



BUY(Maintain)

목표주가: 570,000원

주가(2/5): 374,500원

시가총액: 52,503억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/5)		1,917.79pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	458,500원	321,500원
등락률	-18.32%	16.49%
수익률	절대	상대
IW	0.9%	1.6%
1M	-8.7%	-3.3%
1Y	0.8%	2.6%

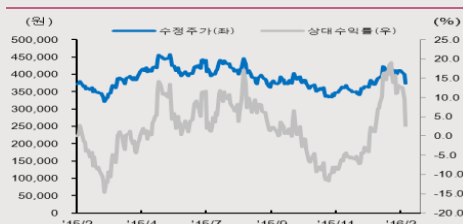
Company Data

발행주식수		14,486천주
일평균 거래량(3M)		47천주
외국인 지분율		20.94%
배당수익률(15E)		0.67%
BPS(15E)		240,420원
주요 주주	CJ제일제당 외	34.37%
	국민연금공단	13.10%

투자지표

(억원, IFRS **)	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	117,018	129,245	143,915	154,890
보고영업이익	5,799	7,514	9,211	10,791
핵심영업이익	5,799	7,514	9,211	10,791
EBITDA	10,275	12,314	14,033	15,606
세전이익	2,430	3,648	6,039	7,829
순이익	1,379	2,537	4,324	5,606
지배주주지분순이익	920	1,892	3,381	4,384
EPS(원)	7,014	14,401	25,737	33,365
증감률(%YoY)	-21.3	105.3	78.7	29.6
PER(배)	43.7	26.0	14.6	11.2
PBR(배)	1.3	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	11.4	9.8	8.1	7.1
보고영업이익률(%)	5.0	5.8	6.4	7.0
핵심영업이익률(%)	5.0	5.8	6.4	7.0
ROE(%)	2.8	5.0	8.0	9.6
순부채비율(%)	107.2	97.9	84.4	70.5

Price Trend



실적리뷰

CJ제일제당 (097950)

4Q15 Review: 저가 매수의 기회



동사의 4분기 영업이익은 판관비율 상승과 가공식품 매출의 일시적 부진으로, 당사 기대치를 하회하였다. 하지만, 기존의 투자포인트는 여전히 유효하다. 가공식품과 바이오 부문의 이익 성장을 통해, 올해 영업이익은 전년 대비 +17% 성장할 것으로 기대된다(대한통운 제외기준). 일시적 실적 부진에 따른 주가 조정을 저가 매수의 기회로 활용할 필요가 있다.

>>> 4분기 영업이익 1,118억원으로 당사 기대치 하회

동사의 4분기 연결기준 실적은 전년 동기 대비 매출액이 6.3% 증가하였으나, 영업이익은 -35.0% 감소하였다(대한통운 제외기준 영업이익 742억, YoY -32.0%).

대한통운 제외 기준 영업이익이 당사 기대치 1,210억원을 하회한 이유는,

- 1) 전사 판관비율 상승(추가 인센티브 집행, 가공식품 신제품 출시 비용),
- 2) 가공식품 매출 성장률 기대치 하회(가공육 발암물질 우려에 따른 육가공 매출 부진, 선물세트 반품 영향) 때문이다.

대한통운 제외 기준 전사 원가율은 당사 예상보다 양호한 편이었으며, 판관비율의 상승은 신제품 마케팅을 위한 초기 투자 비용으로 판단된다. 4분기 가공식품 매출은 전년 동기 대비 +7.3% 성장하였으나, 상기 일회적인 이슈를 제외한다면, 전년 동기 대비 +11% 이상 성장한 것으로 추정된다.

>>> 가공식품과 바이오가 이익 성장 견인할 것

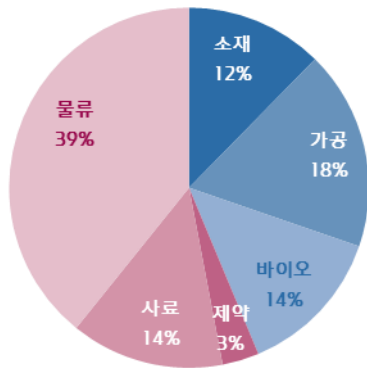
가공식품 부문은 1) 간편식 관련 신제품 출시, 2) 기존 제품의 대형화(비비고 냉동만두, 뿌찌첼, 핫반 컵반 등) 등을 통해, 올해 매출액과 영업이익이 전년 동기 대비 각각 +11%, +16% 성장할 것으로 전망한다.

