

## CJ제일제당 (097950.KS)

## 성장 지향적 2017년을 기대

Company Note | 2017. 1. 2

동사는 가격 경쟁에서 비교적 자유로운 브랜드 포트폴리오 보유, 채널 지배력 또한 강해 상대적 고성장이 가능. 음식료 기업으로의 정체성 강해지는 가운데, 사료용 아미노산 또한 꾸준한 회복세. 원화 약세, 국제 원자재 가격 불안이 주가 발목을 잡고 있으나, 2017년 핵심 실적의 개선 전망 유효

## 2017년 핵심 영업이익 성장 17% 전망

CJ제일제당의 2017년 연결 매출액과 영업이익은 각각 15조8,808억원(+8.6% y-y)과 1조8억원(+17.8% y-y)으로 전망. 물류 부문(CJ대한통운)을 제외하면 매출액과 영업이익은 각각 9조6,154억원(+7.8% y-y)과 7,125억원(+16.7% y-y)으로 예상

구조적 성장처가 극히 드물어진 국내 음식료 업계에서, 동사는 드물게 고성장을 구가하는 중. 특히 저가 경쟁에서 비교적 자유로운 프리미엄 브랜드(비비고 등)의 지속 확장은 단기 성장뿐만 아니라, 장기 마진 상승을 이끄는 요인이 될 것. 최근에는 간편 가정식(HMR) 매출액이 빠르게 성장하여 2017년 매출액 약 2,000억 규모로 확대될 것

4분기 동사(CJ대한통운 제외)의 매출액과 영업이익은 각각 2조2,060억원(+9.8% y-y)과 1,244억원(+67.6% y-y)으로 컨센서스 충족할 것

## 바이오 턴어라운드와 해외 사업 확장은 덤

산업 전반의 공급 과잉으로 동사 실적 개선의 발목을 잡았던 바이오(사료용 아미노산) 부문도 더디지만 지속적인 턴어라운드 추세 유효. 특히 라이신 부문 이익 훼손의 원인이었던 중국 지역 비중 하락하면서 실적 변동성 낮아질 것

식품 부문의 글로벌 점유율 확장도 장기적으로 기대되는 성장처. 매년 두 자릿수 현금흐름 증가에 더하여, 삼성생명 지분 등 약 1조원에 이르는 현금화 가능 자산 보유하고 있어 장기 투자 여력 충분

## CJ제일제당 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					수정후	y-y	q-q	수정전	Consen	
매출액	3,273	3,534	3,610	3,679	3,807	16.3	3.5	3,984	3,694	4,074
영업이익	112	233	211	243	192	71.8	-21.1	182	187	253
영업이익률	3.4	6.6	5.8	6.6	5.0			4.6	5.1	6.2
세전이익	82	204	133	165	71	-13.7	-57.3	90	108	64
(지배)순이익	14	123	42	111	25	70.7	-77.9	51	54	3

주: IFRS 연결기준(CJ 대한통운 포함); 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

## Buy (유지)

목표주가 510,000원 (유지)

현재가 ('16/12/29) 357,500원

업종	음식료
KOSPI / KOSDAQ	2026.46 / 631.44
시가총액(보통주)	4,705.4십억원
발행주식수(보통주)	13.2백만주
52주 최고가('16/01/13)	422,500원
최저가('15/11/16)	338,500원
평균거래대금(60일)	13,782백만원
배당수익률(2016E)	0.70%
외국인지분율	24.1%

주요주주	
CJ 외 6인	37.8%
국민연금	13.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-2.7	-8.8	-6.7
상대수익률 (%)	-0.7	-12.0	-9.4

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	12,924	14,630	15,881	17,077
증감률	10.4	13.2	8.6	7.5
영업이익	751	850	1,001	1,112
영업이익률	5.8	5.8	6.3	6.5
(지배)순이익	189	301	313	355
EPS	14,136	22,577	23,549	26,742
증감률	107.7	59.7	4.3	13.6
PER	26.7	15.8	15.2	13.4
PBR	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.0	9.0	8.0	7.3
ROE	6.2	9.4	9.2	9.6
부채비율	155.4	152.4	143.9	135.9
순차입금	4,901	4,698	4,319	3,831

