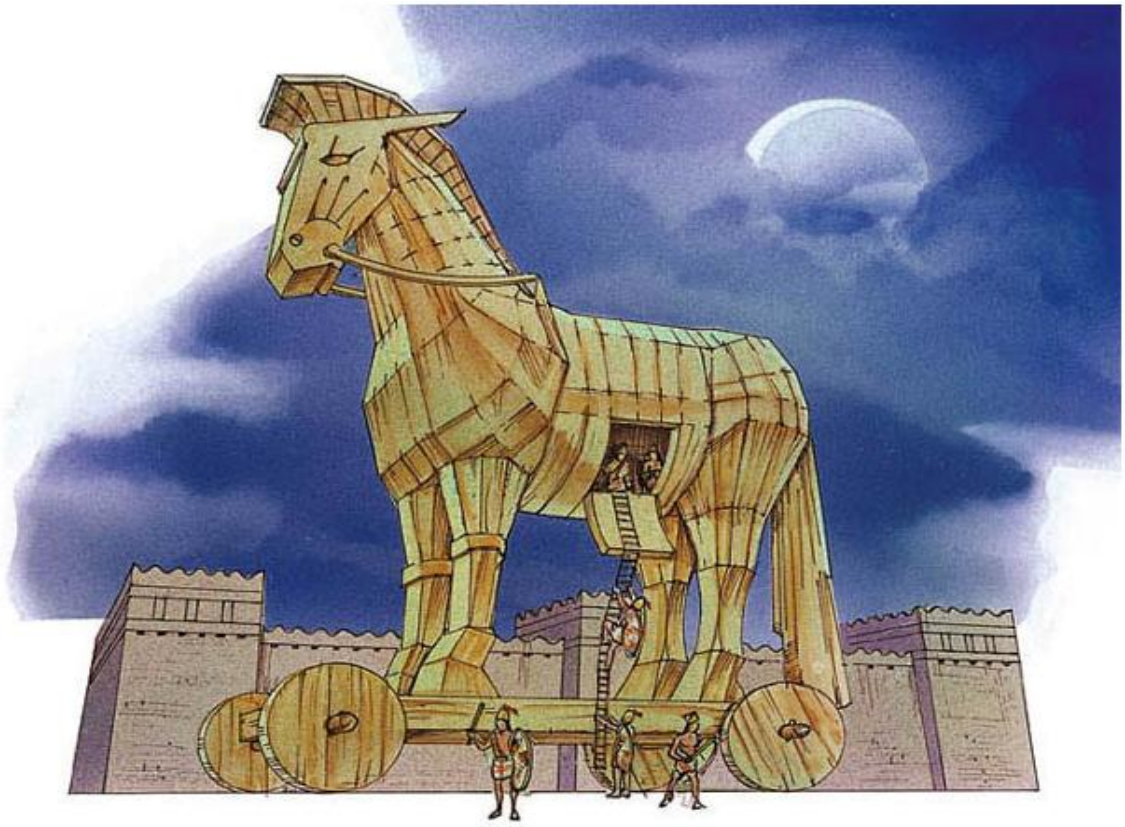
CJ 제일제당의 트로이 목마: L-메치오닌의 습격



CJ 제일제당 (097950 KS)

음식료/담배

Analyst: 조인욱
iwjo@leading.co.kr
822-2009-7167
R.A: 손승현
shson@leading.co.kr
822-2009-7168

LEADING

목차

내용 페이지

업황분석

Summary..... 3

메치오닌 시장규모 및 성장성..... 4

메치오닌 Investment Point..... 7

메치오닌 시장 진입장벽과 CJ 제일제당의 경쟁우위..... 9

Appendix..... 14

기업분석

CJ 제일제당(BUY, TP: 310,000 원): 부활의 시기가 다가온다!..... 15

Summary

라이신 판가 하락으로 실적 부진을 겪고 있는 CJ제일제당의 바이오 부문은 큰 변화를 앞두고 있다. CJ제일제당은 오는 6월부터 말레이시아 메치오닌 공장 가동으로 4대 필수 아미노산(라이신, 메치오닌, 쓰레오닌, 트립토판)을 모두 생산하는 업체로 거듭나게 된다. CJ제일제당이 생산하는 L-메치오닌은 현재 메치오닌 시장의 95%를 점유하고 있는 4개 업체(Evonik, Novus, Adisseo, Sumitomo)가 생산하고 있는 DL-메치오닌 대비 성능 면에서 우위에 있고 친환경적인 바이오 발효 공법으로 만들어져 높은 진입장벽을 뚫고 성공적인 시장 안착이 가능할 전망이다.

가금류 소비 증가에 따라 메치오닌 수요 증가 전망

중국, 동남아시아 등 이머징마켓의 소득수준 상승으로 육류소비 증가가 예상된다. 육류별로는 지난 1990년대 말 이미 닭고기·오리고기 등 가금류 소비는 소고기를 넘어섰고 향후 10년 이내에 돼지고기 소비를 넘어설 전망이다. 닭고기 소비 증가의 원인으로는 타 가축대비 1)낮은 사료요구율, 2)높은 생산성, 3)저렴한 가격 등을 들 수 있다. 질 좋은 닭고기를 효율적으로 생산하기 위해서는 닭의 성장에 필요한 제1제한 아미노산인 메치오닌의 공급이 필수적이므로 닭의 소비 증가는 메치오닌 수요 증가로 이어질 전망이다.

메치오닌 시장 Capa 확대 국면

2013년 전세계 메치오닌 Capa는 약 98만톤, 금액기준 시장규모는 약 50억달러 수준으로 추정된다. 올해 전세계 메치오닌 Capa는 CJ제일제당의 물량 8만톤을 포함하여 37만톤 증가할 전망이나 올해 중 증설할 계획이기 때문에 실제 생산량 증가는 크지 않을 전망이다. 또한 진입장벽이 높은 과점시장 구조이기 때문에 라이신과 같이 다수의 신규 플레이어의 진출이나 공격적인 Capa 확대 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

DL-메치오닌 시장의 높은 진입장벽

기존 주를 이루고 있는 DL-메치오닌 시장은 수십년간 4개 업체가 과점하고 있을 만큼 높은 진입장벽을 형성하고 있다. 진입장벽은 크게 **1)고도화된 생산 과정, 2)복잡한 로지스틱스, 3)대량생산 능력, 4)글로벌 세일즈 네트워크** 등으로 볼 수 있다.

CJ제일제당의 경쟁우위

높은 진입장벽에도 불구하고 CJ제일제당의 메치오닌 시장 진입이 다음과 같은 이유로 성공할 것으로 판단된다.

CJ제일제당의 경쟁우위 요소는 **1)바이오 발효공법, 2)단순한 로지스틱스, 3)글로벌 세일즈 네트워크, 4)L-메치오닌의 성능 우위, 5)유기농 닭·돼지 선호도 증가, 6)미국 USDA의 규제 방향** 등이다.

메치오닌 시장규모 및 성장성

가금류 소비 증가에 따라 메치오닌 수요 증가 전망

중국, 동남아시아 등 이머징마켓 시장이 육류 소비 증가를 견인할 전망이다. 중국을 비롯해 다수의 개발도상국이 포진한 동남아시아 시장은 향후 5~10년간 5~8%대의 높은 GDP성장률을 기록할 것으로 예상되어 성장 잠재력이 높은 것으로 판단된다. FAO의 통계 및 전망에 따르면 육류별로는 지난 1990년대 말 이미 닭고기·오리고기 등 가금류 소비는 소고기를 넘어섰고 향후 10년 이내에 돼지고기 소비를 넘어설 것으로 예상된다.

가금류 소비는 이머징마켓을 중심으로 성장할 전망 – 가금류 소비 증가는 메치오닌 소비 증가로 이어짐

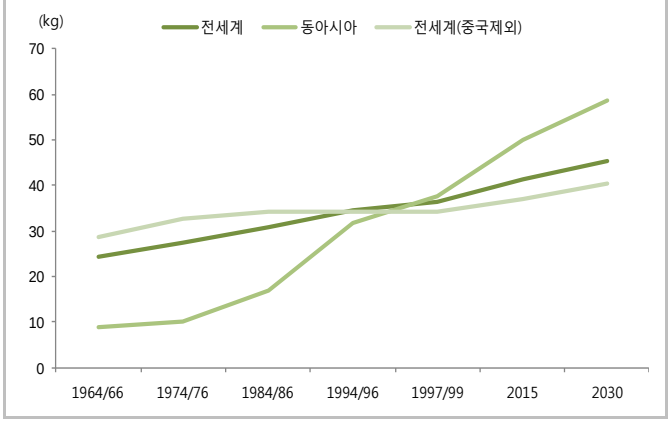
닭고기 소비 증가의 원인은 1)닭의 체중 1kg 증가를 위해 사료 2kg만 필요하여 타 가축대비 생산 효율이 높고 2)약 1.5kg로 성장한 생후 40~50일의 닭을 도계하기 때문에 빠른 생산이 가능하며 3)타 육류 대비 상대적으로 저렴한 단백질 공급원이기 때문이다. 따라서 가금류의 대표격인 닭을 효율적으로 키우는 문제가 점차 중요해질 전망이다. **질 좋은 닭고기를 효율적으로 생산하기 위해서는 닭의 성장에 필요한 제1제한 아미노산인 메치오닌의 공급이 필수적**이다. 메치오닌은 닭이 체내에서 자연적으로 합성하지 못하는 물질이기 때문에 닭고기 소비 증가에 따른 메치오닌 수요 증가가 예상된다.

Exhibit 1. 가축별 사료요구율 및 사육기간

동물	사료요구율(kg)	사육기간
소	5.0	18 개월
돼지	3.0	180 일
가금류	2.0	40 일

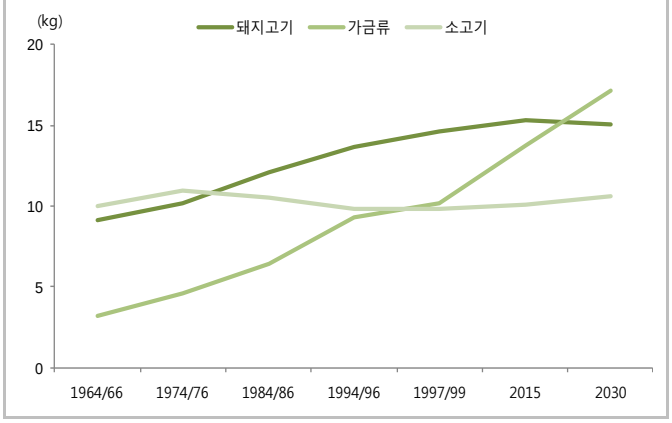
Source: Novus, 사료요구율은 가축 단백질 1kg 생산을 위해 요구되는 사료량

Exhibit 2. 전세계 육류 소비량



Source: FAO, Leading Research Center

Exhibit 3 전세계 육류별 인당 소비량



Source: FAO, Leading Research Center

메치오닌 시장 Capa 확대 국면

CJ제일제당의 메치오닌은 내년 중 수율 100% 가까운 수준까지 올라올 전망

현재 Evonik(독일), Novus(미국), Adisseo(중국), Sumitomo(일본) 등 4개 회사가 세계 메치오닌 시장의 95%를 점유를 과점하고 있다. 2013년 전세계 Capa는 약 98만톤, 금액기준 시장규모는 약 50억달러 수준으로 추정된다. 올해 각 사의 사업계획에 따르면 올해 전세계 메치오닌 Capa는 CJ제일제당의 물량 8만톤을 포함하여 37만톤 증가할 전망이나 올해 중 증설할 계획이기 때문에 실제 생산량 증가는 크지 않을 전망이다. 또한 진입장벽이 높은 과점시장 구조이기 때문에 라이신과 같이 다수의 신규 플레이어의 진출이나 공격적인 Capa 확대 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

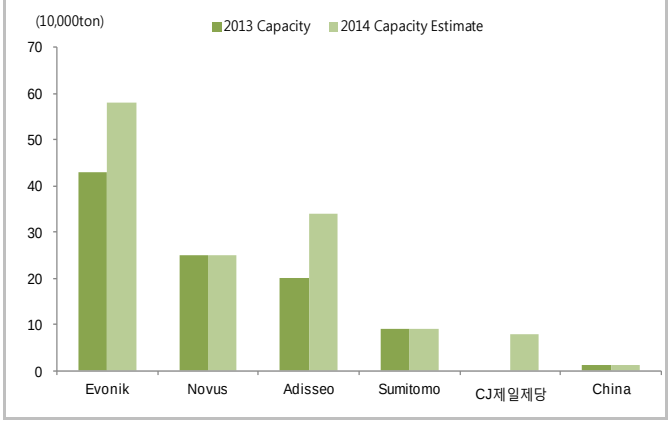
CJ제일제당은 말레이시아에 연간 8만톤 규모의 메치오닌 공장을 건설 중에 있으며 오는 6월부터 가동될 예정이다. CJ제일제당의 올해 생산량은 약 3만톤 수준일 전망이며 내년 중에는 수율이 100% 가까운 수준까지 올라올 전망이다.

