



BUY(Maintain)

목표주가: 310,000원(하향)

주가(10/31): 257,500원

시가총액: 34,876억원

음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com

RA 박종국

02) 3787-5152 jkpark@kiwoom.com

StockData

KOSPI (10/31)	2,030.09pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	386,500원	245,000원
등락률	-33.38%	5.10%
수익률	절대	상대
1M	-6.7%	-8.1%
6M	-21.0%	-23.6%
1Y	-24.8%	-28.2%

Company Data

발행주식수	14,426천주
일평균 거래량(3M)	66천주
외국인 지분율	14.82%
배당수익률(13E)	0.70%
BPS(13E)	216,488원
주요 주주	CJ(주) 38.02%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	98,775	109,982	124,035	134,042
보고영업이익	6,155	3,559	5,990	8,011
핵심영업이익	6,155	3,559	5,990	8,011
EBITDA	9,251	6,914	9,476	11,528
세전이익	4,250	2,538	3,864	5,776
순이익	3,107	1,797	2,751	4,113
지배주주순이익	2,549	1,629	2,306	3,451
EPS(원)	17,692	11,299	15,982	23,919
증감률(%)YoY)	-16.4	-36.1	41.5	49.7
PER(배)	20.1	22.8	16.1	10.8
PBR(배)	1.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	10.9	12.6	9.7	7.8
보고영업이익률(%)	6.2	3.2	4.8	6.0
핵심영업이익률(%)	6.2	3.2	4.8	6.0
ROE(%)	6.3	3.4	5.0	7.1
순부채비율(%)	82.0	90.5	89.7	81.4

Price Trend



CJ제일제당 (097950)

밤은 길어졌지만 새벽은 온다



3분기에는 바이오 부문이 적자전환하며 예상보다 부진한 실적 흐름을 이어갔습니다. 실적 변동폭이 큰 바이오부문이 실적과 주가 흐름의 Key를 쥐고 있다는 판단입니다. 중국의 높은 CAPA 여력, 미국 신공장 가동에 따른 공급충격으로 당장의 업황 반등을 기대하기 어렵겠으나, '14년 이후 수요 회복에 따른 완만한 반등세가 예상되어 장기적 관점에서 저점(PBR 1.1배) 부근 매수 전략은 유효해 보입니다.

>>> 바이오 영업이익 적자전환 하며 3Q 실적 예상보다 부진

3Q13 영업이익(대한통운 제외)은 819억원(YoY -42.2%)으로 시장 예상치(1,000억원 내외)를 크게 하회했다. 1)바이오부문 영업이익이 -215억원으로 당초 예상(BEP수준) 보다 부진했던 요인이 크다. 공급여력 확대에 따른 라이신 판가 하락(1,430달러, YoY -23.9%, QoQ -7.1%)과 미국공장 가동을 위한 인건비, 관리비용 증가 때문이다. 2)소재식품, 가공식품, 제약, 생물자원(사료) 등 나머지 사업부문은 곡물가 하락, 마케팅비용 절감 등을 통해 예상했던 수준의 이익개선(바이오 제외 OP YoY 4.2%)을 시현했다. 3)영업 외에서는 자일로스 공장철수로 지분법손실, 소재/가공식품 SKU정리로 매각 예정자산 손상차손 등이 발생했으나 삼성생명 지분매각 차익(1,766억원)에 따라 순이익(대한통운제외)이 43.6%(YoY) 증가한 1,205억원을 기록했다.

>>> 바이오 연내에 의미 있는 반등세 나오기 어려울 전망

전사 실적의 Key를 쥐고 있는 것은 바이오 부문, 특히 라이신 판가이다. 판가와 실적은 현재가 바닥 수준이라는 판단이나, 연내에 반등은 기대하기 어려울 전망이다. 1) 축산경기 회복으로 중국내 수요('13년 75만톤 예상)는 개선되고 있다는 판단이지만, 아직 업계 CAPA (최대 150만톤 추정)와의 괴리가 커서 가격 반등이 크게 나오기 어려울 전망이다. 2)연말 CJ제일제당의 신규공장 가동(10만톤)에 따른 미국 시장 공급물량 증가가 예상되기 때문이다. 공장 가동에 따른 공급물량 증가(+6만톤)은 미국 시장규모(40만톤 추정) 대비 15% 수준으로 적지 않다. 신공장 영향은 9월에 미국 판가가 1,600달러/톤으로 7~8월 대비 50달러 하락하며, 일부 기반영된 것으로 보이나 적어도 단기간내 반등을 기대하기는 어렵다는 판단이다.

