

Company Update



양일우
Analyst
ilwoo.yang@samsung.com
02 2020 7820

하재성
Research Associate
jaeseong.ha@samsung.com
02 2020 7780

■ AT A GLANCE

SELL | HOLD | **BUY**

목표주가	400,000원 (32%)
현재주가	302,000원
Bloomberg code	097950 KS
시가총액	4.0조원
Shares (float)	14,406,330주 (56.2%)
52주 최저/최고	274,000원/374,500원
60일-평균거래대금	245,8억원
One-year performance	1M 6M 12M
CJ제일제당 (%)	-1.0 -14.5 -1.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	-4.1 -12.5 -11.3

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	400,000	400,000	0%
2012E EPS	25,915	28,794	-10%
2013E EPS	30,750	33,302	-7%
2014E EPS	37,109	n/a	n/a

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	16
Target price vs I/B/E/S mean	-2.4%
Estimates up/down (4 weeks)	0/1
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	9.5%
Estimates up/down (4 weeks)	2/1
I/B/E/S recommendation	BUY

CJ제일제당 (097950)

이익 결정 3변수의 턴어라운드

WHAT'S THE STORY?

Event: 라이신 판가 하락으로 인해 대한통운을 제외한 3분기 영업이익은 1,378억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다.

Impact: 2012년 실적은 가이던스인 영업이익 5,500억원을 11% 가량 하회할 것. 그러나, 1) 곡물가 반락, 2) 원화 절상, 3) 중국 돼지고기 가격 반등 등 긍정적인 매크로 변수들로 인해 2013년 실적 개선세 두드러질 전망이다.

Action: 주가는 부진한 실적 전망보다는 개선되는 매크로 변수를 반영할 가능성이 높음. BUY투자의견과 목표주가 400,000원 유지.

THE QUICK VIEW

라이신 가격 하락으로 부진한 3분기 실적 전망: 3분기 연결기준 매출, 영업이익 각각 1.9조원, 1,378억원 전망 (대한통운 제외). 부문별로 국내 영업이익 939억원 (전년대비 8% 증가), 해외 바이오 사업 영업이익 449억원 (전년대비 27% 감소)하며 해외 바이오 사업의 부진이 전체 실적 부진의 원인이 되었을 것으로 예상. 우리는 글로벌 라이신 판가가 7월 1,920달러 수준이었을 것으로 예상되는데, 이는 3분기 회사 가이던스이자 6월 가격이었던 2,100달러 대비 8.6% 하락한 수준. 가격의 급락은 중국에서 라이신 설비 10만톤을 증설한 CJ제일제당과 GBT의 중국 내 가격 경쟁이 글로벌 가격에 영향을 미쳤기 때문. 반면, 국내 식품 부문은 양호하였을 것으로 예상이 되는데, 가공식품 부문은 추석선물세트가 전년대비 20% 성장한 1,200억원 판매하는 등 두 자리 수 매출 성장을 보인 것으로 파악되고, 소제식품 부문 역시, 낮은 가격에 매입한 곡물이 투입되며, 소제부문 매출이익률도 21.3%로 전년대비 4.5%pts 가량 상승하였을 것으로 예상.

매크로 변수들의 반전: 동사 주가에 가장 큰 영향을 미치는 환율, 곡물가, 중국 돼지고기 가격이 모두 우호적인 방향으로 전개 중. QE3와 같은 유동성 공급은 환율 하락보다 곡물가 상승에 탄력적인 영향을 미쳐 환율 하락으로 인한 긍정적 영향이 상쇄될 수 있으나, 1) 그 동안 곡물가가 지나치게 상승했고, 2) 남미 지역의 작황 개선 가능성 등 수급 개선의 조짐이 있어, 곡물가 상승 압력은 제한적. 또한, 중국의 돼지고기 가격은 고점에서 30% 하락한 후 6주 연속 반등하고 있어 바닥을 확인한 것으로 추정됨.

