



2017/08/07

CJ제일제당(097950)

예상보다 더 낮았던 저점에 대한 아쉬움

■ 2Q17 Review: 예상보다 더 낮았던 저점

2Q17 CJ제일제당의 연결기준 매출액은 3조 9,089억원 (+8.3% YoY), 영업이익은 1,644억원 (-21.9% YoY)으로, 시장기대치 2,039억원을 하회하는 영업실적을 시현했다. CJ대한통운 제외시 매출액은 2조 3,270억원 (+5.5% YoY), 영업이익 1,041억원 (-31.6% YoY)이다. 소재와 생물자원의 실적 약화 지속 및 가공과 바이오의 이익레벨 하락이 전사 이익에 부담으로 작용했다.

1) 가공식품 외형은 중국 사드이슈에도 불구하고, +13.2%의 두드러진 성장속도를 기록했다. 국내 매출성장은 +13.6% YoY으로, 기획보된 브랜드력과 시장지위를 통해 추가 시장지배력을 이끌어냈다. HMR 매출액은 2Q16 170억원에서 520억원으로 확대되었다. 3Q17 이후에도 중국 사드영향은 일부 지속될 가능성이 높으나, 주력 해외시장인 미국 내 성장이 견조할 전망이다. 전략성 판촉비용 증가에 따라 이익률은 다소 하락한 것으로 추정 하나, 비용 이상의 외형성장 창출에 무게를 둘 필요가 있다. 2) 바이오 내 메티오닌 판가는 하락했으나, 전반적인 제품 물량확대와 고수익 아미노산의 이익기여도 증가로 하락분을 상쇄했다. 최근 글로벌 메티오닌 경쟁사의 판가인상을 감안할 때 메티오닌의 추가 하락폭은 제한적으로 판단한다. 단 2H16 아미노산 수익 베이스를 감안하면 2H17 바이오 이익개선은 다소 제한적일 전망이다. 3) 소재식품 및 생물자원의 경우 각각 원당/대두의 고원가 투입 영향 및 베트남/인도네시아 시황악화 영향이 지속되었다. 원가 상승분의 경우 하반기 스프레드 개선이 예상되며, 8월 이후 연결반영되는 SELECTA가 전사 영업실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

■ 원가와 시황개선에 대한 불확실성 해소가 필요

두드러진 가공식품 성장에도 불구하고, 종합식품사임에 따른 리스크가 아쉽다. 영업실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 기존 48만원에서 46만원으로 하향조정한다. 소재 및 생물자원의 텐어라운드 및 신규 연결편입효과를 감안하면 3Q17 이후 영업실적 개선사이클이 예상되나, 기대치대비 낮게 확인된 2Q17 저점과 일부 잔존하는 불확실성이 단기 주가모멘텀을 약화 시킬 가능성을 염두할 필요가 있다. 단, 하반기 원가 및 시황개선의 가시성이 확보된다면 낮아진 주가를 매수기회로 활용할 수 있다는 판단이다.

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

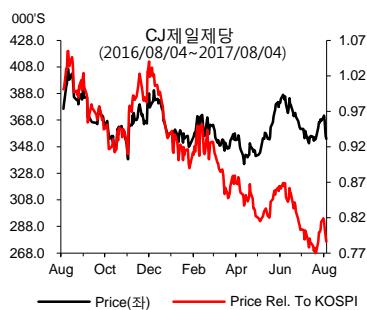
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	460,000원
종가(2017/08/04)	354,000원

Stock Indicator

자본금	72십억원
발행주식수	1,450만주
시가총액	4,878십억원
외국인지분율	26.5%
배당금(2016)	2,500원
EPS(2017E)	19,051원
BPS(2017E)	275,280원
ROE(2017E)	7.1%
52주 주가	335,000~406,500원
60일평균거래량	39,327주
60일평균거래대금	14.4십억원

