2017. 2. 10

▲ 음식료
Analyst 김정욱
02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

CJ제일제당 097950

4Q16 Review: 숫자보다는 내용이 중요

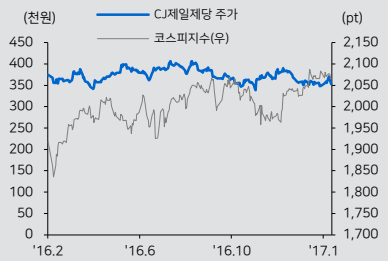
- ✓ 절대금액으로 부진했지만 영업이익의 내용은 양호했던 4Q16실적
- ✓ 다가오는 2017년은 해외바이오와 가공식품의 내실을 다지는 시기
- ✓ 주가는 박스권 하단, 1Q17 해외바이오와 가공식품 호실적 기대감 유효
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 510,000원 유지

Buy

적정주가 (12 개월)	510,000 원
현재주가 (2.9)	352,500 원
상승여력	44.7%
KOSPI	2,065.88pt
시가총액	46,396억원
발행주식수	1,316만주
유동주식비율	59.08%
외국인비중	24.21%
52주 최고/최저가	406,500원 / 338,500원
평균거래대금	130.7억원
주요주주(%)	
CJ 외 6인	37.81
국민연금	12.74
자사주	2.71

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.26	-10.87	-4.21
상대주가	-3.17	-12.13	-8.99

주가그래프



절대금액으로 부진했지만 영업이익의 내용은 양호했던 4Q16 실적

4Q16 실적(대통제외 연결)은 매출액 22,318억원(+11.1% YoY), 영업이익 1,033억원(+39.2% YoY)을 기록했다. CJ대한통운을 포함한 연결실적은 매출액 37,406억원(+14.3% YoY), 영업이익 1,569억원(+40.3% YoY)을 기록했다. 소재식품 부문의 수익성 하락과 사료부문의 일회성 부진으로 영업이익이 150~200억원 정도 기대치를 하회했다. 절대 금액으로는 부진했지만 ①가공식품의 매출 고성장/양호한 수익성 유지, ②수율 개선에 따른 해외바이오의 견조한 실적 지속으로 영업이익의 내용은 긍정적인 실적이었다.

다가오는 2017 년은 해외바이오와 가공식품의 내실을 다지는 시기

가공식품 부분은 ①HMR 고성장, ②4Q16 기저효과, ③양호한 해외성장에 힘입어 +20.4%의 외형 고성장을 달성했다. 수익성 측면에서는 신제품 프로모션과 해외시장 개척에도 불구 6~7%의 영업이익률을 기록했다. 17년 가공식품의 전망은 여전히 밝다. ①국내는 HMR 고성장 지속 및 주력 제품의 점유율 확대가 예상되며, ②미국/중국의 고성장 지속과 로컬 업체 M&A를 통한 신규 국가 확장이 예상되기 때문이다. 해외바이오는 영업이익 410억원을 기록하며 전기대비 수익성이 개선됐다. 주력제품(라이신, 메티오닌, 핵산)의 수익성이 예상 수준을 유지한 가운데 기타 아미노산의 수익성 개선효과가 반영됐다. 원가 절감 효과와 중국 아미노산 환경규제 등 구조적인 변화요인들은 17년도에도 지속되는 이슈로 긍정적이다.

주가는 박스권 하단, 1Q17 해외바이오와 가공식품 호실적 기대감 유효

투자의견 Buy와 적정주가 510,000원 유지한다. 4Q16 영업이익 절대 숫자는 기대치를 하회했지만 1Q17 해외바이오와 가공식품 호실적의 가시성은 높아지고 있다. 현 주가는 박스권 하단인 35만원 수준으로 지속적인 매수 대응을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	11,701.8	579.9	92.0	6,806	-22.0	206,344	45.0	1.5	11.2	3.1	170.4
2015	12,924.5	751.4	189.3	14,136	107.7	216,981	26.7	1.7	10.1	6.2	155.4
2016E	14,563.3	843.6	275.9	20,708	46.5	225,636	17.3	1.6	9.3	8.6	159.2
2017E	16,108.9	992.1	368.0	27,699	33.8	248,588	12.7	1.4	8.3	10.7	146.7
2018E	17,218.2	1,101.7	426.3	32,132	16.0	275,567	11.0	1.3	7.6	11.2	132.7

MERITZ
메리츠종금증권

표1 CJ제일제당 4Q16 Earnings Review

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,740.6	3,273.2	14.3	3,679.1	1.7	3,694.0	1.3	3,667.5	2.0
영업이익	156.9	111.8	40.3	243.3	-35.5	175.7	-10.7	178.3	-12.0
지배순이익	-0.1	14.4	적전	111.0	적전	36.7	-	41.3	-

