

CJ제일제당
(097950)

ADM과 GBT 라이신 판매 제휴, 글로벌 라이신 시장 안정화 기여



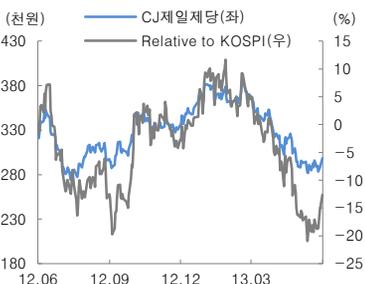
이선경 박신애
769,3162 769,2378
sunny_lee@daishin.com shinay.park@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지
목표주가 420,000
현재주가 298,500

음식료업종

KOSPI	1932.7
시가총액	4,043십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	65십억원
52주 최고/최저	386,500원 / 274,000원
120일 평균거래대금	196억원
외국인지분율	16.97%
주요주주	CJ 외 6인 38.02% 국민연금공단 9.58%

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	-19.4	-11.0	-9.1
상대수익률	3.9	-16.4	-9.9	-13.7



바닥을 다져가는 해외 바이오 시장

ADM과 GBT 제휴로 GBT의 중국에서 생산된 라이신을 ADM이 남미에 판매

- 6월 6일 글로벌 4위 라이신 업체인 미국 ADM과 글로벌 1위인 중국 GBT가 전략적 제휴를 맺고 ADM 판매망을 통해 GBT의 라이신을 브라질, 아르헨티나 등 남미에 공급한다는 계획 발표
- 글로벌 상위업체간 경쟁의 격화가 아닌 공조체제 확대의 모범적인 예시
- 중국 내에서 소화되지 못한 GBT의 CAPA가 빠르게 성장하는 남미 시장으로 공급되며 중국의 라이신 재고가 적정수준으로 하락하는데 기여하고 나아가 글로벌 라이신 판가 안정화에 기여할 전망
- GBT와 ADM의 판매 제휴, 아지노모토의 수익성 위주 경영 방침, 중국 로컬 및 글로벌 중위위 업체의 급격한 손익 악화를 종합적으로 감안할 때 글로벌 라이신 시장 경쟁 완화 기대

5월말 중국 돼지고기 가격과 라이신 가격 반등, 늦어도 3분기말 빠른 시황 개선 기대

- 중국 돼지고기 가격 5월 넷째주 이후 2주 연속 반등, 라이신은 소폭 반등 후 포함세 추세 전환을 눈하는 이리나 각각 3개월, 7개월 만의 반등으로 바닥 다지기 기대감 확산
- 중국 농가의 돼지고기 사육두수 2012년 10월 이후 감소세, 현재의 낮은 사육두수는 돼지고기 수요가 확대되는 3분기 말 이후 시장 내 돼지고기 공급량 감소로 이어지며 돼지고기 및 라이신 가격의 빠른 반등을 예상하게 하는 요인
- 옥수수 가격의 강세와 3월말 이후 돼지고기 블랙마켓 적발에 따른 수요 부진으로 소형농가 몰락 가속화되며 단기적으로 중국 축산시장 약세 요인으로 작용하고 있음, 그러나 중장기적으로 대형화 촉진으로 사료 및 사료 첨가제 시장 수요 기반은 더욱 강화될 전망

투자의견 매수, 목표주가 42만원 유지

- CJ제일제당에 대한 투자의견 매수와 목표주가 42만원 유지
- 2013년 기준 라이신 세계 1위 업체로 판매량 및 수출에서 독보적인 1위로 바이오 시황 회복시 가장 큰 수혜 업체
- 2분기 이후 원재료 투입가 부담 완화, 주력품목 판가인상 효과 반영, 판촉 문화로 식품 부문 수익성 회복, 해외사료 및 제약 사업부 고성장
- 음식료 1위 업체임에도 PEER 대비 낮은 밸류에이션

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,538	9,878	10,353	11,560	12,638
영업이익	460	616	633	837	986
세전순이익	461	425	467	682	837
총당기순이익	314	311	344	501	615
지배지분순이익	301	255	266	393	490
EPS	23,141	19,299	20,119	29,868	37,222
PER	12.5	18.4	14.8	10.0	8.0
BPS	188,796	206,383	221,550	245,813	276,895
PBR	1.5	1.7	1.3	1.2	1.1
ROE	11.2	9.0	8.6	11.7	13.0

