

CJ제일제당 (097950/매수)

음식료

2013년 음식료 Top Pick

투자의견 매수, 목표주가 440,000원으로 상향

2012년 CJ제일제당은 22.8% 상승에 그쳐 전체 음식료업종(25.6% 상승) 보다 부진했다. 가장 큰 이유는 곡물가격 상승과 라이신 가격 하락 때문이었다. 2013년에는 달라질 전망이다. 가격 인상(가능성) 효과, 환율 하락 효과, 라이신 물량 증가, 가공식품 소비 증가 등으로 영업이익이 13.3% 증가하기 때문이다. **CJ제일제당은 이익결정변수의 변동성이 높아 수익예상의 변동폭이 컸으나, 2013년에는 이익결정변수의 변동성이 낮을 것으로 보여 이익에 대한 신뢰성은 높아질 전망이다.** 음식료업종의 Top Pick이다. 투자의견은 매수, 목표주가는 2013~2014년 수익예상 상향을 반영하여 440,000원(기존 420,000원)으로 상향한다.

4분기 Preview: 바이오부문 회복 중

2012년 4분기 실적은 매출액 2조 4,070억원(51.4% 증가), 영업이익 1,404억원(74.5% 증가), 순이익 1,131억원(7.6% 감소)이 예상된다. 대한통운을 제외한 CJ제일제당의 본업만 보면 매출액 1조 7,120억원(7.7% 증가), 영업이익 1,080억원(34.3% 증가)이다. 소재식품(특히, 설탕)의 영업이익이 좋아졌고, **바이오부문도 라이신의 판매가격이 2,000달러/톤 정도로 회복되어 영업이익률이 15% 정도로 회복하기 때문이다.** 환율 하락에도 순이익이 감소하는 이유는 2011년 4분기에 삼성생명 매각차익이 있었기 때문이다.

2013년 투자포인트

2013년의 투자포인트는 가격 인상 효과, 라이신 가격, 가공식품 마진, 환율 하락 효과이다. 동사는 지난 8월~12월에 가공식품 가격을 인상했다. 가공식품은 과점체제를 형성하고 있어 가격 인상은 바로 이익 증가로 연결될 전망이다. 또 경쟁사인 동아원이 밀가루가격을 인상함에 따라 CJ제일제당도 가격인상이 가능해졌다. 밀가루 매출액은 5천억원 정도이며, 가격이 8~9% 오르면 매출액은 연간 400억원 정도 증가한다. 밀가루는 소비 탄력도가 낮아 소비 감소는 없을 전망이다.

라이신 가격은 2013년에 톤당 2,000달러(2012년보다 평균 3.4% 하락)를 유지할 전망이다. **CJ제일제당과 경쟁사의 증설 물량이 있지만 수요도 탄탄하여 가격 급락은 없을 전망이다.** 원가 하락, 수출 상승으로 영업이익은 감소하지 않을 전망이다.

환율 하락은 긍정적이다. CJ제일제당의 연결 기준 원재료수입은 약 15억달러(1조 6천억원)이다. 외화차입금(곡물거래에 반드시 필요)도 5.8억달러(6,300억원) 정도된다. 환율이 100원 하락하면 헷지를 고려해도 2013년 순이익은 17.5% 증가한다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	5,778	453	7.8	658	47,681	601	-41	29.3	4.6	1.2	7.1
12/11	6,538	454	7.0	302	21,158	640	-1,272	11.2	13.7	2.8	15.5
12/12F	9,862	628	6.4	322	22,354	805	-239	11.0	15.9	2.8	14.3
12/13F	10,730	711	6.6	482	33,470	1,101	472	14.3	10.8	2.2	10.3
12/14F	11,456	778	6.8	509	35,322	1,164	450	13.1	10.3	1.8	9.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

백운목

02-768-4158

wm.baek@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	440,000
현재주가(13/01/02, 원)	362,000
상승여력(%)	21.5
EPS 성장률(13F, %)	49.7
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.0
P/E(13F, x)	10.8
MKT P/E(13F, x)	8.8
KOSPI	2,031.10
시가총액(십억원)	4,737
발행주식수(백만주)	14
60D 일평균 거래량(천주)	53
60D 일평균 거래대금(십억원)	18
배당수익률(13F, %)	0.6
유동주식비율(%)	61.2
52주 최저가(원)	273,000
52주 최고가(원)	381,000
주가변동성(12M daily, %, SD)	0.32
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.0
외국인 보유비중(%)	19.5

주요주주

씨제이(주) 외 6인(38.04%)

국민연금관리공단(9.58%)

미래에셋자산운용투자자문(주) 외 9인(5.02%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.6	11.6	22.7
상대주가	2.5	1.9	11.5

