CJ제일제당 (097950.KS)

다시 보기: 식품의 구조적 성장 가능성

NH투자증권

Company Comment | 2017. 2. 28

최근 원화 강세에도 불구하고 주가 횡보. 섹터 전반에 대한 관심도 낮은 상태이나, 동사의 경우 핵심 사업인 식품 부문의 구조적 성장 가능성을 기반으로 매집하는 전략 권함. 특히 편의 가공식의 국내 시장 지배력 확대와 글로벌 시장 개척 잠재력에 주목. 섹터 top pick 관점 유지

가공식품 글로벌화의 원년

CJ제일제당의 2017년 (물류 부문 제외) 핵심 매출액과 영업이익은 각각 9조5,779억원(+7.1% y-y)과 7,039억원(+12.7% y-y)으로 전망. 실적 성장의 핵심 축인 식품 부문에서 국내외 공히 구조적 성장 스토리가 작동 중

국내의 경우 저성장이 고착화된 식품 산업 중 상대적으로 고성장하는 편의 식품 군에서 동사의 점유율이 지속 상승 중. 예컨대 빅브랜드가 된 '비비고' 출시 후 만두 시장 점유율이 20%에서 40% 수준으로 급등. 최근 가공식품 성장분의 약 40% 정도가 신제품(4Q15 이후 출시)에서 창출될 정도로 성공적인 브랜딩 중

조만간 가공식품의 해외 성장 스토리도 부각될 수 있을 것. 2016년 현재 동사의 가공식품 매출 중 약 14% 정도(약 3,800억원 추정) 가 해외에서 창출. 동 부문의 2016년 성장률은 54%에 달했고, 영업이익률도 약 5% 수준에 달한 것으로 추정됨. (M&A 효과 제거 시 해외 매출 24% 성장)

향후에도 주로 미국과 중국 중심으로 냉동식품 위주의 CAPA 확장과 현지화 작업이 지속되면서 고성장할 것으로 기대. 현재 글로벌 지역 중 매출 규모가 가장 큰 미국의 경우 코스트코에 이어 지난 9월 월마트에 입점하면서 판매 접점 확대가 이어지고 있고, 중국에서는 B2B에서 B2C 중심으로 전환하면서 빠른 성장 나타나고 있음

음식료 섹터 내 실적 개선 가시성 높아

식품 부문의 꾸준한 실적 개선 외에도, 바이오 부문에서 업황이 크게 호전되지 않았음에도 불구하고 원가절감과 효율성 개선만으로 경쟁사 대비 크게 안정된 이익 흐름을 보이고 있음. 동사 실적의 발목을 잡았던 라이신 부문도 최근 적자 상태를 탈피한 것으로 보임.

최근 음식료 섹터 전반에 대한 투자자들의 관심이 상대적으로 약해져 있으나, 동사의 경우 차별화된 구조적 성장 스토리가 꾸준히 부각될 것이어서 매수 권함. 동사의 현주가는 2017년 기준 PER 15배 수준으로 섹터 평균(19배) 대비로도 할인 상태임

Buy (유지)

목표주가	510,000원 (유지)
현재가 (17/02/27)	363,500원
업종	음식료
KOSPI / KOSDAQ	2,065.88 / 611.04
시가총액(보통주)	4,639.6십억원
발행주식수(보통주)	13.2백만주
52주 최고가('16/07/14)	406,500원
최저가('16/11/02)	338,500원
평균거래대금(60일)	13.1십억원
배당수익률(2016P)	0.70%
외국인지분율	24.2%
주요주주	
CJ 외 6 인	37.8%
국민연금	12.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-1.1	-5.6	0.8
상대수익률 (%p)	-6.4	-7.8	-7.2