주가는 실적보다センチメント와 장래성을 평가할 것: 우리는 4분기 실적 개선세도 강하지는 않을 것으로 예상하는데, 국내 추석선물 세트 반품 비용 등이 4분기로 이연될 가능성이 높고, 곡물 가격이 8월부터 상승했던 만큼 이로 인한 영향이 시작될 것으로 전망되기 때문. 그러나, 주가는 부진한 실적보다 향후 성장성을 반영하며 견조한 흐름을 보일 것으로 예상되는데, 1) 최소한 부진한 3분기 실적은 주가에 상당부분 반영이 되었을 가능성이 높고, 2) 주요 매크로 변수들이 우호적이어서, 2013년 실적의 양호한 개선이 예상되며, 3) 견조한 가공식품의 성장세가 추가적인 하락 리스크를 방어해줄 것으로 예상되기 때문. 예보닉(독일)의 라이신 증설은 회사의 가이던스에 포함되어 있어 4분기 이후 가격 급락으로 연결되지는 않을 것으로 예상. BUY투자의견과 목표주가 400,000원 유지.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	6,538	10,001	11,207	11,882
순이익 (십억원)	314	364	476	570
EPS (adj) (원)	19,100	25,915	30,750	37,109
EPS (adj) growth (%)	(11.5)	35.7	18.7	20.7
EBITDA margin (%)	9.6	8.9	9.5	9.8
ROE (%)	6.5	6.8	7.4	8.1
P/E (adj) (배)	15.8	11.7	9.8	8.1
P/B (배)	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	12.7	9.1	7.7	6.8
Dividend yield (%)	0.6	1.3	1.5	1.5

