

CJ제일제당 (097950)

매수 (유지)

목표주가	400,000원
현재가 (8/1)	285,000원
KOSPI (8/1)	1,920.74pt
시가총액	3,857십억원
발행주식수	14,426천주
액면가	5,000원
52주 최고가	386,500원
최저가	247,000원
60일 일평균거래대금	19십억원
외국인 지분율	16.1%
배당수익률 (12.12월)	0.7%

주주구성	
CJ 외 6인	38.00%
국민연금공단	9.57%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	8%	-20%	-1%
절대기준	12%	-22%	1%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	400,000	400,000	-
EPS(13)	10,057	-	-
EPS(14)	20,273	-	-

CJ제일제당 주가추이



박애란

02 6915 5679
aeranp@ibks.com

긍정의 힘에 기대기!

- 2분기 연결 매출액 27,534억원(+12.8%, yoy)과 영업이익 798억원(-49.2%, OPM 2.9%) 시현
- 바이오사업 내 라이신 판가 급락이 수익성 약화의 주 요인
- 하반기 실적 모멘텀 약하나, 소재 및 가공식품 수익성 향상이 주가 버팀목으로 작용할 전망
- 투자 의견 매수와 목표주가 400,000원 유지

2013년 2분기, 너무나 실망스러운 실적

동사의 2분기 연결 실적은 매출액 27,534억원(+12.8%, yoy)과 영업이익 798억원(-49.2%, OPM 2.9%)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 모두 하회했다. 사업부문별로 살펴보면

[소재식품] 매출액 4,450억원(-1.4%, yoy)과 영업이익 162억원(-39.6%, OPM 3.6%)

: 매출액은 1월 밀가루가격 8.8% 인상에도 불구하고 3월 설탕가격 4~6% 인하로 인해 소폭 감소했다. 하지만 수익성은 원재료 투입단가와 원/달러 환율(2분기 평균 기준 2012년 1,152원→2013년 1,122원, -2.6%) 하락에 따라 개선되었다. 다만, 지난해 역기지효과(상고하저 흐름)로 인해 영업이익은 전년동기대비 39.6% 감소했다.

[가공식품] 매출액 4,471억원(-6.5%, yoy)과 영업이익 293억원(+48.7%, OPM 6.6%)

: 매출액은 경기 침체 속 소비심리 위축, 유통업체 규제 강화, 제품 구조조정 가속화 등으로 전년동기대비 6.5% 감소했다. 하지만 수익성은 지난해 기저효과, 적자 품목 철수, 마케팅비용 효율화 등을 기반으로 크게 향상되었다. 특히, 가공식품 판관비는 전년동기대비 약 100억원 감소한 것으로 파악된다.

[바이오] 매출액 3,789억원(+1.7%, yoy)과 영업이익 125억원(-79.7%, OPM 3.3%)

: 주요 품목인 라이신(매출비중 약 60%) 판매량은 중국 심양공장 증설(2012년 6월, Capa 10만톤)과 수출 향상에 따라 전년동기대비 24% 증가한 126,000톤을 기록했다. 하지만 중국 중심의 공급 과잉으로 인해 2분기 평균 판가가 1,540달러/톤(-30%, yoy)에 그쳐 수익성은 크게 악화되었다. 참고로 중국(매출비중 약 45%) 판가는 4월 1,600달러→5월 1,400달러→6월 1,300달러를 기록했다.

(단위: 십억원 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,538	9,878	10,780	11,747	12,925
영업이익	460	616	447	659	806
세전이익	461	425	249	501	659
지배주주순이익	314	311	176	355	467
EPS(원)	21,158	17,691	10,057	20,273	26,636
증가율(%)	-57.3	-16.4	-43.2	101.6	31.4
영업이익률(%)	7.0	6.2	4.1	5.6	6.2
순이익률(%)	4.8	3.1	1.6	3.0	3.6
ROE(%)	10.8	9.0	4.7	8.8	10.6
PER	13.7	20.1	28.3	14.1	10.7
PBR	3.2	3.7	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.6	12.3	13.7	10.8	9.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

www.ibks.com

본 조서분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.

