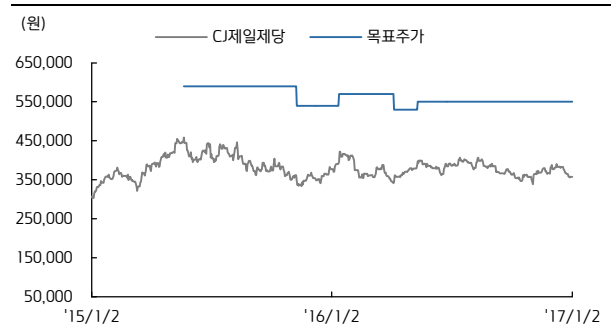


- 당사는 12월 29일 현재 'CJ제일제당 (097950)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
CJ제일제당 (097950)	2014/10/08	BUY(Maintain)	470,000원
	2014/11/06	BUY(Maintain)	470,000원
담당자변경	2015/06/08	BUY(Reinitiate)	590,000원
담당자변경	2015/09/08	BUY(Reinitiate)	590,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	540,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	540,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/01/13	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/02/11	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/04/05	BUY(Maintain)	530,000원
	2016/04/28	BUY(Maintain)	530,000원
	2016/05/11	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/06/28	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/08/08	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/09/19	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/10/04	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/11/03	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/11/16	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/11/18	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/11/23	BUY(Maintain)	550,000원
	2017/01/02	BUY(Maintain)	550,000원

## 목표주가 추이(4.5X8)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%