KDB대우증권 리서치센터

CJ제일제당 (097950)

지금은 모두가 잠든 새벽 3시

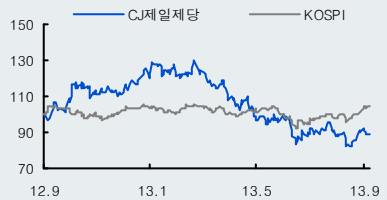
음식료

Company Report
2013. 9. 23

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	350,000
현재주가(13/09/17,원)	265,000
상승여력	32%

영업이익(13F,십억원)	445
Consensus 영업이익(13F,십억원)	483
EPS 성장률(13F,%)	4.4
MKT EPS 성장률(13F,%)	21.8
P/E(13F,x)	14.4
MKT P/E(13F,x)	10.3
KOSPI	2,005.58
시가총액(십억원)	3,471
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	59.2
외국인 보유비중(%)	13.9
베타(12M,일간수익률)	0.71
52주 최저가(원)	240,000
52주 최고가(원)	390,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.2	-24.3	-8.9
상대주가	-4.3	-25.3	-9.1



음식료/담배

백운목
02-768-4158
wm.baek@dwsec.com

3분기 이익, 식품은 호조, 라이신은 급락

3분기 연결 매출액은 14.3% 증가, 영업이익은 19.6% 감소, 세전이익은 65.9% 증가할 전망이다. CJ대한통운을 제외한 본업인 CJ제일제당(가공식품, 소재식품, 바이오, 사료, 제약 등)의 매출액은 0.2% 증가, 영업이익은 16.8% 감소할 전망이다.

3분기 가공식품은 SKU 축소로 매출액은 감소하지만, 수익성 개선과 마케팅비용 절감으로 영업이익이 16.4% 증가할 전망이다. 소재식품(설탕, 밀가루, 유지, 전분당 등)은 국제 원재료가격 하락의 효과로 실제 투입가격이 하락하면서 영업이익이 19.0% 증가할 전망이다.

바이오(라이신 67%, 핵산 12%, 기타 21%)는 라이신의 판매가격 하락으로 영업이익이 손익분기점 수준까지 하락할 전망이다. 2012년 3분기 영업이익은 424억원이었다. 2013년 3분기 라이신 가격은 톤당 1,510달러(중국 1,300달러, 중국 제외 1,650~1,680달러)로 예상되어 2012년 3분기(1,880달러)보다 19.7% 하락할 전망이다. 3분기에 미국과 유럽은 흑자가 예상되지만, 중국(요성, 심양)은 손익분기점을 소폭 하회할 수 있다.

최근 라이신 가격, 유럽은 주문 늘면서 강보합세, 중국은 바닥 확인 후 미미한 반등

2013년 4분기 영업이익(CJ제일제당 본업)도 33.0% 감소할 전망이다. 가공식품과 소재식품의 영업이익은 비용 축소로 증가하지만, 바이오에서 라이신 가격 하락(12년 4분기 1,990달러에서 13년 4분기 1,550달러)으로 영업이익이 90.0% 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

유럽 라이신 시장에서는 대두가격의 강세로 라이신 수요가 증가했고 라이신 가격도 강보합세를 보이고 있다. 현재 대두와 옥수수(라이신의 원재료) 스프레드는 대두보다 라이신 수요를 촉진시킬 수 있는 수준으로 판단된다. **특히, 최근 유럽에서 중국산 저가의 라이신 물량이 크게 감소해 2013년 4분기와 2014년 1분기에 라이신 가격이 강세를 보일 수 있다.**

중국 라이신 가격도 하락세를 멈추고 미미하지만 상승세로 돌아섰다. 현재 라이신 가격대에서는 이익을 낼 수 없는 구조이기 때문에 현재 수준 이하에서는 물량이 많이 나오지 않을 전망이다. 공급능력이 많아 상승은 어렵지만 하락은 지지될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 350,000원 유지