자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 CJ제일제당 실적 추정치 변경 내역

	수정 전		수정 후		변화율(%)	
(십억원)	2016P	2017E	2016P	2017E	2016P	2017E
매출액	14,516.6	16,097.2	14,563.3	16,108.9	0.3	0.1
영업이익	862.4	1,019.1	843.6	992.1	-2.2	-2.6
지배순이익	312.7	400.0	275.9	368.0	-11.8	-8.0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 CJ제일제당 실적 전망 (대한통운 제외)

(억원)	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	2017E	2018E
매출액	**73,658**	**19,992**	**19,671**	**21,741**	**20,118**	**81,522**	**21,949**	**22,062**	**23,084**	**22,318**	**89,413**	**97,479**	**104,458**
▶식품	38,399	10,486	9,934	11,515	9,569	41,504	11,598	11,035	12,439	11,053	46,125	49,514	53,088
가공식품	20,978	5,827	5,477	6,861	5,515	23,680	6,821	6,304	7,660	6,638	27,423	30,390	33,581
소재식품	17,422	4,659	4,457	4,654	4,054	17,824	4,777	4,731	4,779	4,415	18,702	19,124	19,507
▶생명공학	19,082	5,076	5,465	5,729	5,694	21,964	5,459	5,813	5,859	6,028	23,159	25,100	26,218
제약	4,301	1,059	1,130	1,114	1,264	4,567	1,177	1,255	1,299	1,412	5,143	5,514	5,790
해외 바이오	14,782	4,017	4,335	4,615	4,430	17,397	4,282	4,558	4,560	4,616	18,016	19,585	20,428
▶사료	16,177	4,430	4,272	4,497	4,855	18,054	4,892	5,214	4,786	5,237	20,129	22,865	25,152
(% YoY)	2.2%	10.9%	11.7%	14.5%	5.7%	10.7%	9.8%	12.2%	6.2%	10.9%	9.7%	9.0%	7.2%
▶식품	1.9%	8.7%	6.6%	11.1%	5.5%	8.1%	10.6%	11.1%	8.0%	15.5%	11.1%	7.3%	7.2%
가공식품	3.9%	12.8%	16.1%	15.3%	7.3%	12.9%	17.1%	15.1%	11.6%	20.4%	15.8%	10.8%	10.5%
소재식품	-0.4%	4.0%	-3.2%	5.5%	3.2%	2.3%	2.5%	6.1%	2.7%	8.9%	4.9%	2.3%	2.0%
▶생명공학	0.8%	11.1%	22.3%	24.2%	4.8%	15.1%	7.5%	6.4%	2.3%	5.9%	5.4%	8.4%	4.5%
제약	2.4%	-1.5%	9.7%	4.0%	12.5%	6.2%	11.1%	11.1%	16.6%	11.7%	12.6%	7.2%	5.0%
해외 바이오	0.3%	15.0%	26.1%	30.3%	2.8%	23.4%	6.6%	5.1%	-1.2%	4.2%	3.6%	8.7%	4.3%
▶사료	4.4%	16.0%	11.9%	12.1%	7.2%	11.6%	10.4%	22.1%	6.4%	7.9%	11.5%	13.6%	10.0%
영업이익	**4,315**	**1,826**	**1,527**	**1,770**	**742**	**5,865**	**1,830**	**1,521**	**1,861**	**1,033**	**6,245**	**7,454**	**8,146**
▶식품	3,223	1,108	794	1,319	264	3,485	1,181	844	1,143	351	3,519	3,776	4,172
가공식품	2,302	666	506	842	174	2,188	751	565	940	439	2,695	3,070	3,392
소재식품	921	442	288	477	90	1,297	430	279	203	-88	824	706	780
▶생명공학	748	625	602	343	341	1,911	498	469	537	595	2,099	2,769	2,968
제약	511	121	125	110	167	523	184	171	139	185	679	706	666
해외바이오	237	504	477	233	174	1,388	314	298	398	410	1,420	2,062	2,302
▶사료	344	93	131	108	137	469	151	208	181	87	627	909	1,006
(% YoY)	24.5%	84.8%	75.7%	29.5%	-32.0%	35.9%	0.2%	-0.4%	5.2%	39.2%	6.5%	19.4%	9.3%
▶식품	45.1%	16.8%	-0.1%	23.8%	-36.2%	8.1%	6.6%	6.3%	-13.3%	33.0%	1.0%	7.3%	10.5%
가공식품	54.8%	2.9%	15.8%	7.5%	-60.0%	-5.0%	12.8%	11.7%	11.6%	152.5%	11.0%	13.9%	8.5%
소재식품	25.5%	46.4%	-19.6%	69.1%	적지	40.8%	-2.7%	-3.1%	-57.5%	-198.1%	0.0%	-14.3%	0.0%
▶생명공학	2.9%	흑전	흑전	62.4%	-45.4%	155.3%	-20.3%	-22.1%	56.7%	74.5%	9.9%	31.9%	7.2%
제약	76.2%	1.7%	10.6%	2.8%	-2.9%	2.3%	52.1%	36.8%	26.4%	10.8%	6.0%	4.0%	5.0%
해외 바이오	-45.7%	흑전	흑전	123.7%	-61.5%	484.5%	-37.7%	-37.5%	71.1%	135.6%	2.3%	45.2%	11.6%
▶사료	-33.6%	17.7%	8.3%	18.7%	158.5%	36.3%	62.4%	58.8%	67.6%	-36.5%	33.7%	45.0%	10.6%
영업이익률(%)	5.9%	9.1%	7.8%	8.1%	3.7%	7.2%	8.3%	6.9%	8.1%	4.6%	7.0%	7.6%	7.8%
▶식품	8.4%	10.6%	8.0%	11.5%	2.8%	8.4%	10.2%	7.6%	9.2%	3.2%	7.6%	7.6%	7.9%
가공식품	11.0%	11.4%	9.2%	12.3%	3.2%	9.2%	11.0%	9.0%	12.3%	6.6%	9.8%	10.1%	10.1%
소재식품	5.3%	9.5%	6.5%	10.2%	1.0%	7.3%	9.0%	5.9%	4.2%	-2.0%	4.4%	3.7%	4.0%
▶생명공학	3.9%	12.3%	11.0%	6.0%	6.0%	8.7%	9.1%	8.1%	9.2%	9.9%	9.1%	11.0%	11.3%
제약	11.9%	11.4%	11.1%	9.9%	15.0%	11.5%	15.6%	13.6%	10.7%	13.1%	13.2%	12.8%	11.5%
해외 바이오	1.6%	12.5%	11.0%	5.0%	3.9%	8.0%	7.3%	6.5%	8.7%	8.9%	7.9%	10.5%	11.3%
▶사료	2.1%	2.1%	3.1%	2.4%	2.5%	2.6%	3.1%	4.0%	3.8%	1.7%	3.1%	4.0%	4.0%

