

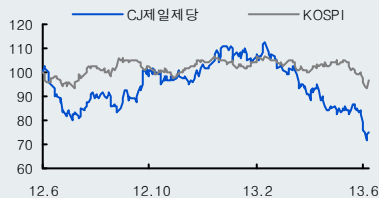
음식료

Company Update
2013. 6. 28

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	350,000
현재주가(13/06/27, 원)	258,000
상승여력	36%

영업이익(13F, 십억원)	525
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	620
EPS 성장률(13F, %)	-17.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.1
P/E(13F, x)	17.7
MKT P/E(13F, x)	8.5
KOSPI	1,834.70
시가총액(십억원)	3,379
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	59.2
외국인 보유비중(%)	15.5
베타(12M, 일간수익률)	0.43
52주 최저가(원)	244,500
52주 최고가(원)	390,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.5	-26.9	-21.3
상대주가	-2.1	-19.2	-22.3



음식료/담배

백운목

02-768-4158
wm.baek@dwsec.com

CJ제일제당 (097950)

라이신 가격 반등은?

2분기 Preview: 라이신 가격 하락, 바이오 이익 큰 폭 감소 예상

2013년 2분기 연결 실적(CJ대한통운과 CJ GLS 합병 포함)은 매출액 14.4% 증가, 영업이익 34.0% 감소하여 시장 컨센서스보다 부진할 전망이다. 본업인 CJ제일제당(가공식품, 소재식품, 바이오, 제약, 사료 등)의 매출액은 0.8% 증가하고, 영업이익은 38.2% 감소할 전망이다. 2분기 실적의 하이라이트는 영업이익 비중(2013년 1분기 기준 54.4%)이 가장 높은 라이신(Lysine, 사료 첨가제)이 포함된 바이오(라이신, 핵산 등)의 영업이익이다.

2분기 바이오 영업이익은 69.1% 감소(영업이익률 16.5%에서 5.2%로 하락)할 전망이다. 바이오 실적에 큰 영향을 주는 변수는 라이신 판매가격이다. 2분기 라이신 평균 판매가격은 톤당 1,750달러로 2012년 2분기(2,150달러)보다 18.6%, 2013년 1분기(1,960달러)보다 10.7% 하락할 것으로 판단된다.

CJ제일제당의 라이신 판매 지역은 중국, 유럽, 북미이다. 중국 선양공장 증설로 중국 판매 비중이 2012년 35%에서 2013년에는 44%까지 상승할 전망이다. 그만큼 중국에서의 라이신 가격이 중요해졌다. 2분기 중국 라이신 가격은 1,600~1,650달러 정도로 예상된다. 중국에서의 가격은 GBT(중국 라이신업체)와의 물량 경쟁, 중국 사료산업(AI 발생 + 경기부진 영향) 부진으로 인해 유럽이나 북미보다 더 하락했다.

매출 비중(2013년 1분기 기준 29.4%)이 가장 높은 가공식품은 영업이익이 소폭 증가할 전망이다. 경기 부진이 이어진데다 SKU(제품가짓수) 축소 등 구조조정으로 매출액은 감소하지만, 손위 위주의 경영을 했기 때문이다. 소재식품은 원매과 옥수수의 투입원가가 소폭 하락하여 영업이익은 유지될 전망이다.

라이신 가격 반등은 언제쯤?

3분기는 소재식품은 원가 하락의 효과가 나타나 실적 개선이 가능하다. 가공식품은 구조조정(SKU 축소)이 지속되고 있어 수익성은 하락하지 않을 전망이다. 제약과 사료도 수익성은 큰 변화가 없을 전망이다.