Exhibit 4. 메치오닌 Capacity Estimate

(단위:Ton/year)	2013 Capacity	2014 Capacity Estimate	비고
Evonik	430,000	580,000	15 만톤 Capa 증설은 싱가포르 공장(3Q14 가동 예정)
Novus	250,000	250,000	
Adisseo	200,000	340,000	14 만톤 Capa 증설은 중국공장(4Q13 증설 완료)
Sumitomo	90,000	90,000	
CJ 제일제당	-	**80,000**	**8 만톤 Capa 증설은 말레이시아 공장(3Q14 가동 예정)**
China	11,000	11,000	중국 Capa 대부분은 Chongqing Unisplendour Chemical
Total	**981,000**	**1,351,000**	

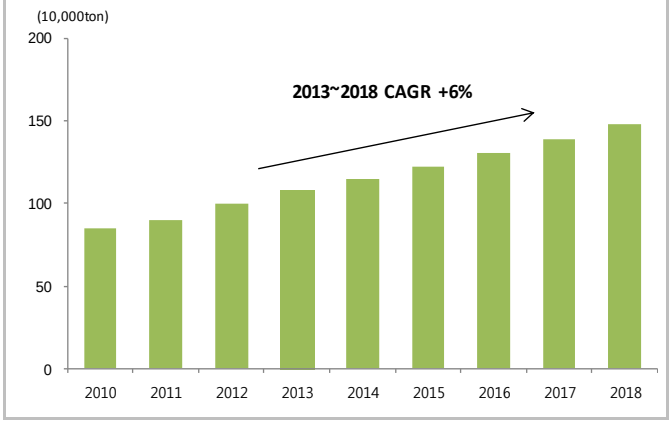
Source: 각 사, Leading Research Center

Exhibit 5 각 사별 메치오닌 Capacity 변화



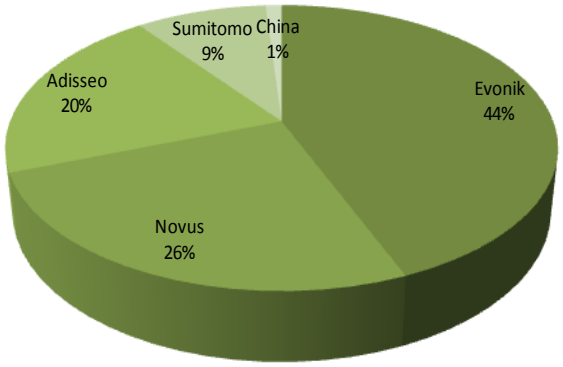
Source: 각 사, Leading Research Center

Exhibit 6. 메치오닌 수요 전망



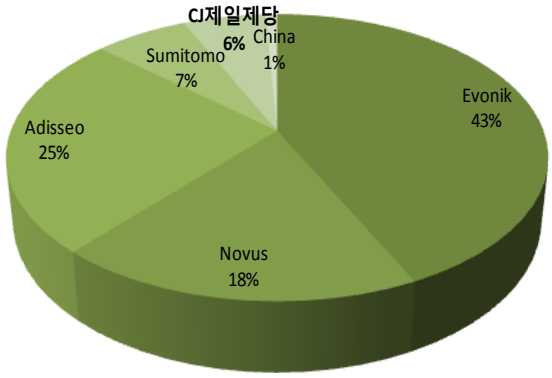
Source: Evonik, Leading Research Center

Exhibit 7. 2013 년 메치오닌 시장점유율(Capa 기준)



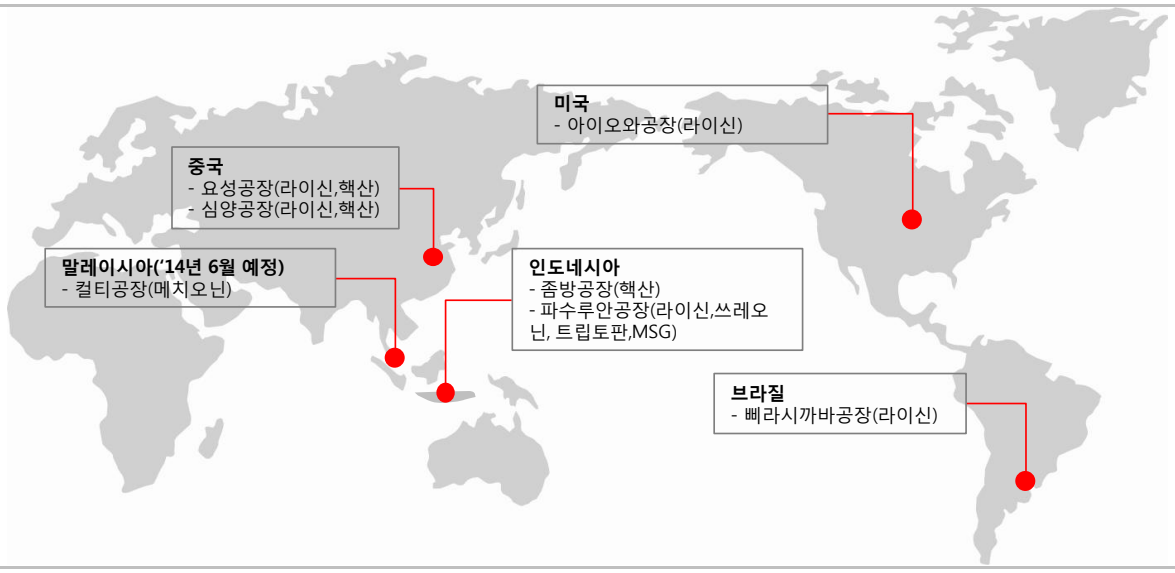
Source: 각 사, Leading Research Center

Exhibit 8. 2014 년 메치오닌 시장점유율 전망(Capa 기준)



Source: 각 사, Leading Research Center

Exhibit 9. CJ 바이오 사업 현황



Source: Company Data, Leading Research Center

메치오닌 Investment Point

CJ 제일제당, L-메치오닌으로 경쟁사와 차별화

메치오닌은 크게 **석유를 원료로 하는 화학공법을 통해서 생산되는 DL-메치오닌과 발효 생산공법을 통해 생산되는 L-메치오닌 두종류**로 나뉜다.

CJ제일제당의 바이오 발효 생산공법을 통해 2014년 3분기부터 L-메치오닌 대량생산 예정

기존 메치오닌 대표 플레이어인 Adisseo, Novus, Evonik, Sumitomo 중 Novus를 제외하고는 DL 메치오닌을 생산한다. Novus의 경우도 DL-메치오닌과 L-메치오닌을 둘 다 생산 중이지만 가금류를 타겟팅한 제품은 DL-메치오닌으로 제공하며 바이오공법이 아닌 석유를 원료로 하는 화학공법으로 생산한다. 지난 수십년간 바이오 기업들이 친환경 공법으로 메치오닌을 상용화하려 했지만 높은 생산가격으로 인해 실패했다. 하지만 **CJ제일제당은 바이오 발효 생산공법(미국 특허 등록 완료)을 통해 2014년 3분기부터 본격 대량생산할 예정**으로 경쟁사들과 차별화될 전망이다. 여러 논문과 리서치에 의하면 L-메치오닌이 DL-메치오닌 대비 환경 및 성능 평가에서 앞서고 있다. 이러한 이유로 L-메치오닌은 DL-메치오닌 대비 평균 2배 가량의 프리미엄 가격을 받는다. (Exhibit 10, 11 참고) L-메치오닌의 우위는 미국 USDA의 DL-메치오닌 규제에서도 엿볼 수 있다.

DL-메치오닌 사료 첨가 감량 권고와 규제가 L-메치오닌 수요에는 유리하게 작용할 전망

미국 USDA의 NOSB(National Organic Standards Board)의 경우 **유기농 가금류의 DL-메치오닌 사료 첨가물 감량을 권고함과 동시에 규제**하고 있다. 미국 유기농 가금류 생산 업계는 높은 L-메치오닌의 비용을 이유로 USDA NOSB에 DL-메치오닌의 사용량을 산란계의 경우 라이프사이클 중 최대 4파운드, 육계의 경우 최대 5파운드, 칠면조의 경우 6파운드로 지정할 것을 요구했지만 **NOSB는 소비자의 건강, L-메치오닌 시장 성장 촉진 등을 이유로 가금류 라이프사이클 중 최대 사용량을 산란계·육계는 최대 2파운드, 칠면조는 3파운드로 2015년까지 규제한 상황**이다.

유럽은 유기농 가금류의 경우 DL-메치오닌 사용 금지, 미국도 유사한 상황 전개 가능성

NOSB의 권고사항 중 눈에 띄는 사항은 바로 DL-메치오닌 사용의 추가 하향 또는 완전 규제의 가능성이다. NOSB는 DL-메치오닌 사용 허가는 가금류 업계의 생산 비용 부담 완화가 이유임을 명시했다. 현재 유럽은 유기농 가금류의 경우 일체 DL-메치오닌 사용을 금지한 상태이며 향후 미국도 유럽과 유사한 상황으로 전개될 가능성이 높다고 판단된다.

Exhibit 10. DL-Methionine 가격 (Alibaba 기준)

Kg당 US$3-4.5

Tot Sales Super Purity DI-Methionine 99%

US $3.0-4.5 / Kilogram (FOB Price)
1 Metric Ton (Min. Order)

Place of Origin: CN ; CAS No.: 59-51-8 ; Brand Name: Suntra
Grade Amino Acids ; EINECS No.: 200-432-1 ; Efficacy: Feed

View 90+ similar products

Source: Alibaba.com, Leading Research Center

Exhibit 11. L-메치오닌 가격 (Alibaba 기준)

Kg당 US$5.5-8.5

L-Methionine/Methionine

US $5.5-8.5 / Kilogram (FOB Price)
1 Kilogram (Min. Order)

CAS No.: 59-51-8 ; Model Number: feed additive ;
Efficacy: Promote Healthy & Growth,Promote Nutı

View 4+ similar products

Source: Alibaba.com, Leading Research Center

CJ 제일제당의 메치오닌, 시장진입에 성공할 전망

미국 USDA의 유기농 육류에 대한 DL-메치오닌 규제는 강화될 전망

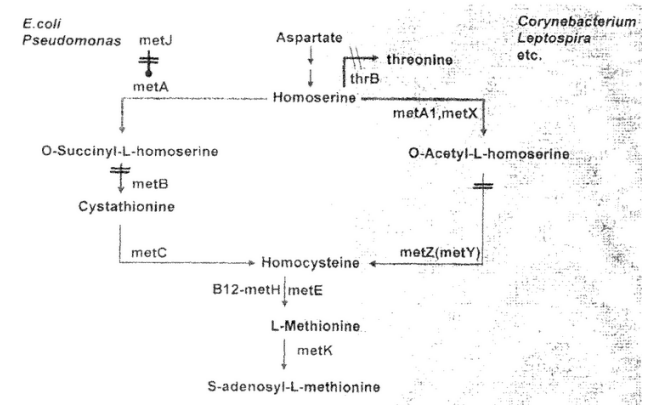
L-메치오닌은 대량생산의 어려움과 높은 생산비용이라는 두가지 측면에서 DL-메치오닌 대비 시장에서 대중화되지 못한 것이 사실이다. 하지만 CJ제일제당의 특허 등록된 바이오공법(Exhibit 12, 13 참고)은 L-메치오닌의 대량생산을 저비용에 가능케 해 그 동안 L-메치오닌의 시장 확대를 제한했던 주 요인들이 사라짐으로써 CJ제일제당의 시장진입이 어렵지 않을 전망이다.

CJ제일제당과 프랑스의 Arkema사의 합작은 Win-Win: 안정적인 원료 공급 가능

CJ제일제당과 프랑스 Arkema사의 합작으로 생산되는 L-메치오닌 공장은 CJ제일제당의 신 발효공법을 통해 2014년 하반기부터 연간 8만톤 가량의 L-메치오닌 생산에 돌입한다. 일각에서는 과점시장이 형성되어 있는 메치오닌 시장을 CJ제일제당이 어떻게 깨고 들어갈지 의구심을 제기하지만 이미 CJ제일제당은 라이신을 비롯한 필수아미노산 포트폴리오를 구축한 상태로 우수한 글로벌 유통/판매 채널을 보유했으며 사료첨가제 생산 관련 know-how도 우수하다고 판단된다.

