

CJ제일제당 097950

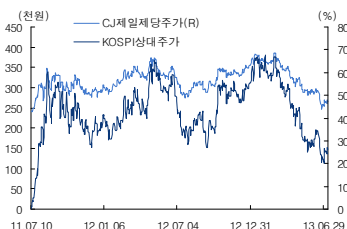
Jul 12, 2013

Trading Buy [하향]
TP 330,000원 [하향]

Company Data

현재가(07/11)	274,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	386,500 원
52 주 최저가(보통주)	247,000 원
KOSPI (07/11)	1,877.60
KOSDAQ (07/11)	527.25
자본금	721 억원
시가총액	34,842 억원
발행주식수(보통주)	1,310 만주
발행주식수(우선주)	133 만주
평균거래량(60 일)	7.7 만주
평균거래대금(60 일)	223 억원
외국인지분(보통주)	16.46%
주요주주	
CJ 외 6인	38.00%
국민연금공단	9.57%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.6%	-26.3%	-12.2%
상대주가	-1.8%	-19.8%	-12.0%

라이신 판가 안정화와 구조조정 효과가 나와야

2Q13 Preview: 컨센서스 하회, 가공식품 둔화 및 라이신 판가 하락 영향

연결 매출 2조 5,492억원(+4.4%YoY), 영업이익 1,224억원(-16.9%YoY), 순이익 554억원(+11.2%YoY)으로 당사 및 컨센서스를 하회할 전망. 가공식품의 성장둔화로 식품매출은 -0.3%YoY 감소하나, 비용관리를 통해 영업이익률 5.1%(1.0%pYoY 상승)로 수익성 개선 예상. 반면, 생명공학은 매출 -3.3%YoY 감소, 영업이익률 8.0%(-3.8%pYoY 하락)로 중국 라이신판가 하락에 따른 매출 및 수익성 둔화가 지속. 라이신가격은 중국시장의 과잉공급 등으로 2분기 평균 1,600\$/ton수준으로 하락. 물류는 경기둔화 및 CJ GLS와 합병 비용 발생으로 부진 지속 전망

라이신 판가의 반등 시점과 식품부문의 구조조정 효과가 관건

1) 중국 라이신 판가는 공급과잉으로 당분간 가격변동성이 지속될 전망. 이는 경쟁사인 GBT의 재고증가와 중소 라이신 생산업체의 물량 확대에 기인. 최근 판가 1,600\$/ton 수준에서는 수익성 둔화가 예상되어 조기에 안정화되지 않을 경우, 하반기 가이드선 달성이 어려울 전망. 2) 2분기부터 진행되고 있는 가공식품의 구조조정(적자품목 축소 및 정리)은 하반기에도 진행될 예정으로 외형 둔화는 불가피. 저수익 제품군에 대한 축소 및 철수, 판관비용 절감 등이 향후 수익성 개선에 영향을 미칠 전망. 2013년 매출액 10조 4,904억원(+6.2%YoY), 영업이익 6,397억원(+3.9%YoY)으로 기존 추정치를 하향 조정

주가는 바닥권 수준이나, 모멘텀이 부족

최근 주가하락은 1) 중국 라이신 판가 하락 우려, 2) 2분기 실적 하회 가능성, 3) 그룹 리스크 등에 기인. 연간 수익 전망치 수정을 반영해 목표주가를 330,000원으로 하향하며, 라이신판가 안정화까지 주가 모멘텀이 크지 않을 것으로 보여 투자 의견 Trading Buy 제시

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	6,538	9,878	10,490	11,277	12,010
YoY(%)	15.3	51.1	6.2	7.5	6.5
영업이익 (십억원)	454	616	623	692	763
OP 마진(%)	6.9	6.2	5.9	6.1	6.4
순이익 (십억원)	314	311	338	410	475
EPS(원)	23,141	19,299	20,953	25,507	29,581
YoY(%)	-57.5	-16.6	8.6	21.7	16.0
PER(배)	12.5	18.4	12.8	10.5	9.1
PCR(배)	5.8	5.1	3.4	3.2	3.1
PBR(배)	1.5	1.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	15.4	12.2	11.3	10.5	9.7
ROE(%)	10.8	9.0	8.9	10.0	10.5



| 음식료 |

연구위원 정성훈

3771-9321

jshoon71@iprovest.com

도표 1. 2분기 Preview: 시장컨센서스 하회 전망

(십억원)	2Q13E	%YoY	%QoQ	2Q12A	1Q13A	컨센서스	차이
매출액	2,549.2	4.4	4.1	2,440.8	2,448.4	2,666.2	(4.4)
영업이익	122.4	(16.9)	(2.3)	147.3	125.2	129.9	(5.8)
순이익	55.4	11.2	(46.1)	49.8	102.8	59.9	(7.5)

