Company Brief

MERITZ 메리츠종금증권

CJ제일제당(097950)

2014. 3. 28

Buy

판단을 위한 준비 시점

Analyst 송광수(6309-2622)

목표주가(6개월)	350,000원
현재주가(3.27) :	267,500원
소속업종	음식료/소비재
시가총액(3.27) :	35,042억원
평균거래대금(60일)	145.0억원
외국인지분율	13.66%

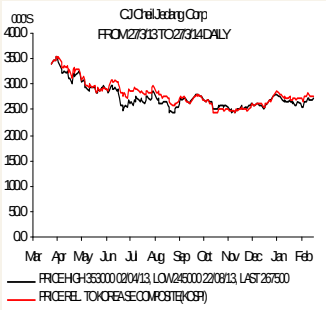
예상EPS(전년비)

FY13 8,722원 (-54.8 %)
FY14 15,127원 (73.4 %)

예상PE(시장대비)

FY13 31.8배 (315.2%)
FY14 17.7배 (200.9%)

주가그래프



■ **결론: 하반기 개선 여부를 좌우할 변수 확인 시점**
- 1Q: 식품/사료/제약의 이익 개선에도 바이오의 이익 악화로 감익 예상
- 단기 실적보다 하반기 개선을 가늠할 주요 변수 점검 시점

■ **Investment Point**

1. 식품/사료/제약: 지난해 대비 이익 개선 전망
- 소재식품/사료: ① 상반기: 지난해 하반기 곡물가격 하락으로 추가 개선 기대 가능. ② 하반기: 최근 곡물가격 반등→추가 개선 가능성 하락, 상반기 수준 예상
- 가공식품/제약: 품목 구조조정으로 수익성 개선 효과 지속. 제약은 전망 상회 가능

2. 바이오: 하반기 실적 회복 가능성을 좌우할 상반기 변수와 전망
- 미국 신규공장(1Q 실적): 정상 판매 시 이익에 기여 가능
  - ① 미국은 라이신과 옥수수 가격의 동반 하락. 높은 옥수수 가격이 유지되면서 라이신 가격이 하락 중인 중국보다 이익에 기여 가능 지역
  - ② 전제조건: 요소비용은 기존 법인(인도네시아/중국/브라질)보다 높을 수 있어 인건비 등 생산비용과 고정비 부담 해소 위해서는 생산량의 완전 판매 필요
  - ③ 판매량 하회 시 CJ의 증설물량 해소 위해 미국/EU 지역의 라이신 가격 추가 하락과 회복 지연 가능 → 이익 전망 하향
- ASP: 전망 하향. 하반기 미국/EU지역 판가 회복이 ASP 견인 구조 예상
  - ① ASP 전망($/kg): 분기별 1.35/1.40/1.45/1.50로 예상. 1Q 중국의 유통가격 하락 지속과 중국 이외 지역(미국/EU)의 추가 하락 가능성 반영
  - ② 미국/EU: 4Q13 연초대비 판가 25% 하락(원재료 가격 하락 대비 약 9% 초과 하락)하여 CJ의 증설 영향 일부 반영 상태로 예상. 하반기 회복세 기대
  - ③ 중국: 유통가격 하락세 지속 중. 향후 가격 회복 시 증설 물량 재출회로 등락을 동반한 흐름 전망

3. 1Q 전망: 식품/사료/제약 이익 개선에도 바이오 이익 악화의 부담은 지속
- 연결: Sales 28,871원(+17.9%), OP 1,105억원(-11.8%), NI 361억원(-22.8%) 예상
- 기존 사업: Sales 18,851억원(+4.9%), OP 988억원(-12.7%) 예상
  - ① 식품: 이익 개선. 소재는 곡물가격 하락, 가공은 저수익 품목 정리 효과 지속
  - ② 사료: 해외사업 성장. 곡물가격 하락에 따른 수익성 개선 효과 지속
  - ③ 제약: 성장 지속. 고수익 ETC 비중 증가와 저수익 품목 정리로 수익성 개선
  - ④ 바이오: 적자 지속 예상. 라이신 가격 하락 영향 및 중국의 원가 부담 지속
- 물류 사업: Sales 10,020억원(+53.9%), OP 116억원(-3.3%) 예상
  - ① 택배 회복 지연 및 산업대비 물동량 감소. KBCT 제외로 수익성 회복 기대
  - ② 대한통운: 연결(YoY): Sales 10,020억원(+53.6%), OP 156억원(+9.5%) 전망. 연결 시 내부거래 등 조정. 컨센서스(OP 268억원) 대비 보수적 전망

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2011	65,382	4,599	3,015	23,141	-57.6	91,581	12.5	3.2	15.3	10.8	141.4
2012	98,775	6,155	2,549	19,299	-16.6	94,979	18.4	3.7	12.5	9.0	136.8
2013	108,477	3,455	1,167	8,722	-54.8	77,627	31.8	3.6	15.4	4.0	170.2
2014E	119,900	5,413	2,006	15,127	73.4	88,227	17.7	3.0	11.6	6.8	162.3
2015E	129,570	8,302	3,707	28,108	85.8	112,160	9.5	2.4	8.5	11.5	151.5

시장대비 상대강도 : 1개월(1.00), 3개월(1.00), 6개월(0.98)

[주가 동향]	최근 실적 대비 견조한 수준

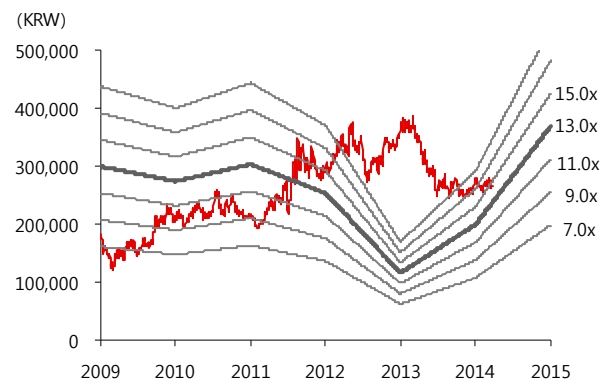
이익 수준 하락에 비해 견조한 주가 수준
- 실적 개선 기대
- 물류사업 자산가치