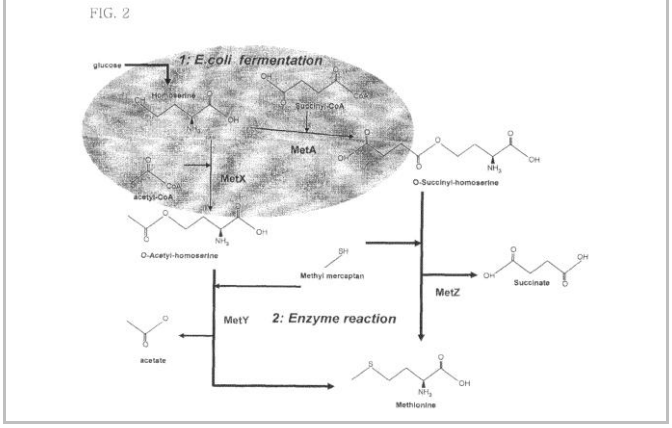
CJ제일제당의 말레이시아 공장은 합작사인 Arkema가 주 원료 중 하나인 Methyl Mercaptan을 생산·공급하여 메치오닌을 생산하는 공장이다. 즉, 공정과정에서 중간재(Methyl Mercaptan)와 최종재(L-Methionine)를 동시에 생산하는 세계최초의 공장인 셈이다. **CJ제일제당은 차별화된 친환경 바이오공법 생산방식과 L-메치오닌의 DL-메치오닌 대비 우위인 점들을 무기로 시장진입에 성공할 전망**이다.

Exhibit 12. L-메치오닌 관련 CJ 제일제당 특허



Source: U.S. Patent Office, Leading Research Center

Exhibit 13. L-메치오닌 관련 CJ 제일제당 특허



Source: U.S. Patent Office, Leading Research Center

메치오닌 시장 진입장벽과 CJ 제일제당의 경쟁우위

DL-메치오닌 시장의 높은 진입장벽

DL-메치오닌 시장의 높은 진입장벽은 높지만 CJ의 성공적인 시장진입 전망

경쟁사의 DL-메치오닌은 CJ제일제당의 L-메치오닌과 마찬가지로 2개의 과정을 거쳐 생산된다. L-메치오닌과 DL-메치오닌의 첫 번째 생산단계는 동일하게 Methanol과 Sulphur를 결합하여 중간재인 Methyl Mercaptan을 생산하지만 이 첫 번째 과정에서의 미묘한 차이가 CJ의 성공적인 시장진입과 동시에 향후 메치오닌 시장에서의 경쟁우위 요소로 작용할 것으로 판단된다. 우선 CJ의 경쟁우위를 설명하기 이전에 DL-메치오닌 시장의 진입장벽 관련해서 간략하게 설명하겠다.

진입장벽은 크게 **1)고도화된 생산 과정, 2)복잡한 로지스틱스, 3)대량생산 능력, 4)글로벌 세일즈 네트워크**로 볼 수 있다.

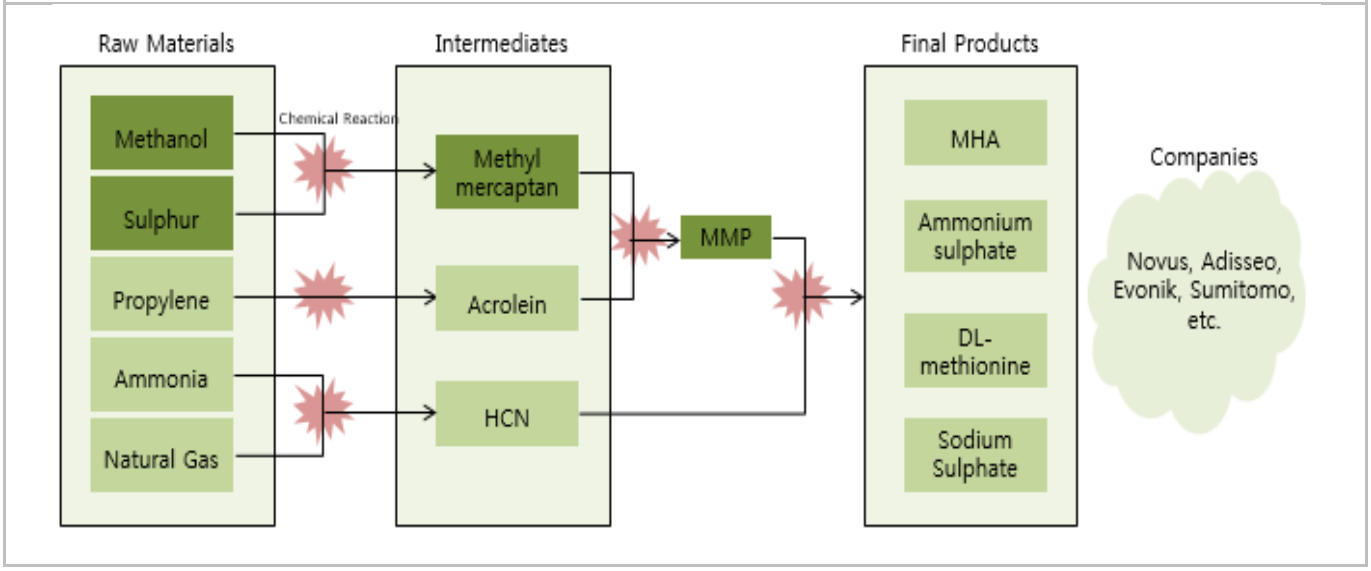
1)고도화된 생산 과정

DL-메치오닌 생산 과정은 고도화된 생산 과정을 요구

DL-메치오닌을 생산하기 위해서는 Methyl Mercaptan, Acrolein, HCN을 1차 화학과정에서 생성해야 한다. Acrolein을 생산하기 위해서는 Propylene, HCN을 생산하기 위해서는 Ammonia와 Natural Gas, Methyl Mercaptan을 생산하려면 Methanol과 Sulphur를 필요로 한다.

2차 화학과정에서는 Methyl Mercaptan을 Acrolein과 화학작용을 일으켜 MMP를 생산한 후 MMP를 HCN과 화학작용을 일으켜 End-user 상품인 DL-메치오닌을 생산할 수 있다. 이 절차는 Ammonia, Natural Gas, Propylene 등 민감한 원재료를 다루는 만큼 안전이 중요시 되며 무엇보다 화학·석유 업체들과의 긴밀한 관계가 필수로 고도화된 생산 과정 및 특허로 보호된 기술을 필요로 한다. (Exhibit 14 참고)

Exhibit 14. DL-메치오닌 생산과정



Source: CJ Research Institute of Biotechnology, Leading Research Center

2)복잡한 로지스틱스(Logistics)

DL-메치오닌 생산에 많은 원재료가 필요한 만큼 고도화된 로지스틱스가 필수

통상 DL-메치오닌 공장은 24시간 가동 되어야 하는데 위 5개의 원재료 공급이 원활하지 않을 시 DL-메치오닌 생산에 큰 차질이 생기므로 Logistics가 큰 진입장벽으로 작용한다. 중국의 경우 실제 메치오닌 캐파는 연간 1만톤으로 추정되지만 실제 생산은 2013년 850톤에 불과했다. 캐파 가동률 10% 이하로 메치오닌 주 원료인 Methyl Mercaptan을 원활하게 조달하지 못한 상황에서 원인을 찾을 수 있다.

3)대량생산 능력

글로벌 업체의 캐파와 공급량은 비슷한 반면에 소규모 업체의 캐파와 공급량은 큰 괴리 존재

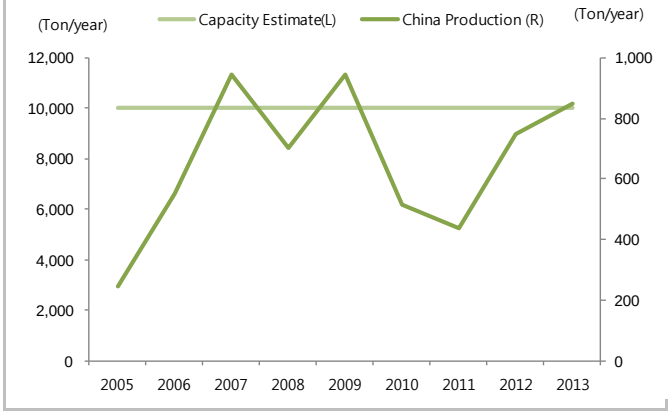
글로벌 4대 업체의 공급량은 전세계 메치오닌 시장의 95%를 차지한다. 글로벌 업체의 캐파는 Evonik 43만톤, Novus 25만톤, Adisseo 20만톤, Sumitomo가 9만톤을 차지한다. 현재, Evonik은 싱가포르에 공장을 증설 중으로 2014년 3분기부터 58만톤으로 확대할 예정이며 Adisseo 또한 중국에 공장을 증설 중으로 단계적으로 34만톤까지 확대할 예정이다. 현재 중국 업체의 캐파는 1만톤으로 추정되지만 실제 공급량은 연간 1천톤 이하로 추정된다 이러한 캐파 증설은 Sumitomo를 제외한 글로벌 3대 업체간 진행 중이며 높은 고정비에 따른 진입장벽이 형성 중이다. (Exhibit 5, 7, 8 참고)

4)글로벌 세일즈 네트워크

필수 아미노산 포트폴리오를 구축한 글로벌 업체들의 세일즈 네트워크가 중요

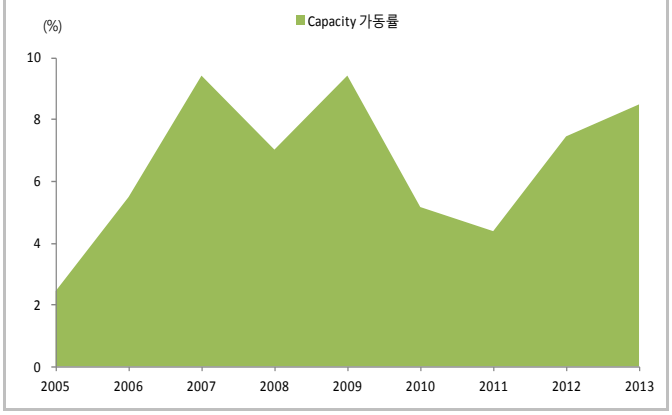
이들 업체의 글로벌 세일즈 네트워크가 큰 진입장벽으로 작용한다. 이들 업체는 단순 메치오닌만 세일즈하는게 아니라 라이신, 쓰레오닌, 트립토판 등 필수 아미노산 포트폴리오를 구축해 고객과의 긴밀한 관계를 유지하며 Customized-Service를 제공한다.

Exhibit 15. 중국 캐파 및 실제 생산량 추정



Source: YYTJ, Leading Research Center

Exhibit 16. 중국 업체의 메치오닌 공장 가동률 추정



Source: YYTJ, Leading Research Center

CJ 제일제당의 경쟁우위

높은 진입장벽에도 불구하고 CJ제일제당의 메치오닌 시장 진입이 다음과 같은 이유로 성공할 것으로 판단된다.

CJ제일제당의 경쟁우위 요소는 **1)바이오 발효공법, 2)단순한 로지스틱스, 3)글로벌 세일즈 네트워크, 4)L-메치오닌의 성능 우위, 5)유기농 닭·돼지 선호도 증가, 6)미국 USDA의 규제 방향** 등으로 판단된다.

1)CJ의 생산공법: 바이오 발효공법

DL-메치오닌 대비 공급과 Logistics 가 쉬운 원재료 사용

CJ제일제당은 세계 최초로 친환경 바이오 발효공법으로 생산한 L-메치오닌의 대량생산 성공을 앞두고 있다. 기존 DL-메치오닌을 생산하는 선두업체들은 성능과 선호도에서 앞서는 L-메치오닌의 대량생산이 어려워 그보다 대량생산은 쉽지만 복잡한 공정을 거치는 DL-메치오닌을 생산해왔다. 반면 발효공법을 통해 생산하는 L-메치오닌은 DL-메치오닌과 공통적으로 3개의 원재료를 사용하지만 DL-메치오닌처럼 가격이 Cyclical하고 Logistics가 어려운 Propylene과 Natural Gas를 사용하지 않는다. 그 대신 공급과 Logistics가 쉬운 Glucose를 사용하는 이점이 있다.