하반기(3~4분기) 실적과 주가를 결정하는 변수는 라이신 가격이다. 라이신 가격은 2분기가 바닥으로 판단된다. 5월 이후 하락은 멈춘 것으로 판단된다. 중국 라이신 가격이 1,600달러 이하로 하락하면 CJ제일제당과 GBT 모두 적자를 보일 가능성이 있기 때문이다. 라이신 가격은 분기별로 2분기 바닥으로 3분기에는 공급 물량 조절 가능성이 있어 소폭 반등할 가능성이 높다. 하지만, 여전히 공급 대기 물량이 많아 강한 반등은 어려울 전망이다. 연간 라이신 가격은 2012년 2,067달러(8.3% 하락), 2013년 1,822달러(11.9% 하락), 2014년 1,825달러(0.2% 상승)로 예상한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	5,778	6,538	9,878	11,167	12,208	13,158
영업이익 (십억원)	453	460	616	525	586	658
영업이익률 (%)	7.8	7.0	6.2	4.7	4.8	5.0
순이익 (십억원)	658	302	255	211	257	318
EPS (원)	47,681	21,158	17,692	14,607	17,831	22,059
ROE (%)	29.3	11.2	9.0	6.8	7.5	8.5
P/E (배)	4.6	13.7	20.1	17.7	14.5	11.7
P/B (배)	1.2	2.8	3.5	2.1	1.8	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 매수, 목표주가 350,000원

CJ제일제당은 라이신 가격 하락, 환율 상승의 영향으로 고점 대비 34.9% 하락했다. 라이신 가격은 2 분기를 바닥으로 소폭 반등 가능하여 주가의 하방 경직성이 나타날 전망이다. 가공식품의 강한 구조 조정 효과도 하반기에 나타날 전망이다. 투자의견은 매수이다. 목표주가는 수익예상 하향 조정을 반영하여 350,000원(기존 420,000원)으로 조정한다.

표 1. CJ제일제당의 2013년 2분기 실적

(십억원, %)

	2Q12	1Q13	2Q13F		증감률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,441	2,448	2,792	2,520	14.4	14.0
영업이익	157	125	104	142	-34.0	-17.3
세전이익	71	65	58	104	-18.2	-11.8
순이익	35	36	31	76	-10.2	-13.9
영업이익률	6.4	5.1	3.7	5.7	-	-
순이익률	1.4	1.5	1.1	3.0	-	-

주: 순이익은 지배주주 귀속순이익, CJ대한통운과 CJ GLS 합병 반영

자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

표 2. CJ제일제당의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	2,372	2,441	2,643	2,423	2,448	2,792	3,080	2,847	9,878	11,167	12,208
영업이익	158	157	171	129	125	104	169	127	616	525	586
세전이익	134	71	147	74	65	58	133	79	425	335	408
순이익	90	35	84	46	36	31	91	52	255	211	257
영업이익률	6.7	6.4	6.5	5.3	5.1	3.7	5.5	4.5	6.2	4.7	4.8
순이익률	3.8	1.4	3.2	1.9	1.5	1.1	3.0	1.8	2.6	1.9	2.1
매출액증가율	45.8	55.4	50.9	52.4	3.2	14.4	16.6	17.5	51.1	13.1	9.3
영업이익증가율	42.0	56.3	5.9	49.7	-21.0	-34.0	-1.3	-1.5	33.8	-14.7	11.6
세전이익증가율	11.6	-35.7	208.3	-59.8	-51.0	-18.2	-9.3	6.6	-7.9	-21.1	21.8
순이익증가율	10.5	-51.7	225.2	-62.5	-59.8	-10.2	7.9	13.7	-15.5	-17.4	22.1