주가는 최근 하락한 이익 수준에 비해 견조한 수준 유지
- PER: 14년도 17.5배, 15년도 9.5배(라이신 ASP $1.6/kg 가정). 내재 PER 13배
- PBR: 14년도 1.1배, 15년도 1.0배(라이신 ASP $1.6/kg 가정)
- 이익 측면: 기존사업의 수익성 하락과 물류사업의 부진에도 향후 라이신 가격 회복에 따른 수익성 개선 가능성이 감안된 상황
- 자산가치 측면: 물류사업은 이익 공헌도는 낮으나 시가 자산으로서의 가치 반영

주가 전망: 실적 회복에 따른 개선 기대

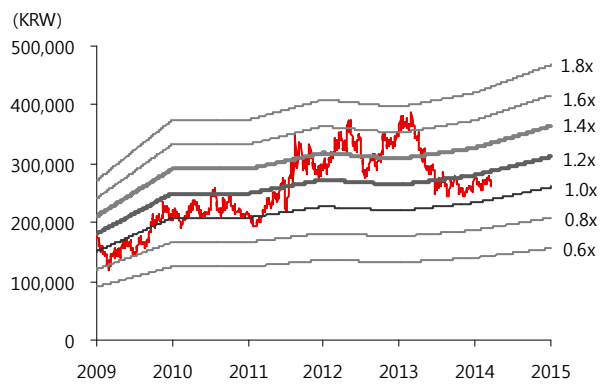
주가는 하반기 라이신 가격 회복에 따른 실적 회복으로 상승 기대
- 상반기 미국 신규공장의 정상 가동과 완전 판매에 따른 이익 기여 가능하다면, 상반기 이후 미국/EU 지역을 중심으로 라이신 가격의 회복 속도가 실적과 주가의 수준 좌우할 전망

[그림 1] PER Band



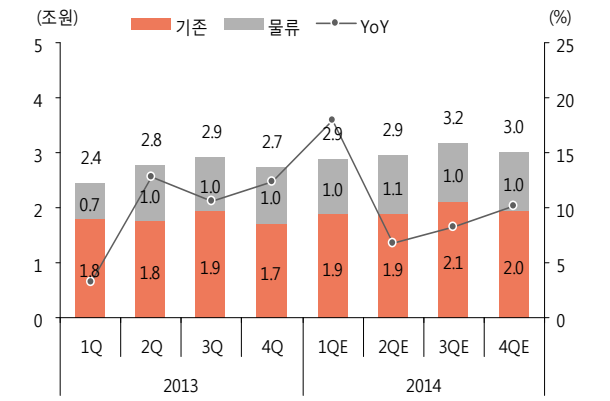
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 2] PBR Band



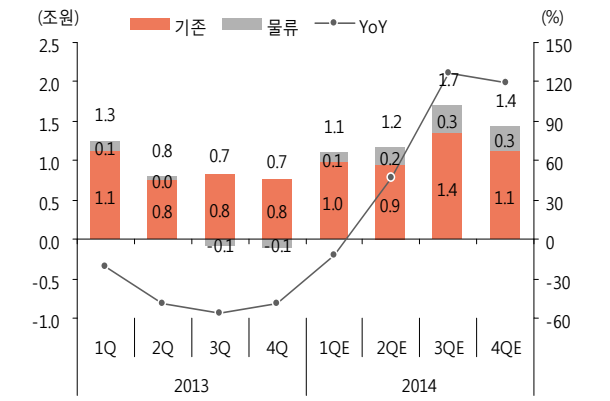
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 3] 연결 매출 전망 (분기별)



자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 4] 연결 영업이익 전망 (분기별)



자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[기존사업 전망]	식품/사료/제약 이익 개선 전망. 바이오의 하반기 개선이 화두

1Q 전망: 감익
- Sales +4.9%
- OP -12.7%
- 바이오사업 적자 지속
- 그 외 사업 이익 개선

1Q 전망: 식품/사료/제약은 이익 증가하나, 바이오 적자 지속으로 감익 예상
- 1Q(YoY): Sales 18,851억원(+4.9%), 988억원(-12.7%, OPM 5.2%)
- 소재식품: ① 매출 정체 예상. ② 지난 하반기 대비 GPM 개선 가능, 판관비가 OP 변수. 곡물가격 상승 부담이 있었던 지난 1Q 대비 높은 이익 증가 예상
- 가공식품: ① 매출 정체 예상. 설수요 긍정적이나, 지난해 1Q 높은 base 효과. ② 지난 2Q 이후 저수익 품목 정리로 수익성 개선되어 높은 이익 증가 예상
- 사료: ① 매출 11.3% 성장 예상. 해외사업 성장. ② GPM 개선 가능, 판관비가 OP 변수, 곡물가격 상승 부담이 있었던 지난 1Q 대비 높은 이익 증가 예상
- 제약: ① 매출 17% 성장 예상. QoQ 성장 지속. ② 수익성 개선으로 높은 이익 증가 예상, 업체 OPM 목표(10%) 감안하면 전망 상회 가능
- 바이오: ① 매출 8.1% 증가 예상. 증설 효과. ② 라이신 가격 하락에 따른 수익성 하락으로 적자 지속 전망. 말레이시아 공장 관련 초기 가동비 발생 가능