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

## CJ제일제당 실적 전망 (IFRS 연결)

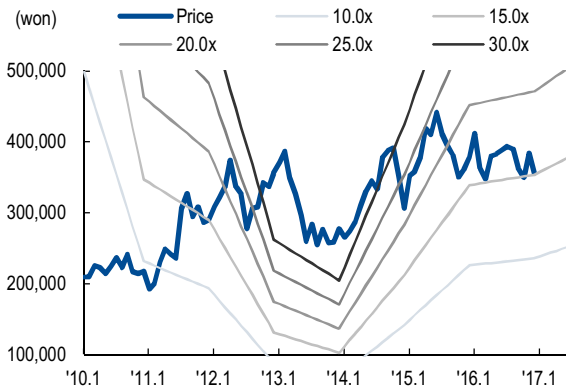
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	12,924	14,630	15,881	17,077
	- 수정 전	-	15,086	16,113	17,206
	- 변동률	-	-3.0	-1.4	-0.8
영업이익	- 수정 후	751.4	849.9	1,000.8	1,112.0
	- 수정 전	-	894.8	991.8	1,101.3
	- 변동률	-	-5.0	0.9	1.0
영업이익률(수정 후)		5.8	5.8	6.3	6.5
EBITDA		1,235.0	1,329.0	1,470.8	1,569.2
(지배지분)순이익		189.3	300.5	313.3	355.4
EPS	- 수정 후	14,136	22,577	23,549	26,742
	- 수정 전	-	21,228	22,521	25,922
	- 변동률	-	6.4	4.6	3.2
PER		26.7	15.8	15.2	13.4
PBR		1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA		10.0	9.0	8.0	7.3
ROE		6.2	9.4	9.2	9.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

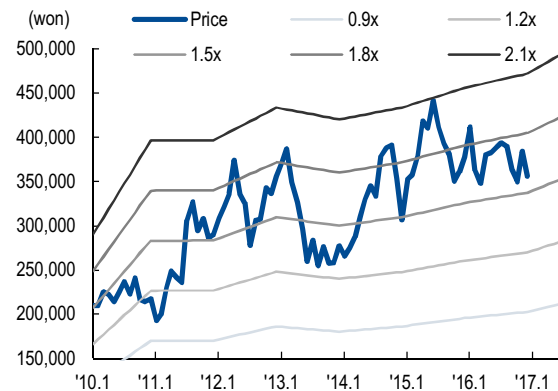
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## CJ제일제당 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

## CJ제일제당 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

## CJ제일제당의 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016E	2017F	2018F
<b>매출액</b>						
<b>Total</b>	<b>10,848</b>	<b>11,702</b>	<b>12,924</b>	<b>14,630</b>	<b>15,881</b>	<b>17,077</b>
<b>CJ대한통운 제외</b>	<b>7,212</b>	<b>7,369</b>	<b>8,152</b>	<b>8,915</b>	<b>9,615</b>	<b>10,169</b>
식품 부문	3,768	3,840	4,150	4,519	4,840	5,086
생물자원 부문	1,549	1,621	1,805	2,076	2,325	2,488
생명과학 부문	1,894	1,908	2,196	2,320	2,450	2,594
CJ대한통운	3,795	4,560	5,056	6,014	6,765	7,408
<b>매출액 성장률</b>						
<b>Total</b>	<b>9.8</b>	<b>7.9</b>	<b>10.4</b>	<b>13.2</b>	<b>8.6</b>	<b>7.5</b>
<b>CJ대한통운 제외</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>10.6</b>	<b>9.4</b>	<b>7.8</b>	<b>5.8</b>
식품 부문	-3.0	1.9	8.1	8.9	7.1	5.1
생물자원 부문	19.5	4.6	11.4	15.0	12.0	7.0
생명과학 부문	-1.7	0.7	15.1	5.6	5.6	5.9
CJ대한통운	36.8	20.2	10.9	19.0	12.5	9.5
<b>영업이익</b>						
<b>Total</b>	<b>345</b>	<b>580</b>	<b>751</b>	<b>850</b>	<b>1,001</b>	<b>1,112</b>
<b>CJ대한통운 제외</b>	<b>348</b>	<b>432</b>	<b>587</b>	<b>611</b>	<b>713</b>	<b>779</b>
식품 부문	223	322	349	381	433	459
생물자원 부문	52	34	47	53	55	62
생명과학 부문	73	75	191	176	224	258
CJ대한통운	64	148	187	239	288	333
<b>영업이익률</b>						
<b>Total</b>	<b>3.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>6.3</b>	<b>6.5</b>
<b>CJ대한통운 제외</b>	<b>4.8</b>	<b>5.9</b>	<b>7.2</b>	<b>6.8</b>	<b>7.4</b>	<b>7.7</b>
식품 부문	5.9	8.4	8.4	8.4	8.9	9.0
생물자원 부문	3.3	2.1	2.6	2.6	2.4	2.5
생명과학 부문	3.9	3.9	8.7	7.6	9.2	9.9
<b>영업이익 성장률</b>						
<b>Total</b>	<b>-43.9</b>	<b>67.9</b>	<b>29.6</b>	<b>13.1</b>	<b>17.8</b>	<b>11.1</b>
<b>CJ대한통운 제외</b>	<b>-30.7</b>	<b>24.1</b>	<b>35.9</b>	<b>4.1</b>	<b>16.7</b>	<b>9.3</b>
식품 부문	7.7	44.9	8.1	9.3	13.6	6.1
생물자원 부문	1.1	-33.5	36.3	14.0	3.3	11.5
생명과학 부문	-70.0	1.9	155.5	-7.8	27.4	15.0