라이신 가격 반등에 대한 기대감이 많이 사라진 주가로 판단된다. 라이신 가격이 추가 하락하지 않는다면 주가의 추가 하락은 제한적일 전망이다. 라이신만 제외하면 원재료 가격 하락, 환율 하락, 가공식품 구조조정 효과 등 긍정적 이슈가 많다. 또, 2011~2013년 3년간의 과도한 투자가 2014년에는 크게 축소될 전망이다. **주가는 바닥을 확인 중이며, 느리지만 반등을 모색할 전망이다.** 투자의견은 매수, 목표주가는 350,000원을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	5,778	6,538	9,878	10,982	12,190	13,110
영업이익(십억원)	453	460	616	445	529	577
영업이익률 (%)	7.8	7.0	6.2	4.1	4.3	4.4
순이익(십억원)	658	302	255	266	218	263
EPS (원)	47,681	21,158	17,692	18,471	15,139	18,244
ROE (%)	29.3	11.2	9.0	8.5	6.3	6.9
P/E (배)	4.6	13.7	20.1	14.4	17.5	14.5
P/B (배)	1.2	2.8	3.5	2.3	1.9	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

과도했던 투자 축소 전망

언론에서 제약사업의 매각 가능성에 대해 보도했다. CJ제일제당은 매각을 고려하지 않는다는 부인 공시를 냈다.

2013년 연간 CJ제일제당의 제약사업 매출액은 4,350억원, 영업이익은 200억원으로 예상된다. 영업이익률은 4.6%로 CJ제일제당 본업의 영업이익률 5.3%보다 낮다. CJ제일제당 본업(CJ대한통운 제외)에서 제약사업의 매출비중은 6.0%이다. 영업이익 비중은 5.0%이다. 제약사업 내 매출비중은 전문의약품(ETC) 82%, 일반의약품(OTC) 13%이다. 시장점유율은 2.4%이다.

CJ제일제당의 연결 총 순차입금은 5.6조원, CJ제일제당 본업의 순차입금은 4.3조원이다. 2011~2013년에 해외 바이오와 국내외 기업 투자가 과도하게 이루어지면서 차입금이 급증했다. 2014년 이후에는 바이오 투자가 종료됨에 따라 정상적인 범위 내(CJ제일제당의 본업은 3천억원 정도)에서 투자가 이루어질 전망이다.

영업활동에 의한 현금흐름으로는 차입금을 단기간에 축소하기가 어렵다. **설비투자 및 계열사 투자 축소와 함께 삼성생명 보유 주식 매각, 가양동 부지 개발 등과 같은 대대적인 현금 창출 활동이 필요한 시기이다.**

표 1. CJ제일제당의 2013년 3분기 실적 (십억원, %)

	3Q12	2Q13	3Q13F		증감률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	2,643	2,753	3,020	2,872	14.3	9.7
영업이익	171	80	138	163	-19.6	72.7
세전이익	147	8	243	133	65.9	-
순이익	84	4	185	99	119.4	-
영업이익률	6.5	2.9	4.6	5.7	-	-
순이익률	3.2	0.1	6.1	3.4	-	-

주: CJ제일제당과 CJ대한통운이 포함된 연결 실적, CJ대한통운과 CJ GLS 합병 반영, 3분기 삼성생명 주식 매각 반영
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

표 2. CJ제일제당의 분기별 수익예상 (십억원, %)

	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	2,372	2,441	2,643	2,423	2,448	2,753	3,020	2,760	9,878	10,982	12,190
영업이익	158	157	171	129	125	80	138	102	616	445	529
세전이익	134	71	147	74	65	8	243	62	425	379	331
순이익	90	35	84	46	36	4	185	41	255	266	218
영업이익률	6.7	6.4	6.5	5.3	5.1	2.9	4.6	3.7	6.2	4.0	4.3
순이익률	3.8	1.4	3.2	1.9	1.5	0.1	6.1	1.5	2.6	2.4	1.8
매출액증가율	45.8	55.4	50.9	52.4	3.2	12.8	14.3	13.9	51.1	11.2	11.0
영업이익증가율	42.0	56.3	5.9	49.7	-21.0	-49.1	-19.6	-20.9	33.8	-27.7	18.9
세전이익증가율	11.6	-35.7	208.3	-59.8	-51.0	-89.1	65.9	-16.4	-7.9	-10.9	-12.6
순이익증가율	10.5	-51.7	225.2	-62.5	-59.8	-88.6	119.4	-10.6	-15.5	4.5	-18.0