2014년 전망:
하반기 이익 개선은
바이오 사업이 좌우

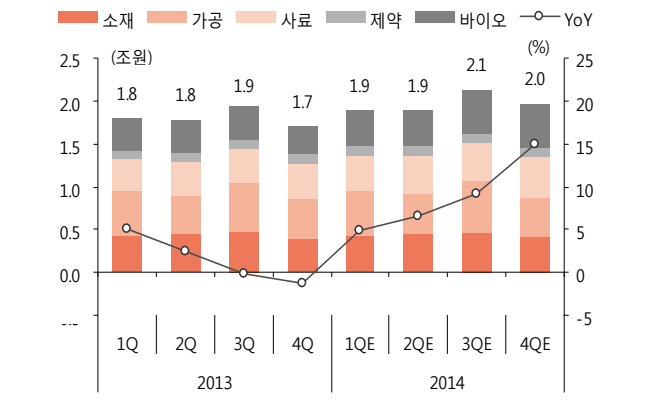
2014년: 식품/사료/제약은 이익 개선. 바이오 사업의 수익성 개선이 최대 화두
- 연간(YoY): Sales 78,463억원(+8.8%), OP 4,426억원(+27.6%, OPM 5.6%)
- 제약/가공식품: 예상을 상회하는 실적 기대
  - ■ 제약: 매출의 QoQ 성장 지속과 목표 OPM 10% 달성 시 전망 상회 가능
  - ■ 가공식품: 매출은 2Q 이후 증가세 예상(기저효과+가격 인상). 판관비 수준에 따라 이익은 전망 상회 가능
- 소재식품/사료: 현 수준의 곡물가격 유지 시 전망 수준의 이익 창출 예상
- 바이오: 이익의 회복세 전망. 신규공장 정상 가동과 판가 회복이 전제 조건
  - ■ 1Q 실적 발표 시 미국 신규공장의 이익 기여 여부 확인 필요
  - ■ 2Q 이후 라이신 가격의 회복과 곡물가격의 안정 여부 확인 필요

[표 1] Commodity 사업별 주요 변수와 시점별 가정

		1Q	2Q	2H
식품/사료	판가	- 가공식품 인상(조미료 등) - 소재식품/사료 유지	- 소재식품/사료 유지	- 소재식품/사료 유지
	곡물가격(4 대 곡물)	- 단기 급등	- 현 수준 유지	- 현 수준 유지
바이오	라이신 판가	- 미국/EU: 저점 확인 - 중국: 하락 지속	- 미국/EU: 저점→회복세 전환 - 중국: 하락 지속	- 미국/EU: 완만한 상승 - 중국: 저점 확인
	곡물가격 (옥수수/원당)	- 글로벌: 1 월 저점, 최근 상승 - 중국: 옥수수 높은 수준 유지	- 현 수준 유지	- 현 수준 유지
	미국 법인	- 이익 공헌 예상 > 판매량 > 고정비/판관비 수준	좌동	
	말레이시아 법인 (메티오닌)	(초기 가동 비용 발생 가능)	(초기 가동 비용 발생 가능)	- 이익 공헌 예상 > 판매량 > 고정비/판관비 수준

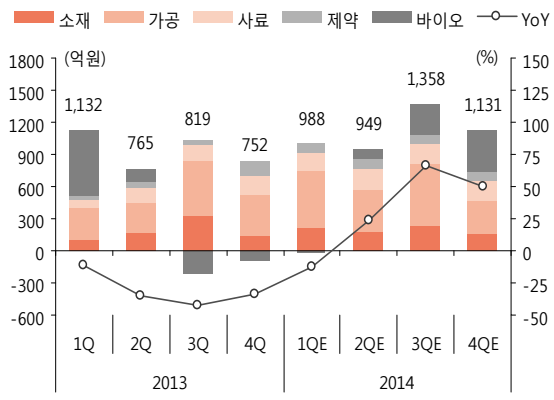
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 5] 매출 전망 (분기별)



자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 6] 영업이익 전망 (분기별)



자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[표 2] CJ제일제당의 기존사업 부문별 전망

	2013				2014							
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	2012	2013	2014E	2015E
소재식품 sales	4,321	4,450	4,680	4,034	4,277	4,494	4,725	4,065	17,848	17,485	17,561	17,719
yoy	-0.4%	-1.4%	-6.0%	0.4%	-1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	4.4%	-2.0%	0.4%	0.9%
가공식품 sales	5,285	4,471	5,831	4,606	5,330	4,585	5,972	4,724	21,002	20,193	20,611	21,285
yoy	1.1%	-6.5%	-4.0%	-6.3%	0.8%	2.5%	2.4%	2.6%	8.4%	-3.9%	2.1%	3.3%
사료 sales	3,594	3,945	3,932	4,017	3,999	4,467	4,449	4,572	12,971	15,488	17,486	19,389
yoy	25.3%	26.3%	11.4%	16.5%	11.3%	13.2%	13.1%	13.8%	12.9%	19.4%	12.9%	10.9%
제약 sales	957	1,057	1,080	1,106	1,120	1,120	1,120	1,120	4,516	4,200	4,480	4,760
yoy	-12.8%	-7.4%	-4.6%	-3.4%	17.0%	6.0%	3.7%	1.3%	7.5%	-7.0%	6.7%	6.3%
바이오 sales	3,816	3,790	3,900	3,229	4,126	4,223	4,943	5,035	14,738	14,734	18,326	22,273
yoy	6.8%	1.8%	3.9%	-12.5%	8.1%	11.4%	26.7%	55.9%	11.5%	0.0%	24.4%	21.5%
소재식품 GP	782	977	976	772	898	899	992	813	3,318	3,507	3,602	3,635
margin	18.1%	22.0%	20.9%	19.1%	21.0%	20.0%	21.0%	20.0%	18.6%	20.1%	20.5%	20.5%
가공식품 GP	1,720	1,553	2,181	1,848	2,024	1,702	2,277	1,761	7,239	7,302	7,764	8,005
margin	32.5%	34.7%	37.4%	40.1%	38.0%	37.1%	38.1%	37.3%	34.5%	36.2%	37.7%	37.6%
사료 GP	495	607	496	711	657	732	729	749	1,918	2,309	2,867	3,172
margin	13.8%	15.4%	12.6%	17.7%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	14.8%	14.9%	16.4%	16.4%
제약 GP	513	553	565	606	605	605	605	605	2,246	2,237	2,419	2,570
margin	53.6%	52.3%	52.3%	54.8%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%	50%	53%	54%	54%
바이오 GP	1,258	700	513	486	688	799	1,111	1,230	4,620	2,957	3,827	6,446
margin	33.0%	18.5%	13.2%	15.1%	16.7%	18.9%	22.5%	24.4%	31.3%	20.1%	20.9%	28.9%
소재식품 OP	111	162	323	138	214	180	236	163	794	734	792	800
margin	2.6%	3.6%	6.9%	3.4%	5.0%	4.0%	5.0%	4.0%	4.4%	4.2%	4.5%	4.5%
가공식품 OP	288	293	523	383	531	395	575	297	1,268	1,487	1,798	1,844
margin	5.4%	6.6%	9.0%	8.3%	10.0%	8.6%	9.6%	6.3%	6.0%	7.4%	8.7%	8.7%
사료 OP	74	126	139	179	177	196	195	200	510	518	769	845
margin	2.1%	3.2%	3.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	3.9%	3.3%	4.4%	4.4%
제약 OP	43	59	49	139	78	78	78	78	171	290	314	333
margin	4.5%	5.6%	4.5%	12.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	3.8%	6.9%	7.0%	7.0%
바이오 OP	616	125	-215	-89	-12	99	273	393	2,268	437	753	2,878
margin	16.1%	3.3%	-5.5%	-2.8%	-0.3%	2.3%	6%	8%	15.4%	3.0%	4.1%	12.9%