자료: CJ 제일제당, NH 투자증권 리서치센터 전망

## 4분기 컨센서스 충족 예상, 2017년에도 우월한 성장 이어갈 것

### 식품 부문이 견인하는 성장 기대

CJ제일제당의 4분기 동사의 (CJ대한통운 제외) 매출액과 영업이익은 각각 2조 2,060억원(+9.8% y-y)과 1,244억원(+67.6% y-y)으로 예상된다. 최근의 환율 및 국제 원자재 가격 변동성 확대에도 불구하고, 가공식품 부문의 고성장이 유지되면서 기대 수준과 크게 다르지 않은 실적 추이를 보일 전망이다. 동사의 가공 식품 부문은 최근 ‘햇반컵반’으로 대표되는 편의식(HMR) 브랜드의 선전에 힘입어 높은 두 자릿수 성장을 지속할 전망이다.

2017년에도 가공식품 부문의 시장 지배력 확대와, 사료용 아미노산 부문의 점진적 이익 회복을 바탕으로 동종 업체들 대비 우월한 이익 성장을 보일 전망이다. 동사의 2017년 연결 매출액과 영업이익은 각각 15조8,808억원(+8.6% y-y)과 1조8억원(+17.8% y-y)으로 전망한다. 물류 부문(CJ대한통운)을 제외하면 매출액과 영업이익은 각각 9조6,154억원(+7.8% y-y)과 7,125억원(+16.7% y-y)으로 예상된다.

### HMR 판매 규모 크게 확대될 것

구조적 성장세가 극히 드물어진 국내 음식료 업계에서, 동사는 드물게 고성장을 구가하는 중이다. 특히 저가 경쟁에서 비교적 자유로운 프리미엄 브랜드(비비고 등)의 지속 확장은 단기 성장뿐만 아니라, 장기 마진 상승을 이끄는 요인이 될 것으로 판단한다. 최근에는 간편 가정식(HMR) 매출액이 빠르게 성장하여, 조만간 적극적인 증설에 돌입할 가능성이 높으며, 2017년 매출액 약 2,000억 규모로 확대될 것으로 보인다.

CJ제일제당의 부문별 실적 추정(대한통운 제외)

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017F
<b>매출액</b>											
Total	1,999	1,967	2,177	2,009	2,195	2,206	2,308	2,206	8,152	8,915	9,615
식품 부문	1,049	993	1,152	957	1,160	1,104	1,244	1,012	4,150	4,519	4,840
생물자원 부문	443	427	450	486	489	521	479	587	1,805	2,076	2,325
생명과학 부문	508	547	576	566	546	581	586	607	2,196	2,320	2,450
<b>영업이익</b>											
Total	183	153	177	74	183	152	186	124	587	611	713
식품 부문	111	79	132	26	118	84	114	64	349	381	433
생물자원 부문	9	13	11	14	15	21	18	4	47	53	55
생명과학 부문	63	60	34	34	50	47	54	57	191	176	224
<b>영업이익률</b>											
Total	9.1	7.8	8.1	3.7	8.3	6.9	8.1	5.6	7.2	6.8	7.4
식품 부문	10.6	8.0	11.5	2.8	10.2	7.6	9.2	6.3	8.4	8.4	8.9
생물자원 부문	2.1	3.1	2.4	2.8	3.1	4.0	3.8	0.6	2.6	2.6	2.4
생명과학 부문	12.3	11.0	6.0	6.0	9.1	8.1	9.2	9.3	8.7	7.6	9.2

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## 바이오 턴어라운드와 해외 사업 확장은 덤

### 바이오 점진적 개선 기대

산업 전반의 공급 과잉으로 동사 실적 개선의 발목을 잡았던 바이오(사료용 아미노산) 부문도 더디지만 지속적인 턴어라운드 추세는 유효하다. 특히 라이신 부문 이익 훼손의 원인이었던 중국 지역 비중이 하락하면서 실적 변동성은 낮아질 것으로 보인다. 글로벌 라이신 판매 가격이 약 1,300불/톤 수준으로 회복하는 가운데, 적자를 지속하고 있는 중국의 비중은 약 20% 미만으로 하락했을 것으로 추정한다. 중국 지역의 점진적일 산업 구조조정이 지속되어 라이신 가격이 지속적인 강세를 보일 경우, 현재 동사가 생산을 중단한 심양 공장 재가동 시기가 당겨질 수 있다는 점은 긍정적이다.

