

## 2. CJ제일제당 (097950) / BUY (유지) / TP 460,000원 (유지)

### 1Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

CJ제일제당의 1Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4조 4,100억원 (+14.1% YoY), 2,277억원 (+18.3% YoY)으로 추정한다. CJ대한통운을 제외한 영업실적은 각각 2조 6,449억원 (+10.2% YoY), 1,778억원 (+23.3% YoY)로 예상하며, 시장기대치에 부합할 것으로 판단한다. 전년동기 기저효과가 존재하나 생물자원을 제외한 전 사업부문의 개선이 전사 이익증가로 이어질 전망이다.

가공식품은 역기저효과에도 불구하고, 국내 HMR제품 중심의 시장지배력 강화와 해외 주력시장인 미국 및 베트남, 러시아 등 신시장 확대 예상되며, 추가적으로 전략성 판촉비용 효율화에 따른 수익개선이 더해질 전망이다. 최근 주요제품의 가격인상 효과는 물량저항 및 인상초기 프로모션을 고려할 때 2Q18 이후 영업실적에 반영될 것으로 판단한다 (국내 가공식품 매출액의 17% 비중에 대한 평균 7% 인상 가정 시 연간 매출증가 효과는 330억원으로 추정). 소재식품의 경우 원당 및 대두 투입원가 하락에 따른 spread 확대 구간으로, 마진 기저효과와 영업실적 내 투영이 예상된다.

바이오부문은 전분기 트립토판 판가상승 영향이 일부 지속되고, 핵산, Specialty 제품의 이익기여가 더해진 이익개선이 예상된다. 최근 판가 및 원가흐름이 유지된다면 1H18 견조한 영업실적이 유지될 가능성이 높다. 생물자원은 베트남 축산가격, 인도네시아 원가상승 등 시황악화 흐름은 일부 완화되었으나, 본격적인 영업실적 개선 기대는 2H18 이후로 예상한다.

### 1H18 이익개선, 리스크 해소시 낮아진 주가레벨에 대한 시장 관심도 증가 예상

전년동기 베이스효과와 수익개선 중심의 최근 사업전략, 환율강세 흐름을 감안할 경우 일회성 요인이 없다면 1H18은 견조한 이익증가세를 시현할 가능성이 높다. CJ대한통운 지분 추가인수, 대한통운-건설 합병 및 4Q17 일회성비용 등 연이은 리스크 출회에 따른 주가 반영이 아쉬운 상황이다. 다만 1H18 의미있는 이익개선과 CJ헬스케어 매각대금을 통한 재무구조 강화가 가시화된다면 불확실성 해소에 따라 현 주가수준을 매수기회로 활용하기 용이하다고 판단한다.

〈표1〉 CJ제일제당 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

	1Q18E	1Q17	YoY (% , %p)	1Q18C	diff (% , %p)
매출액	4,410.0	3,866.5	14.1	4,436.1	(0.6)
영업이익	2,277	1,925	18.3	2,435	(6.5)
영업이익률 %	5.2	5.0	0.2	5.5	(0.3)
세전이익	170.6	125.2	36.3	178.0	(4.1)
세전이익률 %	3.9	3.2	0.6	4.0	(0.1)

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 03월 30일 기준

<표2> CJ제일제당 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,410.0	4,385.8	4,721.1	4,552.0	16,477.2	18,068.9	19,571.3
식품	1,321.9	1,180.2	1,448.0	1,160.1	1,404.9	1,278.8	1,517.3	1,257.1	5,110.2	5,458.1	5,843.8
바이오	454.2	470.5	564.5	665.7	592.3	608.7	660.9	697.1	2,154.9	2,558.9	2,635.0
사료	500.4	544.6	526.8	534.6	520.4	571.8	553.1	561.3	2,106.4	2,206.7	2,427.4
제약	123.0	131.7	135.3	123.7	127.3	n/a	n/a	n/a	513.7	127.3	n/a
대한통운	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	1,898.0	2,049.4	2,116.7	2,166.6	7,110.4	8,230.6	9,218.3
adj.	(127.9)	(125.9)	(137.2)	(127.4)	(132.9)	(123.0)	(127.0)	(130.0)	(518.4)	(512.8)	(553.1)
YoY %	9.4	8.3	19.9	14.7	14.1	12.2	7.0	6.1	13.1	9.7	8.3
식품	14.0	7.0	16.4	5.0	6.3	8.4	4.8	8.4	10.8	6.8	7.1
바이오	6.1	3.2	23.8	44.2	30.4	29.4	17.1	4.7	19.6	18.7	3.0
사료	2.3	4.4	10.1	2.1	4.0	5.0	5.0	5.0	4.6	4.8	10.0
제약	4.5	4.9	4.2	(12.4)	3.5	n/a	n/a	n/a	(0.1)	(75.2)	n/a
대한통운	10.4	12.8	25.7	18.5	19.0	20.0	13.0	12.0	16.9	15.8	12.0
연결영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	227.7	201.2	265.6	179.1	776.6	873.6	965.0
식품	87.2	54.7	149.3	6.2	109.0	93.6	150.7	48.4	297.4	401.8	425.7
바이오	37.6	32.4	42.5	67.9	48.3	44.0	42.6	50.4	180.4	185.3	186.7
사료	1.3	(0.9)	(1.2)	(2.1)	(0.5)	0.0	3.9	6.7	(2.9)	10.1	45.5
제약	18.1	17.9	19.6	25.8	21.0	n/a	n/a	n/a	81.4	21.0	n/a
대한통운	51.1	61.9	62.6	60.0	53.1	65.6	72.0	75.8	235.7	266.5	320.4
adj.	(2.9)	(1.6)	(3.5)	(7.4)	(3.2)	(2.0)	(3.6)	(2.3)	(15.4)	(11.0)	(13.4)
YoY %	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.2)	18.3	22.4	(1.4)	19.1	(7.9)	12.5	10.5
식품	(26.2)	(35.2)	30.6	(82.3)	25.0	71.1	1.0	681.2	(15.5)	35.1	6.0
바이오	19.7	8.7	6.8	65.6	28.5	35.7	0.2	(25.8)	27.0	2.7	0.8
사료	(91.4)	적전	적전	적전	적전	(100.0)	흑전	흑전	적전	흑전	351.2
제약	(1.6)	4.7	41.0	39.5	16.1	n/a	n/a	n/a	19.9	(74.2)	n/a
대한통운	(3.9)	3.7	3.8	8.7	3.9	6.0	14.9	26.3	3.2	13.1	20.2
OPM %	5.0	4.2	6.1	3.5	5.2	4.6	5.6	3.9	4.7	4.8	4.9
식품	6.6	4.6	10.3	0.5	7.8	7.3	9.9	3.9	5.8	7.4	7.3
바이오	8.3	6.9	7.5	10.2	8.2	7.2	6.4	7.2	8.4	7.2	7.1
사료	0.3	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.7	1.2	(0.1)	0.5	1.9
제약	14.7	13.6	14.5	20.9	16.5	n/a	n/a	n/a	15.8	16.5	n/a
대한통운	3.2	3.6	3.3	3.1	2.8	3.2	3.4	3.5	3.3	3.2	3.5