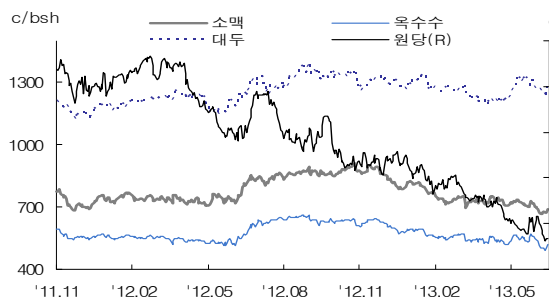
자료: CJ제일제당, 교보증권 리서치센터(대한통운 포함)

도표 2. 생명공학 및 식품 실적 저조: 구조조정 효과 및 판관비용 효율화와 라이신판가의 조기 안정화가 필요한 시점

(억원)	2012				2013E				연간실적		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	2012	2013E	가이드스
매출액	23,716	24,408	26,426	24,226	24,484	25,492	28,126	26,803	98,775	104,904	129,000
yoy	45.8%	55.4%	50.9%	52.4%	3.2%	4.4%	6.4%	10.6%	51.1%	6.2%	30.6%
식품부문	12,435	12,423	14,580	12,382	13,201	12,566	15,102	13,017	51,820	53,887	56,500
yoy	3.2%	8.3%	12.1%	8.2%	6.2%	1.2%	3.6%	5.1%	8.0%	4.0%	9.0%
식품	9,567	9,299	11,050	8,933	9,606	9,271	11,378	9,209	38,849	39,463	41,500
yoy	2.5%	6.3%	9.6%	7.5%	0.4%	-0.3%	3.0%	3.1%	6.5%	1.6%	6.8%
사료	2,868	3,124	3,530	3,449	3,595	3,296	3,724	3,809	12,971	14,424	15,000
생명공학	4,669	4,866	4,886	4,834	4,773	4,703	4,985	4,839	19,255	19,300	21,500
yoy	10.9%	14.8%	8.4%	8.4%	2.2%	-3.3%	2.0%	0.1%	10.6%	0.2%	11.7%
물류사업	6,612	7,119	6,960	7,010	6,510	8,222	8,039	8,946	27,700	31,717	51,000
yoy					-1.5%	15.5%	15.5%	27.6%		14.5%	84.1%
매출총이익	5,378	5,520	5,780	5,132	5,268	5,236	6,194	5,592	21,809	22,290	
margin	22.7%	22.6%	21.9%	21.2%	21.5%	20.5%	22.0%	20.9%	22.1%	2.2%	
식품부문	2,982	3,011	3,677	2,805	2,997	3,031	3,874	3,087	12,475	12,989	
margin	24.0%	24.2%	25.2%	22.7%	22.7%	24.1%	25.7%	23.7%	24.1%	24.1%	
식품	2,506	2,459	3,227	2,365	2,502	2,500	3,345	2,642	10,557	10,989	
사료	476	552	450	440	495	531	529	446	1,918	2,000	
생명공학	1,750	1,803	1,486	1,827	1,771	1,506	1,637	1,786	6,866	6,700	
margin	37.5%	37.1%	30.4%	37.8%	37.1%	32.0%	32.8%	36.9%	35.7%	34.7%	
물류사업	646	706	617	500	500	699	683	719	2,468	2,601	
margin	9.8%	9.9%	8.9%	7.1%	7.7%	8.5%	8.5%	8.0%	8.9%	8.2%	
영업이익	1,691	1,473	1,710	1,279	1,252	1,224	1,964	1,958	6,155	6,397	7,750
margin	7.1%	6.0%	6.5%	5.3%	5.1%	4.8%	7.0%	7.3%	6.2%	6.1%	6.0%
yoy	56.0%	48.0%	3.2%	59.7%	-25.9%	-16.9%	14.9%	53.1%	35.6%	3.9%	25.9%
식품영업이익	638	515	911	490	473	640	1,005	669	2,554	2,787	2,850
margin	5.1%	4.1%	6.2%	4.0%	3.6%	5.1%	6.7%	5.1%	4.9%	5.2%	5.0%
생명공학영업이익	737	575	415	679	659	378	533	520	2,406	2,090	2,850
margin	15.8%	11.8%	8.5%	14.0%	13.8%	8.0%	10.7%	10.7%	12.5%	10.8%	13.3%
물류사업영업이익	315	383	384	342	120	206	426	768	1,424	1,520	2,050
margin	4.8%	5.4%	5.5%	4.9%	1.8%	2.5%	5.3%	8.6%	5.1%	4.8%	4.0%