자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[기존사업-바이오] 신규 공장의 이익 기여와 라이신 ASP의 회복은 가능한가?

미국 신규법인: 생산량 완전 판매 시 이익 기여 예상

미국 신규법인은 생산량 완전 판매 시 이익 개선에 공헌 예상 [표 4 참조]

- 중국보다는 다른 지역이 원재료 가격 하락으로 이익 창출에 유리한 상황
- Check point: ① 생산량 완전 판매 여부. 4Q 판매량 하락에 따른 매출 감소로 이익 예상 하회(고정비 효과). ② 비용 Level. 인건비, 유틸리티비 등 상대적 ↑

라이신 ASP:
- 1Q 추가 하락 예상
- 미국 생산량 정상 판매
→ 미국/EU 지역 가격 회복이 하반기 ASP 견인 구조 예상

라이신 ASP 하반기 회복세 전망. 중국 이외의 지역이 가격 견인 예상 [그림 8]

- 분기별($/kg) ASP: 1.35/1.40/1.45/1.50 예상. 1Q 중국의 유통가격 하락 및 그 외 지역의 가격 추가 하락 가능성 고려하여 ASP 하향 조정
- ① 미국/EU의 가격은 4Q13 연초대비 25% 하락, 옥수수 가격 하락 대비 9% 초과 하락하여 CJ의 증설 영향 반영 상태로 추정. 상반기를 저점으로 하반기 회복 기대. ② 중국은 가격 회복 시 증설물량 재출회로 등락을 경험하면 상승 예상

말레이시아 법인: 하반기 분기당 매출 807억원, OP 129억원(OPM 약 16%) 가정. [표 3]

[표 3] 바이오 사업의 실적 전망

(억원, $/kg, %)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	4QE	차이	1QE	2QE	3QE	2014 4QE
ASP	1.96	1.54	1.43	1.39	1.39		1.35	1.40	1.45	1.50
Sales	3,816	3,790	3,900	3,229	3,979	-750	4,126	4,223	4,136	4,228
GP	1,258	700	513	486	608	-122	688	799	845	964
GPM	33.0	18.5	13.2	15.1	15.3		16.7	18.9	20.4	22.8
원재료 margin	55.2	44.6	41.0	38.4	38.4		40.7	42.4	44.4	46.2
OP	616	125	-215	-89	-0.3	-89	-12	99	145	264
OPM	16.1	3.3	-5.5	-2.8	0.0		-0.3	2.3	3.5	6.2
SG&A	642	575	728	575	609	-34	700	700	700	700
% of Sales	16.8	15.2	18.7	17.8	15.3		17.0	16.6	16.9	16.6
[메티오닌 포함]										
Sales							4,126	4,223	4,943	5,035
OP							-12	99	274	393

자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[표 4] 법인별 수익성 추정: 미국 신규공장 가동 긍정적

[법인별 수익성 추정]

	정상	China		Others	
	[A]	[B]	[B]/[A]	[C]	[C]/[A]
Sales	100	63	-37%	75	-25%
GP	34	-3	-109%	26	-23%
SG&A	16	16		16	
OP	18	-19	-206%	10	-43%
GPM	34%	-5%		35%	
OPM	18%	-30%		14%	

* 1Q13 → 4Q13
> 중국: Price 37% 하락, Raw material 유지
> Others : Price 25% 하락, Raw materials 40% 하락
* 원재료 외 비용은 고정비로 가정, 지역간 고정비/요소비용 동일 수준으로 가정

[바이오 수익성: 현재]

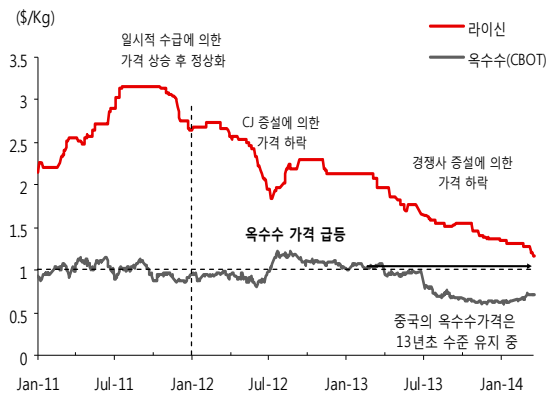
	Sum	China	Others
CAPA	51	22	29
비중	100%	43%	57%
Sales	100.0	38.9	61.1
OPM	-3.4	-30.2	13.6

[바이오 수익성: 미국 공장 가동 시]