바이오 부문은 1) 라이신 시황 개선, 2) 메치오닌 판매량 확대 등을 통해, 올해 매출액과 영업이익이 전년 동기 대비 각각 +13%, +44% 성장할 것으로 전망한다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 57만원 유지

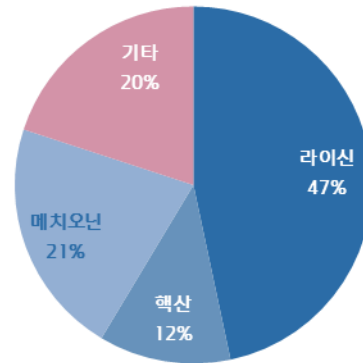
CJ제일제당에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 57만원을 유지한다. 당사는 1) 국내 가공식품 시장 지배력 확대, 2) 라이신 시황 개선 및 메치오닌 판매량 증가를 통해 꾸준한 실적 개선이 기대된다. 곡물가격, 환율, 라이신 시황에 대한 높은 민감도에도 불구하고, 식품과 바이오 사업의 점유율이 확대되고 있기 때문에, 음식료 업종 내에서 상대적으로 높은 밸류에이션이 가능하다고 판단된다.

전사 매출 비중('16년 추정 기준)



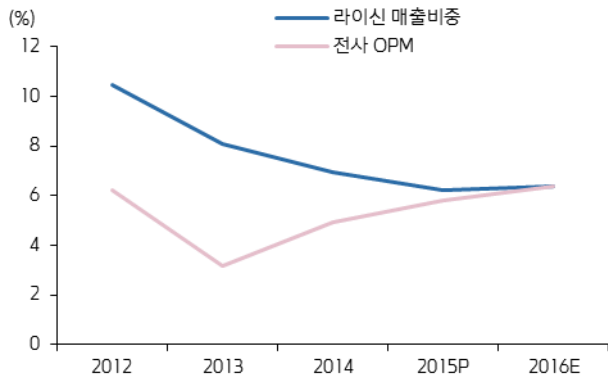
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

바이오 매출 비중('16년 추정 기준)



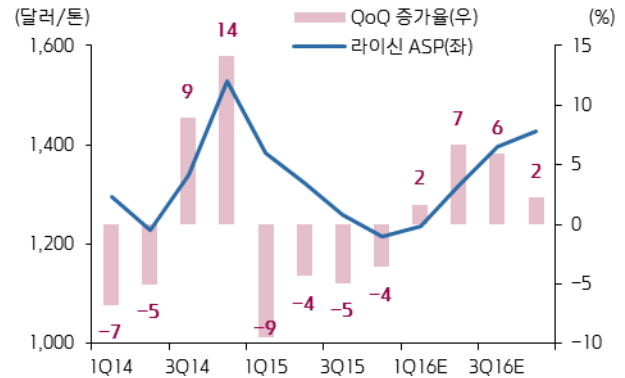
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

라이신 매출 비중과 전사 OPM 추이 및 전망



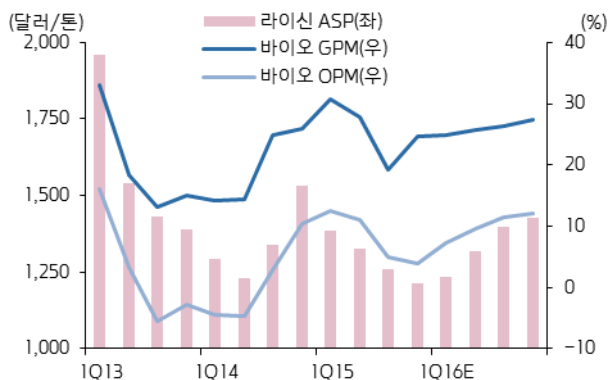
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

분기별 라이신 판가 추이 및 전망



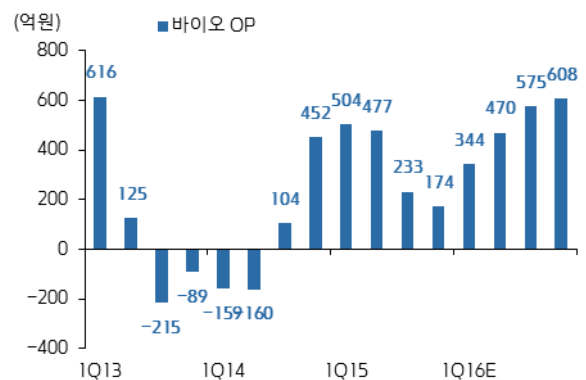
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

