

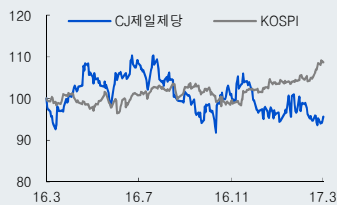
음식료

Company Report
 2017.3.24

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	460,000
현재주가(17/03/24, 원)	352,500
상승여력	30%

영업이익(17F,십억원)	925
Consensus 영업이익(17F,십억원)	959
EPS 성장률(17F,%)	22.5
MKT EPS 성장률(17F,%)	18.5
P/E(17F,x)	15.1
MKT P/E(17F,x)	9.9
KOSPI	2,168.95
시가총액(십억원)	4,641
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	59.1
외국인 보유비중(%)	24.2
베타(12M) 일간수익률	0.44
52주 최저가(원)	338,500
52주 최고가(원)	406,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.3	-6.6	-2.2
상대주가	-6.6	-11.6	-10.5



[음식료/답배]

백운목
 02-3774-1679
 wm.baek@miraeeasset.com

홍수지
 02-3774-1853
 susie.hong@miraeeasset.com

CJ제일제당 (097950)

2Q부터 실적 강세 예상

17년 1Q Preview, 가공식품 호조, 소재식품 부진 예상

CJ제일제당의 17년 1Q 실적은 매출액 9.6% 증가, 영업이익(2,234억원) 4.1% 감소를 예상한다. 본업(CJ대한통운을 제외한 가공, 소재, 바이오, 생물자원, 헬스케어)의 실적은 매출액 8.3% 증가, 영업이익 8.2% 감소할 전망이다. **본업 중 가공식품(17년 비중 31.6%), 바이오(비중 20.2%), 헬스케어(비중 5.6%)의 영업이익은 증가를 예상하지만, 소재식품(비중 20.6%)과 생물자원(비중 22.0%)의 영업이익은 감소할 전망이다.**

가공식품은 쌀가공과 냉동식품의 시장 확대, HMR 신제품(햇반컵반, 고메 시리즈, 국/탕/찌개류)의 매출 증가, 선물세트 판매 호조로 매출액이 13.0% 증가(OPM 10.9%)할 전망이다. 바이오(라이신, 메치오닌, 핵산, 트립토판 등)도 라이신의 흑자 전환, 트립토판의 호조가 메치오닌의 부진을 흡수하면서 영업이익 33.1% 증가(OPM 9.0%)가 예상된다.

소재식품(설탕, 밀가루, 유지 등)은 1Q 원재료 가격 상승분을 가격에 전부 전가하지 못해 영업이익이 급감(OPM 1.0%)할 전망이다. 생물자원은 베트남(생물자원 중 비중 20%)에서 중국으로의 수출이 일시적으로 차질을 빚어 영업이익이 부진(OPM 2.7%)할 전망이다.

2Q부터 빠르게 실적 개선 예상

영업이익은 17년 2Q에 12.4% 증가하여 2Q부터 실적 개선이 빠르게 나타날 전망이다.

첫째, 소재식품의 가격 인상이다. 원재료인 대두와 원당 가격 상승을 반영하여 식용유(매출액 6천억원, 가정용 17년 1월에 인상)와 설탕(매출액 6천억원, 16년 12월과 17년 2월에 인상) 가격을 인상했다. 2Q부터는 가격 인상 효과가 서서히 나타나 실적 회복이 가능하다.

둘째, 가공식품의 고성장과 이익률 유지이다. 가공식품 중 쌀가공(햇반, 컵반 등), 냉동식품(비비고 등), 해외 시장(미국, 중국), HMR 등은 시장이 고성장하고 있어 매출 성장 전략을 추구하고 있다. 반면, 시장이 축소되고 있는 장류와 다시다는 가격 인상(장기간 가격 미인상 품목으로 최근 8~9% 인상), 마케팅 축소 등을 통해 수익 위주의 전략을 가져가고 있다.