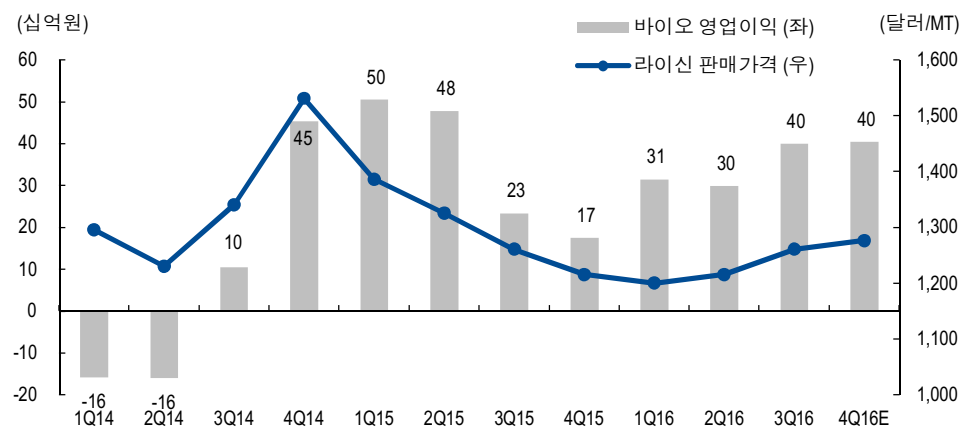
### 다음 성장처는 해외 식품 부문

식품 부문의 글로벌 점유율 확장도 장기적으로 기대되는 성장처다. 미국 지역에서 코스트코 등 대형 유통망 중심으로 판매 접점을 확대하고 있고, 중국 지역에서도 꾸준한 생산 기반 확대가 이어지고 있다. 동사의 사료용 아미노산 관련 투자가 거의 마무리된 것으로 보이기 때문에, 다음 성장을 위한 투자처는 해외 식품 부문이 될 가능성이 높다고 판단한다. 부채비율이 140% 정도로, 동종 업체 대비 높은 편이나 꾸준한 현금흐름 증가가 이뤄지고 있는데다 삼성생명 지분 등 약 1조원에 이르는 현금화 가능 자산 보유하고 있어 장기 투자 여력은 충분하다는 판단이다.

### 섹터 평균 대비 20% 할인 상태

이러한 이익 성장 전망에도 불구하고, 동사의 2017년 기준 PER 15배로 당사 음식료 섹터 커버리지 평균 대비 약 20% 할인된 수준에 머물러 있다. 섹터 전반의 성장 모멘텀이 두드러지기 힘들고, 밸류에이션 부담 역시 상존하는 상황에서 동사는 충분히 매력적인 중장기적인 대안이 될 수 있다고 판단한다. CJ제일제당에 대한 Buy 투자의견과 기존 목표주가 51만원을 유지하며, 2017년 업종 top pick 관점도 지속한다.

### 라이신 가격 및 바이오 부문 손익



자료: CJ제일제당, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	12,924	14,630	15,881	17,077
증감률 (%)	10.4	13.2	8.6	7.5
매출원가	10,038	11,495	12,853	13,744
매출총이익	2,886	3,135	3,028	3,333
Gross 마진 (%)	22.3	21.4	19.1	19.5
판매비와 일반관리비	2,135	2,285	2,027	2,221
영업이익	751	850	1,001	1,112
증감률 (%)	29.6	13.1	17.8	11.1
OP 마진 (%)	5.8	5.8	6.3	6.5
EBITDA	1,235	1,329	1,471	1,569
영업외손익	-387	-310	-368	-386
금융수익(비용)	-263	-190	-208	-236
기타영업외손익	-145	-150	-100	-100
종속, 관계기업관련손익	21	30	-60	-50
세전계속사업이익	365	572	630	725
법인세비용	111	172	189	218
계속사업이익	254	401	441	508
당기순이익	254	401	441	508
증감률 (%)	84.0	58.0	10.1	15.0
Net 마진 (%)	2.0	2.7	2.8	3.0
지배주주지분 순이익	189	301	313	355
비지배주주지분 순이익	64	100	128	152
기타포괄이익	-12	0	0	0
총포괄이익	242	401	441	508