자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

CJ 제일제당(097950)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**11,701.8**	**12,924.5**	**14,563.3**	**16,108.9**	**17,218.2**
매출액증가율 (%)	7.9	10.4	12.7	10.6	6.9
매출원가	9,258.4	10,038.4	11,275.1	12,436.4	13,236.3
매출총이익	2,443.4	2,886.0	3,288.1	3,672.5	3,981.9
판매비와관리비	1,863.4	2,134.6	2,444.5	2,680.3	2,880.2
영업이익	**579.9**	**751.4**	**843.6**	**992.1**	**1,101.7**
영업이익률 (%)	5.0	5.8	5.8	6.2	6.4
금융수익	-229.7	-263.4	-225.0	-225.0	-225.0
종속/관계기업관련손익	0.9	21.3	3.3	-14.6	15.4
기타영업외손익	-108.1	-144.5	-93.6	-93.6	-93.6
세전계속사업이익	243.0	364.8	528.4	658.9	798.5
법인세비용	105.1	111.1	174.8	197.7	239.6
당기순이익	**137.9**	**253.7**	**353.5**	**461.3**	**559.0**
지배주주지분 순이익	92.0	189.3	275.9	368.0	426.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	**688.6**	**1,154.6**	**985.4**	**896.5**	**1,017.9**
당기순이익(손실)	137.9	253.7	353.5	461.3	559.0
유형자산감가상각비	361.2	394.5	424.5	429.5	437.3
무형자산상각비	86.5	89.1	91.6	81.4	78.3
운전자본의 증감	-122.6	138.2	-35.5	-75.8	-56.7
투자활동 현금흐름	**-537.2**	**-693.0**	**-955.0**	**-674.3**	**-645.6**
유형자산의 증가(CAPEX)	-474.3	-673.5	-680.1	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-86.0	-43.7	-105.6	-85.7	-64.1
재무활동 현금흐름	**-141.4**	**-364.5**	**157.1**	**-432.6**	**-433.3**
차입금증감	97.9	-203.9	451.9	-397.2	-397.9
자본의증가	14.8	8.5	1.5	0.0	0.0
현금의증가	4.1	93.8	161.7	-210.5	-61.0
기초현금	431.9	436.0	529.8	691.5	481.0
기말현금	436.0	529.8	691.5	481.0	420.0