>>> '14년 이후 턴어라운드 전망, 조정시 매수관점

곡물가 하락과 가공식품 수익성 관리 기조가 이어지며 식품, 생물자원 등 바이오를 제외한 사업들의 이익 개선세는 4Q 이후 더 완연해질 전망이다. 바이오 업황은 당장 급격한 반등은 어렵겠으나, '14년 이후로는 가시적인 CAPA 확대가 제한적이고, 중국 등 글로벌 축산경기가 회복 국면이어서 완만한 반등세가 예상된다. 또한, '14년 하반기부터는 메치오닌 공장 가동(8만톤)에 따라 연간 매출 3,000억원, 영업이익 600억원 수준의 실적기여가 예상된다. 예상보다 부진한 바이오 실적을 반영해 목표주가를 310,000원으로 하향한다. 단기간에 주가 반등을 기대하기는 어렵더라도, 장기적 관점에서 PBR 기준 저점(1.1배, 240,000원) 부근에서의 매수전략은 유효해 보인다.

3분기 실적 Review(IFRS연결 대통포함)

(단위: 억원, %, %p)

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					실제 발표치	당사추정			
매출액	26,426	24,226	24,484	27,534	29,233	30,304	-3.5	10.6	6.2
매출액(대 한통운제외)	19,466	17,216	17,974	17,711	19,423	19,709	-1.5	-0.2	9.7
영업이익	1,715	1,287	1,252	798	749	1,310	-42.8	-56.3	-6.1
영업이익(대 한통운제외)	1,416	1,135	1,132	765	819	1,147	-28.6	-42.2	7.1
세전이익	1,468	740	655	77	1,411	2,768	-49.0	-3.9	1732.7
순이익	1,051	531	467	36	1,010	1,982	-49.0	-3.8	2693.4
영업이익률	6.5	5.3	5.1	2.9	2.6	4.3	-1.8	-3.9	-0.3
세전이익률	5.6	3.1	2.7	0.3	4.8	9.1	-4.3	-0.7	4.5
순이익률	4.0	2.2	1.9	0.1	3.5	6.5	-3.1	-0.5	3.3

자료: CJ제일제당, 키움증권

실적 추정치 변경(IFRS연결 대한통운 포함)

(단위: 억원, %, %p)

	2012	변경전		변경후		변경률		YoY	
		2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	98,775	111,147	129,492	109,982	124,035	-1.0	-4.2	11.3	12.8
매출액(대 한통운제외)	71,075	73,026	81,036	72,931	78,892	-0.1	-2.6	2.6	8.2
영업이익	6,155	4,638	6,986	3,559	5,990	-23.3	-14.3	-42.2	68.3
영업이익(대 한통운제외)	5,011	4,085	5,350	3,407	4,692	-16.6	-12.3	-32.0	37.7
세전이익	4,250	4,414	4,597	2,538	3,864	-42.5	-15.9	-40.3	52.2
순이익	3,107	3,140	3,273	1,797	2,751	-42.8	-15.9	-42.2	53.1
영업이익률	6.2	4.2	5.4	3.2	4.8	-0.9	-0.6	-3.0	1.6
세전이익률	4.3	4.0	3.6	2.3	3.1	-1.7	-0.4	-2.0	0.8
순이익률	3.1	2.8	2.5	1.6	2.2	-1.2	-0.3	-1.5	0.6

자료: 키움증권, CJ제일제당

CJ제일제당 SOTP Valuation

(단위: 억원, 원)