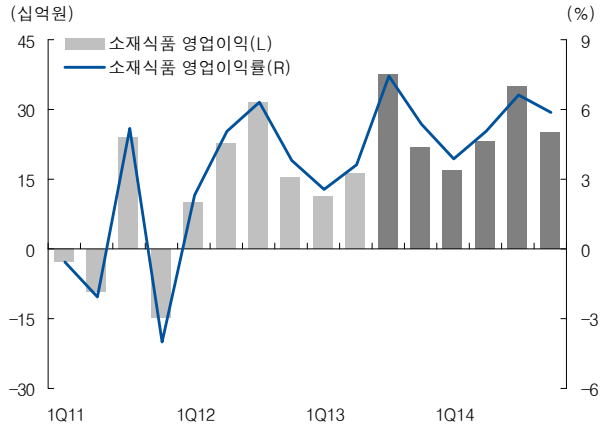
주: CJ제일제당과 CJ대한통운이 포함된 연결 실적, CJ대한통운과 CJ GLS 합병 반영, 2013년 3분기 삼성생명 주식 매각 반영
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

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	11,024	12,253	13,206	10,982	12,190	13,110	-0.4	-0.5	-0.7	바이오부문 이익 반영
영업이익	438	533	581	445	529	577	1.6	-0.7	-0.7	삼성생명 주식 매각 반영
세전이익	247	353	421	379	331	414	53.3	-6.3	-1.7	
순이익	156	228	269	266	218	263	70.7	-4.0	-2.1	
영업이익률	4.0	4.4	4.4	4.0	4.3	4.4	-	-	-	
순이익률	1.4	1.9	2.0	2.4	1.8	2.0	-	-	-	

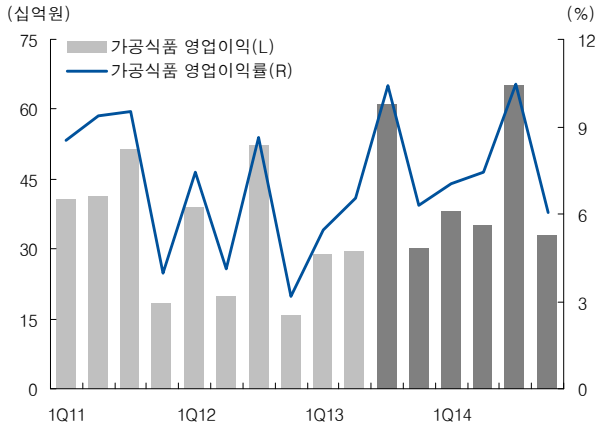
주: CJ제일제당과 CJ대한통운이 포함된 연결 실적, CJ대한통운과 CJ GLS 합병 반영, 2013년 3분기 삼성생명 주식 매각 반영
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 원가 하락으로 소재식품 영업이익 호조



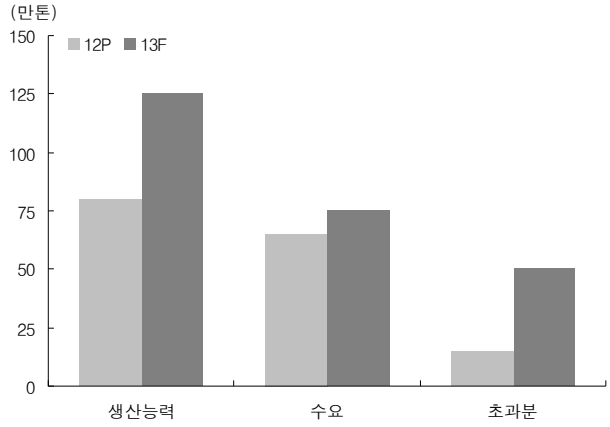
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. SKU 축소, 마케팅비용 감소로 가공식품 영업이익 증가



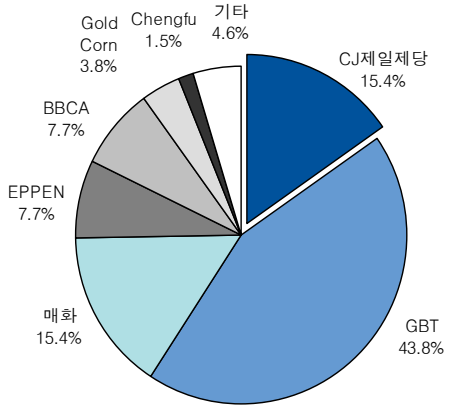
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 중국 라이신 생산능력이 수요를 크게 초과



