

2018/08/09

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

# CJ제일제당(097950)

## 우호적인 외부환경 및 성장동력 구축에 대한 기대

Buy(Maintain)

### ■ 시장기대치에 부합하는 영업실적 시현

CJ제일제당의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4조 4,537억원 (+13.9% YoY), 1,846억원 (+12.3% YoY), CJ대한통운 제외시 각각 2조 3,675억원 (+1.7% YoY), 1,312억원 (+26.0% YoY)으로, 헬스케어 제외에도 바이오 및 생물자원 이익개선으로 시장기대치에 부합하는 영업실적을 기록했다.

가공식품의 견조한 외형성장이 지속되고 있다. 회계기준 변경을 감안할 때 국내외 매출성장률은 각각 9.5%, 25.0% YoY으로, 1Q18 국내 주요 가공식품 가격인상 및 미국 프로모션 집행에 따른 가수요효과에도 불구하고, 견조한 성장세가 지속되고 있다. 다만 일부 원재료 가격인상의 영향이 원가상승으로 이어지면서 외형 고성장에 불구, 이익개선은 제한적인 수준에 그쳤다. 2Q18 인상초기 프로모션 및 유통채널별 가격적용을 감안하더라도 원가상승 이슈는 일부 마진하락을 이끌어낼 가능성이 높다. 소재식품은 원당 투입원가 하락에 따른 spread 확대, 트레이딩 디마케팅으로 제분 spread 축소를 상쇄, 마진개선을 시현했다. 향후 경쟁강도 완화 및 가격전가에 대한 확인이 필요하나, 전년동기대비 마진 개선에 대한 하반기 지속가능성은 높다는 판단이다.

바이오부문은 아미노산의 QoQ 판가하락 반영, SELECTA 영업실적 일부의 3Q18 이연으로 전분기대비 영업이익은 감소했으나, 전년동기 베이스효과로 +87.1% YoY의 이익개선을 시현했다. 최근 하향조정폭이 가장 높았던 트립토판 판가의 완만한 조정구간 진입 및 SELECTA 정상화, 아미노산간 전환생산에 따른 상대 저수익의 아미노산 비용부담 완화 등을 고려시 2H18 바이오 이익레벨은 견조하게 유지될 것으로 판단한다. 생물자원은 베트남, 인도네시아 상황개선으로 흑자전환 (177억원)을 기록했으며, 최근 해외 축산가격을 감안할 때 영업이익의 (+)흐름은 지속될 전망이다.

### ■ 우호적인 외부환경 및 성장동력 구축에 대한 기대

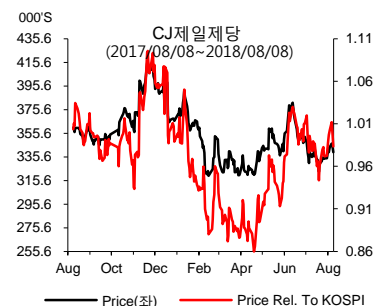
CJ헬스케어 제외에도 베이스효과 및 적자사업부 턴어라운드 등을 감안시 하반기 이익증가세는 견조할 전망이다. 원가안정, 가격인상, 바이오 시장정리 등 우호적인 외부환경이 더해질 때 의미있는 이익증가 시현이 가능하다는 점에서 일부 불확실과 관련된 아쉬움은 존재하나, 영업실적 눈높이 조정 및 낮아진 주가레벨 측면에서 추가 리스크는 제한적이다. 향후 M&A를 통한 신성장동력 구축이 적정가격 선에서 구체화될 경우 프리미엄 확대 등이 고려되어 시장관심도 또한 증가할 것으로 판단한다.

목표주가(12M)	460,000원
종가(2018/08/08)	339,500원

### Stock Indicator

자본금	73십억원
발행주식수	1,638만주
시가총액	5,279십억원
외국인지분율	21.3%
배당금(2017)	3,000원
EPS(2018E)	65,564원
BPS(2018E)	255,304원
ROE(2018E)	26.9%
52주 주가	319,500~416,000원
60일평균거래량	39,893주
60일평균거래대금	14.0십억원

