

2017/05/12

# CJ제일제당(097950)

음식료 이경신

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

## 하반기 모멘텀 확대 고려시 저가매수 가능시점

Buy (Maintain)

### ■ 시장기대치 하회 - 가공·바이오 ↑ vs 소재·생물자원 ↓

1Q17 CJ제일제당의 연결기준 매출액은 3조 5,340억원 (+9.4% YoY), 영업이익은 1,925억원 (-12.5% YoY)으로, 시장기대치 1,925억원을 하회하는 영업실적을 시현했다. CJ대한통운 제외시 매출액은 2조 3,995억원 (+9.3% YoY), 영업이익 1,442억원 (-21.2% YoY)이다. 가공식품과 바이오의 성장은 견조했으나, 소재와 생물자원부문의 실적 악화가 전사에 부담요인으로 작용했다.

1) 가공식품은 두드러진 영업실적을 시현했다. 국내 매출성장은 +13.3% YoY 수준으로 판단한다. 베이스효과에도 기확보된 브랜드력과 시장지위를 기반으로 추가 시장지배력을 이끌어냈다. 해외부문은 환율영향 (-4% YoY)에도 +23.0% YoY의 외형확대를 시현했다. 2Q17 이후 중국 사드 영향에 따른 해외성장률 둔화가 예상되나, 여타부문의 고성장이 하락분을 상쇄할 가능성이 높다. 2) 바이오는 메티오닌 판가하락에도 불구하고, 전반적인 제품의 물량확대와 고수익 아미노산의 이익기여도 증가가 메티오닌 마진하락에 대한 우려를 해소시켰다. 향후 메티오닌의 추가 하락폭은 제한적으로 판단하며 분기를 거듭할수록 높은 제품믹스 개선효과가 기대된다.

3) 소재식품의 경우 해외 및 트레이딩 확대에 매출액은 +13.3% YoY의 높은 성장을 보였으나, 원당 및 대두의 고원가 투입분 및 저마진 비중확대에 따라 이익비중이 낮아졌다. 원가 상승분의 경우 하반기 스프레드 개선이 예상된다. 4) 생물자원은 인도네시아, 베트남의 상황악화로 외형성장 둔화 및 이익축소를 보였다. 최근 개선 조짐을 보이고 있으나 2Q17까지는 전사 이익에 (-)영향을 미칠 가능성이 높다.

### ■ 하반기 영업실적 모멘텀 확대 고려시 저가매수 가능한 시점

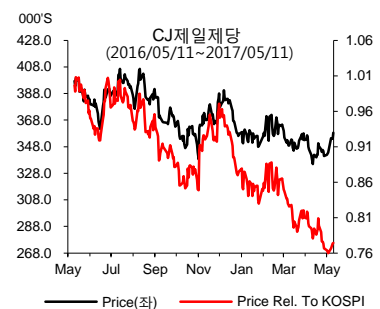
두드러진 가공식품의 성장속도 및 바이오의 실적 변동폭 축소에도 불구하고, 종합식품사임에 따른 리스크가 아쉽다. 영업실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 기존 52만원에서 48만원으로 하향조정한다. 소재식품 및 생물자원의 본격적인 턴어라운드 시기는 하반기가 될 것으로 예상함에 따라, 2017년 CJ제일제당의 영업실적 모멘텀은 '상저하고' 흐름을 보일 전망이다. 따라서 향후 실적 가시성 및 하반기 모멘텀 확보 가능성을 고려할 때 낮아진 현주가를 매수기회로 활용할 필요가 있다는 판단이다.

목표주가(6M)	480,000원
종가(2017/05/11)	358,500원

#### Stock Indicator

자본금	72십억원
발행주식수	1,449만주
시가총액	4,932십억원
외국인지분율	24.6%
배당금(2016)	2,500원
EPS(2017E)	24,436원
BPS(2017E)	283,015원
ROE(2017E)	9.0%
52주 주가	335,000~406,500원
60일평균거래량	38,400주
60일평균거래대금	13.5십억원