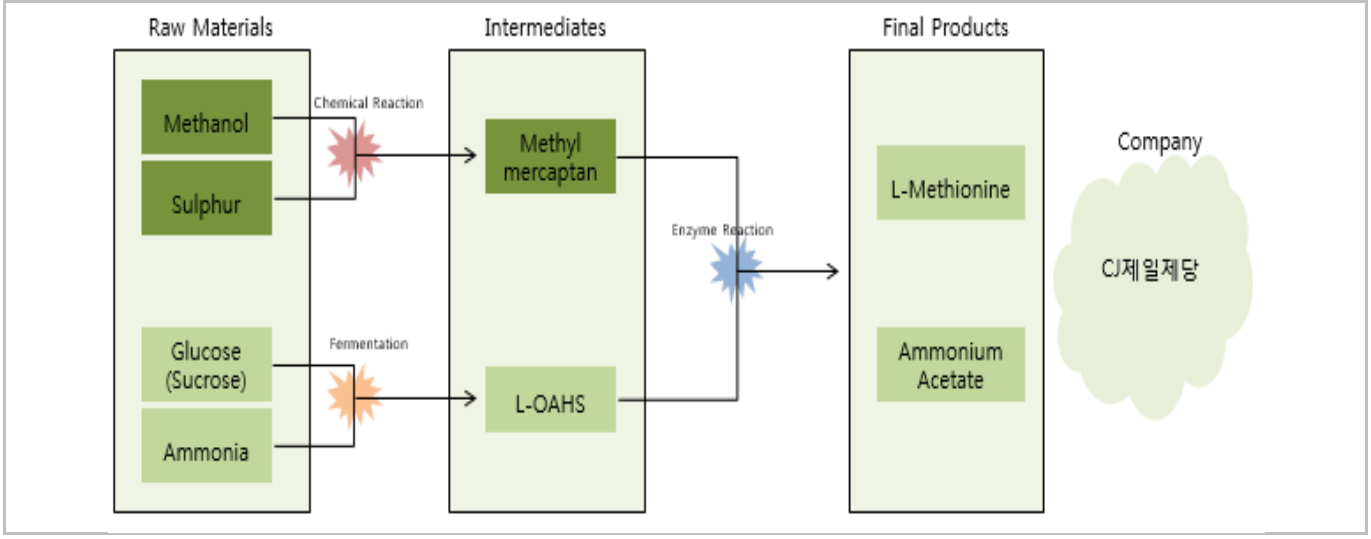
또한 DL-메치오닌은 5번의 화학작용을 거친 후 DL-메치오닌이 생산 되지만 CJ제일제당의 L-메치오닌은 결합과정을 3번만 거치면 L-메치오닌이 생성된다. 이러한 생산공법의 단순화, 친환경적인 바이오 발효공법은 CJ제일제당의 L-메치오닌의 낮은 생산 비용으로 이어지면서 가장 큰 경쟁우위 요소가 될 전망이다.

2)단순한 Logistics

필수 아미노산 포트폴리오를 구축한 글로벌 업체들의 세일즈 네트워크가 중요

DL-메치오닌의 경우 5개의 원재료(Methanol, Sulphur, Propylene, Ammonia, Natural Gas)를 조달해야 하는 문제가 있지만 CJ제일제당의 생산 방식은 4개의 원재료(Methanol, Sulphur, Glucose, Ammonia)를 필요로 한다. CJ제일제당과 Arkema의 합작 공장은 처음으로 메치오닌의 핵심 원료인 Methyl Mercaptan (Methanol+Sulphur)을 같은 공장에서 생산함으로써 원재료 조달 문제를 해결함과 동시에 Logistics 비용 또한 절감 가능하다.

Exhibit 17. CJ 제일제당의 L-메치오닌 생산과정



Source: CJ Research Institute of Biotechnology, Leading Research Center

3)글로벌 세일즈 네트워크

4대 아미노산 포트폴리오 갖추게 됨으로써 고객의 요구에 맞는 제품 공급 가능

CJ제일제당은 8년간의 R&D끝에 친환경 바이오공법을 통한 L-메치오닌 대량생산을 목전에 두고 있다. L-메치오닌이 추가되면 4대 필수 아미노산(메치오닌, 라이신, 쓰레오닌, 트립토판) 포트폴리오를 갖추게 됨으로써 고객의 요구에 맞춰 필요한 제품을 전부 공급 가능하게 된다. 기존 제품들을 수년간 판매하며 쌓아온 세일즈 네트워크와 판매 노하우가 있어 메치오닌 판매도 원활하게 진행될 것으로 예상된다.

4)L-메치오닌의 성능 우위

메치오닌 성능 순위:
L-메치오닌 (CJ제일제당) > HMTBA (Novus) > DL 메치오닌 (Sumitomo, Evonik, Adisseo)

Novus가 생산하는 HMTBA(2-hydroxy4-(methylthio) butanoic acid) 분자형 메치오닌은 alpha carbon에 ammonia group 대신 hydroxyl group을 결합한 화학 구조로 DL-메치오닌 대비 장점이 있다. HMTBA는 동물의 세포조직과 접촉 시 L-메치오닌으로 전환됨으로써 DL-메치오닌과 유사한 생체이용률을 갖춤과 동시에 친환경적이라는 장점이 있다.

DL-메치오닌 대비 생체이용률이 높아 비용 절감 효과

L-메치오닌은 DL-메치오닌과 HMTBA대비 모든 방면에서 우위에 있다고 판단된다. DL-메치오닌과 HMTBA 모두 L-메치오닌의 대량생산의 어려움이라는 단점을 보완하기 위해 만들어진 인공 L-메치오닌이다. 1965년에 설립된 미국의 세계축산학회는 선두업체들이 석유를 원료로 상용해 화학공법을 통해 생산하는 DL-메치오닌 대비 CJ제일제당의 L-메치오닌의 상대적 생체이용률(흡수율)이 20~40% 이상 우수하다고 발표했다.

축산학계에서 권위를 인정받는 North Carolina State University의 농업생명과학대학 연구진은 닭과 돼지를 대상으로 한 시험을 통해 L-메치오닌이 들어간 사료를 먹은 가축이 기존 DL-메치오닌 대비 사료 효율이 143%, 증체량이 138% 우수했으며 장 발달, 항산화, 산란율까지 개선했다고 공식 발표했다. 상대적 생체이용률은 동물 사료제에서 가장 중요한 요인 중 하나로 작용한다. 생체이용률이 높을수록 소량의 사료로 기존 사료량과 동일한 효과를 일으킴으로써 생산자 입장에서는 비용 절감이 가능하다.

5)유기농 닭·돼지 선호도 증가

유기농 육류에 대한 선호도 증가로 L-메치오닌 수요 증가 가능성

미국의 경우 2000년대에 들어와서 유기농 닭과 돼지의 선호도가 뚜렷하게 증가하는 모습이다. 미국의 대표 유기농 대형 슈퍼마켓인 Whole Foods, Trader Joes의 성공에 힘 입어 주요 대형 슈퍼마켓이 유기농 상품라인업을 확대·강화한 것이 원인으로 판단된다. 특히, 미국 USDA는 유기농 등급의 선을 명확히 그음으로써 소비자의 신뢰를 얻고 그에 따라 유기농 생산자 역시 판매가를 프리미엄에 팔 수 있어 소비자-생산업자의 대표적인 win-win 케이스라 판단된다. 향후 미국의 사례와 유사하게 중국·동남아·남미 등 이머징 국가들의 1인당 GDP 증가 시 서구 스타일의 육류 소비 증가, 유기농 육류에 대한 수요 증가를 예상할 수 있다.

6)미국 USDA의 규제 방향

유기농 육류와 L-메치오닌과의 상관관계를 설명하자면 다음과 같다.

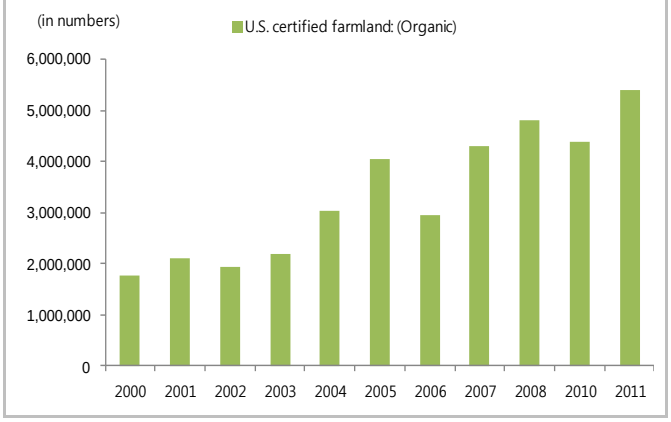
유기농 가금류에 대한 DL-메치오닌 사용 승인 논란

DL-메치오닌은 인공 메치오닌으로 미국 USDA로 부터 규제를 받는다. USDA는 1999년 처음으로 인공 메치오닌 사용을 검토하고 2001년 사료첨가제로 승인을 한 이후 2003년에는 유기농 가금류의 사료 첨가제로도 사용을 허가했다. 당시 유기농 가금류에 대한 DL-메치오닌 사용 승인은 많은 논란을 일으켰지만 유기농 가금류업계의 비용부담을 고려해 DL-메치오닌 사용을 지속 승인했다.

DL-메치오닌 사용량 2015년 추가 하향 조정 가능성

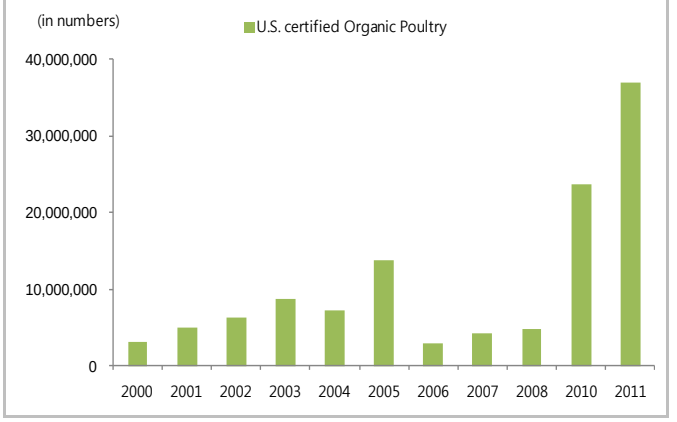
2009년 유기농 가금류 업계는 2014년 까지 인공 메치오닌의 사용 허가를 USDA에 요청함과 동시에 DL-메치오닌의 최대 사용량을 산란계-4파운드, 육계-5파운드, 칠면조-6파운드로 신청했으나 USDA는 2012년 이후 인공 메치오닌의 최대 사용량을 산란계-2파운드, 육계-2파운드, 칠면조-3파운드로 규제하고 있다. 현재 DL-메치오닌의 사용은 매년 검토되고 있으며 2015년 추가 하향 조정될 가능성이 있다. 유럽에서 DL-메치오닌은 유기농 가금류의 사료 첨가제로 사용이 금지된 상태로 옥수수 글루텐 첨가제가 대체제로 사용되고 있는 상황이다. 향후 L-메치오닌 대량생산과 유기농 육류 시장 확대 시 미국 USDA의 DL-메치오닌 사용 규제를 예상할 수 있다.