Price Trend



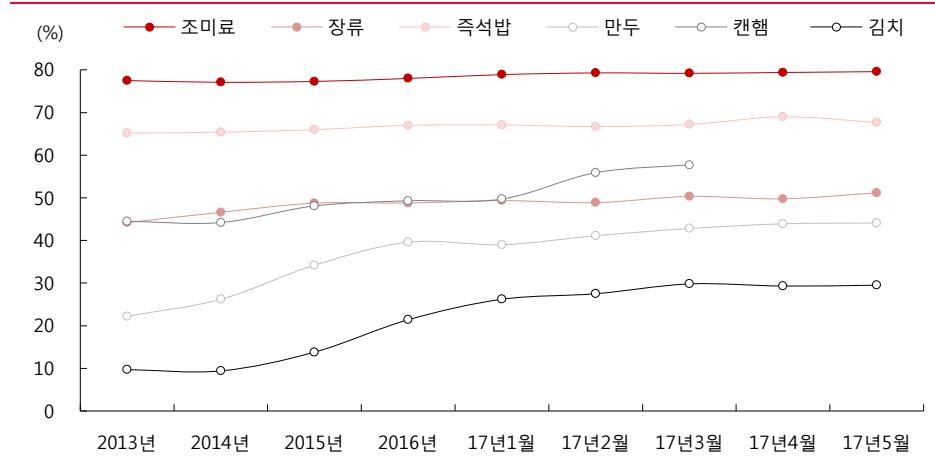
<표1> CJ제일제당 2Q17 연결기준 잠정실적 및 컨센서스 비교

	(단위: 십억원)						
	2Q17P	2Q16	YoY %	하이추정치	diff (% ,%p)	Consensus	diff (% ,%p)
매출액	3,908.9	3,609.6	8.3	3,929.3	(0.5)	3,896.4	0.3
영업이익	164.4	210.6	(21.9)	197.3	(16.7)	203.9	(19.4)
영업이익률 %	4.2	5.8	(1.6)	5.0	(0.8)	5.2	(1.0)
세전이익	70.2	132.5	(47.1)	115.3	(39.2)	124.1	(43.5)
세전이익률 %	1.8	3.7	(1.9)	2.9	(1.1)	3.2	(1.4)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2017년 08월 04일 기준