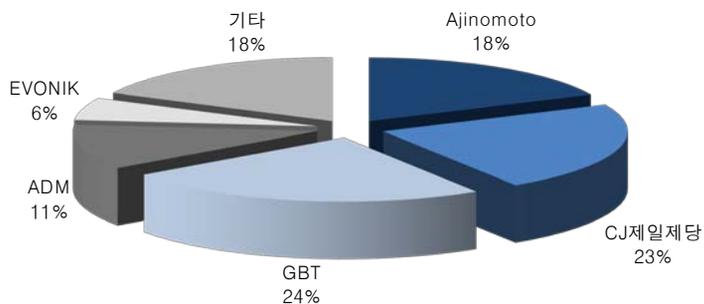
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

ADM 과 GBT 의 제휴, 중국 내 라이신 재고 적정수준으로 감소 기대

글로벌 4위인 ADM
과 글로벌 1위인
GBT의 라이신 판매
제휴 체결

지난 6월 6일 ADM과 GBT 및 GBT의 자회사인 Global Sweeteners Holdings가 전략적 제휴를 체결했다. 제휴를 통해 ADM은 GBT의 라이신을 브라질과 아르헨티나 등 남미지역에 판매하고 Global Sweeteners Holdings의 sweetener products는 동남아시아, 뉴질랜드, 호주 등에 판매할 계획이다. ADM은 미국의 메이저 곡물 유통업체인자 글로벌 상위 라이신 사업자이다. ADM의 지난해 라이신 판매량은 약 22만 톤으로 추정되며 판매량 기준 2012년 라이신 시장점유율 약 11%, 글로벌 4위의 사업자이다.

그림 1. 2012년 판매량 기준 글로벌 라이신 시장 점유율



주: 98.5% 순도 환산된 판매량 기준의 점유율
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

CAPA의 증가가 아닌
기존 CAPA 물량의
원활한 판매를 위한
제휴

이번 제휴는 CAPA의 증가를 도모하는 것이 아니라 양사간 판매 제휴로써 기존 GBT의 생산물량 중 중국 내에서 원활하게 소화되지 못하던 물량을 ADM이 자신의 유통망을 통해 빠르게 성장하는 남미 시장에 공급함으로써 중국 내 재고 수준을 적정하게 낮추는데 기여할 전망이다.

중국 내 증가한 라이신 재고는 1차적으로는 중국 내 라이신 가격 하락 요인이나 재고 부담을 이기지 못한 중국 로컬업체들이 영업이익을 크게 낮추면서라도 감가상각비를 커버할 수 있는 수준에서 유럽 등의 지역으로 수출하게 되면 글로벌 라이신 가격의 하락을 가져오는 요인으로도 작용해왔다. 따라서 중국 내 재고의 감소는 중국 뿐 아니라 글로벌 라이신 판가 안정화에 크게 기여할 것으로 기대된다.

라이신 시장 경쟁 완
화 및 중국 재고 소진
시기 앞당겨질 것으로
기대

2013년말 CJ제일제당의 미국 공장 오픈을 앞두고 있는 상황에서 GBT의 중국 내 재고 물량 증가는 1~3위 업체보다 수율이 낮은 ADM에게는 큰 부담요인으로 작용한 것으로 추정된다. ADM은 이번 제휴로 라이신 유통 수수료 수입 증가와 글로벌 라이신 판가 하락의 방어를 통해 자체 라이신 사업의 이익 둔화를 커버하고자 한 것으로 판단된다.

글로벌 상위 업체인 GBT와 ADM의 판매 제휴, 아지노모토의 수익성 위주 경영 방침, 중국 로컬 및 글로벌 중하위 업체들의 급격한 이익 저하 상황을 종합적으로 감안할 때 라이신 시장 내 경쟁은 우려와 달리 완화 조짐을 보이고 있으며 문제가 되던 중국 내 재고 소진 시기도 앞당겨질 가능성이 높아졌다.