Exhibit 18. USDA 인증 유기농 사육 면적



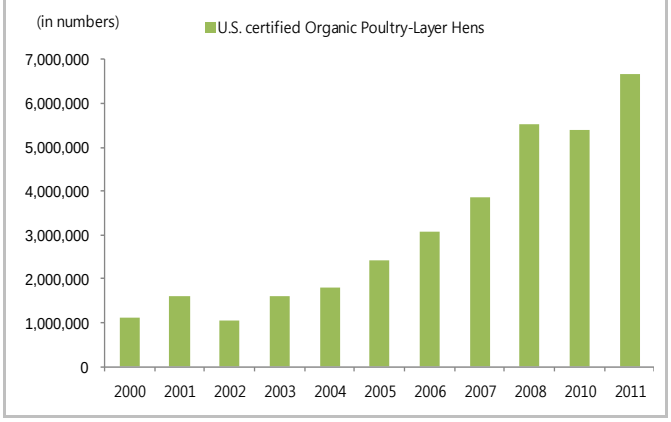
Source: USDA, Leading Research Center

Exhibit 19. USDA 인증 유기농 가금류 추이



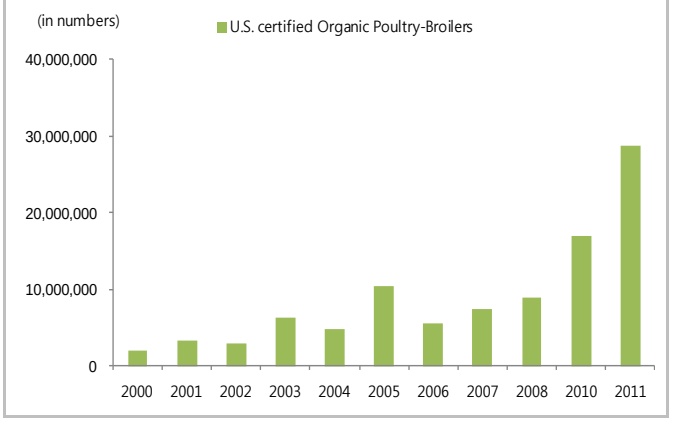
Source: USDA, Leading Research Center

Exhibit 20. USDA 인증 유기농 산란계 추이



Source: USDA, Leading Research Center

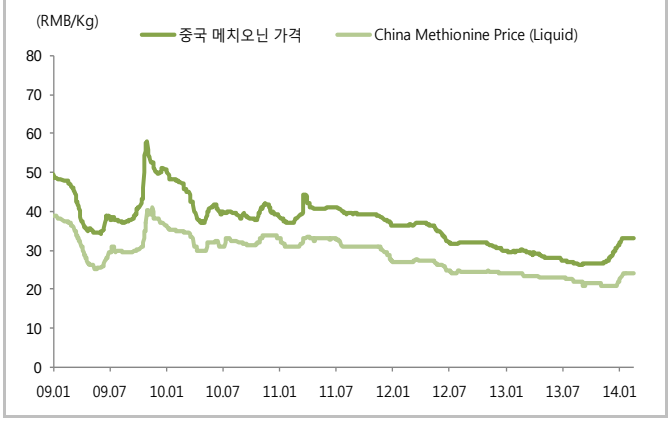
Exhibit 21. USDA 인증 유기농 육계 추이



Source: USDA, Leading Research Center

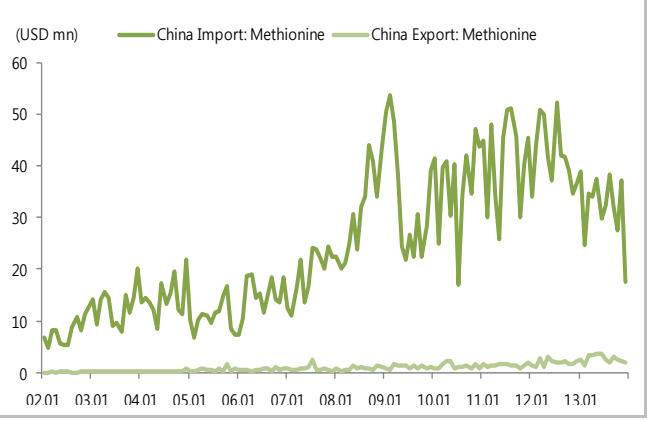
Appendix

Exhibit 22. 메치오닌 중국 가격 추이



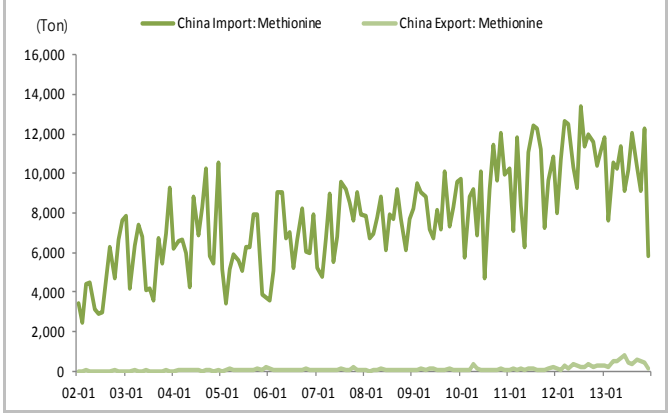
Source: Ministry of Agriculture Feed Industry Centre

Exhibit 23. 중국 메치오닌 수출/수입: 미국 달러 기준



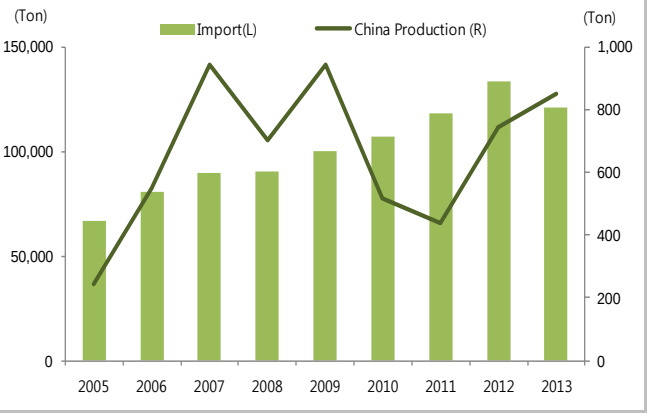
Source: China Petroleum and Chemical Industry Federation

Exhibit 24. 중국 메치오닌 수출/수입: 무게 기준



Source: China Petroleum and Chemical Industry Federation

Exhibit 25. 중국 메치오닌 수입량 vs 생산량



Source: China Petroleum and Chemical Industry Federation

Exhibit 26. 메치오닌 관련 용어 해설

용어	용어해설
Methanol(메탄올)	가장 간단한 알코올로 유기합성재료, 용제, 세척제, 연료, 에탄올 변성용으로 사용
Sulphur(유황)	모든 생물체의 기초 원소로 바이오케미칼 과정에서 많이 사용
Propylene(프로필렌)	에틸렌계 탄화수소 중 하나로 석유유분 내의 분해가스에 존재. 액화석유가스로 연료로서 사용되며 합성섬유를 만드는데도 사용되는 등 사용범위가 매우 넓음
Ammonia(암모니아)	질소와 수소의 화합물로서 비료 또는 요소 수지를 만드는데 사용
Natural Gas(천연가스)	파라핀계 탄화수소로 구성된 가연성 천연가스(Inflammable Natural Gas)
Methyl Mercaptan(메틸메르캅탄)	유기 화합물로 자연에서는 땅콩, 치즈, 무 등에서 발견되는 물질
Acrolein(아크롤레인)	유기합성의 원료로 특징은 물, 알코올, 에테르에 녹기 쉬운 성질
Ammonium Sulphate(황산 암모니아)	토양 비료로 사양되며 암모니아를 황산에 흡수시켜 제조
Sodium Sulphate (황산소다)	세제, 제지 생산 등에 널리 사용됨
Glucose(글루코스)	탄수화물 대사의 중심적 화합물로서 영양제, 강장제, 해독제, 감미제 등에 사용
Ammonium Acetate (아세트산암모늄)	산성 억제력 때문에 식품첨가제로 많이 사용됨

Source: Wikipedia, Leading Research Center

LEADING

Company Update

CJ제일제당 (097950 KS)

2014년 2월 24일

Key issues…

- ✓ 목표주가 310,000 원 유지
- ✓ 바이오부문을 제외한 전부문 수익성 개선
- ✓ 바이오부문 턴어라운드 시기 근접

부활의 시기가 다가온다!

투자의견 매수, 목표주가 310,000원 유지

CJ제일제당의 가공식품•사료•제약부문의 구조적 수익성 개선이 진행되고 있다는 판단이다. 소재부문은 제품가격 인하가 없을 경우 제한적인 수익성 개선이 가능할 전망이며 바이오부문은 라이신 가격의 단기 반등이 어려울 것으로 보여 상반기까지 부진이 예상되나 하반기 추가되는 메치오닌이 바이오부문 실적 반등을 견인할 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 310,000원을 유지한다.

가공·제약·사료 부문의 구조적 수익성 개선

가공식품: 수익성이 낮은 제품과 매출이 부진한 제품에 대한 구조조정이 일단락되어 가공식품 부문의 전체적인 이익수준이 Level-up 된 것으로 판단된다. 2014년 연간 가공식품 부문의 영업이익률은 지난해 대비 0.8%p 개선된 8.2%를 기록할 전망이다.

제약: 제약부문 내 OTC 비중은 2012년 18%에서 2013년 16%까지 축소된 상황으로 주요제품인 헛개수와 컨디션의 매출비중이 약 12% 수준으로 유지되고 있어 수익성이 낮은OTC 제품에 대한 SKU 정리가 이루어지는 동시에 고수익성의 ETC 비중은 확대되어 포트폴리오 개선이 이루어지고 있다고 판단되며 분사 이후 추가적인 수익성 개선도 기대된다.

사료: 사료의 주원재료인 옥수수 가격이 하락 후 안정화 되면서 이익 Spread가 확대되고 있으며 매출총이익률 개선으로 가시화되는 모습이다. 베트남, 인도네시아를 기반으로 외형 확대가 지속되고 있어 고정비 절감을 통한 규모의 경제효과도 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다.

소재식품: 국제곡물 가격 및 재고율은 여전히 안정적으로 유지되고 있기 때문에 급격한 가격 상승 가능성이 낮아 현 수준의 제품가격이 유지될 경우에는 제한적인 마진율 확대가 예상된다.

L-메치오닌이 바이오부문 턴어라운드 견인할 전망

라이신 판가는 중국 춘절 이후 수요 회복을 고려할 때 추가적인 하락보다는 하향 안정화 가능성이 높다고 판단된다. 현재 가격수준에서는 시간이 갈수록 중국 중소업체들의 경영난이 가중될 것으로 보여 중국 업체들의 감산 및 시장철수에 따른 공급과잉 해소로 점진적인 가격 상승을 예상한다. 한편, 하반기 추가되는 메치오닌(CAPA 8만톤)은 현재 시장 가격인 $5/kg에 가동률 100%를 가정할 경우 약 4,000억원 규모의 매출 증가 효과가 있을 것으로 예상되어 바이오부문 턴어라운드를 견인할 전망이다.

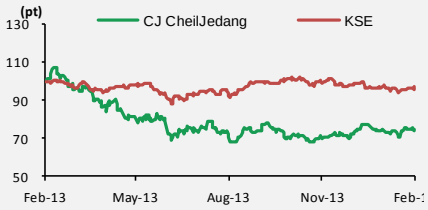
BUY(TP 유지)

목표주가	310,000 원
현재주가	268,500 원
목표수익률	15.5%

Key Data	2014 년 2 월 21 일
산업분류	음식료 및 담배
시가총액 (십억원)	3,517.3
발행주식수 (백만주)	13.1
외국인 지분율 (%)	13.5
52 주 고가 (원)	386,500
저가 (원)	245,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	13.1
주요주주	(%)
CJ외 6인	38.00
국민연금	12.70
KOSPI	1907.89

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	1.1	5.1	(25.3)
상대주가	1.4	0.3	(22.5)

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst (음식료/담배)

조인욱

iwjo@leading.co.kr

+822-2009-7167

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2011	6,538.2	13.2	459.9	7.0	314.0	23,345	(55.9)	12.4	12.3	11.2	1.5
2012	9,877.5	51.1	615.5	6.2	310.7	19,487	(16.5)	18.2	9.8	9.0	1.7
2013P	10,847.7	9.8	345.5	3.2	80.8	8,043	(58.7)	33.4	12.9	3.7	1.3
2014F	12,181.7	12.3	493.3	4.0	264.1	17,409	116.4	15.4	10.8	7.6	1.2
2015F	13,307.8	9.2	657.5	4.9	387.3	25,025	43.7	10.7	9.1	10.0	1.1

가공식품·사료·제약부문의 구조적 수익성 개선

가공식품부문 제품 구조조정으로 인해 단기적 매출 감소 불가피하지만 수익성 개선 기대

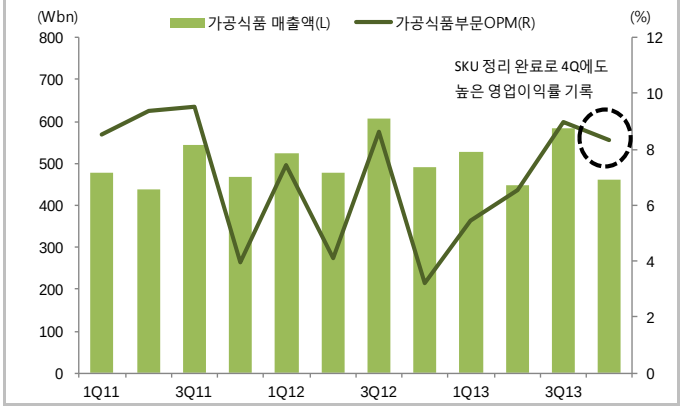
CJ 제일제당의 가공식품·사료·제약부문이 구조적 수익성 개선이 진행되고 있다는 판단이다. 소재부문은 제품가격 인하가 없을 경우 제한적인 수익성 개선이 가능할 전망이며 바이오부문은 라이신가격의 단기 반등이 어려울 것으로 보여 상반기까지 부진이 예상되나 하반기 메치오닌 공장 가동에 따른 턴어라운드가 예상된다.

