LEADING

Company Update

CJ제일제당 (097950 KS)

2014년 5월 9일

Key issues…

- ✓ **목표주가 400,000 원으로 상향**
- ✓ **가공식품 부문 영업이익률 12.5%로 Level-up**
- ✓ **바이오부문, 1Q14 저점으로 회복 예상**

1Q14 Review: 체질개선을 보여준 어닝 서프라이즈!

투자의견 매수, 목표주가 400,000원으로 상향

CJ제일제당의 1Q14 실적은 연결기준 매출액 2조8,215억원(+15.2%YoY), 영업이익 1,174억원(-6.2%YoY), 당기순이익 526억원(+12.6%YoY), 개별기준 매출액 1조8,032억원(+0.3%YoY), 영업이익 988억원(-12.7%YoY), 당기순이익 443억원(+19.1%YoY)으로 동사 추정치 및 컨센서스를 큰 폭으로 상회하는 **어닝 서프라이즈를 시현**했다. 실적이 예상치를 상회한 이유는 바이오부문을 제외한 전 부문의 수익성이 개선되었기 때문이다. **특히 가공식품 부문은 영업이익률 12.5%를 기록하며 SKU(Stock Keeping Unit)정리 이후 식품부문 수익성이 구조적으로 개선되었음을 입증**했다는 판단이다. CJ제일제당에 대해 투자의견 매수를 유지하고 12개월 Forward EPS(2Q14~1Q15) 추정치 상향을 반영하여 **목표주가를 기존 350,000원에서 400,000원으로 14.3% 상향 조정**한다.

가공식품 부문 영업이익률 12.5%로 Level-up

바이오부문과 물류부문을 제외한 가공식품/소재식품/사료/제약 부문은 매출액 1조4,537억원(+2.7%YoY), 영업이익 1,147억원(+122.3%YoY)을 기록하며 어닝 서프라이즈를 견인했다. 특히 **가공식품 부문**은 영업이익률 12.5%(+7.1%pYoY)로 수익성이 크게 개선되었는데, 1) SKU 정리 효과, 2) 고마진의 신제품(연어캔, 비비고 냉동식품, 다시마 골드 등) 추가, 3) 광고판촉비 효율화 등이 원인으로 판단된다. **소재식품 부문**도 저가 곡물 투입과 M/S 회복 등으로 영업이익률 6.7%(+4.2%pYoY)를 기록하며 예상을 상회한 실적을 시현했다. 4월 1일부로 100% 자회사로 분사가 결정된 **제약 부문**도 지난 분기에 이어 10%를 상회하는 영업이익률을 기록하며 SKU정리 효과와 고마진의 ETC부문 역량 집중 효과가 나타나고 있으며 분사 이후 역량 집중으로 수익성 개선이 가속화 될 것으로 예상된다. **사료 부문**은 인도네시아 루피화 평가절하에 따른 원환산 매출액 감소로 외형성장이 +6.2%YoY에 그쳤으나 판매량 성장은 꾸준히 이루어지고 있어 성장률 회복이 예상된다.

바이오부문, 1Q14 저점으로 회복 예상

CJ제일제당의 바이오부문은 1Q14 라이신 평균 판가 하락($1,295/ton, -33.9%YoY, -6.8%QoQ) 영향으로 159억원의 영업손실을 기록했다. 예상된 수준의 부진으로 최근의 1) GBT, Eppen 등 경쟁사의 감산, 2) 중국 라이신 spot 가격 반등, 3) CJ제일제당의 라이신 판가 인상 등을 고려할 때 **1Q14를 저점으로 회복이 예상**된다.