자료: CJ제일제당, 하이투자증권

주: CJ헬스케어 (제약)은 매각에 따라 2Q18 이후 영업실적에서 제외함

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,963	4,376	5,219	5,310	매출액	16,477	18,069	19,571	20,983
현금 및 현금성자산	591	170	877	770	증가율(%)	13.1	9.7	8.3	7.2
단기금융자산	245	122	245	489	매출원가	12,922	14,246	15,446	16,549
매출채권	2,445	2,349	2,349	2,308	매출총이익	3,555	3,823	4,125	4,434
채고자산	1,304	1,355	1,370	1,364	판매비와관리비	2,778	2,949	3,160	3,376
비유동자산	11,905	11,860	11,069	11,082	연구개발비	43	47	51	55
유형자산	8,179	8,545	7,740	7,739	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,758	2,334	2,334	2,334	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,868	16,236	16,288	16,392	영업이익	777	874	965	1,059
유동부채	5,497	5,507	5,687	5,852	증가율(%)	-7.9	12.5	10.5	9.7
매입채무	1,292	907	816	650	영업이익률(%)	4.7	4.8	4.9	5.0
단기차입금	1,914	1,600	1,600	1,600	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	915	900	900	900	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	5,227	4,665	4,565	4,465	지분법이익(손실)	-5	-	-	-
사채	3,312	2,699	2,599	2,499	기타영업외손익	-254	-178	-197	-196
장기차입금	950	1,000	1,000	1,000	세전계속사업이익	584	621	693	788
부채총계	10,724	10,171	10,251	10,317	법인세비용	172	196	208	236
지배주주지분	3,375	3,183	3,058	2,986	세전계속이익률(%)	3.5	3.4	3.5	3.8
자본금	73	82	82	82	당기순이익	413	425	485	552
자본잉여금	930	930	930	930	순이익률(%)	2.5	2.4	2.5	2.6
이익잉여금	2,903	3,167	3,507	3,900	지배주주귀속 순이익	370	312	388	441
기타자본항목	-321	-321	-321	-321	기타포괄이익	-465	-465	-465	-465
비지배주주지분	2,769	2,882	2,979	3,090	총포괄이익	-52	-40	20	87
자본총계	6,144	6,065	6,037	6,076	지배주주귀속총포괄이익	-52	-40	20	87

  

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,181	870	1,400	1,451	주당지표(원)				
당기순이익	413	425	485	552	EPS	28,111	21,021	25,791	29,325
유형자산감가상각비	-	463	477	491	BPS	256,127	211,431	203,125	198,352
무형자산상각비	99	95	95	95	CFPS	35,599	58,647	63,774	68,258
지분법관련손실(이익)	-5	-	-	-	DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-1,464	-635	-1,074	-1,166	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,450	-680	-450	-420	PER	13.0	15.2	12.4	10.9
무형자산의 처분(취득)	-87	424	-	-	PBR	1.4	1.5	1.6	1.6
금융상품의 증감	164	122	-122	-245	PCR	10.3	5.5	5.0	4.7
재무활동 현금흐름	265	-618	-342	-342	EV/EBITDA	12.9	7.6	6.5	5.9
단기금융부채의증감	-	500	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	830	-613	-100	-100	ROE	10.9	9.5	12.4	14.6
자본의증감	-	9	-	-	EBITDA이익률	5.3	7.9	7.9	7.8
배당금지급	-50	-43	-48	-48	부채비율	174.6	167.7	169.8	169.8
현금및현금성자산의증감	-54	-421	707	-107	순부채비율	101.8	97.4	82.5	78.0
기초현금및현금성자산	644	591	170	877	매출채권회전율(x)	7.1	7.5	8.3	9.0
기말현금및현금성자산	591	170	877	770	재고자산회전율(x)	12.8	13.6	14.4	15.4

자료 : CJ제일제당, 하이투자증권 리서치센터