주요사업

국내 1위의 종합식품회사

세계 2~3위권의 라이신 생산업체

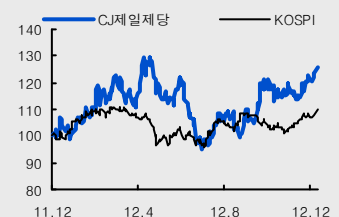


표 1. CJ제일제당의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012F				2013F				2012F	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	2,372	2,441	2,643	2,407	2,607	2,630	2,865	2,628	9,862	10,730	11,456
영업이익	169	147	171	140	162	178	228	143	628	711	778
세전이익	134	71	147	151	155	165	205	159	502	685	720
순이익	90	35	84	113	109	116	146	112	322	482	509
영업이익률	7.1	6.0	6.5	5.8	6.2	6.8	7.9	5.5	6.4	6.6	6.8
순이익률	3.8	1.4	3.2	4.7	4.2	4.4	5.1	4.2	3.3	4.5	4.4
매출액증가율	45.8	55.4	50.9	51.4	9.9	7.8	8.4	9.2	50.8	8.8	6.8
영업이익증가율	56.0	48.0	3.2	74.5	-4.0	20.9	33.1	2.2	38.2	13.3	9.3
세전이익증가율	11.6	-35.7	208.3	-18.2	16.3	133.9	39.7	5.8	8.7	36.6	5.2
순이익증가율	10.5	-51.7	225.2	-7.6	20.8	234.7	73.1	-1.4	6.8	49.7	5.5

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. CJ제일제당의 2012~2013년 수익예상 변경

(십억원, %)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	
매출액	9,867	10,658	11,379	9,862	10,730	11,456	-0.1	0.7	0.7	가격 인상 반영
영업이익	603	703	728	628	711	778	4.1	1.1	6.8	라이신 및 곡물가격 반영
세전이익	527	662	670	502	685	720	-4.9	3.5	7.5	환율 하락 반영
지배주주순이익	339	465	471	322	482	509	-4.9	3.7	8.1	
영업이익률	6.1	6.6	6.4	6.4	6.6	6.8	-	-	-	
순이익률	3.4	4.4	4.1	3.3	4.5	4.4	-	-	-	

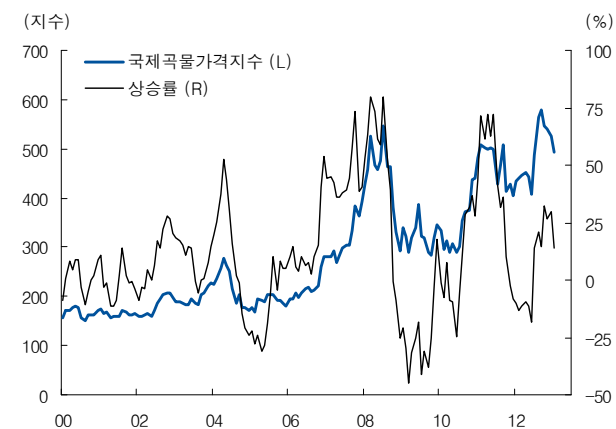
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. CJ제일제당의 환율 민감도(2013년 기준)

	기말환율	평균환율	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	EPS증가율
	원/\$	원/\$	십억원	십억원	십억원	십억원	원	(%)
100원 상승	1,150	1,165	10,759	627	569	398	27,620	-17.5
50원 상승	1,100	1,115	10,744	669	627	440	30,545	-8.7
기본가정	1,050	1,065	10,730	711	685	482	33,470	0.0
50원 하락	1,000	1,015	10,716	754	743	524	36,395	8.7
100원 하락	950	965	10,701	796	801	566	39,321	17.5

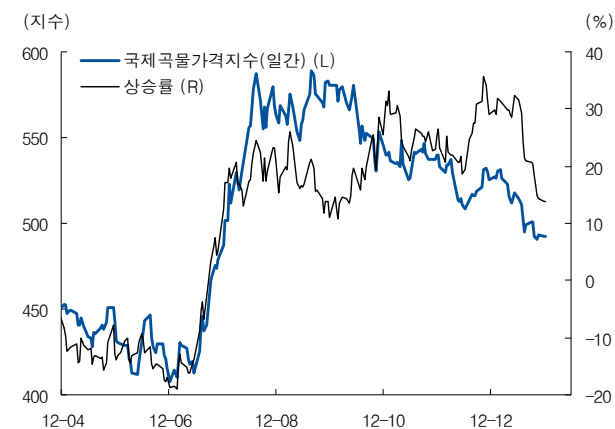
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 국제곡물가격 추이 및 상승률(장기)



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 국제곡물가격 추이 및 상승률(단기)