항목	추정가치(억원)	주당가치(원)	비중	추정방법
(A) 영업가치	66,890	511,196	164.9%	14년 EBITDA 추정치에 Target 배수 9.4 배 적용 (글로벌 peer 평균)
(B) 비영업가치	11,944	91,280	29.4%	
장기매도증권	2,496	19,077	6.2%	10/31 종가기준(20% 할인)
지분법적용주식	4,305	32,897	10.6%	컨센서스 목표주가(117,450 원) 기준
유휴부동산	4,395	33,588	10.8%	가양동, 영등포 유휴부지 장부가를 40% 할인
자사주	748	5,719	1.8%	시장가치를 20% 할인
(C) 총기업가치 (A+B)	78,834	602,476	194.3%	
(D) 순차입금	37,120	283,683	91.5%	2013년 말 추정
(E) 우선주	1,146	8,758	2.8%	시장가치 적용
(F) 주주지분가치(C-D-E)	40,568	310,035	100.0%	

자료: 키움증권

주: 순차입금은 대한통운 제외 기준

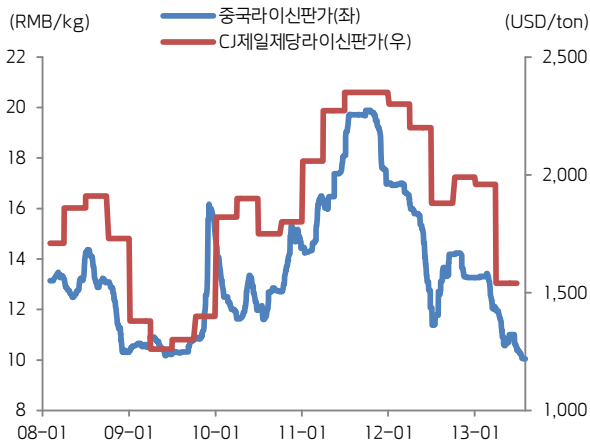
분기별 실적 추이

(단위: 억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	2013E	2014E
1. CJ 제일제당 실적 (대한통운제외)											
매출	17,104	17,289	19,466	17,216	71,075	17,974	17,711	19,423	17,823	72,931	78,892
생명공학	4,669	4,866	4,886	4,834	19,255	4,773	4,846	4,980	4,989	19,588	23,154
식품	9,567	9,299	11,050	8,933	38,849	9,606	8,921	10,511	8,695	37,733	39,025
생물자원(사료)	2,868	3,124	3,530	3,449	12,971	3,595	3,944	3,932	4,139	15,610	16,713
매출총이익	4,732	4,814	5,163	4,632	19,341	4,768	4,390	4,731	4,244	18,133	20,478
영업이익	1,283	1,177	1,416	1,135	5,011	1,132	765	819	691	3,407	4,692
YoY(%)											
매출	5.2	10.1	11.1	8.3	8.7	5.1	2.4	-0.2	3.5	2.6	8.2
생명공학	10.9	14.8	8.4	10.0	11.0	2.2	-0.4	1.9	3.2	1.7	18.2
식품	2.2	6.3	9.6	6.2	6.1	0.4	-4.1	-4.9	-2.7	-2.9	3.4
생물자원(사료)	6.2	15.7	20.5	11.3	13.5	25.3	26.2	11.4	20.0	20.3	7.1
매출총이익	7.2	20.3	6.1	5.8	9.5	0.8	-8.8	-8.4	-8.4	-6.2	12.9
영업이익	15.0	17.2	-13.3	34.1	9.0	-11.8	-35.0	-42.2	-39.2	-32.0	37.7
이익률(%)											
매출총이익률	27.7	27.8	26.5	26.9	27.2	26.5	24.8	24.4	23.8	24.9	26.0
영업이익률	7.5	6.8	7.3	6.6	7.1	6.3	4.3	4.2	3.9	4.7	5.9
2. 대한통운 포함 실적 ('12년 이후)											
매출	23,716	24,408	26,426	24,226	98,775	24,484	27,534	29,233	28,731	109,982	124,035
대한통운 매출	6,615	7,131	6,973	7,013	27,732	6,523	10,548	10,593	11,672	39,336	48,154
영업이익	1,584	1,569	1,715	1,287	6,155	1,252	798	749	761	3,559	5,990
대한통운 영업이익	363	422	329	177	1,290	143	142	-28	173	430	1,649
세전이익	1,336	706	1,468	740	4,250	655	77	1,411	396	2,538	3,864
순이익	1,028	498	1,051	531	3,107	467	36	1,010	283	1,797	2,751
YoY(%)											
매출	45.8	55.4	50.9	52.4	51.1	3.2	12.8	10.6	18.6	11.3	12.8
대한통운	8.2	12.7	11.0	-2.0	7.2	-1.4	47.9	51.9	66.4	41.8	22.4
영업이익	42.0	56.3	5.0	52.1	33.8	-21.0	-49.2	-56.3	-40.9	-42.2	68.3
세전이익	11.6	-35.7	208.3	-59.8	-7.9	-51.0	-89.1	-3.9	-46.5	-40.3	52.2
순이익	24.2	-31.5	305.3	-60.0	-1.1	-54.5	-92.7	-3.8	-46.6	-42.2	53.1
이익률(%)											
영업이익률	6.7	6.4	6.5	5.3	6.2	5.1	2.9	2.6	2.6	3.2	4.8
세전이익률	5.6	2.9	5.6	3.1	4.3	2.7	0.3	4.8	1.4	2.3	3.1
순이익률	4.3	2.0	4.0	2.2	3.1	1.9	0.1	3.5	1.0	1.6	2.2