주: 순이익은 지배주주 귀속순이익, CJ대한통운과 CJ GLS 합병 반영

자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

표 3. CJ제일제당의 2013~2015년 수익예상 변경

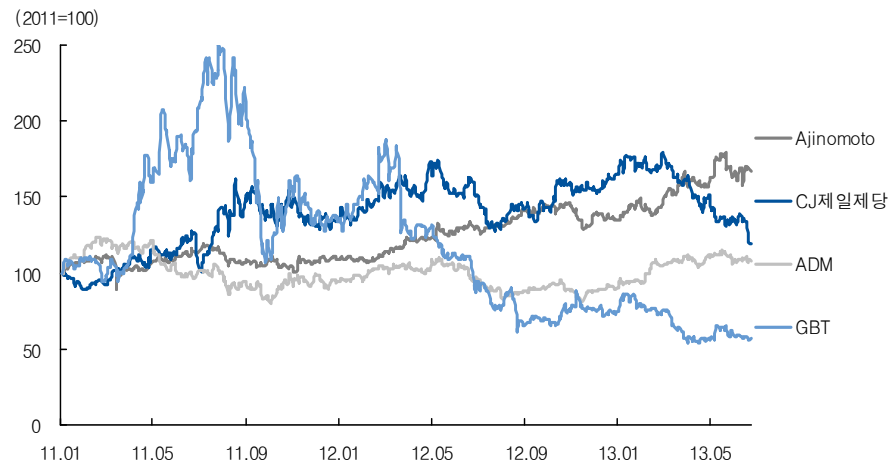
(십억원, %)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	
매출액	10,148	10,625	11,452	11,167	12,208	13,158	10.0	14.9	14.9	CJ GLS 합병 반영
영업이익	579	638	687	525	586	658	-9.3	-8.2	-4.2	라이신 가격 하락 반영
세전이익	395	455	505	335	408	497	-15.2	-10.3	-1.5	가공식품 구조조정 반영
순이익	243	275	323	211	257	318	-13.4	-6.5	-1.6	
영업이익률	5.7	6.0	6.0	4.7	4.8	5.0	-	-	-	
순이익률	2.4	2.6	2.8	1.9	2.1	2.4	-	-	-	

주: 순이익은 지배주주 귀속순이익, CJ대한통운과 CJ GLS 합병 반영

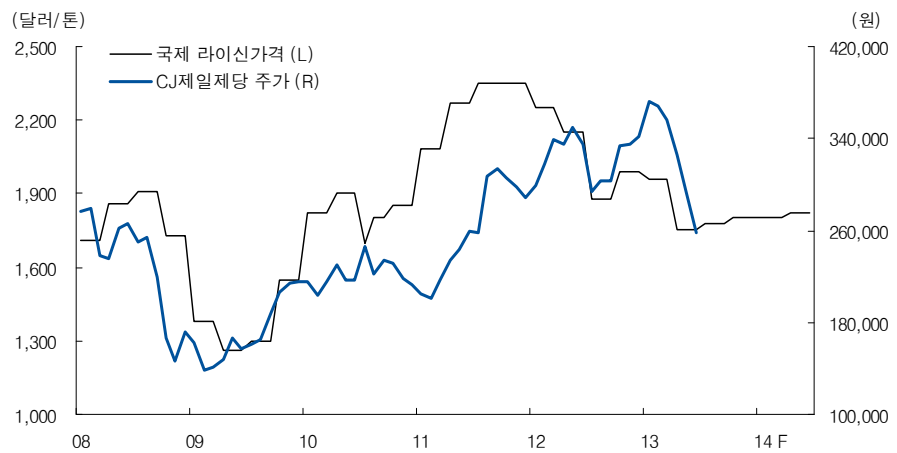
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. CJ제일제당, 아지노모토, GBT, ADM 주가 추이



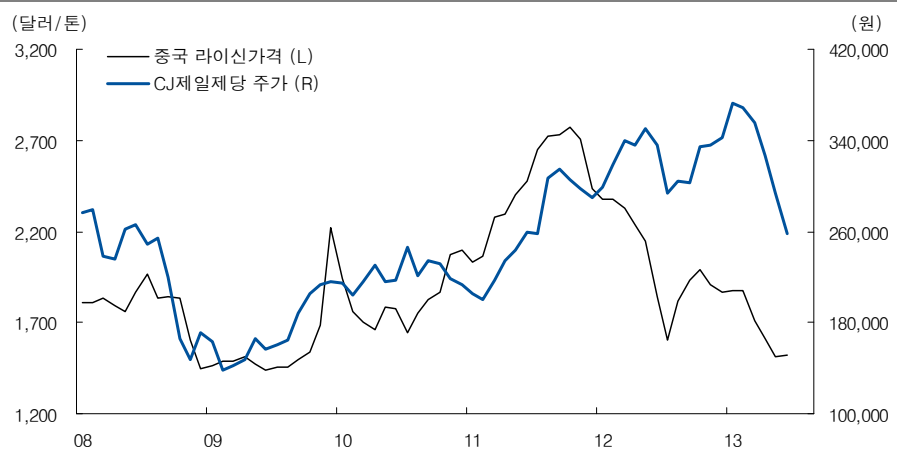
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 국제 라이신 가격과 CJ제일제당의 주가