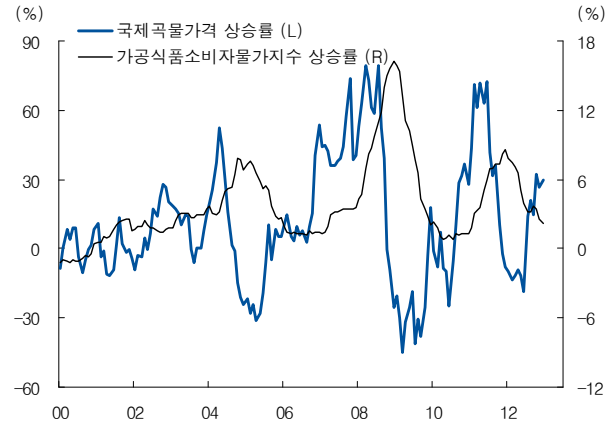
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 국제곡물가격 상승률 및 식료품 생산자가격 상승률



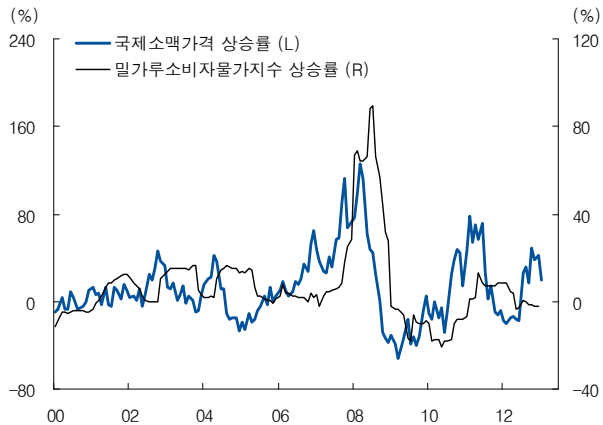
자료: Thomson Reuters, 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 국제곡물가격 상승률 및 가공식품 소비자가격 상승률



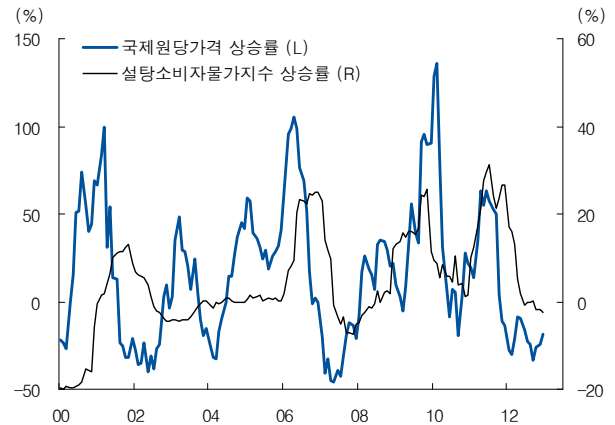
자료: Thomson Reuters, 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 국제 소맥가격 상승률과 국내 밀가루가격 상승률



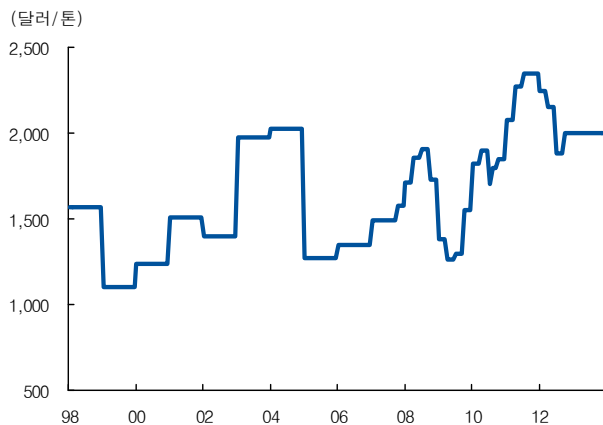
자료: Bloomberg, 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 국제 원당가격 상승률과 국내 설탕가격 상승률



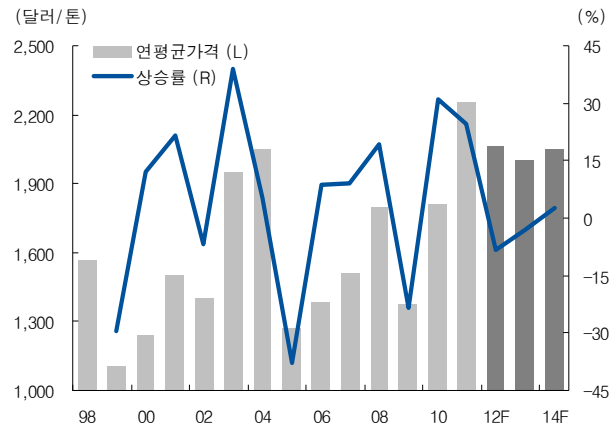
자료: Bloomberg, 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 라이신 가격 추이(월별)