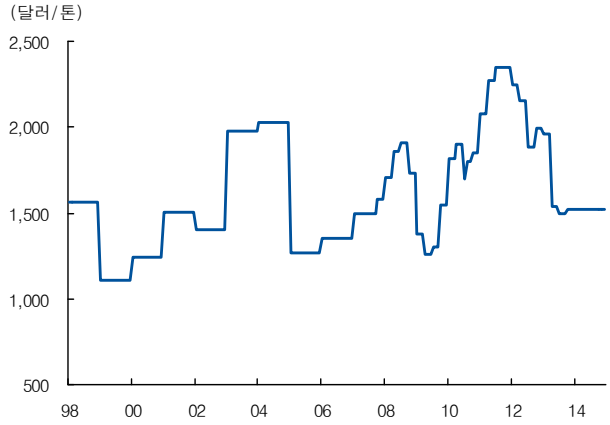
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 라이신 업체의 중국 생산능력 점유율



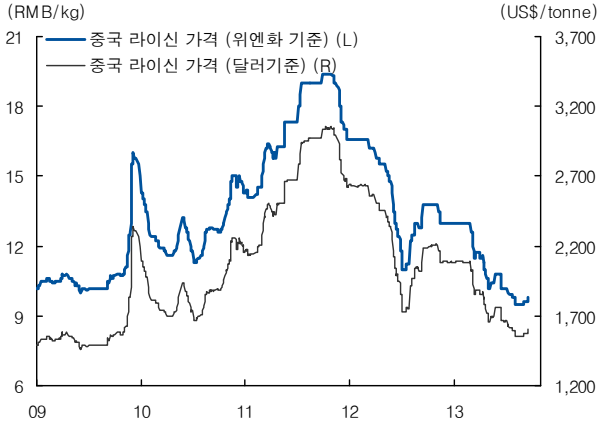
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 세계 라이신 가격 하락세 멈춰, 유럽은 강보합세



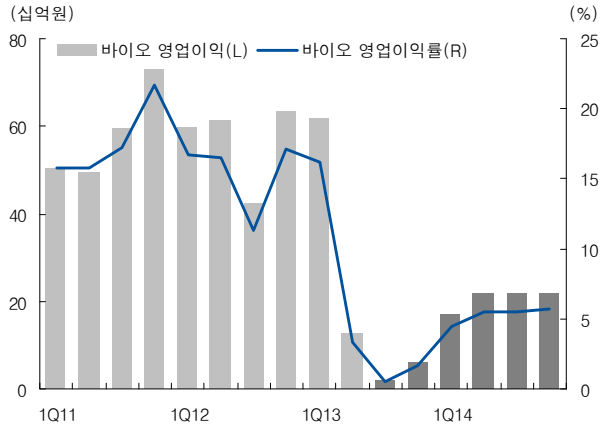
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 중국 라이신 가격 하락세 멈추고 미미하게 반등



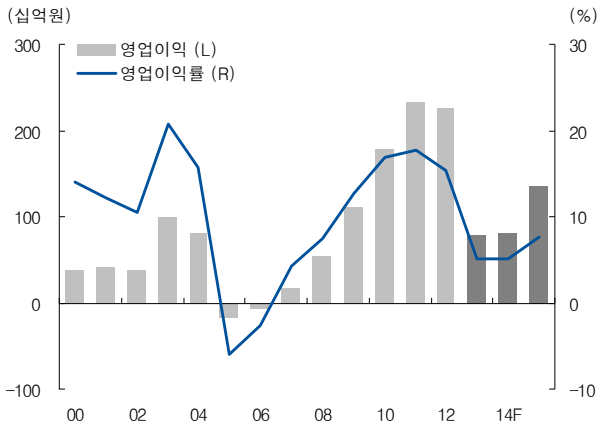
자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 2013년 3~4분기 바이오 영업이익은 손익분기점 정도



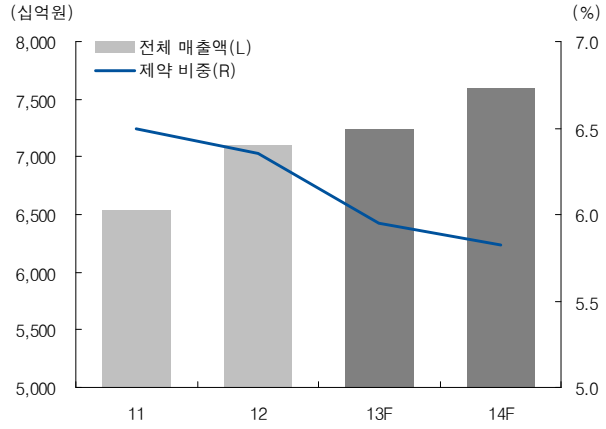
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 2014년 연간으로 바이오 이익 증가 가능