	2015	2016P	2017E	2018F
매출액	12,924	14,563	15,807	16,939
증감률	*10.4*	*12.7*	*8.5*	*7.2*
영업이익	751	844	985	1,090
영업이익률	*5.8*	*5.8*	*6.2*	*6.4*
(지배지분)순이익	189	276	325	359
EPS	14,136	20,708	24,451	27,023
증감률	*107.7*	*46.5*	*18.1*	*10.5*
PER	26.7	17.3	14.9	13.5
PBR	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.0	9.6	8.6	7.9
ROE	6.2	8.7	9.6	9.7
부채비율	155.4	167.2	157.3	148.5
순차입금	4,901	5,481	5,091	4,596

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

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

CJ 제일제당의 부문별 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016P	2017E	2018F
매출액						
Total	**10,848**	**11,702**	**12,924**	**14,563**	**15,807**	**16,939**
CJ대한통운 제외	**7,212**	**7,369**	**8,152**	**8,941**	**9,578**	**10,111**
식품 부문	3,768	3,840	4,150	4,613	4,875	5,121
생물자원 부문	1,549	1,621	1,805	2,013	2,254	2,412
생명과학 부문	1,894	1,908	2,196	2,316	2,448	2,577
CJ대한통운	3,795	4,560	5,056	6,056	6,729	7,328
매출액 성장률						
Total	**9.8**	**7.9**	**10.4**	**12.7**	**8.5**	**7.2**
CJ대한통운 제외	**1.5**	**2.2**	**10.6**	**9.7**	**7.1**	**5.6**
식품 부문	-3.0	1.9	8.1	11.1	5.7	5.1
생물자원 부문	19.5	4.6	11.4	11.5	12.0	7.0
생명과학 부문	-1.7	0.7	15.1	5.4	5.7	5.3
CJ대한통운	36.8	20.2	10.9	19.8	11.1	8.9
영업이익						
Total	**345**	**580**	**751**	**844**	**985**	**1,090**
CJ대한통운 제외	**348**	**432**	**587**	**625**	**704**	**766**
식품 부문	223	322	349	352	401	423
생물자원 부문	52	34	47	63	76	84
생명과학 부문	73	75	191	210	227	259
CJ대한통운	64	148	187	227	281	323
영업이익률						
Total	**3.2**	**5.0**	**5.8**	**5.8**	**6.2**	**6.4**
CJ대한통운 제외	**4.8**	**5.9**	**7.2**	**7.0**	**7.3**	**7.6**
식품 부문	5.9	8.4	8.4	7.6	8.2	8.3
생물자원 부문	3.3	2.1	2.6	3.1	3.4	3.5
생명과학 부문	3.9	3.9	8.7	9.1	9.3	10.1
영업이익 성장률						
Total	**-43.9**	**67.9**	**29.6**	**12.3**	**16.7**	**10.6**
CJ대한통운 제외	**-30.7**	**24.1**	**35.9**	**6.5**	**12.7**	**8.8**
식품 부문	7.7	44.9	8.1	1.0	13.8	5.6
생물자원 부문	1.1	-33.5	36.3	33.7	21.4	10.2
생명과학 부문	-70.0	1.9	155.5	9.8	8.3	14.1

자료: CJ 제일제당, NH 투자증권 리서치본부 전망

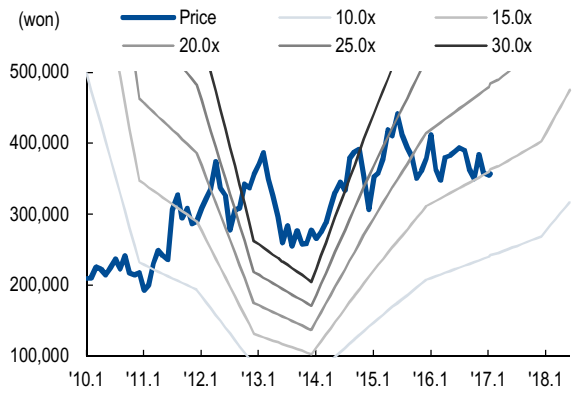
CJ 제일제당의 부문별 실적 추정(대한통운 제외)

