

CJ제일제당 (097950)

편안한 이익개선 사이클을 즐기자

■ 편안한 이익개선 사이클의 지속

2H18 CJ제일제당의 부문별 이익개선은 견조한 수준을 지속할 전망이다. 가공식품은 HMR 중심의 시장지배력 강화 흐름이 지속되고 있으며, 해외부문은 주력시장인 미국의 고성장 및 신시장 저변확대 기조가 유지될 전망이다. 최근 주요제품 가격인상 진행에 따라 물량저항 및 인상초기 프로모션을 고려하더라도 2H18 이후 영업실적에 긍정적으로 반영될 가능성이 높다 (국내 가공 매출비중 17%에 대한 평균 7% 인상 가정시 연간 매출증가분 330억원 추정). 추가적으로 4Q18 일회성비용에 대한 불확실성은 비용의 연간배분 및 집행으로 가시성을 높였다는 측면에서 긍정적이다. 소재식품은 원당 투입원가 하락에 따른 spread 확대, 상대적으로 저수익부문인 트레이딩 디마케팅으로 높은 마진개선을 시현하고 있다. 추가적으로 연초대비 상승추세를 보이고 있는 소맥 선물가격에 대한 판가전이가 가능할 경우 소재식품의 마진 추가개선 또한 기대할 수 있다.

최근 바이오부문 내 트립토판 판가조정이 지속되고 있으나, 일부 래깅효과 및 SELECTA 정상화를 감안시 바이오부문 전체 이익레벨은 견조하게 유지될 전망이다. 생물자원은 해외 상황악화 흐름은 전분기대비 일부 완화되었으나, 본격적인 영업실적 개선은 2H18 이후로 예상한다.

■ 투자의견 BUY, 목표주가 460,000원 유지

2Q18부터 CJ헬스케어의 영업실적이 제외되더라도 전년동기 베이스효과와 수익개선 중심의 최근 사업전략, 환율강세 흐름을 감안할 경우 이익증가세는 견조한 흐름을 시현할 가능성이 높다. Ajinomoto의 글로벌 라이선 capa 정리에 대해서도 2012년 이후 지속되었던 공급과잉이 일부 해소될 수 있다는 측면에서 긍정적인 평가가 가능하다. 여기에 향후 CJ헬스케어 매각대금을 통한 재무구조 강화가 가시화된다면 낮아진 주가레벨에 대한 시장 관심도가 지속적으로 증가할 것으로 판단한다.

음식료·담배 이경신
(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	460,000원
종가(2018/06/01)	355,500원

Stock Indicator

자본금	72십억원
발행주식수	3,953만주
시가총액	5,466십억원
외국인지분율	20.8%
배당금(2017)	3,000원
EPS(2018E)	25,726원
BPS(2018E)	216,065원
ROE(2018E)	11.5%
52주 주가	319,500~416,000원
60일평균거래량	53,541주
60일평균거래대금	17.9십억원

Price Trend



〈표1〉 CJ제일제당 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,308.7	4,718.2	4,507.6	32,954.3	17,883.2	19,356.2
식품	1,320.3	1,176.4	1,439.5	1,154.6	1,316.2	1,233.3	1,513.6	1,215.4	10,201.0	5,278.6	5,644.8
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	602.4	660.1	692.7	4,322.8	2,547.2	2,568.2
사료	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	546.6	554.8	562.9	4,219.2	2,153.7	2,369.1
제약	123.0	131.7	135.3	123.7	114.6	n/a	n/a	n/a	1,027.4	114.6	n/a
대한통운	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	2,001.5	2,049.4	2,116.7	2,166.6	14,220.8	8,334.1	9,334.2
adj.	(127.9)	(125.9)	(137.2)	(127.4)	(165.1)	(123.0)	(127.0)	(130.0)	(1,036.8)	(545.0)	(560.1)
YoY %	9.4	8.3	19.9	14.7	12.5	10.2	7.0	5.0	126.3	(45.7)	8.2
식품	13.8	6.6	15.7	4.5	(0.3)	4.8	5.1	5.3	121.2	(48.3)	6.9
바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	30.3	27.5	15.5	3.4	139.9	(41.1)	0.8
사료	2.6	4.8	10.4	2.4	(2.5)	0.0	5.0	5.0	109.6	(49.0)	10.0
제약	4.5	4.9	4.2	(12.4)	(6.8)	n/a	n/a	n/a	99.8	(88.8)	n/a
대한통운	10.4	12.8	25.7	18.5	25.5	20.0	13.0	12.0	133.8	(41.4)	12.0
연결영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	188.0	270.1	163.5	1,553.2	831.9	915.4
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	89.7	158.0	50.6	660.1	415.1	397.9
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	49.9	49.5	53.7	317.0	201.5	209.9
사료	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	(4.4)	(1.7)	(4.5)	(27.3)	(17.0)	9.2
제약	18.1	17.9	19.6	25.8	12.0	n/a	n/a	n/a	162.8	12.0	n/a
대한통운	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	57.4	69.9	69.3	471.3	241.9	324.4
adj.	(2.9)	(1.6)	(3.5)	(7.4)	(5.8)	(4.6)	(5.6)	(5.5)	(30.8)	(21.5)	(26.0)
YoY %	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.2)	9.2	14.4	0.3	8.7	84.1	(46.4)	10.0
식품	(15.7)	(18.8)	45.7	(19.9)	17.3	31.0	(5.1)	80.0	87.6	(37.1)	(4.2)
바이오	(4.8)	(19.5)	(23.4)	27.3	61.9	107.8	62.4	2.8	123.2	(36.4)	4.2
사료	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	적지	흑전
제약	(1.6)	4.7	41.0	39.5	(33.7)	n/a	n/a	n/a	139.8	(92.6)	n/a
대한통운	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(7.2)	11.5	15.5	106.3	(48.7)	34.1
OPM %	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8	4.4	5.7	3.6	4.7	4.7	4.7
식품	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	7.3	10.4	4.2	6.5	7.9	7.0
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	8.3	7.5	7.7	7.3	7.9	8.2
사료	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	(0.8)	(0.3)	(0.8)	(0.6)	(0.8)	0.4
제약	14.7	13.6	14.5	20.9	10.5	n/a	n/a	n/a	15.8	10.5	n/a
대한통운	3.2	3.6	3.3	3.1	2.3	2.8	3.3	3.2	3.3	2.9	3.5