중국 축산시장 3분기 말 이후 빠른 반등 기대감 유효

5월 말 중국 돼지고기 가격과 라이신 스팟 가격 반등

수익성이 악화된 소형농가의 사육두수 감소가 지속되고 3월말 죽은고기가 거래되는 블랙마켓 적발 이후 돼지고기 수요까지 크게 감소하며 2분기들어 중국 축산 시장 및 사료 첨가제 시장의 부진이 확대되었다. 그러나 2월 중순 이후 지속적으로 하락 하던 중국 돼지고기 가격은 5월 24일 반등 후 2주 연속 반등에 성공했고 중국 라이신 스팟 가격은 5월 넷째주 반등 후 보합세를 유지하고 있다.

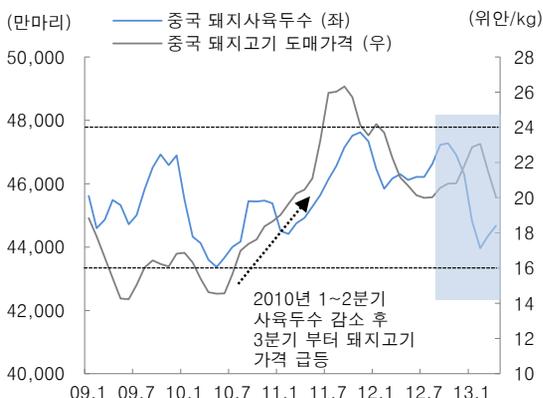
아직 추세 전환을 논하기는 힘들다. 중국 돼지고기 가격은 2월 이후 지속 하락하다 첫 반등이며 라이신 가격은 10월 중순 이후 지속 하락하다 7개월만에 처음으로 나온 반등이라는 점에 의의가 있다. 중국 정부의 농가 보조금 지급 및 돼지고기 매입 정책을 통한 강한 돼지고기 가격 안정화 의지를 감안할 때 돼지고기 시장은 현 상황에서 추가적인 하락 가능성은 제한적이며 바닥을 다져갈 것으로 예상된다. 라이신 시장 역시 중하위 업체들의 소진되지 못한 재고의 일부가 아직 남아있을 수 있으나 시장을 교란하면서 재고가 추가 소진되기 보다는 점진적 재고 소진을 통한 바닥 다지기가 진행되고 있다고 판단된다.

3분기 말 이후 중국 축산 시장 빠른 반등 기대감 유효

당사는 3분기 말 이후에는 중국 돼지고기 가격 및 라이신 가격의 빠른 반등에 대한 기대감이 유효하다고 판단한다. 이러한 판단의 가장 큰 근거는 중국 농가의 크게 낮아진 돼지고기 사육두수이다. 2012년 10월 이후 중국 농가의 돼지고기 사육두수 감소가 지속되며 2010년 2분기 이후 최저치 수준에 근접하는 수준으로 사육두수가 감소했다.

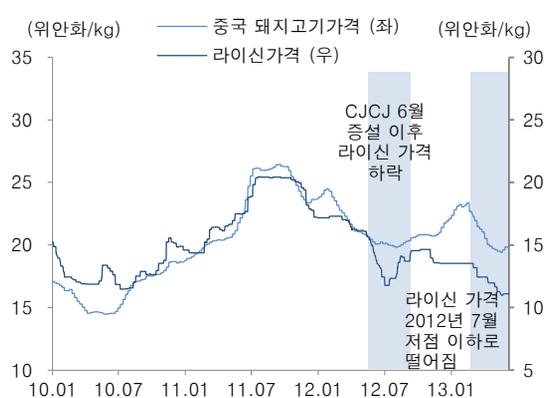
최근의 감소된 사육두수는 3분기 말 이후 (9월 이후) 중국의 돼지고기 수요 성수기 진입 시기에 시장 공급 물량 감소로 이어지며 공급 부족에 따른 돼지고기 가격의 빠른 반등을 기대하게 하는 요인이다. 2010년 1분기와 2분기에도 돼지 사육두수가 크게 감소한 후 3분기 성수기에 빠르게 반등했고 이에 따라 라이신 가격도 빠르게 반등한 바가 있다. 현 상황은 2010년과 유사하다고 판단되며 라이신 업체들의 수익성은 2010년 보다 크게 악화되어 있어 라이신 시장의 반등폭이 돼지고기 시장 반등폭 보다 클 수도 있다고 예상된다.