	Sum	China	Others
CAPA	61	22	39
비중	100%	36%	64%
Sales	100.0	32.2	67.8
OPM	-0.5	-30.2	13.6

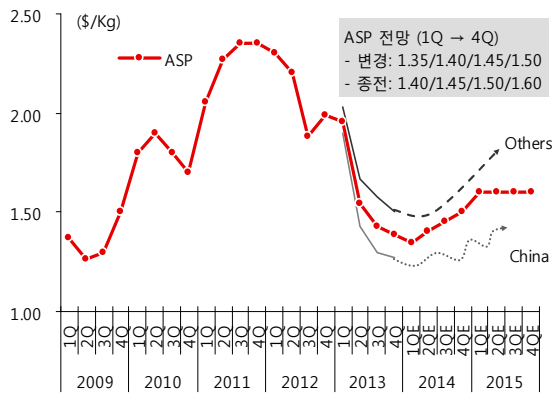
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 7] 중국의 라이신 유통가격 추이



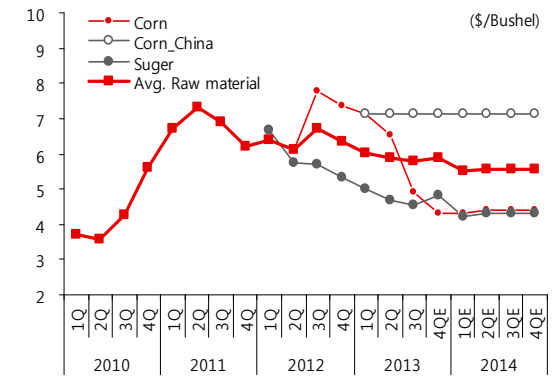
자료: 중국사료협회, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 8] 라이신 ASP 전망



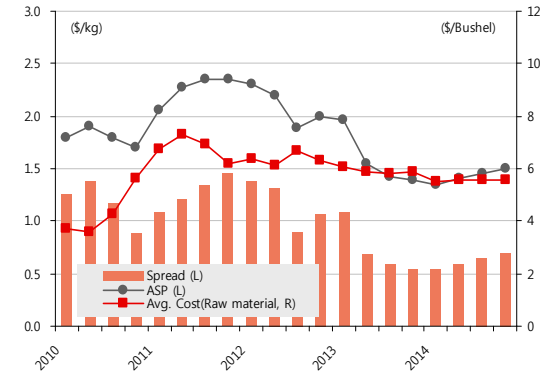
자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 9] 원재료의 가격 추이



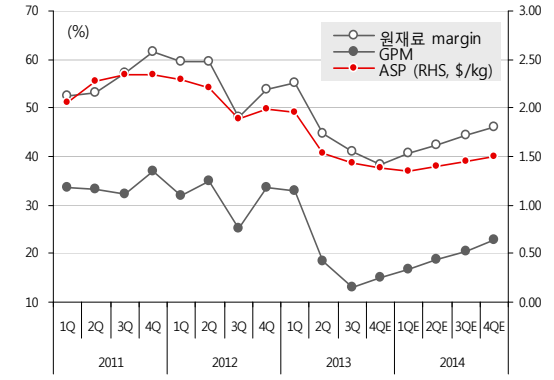
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 10] Margin Spread (ASP-원재료)



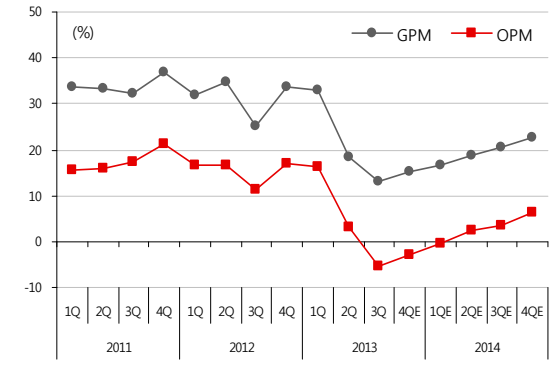
자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 11] ASP/Spread/GPM 추이



자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 12] GPM-OPM 추이



자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[기존사업-식품/사료]	가공식품의 개선, 소재식품/사료는 안정적 수익성 유지 전망

곡물가격: 단기 반등
- 추가 악재 없으면 현 수준 지속 예상
- 미국 5~7월 기후가 향후 주요 변수

국제 곡물가격 최근 단기 반등. 미국 파종 후 생육기 기후 여건이 변수
- 1월까지 하락 → 최근 우크라이나 사태와 남미 기후 여건 악화로 단기 급등
- 3월 미국 중서부는 일상적으로 건조한 상황(토양과 하천은 결빙 상태). 아직 파종 전으로 파종 이후인 5~7월 기후가 곡물가격 변동성 좌우 예상
- 곡물별로는 원맥과 대두의 상승폭이 높고, 옥수수와 원당이 상대적으로 안정적

소재식품:
- 상반기: 수익성 긍정적
- 하반기: 상반기 수준 유지 예상

소재식품: 성장은 정체. 현 곡물가격 수준에서는 안정적 수익성 예상
- 상반기 수익성: 지난해 하반기 대비 개선도 가능한 상황. 지난해 하반기부터 1월까지 곡물가격 하락 영향으로 제분을 중심으로 GP Margin에 우호적 환경
- 하반기 수익성: 상반기 수준 유지 전망. 추가 악재에 의한 곡물가격 급등이 없다면, 상반기 수준의 GP Margin 유지 가능. OPM은 판관비가 변수

가공식품:
- 2Q부터 성장세 기대
- 수익성 개선 예상 품목정리+가격인상

가공식품: 매출 1Q 이후 성장세 회복. 수익성 개선 전망
- 매출: 지난해 2Q부터 저수익 품목 정리하여 1Q 매출은 높은 기저효과 존재하나, 2Q부터 성장세 전환 예상
- 수익성: 지난해 저수익 품목 정리 효과와 최근 일부 품목(조미료 등)의 가격 인상으로 수익성 개선 예상