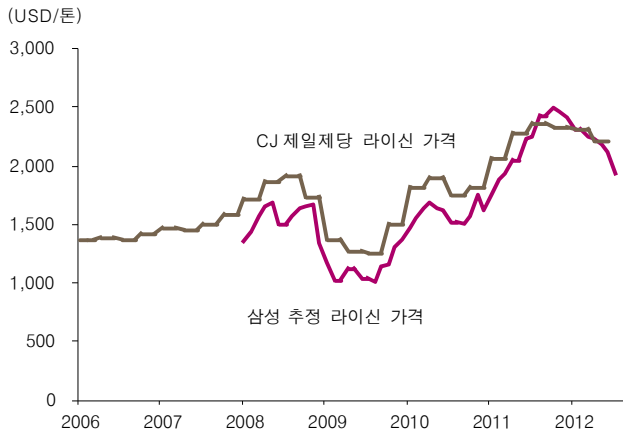
자료: 삼성증권 추정

표 1. 분기별 이익 추정

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q12	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E
매출	1,626.1	1,570.7	1,751.3	1,590.0	2,371.6	2,440.8	2,624.1	2,564.7	6,538.1	10,001.2
바이오부문	421.1	424.0	450.6	446.0	466.9	486.6	479.3	502.1	1,741.7	1,934.9
식품부문	933.7	875.2	1,007.8	831.1	956.7	929.9	1,086.0	951.4	3,647.8	3,924.0
사료부문	271.3	271.5	290.0	315.9	284.9	314.3	334.7	344.0	1,148.7	1,277.9
대한통운	659.3	584.7	628.0	686.0	661.2	713.4	724.0	767.3	2,558.0	2,865.9
매출증가율 (전년대비, %)	20.3	16.4	16.6	0.9	45.8	55.4	49.8	61.3	13.2	53.0
바이오부문	17.7	16.6	20.7	22.2	10.9	14.8	6.4	12.6	19.3	11.1
식품부문	20.4	20.8	17.0	0.0	2.5	6.2	7.8	14.5	14.3	7.6
사료부문	23.9	4.2	8.6	(16.7)	5.0	15.8	15.4	8.9	2.0	11.2
대한통운	16.4	(1.7)	(0.3)	(10.1)	0.3	22.0	15.3	11.9	0.1	12.0
매출총이익	441.2	400.3	486.8	437.9	548.7	541.1	611.8	566.5	1,766.1	2,268.1
바이오부문	169.1	165.6	174.0	150.4	185.9	169.4	153.1	161.8	659.1	670.2
식품부문	236.2	200.6	270.7	231.1	250.6	245.9	322.0	260.9	938.6	1,079.4
사료부문	36.0	34.1	44.0	54.4	47.6	55.2	58.6	61.7	168.5	223.1
대한통운	58.8	60.2	65.1	70.9	64.6	70.2	78.2	82.1	255.1	295.1
매출총이익률 (%)	27.1	25.5	27.8	27.5	23.1	22.2	23.3	22.1	27.0	22.7
바이오부문	40.2	39.0	38.6	33.7	39.8	34.8	31.9	32.2	37.8	34.6
식품부문	25.3	22.9	26.9	27.8	26.2	26.4	29.6	27.4	25.7	27.5
사료부문	13.3	12.6	15.2	17.2	16.7	17.6	17.5	17.9	14.7	17.5
대한통운	8.9	10.3	10.4	10.3	9.8	9.8	10.8	10.7	10.0	10.3
매출총이익 증가율 (전년대비, %)	1.4	(1.2)	4.4	1.3	24.4	35.2	25.7	29.4	1.6	28.4
바이오부문	5.7	2.5	23.6	8.3	9.9	2.3	(12.0)	7.6	9.6	1.7
식품부문	4.0	8.3	1.2	7.7	6.1	22.6	18.9	12.9	4.9	15.0
사료부문	(25.1)	(41.6)	(23.9)	(30.9)	32.2	61.9	33.2	13.4	(30.6)	32.4
대한통운	(10.9)	(12.6)	(3.6)	(15.0)	9.9	16.6	20.0	15.8	(10.8)	15.7
영업이익	108.3	99.5	165.8	80.5	169.0	147.3	180.4	150.5	454.1	647.2
영업이익률 (%)	6.7	6.3	9.5	5.1	7.1	6.0	6.9	5.9	6.9	6.5
영업이익 증가율 (전년대비, %)	(10.4)	(4.7)	5.9	13.2	56.0	48.0	8.9	87.0	0.3	42.5
세전이익	119.8	109.8	47.6	184.6	133.6	70.7	158.4	118.4	461.8	481.1
세전이익률 (%)	7.4	7.0	2.7	11.6	5.6	2.9	6.0	4.6	7.1	4.8
순이익	82.7	72.7	25.9	132.8	102.7	49.8	121.0	90.4	314.1	363.9
순이익률 (%)	5.1	4.6	1.5	8.4	4.3	2.0	4.6	3.5	4.8	3.6