분기별 라이신 판가 및 바이오 수익성 추정



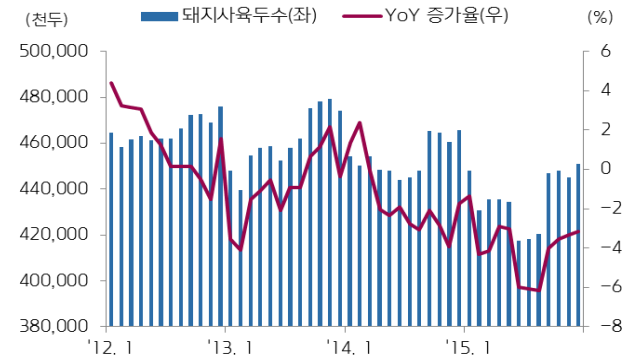
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

분기별 바이오 영업이익 추이 및 전망



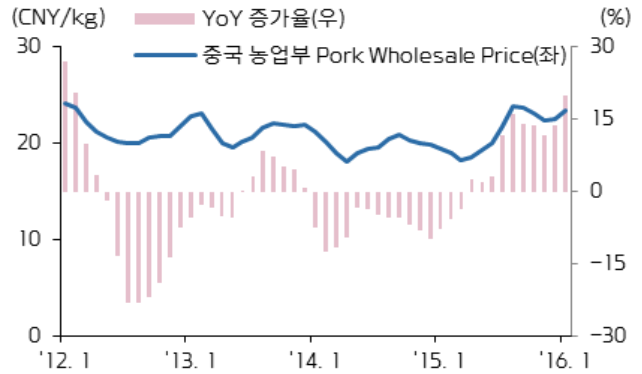
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

중국 돼지 사육두수 추이



자료: 중국 농업부, CEIC, 키움증권 리서치

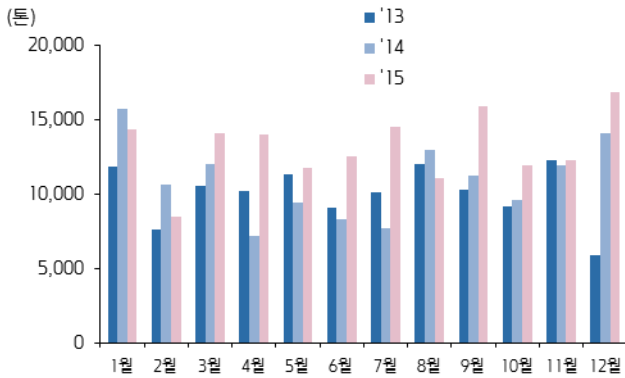
중국 돼지고기 월별 평균가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 가격의 시계열은 월별 평균값을 사용