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2015	2016P	2017E
매출액											
Total	**1,999**	**1,967**	**2,177**	**2,009**	**2,195**	**2,206**	**2,308**	**2,232**	**8,152**	**8,941**	**9,578**
식품 부문	1,049	993	1,152	957	1,160	1,104	1,244	1,105	4,150	4,613	4,875
생물자원 부문	443	427	450	486	489	521	479	524	1,805	2,013	2,254
생명과학 부문	508	547	576	566	546	581	586	603	2,196	2,316	2,448
영업이익											
Total	**183**	**153**	**177**	**74**	**183**	**152**	**186**	**103**	**587**	**625**	**704**
식품 부문	111	79	132	26	118	84	114	35	349	352	401
생물자원 부문	9	13	11	14	15	21	18	9	47	63	76
생명과학 부문	63	60	34	34	50	47	54	60	191	210	227
영업이익률											
Total	**9.1**	**7.8**	**8.1**	**3.7**	**8.3**	**6.9**	**8.1**	**4.6**	**7.2**	**7.0**	**7.3**
식품 부문	10.6	8.0	11.5	2.8	10.2	7.6	9.2	3.2	8.4	7.6	8.2
생물자원 부문	2.1	3.1	2.4	2.8	3.1	4.0	3.8	1.7	2.6	3.1	3.4
생명과학 부문	12.3	11.0	6.0	6.0	9.1	8.1	9.2	9.9	8.7	9.1	9.3

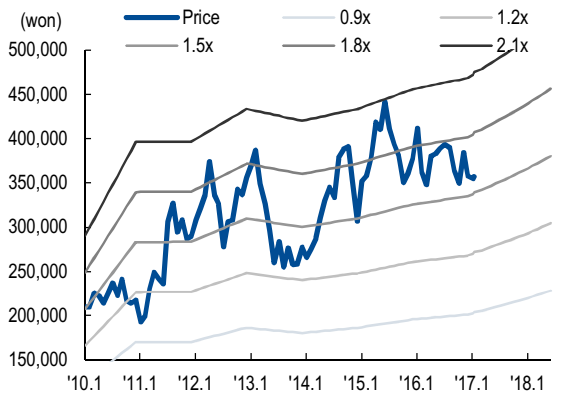
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

CJ 제일제당 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

CJ 제일제당 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
매출액	**12,924**	**14,563**	**15,807**	**16,939**
증감률 (%)	*10.4*	*12.7*	*8.5*	*7.2*
매출원가	**10,038**	**11,275**	**12,761**	**13,579**
매출총이익	**2,886**	**3,288**	**3,046**	**3,359**
Gross 마진 (%)	*22.3*	*22.6*	*19.3*	*19.8*
판매비와 일반관리비	2,135	2,445	2,061	2,270
영업이익	**751**	**844**	**985**	**1,090**
증감률 (%)	*29.5*	*12.4*	*16.7*	*10.7*
OP 마진 (%)	*5.8*	*5.8*	*6.2*	*6.4*
EBITDA	**1,235**	**1,323**	**1,455**	**1,547**
영업외손익	**-387**	**-349**	**-329**	**-356**
금융수익(비용)	-263	-201	-229	-256
기타영업외손익	-145	-180	-100	-100
종속, 관계기업관련손익	21	32	0	0
세전계속사업이익	**365**	**528**	**654**	**733**
법인세비용	**111**	**175**	**196**	**220**
계속사업이익	254	354	458	513
당기순이익	**254**	**354**	**458**	**513**
증감률 (%)	*84.1*	*39.4*	*29.4*	*12.0*
Net 마진 (%)	*2.0*	*2.4*	*2.9*	*3.0*
지배주주지분 순이익	189	276	325	359
비지배주주지분 순이익	64	78	133	154
기타포괄이익	-12	0	0	0
총포괄이익	242	354	458	513