#### Price Trend



&lt;표1&gt; CJ제일제당 1Q17 연결기준 잠정실적 및 컨센서스 비교

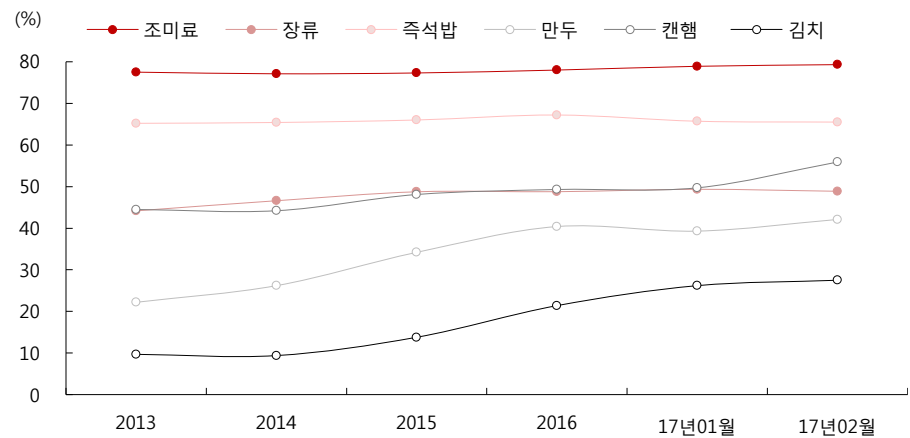
(단위: 십억원)

	1Q17P	1Q16	YoY %	하이추정치	diff (%, %p)	Consensus	diff (%, %p)
매출액	3,866.5	3,534.0	9.4	3,827.7	1.0	3,854.8	0.3
영업이익	192.5	232.8	(17.3)	214.2	(10.2)	221.6	(13.1)
영업이익률 %	5.0	6.6	(1.6)	5.6	(0.6)	5.7	(0.8)
세전이익	125.2	203.9	(38.6)	196.9	(36.4)	183.0	(31.6)
세전이익률 %	3.2	5.8	(2.5)	5.1	(1.9)	4.7	(1.5)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2017년 05월 11일 기준