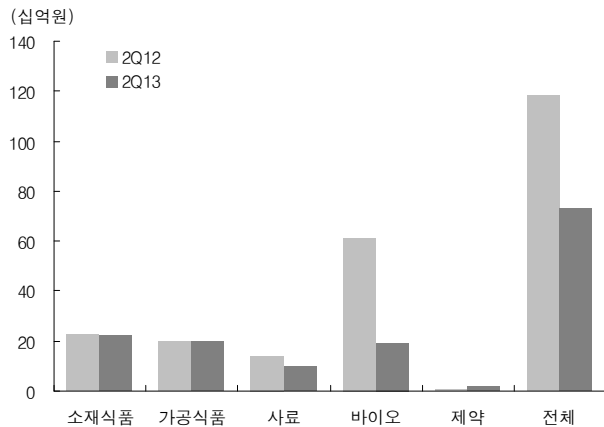
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 중국 라이신 가격과 CJ제일제당의 주가



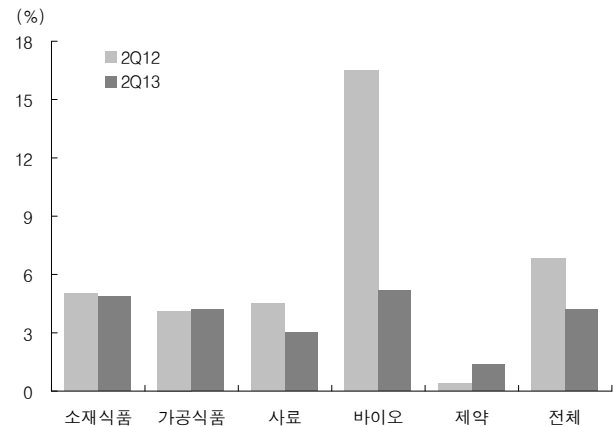
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. CJ제일제당의 2Q12 vs 2Q13 영업이익 변화



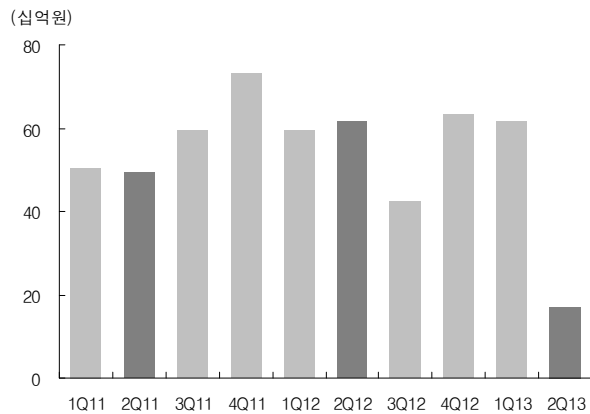
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. CJ제일제당의 2Q12 vs 2Q13 영업이익률 변화



