

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

2Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

CJ제일제당의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4조 3,087억원 (+10.2% YoY), 1,829억원 (+11.2% YoY)으로 추정한다. CJ대한통운을 제외한 영업실적은 각각 1조 7,592억원 (+3.5% YoY), 1,338억원 (+28.6% YoY)로 예상하며, 전 사업 부문의 개선이 전사 이익증가로 이어짐에 따라 시장기대치에 부합할 것으로 판단한다.

가공식품은 HMR 중심의 시장지배력 강화 흐름이 지속되고 있으며, 해외부문은 주력시장인 미국의 고성장 및 신시장 저변확대 기조가 유지될 전망이다. 최근 주요 제품 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).

소재식품의 경우 원당 투입원가 하락에 따른 spread 확대, 상대적으로 저수익부문인 트레이딩 디마케팅으로 높은 마진개선을 시현하고 있다. 추가적으로 연초대비 상승추세를 보이고 있는 소맥 선물가격에 대한 평가 이전시 소재식품의 마진 추가 개선 또한 기대 가능하다.

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

이익개선 흐름, 낮아진 주가레벨에 대한 시장 관심 증가 예상

2Q18부터 CJ헬스케어의 영업실적이 제외되나, 전년동기 베이스효과와 수익개선 중심의 최근 사업전략, 환율흐름을 감안할 경우 이익증가세는 견조할 가능성이 높다. 여기에 향후 CJ헬스케어 매각대금을 통한 재무구조 강화 및 추가 성장동력에 대한 인수합병이 가시화될 경우 낮아진 주가레벨에 대한 시장 관심도가 지속적으로 증가할 것으로 판단한다.

〈표1〉 CJ제일제당 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	2Q18C	(단위: 십억원) diff (% , %p)
매출액	4,308.7	3,908.9	10.2	4,303.6	0.1
영업이익	182.9	164.4	11.2	187.7	(2.6)
영업이익률 %	4.2	4.2	0.0	4.4	(0.1)
세전이익	227.9	70.2	224.6	883.7	(74.2)
세전이익률 %	5.3	1.8	3.5	20.5	(15.2)