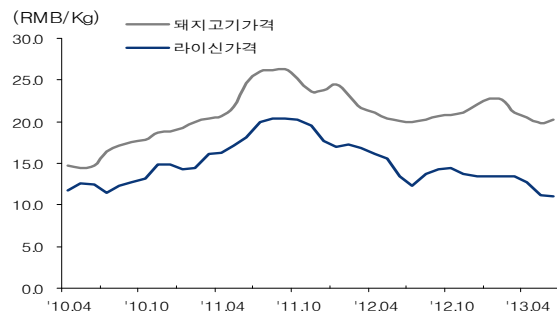
자료: CJ제일제당, 교보증권 리서치센터(2012년 영업이익은 개정전 IFRS 연결실적 기준)

도표 3. 하반기 곡물가격 하향안정화로 원가개선 기대



자료: Datastream, 교보증권 리서치센터

도표 4. 중국 라이신 판가 약세 지속



자료: Bloomberg, 중국사료협회, 교보증권 리서치센터

도표 5. 목표주가 330,000원 제시

세부 적정가치 산정(십억원)	Valuation 적용	적정가액
(A) CJ제일제당의 기업가치(①+②+③)		8,587.9
① CJ제일제당 영업가치(십억원)	FW 12개월 EV/EBITDA 7배(시장평균) 적용	6,846.4
② 비영업가치(십억원)	삼성생명, CJ대한통운 시장가치 20% 할인	1,230.6
③ 유희부동산가치(십억원)	공정가치의 30% 할인	511.0
(B) 순부채		4,360.3
CJ제일제당의 순기업가치(A-B)		4,227.6
적정주가(원)		331,952

자료: 교보증권 리서치센터

도표 6. PER Valuation으로도 330,000원 적정수준

		2010	2011	2012	2013E	2014E
CJ제일제당	PER(배)	4.0	12.5	18.4	12.8	10.5
	EPS(원)	54,396	23,141	19,299	20,953	25,507
	EV/EBITDA(배)	6.9	15.4	12.2	11.2	10.4
적용EPS						24,369
Target P/E						13.5
할증률(시장대비, %)						42.1
목표주가						328,975

자료: CJ제일제당, 교보증권 리서치센터(대한통운 포함)

[CJ제일제당 097950]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,538	9,878	10,490	11,277	12,010
매출원가	4,772	7,697	8,261	8,859	9,416
매출총이익	1,766	2,181	2,229	2,418	2,594
매출총이익률 (%)	27.0	22.1	21.2	21.4	21.6
판매비와관리비	1,308	1,565	1,606	1,725	1,832
영업이익	454	616	623	692	763
영업이익률 (%)	6.9	6.2	5.9	6.1	6.4
EBITDA	635	925	921	979	1,039
EBITDA Margin (%)	9.7	9.4	8.8	8.7	8.6
영업외손익	7	-191	-151	-134	-116
관계기업손익	0	-13	0	0	0
금융수익	296	196	169	184	200
금융비용	-259	-315	-295	-293	-296
기타	-30	-59	-25	-25	-20
법인세비용차감전순이익	461	425	472	558	647
법인세비용	147	114	135	148	171
계속사업순이익	314	311	338	410	475
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	314	311	338	410	475
당기순이익률 (%)	4.8	3.1	3.2	3.6	4.0
비지배지분순이익	13	56	61	74	85
지배지분순이익	301	255	277	337	390
지배순이익률 (%)	4.6	2.6	2.6	3.0	3.2
매도가능금융자산평가	-194	58	58	58	58
기타포괄이익	27	-109	-109	-109	-109
포괄순이익	148	260	287	359	424
비지배지분포괄이익	12	51	56	70	83
지배지분포괄이익	136	209	231	289	342