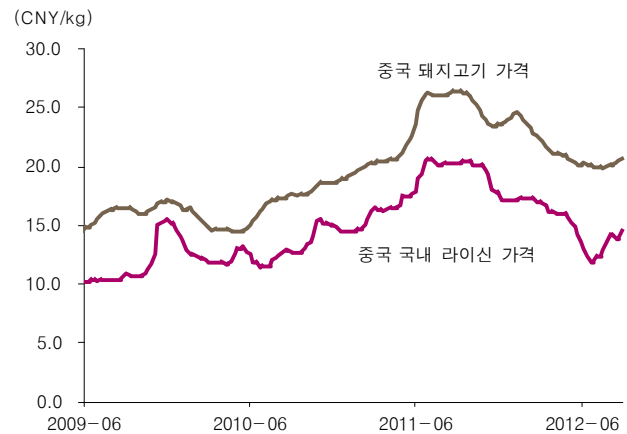
자료: CJ제일제당, 삼성증권 추정

그림 1. 글로벌 라이신 가격 (삼성증권 추정) vs CJ 제일제당 판가



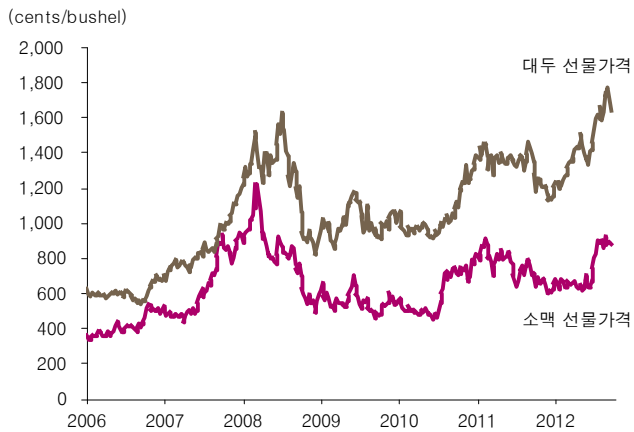
자료: CJ제일제당, 삼성증권 추정

그림 2. 중국돼지고기 가격 vs 중국 국내 라이신 가격



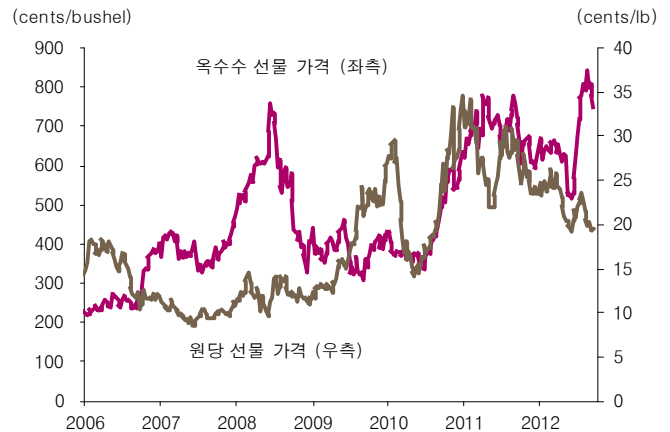
자료: 블룸버그

그림 3. 곡물가격 (소맥, 대두)



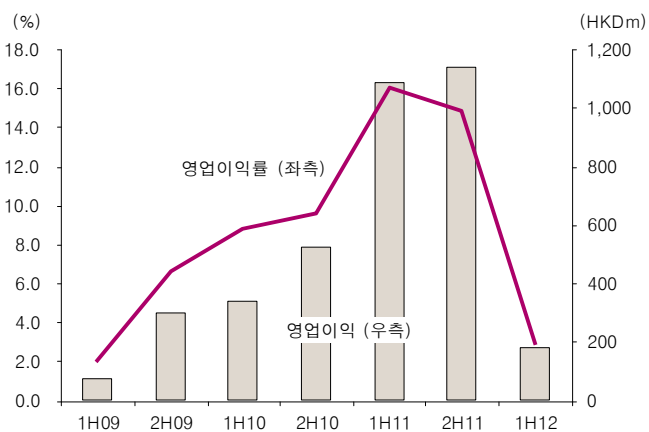
자료: 블룸버그

그림 4. 곡물가격 (원당, 옥수수)