자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 라이신 가격 추이와 전망(연간)



자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

CJ제일제당 (097950)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	6,538	9,862	10,730	11,456
매출원가	4,772	7,646	8,262	8,787
매출총이익	1,766	2,216	2,468	2,669
판매비와관리비	1,308	1,589	1,757	1,892
조정영업이익	459	627	711	778
영업이익	454	628	711	778
비영업손익	7	-126	-26	-58
순금융비용	63	70	77	71
관계기업등 투자손익	0	-3	-3	-3
세전계속사업손익	461	502	685	720
계속사업법인세비용	147	130	168	177
계속사업이익	314	372	517	544
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	314	372	517	544
지배주주	302	322	482	509
비지배주주	13	50	35	35
총포괄이익	148	415	560	587
지배주주	136	361	521	548
비지배주주	12	55	40	40
EBITDA	640	805	1,101	1,164
FCF	-1,272	-239	472	450
EBITDA마진율 (%)	9.8	8.2	10.3	10.2
영업이익률 (%)	7.0	6.4	6.6	6.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.6	3.3	4.5	4.4

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	-288	703	806	860
당기순이익	314	372	517	544
비현금수익비용가감	340	484	584	620
유형자산감가상각비	176	135	326	324
무형자산상각비	5	43	64	62
기타	-12	-165	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-742	16	-120	-128
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-299	-97	-106
재고자산 감소(증가)	-293	-137	-104	-87
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-407	307	95	79
법인세납부	-200	-169	-175	-177
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,420	-966	-361	-400
유형자산처분(취득)	-711	-856	-305	-370
무형자산감소(증가)	-77	-25	-25	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	54	-24	-60	-40
기타투자활동	-686	-61	29	35
재무활동으로 인한 현금흐름	1,878	389	-201	-223
장단기금융부채의 증가(감소)	2,023	226	-80	-100
자본의 증가(감소)	-22	71	0	0
배당금의 지급	-56	-25	-28	-29
기타재무활동	-67	9	-96	-94
현금의증가	172	114	244	236
기초현금	307	479	593	837
기말현금	479	593	837	1,073

자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	3,325	3,867	4,368	4,839
현금 및 현금성자산	479	593	837	1,073
매출채권 및 기타채권	1,347	1,469	1,567	1,673
재고자산	1,075	1,183	1,288	1,375
기타유동자산	198	297	322	344
비유동자산	8,015	9,367	9,481	9,602
관계기업투자등	170	172	169	166
유형자산	5,012	5,733	5,713	5,759
무형자산	1,401	1,418	1,379	1,342
자산총계	11,340	13,234	13,849	14,441
유동부채	3,780	4,220	4,272	4,349
매입채무 및 기타채무	790	1,075	1,170	1,249
단기금융부채	2,557	2,492	2,392	2,342
기타유동부채	433	652	710	758
비유동부채	2,863	3,646	3,677	3,634
장기금융부채	2,092	2,827	2,851	2,801
기타비유동부채	661	703	706	713
부채총계	6,643	7,866	7,949	7,982
지배주주지분	2,720	3,122	3,614	4,133
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	894	894	894	894
이익잉여금	1,844	2,137	2,591	3,071
비지배주주지분	1,977	2,247	2,286	2,326
자본총계	4,697	5,369	5,901	6,459

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	13.7	15.9	10.8	10.3
P/CF (x)	8.6	10.3	6.0	5.8
P/B (x)	2.8	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA (x)	15.5	14.3	10.3	9.4
EPS (원)	21,158	22,354	33,470	35,322
CFPS (원)	33,858	34,664	60,508	62,126
BPS (원)	103,401	125,511	162,404	200,981
DPS (원)	1,800	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	8.3	8.8	6.0	5.6
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	13.2	50.8	8.8	6.8
EBITDA증가율 (%)	6.5	25.8	36.8	5.7
영업이익증가율 (%)	0.3	38.2	13.3	9.4
EPS증가율 (%)	-55.6	5.7	49.7	5.5
매출채권 회전율 (회)	7.1	7.8	7.9	7.9
재고자산 회전율 (회)	7.0	8.7	8.7	8.6
매입채무 회전율 (회)	18.0	17.2	15.1	15.0
ROA (%)	3.6	3.0	3.8	3.8
ROE (%)	11.2	11.0	14.3	13.1
ROIC (%)	5.2	5.4	6.0	6.5
부채비율 (%)	141.5	146.5	134.7	123.6
유동비율 (%)	88.0	91.6	102.3	111.3
순차입금/자기자본 (%)	84.0	82.0	68.7	57.2
영업이익/금융비용 (x)	6.2	7.5	7.4	8.2

▶ Compliance Notice

- CJ제일제당: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. CJ제일제당: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