사료: 성장+안정적 수익성

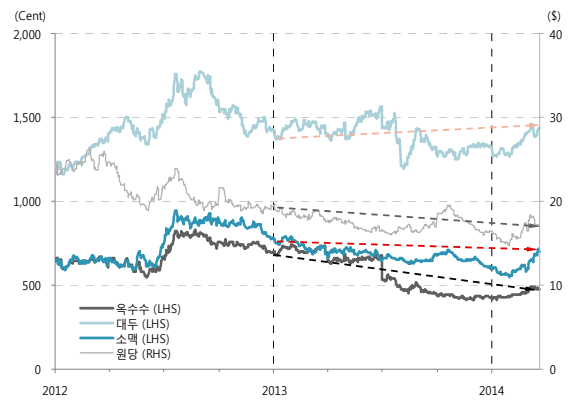
사료: 매출은 해외부문이 성장 견인 중. 현 곡물 시세에서 OPM 4%대 유지 예상

[표 5] 식품/사료 실적 전망

	2013				2014							
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	2012	2013	2014E	2015E
소재식품 sales	4,321	4,450	4,680	4,034	4,277	4,494	4,725	4,065	17,848	17,485	17,561	17,719
yoy	-0.4%	-1.4%	-6.0%	0.4%	-1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	4.4%	-2.0%	0.4%	0.9%
가공식품 sales	5,285	4,471	5,831	4,606	5,330	4,585	5,972	4,724	21,002	20,193	20,611	21,285
yoy	1.1%	-6.5%	-4.0%	-6.3%	0.8%	2.5%	2.4%	2.6%	8.4%	-3.9%	2.1%	3.3%
사료 sales	3,594	3,945	3,932	4,017	3,999	4,467	4,449	4,572	12,971	15,488	17,486	19,389
yoy	25.3%	26.3%	11.4%	16.5%	11.3%	13.2%	13.1%	13.8%	12.9%	19.4%	12.9%	10.9%
소재식품 GP	782	977	976	772	898	899	992	813	3,318	3,507	3,602	3,635
margin	18.1%	22.0%	20.9%	19.1%	21.0%	20.0%	21.0%	20.0%	18.6%	20.1%	20.5%	20.5%
가공식품 GP	1,720	1,553	2,181	1,848	2,024	1,702	2,277	1,761	7,239	7,302	7,764	8,005
margin	32.5%	34.7%	37.4%	40.1%	38.0%	37.1%	38.1%	37.3%	34.5%	36.2%	37.7%	37.6%
사료 GP	495	607	496	711	657	732	729	749	1,918	2,309	2,867	3,172
margin	13.8%	15.4%	12.6%	17.7%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	14.8%	14.9%	16.4%	16.4%
소재식품 OP	111	162	323	138	214	180	236	163	794	734	792	800
margin	2.6%	3.6%	6.9%	3.4%	5.0%	4.0%	5.0%	4.0%	4.4%	4.2%	4.5%	4.5%
가공식품 OP	288	293	523	383	531	395	575	297	1,268	1,487	1,798	1,844
margin	5.4%	6.6%	9.0%	8.3%	10.0%	8.6%	9.6%	6.3%	6.0%	7.4%	8.7%	8.7%
사료 OP	74	126	139	179	177	196	195	200	510	518	769	845
margin	2.1%	3.2%	3.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	3.9%	3.3%	4.4%	4.4%
소재 SG&A	15.5%	18.3%	14.0%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	14.1%	15.9%	16.0%	16.0%
가공 SG&A	27.1%	28.2%	28.4%	31.8%	28.0%	28.5%	28.5%	31.0%	28.4%	28.8%	28.9%	28.9%
사료 SG&A	11.7%	12.2%	9.1%	13.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	10.9%	11.6%	12.0%	12.0%

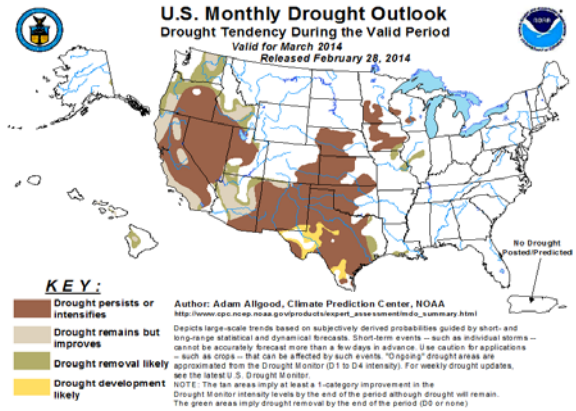
자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 13] 곡물가격 추이