셋째, 바이오의 이익이 안정될 전망이다. 바이오는 가격 변동이 심해 13~16년 이익의 변동폭이 컸으나 라이신(바이오에서의 비중 48%)의 이익 변동폭 축소(17년 가격 5% 상승, 물량 5% 증가, 수출 상승 때문)로 17년 영업이익이 16.9% 증가하여 안정될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 46만원

CJ제일제당은 1Q 실적 컨센서스 미달 가능성, 내수주 소외 등으로 주가가 조정을 받았다. 하지만, **17년 2Q부터는 HMR의 빠른 매출 성장세, 식품 가격 인상 효과, 라이신 가격 상승 가능성 등 실적에 긍정적으로 작용할 호재도 많다.** CJ제일제당은 Re-rating 되어야 한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	11,702	12,924	14,563	15,892	17,282	18,665
영업이익 (십억원)	580	751	844	925	1,025	1,124
영업이익률 (%)	5.0	5.8	5.8	5.8	5.9	6.0
순이익 (십억원)	92	189	276	338	377	486
EPS (원)	6,369	13,073	19,044	23,329	25,998	33,539
ROE (%)	3.1	6.2	8.4	9.5	9.7	11.4
P/E (배)	48.1	28.9	18.8	15.1	13.6	10.5
P/B (배)	1.4	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. CJ제일제당의 17년 1Q 실적 예상

(십억원, %)

	1Q16	4Q16	1Q17F		증감률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,534	3,741	3,873	3,874	9.6	3.5
영업이익	233	157	223	239	-4.1	42.4
세전이익	204	27	216	187	6.1	712.8
순이익	123	-0	127	110	3.4	흑전
영업이익률	6.6	4.2	5.8	6.2	-	-
순이익률	3.5	0.0	3.3	2.8	-	-

자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. CJ제일제당의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	16				17F				15	16	17F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	3,534	3,610	3,679	3,741	3,873	3,913	4,018	4,088	12,924	14,563	15,892
영업이익	233	211	243	157	223	237	284	181	751	844	925
세전이익	204	133	165	27	216	139	188	74	365	528	617
순이익	123	42	111	-0	127	69	113	29	189	276	338
영업이익률	6.6	5.8	6.6	4.2	5.8	6.1	7.1	4.4	5.8	5.8	5.8
순이익률	3.5	1.2	3.0	0.0	3.3	1.8	2.8	0.7	1.5	1.9	2.1
매출액증가율	13.3	14.0	9.3	14.3	9.6	8.4	9.2	9.3	10.4	12.7	9.1
영업이익증가율	3.3	9.8	9.4	40.4	-4.1	12.4	16.6	15.2	29.6	12.3	9.6
세전이익증가율	47.3	49.9	89.8	-47.7	6.1	4.7	13.5	177.2	50.1	44.8	16.7
순이익증가율	32.9	-18.4	260.6	적전	3.4	64.2	1.5	흑전	105.8	45.8	22.5

자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

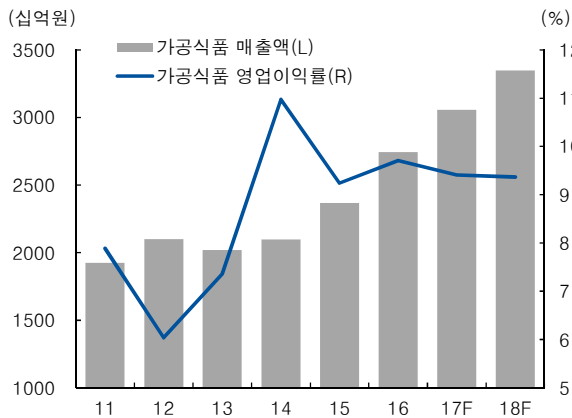
표 3. CJ제일제당의 17~18년 수익예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	15,913	17,217	15,892	17,282	-0.1	0.4	
영업이익	931	1,022	925	1,025	-0.7	0.3	
세전이익	631	706	617	674	-2.3	-4.6	
순이익	342	391	338	377	-1.3	-3.7	
영업이익률	5.9	5.9	5.8	5.9	-	-	
순이익률	2.2	2.3	2.1	2.2	-	-	