[계약] 매출액 1,057억원(-7.4%, yoy)과 영업이익 59억원(-58.2%, OPM 5.6%)

: 계약부문 실적은 지난해 4월에 시행된 약가 일괄 인하 정책과 경기 침체 속 판매부진으로 인해 악화되었다. 다만, 고수익 ETC 제품의 매출비중 확대와 부진 SKU 정리 등을 통해 원가구조가 개선되어 매출총이익률은 전년동기대비 7.9%p 상승했다.

[자료] 매출액 3,944억원(+26.2%, yoy)과 영업이익 126억원(흑전, OPM 3.2%)

: 매출액은 동남아시아 시장 수요 확대에 따른 판매량 증가(매출비중 국내 33% vs. 해외 67%)에 따라 전년동기대비 26.2% 증가했다. 투입원가 상승(고가에 매입한 곡물 재고 반영)이 수익성 향상을 다소 제한했으나, 기저효과에 따라 흑자 전환했다.

[물류] 매출액 10,548억원(+47.9%, yoy)과 영업이익 142억원(-66.3%, OPM 13.5%)

: 매출액은 CJ GLS와의 합병 영향으로 증가했으나 수익성은 시장경쟁 심화, 합병 초기 일회성 비용 발생, 인프라 증설에 따른 고정비 증가, 택배 요율 하락, 5월 화물연대 파업 등으로 인해 큰 폭으로 감소했다.

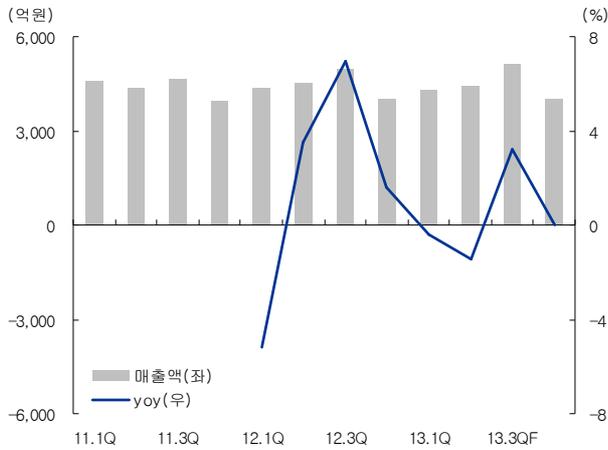
표 1. K-IFRS 연결 기준 분기 및 연간 실적

(단위: 억원, %, %p)