가공식품부문: SKU 정리 완료로 수익성 Level-up

가공식품부문은 4Q13에 영업이익률 8.3%를 기록했는데 이는 통상적으로 4Q 가재고 정리로 인해 수익성이 낮은 분기임을 고려할 때 상당히 높은 수준이었다. CJ 제일제당이 2013년 연간에 걸쳐 시행한 SKU(Stock keeping Unit)정리가 성공적으로 마무리 되었음을 증명하는 수치라는 판단이다. 즉, **수익성이 낮은 제품과 매출이 부진한 제품에 대한 구조조정이 일단락되어 가공식품 부문의 전체적인 이익수준이 Level-up** 된 것으로 판단된다. 2014년 연간 가공식품 부문의 영업이익률은 지난해 대비 0.8%p 개선된 8.2%를 기록할 전망이다.

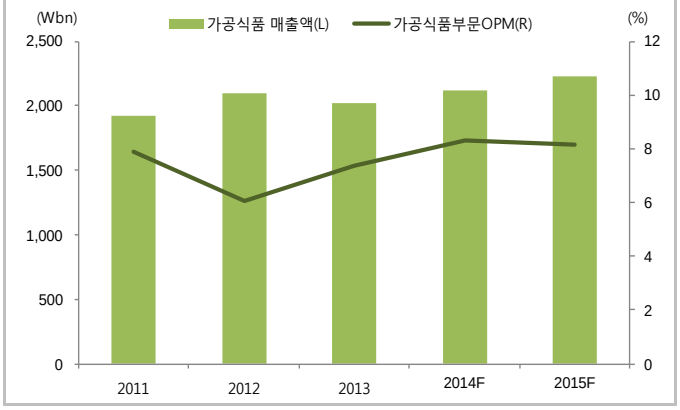
2013년 연간 가공식품 부문의 매출은 3.8% 감소했으나 SKU 정리가 완료된 상황이므로 반등할 전망이다. 소위 말하는 '잘 팔리는 제품' 들 위주로 남은 상황이기 때문에 과거와 같이 SKU 확대와 공격적인 마케팅을 통한 큰 폭의 매출 증가보다는 **CJ 라는 브랜드 인지도를 바탕으로 한 효율적인 마케팅을 통해 수익성이 유지되는 수준의 매출 성장이 예상**된다.

Exhibit 1. 가공식품 부문 구조적 수익성 개선



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. 가공식품부문 실적 추이 및 전망



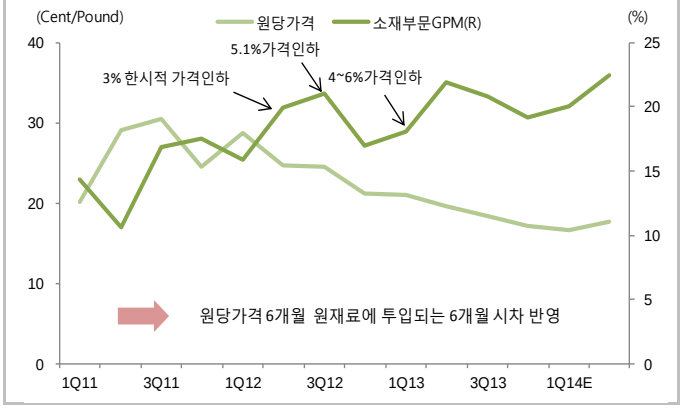
Source: Company Data, Leading Research Center

소재식품부문: 제한적 수익성 개선 전망

소재부문은 옥수수, 소맥 등 국제곡물 원재료 가격 하락으로 전체적인 수익성은 개선되는 모습이나 지난해 1월 설탕가격 인하와 경기부진에 따른 매출감소로 가공식품 대비 이익 개선 폭은 적었다. 원당가격은 지난 12개월간 약 16%, 소맥가격은 약 19% 하락했으나 대형마트 휴무제, 외식 경기 부진 등의 영향으로 매출이 감소하여 고정비 부담이 가중된 것으로 판단된다.

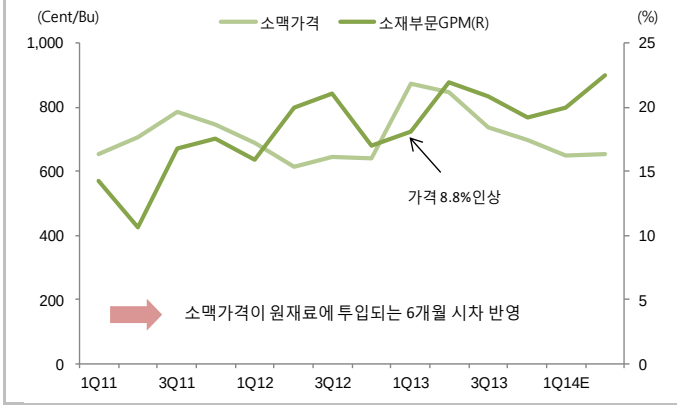
국제곡물 가격 및 재고율은 여전히 안정적으로 유지되고 있기 때문에 급격한 상승 가능성이 낮아 현 수준의 제품가격이 유지될 경우에는 마진율 확대가 예상된다. 시장에서 우려하는 설탕관세 이슈는 올해도 지난해와 마찬가지로 수입설탕에 대해 4만톤까지 5%의 할당관세를 적용하고 그 이상의 물량은 30%의 세율을 적용하는 정책이 시행되기 때문에 비즈니스 환경 측면에서 차이는 없는 상황이다. 다만 오는 6월 30일까지 관세정책이 유지되고 향후 연장여부가 검토될 예정에 있어 변수는 존재한다. 설탕이 할당관세 품목에서 제외되고 현 관세율 30%가 유지될 경우 국내 제당업체에 긍정적이고 할당관세 운영 연장 시에는 중립적이다. **설탕과 밀가루의 추가가격 인하 가능성을 배제할 수는 없으나 국제 곡물가가 지난 1년간 꾸준히 하락했기 때문에 가격인상을 가정하더라도 현 이익수준에서 큰 훼손은 없을 전망**이다.

Exhibit 3. 원당가격과 소재부문 GPM 추이



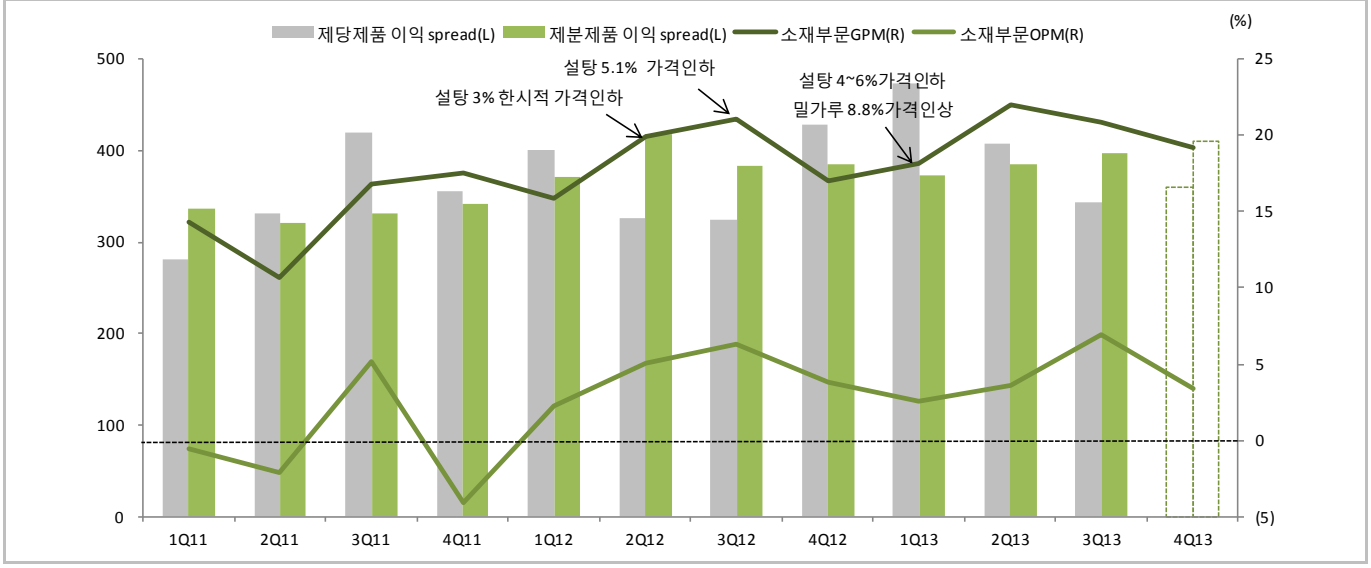
Source: Company Data, Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 4. 소맥가격과 소재부문 GPM 추이



Source: Company Data, Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 5. 소재부문 GPM 및 OPM 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

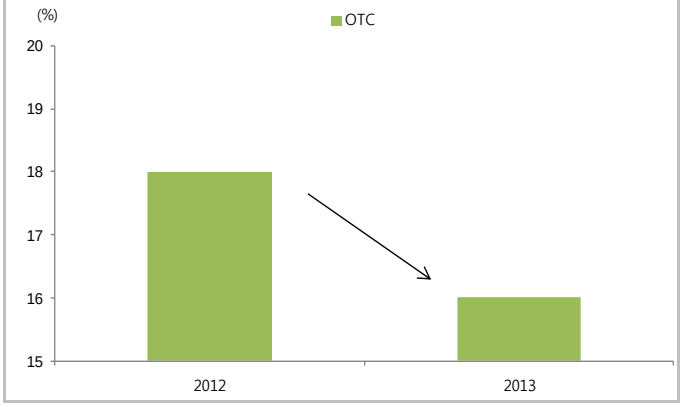
제약부문 일반의약품 SKU 정리와 ETC 집중으로 포트폴리오 개선

제약부문은 4Q13에 영업이익률 12.6%를 기록하며 지난 2Q12 약가 인하 이후 가장 높은 수익성을 기록했다. 1Q13~3Q13 평균 영업이익률이 4.9%에 불과했음을 고려할 때 매우 높은 수치이다. 그 동안 제약부문은 약가인하 영향과 일반의약품(OTC)부문의 SKU 확장으로 4~5% 대로 영업이익률이 하락했으나 **꾸준한 SKU 정리와 고수익성의 전문의약품(ETC)에 대한 영업력 집중으로 수익성이 개선된 것으로 판단**된다.

제약부문 내 OTC 비중은 2012년 18%에서 2013년 16%까지 축소된 상황으로 주요제품인 헛개수와 컨디션의 매출비중이 약 12% 수준으로 유지되고 있어 수익성이 낮은 OTC 제품에 대한 SKU 정리가 이루어지는 동시에 고수익성의 ETC 비중은 확대되어 수익성 개선이 이루어지고 있다고 판단된다. 제약부문이 과거 약가 인하 이전인 2010년과 2011년 각각 15.3%, 23.2%의 영업이익률(별도 기준)을 기록했던 것을 고려할 때 여전히 수익성 개선의 여지가 있는 것으로 판단된다.

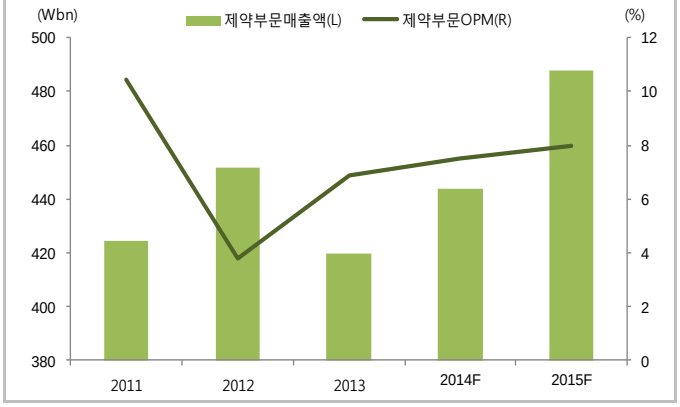
한편 제약부문은 물적분할을 통해 오는 4월부터 CJ 제일제당의 100% 자회사가 될 예정으로 식품부문 위주로 운영되던 CJ 제일제당에서 벗어나 자체 현금흐름을 통해 예산 집행을 함으로써 신약개발 등 제약부문에 보다 집중적인 투자가 가능할 전망이다.