### Price Trend



&lt;표1&gt; CJ제일제당 2Q18 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

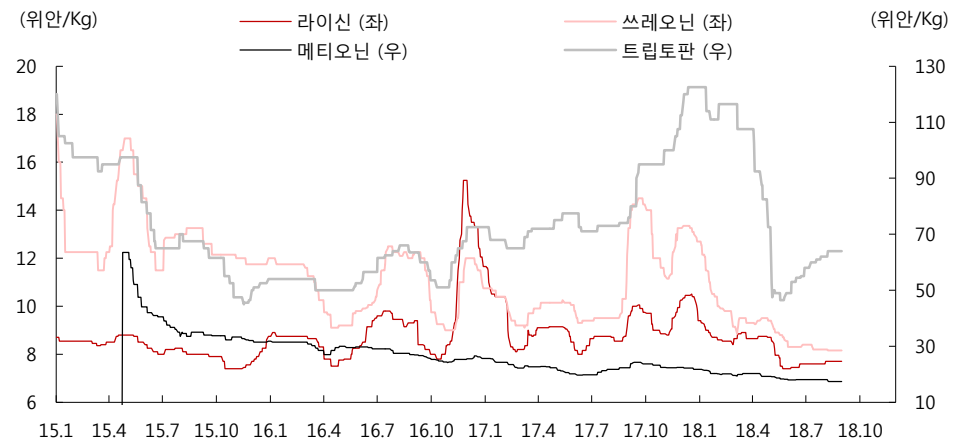
(단위: 십억원)

	2Q18P	2Q17	YoY %	하이추정치	diff (% , %p)	Consensus	diff (% , %p)
매출액	4,453.7	3,908.9	13.9	4,308.7	3.4	4,307.8	3.4
영업이익	184.6	164.4	12.3	182.9	1.0	183.1	0.8
영업이익률 %	4.1	4.2	(0.1)	4.2	(0.1)	4.3	(0.1)
세전이익	1,048.1	70.2	1,393.2	227.9	360.0	996.6	5.2
세전이익률 %	23.5	1.8	21.7	5.3	18.2	23.1	0.4

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2018년 08월 08일 기준

&lt;그림1&gt; 중국 아미노산 가격 추이



자료: Wind, 하이투자증권

&lt;표2&gt; 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	4,453.7	4,673.2	4,505.2	16,477.2	17,980.7	19,259.3
식품	1,320.3	1,176.4	1,439.5	1,154.6	1,316.2	1,229.2	1,436.6	1,187.4	5,090.8	5,169.4	5,591.8
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	614.1	662.0	675.4	2,167.9	2,543.5	2,491.1
사료	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	524.2	517.8	536.1	2,112.8	2,067.5	2,170.9
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	2,284.6	2,247.8	2,302.0	7,110.4	8,835.9	9,842.0
adj.	(127.9)	(125.9)	(137.2)	(127.4)	(165.1)	(198.4)	(191.1)	(195.7)	(518.4)	(750.2)	(836.6)
YoY %	9.4	8.3	19.9	14.7	12.5	13.9	6.0	5.0	13.1	9.1	7.1
식품	13.8	6.6	15.7	4.5	(0.3)	4.5	(0.2)	2.8	10.4	1.5	8.2
바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	30.3	30.0	15.9	0.8	20.3	17.3	(2.1)
사료	2.6	4.8	10.4	2.4	(2.5)	(4.1)	(2.0)	0.0	5.0	(2.1)	5.0
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	33.8	20.0	19.0	16.9	24.3	11.4
연결영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	184.6	256.4	171.7	776.6	823.0	947.7
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	68.6	127.5	43.4	362.7	356.3	366.2
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	44.9	51.4	49.8	136.6	194.5	207.1
사료	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	17.7	15.5	10.7	(24.4)	37.5	59.6
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	57.1	67.4	73.7	235.7	243.5	342.1
adj.	(2.9)	(1.6)	(3.5)	(7.4)	(5.8)	(3.7)	(5.4)	(5.9)	(15.4)	(20.7)	(27.4)
YoY %	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.2)	9.2	12.3	(4.8)	14.2	(7.9)	6.0	15.1
식품	(15.7)	(18.8)	45.7	(19.9)	17.3	0.1	(23.4)	54.5	3.1	(1.8)	2.8
바이오	(4.8)	(19.5)	(23.4)	27.3	61.9	87.1	68.4	(4.6)	(3.8)	42.4	6.5
사료	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	59.1
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)	(7.7)	7.7	22.7	3.2	3.3	40.5
OPM %	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8	4.1	5.5	3.8	4.7	4.6	4.9
식품	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	5.6	8.9	3.7	7.1	6.9	6.5
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	7.3	7.8	7.4	6.3	7.6	8.3
사료	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	3.4	3.0	2.0	(1.2)	1.8	2.7
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	2.5	3.0	3.2	3.3	2.8	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)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,963	7,038	6,872	6,934
현금 및 현금성자산	591	2,866	2,606	2,465
단기금융자산	245	122	245	489
매출채권	2,445	2,337	2,311	2,275
재고자산	1,304	1,333	1,331	1,326
비유동자산	11,905	10,359	10,503	10,496
유형자산	8,179	6,620	6,749	6,729
무형자산	2,758	2,758	2,758	2,758
자산총계	16,868	17,397	17,375	17,431
유동부채	5,497	5,519	5,665	5,832
매입채무	1,292	919	795	630
단기차입금	1,914	1,600	1,600	1,600
유동성장기부채	915	900	900	900
비유동부채	5,227	5,177	5,077	4,977
사채	3,312	3,212	3,112	3,012
장기차입금	950	1,000	1,000	1,000
부채총계	10,724	10,696	10,743	10,809
지배주주지분	3,375	3,843	3,691	3,580
자본금	73	82	82	82
자본잉여금	930	930	930	930
이익잉여금	2,903	3,827	4,140	4,494
기타자본항목	-321	-321	-321	-321
비지배주주지분	2,769	2,858	2,941	3,042
자본총계	6,144	6,701	6,632	6,621