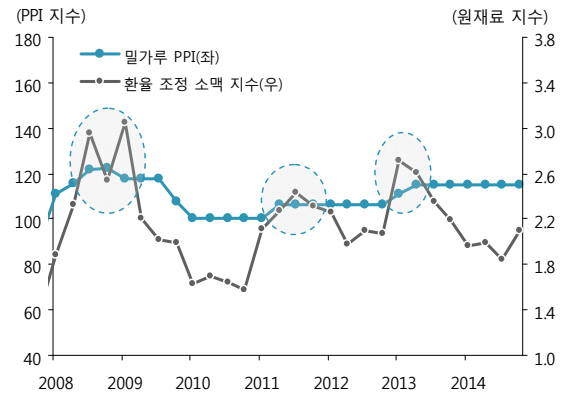
자료: Bloomberg

[그림 14] 미국 월간 가뭄 전망



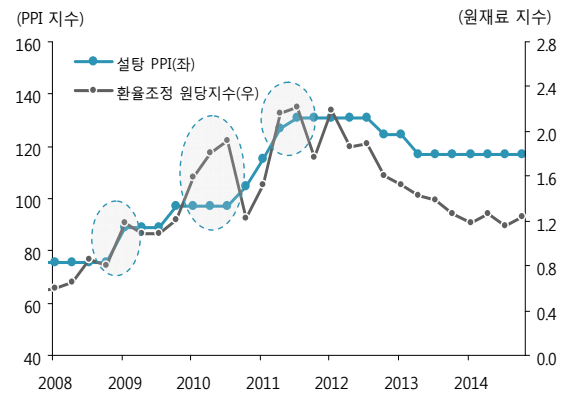
자료: 미국기상청

[그림 15] 밀가루 PPI 및 원재료 지수 추이



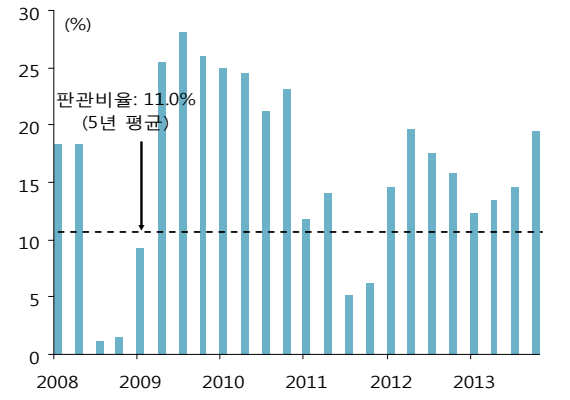
자료: 통계청, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 16] 설탕 PPI 및 원재료 지수 추이



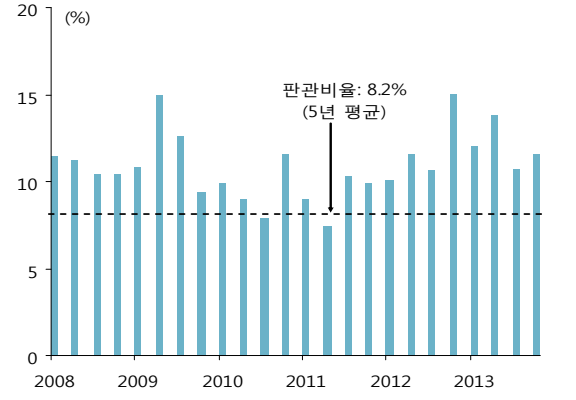
자료: 통계청, Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 17] 제분업체 수익성 추이



자료: 대한제분

[그림 18] 제당업체 수익성 추이



자료: 대한제당

[Earning Projection]

[표 6] CJ제일제당의 실적 전망 (연결 기준)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1QE	2QE	3QE	2014 4QE	2012	2013	2014E	2015E
매출액	**24,484**	**27,534**	**29,233**	**27,226**	**28,871**	**29,402**	**31,619**	**30,008**	**98,775**	**108,477**	**119,900**	**129,570**
yoy	**3.2%**	**12.8%**	**10.6%**	**12.4%**	**17.9%**	**6.8%**	**8.2%**	**10.2%**	**51.1%**	**9.8%**	**10.5%**	**8.1%**
[기존사업]	**17,972**	**17,713**	**19,423**	**16,992**	**18,851**	**18,889**	**21,209**	**19,515**	**71,075**	**72,100**	**78,463**	**85,426**
yoy	**5.1%**	**2.5%**	**-0.2%**	**-1.3%**	**4.9%**	**6.6%**	**9.2%**	**14.8%**	**8.7%**	**1.4%**	**8.8%**	**8.9%**
[식품]	9,606	8,921	10,511	8,640	9,606	9,080	10,697	8,788	38,850	37,678	38,172	39,004
yoy	0.4%	-4.1%	-4.9%	-3.3%	0.0%	1.8%	1.8%	1.7%	6.5%	-3.0%	1.3%	2.2%
[사료]	3,594	3,945	3,932	4,017	3,999	4,467	4,449	4,572	12,971	15,488	17,486	19,389
yoy	25.3%	26.3%	11.4%	16.5%	11.3%	13.2%	13.1%	13.8%	12.9%	19.4%	12.9%	10.9%
[생명공학]	4,773	4,847	4,980	4,335	5,246	5,343	6,063	6,155	19,254	18,934	22,806	27,033
yoy	2.2%	-0.4%	1.9%	-10.3%	9.9%	10.2%	21.7%	42.0%	10.6%	-1.7%	20.5%	18.5%
[물류사업]	**6,512**	**9,821**	**9,810**	**10,234**	**10,020**	**10,513**	**10,411**	**10,493**	**27,700**	**36,377**	**41,437**	**44,144**
yoy	**-1.5%**	**37.9%**	**41.0%**	**46.0%**	**53.9%**	**7.0%**	**6.1%**	**2.5%**		**31.3%**	**13.9%**	**6.5%**
매출총이익	5,268	5,102	5,371	5,041	5,553	5,506	6,529	5,922	21,809	20,782	23,510	27,387
margin	21.5%	18.5%	18.4%	18.5%	19.2%	18.7%	20.6%	19.7%	22.1%	19.2%	19.6%	21.1%
[기존사업]	4,768	4,390	4,731	4,423	4,871	4,737	5,714	5,158	19,341	18,312	20,480	23,828
margin	26.5%	24.8%	24.4%	26.0%	25.8%	25.1%	26.9%	26.4%	27.2%	25.4%	26.1%	27.9%
[식품]	2,502	2,530	3,157	2,620	2,922	2,601	3,269	2,574	10,557	10,809	11,366	11,639
margin	26.0%	28.4%	30.0%	30.3%	30.4%	28.6%	30.6%	29.3%	27.2%	28.7%	29.8%	29.8%
[사료]	495	607	496	711	657	732	729	749	1,918	2,309	2,867	3,172
margin	13.8%	15.4%	12.6%	17.7%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	14.8%	14.9%	16.4%	16.4%
[생명공학]	1,771	1,253	1,078	1,092	1,293	1,404	1,716	1,835	6,866	5,194	6,247	9,017
margin	37.1%	25.9%	21.6%	25.2%	24.6%	26.3%	28.3%	29.8%	35.7%	27.4%	27.4%	33.4%
[물류사업]	500	712	640	616	682	769	815	764	2,463	2,468	3,030	3,559
margin	7.7%	7.2%	6.5%	6.0%	6.8%	7.3%	7.8%	7.3%	8.9%	6.8%	7.3%	8.1%
판관비	4,015	4,304	4,622	4,385	4,448	4,338	4,830	4,481	15,654	17,327	18,097	19,085
% Sales	16.4%	15.6%	15.8%	16.1%	15.4%	14.8%	15.3%	14.9%	15.8%	16.0%	15.1%	14.7%
영업이익	**1,252**	**798**	**749**	**656**	**1,105**	**1,168**	**1,699**	**1,441**	**6,155**	**3,455**	**5,413**	**8,302**
margin	**5.1%**	**2.9%**	**2.6%**	**2.4%**	**3.8%**	**4.0%**	**5.4%**	**4.8%**	**6.2%**	**3.2%**	**4.5%**	**6.4%**
yoy	**-21.0%**	**-49.1%**	**-56.5%**	**-48.7%**	**-11.8%**	**46.4%**	**126.8%**	**119.9%**	**33.8%**	**-43.9%**	**56.7%**	**53.4%**
[기존사업]	1,132	765	819	752	988	949	1,358	1,131	5,016	3,468	4,426	6,700
[물류사업]	120	33	-70	-96	116	219	341	310	1,139	-13	987	1,602
금융손익	-424	-592	1,410	-575	-438	-388	-385	-382	-1,188	-181	-1,592	-1,506
관계사손익	9	-18	-34	-191	-58	-58	-58	-58	-126	-233	-233	-233
기타손익	-183	-111	-714	-766	-119	-117	-125	-115	-591	-1,774	-475	-480
세전이익	655	77	1,411	-875	490	605	1,132	886	4,250	1,267	3,112	6,083
margin	2.7%	0.3%	4.8%	-3.2%	1.7%	2.1%	3.6%	3.0%	4.3%	1.2%	2.6%	4.7%
yoy	-51.0%	-89.1%	-4.4%	-219.6%	-25.2%	685.5%	-19.8%	-201.3%	-7.9%	-70.2%	145.6%	95.4%
[기존사업]	507	112	1,883	-104	559	571	976	762	3,336	2,398	2,868	5,083
[물류사업]	148	-35	-472	-771	-69	34	155	125	914	-1,131	244	1,000
유효법인세율	28.6%	53.0%	44.9%	34.9%	26.3%	27.3%	27.7%	27.7%	26.9%	43.9%	27.4%	27.8%
당기순이익	**467**	**36**	**777**	**-570**	**361**	**440**	**818**	**641**	**3,107**	**711**	**2,260**	**4,390**
margin	**1.9%**	**0.1%**	**2.7%**	**-2.1%**	**1.3%**	**1.5%**	**2.6%**	**2.1%**	**3.1%**	**0.7%**	**1.9%**	**3.4%**
yoy growth	**-54.5%**	**-92.7%**	**-26.0%**	**-207%**	**-22.8%**	**1116%**	**5.3%**	**-212%**	**-1.1%**	**-77.1%**	**218.0%**	**94.3%**
[기존사업]	372	99	1,199	-83	408	417	713	556	2,555	1,587	2,094	3,711
[물류사업]	95	-63	-422	-487	-47	23	105	85	552	-876	166	680
지배주주	**361**	**39**	**1,205**	**-439**	**369**	**396**	**699**	**543**	**2,549**	**1,167**	**2,006**	**3,707**
비지배주주	106	-3	-428	-131	-8	44	120	98	558	-456	254	684