<그림1> CJ제일제당 주요 카테고리별 국내 M/S 현황



자료: CJ제일제당, 하이투자증권

주: 시장점유율은 금액기준 (링크아지텍), 장류는 고추장/초고추장/된장/쌈장의 산술평균

<표2> CJ제일제당 연결기준 영업실적 추이 및 전망

	(단위: 십억원)										
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결매출액	3,534.0	3,609.6	3,679.0	3,740.6	3,866.5	3,908.9	4,079.4	4,209.5	14,563.3	16,064.3	17,837.3
식품	1,159.8	1,103.5	1,243.9	1,105.3	1,323.8	1,181.5	1,410.4	1,249.0	4,612.5	5,164.7	5,523.3
바이오	428.2	455.8	456.0	461.6	452.3	469.2	462.8	444.0	1,801.6	1,828.3	1,900.8
사료	489.2	521.4	478.6	523.7	500.4	544.6	516.9	586.5	2,012.9	2,148.4	2,426.7
제약	117.7	125.5	129.9	141.2	123.0	131.7	136.4	148.3	514.3	539.4	574.4
대한통운	1,445.2	1,513.6	1,490.3	1,632.9	1,594.9	1,707.8	1,669.8	1,915.8	6,081.9	6,888.4	7,970.0
adj.	(106.1)	(110.2)	(119.7)	(124.1)	(127.9)	(125.9)	(116.9)	(134.1)	(460.0)	(504.8)	(557.9)
YoY %	13.3	14.0	9.3	14.3	9.4	8.3	10.9	12.5	12.7	10.3	11.0
식품	10.6	11.1	8.0	15.5	14.1	7.1	13.4	13.0	11.1	12.0	6.9
바이오	6.6	5.1	(1.8)	4.9	5.6	2.9	1.5	(3.8)	3.6	1.5	4.0
사료	104	22.1	6.4	7.9	2.3	4.4	8.0	12.0	11.5	6.7	13.0
제약	11.1	11.1	16.6	11.7	4.5	4.9	5.0	5.0	12.6	4.9	6.5
대한통운	22.3	19.5	17.3	22.1	10.4	12.8	12.0	17.3	20.3	13.3	15.7
연결영업이익	232.8	210.6	243.3	156.9	192.5	164.4	253.5	208.5	843.6	818.9	1,107.5
식품	118.1	84.4	114.3	35.1	87.0	54.2	130.7	60.2	351.9	332.1	474.4
바이오	31.4	29.8	39.8	41.0	37.8	32.9	38.6	40.2	142.0	149.5	167.5
사료	15.1	20.8	18.1	8.7	1.3	(0.9)	7.8	17.6	62.7	25.7	69.9
제약	18.4	17.1	13.9	18.5	18.1	17.9	16.4	18.5	67.9	70.9	73.8
대한통운	53.2	59.7	60.3	55.2	51.1	61.9	63.3	74.2	228.4	250.5	335.9
adj.	(3.4)	(1.2)	(3.1)	(1.6)	(2.9)	(1.6)	(3.2)	(2.2)	(9.3)	(9.8)	(14.0)
YoY %	3.3	9.8	9.4	40.4	(17.3)	(21.9)	4.2	32.9	12.3	(2.9)	35.2
식품	6.6	6.3	(13.3)	33.0	(26.3)	(35.8)	14.3	71.5	1.0	(5.6)	42.9
바이오	(37.7)	(37.5)	70.8	135.6	20.4	10.4	(3.0)	(1.8)	2.3	5.3	12.0
사료	62.4	58.8	67.6	(36.5)	(91.4)	적전	(57.2)	102.3	33.7	(58.9)	171.6
제약	52.1	36.8	26.4	10.8	(1.6)	4.7	17.8	0.2	29.8	4.4	4.1
대한통운	11.8	33.4	16.8	29.5	(3.9)	3.7	4.9	34.3	22.4	9.6	34.1
OPM %	6.6	5.8	6.6	4.2	5.0	4.2	6.2	5.0	5.8	5.1	6.2
식품	10.2	7.6	9.2	3.2	6.6	4.6	9.3	4.8	7.6	6.4	8.6
바이오	7.3	6.5	8.7	8.9	8.4	7.0	8.3	9.1	7.9	8.2	8.8
사료	3.1	4.0	3.8	1.7	0.3	(0.2)	1.5	3.0	3.1	1.2	2.9
제약	15.6	13.6	10.7	13.1	14.7	13.6	12.0	12.5	13.2	13.1	12.8
대한통운	3.7	3.9	4.0	3.4	3.2	3.6	3.8	3.9	3.8	3.6	4.2

자료: CJ제일제당, 하이투자증권

<표3> CJ제일제당 목표주가 변경

(단위: 십억원)

내용	비고
A) 영업가치	
EBITDA	1,064.0 2017-2018년 평균
영업이익	681.9
유무형상각비	382.0
적용배수 (X)	8.0 사업부별 국내외 peer 평균 조정 반영
합계	8,512.7
B) 비영업가치	
1 상장사 가치	1,149.3 투자목적 출자, 세후가치 반영 (세금: (장부가-취득가)*22%)
삼성생명	288.8 지분 1.49%
CJ대한통운	860.5 지분 20.08%
2 비상장사 가치	2.5 투자목적 출자, 경영참여 및 사업유지용 비상장사 가치 제외
3 부동산가치	640.0 가양동 및 영등포 공장부지 등
합계	1,791.8
C) 순차입금	4,500.0
D) Sum-of-parts value (A+B-C)	5,804.5
주식수 (천주)	12.8
주당가치 (원)	453,140
Target Price (원)	460,000

자료: 하이투자증권 추정

<표4> CJ제일제당 사업부문별 영업가치 추정 세부사항

(단위: 십억원)

사업부문	영업이익	유무형상각비	EBITDA	Multiple (X)	영업가치
가공	295.3	114.9	410.3	11.5	4,718.2
소재	107.9	74.4	182.3	5.0	911.6
제약	72.3	18.2	90.5	10.0	905.4
바이오	158.5	144.2	302.7	5.5	1,664.9
사료	47.8	30.3	78.1	4.0	312.5
합계	681.9	382.0	1,064.0	8.0	8,512.7