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,973.3	4,018.5	4,678.4	4,872.0	5,113.4
현금및현금성자산	436.0	529.8	691.5	481.0	420.0
매출채권	1,550.2	1,623.2	1,855.1	2,043.1	2,183.8
재고자산	1,065.6	1,097.6	1,254.3	1,381.4	1,476.6
비유동자산	9,409.3	9,732.8	10,280.3	10,415.0	10,523.5
유형자산	6,383.9	6,690.2	6,842.4	6,972.9	7,095.6
무형자산	1,750.9	1,737.3	2,143.8	2,062.4	1,984.0
투자자산	695.9	739.6	845.2	930.9	995.0
자산총계	**13,382.5**	**13,751.3**	**14,958.8**	**15,287.0**	**15,636.9**
유동부채	4,122.4	4,335.7	3,893.2	4,015.5	4,086.9
매입채무	829.5	849.0	970.3	1,068.6	1,142.2
단기차입금	1,568.2	1,440.7	1,548.5	1,508.5	1,468.5
유동성장기부채	895.5	1,148.3	348.6	308.6	268.6
비유동부채	4,310.2	4,030.3	5,294.2	5,074.2	4,829.2
사채	1,817.5	2,241.7	3,174.3	2,894.3	2,614.3
장기차입금	1,594.1	847.5	1,013.8	973.8	933.8
부채총계	**8,432.7**	**8,366.0**	**9,187.4**	**9,089.8**	**8,916.1**
자본금	72.3	72.4	72.4	72.4	72.4
자본잉여금	914.3	922.8	924.3	924.3	924.3
기타포괄이익누계액	110.2	108.9	35.0	35.0	35.0
이익잉여금	2,187.2	2,334.2	2,539.4	2,872.0	3,262.9
비지배주주지분	1,965.0	2,242.1	2,502.1	2,595.4	2,728.1
자본총계	**4,949.9**	**5,385.2**	**5,771.4**	**6,197.3**	**6,720.8**

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	892,529	982,900	1,106,571	1,223,901	1,308,185
EPS(지배주주)	6,806	14,136	20,708	27,699	32,132
CFPS	74,111	89,095	92,802	88,886	99,847
EBITDAPS	78,374	93,922	103,314	114,201	122,883
BPS	206,344	216,981	225,636	248,588	275,567
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	45.0	26.7	17.3	12.7	11.0
PCR	4.1	4.2	3.9	4.0	3.5
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.5	1.7	1.6	1.4	1.3
EBITDA	1,027.5	1,235.0	1,359.7	1,503.1	1,617.4
EV/EBITDA	11.2	10.1	9.3	8.3	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	6.2	8.6	10.7	11.2
EBITDA 이익률	8.8	9.6	9.3	9.3	9.4
부채비율	170.4	155.4	159.2	146.7	132.7
금융비용부담률	1.7	1.4	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2.9	4.2			
매출채권회전율(x)	8.0	8.1	8.4	8.3	8.1
재고자산회전율(x)	11.3	11.9	12.4	12.2	12.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김정욱)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

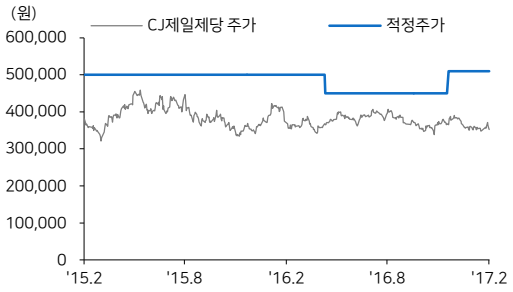
기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016 년 12 월 31 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ 제일제당(097950) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2015.02.11	기업브리프	Buy	500,000	송광수
2015.04.07	기업브리프	Buy	500,000	송광수
2015.04.20	산업분석	Buy	500,000	송광수
2015.05.08	기업브리프	Buy	500,000	송광수
2015.05.20	산업브리프	Buy	500,000	송광수
2015.07.20	산업브리프	Buy	500,000	송광수
2015.08.05	기업브리프	Buy	500,000	송광수
2015.10.02	기업브리프	Buy	500,000	송광수
2015.10.14	산업분석	Buy	500,000	송광수
2016.04.19	산업분석	Buy	450,000	김정욱
2016.05.11	기업브리프	Buy	450,000	김정욱
2016.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김정욱
2016.11.03	기업브리프	Buy	450,000	김정욱
2016.11.28	산업분석	Buy	510,000	김정욱
2016.11.30	산업분석	Buy	510,000	김정욱
2017.02.10	기업브리프	Buy	510,000	김정욱

주가 및 적정주가 변동추이