자료: CJ제일제당, 하이투자증권

주: CJ헬스케어 (제약)은 4월18일 부로 제외됨에 따라 2Q18부터 영업실적 반영 제외

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,963	6,421	6,296	6,371	매출액	16,477	17,883	19,356	20,751
현금 및 현금성자산	591	2,977	2,778	2,710	증가율(%)	13.1	8.5	8.2	7.2
단기금융자산	245	122	245	489	매출원가	12,922	14,231	15,442	16,554
매출채권	2,445	2,325	2,323	2,283	매출총이익	3,555	3,652	3,914	4,197
재고자산	1,304	618	572	510	판매비와관리비	2,778	2,820	2,999	3,192
비유동자산	11,905	10,359	10,503	10,496	연구개발비	43	47	51	54
유형자산	8,179	6,620	6,749	6,729	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,758	2,758	2,758	2,758	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,868	16,780	16,799	16,867	영업이익	777	832	915	1,005
유동부채	5,497	5,504	5,686	5,853	증가율(%)	-7.9	7.1	10.0	9.8
매입채무	1,292	905	815	651	영업이익률(%)	4.7	4.7	4.7	4.8
단기차입금	1,914	1,600	1,600	1,600	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	915	900	900	900	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	5,227	5,177	5,077	4,977	지분법이익(손실)	-5	-	-	-
사채	3,312	3,212	3,112	3,012	기타영업외손익	-254	-219	-197	-196
장기차입금	950	1,000	1,000	1,000	세전계속사업이익	584	658	644	735
부채총계	10,724	10,682	10,763	10,830	법인세비용	172	199	193	220
지배주주지분	3,375	3,252	3,106	3,004	세전계속이익률(%)	3.5	3.7	3.3	3.5
자본금	73	82	82	82	당기순이익	413	459	451	514
자본잉여금	930	930	930	930	순이익률(%)	2.5	2.6	2.3	2.5
이익잉여금	2,903	3,237	3,555	3,918	지배주주귀속 순이익	370	381	366	412
기타자본항목	-321	-321	-321	-321	기타포괄이익	-465	-465	-465	-465
비지배주주지분	2,769	2,846	2,930	3,033	총포괄이익	-52	-7	-15	49
자본총계	6,144	6,098	6,036	6,037	지배주주귀속총포괄이익	-52	-7	-15	49

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,181	2,398	1,412	1,551	주당지표(원)				
당기순이익	413	459	451	514	EPS	28,111	25,726	24,335	27,339
유형자산감가상각비	-	481	496	511	BPS	256,127	216,065	206,302	199,544
무형자산상각비	99	99	99	99	CFPS	35,599	64,842	63,823	67,815
지분법관련손실(이익)	-5	-	-	-	DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-1,464	-1,059	-1,074	-1,166	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,450	-680	-450	-420	PER	13.0	13.6	14.4	12.8
무형자산의 처분(취득)	-87	-	-	-	PBR	1.4	1.6	1.7	1.8
금융상품의 증감	164	122	-122	-245	PCR	10.3	5.4	5.5	5.2
재무활동 현금흐름	265	-105	-342	-342	EV/EBITDA	12.9	6.4	6.0	5.4
단기금융부채의증감	-	500	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	830	-100	-100	-100	ROE	10.9	11.5	11.5	13.5
자본의증감	-	9	-	-	EBITDA이익률	5.3	7.9	7.8	7.8
배당금지급	-50	-43	-48	-48	부채비율	174.6	175.2	178.3	179.4
현금및현금성자산의증감	-54	2,386	-199	-67	순부채비율	101.8	59.2	59.5	54.9
기초현금및현금성자산	644	591	2,977	2,778	매출채권회전율(x)	7.1	7.5	8.3	9.0
기말현금및현금성자산	591	2,977	2,778	2,710	재고자산회전율(x)	12.8	18.6	32.5	38.4

자료: CJ제일제당, 하이투자증권 리서치센터