자료: 하이투자증권 추정

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,881	4,267	5,243	6,045	매출액	14,563	16,064	17,837	19,298
현금 및 현금성자산	644	182	831	804	증가율(%)	12.7	10.3	11.0	8.2
단기금융자산	409	205	409	1,227	매출원가	11,275	12,541	13,863	14,953
매출채권	2,201	2,249	2,319	2,316	매출총이익	3,288	3,524	3,974	4,345
재고자산	1,280	1,285	1,338	1,351	판매비와관리비	2,444	2,705	2,867	3,070
비유동자산	10,886	11,997	11,496	11,289	연구개발비	45	49	55	59
유형자산	7,281	8,387	7,880	7,668	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,334	2,334	2,334	2,334	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	15,766	16,264	16,739	17,334	영업이익	844	819	1,107	1,275
유동부채	4,699	5,067	5,265	5,429	증가율(%)	12.3	-2.9	35.2	15.1
매입채무	1,114	1,056	1,254	1,418	영업이익률(%)	5.8	5.1	6.2	6.6
단기차입금	1,801	1,600	1,600	1,600	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	773	900	900	900	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	5,007	4,851	4,651	4,551	지분법이익(손실)	1	-5	-	-
사채	2,899	2,799	2,699	2,599	기타영업외손익	-104	-281	-253	-242
장기차입금	1,155	1,100	1,000	1,000	세전계속사업이익	528	461	732	811
부채총계	9,706	9,918	9,917	9,980	법인세비용	175	139	220	243
지배주주지분	3,409	3,624	3,965	4,383	세전계속이익률(%)	3.6	2.9	4.1	4.2
자본금	72	72	72	72	당기순이익	354	322	512	567
자본잉여금	924	924	924	924	순이익률(%)	2.4	2.0	2.9	2.9
이익잉여금	2,567	2,782	3,124	3,542	지배주주귀속 순이익	276	251	377	454
기타자본항목	-302	-302	-302	-302	기타포괄이익	30	-1	-1	-1
비지배주주지분	2,651	2,722	2,857	2,971	총포괄이익	384	321	512	567
자본총계	6,060	6,346	6,822	7,354	지배주주귀속총포괄이익	384	321	512	567

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	800	1,060	1,441	1,511	주당지표(원)				
당기순이익	354	322	512	567	EPS	20,965	19,051	28,650	34,485
유형자산감가상각비	-	450	463	477	BPS	259,033	275,280	301,186	332,928
무형자산상각비	95	95	95	95	CFPS	28,162	60,403	71,025	77,915
지분법관련손실(이익)	1	-5	-	-	DPS	2,500	2,500	2,500	2,500
투자활동 현금흐름	-1,409	-1,104	-1,193	-1,577	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-845	-1,000	-680	-450	PER	17.1	18.6	12.4	10.3
무형자산의 처분(취득)	-66	-	-	-	PBR	1.4	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	-161	205	-205	-818	PCR	12.7	5.9	5.0	4.5
재무활동 현금흐름	726	213	-258	-158	EV/EBITDA	11.2	8.0	5.9	4.8
단기금융부채의증감	-	500	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,318	-100	-100	-100	ROE	8.4	7.1	9.9	10.9
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA 이익률	6.4	8.5	9.3	9.6
배당금지급	-54	-35	-35	-35	부채비율	160.1	156.3	145.4	135.7
현금및현금성자산의증감	115	-463	649	-27	순부채비율	92.0	94.7	72.7	55.3
기초현금및현금성자산	530	644	182	831	매출채권회전율(x)	7.3	7.2	7.8	8.3
기말현금및현금성자산	644	182	831	804	재고자산회전율(x)	12.2	12.5	13.6	14.4

자료 : CJ 제일제당, 하이투자증권 리서치센터



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-08-07	Buy	460,000
2017-07-03	Buy	480,000
2017-05-12	Buy	480,000
2016-02-22(담당자변경)	Buy	520,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 :이경신](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 현재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-