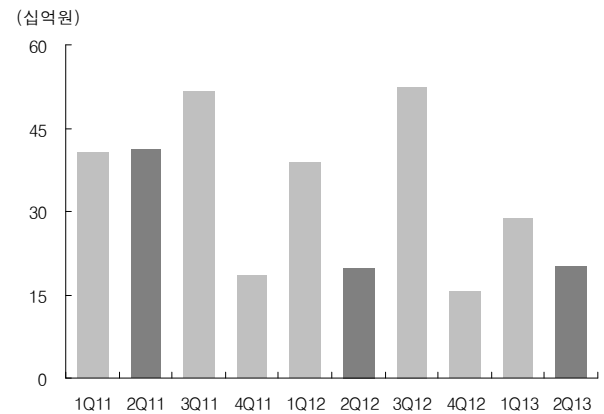
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. CJ제일제당의 바이오(라이신) 1Q11~2Q13 영업이익



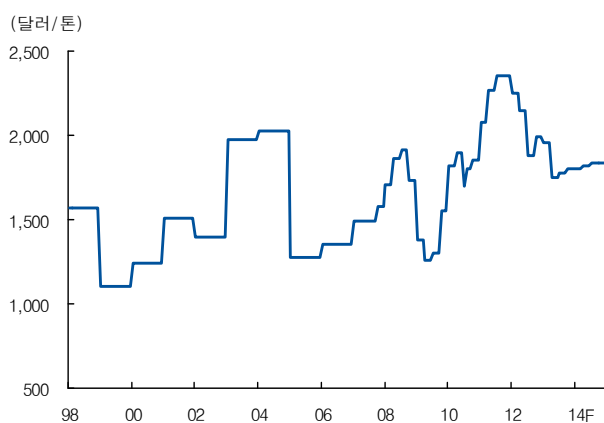
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. CJ제일제당의 가공식품 1Q11~2Q13 영업이익



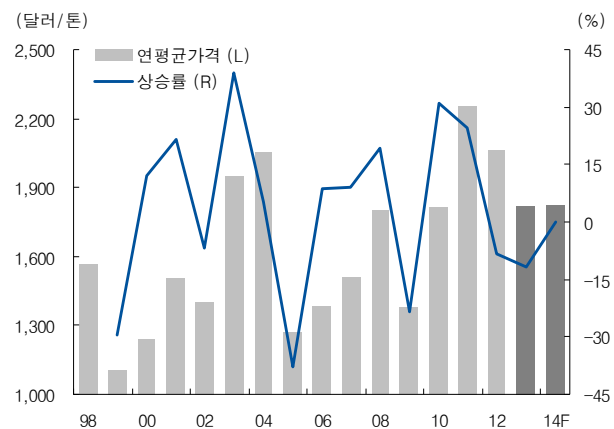
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 라이신 평균 가격 추이(월별)



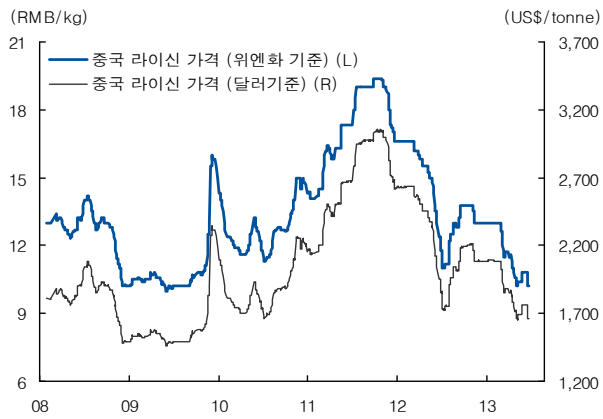
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 라이신 가격 추이와 전망(연간)



자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 중국 라이신 가격(월별)



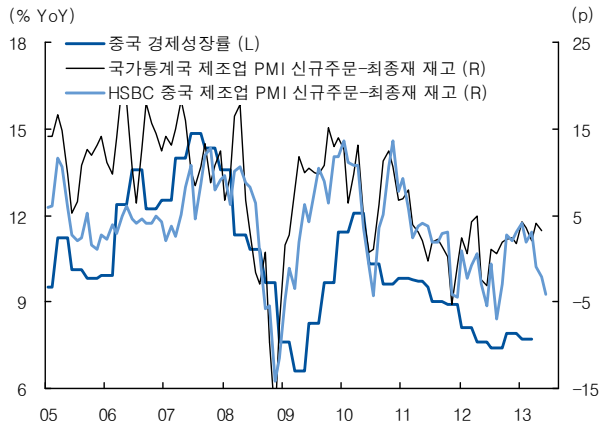
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 중국 돼지고기 가격 추이