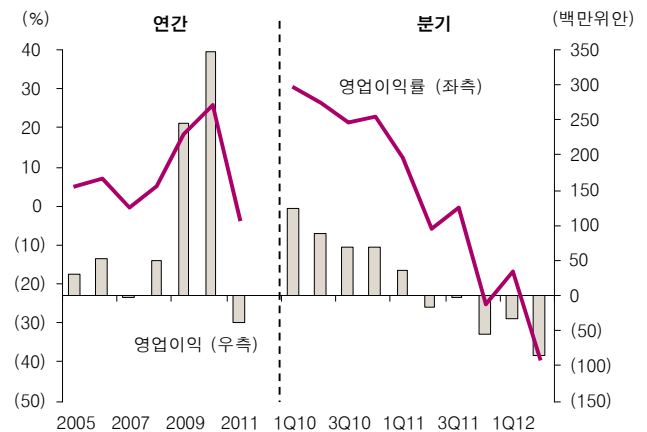
자료: 블룸버그

그림 5. GBT 실적



자료: GBT

그림 6. Star Lake 실적



자료: Star Lake

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	5,669	6,538	10,001	11,207	11,882
매출원가	4,035	4,772	7,733	8,674	9,153
매출총이익	1,634	1,766	2,268	2,533	2,729
판매 및 일반관리비	1,191	1,308	1,621	1,720	1,811
인건비	301	305	353	381	408
지급수수료	273	313	340	362	383
마케팅비용	148	177	211	223	237
기타	468	513	717	754	783
기타 영업비용	(1)	4	(1)	(1)	(1)
영업이익	443	454	647	813	919
영업외손익	461	7	(166)	(132)	(132)
이자손익	(54)	(63)	(133)	(137)	(140)
외화관련손익	41	(44)	(38)	0	0
지분법관련손익	2	0	0	0	0
기부금	(53)	0	0	0	0
기타	525	113	6	5	8
세전계속사업이익	905	461	481	681	786
(계속사업이익)법인세비용	199	147	117	205	216
계속사업이익	706	314	364	476	570
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세효과*	0	0	0	0	0
순이익	686	314	364	476	570
비지배지분 귀속 당기순이익	0	13	77	112	125
EBITDA	618	630	894	1,062	1,170
EPS (원)*	21,574	19,100	25,915	30,750	37,109

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	64	(288)	548	692	906
순이익	686	314	364	476	570
유·무형자산 상각비	176	181	253	249	251
퇴직급여	39	27	35	37	36
순외환관련손실 (이익)	(7)	0	33	0	0
지분법손실 (이익)	1	0	0	0	0
순운전자본감소 (증가)	(154)	(706)	(329)	(122)	116
기타	(677)	(104)	192	52	(68)
투자활동에서의 현금흐름	292	(1,420)	(734)	(619)	(608)
설비투자	(289)	(726)	(819)	(810)	(821)
투자자산의 (증가)감소	532	(29)	184	207	207
기타	49	(665)	(99)	(16)	6
재무활동에서의 현금흐름	(348)	1,878	45	(168)	(407)
단기차입금의 증가 (감소)	29	688	0	(189)	(170)
장기차입금 증가 (감소)	62	936	166	258	(46)
사채증가 (감소)	0	838	120	(80)	(80)
유동성장기부채의 증가 (감소)	(375)	(439)	(184)	(92)	(46)
배당금	0	0	(58)	(65)	(65)
자본금 증가 (감소)	(45)	(122)	0	0	0
기타	(19)	(23)	0	0	0
현금증감	46	172	(141)	(94)	(109)
기초현금	268	307	479	337	243
기말현금	314	479	337	243	134

참고: 2010년까지는 K-GAAP 연결기준, 2011년부터는 K-IFRS 연결기준

* 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨

자료: CJ제일제당, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	2,176	3,325	3,969	4,131	3,937
현금 및 현금성자산	314	479	337	243	134
단기예금	0	175	175	175	175
유가증권	245	23	95	85	47
매출채권	623	1,230	1,701	1,811	1,824
채고자산	795	1,086	1,318	1,467	1,483
기타	199	332	343	350	275
비유동자산	3,948	8,014	8,450	9,000	9,251
투자자산	731	1,594	1,550	1,507	1,082
유형자산	3,130	5,020	5,499	6,092	6,768
무형자산	87	1,401	1,401	1,401	1,401
기타	6	7	7	7	7
자산총계	6,124	11,340	12,419	13,131	13,188
유동부채	2,368	3,780	3,971	3,837	3,706
매입채무	244	467	567	703	831
단기차입금	1,058	1,893	1,893	1,703	1,533
유동성장기부채	268	368	184	92	46
기타	798	1,053	1,328	1,339	1,296
비유동부채	876	2,863	3,335	3,680	3,277
사채	250	915	1,035	955	875
장기차입금	203	1,174	1,340	1,598	1,552
기타	423	774	960	1,126	849
부채총계	3,244	6,643	7,306	7,517	6,983
자본금	71	72	72	72	72
자본잉여금	764	894	894	894	894
자본조정	1,112	1,886	1,965	2,048	2,133
이익잉여금	933	1,844	2,182	2,600	3,106
비지배지분	29	1,977	2,056	2,138	2,223
자본총계	2,879	4,696	5,113	5,614	6,205