중국 메치오닌 수입량 추이



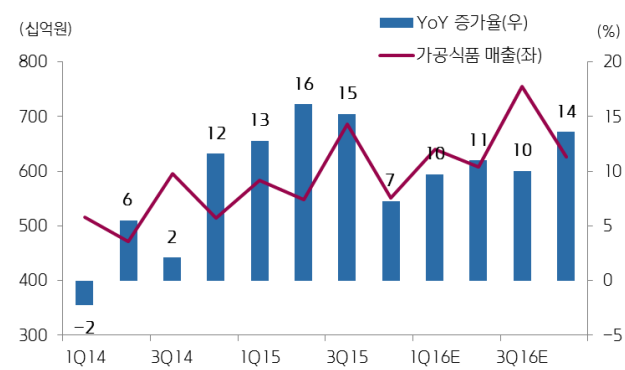
자료: 중국해관총서, 키움증권 리서치

중국 라이신 가격과 주가 추이



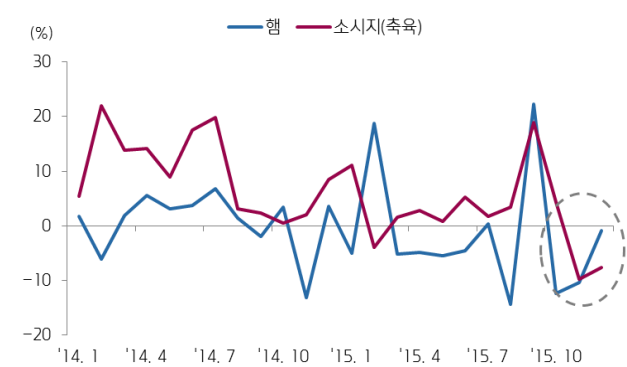
자료: Wind, Fn Guide, 키움증권 리서치

가공식품 매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

햄, 소시지 출하량 YoY 증가율 회복 중



자료: 통계청, 키움증권 리서치

CJ제일제당과 매화의 협의문 관련 공시 History

공시일자	공시회사	주요 공시내용
'16. 1. 12	매화	1) 신주발행: 매화는 CJ 제일제당에 주식을 발행하고 중국 내 아미노산 발효자산 및 관련자산을 매입 2) 기존주식 양도: 孟庆山(명칭산, QINGSHAN MENG) 및 매화의 관련 주주들은(대주주 및 대주주의 특수관계인들 의미) CJ 제일제당 및 CJ 제일제당이 지정한 기타 당사자들에게 매화 지분의 일부 양도 3) 신주발행과 기존주식 양도는 서로가 전제조건이며, 구체적으로 확정된 바는 없음
'16. 1. 14	CJ 제일제당	중국 매화홀딩스그룹 인수 추진을 위한 MOU를 체결하였으나, 구체적으로 확정된 바는 없음
'16. 1. 23	매화	만약 CJ 제일제당과 매화의 협의에 따라 지분 거래가 완료된다면, CJ 제일제당이 매화홀딩스그룹의 대주주가 될 것이라고 공시