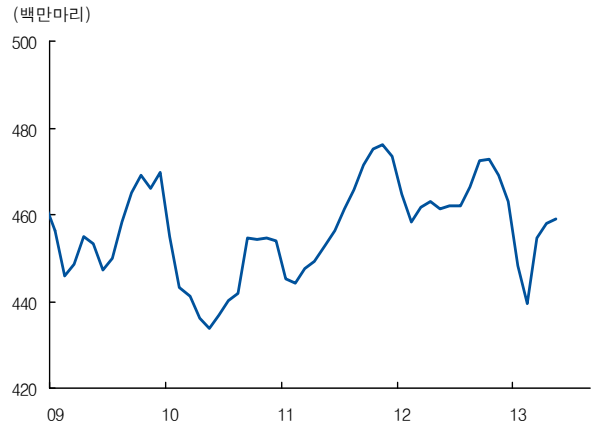
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 중국 경제 성장률(하반기 7.5% 하회 가능성)



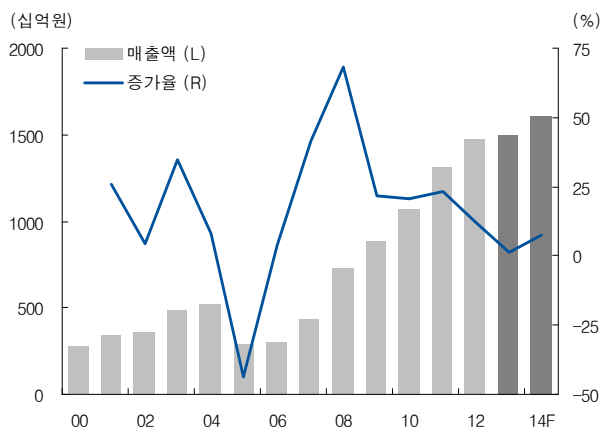
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 중국 돼지 사육 두수



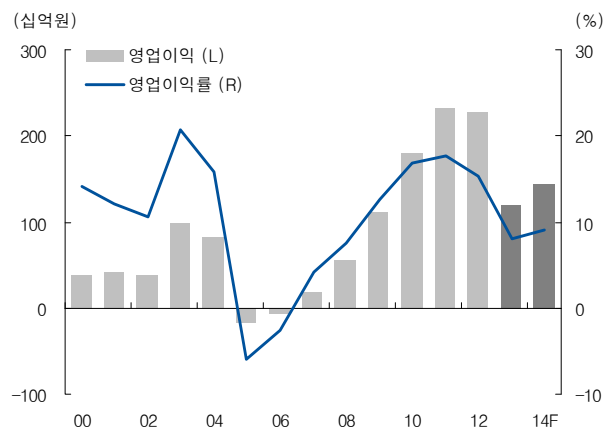
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 해외 바이오 매출액 및 증가율 전망



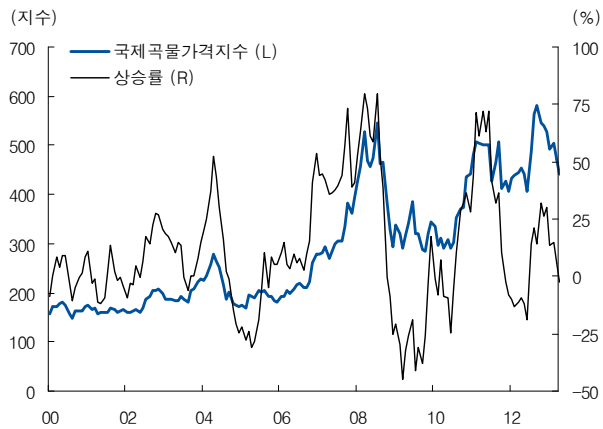
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 해외 바이오 영업이익 및 영업이익률 전망