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-288	805	120	571	642
당기순이익	314	311	338	410	475
비현금항목의 가감	340	652	766	749	746
감가상각비	176	275	265	254	245
외환손익	0	0	-22	-24	-19
지분법평가손익	0	12	0	0	0
기타	164	364	524	519	520
자산부채의 증감	-742	-53	-726	-334	-323
기타현금흐름	-200	-104	-258	-255	-257
투자활동 현금흐름	-1,420	-1,156	-391	-371	-371
투자자산	-154	8	8	8	8
유형자산	-726	-1,053	-270	-250	-250
기타	-540	-112	-129	-129	-129
재무활동 현금흐름	1,878	456	-48	3	4
단기차입금	688	-225	-25	-25	-25
사채	838	827	-25	25	25
장기차입금	936	270	-5	-5	-5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-56	-25	-25	-25	-25
기타	-528	-391	32	33	34
현금의 증감	172	78	-166	375	469
기초 현금	307	479	557	391	766
기말 현금	479	557	391	766	1,234
NOPLAT	309	450	445	509	561
FCF	-978	-346	-253	211	264

자료: CJ 제일제당, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	3,325	3,363	3,807	4,428	5,129
현금및현금성자산	479	557	391	766	1,234
매출채권 및 기타채권	1,352	1,301	1,391	1,503	1,611
재고자산	1,075	1,139	1,665	1,790	1,906
기타유동자산	419	366	361	369	377
비유동자산	8,014	9,000	8,998	8,989	8,992
유형자산	5,012	5,575	5,580	5,576	5,582
관계기업투자금	170	151	161	171	180
기타금융자산	734	813	801	789	777
기타비유동자산	2,098	2,461	2,456	2,454	2,454
자산총계	11,340	12,364	12,805	13,416	14,122
유동부채	3,780	3,389	3,376	3,376	3,374
매입채무 및 기타채무	1,081	1,267	1,306	1,357	1,405
차입금	1,893	1,642	1,617	1,592	1,567
유동상채무	647	378	359	341	324
기타유동부채	159	103	94	85	78
비유동부채	2,863	3,753	3,766	3,832	3,899
차입금	1,154	1,169	1,164	1,159	1,154
전환증권	915	1,676	1,651	1,676	1,701
기타비유동부채	795	909	952	997	1,044
부채총계	6,643	7,143	7,143	7,208	7,273
지배지분	2,720	2,974	3,226	3,537	3,902
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	894	895	895	895	895
이익잉여금	1,844	2,052	2,303	2,614	2,979
기타자본변동	-297	-228	-228	-228	-228
비지배지분	1,977	2,247	2,437	2,672	2,947
자본총계	4,696	5,221	5,663	6,209	6,849
총차입금	4,663	4,947	4,878	4,859	4,841

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	23,141	19,299	20,953	25,507	29,581
PER	12.5	18.4	12.8	10.5	9.1
BPS	188,796	206,383	223,632	245,203	270,472
PBR	1.5	1.7	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	44,569	64,212	63,824	67,848	71,999
EV/EBITDA	15.4	12.2	11.3	10.5	9.7
SPS	505,970	755,195	800,885	860,952	916,913
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	-68,646	-24,044	-17,531	14,625	18,275
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	15.3	51.1	6.2	7.5	6.5
영업이익 증가율	2.4	35.5	1.2	11.1	10.1
순이익 증가율	-54.2	-1.1	8.6	21.5	15.9
수익성					
ROIC	5.3	5.5	5.1	5.6	6.0
ROA	3.5	2.2	2.2	2.6	2.8
ROE	10.8	9.0	8.9	10.0	10.5
안정성					
부채비율	141.4	136.8	126.1	116.1	106.2
순차입금비용	41.1	40.0	38.1	36.2	34.3
이자보상배율	6.2	3.7	3.8	4.3	4.7

CJ제일제당 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2010.10.28	매수	280,000	2012.02.17	매수	385,000
2010.12.28	매수	280,000	2012.03.28	매수	385,000
2011.01.31	매수	280,000	2012.05.04	매수	420,000
2011.03.09	매수	280,000	2012.06.18	매수	420,000
2011.04.08	매수	280,000	2012.07.27	매수	420,000
2011.04.29	매수	280,000	2012.11.02	매수	420,000
2011.06.27	매수	280,000	2013.01.08	매수	420,000
2011.08.30	매수	280,000	2013.03.04	매수	420,000
2011.09.30	매수	280,000	2013.05.03	매수	420,000
2011.10.26	매수	385,000	2013.07.12	Trading Buy	330,000
2012.01.11	매수	385,000			

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조서분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ 투자기간 및 투자등급 : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가

적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상

Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과이익 예상되나 불확실성 높은 경우

매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내

보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%