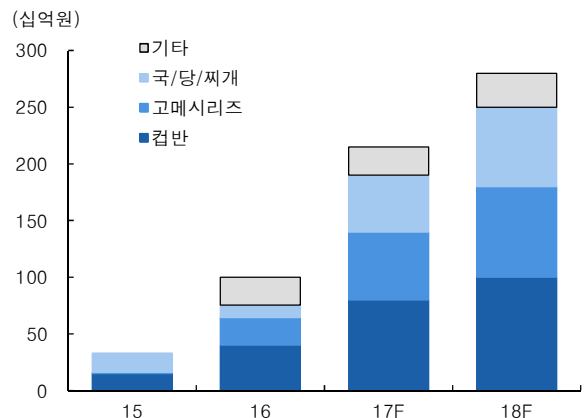
자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 가공식품 매출액과 영업이익률 전망



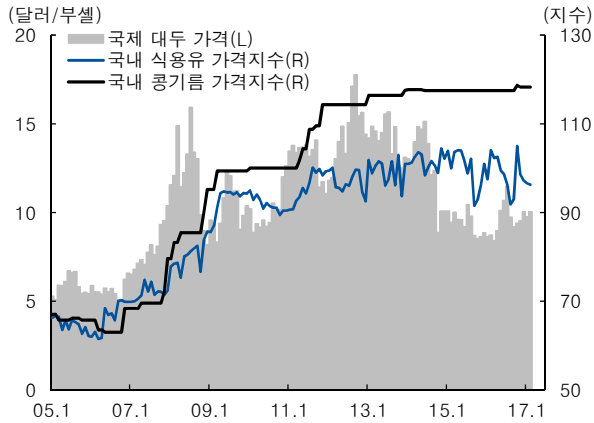
자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. CJ제일제당의 HMR 매출액 전망



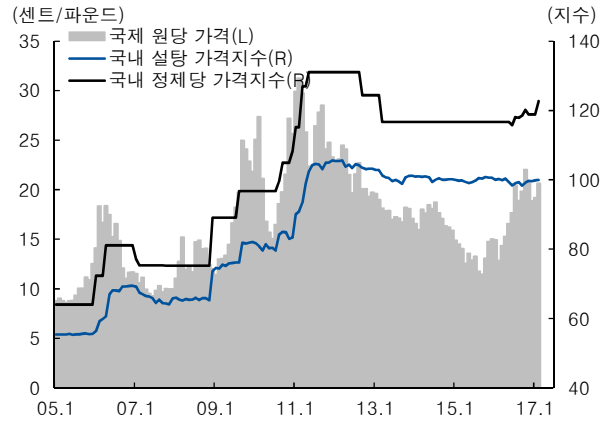
자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 국제 대두 가격과 국내 콩기름/식용유 가격 지수



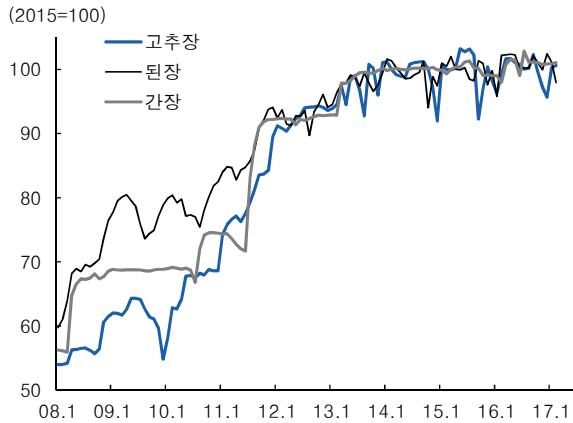
주: 식용유가격지수(2015=100), 콩기름가격지수(2010=100)
자료: Thomson Reuters, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 국제 원당 가격과 국내 정제당/설탕 가격 지수