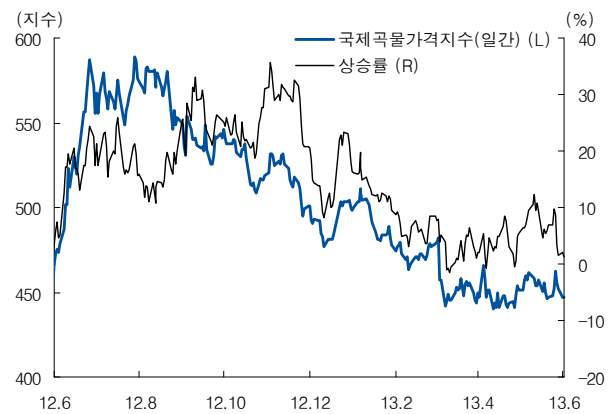
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 국제곡물가격 추이 및 상승률(장기)



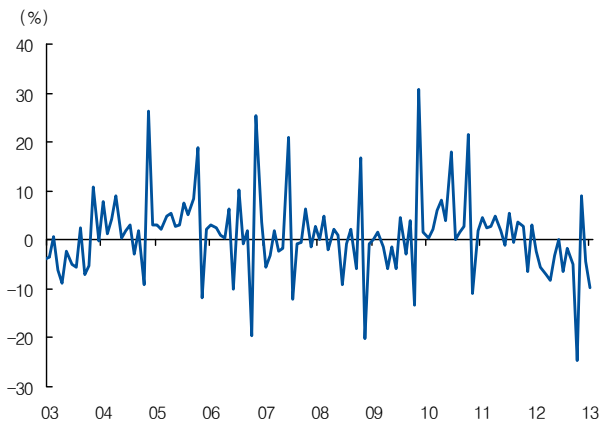
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 국제곡물가격 추이 및 상승률(단기)



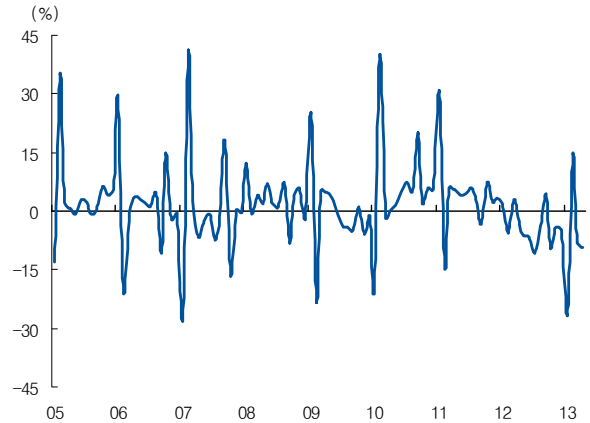
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 대형마트 매출(식품+비식품) 증가율



자료: 지식경제부 「주요 유통업체 매출동향」 KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 대형마트 식품 매출 증가율