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 07월 03일 기준

〈표2〉 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	16,477.2	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	5,090.8	5,278.6	5,644.8
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	602.4	660.1	692.7	2,167.9	2,547.2	2,568.2
사료	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	546.6	554.8	562.9	2,112.8	2,153.7	2,369.1
제약	123.0	131.7	135.3	123.7	114.6	n/a	n/a	n/a	513.7	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	7,110.4	8,334.1	9,334.2
adj.	(127.9)	(125.9)	(137.2)	(127.4)	(165.1)	(123.0)	(127.0)	(130.0)	(518.4)	(545.0)	(560.1)
YoY %	9.4	8.3	19.9	14.7	12.5	10.2	7.0	5.0	13.1	8.5	8.2
식품	13.8	6.6	15.7	4.5	(0.3)	4.8	5.1	5.3	10.4	3.7	6.9
바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	30.3	27.5	15.5	3.4	20.3	17.5	0.8
사료	2.6	4.8	10.4	2.4	(2.5)	0.0	5.0	5.0	5.0	1.9	10.0
제약	4.5	4.9	4.2	(12.4)	(6.8)	n/a	n/a	n/a	(0.1)	(77.7)	n/a
대한통운	10.4	12.8	25.7	18.5	25.5	20.0	13.0	12.0	16.9	17.2	12.0
연결영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	182.9	259.2	157.7	776.6	810.0	900.2
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	88.3	158.0	48.4	362.7	411.5	395.1
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	49.9	44.5	47.2	136.6	189.9	200.6
사료	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	(4.4)	(1.7)	(1.7)	(24.4)	(14.2)	6.1
제약	18.1	17.9	19.6	25.8	12.0	n/a	n/a	n/a	81.4	12.0	n/a
대한통운	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	53.3	63.5	69.3	235.7	231.4	324.4
adj.	(2.9)	(1.6)	(3.5)	(7.4)	(5.8)	(4.3)	(5.1)	(5.5)	(15.4)	(20.6)	(26.0)
YoY %	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.2)	9.2	11.2	(3.7)	4.9	(7.9)	4.3	11.1
식품	(15.7)	(18.8)	45.7	(19.9)	17.3	28.9	(5.1)	72.4	3.1	13.5	(4.0)
바이오	(4.8)	(19.5)	(23.4)	27.3	61.9	107.8	45.9	(9.6)	(3.8)	39.0	5.6
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	19.9	(85.3)	n/a
대한통운	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(13.9)	1.4	15.5	3.2	(1.8)	40.2
OPM %	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8	4.2	5.5	3.5	4.7	4.5	4.7
식품	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	7.2	10.4	4.0	7.1	7.8	7.0
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	8.3	6.7	6.8	6.3	7.5	7.8
사료	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	(0.8)	(0.3)	(0.3)	(1.2)	(0.7)	0.3
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	2.6	3.0	3.2	3.3	2.8	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	6,405	6,259	6,309	매출액	16,477	17,883	19,356	20,751
현금 및 현금성자산	591	2,253	1,975	1,828	증가율(%)	13.1	8.5	8.2	7.2
단기금융자산	245	122	245	489	매출원가	12,922	14,229	15,442	16,554
매출채권	2,445	2,325	2,323	2,283	매출총이익	3,555	3,654	3,914	4,197
재고자산	1,304	1,325	1,338	1,330	판매비와관리비	2,778	2,844	3,014	3,211
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	16,764	16,762	16,806	영업이익	777	810	900	986
유동부채	5,497	5,504	5,686	5,853	증가율(%)	-7.9	4.3	11.1	9.5
매입채무	1,292	905	815	651	영업이익률(%)	4.7	4.5	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	-4	-	-
사채	3,312	3,212	3,112	3,012	기타영업외손익	-254	-199	-212	-211
장기차입금	950	1,000	1,000	1,000	세전계속사업이익	584	636	613	700
부채총계	10,724	10,681	10,763	10,830	법인세비용	172	193	184	210
지배주주지분	3,375	3,240	3,075	2,954	세전계속이익률(%)	3.5	3.6	3.2	3.4
자본금	73	82	82	82	당기순이익	413	443	429	490
자본잉여금	930	930	930	930	순이익률(%)	2.5	2.5	2.2	2.4
이익잉여금	2,903	3,224	3,525	3,869	지배주주귀속 순이익	370	369	348	392
기타자본항목	-321	-321	-321	-321	기타포괄이익	-465	-465	-465	-465
비지배주주지분	2,769	2,843	2,923	3,021	총포괄이익	-52	-22	-36	25
자본총계	6,144	6,083	5,999	5,975	지배주주귀속총포괄이익	-52	-22	-36	25

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,181	967	1,274	1,416	주당지표(원)				
당기순이익	413	443	429	490	EPS	28,111	24,900	23,150	26,035
유형자산감가상각비	-	481	496	511	BPS	256,127	215,251	204,304	196,242
무형자산상각비	99	99	99	99	CFPS	35,599	64,016	62,639	66,511
지분법관련손실(이익)	-5	-4	-	-	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	14.0	15.0	13.3
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	7.0	6.6	6.0
단기금융부채의증감	-	500	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	830	-100	-100	-100	ROE	10.9	11.2	11.0	13.0
자본의증감	-	9	-	-	EBITDA이익률	5.3	7.8	7.7	7.7
배당금지급	-50	-43	-48	-48	부채비율	174.6	175.6	179.4	181.2
현금및현금성자산의증감	-54	1,663	-278	-147	순부채비율	101.8	71.3	73.2	70.2
기초현금및현금성자산	644	591	2,253	1,975	매출채권회전율(x)	7.1	7.5	8.3	9.0
기말현금및현금성자산	591	2,253	1,975	1,828	재고자산회전율(x)	12.8	13.6	14.5	15.6

자료 : CJ제일제당, 하이투자증권 리서치센터