Valuation / Profitability / Stability

	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
PER(X)	26.7	17.3	14.9	13.5
PBR(X)	1.7	1.6	1.5	1.4
PCR(X)	4.2	4.0	3.6	3.5
PSR(X)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	10.0	9.6	8.6	7.9
EV/EBIT(X)	16.5	15.1	12.7	11.2
EPS(W)	14,136	20,708	24,451	27,023
BPS(W)	216,981	223,054	243,055	265,394
SPS(W)	982,900	1,106,573	1,200,937	1,286,937
자기자본이익률(ROE, %)	6.2	8.7	9.6	9.7
총자산이익률(ROA, %)	1.9	2.5	3.0	3.3
투하자본이익률 (ROIC, %)	5.4	5.7	6.9	7.5
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향(%)	16.9	11.6	9.8	8.9
총현금배당금(십억원)	35	35	35	35
보통주 주당배당금(W)	2,500	2,500	2,500	2,500
순부채(현금)/자기자본(%)	91.0	98.7	85.2	71.2
총부채/ 자기자본(%)	155.4	167.2	157.3	148.5
이자발생부채	5,678	5,973	5,817	5,753
유동비율(%)	92.7	97.1	105.1	115.8
총발행주식수(mn)	14	14	14	14
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	377,500	357,500	363,500	363,500
시가총액(십억원)	5,257	4,935	4,993	4,993

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

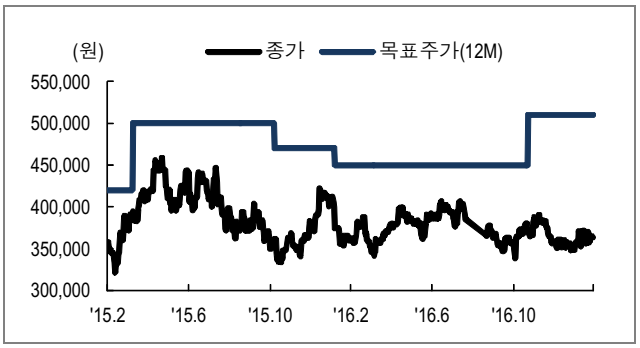
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	530	194	403	811
매출채권	1,623	2,110	2,290	2,454
유동자산	**4,019**	**4,519**	**5,097**	**5,841**
유형자산	6,690	6,694	6,649	6,563
투자자산	740	833	905	969
비유동자산	**9,733**	**10,315**	**10,276**	**10,193**
자산총계	**13,751**	**14,834**	**15,373**	**16,034**
단기성부채	2,613	2,412	2,418	2,442
매입채무	849	1,104	1,198	1,284
유동부채	**4,336**	**4,652**	**4,848**	**5,046**
장기성부채	3,166	3,706	3,547	3,461
장기충당부채	139	156	170	182
비유동부채	**4,030**	**4,631**	**4,551**	**4,537**
부채총계	**8,366**	**9,282**	**9,398**	**9,583**
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	923	923	923	923
이익잉여금	2,334	2,575	2,865	3,188
비지배주주지분	2,242	2,320	2,453	2,606
자본총계	**5,385**	**5,552**	**5,974**	**6,452**

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
영업활동 현금흐름	**1,155**	**795**	**1,047**	**1,087**
당기순이익	254	354	458	513
+ 유/무형자산상각비	484	479	470	457
+ 종속, 관계기업관련손익	-21	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-19	0	0
Gross Cash Flow	1,172	1,179	1,317	1,374
- 운전자본의증가(감소)	82	-210	-74	-67
투자활동 현금흐름	**-693**	**-1,079**	**-443**	**-379**
+ 유형자산 감소	29	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-673	-415	-360	-310
+ 투자자산의매각(취득)	-53	-94	-71	-65
Free Cash Flow	481	380	687	777
Net Cash Flow	462	-284	604	708
재무활동현금흐름	**-364**	**100**	**-396**	**-299**
자기자본 증가	9	0	0	0
부채증감	-373	100	-396	-299
현금의증가	94	-335	209	408
기말현금 및 현금성자산	530	194	403	811
기말 순부채(순현금)	4,901	5,481	5,091	4,596

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 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 2월 17일기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.1%	24.9%	0.0%

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

Compliance Notice

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