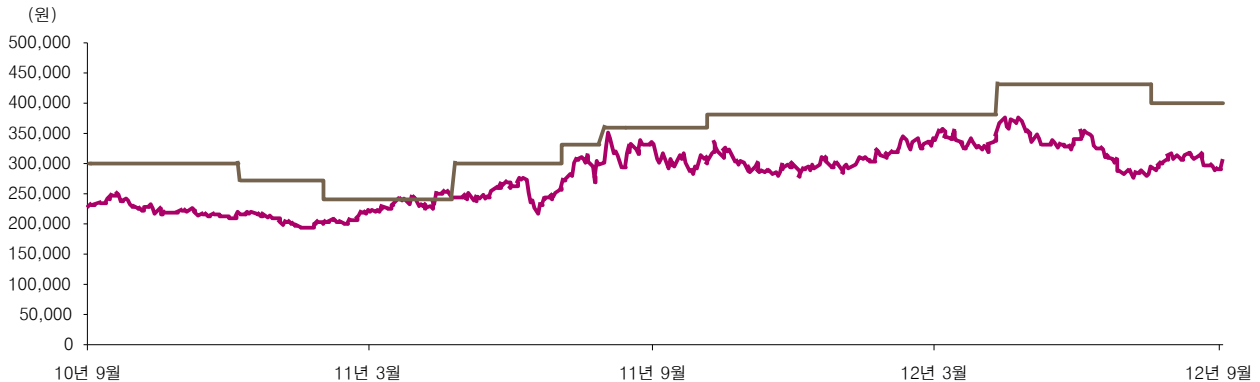
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	13.5	15.3	53.0	12.1	6.0
영업이익	15.5	2.4	42.5	25.6	13.0
세전계속사업이익	156.9	(49.0)	4.3	41.5	15.5
순이익	147.6	(54.2)	15.9	30.8	19.8
EBITDA	10.5	2.0	41.7	18.8	10.2
EPS*	31.3	(11.5)	35.7	18.7	20.7
수익률 (%)					
영업이익률	7.8	6.9	6.5	7.3	7.7
세전계속사업이익률	16.0	7.1	4.8	6.1	6.6
순이익률	12.1	4.8	3.6	4.2	4.8
EBITDA 마진율	10.9	9.6	8.9	9.5	9.8
ROE	11.4	6.5	6.8	7.4	8.1
ROA	12.5	3.6	3.1	3.7	4.3
기타비율					
순부채비율 (%)	48.3	84.1	80.7	73.5	63.3
부채비율 (%)	112.7	141.4	142.9	133.9	112.6
이자보상비율 (배)	8.2	7.3	4.9	5.9	6.6
매출채권회전율 (배)	9.1	5.3	5.9	6.2	6.5
주당지표 (원)					
SPS	454,910	505,970	773,956	867,265	919,508
BPS	231,056	363,444	395,708	434,439	480,154
DPS	4,000	1,800	4,000	4,500	4,500
주당EBITDA	49,612	48,790	69,150	82,159	90,540

■ Compliance Notice

- 당사는 9월 18일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 9월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 9월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2010/10/1	10/21	12/23	2011/2/15	5/12	7/19	8/15	10/21	2012/4/26	8/3
투자의견	BUY★★☆	BUY★★★	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	300,000	300,000	270,000	240,000	300,000	330,000	360,000	380,000	430,000	400,000

- 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
 BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
 HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
 SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
 SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
 NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
 UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상