Exhibit 6. 제약부문 일반의약품 비중 축소



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 제약부문 실적 추이 및 전망



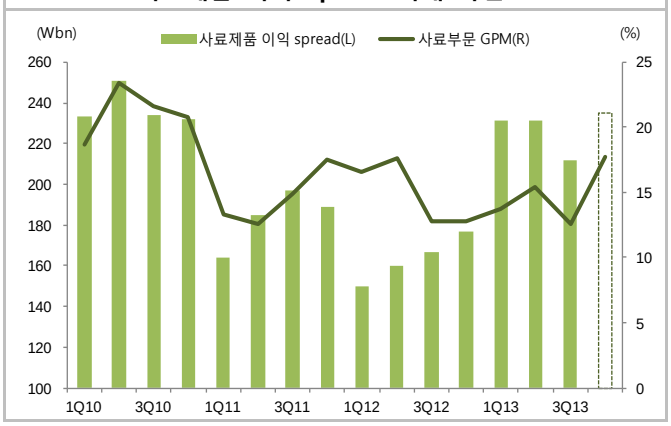
Source: Company Data, Leading Research Center

사료 부문: 곡물가격 하락+규모의 경제 효과로 수익성 개선

CJ 제일제당의 생물자원(사료)부문은 수익성이 개선되는 국면에 진입한 것으로 파악된다. 사료의 주원재료인 옥수수 가격이 하락 후 안정화 되면서 사료제품의 이익 Spread 가 확대되고 있으며 매출총이익률 개선으로 가시화되는 모습이다. **국제 옥수수 가격이 지난 2010년 수준까지 하락한 상황이기 때문에 과거 매출총이익률인 20% 수준까지의 회복도 가능할 전망**이다.

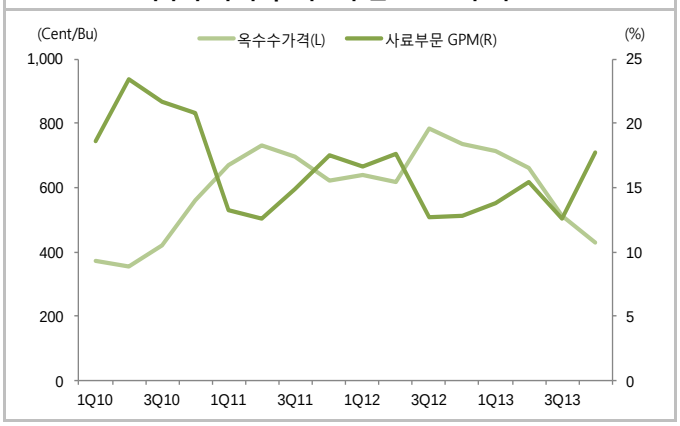
원재료 측면의 수익성 개선뿐만 아니라 **베트남, 인도네시아를 기반으로 외형 확대가 지속**되고 있어 고정비 절감을 통한 **규모의 경제효과도 수익성 개선에 기여할 것으로 예상**된다. 4Q13 사료부문 매출성장률이 +16.5%YoY 에 달했고 지난 12월 인도네시아에 1개 사료공장을 추가로 신규 가동했기 때문에 추가적인 성장이 가능한 상황이라는 판단이다. CJ 제일제당은 현재 국내 2개, 중국 10개, 베트남 3개, 인도네시아 4개, 필리핀 1개 등 국내외 20개 사료 공장을 가동하고 있으며 베트남, 인도네시아에는 축산까지 겸업하며 축산계열화를 강화하고 있어 2014년에도 약 15%의 매출성장이 가능할 전망이다.

Exhibit 8. 사료제품 이익 Spread 확대 국면



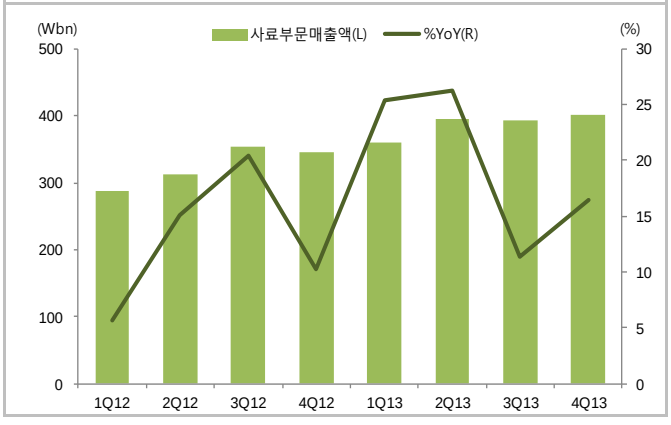
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 옥수수가격과 사료부문 GPM 추이



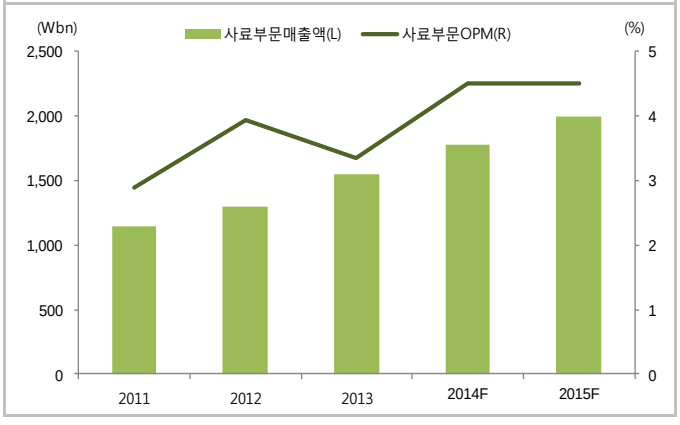
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 사료부문 외형확대 지속



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 11. 사료부문 실적 추이 및 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

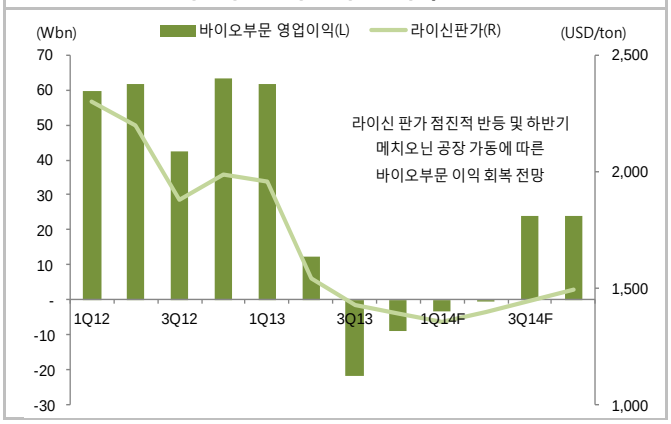
바이오부문: 하반기 턴어라운드

바이오부문은 상반기는 라이신 판가 하락 영향으로 부진할 전망이나 하반기 메치오닌 공장 가동으로 턴어라운드할 전망이다.

4Q13 라이신 평균판가는 $1,389/ton(-2.9%QoQ, -30.2%YoY)으로 하락하였으나 하락폭은 둔화되고 있다. 라이신 판가는 중국 춘절 이후 수요 회복을 고려할 때 추가적인 하락보다는 하향 안정화 가능성이 높다고 판단된다. 여전히 공급과잉 상태가 유지되고 있어 반등에는 시간이 더 필요할 것으로 보이나 현재 가격수준에서는 시간이 갈수록 중국 중소업체들의 경영난이 가중될 것으로 보인다. 따라서 중국 업체들의 감산 및 시장철수에 따른 공급과잉 해소로 점진적인 가격 상승을 전망한다. CJ 제일제당의 연간 라이신 판매량은 미국 아이오와 공장(Capa 10만톤)가동으로 지난해 대비 약 16.4% 증가할 전망이며 연간 라이신 평균 판가는 $1,422/ton 수준으로 예상한다.

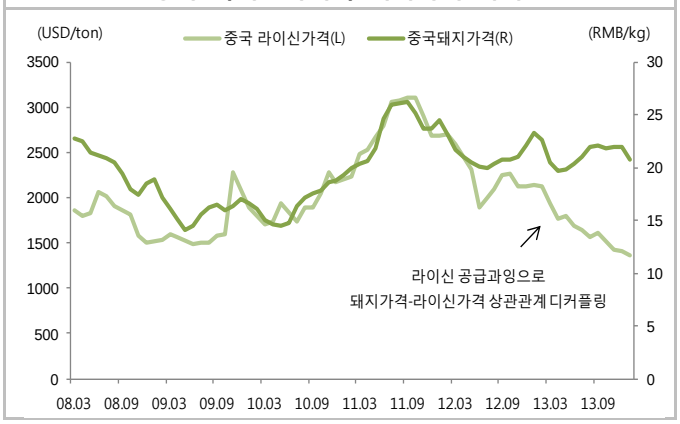
한편, CJ 제일제당은 오는 6월 말레이시아 메치오닌 공장을 가동할 예정이다. CAPA 는 8만톤 규모이며 현재 메치오닌 시장 가격인 $5/kg 에 가동률 100%를 가정할 경우 약 4,000억원 규모의 매출 증가 효과가 있다. 경쟁사들의 메치오닌 영업이익률은 약 25% 수준으로 알려져 있는데 CJ 제일제당이 시장 진입 초기임을 감안할 때 영업이익률은 다소 낮아질 가능성은 있다고 판단된다.

Exhibit 12. 바이오부문 하반기 턴어라운드



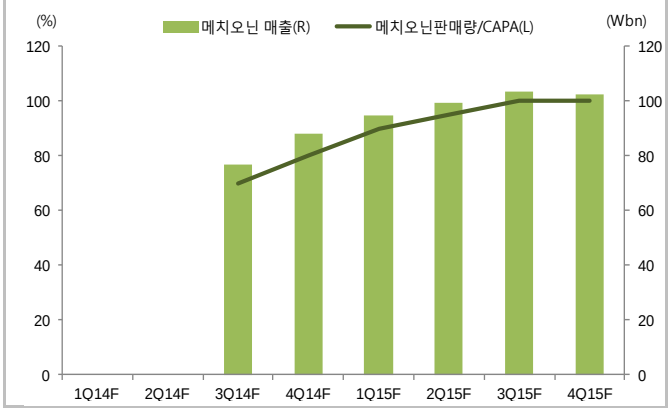
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 13. 중국 라이신가격과 돼지가격 디커플링



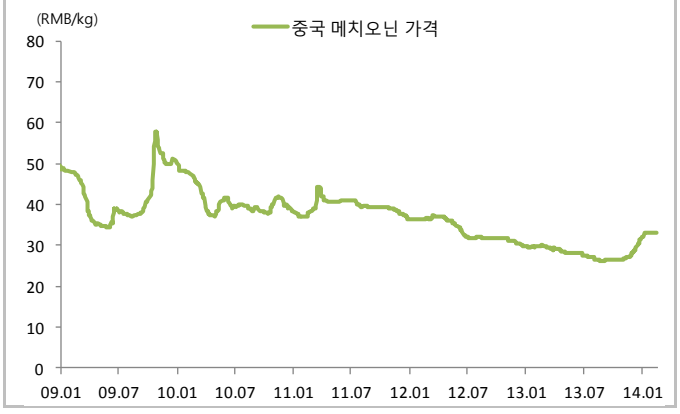
Source: CEIC, Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 14. CJ 제일제당 메치오닌 매출 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 15. 중국 메치오닌 가격 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

CJ 제일제당 연간 및 분기별 실적 전망

Exhibit 16. CJ 제일제당 분기 및 연간 실적 전망(대한통운 제외)