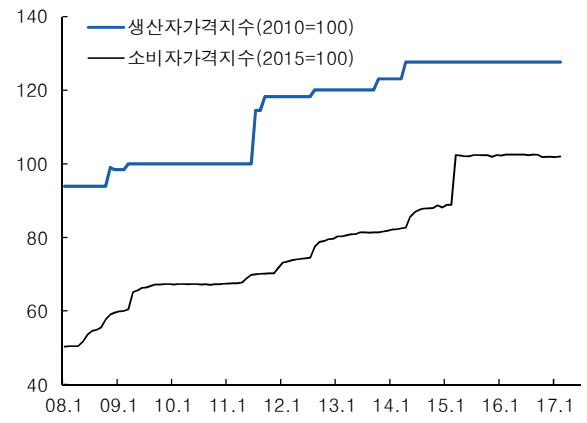
주: 설탕가격지수(2015=100), 정제당가격지수(2010=100)
자료: Thomson Reuters, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 국내 장류(고추장, 된장, 간장) 소비자가격 지수



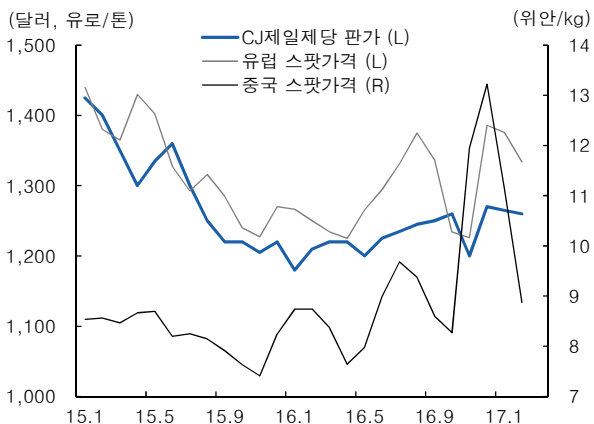
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 국내 혼합조미료 생산자 및 소비자가격 지수



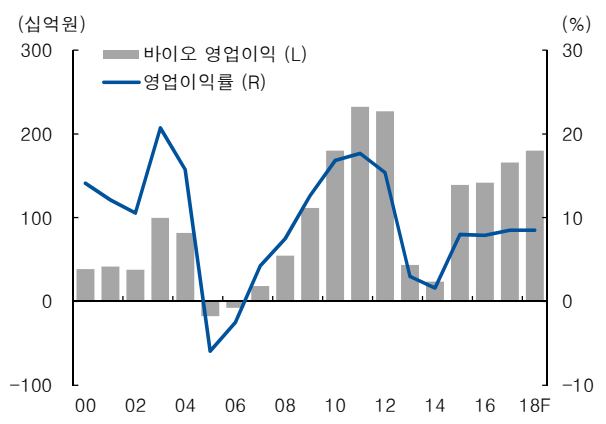
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. CJ제일제당의 라이신 글로벌판가와 중국/유럽 스팟가격



자료: WIND, CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. CJ제일제당의 바이오 영업이익 예상



자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

CJ제일제당 (097950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	14,563	15,892	17,282	18,665
매출원가	11,275	12,286	13,357	14,413
매출총이익	3,288	3,606	3,925	4,252
판매비와관리비	2,444	2,682	2,899	3,128
조정영업이익	844	925	1,025	1,124
영업이익	844	925	1,025	1,124
비영업손익	-316	-308	-351	-264
금융손익	-161	-175	-180	-193
관계기업등 투자손익	1	11	11	11
세전계속사업손익	528	617	674	860
계속사업법인세비용	175	176	185	236
계속사업이익	354	441	488	623
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	354	441	488	623
지배주주	276	338	377	486
비지배주주	78	103	112	137
총포괄이익	384	441	488	623
지배주주	307	239	264	337
비지배주주	77	202	224	286
EBITDA	1,375	1,508	1,636	1,754
FCF	-45	86	178	431
EBITDA 마진율 (%)	9.4	9.5	9.5	9.4
영업이익률 (%)	5.8	5.8	5.9	6.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.9	2.1	2.2	2.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	4,881	5,240	5,618	6,232
현금 및 현금성자산	644	609	604	825
매출채권 및 기타채권	2,198	2,402	2,602	2,802
재고자산	1,280	1,399	1,515	1,637
기타유동자산	759	830	897	968
비유동자산	10,886	11,341	11,781	12,129
관계기업투자등	195	213	230	249
유형자산	7,281	7,709	8,115	8,415
무형자산	2,334	2,282	2,235	2,204
자산총계	15,766	16,580	17,400	18,361
유동부채	4,699	4,923	5,156	5,443
매입채무 및 기타채무	1,613	1,639	1,676	1,764
단기금융부채	2,612	2,765	2,918	3,072
기타유동부채	474	519	562	607
비유동부채	5,007	5,191	5,324	5,411
장기금융부채	4,094	4,194	4,244	4,244
기타비유동부채	913	997	1,080	1,167
부채총계	9,706	10,114	10,480	10,854
지배주주지분	3,409	3,712	4,053	4,504
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	924	924	924	924
이익잉여금	2,567	2,869	3,211	3,661
비지배주주지분	2,651	2,754	2,866	3,003
자본총계	6,060	6,466	6,919	7,507