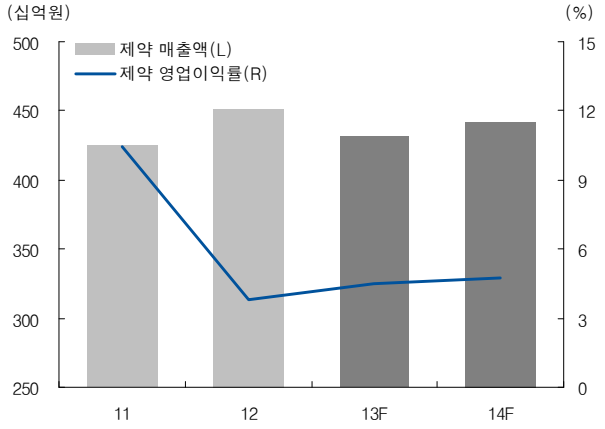
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 제약사업이 CJ제일제당의 본업에서 차지하는 비중은 6% 정도



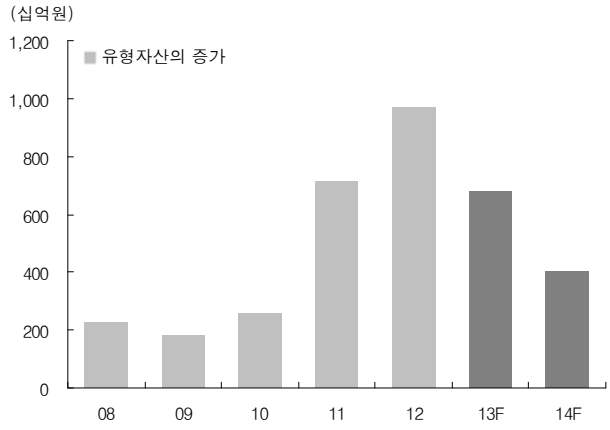
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 제약사업의 매출액과 영업이익률, 이익의 변동성 심해



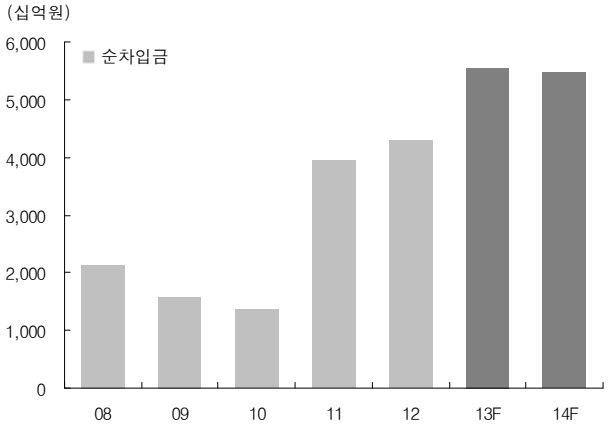
자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 해외 바이오 투자로 전체 투자액 급증, 2014년부터 크게 축소