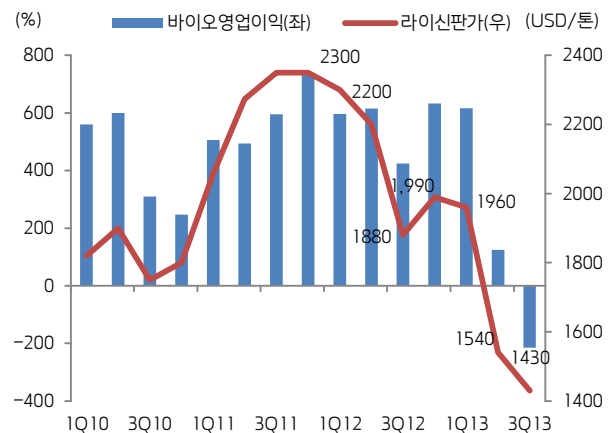
자료: CJ제일제당, 키움증권

공급 과잉으로 중국 및 글로벌 라이신판가 하락세



자료: CJ제일제당

판가하락, 공장가동전 관리비 증가로 바이오OP 적자전환



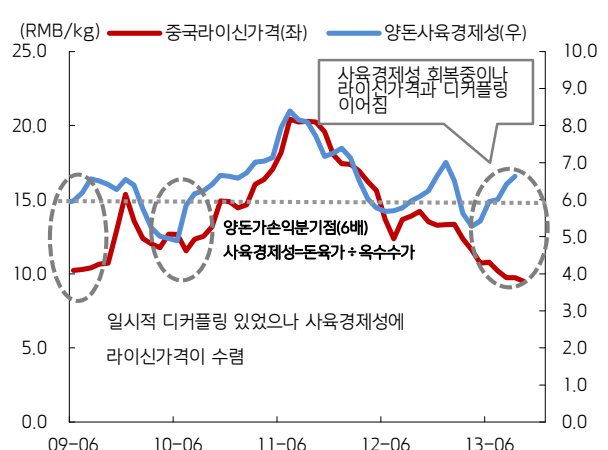
자료: CJ제일제당, 키움증권

중국축산경기는 '13년 하반기 이후 회복사이클 진입 판단



자료: CEIC

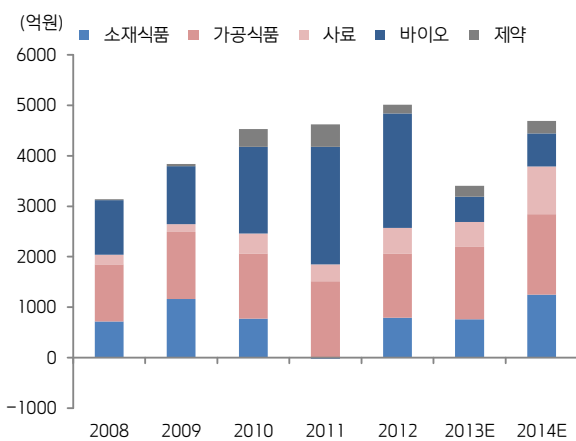
수요는 회복되나 공급능력 과잉으로 디커플링 나타남



자료: CEIC

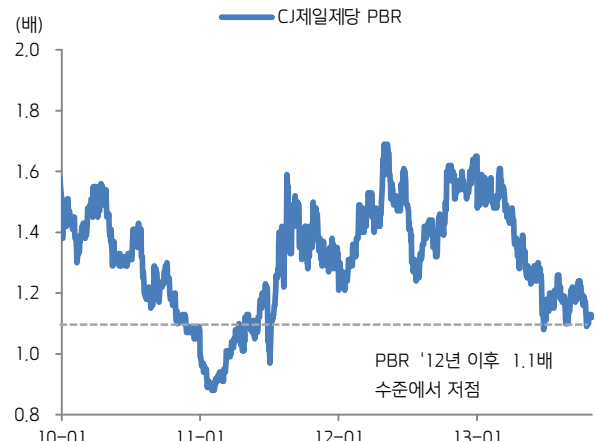
주: 양돈가 사육경제성=돼지가격/육수수가

바이오 외 사업은 2H13 이후 이익개선세 이어질 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권

PBR 1.1배 수준(현 주가 부근)에서는 지지 전망



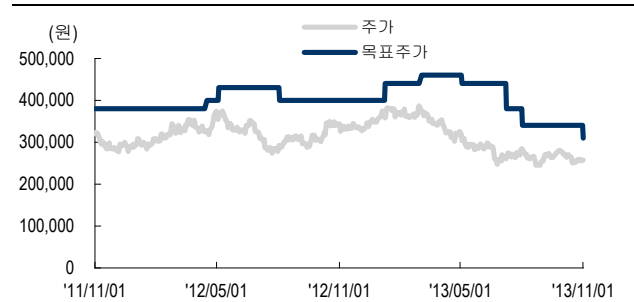
자료: wisefn

- 당사는 10월 31일 현재 'CJ제일제당' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
CJ제일제당(097950)	2011/01/31	BUY(Maintain)	265,000원
	2011/04/19	BUY(Maintain)	290,000원
	2011/04/29	BUY(Maintain)	290,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	290,000원
	2011/06/14	BUY(Maintain)	320,000원
	2011/07/22	BUY(Maintain)	320,000원
	2011/09/28	BUY(Maintain)	380,000원
	2011/10/27	BUY(Maintain)	380,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	380,000원
	2011/11/21	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/01/11	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/01/17	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/02/17	BUY(Maintain)	380,000원
	2012/04/16	BUY(Maintain)	400,000원
	2012/05/04	BUY(Maintain)	430,000원
	2012/06/01	BUY(Maintain)	430,000원
	2012/06/04	BUY(Maintain)	430,000원
	2012/06/21	BUY(Maintain)	430,000원
	2012/07/17	BUY(Maintain)	430,000원
	2012/08/03	BUY(Maintain)	400,000원
	2012/09/12	BUY(Maintain)	400,000원
	2012/10/15	BUY(Maintain)	400,000원
	2012/11/02	BUY(Maintain)	400,000원
	2013/01/08	BUY(Maintain)	440,000원
	2013/03/04	BUY(Maintain)	460,000원
	2013/04/17	BUY(Maintain)	460,000원
	2013/05/03	BUY(Maintain)	440,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	440,000원
	2013/06/10	BUY(Maintain)	440,000원
	2013/07/09	BUY(Maintain)	380,000원
	2013/08/02	BUY(Maintain)	340,000원
	2013/10/04	BUY(Maintain)	340,000원
	2013/11/01	BUY(Maintain)	310,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상