그림 2. 중국 돼지고기 사육두수 및 돼지고기 도매가



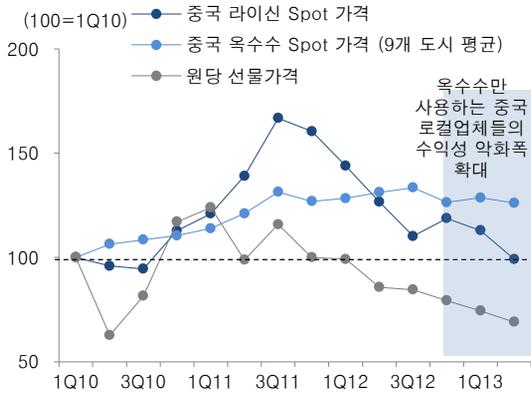
자료: 중국국가통계국, 대신증권 리서치센터

그림 3. 중국 돼지고기 가격과 라이신 가격



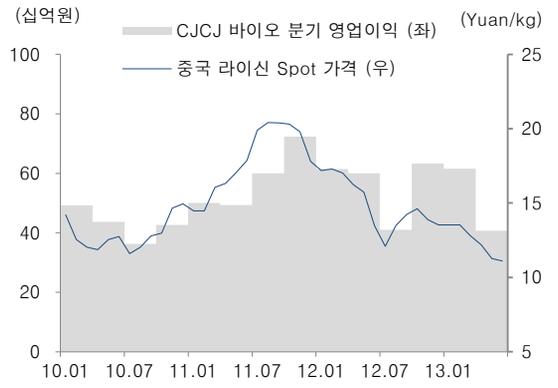
자료: Bloomberg, 중국사료협회, 대신증권 리서치센터

그림 4. 라이신, 옥수수 & 원당 가격 추이



자료: Bloomberg, 중국사료협회, 대신증권 리서치센터

그림 5. 중국 라이신 가격 & CJJ 바이오 영업이익



자료: CJ제일제당, 중국사료협회, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,538	9,878	10,353	11,560	12,638
매출원가	4,772	7,697	8,022	8,850	9,645
매출총이익	1,766	2,181	2,331	2,710	2,993
판매비와관리비	1,306	1,565	1,698	1,873	2,007
영업이익	460	616	633	837	986
영업외수익	7.0	6.2	6.1	7.2	7.8
EBITDA	641	925	990	1,229	1,380
영업외손익	1	-191	-166	-156	-149
관계기업손익	0	-13	-1	-5	-4
금융수익	296	196	112	80	94
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-259	-315	-241	-197	-204
외환관련손실	165	107	21	0	0
기타	-36	-59	-37	-33	-34
법인세비용감전순이익	461	425	467	682	837
법인세비용	-147	-114	-123	-181	-223
계속사업순이익	314	311	344	501	615
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	314	311	344	501	615
당기순이익	48	3.1	3.3	4.3	4.9
비재계분순이익	13	56	78	107	125
재계분순이익	301	255	266	393	490
매도금융자산평가	-19	6	4	0	0
기타포괄이익	3	-11	5	0	0
포괄순이익	148	260	428	501	615
비재계분포괄이익	12	51	72	107	125
재계분포괄이익	136	209	356	393	490

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	23,141	19,299	20,119	29,868	37,222
PER	125	18.4	14.8	10.0	8.0
BPS	188,796	206,383	221,550	245,813	276,895
PBR	1.5	1.7	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	49,597	70,728	75,616	93,913	105,389
EV/EBITDA	15.2	12.1	10.8	8.6	7.4
SPS	458,836	685,612	718,052	801,747	876,481
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
CFPS	45,903	66,808	83,767	99,770	110,307
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증률	15.3	51.1	4.8	11.7	9.3
영업이익 증률	3.7	33.8	2.8	32.3	17.8
순이익 증률	-54.2	-1.1	10.6	45.6	22.8
수익성					
ROC	5.1	5.2	5.1	6.4	7.4
ROA	5.3	5.2	4.9	5.8	6.5
ROE	11.2	9.0	8.6	11.7	13.0
안정성					
부채비율	141.4	136.8	149.7	166.7	141.7
순차입금비율	82.7	80.0	80.8	73.1	63.8
이자보상비율	6.3	3.7	3.7	4.2	4.8