구분(%,십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**1,797**	**1,771**	**1,942**	**1,699**	**1,805**	**1,898**	**2,130**	**1,876**	**7,108**	**7,210**	**7,708**	**8,386**
%YoY	5.1	2.4	*-0.2*	-1.3	0.4	7.1	*9.6*	10.4	*8.7*	*1.4*	*6.9*	*8.8*
소재식품	432	445	468	403	439	468	491	411	1,785	1,749	1,809	1,864
가공식품	529	447	583	461	518	461	612	484	2,100	2,019	2,074	2,178
제약	96	106	108	111	101	111	115	117	452	420	444	488
바이오	382	379	390	323	334	404	459	402	1,474	1,474	1,599	1,862
생물자원	360	394	393	402	413	454	452	462	1,297	1,549	1,781	1,995
매출총이익	**477**	**439**	**473**	**442**	**452**	**474**	**574**	**486**	**1,934**	**1,831**	**1,986**	**2,198**
%YoY	*0.8*	*-8.8*	*-8.4*	*-4.5*	*-5.3*	*8.0*	*21.4*	*9.9*	*9.5*	*-5.3*	*8.5*	*10.7*
%GPM	*26.5*	*24.8*	*24.4*	*26.0*	*25.0*	*25.0*	*27.0*	*25.9*	*27.2*	*25.4*	*25.8*	*26.2*
소재식품	78	98	98	77	88	105	111	80	332	351	384	395
가공식품	172	155	218	185	197	177	245	193	724	730	813	822
제약	51	55	57	61	54	58	60	62	225	224	235	263
바이오	126	70	51	49	50	63	88	80	462	296	281	396
생물자원	50	61	50	71	63	70	70	71	192	231	274	323
판관비	**364**	**363**	**391**	**367**	**371**	**387**	**428**	**377**	**1,433**	**1,485**	**1,563**	**1,657**
%YoY	5.4	-0.3	4.2	5.2	2.0	6.8	9.3	2.6	9.7	3.6	5.3	6.0
%판관비율	20.2	20.5	20.1	21.6	20.6	20.4	20.1	20.1	20.2	20.6	20.3	19.8
영업이익	**113**	**77**	**82**	**75**	**81**	**87**	**147**	**109**	**501**	**347**	**423**	**542**
%YoY	*-11.8*	*-35.0*	*-42.2*	*-33.9*	*-28.8*	*13.3*	*79.0*	*45.8*	*9.0*	*-30.8*	*22.1*	*28.0*
%OPM	*6.3*	*4.3*	*4.2*	*4.4*	*4.5*	*4.6*	*6.9*	*5.8*	*7.1*	*4.8*	*5.5*	*6.5*
소재식품	11	16	32	14	16	23	35	17	79	73	92	94
가공식품	29	29	52	38	41	35	58	39	127	149	173	178
제약	4	6	5	14	8	8	9	9	17	29	33	39
바이오	62	13	-22	-9	-3	0	24	24	227	44	45	140
생물자원	7	13	14	18	19	20	20	21	51	52	80	90

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 17. CJ 제일제당 분기 및 연간 실적 전망(대한통운 포함)

구분(%,십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**2,448**	**2,753**	**2,923**	**2,723**	**2,934**	**2,998**	**3,228**	**3,022**	**9,878**	**10,848**	**12,182**	**13,308**
%YoY	3.2	12.8	10.6	12.4	19.8	8.9	10.4	11.0	*8.2*	*9.8*	*12.3*	*9.2*
소재식품	432	445	468	403	439	468	491	411	1,785	1,749	1,809	1,864
가공식품	529	447	583	461	518	461	612	484	2,100	2,019	2,074	2,178
제약	96	106	108	111	101	111	115	117	452	420	444	488
바이오	382	379	390	323	334	404	459	402	1,474	1,474	1,599	1,862
생물자원	360	394	393	402	413	454	452	462	1,297	1,549	1,781	1,995
물류	651	982	981	1,023	1,129	1,100	1,099	1,146	2,627	3,638	4,474	4,922
매출총이익	**527**	**510**	**537**	**504**	**536**	**562**	**662**	**584**	**2,181**	**2,078**	**2,344**	**2,617**
%YoY	*-2.0*	*-7.6*	*-7.1*	*-1.7*	*1.8*	*10.2*	*23.3*	*15.8*	*9.0*	*-4.7*	*12.8*	*11.6*
%GPM	*21.5*	*18.5*	*18.4*	*18.5*	*18.3*	*18.7*	*20.5*	*19.3*	*22.1*	*19.2*	*19.2*	*19.7*
소재식품	78	98	98	77	88	105	111	80	332	351	384	395
가공식품	172	155	218	185	197	177	245	193	724	730	813	822
제약	51	55	57	61	54	58	60	62	225	224	235	263
바이오	126	70	51	49	50	63	88	80	462	296	281	396
생물자원	50	61	50	71	63	70	70	71	192	231	274	323
물류	50	71	64	62	85	88	88	97	258	247	358	418
판관비	**402**	**430**	**462**	**439**	**441**	**459**	**501**	**450**	**1,564**	**1,733**	**1,851**	**1,959**
%YoY	5.8	8.9	13.9	14.1	9.9	6.6	8.3	2.7	*9.7*	*10.8*	*6.8*	*5.8*
%판관비율	16.4	15.6	15.8	16.1	15.0	15.3	15.5	14.9	15.8	16.0	15.2	14.7
영업이익	**125**	**80**	**75**	**66**	**95**	**103**	**161**	**133**	**617**	**346**	**493**	**658**
%YoY	*-21.0*	*-49.1*	*-56.5*	*-49.2*	*-24.0*	*29.5*	*115.5*	*103.3*	*7.2*	*-44.0*	*42.8*	*33.3*
%OPM	*5.1*	*2.9*	*2.6*	*2.4*	*3.2*	*3.4*	*5.0*	*4.4*	*6.2*	*3.2*	*4.0*	*4.9*
소재식품	11	16	32	14	16	23	35	17	79	73	92	94
가공식품	29	29	52	38	41	35	58	39	127	149	173	178
제약	4	6	5	14	8	8	9	9	17	29	33	39
바이오	62	13	-22	-9	-3	0	24	24	227	44	45	140
생물자원	7	13	14	18	19	20	20	21	51	52	80	90
물류	12	3	-7.0	-9.4	15	17	15	24	116	-1.1	70	116

Source: Company data, Leading Research Center, IFRS 연결

Financial Statement

대차대조표

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	3,325	3,363	3,844	4,091	4,352
현금성자산	670	629	955	1,072	1,122
매출채권	1,347	1,300	1,399	1,391	1,477
재고자산	1,075	1,139	1,134	1,258	1,368
비유동자산	8,014	9,000	9,657	10,227	10,833
투자자산	1,623	1,820	1,631	1,683	1,721
유형자산	4,991	5,575	6,299	6,803	7,357
무형자산	1,401	1,606	1,726	1,741	1,756
자산총계	**11,340**	**12,364**	**13,501**	**14,318**	**15,185**
유동부채	3,780	3,389	3,748	4,085	4,306
매입채무	790	987	1,171	1,300	1,413
유동성이자부채	2,557	2,038	2,391	2,591	2,691
비유동부채	2,863	3,753	4,894	5,137	5,421
비유동이자부채	2,092	2,927	4,082	4,292	4,542
부채총계	**6,643**	**7,143**	**8,642**	**9,222**	**9,728**
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	894	895	899	899	899
이익잉여금	1,844	2,052	2,140	2,378	2,739
자본조정	(90)	(45)	(213)	(213)	(213)
자기주식	(170)	(102)	(102)	(102)	(102)
자본총계	**4,696**	**5,221**	**4,858**	**5,096**	**5,458**
투하자본	7,866	8,705	10,187	10,710	11,363
순차입금	3,980	4,336	5,518	5,811	6,111
ROA	3.5	2.2	0.8	1.7	2.2
ROE	11.2	9.0	3.7	7.6	10.0
ROIC	5.5	5.4	2.2	3.4	4.3

손익계산서

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**6,538**	**9,878**	**10,848**	**12,182**	**13,308**
증가율 (Y-Y,%)	13.2	51.1	9.8	12.3	9.2
영업이익	**460**	**616**	**346**	**493**	**658**
증가율 (Y-Y,%)	1.5	33.8	(43.9)	42.8	33.3
EBITDA	641	925	715	880	1,072
영업외손익	**1**	**(191)**	**(209)**	**(131)**	**(127)**
순이자수익	(49)	(119)	(132)	(107)	(112)
외화관련손익	(44)	23	(51)	72	76
지분법손익	(0)	(24)	(8)	(32)	(30)
세전계속사업손익	**461**	**425**	**137**	**362**	**531**
당기순이익	**314**	**311**	**81**	**264**	**387**
지배기업순이익	301	255	108	230	330
증가율 (Y-Y,%)	(52.4)	(1.1)	(74.0)	227.0	46.7
NOPLAT	**313**	**450**	**204**	**360**	**480**
(+) Dep	181	310	369	386	415
(-) 운전자본투자	690	(50)	148	(6)	89
(-) Capex	726	1,053	972	853	932
OpFCF	(922)	(244)	(547)	(101)	(126)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.9	25.5	23.4	23.1	10.4
영업이익증가율(3Yr)	13.5	17.1	(8.6)	2.4	2.2
EBITDA 증가율(3Yr)	11.3	18.2	5.9	11.1	5.1
순이익증가율(3Yr)	148.5	3.9	(50.3)	(5.6)	7.6
영업이익률(%)	7.0	6.2	3.2	4.0	4.9
EBITDA 마진(%)	9.8	9.4	6.6	7.2	8.1
순이익률 (%)	4.8	3.1	0.7	2.2	2.9

현금흐름표

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업현금	**(288)**	**805**	**501**	**721**	**777**
당기순이익	314	311	81	264	387
자산상각비	181	310	369	386	415
운전자본증감	(742)	(53)	(51)	6	(89)
매출채권감소	14	(31)	133	8	(86)
재고자산감소	(293)	(83)	(5)	(125)	(110)
매입채무증가	(407)	228	(131)	129	114
투자현금	**(1,420)**	**(1,156)**	**(723)**	**(998)**	**(1,061)**
단기투자자산감소	48	100	(34)	(10)	(10)
장기투자증권감소	(119)	18	378	(39)	(38)
설비투자	(726)	(1,053)	(972)	(853)	(932)
유무형자산감소	(62)	(78)	(37)	(52)	(52)
재무현금	**1,878**	**456**	**379**	**384**	**324**
차입금증가	2,023	362	545	410	350
자본증가	(56)	42	(25)	(26)	(26)
배당금지급	56	25	25	26	26
현금 증감	172	78	153	107	39
총현금흐름(Gross CF)	**654**	**962**	**597**	**715**	**866**
(-) 운전자본증가	690	(50)	148	(6)	89
(-) 설비투자	726	1,053	972	853	932
(+) 자산매각	(62)	(78)	(37)	(52)	(52)
Free Cash Flow	(824)	(119)	(560)	(184)	(207)
(-) 기타투자	119	(18)	(378)	39	38
잉여현금	(943)	(101)	(182)	(223)	(244)

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Per share Data					
EPS	23,345	19,487	8,043	17,409	25,025
BPS	188,796	206,383	200,909	217,411	242,456
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
Multiples(x,%)					
PER	12.4	18.2	33.4	15.4	10.7
PBR	1.5	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	12.3	9.8	12.9	10.8	9.1
배당수익율	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
PCR	6.3	5.3	6.5	5.4	4.5
PSR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	141.4	136.8	177.9	180.9	178.2
Net debt/Equity	84.7	83.1	113.6	114.0	112.0
Net debt/EBITDA	620.9	468.7	772.2	660.7	569.8
유동비율	88.0	99.2	102.5	100.2	101.1
이자보상배율	9.4	5.2	2.6	4.6	5.9
이자비용/매출액	1.1	1.7	1.3	1.3	1.3
자산구조					
투하자본(%)	77.4	78.0	79.8	79.5	80.0
현금+투자자산(%)	22.6	22.0	20.2	20.5	20.0
자본구조					
차입금(%)	49.7	48.7	57.1	57.5	57.0
자기자본(%)	50.3	51.3	42.9	42.5	43.0

▶ Compliance Notice

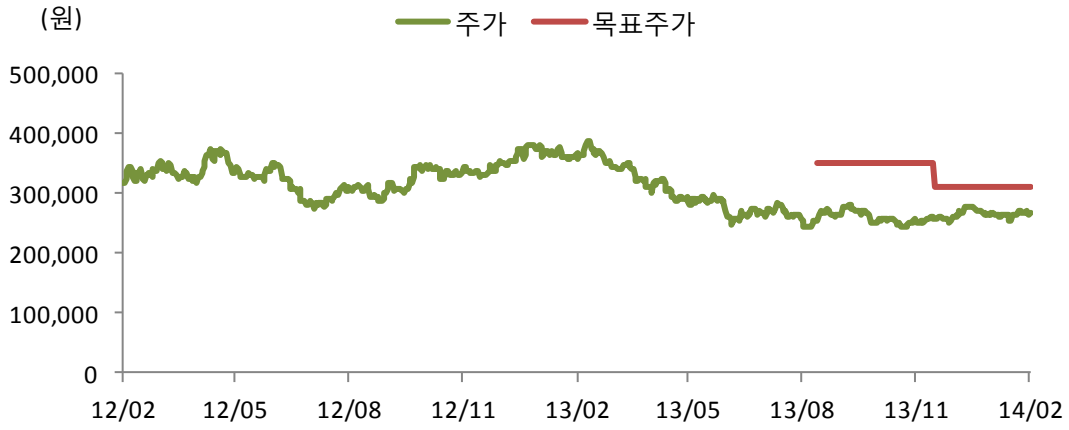
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

CJ 제일제당 (097950 KS)							
일자	2013-07-29	2013-08-05	2013-09-30	2013-11-01	2014-01-20	2014-02-07	2014-02-24
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 하향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 유지)
목표주가	350,000	350,000	350,000	310,000	310,000	310,000	310,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*