구분	2012					2013F					YoY(% , %p)				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q(P)	3Q(F)	4Q(F)	연간F	1Q	2Q(P)	3Q(F)	4Q(F)	연간F
매출액	23,716	24,408	26,426	24,226	98,775	24,484	27,534	28,984	26,801	107,803	3.2	12.8	9.7	10.6	9.1
식품	9,567	9,299	11,050	8,933	38,849	9,606	8,921	11,056	8,820	38,403	0.4	-4.1	0.1	-1.3	-1.1
소재	4,339	4,515	4,978	4,016	17,848	4,321	4,450	5,139	4,016	17,926	-0.4	-1.4	3.2	0.0	0.4
가공	5,228	4,784	6,072	4,917	21,001	5,285	4,471	5,917	4,804	20,477	1.1	-6.5	-2.6	-2.3	-2.5
생명공학	4,669	4,866	4,886	4,834	19,255	4,773	4,846	4,808	5,016	19,442	2.2	-0.4	-1.6	3.8	1.0
바이오	3,572	3,724	3,754	3,689	14,739	3,816	3,789	3,761	3,956	15,322	6.8	1.7	0.2	7.2	4.0
계약	1,097	1,142	1,132	1,145	4,516	957	1,057	1,047	1,059	4,120	-12.8	-7.4	-7.5	-7.5	-8.8
사료	2,868	3,124	3,530	3,449	12,971	3,595	3,944	4,441	3,966	15,946	25.3	26.2	25.8	15.0	22.9
물류	6,615	7,131	6,973	7,013	27,732	6,523	10,548	8,680	8,999	34,750	-1.4	47.9	24.5	28.3	25.3
매출총이익	5,378	5,520	5,781	5,131	21,809	5,268	5,102	5,708	5,531	21,608	-2.0	-7.6	-1.3	7.8	-0.9
영업이익	1,584	1,569	1,715	1,279	6,147	1,252	798	1,219	1,198	4,467	-21.0	-49.2	-28.9	-6.3	-27.3
식품	489	465	839	309	2,102	399	455	761	449	2,064	-18.4	-2.2	-9.3	45.3	-1.8
소재	99	268	315	152	834	111	162	252	271	796	12.1	-39.6	-20.1	78.3	-4.6
가공	390	197	524	157	1,268	288	293	509	178	1,268	-26.2	48.7	-2.9	13.2	0.0
생명공학	691	756	551	780	2,778	659	184	246	378	1,467	-4.6	-75.7	-55.3	-51.5	-47.2
바이오	596	615	424	633	2,268	616	125	188	317	1,246	3.4	-79.7	-55.7	-50.0	-45.1
계약	95	141	127	147	510	43	59	58	61	222	-54.7	-58.2	-54.0	-58.2	-56.5
사료	103	-4	26	46	171	74	126	144	139	483	-28.2	흑전	455.1	201.8	182.5
물류	363	422	329	176	1,290	143	142	180	230	695	-60.6	-66.3	-45.3	30.5	-46.1
순이익	1,028	498	1,051	531	3,107	467	37	637	622	1,763	-54.6	-92.6	-39.4	17.0	-43.3
매출총이익률	22.7	22.6	21.9	21.2	22.1	21.5	18.5	19.7	20.6	20.0	-1.2	-4.1	-2.2	-0.5	-2.0
영업이익률	6.7	6.4	6.5	5.3	6.2	5.1	2.9	4.2	4.5	4.1	-1.6	-3.5	-2.3	-0.8	-2.1
식품	5.1	5.0	7.6	3.5	5.4	4.2	5.1	6.9	5.1	5.4	-1.0	0.1	-0.7	1.6	0.0
소재	2.3	5.9	6.3	3.8	4.7	2.6	3.6	4.9	6.8	4.4	0.3	-2.3	-1.4	3.0	-0.2
가공	7.5	4.1	8.6	3.2	6.0	5.4	6.6	8.6	3.7	6.2	-2.0	2.4	0.0	0.5	0.2
생명공학	14.8	15.5	11.3	16.1	14.4	13.8	3.8	5.1	7.5	7.5	-1.0	-11.7	-6.2	-8.6	-6.9
바이오	16.7	16.5	11.3	17.2	15.4	16.1	3.3	5.0	8.0	8.1	-0.5	-13.2	-6.3	-9.2	-7.3
계약	8.7	12.3	11.2	12.8	11.3	4.5	5.6	5.6	5.8	5.4	-4.2	-6.8	-5.6	-7.0	-5.9
사료	3.6	-0.1	0.7	1.3	1.3	2.1	3.2	3.3	3.5	3.0	-1.5	3.3	2.5	2.2	1.7
물류	5.5	5.9	4.7	2.5	4.7	2.2	1.3	2.1	2.6	2.0	-3.3	-4.6	-2.6	0.0	-2.7
순이익률	4.3	2.0	4.0	2.2	3.1	1.9	0.1	2.2	2.3	1.6	-2.4	-1.9	-1.8	0.1	-1.5