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 상해증권거래소, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015P	2016E
매출액	3,120	3,165	3,366	3,273	3,481	3,518	3,713	3,679	11,702	12,924	14,392
(YoY)	10.6%	11.9%	13.2%	6.3%	11.6%	11.2%	10.3%	12.4%	7.9%	10.4%	11.4%
식품	1,049	993	1,152	957	1,115	1,063	1,225	1,040	3,840	4,150	4,442
(YoY)	8.7%	6.6%	11.1%	5.5%	6.3%	7.0%	6.4%	8.7%	1.9%	8.1%	7.0%
생명공학	508	547	576	566	584	612	624	637	1,908	2,196	2,457
(YoY)	11.1%	22.3%	24.8%	4.3%	15.1%	11.9%	8.4%	12.4%	0.8%	15.1%	11.9%
사료	443	427	450	486	496	478	504	544	1,618	1,805	2,022
(YoY)	16.0%	11.9%	12.1%	7.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	4.4%	11.6%	12.0%
물류	1,181	1,267	1,270	1,338	1,346	1,434	1,441	1,533	4,560	5,056	5,754
(YoY)	9.7%	13.2%	12.0%	8.7%	14.0%	13.2%	13.5%	14.6%	20.2%	10.9%	13.8%
대통제의 기준	1,999	1,967	2,177	2,009	2,195	2,153	2,353	2,220	7,366	8,152	8,921
(YoY)	10.9%	11.7%	14.6%	5.5%	9.8%	9.4%	8.1%	10.5%	2.2%	10.7%	9.4%
매출총이익	715	701	772	698	795	772	853	812	2,443	2,886	3,232
(GPM)	22.9%	22.2%	22.9%	21.3%	22.8%	22.0%	23.0%	22.1%	20.9%	22.3%	22.5%
대통제의 기준	589	570	634	554	649	612	693	627	1,970	2,347	2,580
(GPM)	29.5%	29.0%	29.1%	27.6%	29.6%	28.4%	29.4%	28.2%	26.7%	28.8%	28.9%
판관비	489	510	550	586	568	553	589	601	1,863	2,135	2,311
(판관비율)	15.7%	16.1%	16.3%	17.9%	16.3%	15.7%	15.9%	16.3%	15.9%	16.5%	16.1%
대통제의 기준	406	417	457	479	473	449	488	482	1,538	1,760	1,892
(판관비율)	20.3%	21.2%	21.0%	23.9%	21.6%	20.9%	20.7%	21.7%	20.9%	21.6%	21.2%
영업이익	225	192	222	112	227	219	264	211	580	751	921
(YoY)	92.0%	55.4%	33.0%	-35.0%	0.7%	14.3%	18.5%	89.0%	67.9%	29.6%	22.6%
(OPM)	7.2%	6.1%	6.6%	3.4%	6.5%	6.2%	7.1%	5.7%	5.0%	5.8%	6.4%
대통제의 기준	183	153	177	74	176	163	205	145	432	587	688
(OPM)	9.1%	7.8%	8.1%	3.7%	8.0%	7.6%	8.7%	6.5%	5.9%	7.2%	7.7%
영업외손익	-87	-103	-135	-61	-97	-67	-67	-74	-337	-387	-317
세전이익	138	88	87	51	130	152	196	137	243	365	604
당기순이익	100	62	50	41	93	109	140	98	138	254	432
지배주주순이익	92	52	31	14	72	87	114	77	92	189	338
(YoY)	83.4%	93.2%	248.1%	138.0%	-21.8%	66.9%	271.5%	435.9%	-21.2%	105.8%	78.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	108,477	117,018	129,245	143,915	154,890
매출원가	87,696	92,584	100,385	111,596	119,648
매출총이익	20,782	24,434	28,860	32,320	35,242
판매비및일반관리비	17,327	18,634	21,346	23,109	24,452
영업이익(보고)	3,455	5,799	7,514	9,211	10,791
영업이익(핵심)	3,455	5,799	7,514	9,211	10,791
영업외손익	-2,188	-3,369	-3,866	-3,172	-2,962
이자수익	287	280	152	164	173
배당금수익	106	34	40	44	46
외환이익	1,364	1,221	488	464	441
이자비용	1,887	1,970	1,758	1,487	1,375
외환손실	1,966	1,693	1,517	1,289	1,225
관계기업지분법손익	-347	10	130	143	147
투자및기타자산처분손익	1,862	-166	-133	-106	-85
금융상품평가및기타금융이익	-36	-339	-153	-97	-77
기타	-1,571	-746	-1,117	-1,007	-1,007
법인세차감전이익	1,267	2,430	3,648	6,039	7,829
법인세비용	556	1,051	1,111	1,715	2,223
유효법인세율 (%)	43.9%	43.3%	30.5%	28.4%	28.4%
당기순이익	711	1,379	2,537	4,324	5,606
지배주주지분순이익(억원)	1,167	920	1,892	3,381	4,384
EBITDA	7,268	10,275	12,314	14,033	15,606
현금순이익(Cash Earnings)	4,524	5,855	7,337	9,146	10,421
수정당기순이익	-313	1,665	2,735	4,469	5,722
증감율(% YoY)					
매출액	9.8	7.9	10.4	11.4	7.6
영업이익(보고)	-43.9	67.9	29.6	22.6	17.1
영업이익(핵심)	-43.9	67.9	29.6	22.6	17.1
EBITDA	-21.4	41.4	19.8	14.0	11.2
지배주주지분 당기순이익	-54.2	-21.2	105.8	78.7	29.6
EPS	-54.3	-21.3	105.3	78.7	29.6
수정순이익	N/A	N/A	64.3	63.4	28.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	5,909	6,886	6,708	8,122	8,743
당기순이익	711	1,379	2,537	4,324	5,606
감가상각비	3,315	3,612	3,894	3,976	4,027
무형자산상각비	499	865	906	845	789
외환손익	602	472	1,029	826	784
자산처분손익	-1,862	166	133	106	85
지분법손익	347	-10	-130	-143	-147
영업활동자산부채 증감	-399	-1,509	-598	-946	-1,572
기타	1,783	2,540	-1,062	-866	-828
투자활동현금흐름	-7,691	-5,372	-5,759	-5,379	-5,323
투자자산의 처분	3,000	-793	-526	-597	-450
유형자산의 처분	1,130	370	0	0	0
유형자산의 취득	-11,285	-4,743	-5,243	-4,800	-4,896
무형자산의 처분	-603	-525	0	0	0
기타	67	320	11	18	23
재무활동현금흐름	607	-1,414	-1,389	-2,733	-3,384
단기차입금의 증가	-5,393	-3,626	0	-2,500	-3,000
장기차입금의 증가	8,346	4,044	-2,767	-1,105	-1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-371	-371	-255	-319	-319
기타	-1,975	-1,461	1,633	1,191	935
현금및현금성자산의순증가	-1,249	41	-440	10	36
기초현금및현금성자산	5,568	4,319	4,360	3,921	3,930
기말현금및현금성자산	4,319	4,360	3,921	3,930	3,966
Gross Cash Flow	6,308	8,395	7,306	9,068	10,315
Op Free Cash Flow	-6,535	989	4,184	5,671	6,073