자료: CJ제일제당 대안증권리서처센터

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	3,325	3,363	4,199	5,940	5,527
현금및현금성자산	479	557	1,277	2,817	2,153
매출채권 및 기타채권	1,352	1,301	1,361	1,432	1,556
재고자산	1,075	1,139	1,194	1,333	1,458
기타유동자산	419	366	367	358	360
비유동자산	8,014	9,000	9,385	9,505	9,553
유형자산	4,991	5,575	5,979	6,147	6,211
관계기업투자금	170	151	162	171	181
기타비유동자산	2,853	3,274	3,244	3,187	3,161
자산총계	11,340	12,364	13,584	15,445	15,080
유동부채	3,780	3,389	5,148	5,235	4,627
매출채권 및 기타채권	1,081	1,267	1,297	1,375	1,445
차입금	1,893	1,642	1,593	1,641	1,690
유동상채무	651	378	2,152	2,103	1,368
기타유동부채	155	103	106	115	123
비유동부채	2,863	3,753	2,995	4,420	4,215
차입금	2,069	2,845	2,061	3,444	3,212
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	795	909	933	976	1,003
부채총계	6,643	7,143	8,143	9,654	8,842
자본계분	2,720	2,974	3,194	3,544	3,992
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	894	895	895	895	895
이익잉여금	1,844	2,052	2,292	2,660	3,125
기타자본변동	-90	-45	-65	-83	-100
비재계분	1,977	2,247	2,247	2,247	2,247
자본총계	4,696	5,221	5,441	5,791	6,239
순차입금	3,886	4,178	4,396	4,235	3,979

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-288	805	1,057	1,236	1,319
당기순이익	314	311	344	501	615
비현금항목의 가감	340	652	864	938	976
감상비용	181	310	357	392	394
외환손익	0	0	12	0	0
자본평가손익	0	0	-1	0	0
기타	159	342	496	546	582
자산부채의 증감	-742	-53	-245	-295	-342
기타현금흐름	-200	-104	95	93	71
투자활동 현금흐름	-1,420	-1,156	-847	-646	-546
투자자산	-9	-12	-14	-13	-13
유형자산					-711
기타	-700	-173	-115	-115	-115
재무활동 현금흐름	1,878	456	967	1,407	-891
단기차입금	688	-225	-49	48	49
사채	838	827	-503	514	-101
장기차입금	936	270	-281	868	-131
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-56	-25	-25	-25	-25
기타	-528	-391	1,825	3	-684
현금의 증감	172	78	720	1,540	-664
기초 현금	307	479	557	1,277	2,817
기말 현금	479	557	1,277	2,817	2,153
NOPLAT	313	450	466	615	724
FCF	-311	-454	23	407	617

[Compliance Notice]

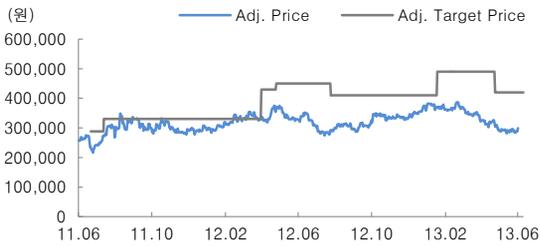
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이선경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ제일제당(097950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	130611	130603	130506	130505	130503	130402
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000	430,000
제시일자	130304	130127	121118	121102	120920	120803
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	430,000	410,000	410,000	410,000	410,000
제시일자	120628	120622	120618	120504	120409	110722
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000	450,000	450,000	430,000	330,000
제시일자	110630					
투자의견	Buy					
목표주가	288,000					

투자등급관련사항

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상