자료: CJ제일제당, 메리츠종금증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 3월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 3월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 3월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 송광수)

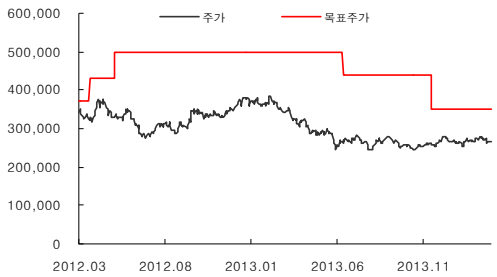
동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)
→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)
→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.
- 비중확대(Overweight) / 중립(Neutral) / 비중축소(Underweight)

CJ제일제당(097950)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자
2011.12.14	산업분석	Buy	420,000	송광수
2012.01.16	산업분석	Buy	420,000	송광수
2012.02.17	기업브리프	Buy	370,000	송광수
2012.04.16	기업브리프	Buy	430,000	송광수
2012.04.18	산업분석	Buy	430,000	송광수
2012.05.02	산업분석	Buy	430,000	송광수
2012.05.04	기업브리프	Buy	430,000	송광수
2012.05.30	기업분석	Strong Buy	500,000	송광수
2012.07.06	기업브리프	Strong Buy	500,000	송광수
2012.07.13	산업분석	Strong Buy	500,000	송광수
2012.08.03	기업브리프	Strong Buy	500,000	송광수
2012.08.22	기업브리프	Strong Buy	500,000	송광수
2012.09.10	기업브리프	Strong Buy	500,000	송광수
2012.10.10	산업분석	Strong Buy	500,000	송광수
2012.11.2	기업브리프	Strong Buy	500,000	송광수
2012.12.10	산업분석	Strong Buy	500,000	송광수
2013.01.16	산업분석	Buy	500,000	송광수
2013.04.23	기업브리프	Buy	500,000	송광수
2013.05.29	기업브리프	Buy	500,000	송광수
2013.07.08	기업브리프	Buy	440,000	송광수
2013.07.18	산업분석	Buy	440,000	송광수
2013.08.02	기업브리프	Buy	440,000	송광수
2013.10.11	기업브리프	Buy	440,000	송광수
2013.10.14	산업분석	Buy	440,000	송광수
2013.12.12	산업분석	Buy	350,000	송광수
2014.1.14	기업브리프	Buy	350,000	송광수
2014.1.16	산업분석	Buy	350,000	송광수
2014.3.28	기업브리프	Buy	350,000	송광수

주가 및 목표주가 변동추이