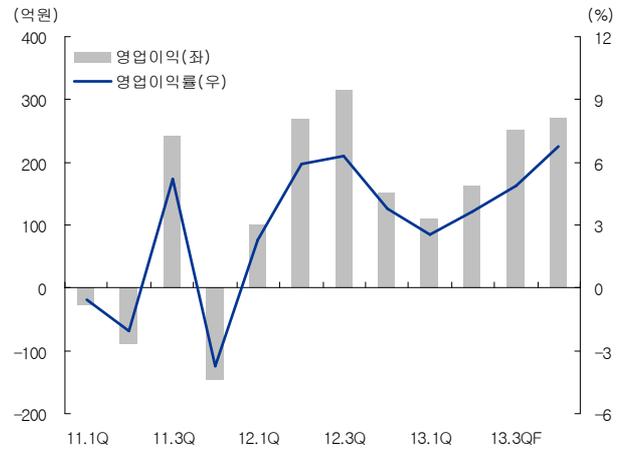
주: 물류부문은 CJ대한통운 연결 실적으로 작성, 합산 금액과 차이 소폭 존재
 자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 1. 소재식품사업 매출액



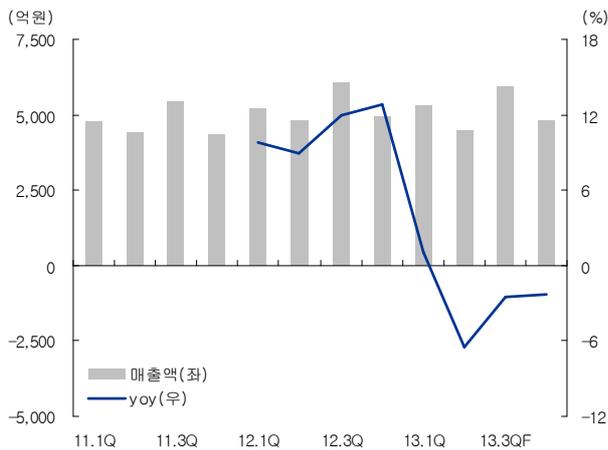
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 2. 소재식품사업 수익성



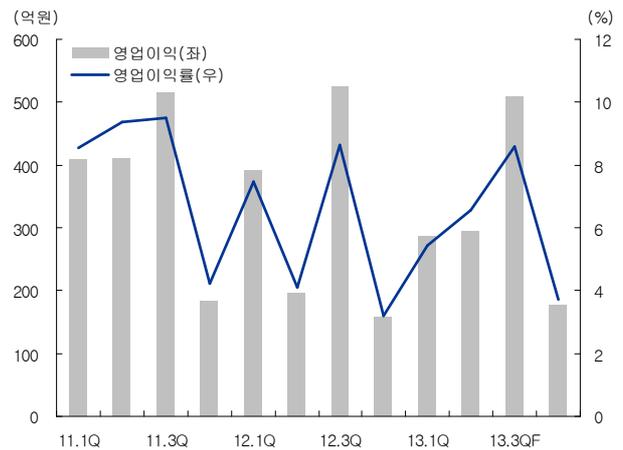
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 3. 가공식품사업 매출액



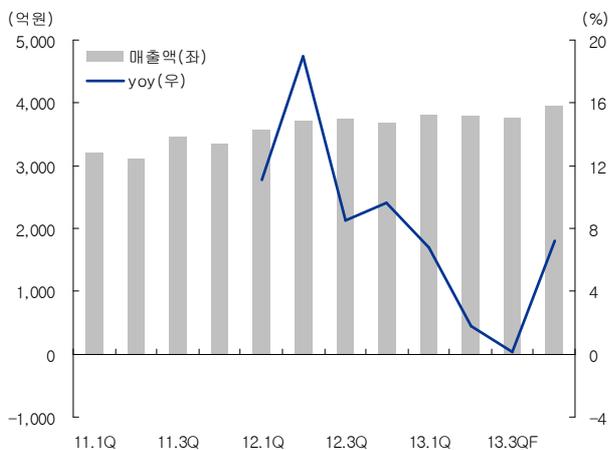
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 4. 가공식품사업 수익성