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	800	1,006	1,108	1,281
당기순이익	354	441	488	623
비현금수익비용가감	957	942	989	1,028
유형자산감가상각비	437	491	524	550
무형자산상각비	95	92	87	81
기타	425	359	378	397
영업활동으로인한자산및부채의변동	-359	-201	-184	-134
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-175	-189	-184	-192
재고자산 감소(증가)	-171	-119	-116	-121
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	75	11	11	45
법인세납부	-151	-176	-185	-236
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,409	-1,050	-1,064	-944
유형자산처분(취득)	-807	-920	-930	-850
무형자산감소(증가)	-61	-40	-40	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	-256	-99	-101	-98
기타투자활동	-285	9	7	54
재무활동으로 인한 현금흐름	726	24	-34	-99
장단기금융부채의 증가(감소)	927	253	203	153
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	-54	-35	-35	-35
기타재무활동	-149	-194	-202	-217
현금의 증가	115	-35	-6	221
기초현금	530	644	609	604
기말현금	644	609	604	825

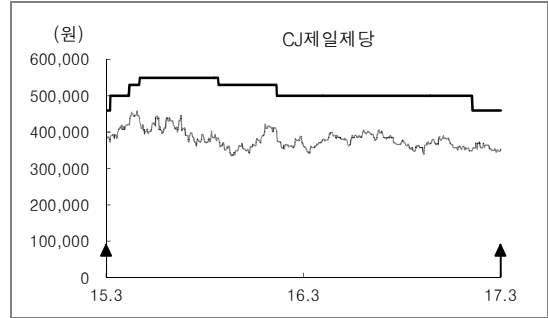
자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	18.8	15.1	13.6	10.5
P/CF (x)	4.0	3.7	3.5	3.1
P/B (x)	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	9.6	8.9	8.4	7.9
EPS (원)	19,044	23,329	25,998	33,539
CFPS (원)	90,425	95,429	101,953	113,935
BPS (원)	242,224	263,059	286,614	317,710
DPS (원)	2,500	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	9.1	7.3	6.6	5.1
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	12.7	9.1	8.7	8.0
EBITDA증가율 (%)	11.3	9.7	8.5	7.2
조정영업이익증가율 (%)	12.4	9.6	10.8	9.7
EPS증가율 (%)	45.7	22.5	11.4	29.0
매출채권 회전을 (회)	8.0	7.5	7.5	7.5
재고자산 회전을 (회)	12.2	11.9	11.9	11.8
매입채무 회전을 (회)	11.5	11.0	11.8	12.4
ROA (%)	2.4	2.7	2.9	3.5
ROE (%)	8.4	9.5	9.7	11.4
ROIC (%)	5.2	5.6	6.4	6.7
부채비율 (%)	160.1	156.4	151.5	144.6
유동비율 (%)	103.9	106.4	109.0	114.5
순차입금/자기자본 (%)	93.3	91.3	87.8	79.5
조정영업이익/금융비용 (x)	4.7	4.8	5.1	5.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
CJ제일제당(097950)	2017.01.31	매수	460,000원
	2016.02.04	매수	500,000원
	2015.10.19	매수	530,000원
	2015.05.26	매수	550,000원
	2015.05.07	매수	530,000원
	2015.04.02	매수	500,000원
	2015.02.06	매수	460,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(←), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.13%	13.99%	10.88%	0.00%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.