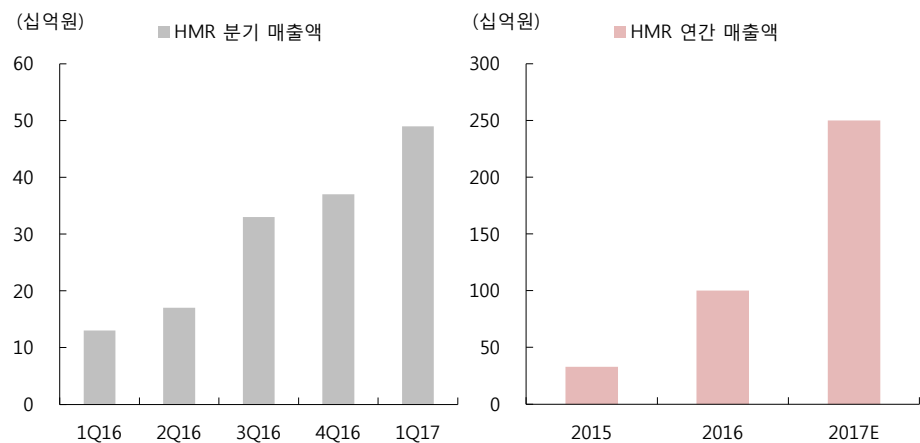
&lt;그림1&gt; CJ제일제당 주요 카테고리별 국내 M/S 현황



자료: CJ제일제당, 하이투자증권

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

&lt;그림1&gt; CJ제일제당 HMR 매출액 추이 및 2017년 연간 가이드스



자료: CJ제일제당, 하이투자증권

&lt;표2&gt; CJ제일제당 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>연결매출액</b>	<b>3,534.0</b>	<b>3,609.6</b>	<b>3,679.0</b>	<b>3,740.6</b>	<b>3,866.5</b>	<b>3,925.7</b>	<b>4,065.0</b>	<b>4,041.4</b>	<b>12,924.5</b>	<b>14,563.3</b>	<b>15,898.6</b>
식품	1,159.8	1,103.5	1,243.9	1,105.3	1,323.8	1,229.0	1,395.1	1,200.4	4,150.4	4,612.5	5,148.3
바이오	428.2	455.8	456.0	461.6	452.3	455.5	468.8	457.2	1,739.7	1,801.6	1,833.8
사료	489.2	521.4	478.6	523.7	500.4	547.5	526.5	576.1	1,805.4	2,012.9	2,150.4
제약	117.7	125.5	129.9	141.2	123.0	135.5	140.3	152.5	456.7	514.3	551.3
대한통운	1,445.2	1,513.6	1,490.3	1,632.9	1,594.9	1,675.5	1,649.8	1,779.8	5,055.8	6,081.9	6,700.0
adj.	(106.1)	(110.2)	(119.7)	(124.1)	(127.9)	(117.3)	(115.5)	(124.6)	(283.4)	(460.0)	(485.2)
<b>YoY %</b>	<b>13.3</b>	<b>14.0</b>	<b>9.3</b>	<b>14.3</b>	<b>9.4</b>	<b>8.8</b>	<b>10.5</b>	<b>8.0</b>	<b>10.4</b>	<b>12.7</b>	<b>9.2</b>
식품	10.6	11.1	8.0	15.5	14.1	11.4	12.2	8.6	8.1	11.1	11.6
바이오	6.6	5.1	(1.8)	4.9	5.6	(0.1)	2.8	(1.0)	17.7	3.6	1.8
사료	10.4	22.1	6.4	7.9	2.3	5.0	10.0	10.0	11.6	11.5	6.8
제약	11.1	11.1	16.6	11.7	4.5	8.0	8.0	8.0	6.2	12.6	7.2
대한통운	22.3	19.5	17.3	22.1	10.4	10.7	10.7	9.0	10.9	20.3	10.2
<b>연결영업이익</b>	<b>232.8</b>	<b>210.6</b>	<b>243.3</b>	<b>156.9</b>	<b>192.5</b>	<b>197.1</b>	<b>254.2</b>	<b>195.5</b>	<b>751.4</b>	<b>843.6</b>	<b>839.3</b>
식품	118.1	84.4	114.3	35.1	87.0	74.9	123.8	54.4	348.5	351.9	340.1
바이오	31.4	29.8	39.8	41.0	37.8	37.7	39.7	41.6	138.8	142.0	156.7
사료	15.1	20.8	18.1	8.7	1.3	5.5	14.7	16.1	46.9	62.7	37.6
제약	18.4	17.1	13.9	18.5	18.1	18.3	16.8	20.6	52.3	67.9	73.8
대한통운	53.2	59.7	60.3	55.2	51.1	62.0	61.0	64.1	186.6	228.4	238.2
adj.	(3.4)	(1.2)	(3.1)	(1.6)	(2.9)	(1.2)	(1.8)	(1.3)	(21.7)	(9.3)	(7.2)
<b>YoY %</b>	<b>3.3</b>	<b>9.8</b>	<b>9.4</b>	<b>40.4</b>	<b>(17.3)</b>	<b>(6.4)</b>	<b>4.5</b>	<b>24.6</b>	<b>29.6</b>	<b>12.3</b>	<b>(0.5)</b>
식품	6.6	6.3	(13.3)	33.0	(26.3)	(11.3)	8.3	55.0	8.1	1.0	(3.4)
바이오	(37.7)	(37.5)	70.8	135.6	20.4	26.4	(0.3)	1.5	485.7	2.3	10.4
사료	62.4	58.8	67.6	(36.5)	(91.4)	(73.7)	(18.6)	85.4	36.3	33.7	(40.0)
제약	52.1	36.8	26.4	10.8	(1.6)	7.0	21.1	11.3	2.3	29.8	8.7
대한통운	11.8	33.4	16.8	29.5	(3.9)	3.9	1.2	16.0	11.7	22.4	4.3
<b>OPM %</b>	<b>6.6</b>	<b>5.8</b>	<b>6.6</b>	<b>4.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>6.3</b>	<b>4.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.3</b>
식품	10.2	7.6	9.2	3.2	6.6	6.1	8.9	4.5	8.4	7.6	6.6
바이오	7.3	6.5	8.7	8.9	8.4	8.3	8.5	9.1	8.0	7.9	8.5
사료	3.1	4.0	3.8	1.7	0.3	1.0	2.8	2.8	2.6	3.1	1.8
제약	15.6	13.6	10.7	13.1	14.7	13.5	12.0	13.5	11.5	13.2	13.4
대한통운	3.7	3.9	4.0	3.4	3.2	3.7	3.7	3.6	3.7	3.8	3.6

자료: CJ제일제당, 하이투자증권

## &lt;표3&gt; CJ제일제당 목표주가 변경

(단위: 십억원)

내용	비고
<b>A) 영업가치</b>	
EBITDA	990.3 2017년 추정치
영업이익	608.3
유무형상각비	382.0
적용배수 (X)	8.8 사업부문별 적용배수의 가중평균 적용 (표4 참고)
<b>합계</b>	<b>8,739.0</b>
<b>B) 비영업가치</b>	
1 상장사 가치	1,139.0 투자목적 출자, 세후가치 반영 (세금: (장부가-취득가)*22%)
삼성생명	271.3 지분 149%
CJ대한통운	867.7 지분 20.08%
2 비상장사 가치	2.5 투자목적 출자, 경영참여 및 사업유지용 비상장사 가치 제외
3 부동산가치	700.0 가양동 및 영등포 공장부지 등
<b>합계</b>	<b>1,853.7</b>
<b>C) 순차입금</b>	<b>4,500.0</b>
<b>D) Sum-of-parts value (A+B-C)</b>	<b>6,080.5</b>
주식수 (천주)	12.8
주당가치	474,797
<b>Target Price</b>	<b>480,000 Upside 33.9%</b>