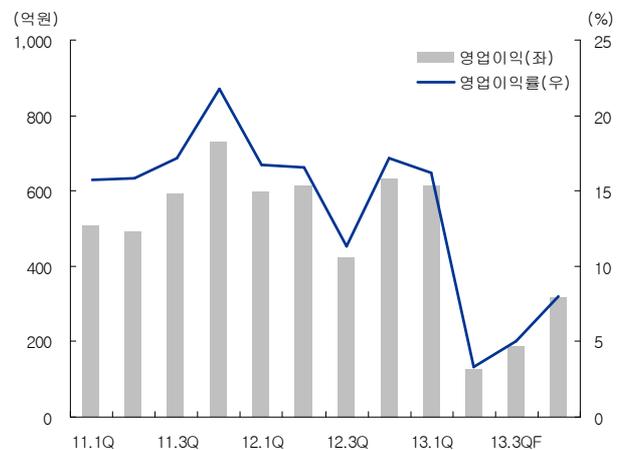
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 5. 바이오사업 매출액



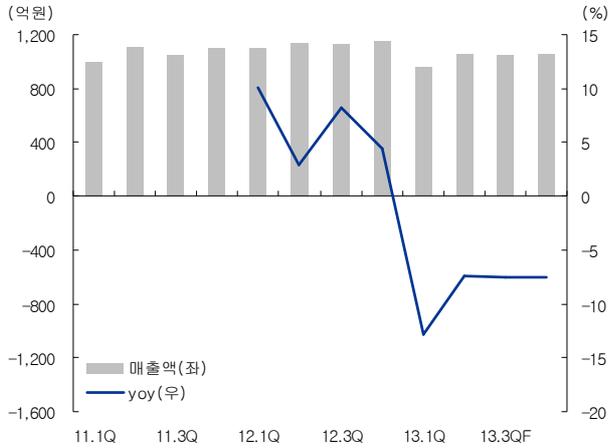
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 6. 바이오사업 수익성



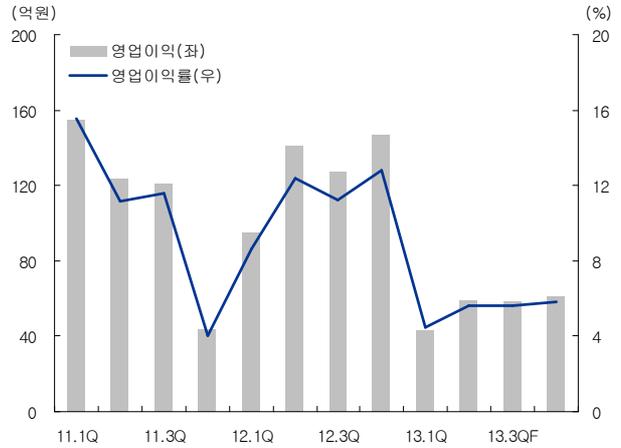
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 7. 제약사업 매출액



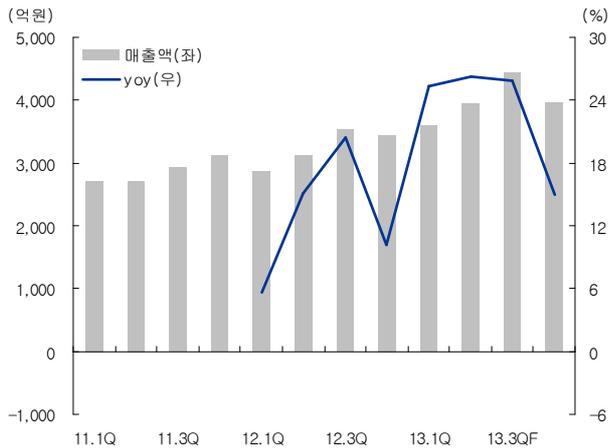
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 8. 제약사업 수익성



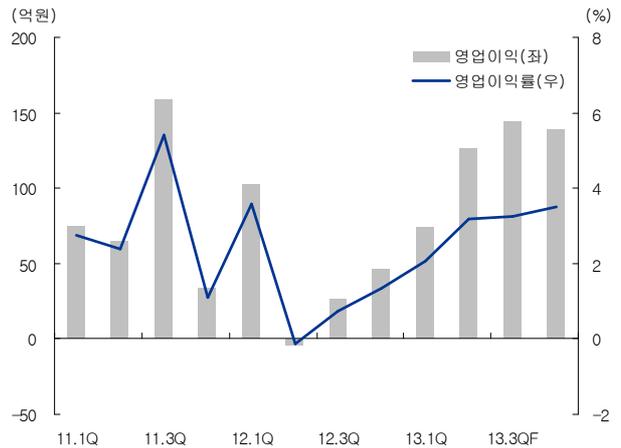
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 9. 사료사업 매출액