자료: 지식경제부 「주요 유통업체 매출동향」 KDB대우증권 리서치센터

CJ제일제당 (097950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	9,878	11,167	12,208	13,158
매출원가	7,697	8,744	9,547	10,276
매출총이익	2,181	2,423	2,661	2,882
판매비외관리비	1,565	1,899	2,075	2,224
조정영업이익	616	525	586	658
영업이익	616	525	586	658
비영업손익	-191	-190	-178	-161
순금융비용	136	141	170	166
관계기업등 투자손익	-24	1	1	1
세전계속사업손익	425	335	408	497
계속사업법인세비용	114	90	106	129
계속사업이익	311	246	302	368
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	311	246	302	368
지배주주	255	211	257	318
비지배주주	56	35	45	50
총포괄이익	260	330	386	452
지배주주	209	301	347	408
비지배주주	51	29	39	44
EBITDA	925	742	922	997
FCF	-475	-221	233	194
EBITDA마진을 (%)	9.4	6.7	7.6	7.6
영업이익률 (%)	6.2	4.7	4.8	5.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	1.9	2.1	2.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	3,364	3,600	4,005	4,455
현금 및 현금성자산	557	298	463	661
매출채권 및 기타채권	1,300	1,437	1,510	1,627
재고자산	1,139	1,288	1,408	1,518
기타유동자산	264	298	326	351
비유동자산	9,000	9,849	10,053	10,302
관계기업투자등	151	189	190	191
유형자산	5,575	6,138	6,221	6,351
무형자산	1,606	1,614	1,615	1,616
자산총계	12,364	13,449	14,059	14,757
유동부채	3,389	3,688	3,780	3,910
매입채무 및 기타채무	987	1,116	1,220	1,314
단기금융부채	2,038	2,160	2,110	2,110
기타유동부채	364	412	450	485
비유동부채	3,754	4,232	4,389	4,531
장기금융부채	2,927	3,393	3,549	3,687
기타비유동부채	757	765	766	770
부채총계	7,143	7,920	8,169	8,441
지배주주지분	2,975	3,252	3,574	3,957
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	895	898	898	898
이익잉여금	2,052	2,237	2,468	2,761
비지배주주지분	2,247	2,278	2,316	2,360
자본총계	5,221	5,529	5,890	6,317

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	805	342	699	706
당기순이익	311	246	302	368
비현금수익비용가감	652	492	620	629
유형자산감가상각비	275	170	287	290
무형자산상각비	34	48	49	49
기타	-203	-64	-25	-25
영업활동으로인한자산및부채의변동	-53	-291	-117	-162
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-31	-254	-73	-118
재고자산 감소(증가)	-83	-135	-120	-110
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	228	95	104	95
법인세납부	-104	-105	-106	-129
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,156	-714	-420	-423
유형자산처분(취득)	-971	-662	-370	-420
무형자산감소(증가)	-160	-50	-50	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	117	32	-40	0
기타투자활동	-142	-34	40	48
재무활동으로 인한 현금흐름	456	108	-114	-86
장단기금융부채의 증가(감소)	362	-53	-100	0
자본의 증가(감소)	72	2	0	0
배당금의 지급	-25	-25	-25	-25
기타재무활동	47	-204	-194	-198
현금의증가	78	-259	165	198
기초현금	479	557	298	463
기말현금	557	298	463	661

자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	20.1	17.7	14.5	11.7
P/CF (x)	9.1	8.7	6.3	5.7
P/B (x)	3.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA (x)	12.3	14.6	11.7	10.8
EPS (원)	17,692	14,607	17,831	22,059
CFPS (원)	39,179	29,700	41,155	45,580
BPS (원)	102,046	120,615	142,889	169,391
DPS (원)	1,800	1,800	1,800	1,800
배당성향 (%)	10.0	12.0	9.9	8.0
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	51.1	13.1	9.3	7.8
EBITDA증가율 (%)	44.3	-19.7	24.2	8.1
영업이익증가율 (%)	33.8	-14.7	11.6	12.3
EPS증가율 (%)	-16.4	-17.4	22.1	23.7
매출채권 회전율 (회)	8.3	9.1	9.3	9.4
재고자산 회전율 (회)	8.9	9.2	9.1	9.0
매입채무 회전율 (회)	17.9	16.4	16.2	16.1
ROA (%)	2.6	1.9	2.2	2.6
ROE (%)	9.0	6.8	7.5	8.5
ROIC (%)	5.2	4.1	4.4	4.8
부채비율 (%)	136.8	143.2	138.7	133.6
유동비율 (%)	99.2	97.6	106.0	113.9
순차입금/자기자본 (%)	82.5	90.0	83.2	76.6
영업이익/금융비용 (x)	3.7	3.1	3.0	3.3

CJ제일제당

라이신 가격 반응은?

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 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 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