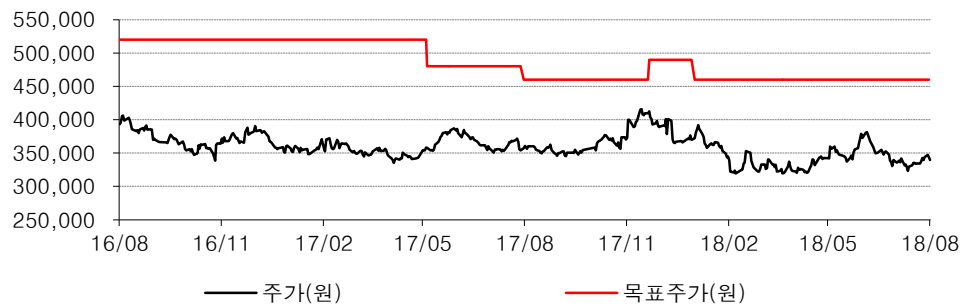
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	16,477	17,981	19,259	20,684
증가율(%)	13.1	9.1	7.1	7.4
매출원가	12,922	14,326	15,305	16,416
매출총이익	3,555	3,655	3,954	4,269
판매비와관리비	2,778	2,832	3,006	3,239
연구개발비	43	47	51	54
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	777	823	948	1,029
증가율(%)	-7.9	6.0	15.1	8.6
영업이익률(%)	4.7	4.6	4.9	5.0
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-5	-4	-	-
기타영업외손익	-254	620	-218	-217
세전계속사업이익	584	1,447	635	718
법인세비용	172	387	191	215
세전계속이익률(%)	3.5	8.1	3.3	3.5
당기순이익	413	1,061	445	502
순이익률(%)	2.5	5.9	2.3	2.4
지배주주귀속 순이익	370	972	361	402
기타포괄이익	-465	-465	-465	-465
총포괄이익	-52	596	-21	37
지배주주귀속총포괄이익	-52	596	-21	37

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,181	1,585	1,282	1,424
당기순이익	413	1,061	445	502
유형자산감가상각비	-	481	496	511
무형자산상각비	99	99	99	99
지분법관련손실(이익)	-5	-4	-	-
투자활동 현금흐름	-1,464	-1,059	-1,074	-1,166
유형자산의 처분(취득)	-1,450	-680	-450	-420
무형자산의 처분(취득)	-87	-	-	-
금융상품의 증감	164	122	-122	-245
재무활동 현금흐름	265	-105	-342	-342
단기금융부채의증감	-	500	-	-
장기금융부채의증감	830	-100	-100	-100
자본의증감	-	9	-	-
배당금지급	-50	-43	-48	-48
현금및현금성자산의증감	-54	2,275	-260	-142
기초현금및현금성자산	644	591	2,866	2,606
기말현금및현금성자산	591	2,866	2,606	2,465

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	28,111	65,564	23,991	26,699
BPS	256,127	255,304	245,198	237,800
CFPS	35,599	104,681	63,479	67,175
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation(배)				
PER	13.0	5.2	14.2	12.7
PBR	1.4	1.3	1.4	1.4
PCR	10.3	3.2	5.3	5.1
EV/EBITDA	12.9	6.4	5.9	5.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.9	26.9	9.6	11.1
EBITDA 이익률	5.3	7.8	8.0	7.9
부채비율	174.6	159.6	162.0	163.3
순부채비율	101.8	55.6	56.7	53.7
매출채권회전율(x)	7.1	7.5	8.3	9.0
재고자산회전율(x)	12.8	13.6	14.5	15.6

자료 : CJ 제일제당, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(CJ제일제당)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-05-12	Buy	480,000	6개월	-22.4%	-19.4%
2017-07-03	Buy	480,000	1년	-25.2%	-22.6%
2017-08-07	Buy	460,000	1년	-20.3%	-9.6%
2017-11-28	Buy	490,000	1년	-21.8%	-17.6%
2018-01-08	Buy	460,000	1년		

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-