자료: 하이투자증권 추정

주: 현주가는 2017년 05월 11일 기준

## &lt;표4&gt; CJ제일제당 사업부문별 영업가치 추정 세부사항

(단위: 십억원)

사업부문	영업이익	유무형상각비	EBITDA	Multiple (X)	영업가치
가공	295.2	114.9	410.1	11.5	4,716.4
소재	44.9	74.4	119.3	5.5	656.2
제약	73.8	18.2	92.0	10.0	920.2
바이오	156.7	144.2	300.9	7.0	2,106.6
사료	37.6	30.3	67.9	5.0	339.7
<b>합계</b>	<b>608.3</b>	<b>382.0</b>	<b>990.3</b>	<b>8.8</b>	<b>8,739.0</b>

자료: 하이투자증권 추정

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,881	4,246	4,959	5,671
현금 및 현금성자산	644	197	844	1,567
단기금융자산	409	205	205	205
매출채권	2,201	2,226	2,260	2,244
재고자산	1,280	1,272	1,304	1,309
비유동자산	10,886	12,078	11,844	11,814
유형자산	7,281	8,467	8,228	8,192
무형자산	2,334	2,334	2,334	2,334
자산총계	15,766	16,323	16,804	17,484
유동부채	4,699	5,044	5,211	5,359
매입채무	1,114	1,033	1,200	1,348
단기차입금	1,801	1,600	1,600	1,600
유동성장기부채	773	900	900	900
비유동부채	5,007	4,851	4,651	4,551
사채	2,899	2,799	2,699	2,599
장기차입금	1,155	1,100	1,000	1,000
부채총계	9,706	9,895	9,862	9,910
지배주주지분	3,409	3,726	4,161	4,698
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	924	924	924	924
이익잉여금	2,567	2,853	3,258	3,764
기타자본항목	-302	-302	-302	-302
비지배주주지분	2,651	2,702	2,780	2,876
자본총계	6,060	6,428	6,942	7,574

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	14,563	15,899	17,387	18,697
증가율(%)	12.7	9.2	9.4	7.5
매출원가	11,275	12,386	13,501	14,489
매출총이익	3,288	3,512	3,886	4,208
판매비와관리비	2,444	2,673	2,838	3,020
연구개발비	45	49	53	57
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	844	839	1,049	1,187
증가율(%)	12.3	-0.5	24.9	13.2
영업이익률(%)	5.8	5.3	6.0	6.4
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	1	12	12	12
기타영업외손익	-104	-83	-68	-67
세전계속사업이익	528	525	741	911
법인세비용	175	152	222	273
세전계속이익률(%)	3.6	3.3	4.3	4.9
당기순이익	354	373	518	637
순이익률(%)	2.4	2.3	3.0	3.4
지배주주귀속 순이익	276	322	441	542
기타포괄이익	30	30	30	30
총포괄이익	384	403	549	668
지배주주귀속총포괄이익	384	403	549	668

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	800	1,134	1,504	1,608
당기순이익	354	373	518	637
유형자산감가상각비	-	469	495	486
무형자산상각비	95	95	95	95
지분법관련손실(이익)	1	12	12	12
투자활동 현금흐름	-1,409	-754	-958	-908
유형자산의 처분(취득)	-845	-650	-650	-600
무형자산의 처분(취득)	-66	-	-	-
금융상품의 증감	-161	205	-	-
재무활동 현금흐름	726	213	-258	-158
단기금융부채의증감	-	500	-	-
장기금융부채의증감	1,318	-100	-100	-100
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-54	-35	-35	-35
현금및현금성자산의증감	115	-447	647	723
기초현금및현금성자산	530	644	197	844
기말현금및현금성자산	644	197	844	1,567

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	20,965	24,436	33,470	41,155
BPS	259,033	283,015	316,091	356,852
CFPS	28,162	67,282	78,242	85,261
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500
Valuation(배)				
PER	17.1	14.7	10.7	8.7
PBR	1.4	1.3	1.1	1.0
PCR	12.7	5.3	4.6	4.2
EV/EBITDA	11.2	7.8	6.2	5.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.4	9.0	11.2	12.2
EBITDA 이익률	6.4	8.8	9.4	9.5
부채비율	160.1	153.9	142.1	130.9
순부채비율	92.0	93.3	74.2	57.1
매출채권회전율(x)	7.3	7.2	7.8	8.3
재고자산회전율(x)	12.2	12.5	13.5	14.3

자료: CJ 제철제당, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-05-12	Buy	480,000
2016-02-22(담당자변경)	Buy	520,000
2015-07-16	Buy	570,000

## 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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이경신\)](#)

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

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

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

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

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-