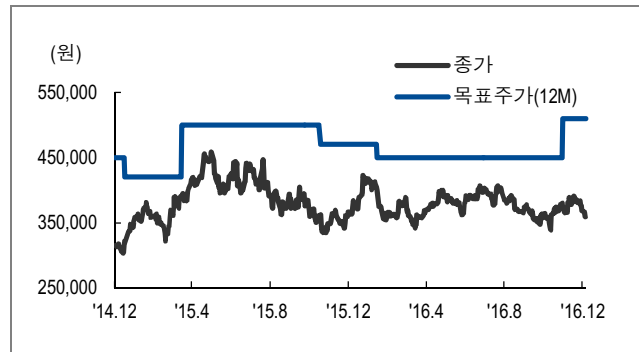
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	26.7	15.8	15.2	13.4
PBR(배)	1.7	1.6	1.5	1.3
PCR(배)	4.2	3.9	3.7	3.5
PSR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	10.0	9.0	8.0	7.3
EV/EBIT(배)	16.5	14.1	11.7	10.2
EPS(원)	14,136	22,577	23,549	26,742
BPS(원)	216,981	224,752	243,934	266,017
SPS(원)	982,900	1,111,613	1,206,573	1,297,451
자기자본이익률(ROE, %)	6.2	9.4	9.2	9.6
총자산이익률(ROA, %)	1.9	2.9	3.1	3.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	5.4	6.2	7.5	8.2
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성장률(%)	16.9	10.7	10.2	9.0
총현금배당금(십억원)	35	35	35	35
보통주 주당배당금(원)	2,500	2,500	2,500	2,500
순부채(현금)/자기자본(%)	91.0	83.9	71.9	59.1
총부채/ 자기자본(%)	155.4	152.4	143.9	135.9
이자발생부채	5,779	5,658	5,518	5,447
유동비율(%)	92.7	114.9	123.1	134.9
총발행주식수(백만주)	14	14	14	14
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	377,500	357,500	357,500	357,500
시가총액(십억원)	5,257	4,935	4,935	4,935

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	530	534	746	1,139
매출채권	1,623	1,837	1,995	2,145
유동자산	4,019	4,483	5,033	5,749
유형자산	6,690	6,694	6,649	6,563
투자자산	740	837	909	977
비유동자산	9,733	9,650	9,611	9,532
자산총계	13,751	14,132	14,644	15,281
단기성부채	2,613	1,952	1,970	1,986
매입채무	849	961	1,043	1,122
유동부채	4,336	3,902	4,087	4,262
장기성부채	3,166	3,706	3,547	3,461
장기충당부채	139	157	171	183
비유동부채	4,030	4,632	4,552	4,542
부채총계	8,366	8,533	8,639	8,804
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	923	923	923	923
이익잉여금	2,334	2,599	2,877	3,197
비지배주주지분	2,242	2,342	2,470	2,623
자본총계	5,385	5,599	6,005	6,477

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	1,155	903	1,016	1,064
당기순이익	254	401	441	508
+ 유/무형자산상각비	484	479	470	457
+ 종속, 관계기업관련손익	-21	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-19	0	0
Gross Cash Flow	1,172	1,213	1,273	1,346
- 운전자본의증가(감소)	82	-139	-68	-65
투자활동 현금흐름	-693	-394	-438	-379
+ 유형자산 감소	29	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-673	-415	-360	-310
+ 투자자산의매각(취득)	-53	-98	-72	-68
Free Cash Flow	481	488	656	754
Net Cash Flow	462	508	578	685
재무활동 현금흐름	-364	-353	-366	-292
자기자본 증가	9	0	0	0
부채증감	-373	-353	-366	-292
현금의증가	94	4	213	393
기말현금 및 현금성자산	530	534	746	1,139
기말 순부채(순현금)	4,901	4,698	4,319	3,831

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
CJ제일제당	097950.KS	2016.11.22	Buy	510,000원(12개월)
		2016.02.05	Buy	450,000원(12개월)
		2015.11.09	Buy	470,000원(12개월)
		2015.04.07	Buy	500,000원(12개월)
		2015.01.07	Buy	420,000원(12개월)
		2014.07.11	Buy	450,000원(12개월)
		2014.05.12	Buy	390,000원(12개월)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자등급 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 30일 기준)

- 투자등급 분포

Buy	Hold	Sell
77.4%	22.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자등급은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자등급 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'CJ제일제당' 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.