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	37,051	39,733	40,053	42,647	45,481
현금및현금성자산	4,319	4,360	3,921	3,930	3,966
유동금융자산	1,397	2,062	2,068	2,072	2,076
매출채권및유동채권	19,237	21,403	21,541	23,212	24,982
재고자산	10,067	10,656	11,142	11,993	12,907
기타유동비금융자산	2,031	1,251	1,382	1,439	1,549
비유동자산	92,994	94,093	95,387	96,391	97,280
장기매출채권및기타비유동채권	3,190	2,975	3,286	3,659	3,938
투자자산	8,376	8,593	9,197	9,910	10,496
유형자산	62,545	63,839	65,188	66,011	66,881
무형자산	17,640	17,509	16,603	15,758	14,970
기타비유동자산	1,243	1,176	1,112	1,052	995
자산총계	130,045	133,825	135,441	139,038	142,761
유동부채	37,089	41,224	43,357	41,674	39,113
매입채무및기타유동채무	13,589	14,972	15,205	16,931	18,222
단기차입금	15,198	15,682	15,682	13,182	10,182
유동성장기차입금	6,497	8,955	10,689	9,584	8,584
기타유동부채	1,806	1,616	1,780	1,977	2,125
비유동부채	44,830	43,102	40,304	41,579	42,577
장기매입채무및기타유동채무	595	666	735	819	881
사채및장기차입금	36,855	34,836	30,335	30,335	30,335
기타비유동부채	7,380	7,600	9,234	10,425	11,361
부채총계	81,919	84,327	83,661	83,253	81,690
자본금	721	723	723	723	723
주식발행초과금	8,959	9,102	9,102	9,102	9,102
이익잉여금	21,431	21,872	23,610	26,796	30,981
기타자본	-2,273	-1,848	-1,848	-1,848	-1,848
지배주주지분자본총계	28,839	29,849	31,587	34,774	38,958
비지배주주지분자본총계	19,287	19,650	20,193	21,011	22,113
자본총계	48,126	49,499	51,780	55,785	61,071
순차입금	52,833	53,051	50,718	47,098	43,059
총차입금	58,549	59,473	56,706	53,101	49,101

투자지표

(단위: 원, 배, %)

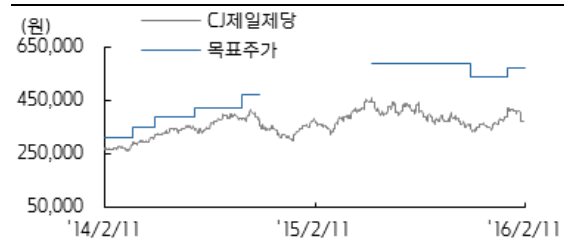
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	8,909	7,014	14,401	25,737	33,365
BPS	220,147	227,192	240,420	264,675	296,524
주당EBITDA	55,507	78,374	93,727	106,809	118,784
CFPS	34,551	44,655	55,842	69,611	79,316
DPS	1,800	2,000	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	31.1	43.7	26.0	14.6	11.2
PBR	1.3	1.3	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.4	11.4	9.8	8.1	7.1
PCFR	8.0	6.9	6.7	5.4	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.2	5.0	5.8	6.4	7.0
영업이익률(핵심)	3.2	5.0	5.8	6.4	7.0
EBITDA margin	6.7	8.8	9.5	9.8	10.1
순이익률	0.7	1.2	2.0	3.0	3.6
자기자본이익률(ROE)	1.4	2.8	5.0	8.0	9.6
투자자본이익률(ROIC)	2.1	3.4	5.4	6.7	7.8
안정성(%)					
부채비율	170.2	170.4	161.6	149.2	133.8
순차입금비율	109.8	107.2	97.9	84.4	70.5
이자보상배율(배)	1.8	2.9	4.3	6.2	7.8
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.8	6.0	6.4	6.4
재고자산회전율	10.1	11.3	11.9	12.4	12.4
매입채무회전율	8.9	8.2	8.6	9.0	8.8

- 당사는 2월 5일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
CJ제일제당 (097950)	2014/01/13	Outperform(Downgrade)	310,000원
	2014/02/07	Outperform(Maintain)	310,000원
	2014/04/01	BUY(Upgrade)	350,000원
	2014/04/09	BUY(Maintain)	350,000원
	2014/05/09	BUY(Maintain)	390,000원
	2014/05/30	BUY(Maintain)	390,000원
	2014/06/16	BUY(Maintain)	390,000원
	2014/07/17	BUY(Maintain)	420,000원
	2014/08/04	BUY(Maintain)	420,000원
	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

목표주가 추이(4.5X8)



투자 의견 및 적용 기준

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

업종	적용 기준(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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%