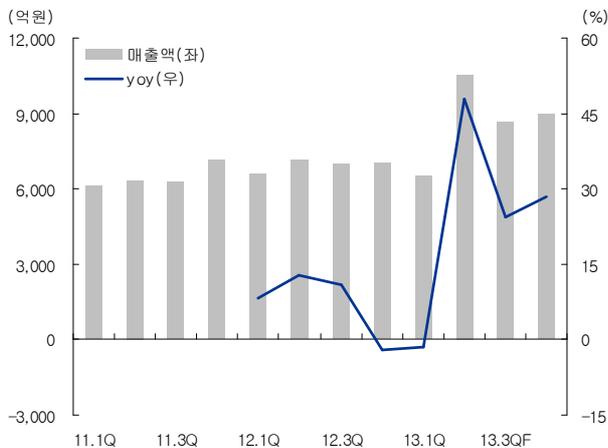
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 10. 사료사업 수익성



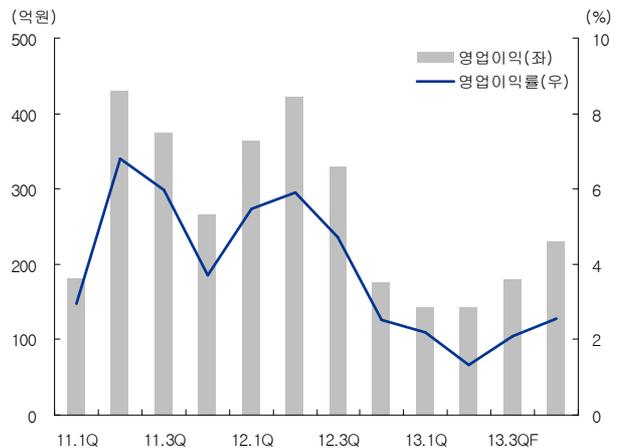
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 11. 물류사업 매출액



주: CJ대한통운 연결 실적 기준
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

그림 12. 물류사업 수익성



주: CJ대한통운 연결 실적 기준
자료: CJ제일제당, IBK투자증권

2013년 하반기, 단기 실적보다는 장기 가능성에 집중하기

투자의견 매수와
목표주가 400,000원 유지

동사의 2분기 실적은 향후 전망에 대한 기대감을 가지기 어려울 만큼 부진했다. 또한 2011년부터 기업가치 상승을 주도했던 바이오사업의 성장성과 수익성도 크게 훼손되었다. 당분간 라이신 공급 과잉 이슈가 지속됨에 따라 실적개선 속도도 더딜 전망이다. 연간 영업이익의 약 50%를 차지하는 바이오사업 내 라이신 판가 반등이 본격화되지 않는 한 전사적인 실적향상 가능성도 낮다. 실제로 소재식품과 가공식품 수익성이 상반기보다 향상된다는 가정 하에서도 3분기 연결 영업이익은 전년동기대비 28.9% 감소한 1,219억원에 그칠 전망이다. 연간 가이던스(CJ대한통운 제외 기준 5,700억원)도 하회할 수밖에 없다.

상기한 바처럼 실적 모멘텀은 약하나 동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 400,000원을 유지한다. 그 이유는 1)2분기 실적 불확실성은 해소되었고 하반기에는 2)소재식품: 투입원가 하락에 따른 수익성 향상, 3)가공식품: 제품 슬림화를 통한 수익성 재고, 4)물류: 합병 초기 발생했던 일회성 비용 절감 등이 주가의 버팀목으로 작용할 전망이다. 또한 최근 국제 곡물가격 하락에 따라 음료업종 내 소재식품업체의 투자매력이 부각될 수 있는 점도 긍정적이다.

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