자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 투자 축소로 순차입금은 2014년부터 감소



자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

CJ제일제당 (097950)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	**9,878**	**10,982**	**12,190**	**13,110**
매출원가	**7,697**	**8,643**	**9,589**	**10,298**
매출총이익	**2,181**	**2,339**	**2,601**	**2,812**
판매비와관리비	**1,565**	**1,894**	**2,072**	**2,235**
조정영업이익	**616**	**445**	**529**	**577**
영업이익	**616**	**445**	**529**	**577**
비영업손익	**-191**	**-66**	**-198**	**-163**
순금융비용	136	140	154	152
관계기업등 투자손익	-24	-1	0	0
세전계속사업손익	425	379	331	414
계속사업법인세비용	114	99	93	116
계속사업이익	311	279	238	298
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**311**	**279**	**238**	**298**
지배주주	255	266	218	263
비지배주주	56	13	20	35
총포괄이익	**260**	**413**	**372**	**432**
지배주주	209	410	362	406
비지배주주	51	4	11	26
EBITDA	925	800	872	882
FCF	-475	-4	182	211
EBITDA마진율 (%)	9.4	7.3	7.2	6.7
영업이익률 (%)	6.2	4.1	4.3	4.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	2.4	1.8	2.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	**3,364**	**3,668**	**4,032**	**4,399**
현금 및 현금성자산	557	594	633	795
매출채권 및 기타채권	1,300	1,336	1,438	1,534
재고자산	1,139	1,267	1,390	1,481
기타유동자산	264	168	247	266
비유동자산	**9,000**	**10,219**	**10,367**	**10,595**
관계기업투자등	151	199	199	199
유형자산	5,575	6,217	6,300	6,370
무형자산	1,606	1,706	1,721	1,735
자산총계	**12,364**	**13,887**	**14,399**	**14,993**
유동부채	**3,389**	**4,172**	**4,275**	**4,341**
매입채무 및 기타채무	987	1,164	1,292	1,390
단기금융부채	2,038	2,785	2,735	2,685
기타유동부채	364	223	247	266
비유동부채	**3,754**	**4,409**	**4,471**	**4,593**
장기금융부채	2,927	3,576	3,632	3,749
기타비유동부채	757	759	765	770
부채총계	**7,143**	**8,581**	**8,745**	**8,934**
지배주주지분	**2,975**	**3,296**	**3,632**	**4,014**
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	895	899	899	899
이익잉여금	2,052	2,291	2,484	2,722
비지배주주지분	**2,247**	**2,010**	**2,021**	**2,046**
자본총계	**5,221**	**5,306**	**5,653**	**6,060**

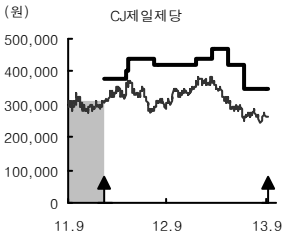
예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	805	640	678	646
당기순이익	311	279	238	298
비현금수익비용가감	652	508	634	584
유형자산감가상각비	275	318	318	279
무형자산상각비	34	37	26	26
기타	-203	76	-60	-40
영업활동으로인한자산및부채의변동	-53	-12	-102	-120
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-31	-111	-102	-95
재고자산 감소(증가)	-83	-141	-123	-92
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	228	158	128	98
법인세납부	-104	-136	-93	-116
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,156	-727	-428	-336
유형자산처분(취득)	-971	-686	-400	-350
무형자산감소(증가)	-160	-40	-40	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	117	36	-40	0
기타투자활동	-142	-37	52	54
재무활동으로 인한 현금흐름	456	105	-210	-149
장단기금융부채의 증가(감소)	362	20	-200	-70
자본의 증가(감소)	72	3	0	0
배당금의 지급	-25	-25	-25	-25
기타재무활동	47	-254	-191	-191
현금의증가	78	37	39	161
기초현금	479	557	594	633
기말현금	557	594	633	795

자료: CJ제일제당, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	20.1	14.4	17.5	14.5
P/CF (x)	9.1	6.2	6.8	6.7
P/B (x)	3.5	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	12.3	13.9	12.7	12.5
EPS (원)	17,692	18,471	15,139	18,244
CFPS (원)	39,179	43,075	38,941	39,392
BPS (원)	102,046	117,266	139,578	165,000
DPS (원)	1,800	1,800	1,800	1,800
배당성향 (%)	10.0	9.5	11.6	9.7
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	51.1	11.2	11.0	7.5
EBITDA증가율 (%)	44.3	-13.6	9.1	1.1
영업이익증가율 (%)	33.8	-27.7	19.0	9.0
EPS증가율 (%)	-16.4	4.4	-18.0	20.5
매출채권 회전율 (회)	8.3	9.3	9.9	9.9
재고자산 회전율 (회)	8.9	9.1	9.2	9.1
매입채무 회전율 (회)	17.9	16.1	15.9	15.7
ROA (%)	2.6	2.1	1.7	2.0
ROE (%)	9.0	8.5	6.3	6.9
ROIC (%)	5.2	3.5	3.9	4.1
부채비율 (%)	136.8	161.7	154.7	147.4
유동비율 (%)	99.2	87.9	94.3	101.3
순차입금/자기자본 (%)	82.5	103.0	95.7	87.7
영업이익/금융비용 (x)	3.7	2.6	2.8	3.0

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 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 예상되나 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.