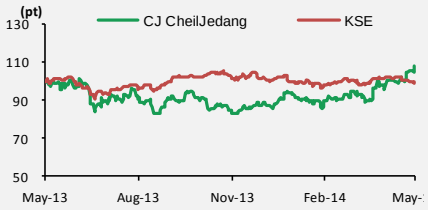
BUY(TP 상향)

목표주가	**400,000 원**
현재주가	**319,000 원**
목표수익률	**25.4%**

Key Data	**2014 년 5 월 8 일**
산업분류	음식료 및 담배
시가총액 (십억원)	4,178.9
발행주식수 (백만주)	13.1
외국인 지분율 (%)	14.7
52 주 고가 (원)	319,000
저가 (원)	245,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	20.8
주요주주	**(%)**
CJ외 6인	38.00
국민연금	12.70
KOSPI	1,950.60

주가상승률 (%)	**1M**	**6M**	**12M**
절대주가	13.3	29.7	8.1
상대주가	15.5	31.4	8.4

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	10.1	9.0	1.7
2013	10,847.7	9.8	345.5	3.2	71.1	8,910	(54.3)	31.1	12.9	4.0	1.4
2014F	12,062.6	11.2	589.9	4.9	280.2	18,473	107.3	17.3	10.0	8.1	1.5
2015F	13,388.4	11.0	823.5	6.2	510.1	33,478	81.2	9.5	8.0	13.0	1.3

Valuation: 목표주가 400,000원으로 상향

CJ제일제당의 목표주가를 기존 350,000원에서 400,000원으로 14.3% 상향한다. 목표주가 상향 이유는 CJ제일제당의 가공식품/소재식품/제약 부문 등의 수익성 개선을 반영하여 12개월 Forward EPS(2Q14~1Q15)를 15.5% 상향 조정했기 때문이다.

Exhibit 1. CJ 제일제당 Valuation

구분	금액	비고
12M Fwd Net Income(십억원)	330	2Q14F ~ 1Q15F
주식수(천주)	13,100	우선주제외
EPS(원)	25,228	2Q14F ~ 1Q15F
Target PER(x)	16.0	Multiple 변동 없음
EPS*Target PER(x)	403,645	
12M Target Price(원)	400,000	
상승여력(%)	25.4%	

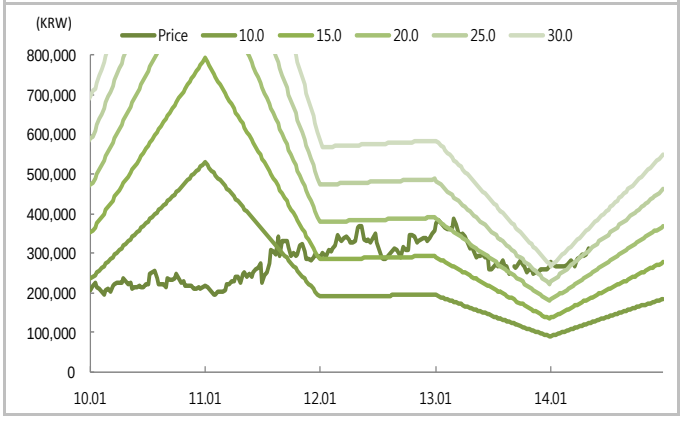
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. CJ 제일제당 Valuation

구분	2011	2012	2013	2014F	2015F
EPS	23,345	19,487	8,910	18,488	33,517
%YoY	-55.9	-16.5	-54.3	107.5	81.3
BPS	188,796	206,383	199,891	217,571	251,159
%YoY	0.1	9.3	-3.1	8.8	15.4
ROE	11.2	9.0	4.0	8.1	13.1
COE	**7.3**	**5.2**	**2.9**	**6.0**	**6.0**
Implied PBR(x)	1.5	1.7	1.4	1.4	2.2
Implied PER(x)	**13.7**	**19.2**	**31.1**	**15.9**	**16.3**
Implied Price	**319,326**	**374,973**	**277,000**	**294,591**	**546,603**
PBR(x)	1.5	1.7	1.4	1.4	1.2
PER(x)	12.4	18.2	31.1	16.7	9.2

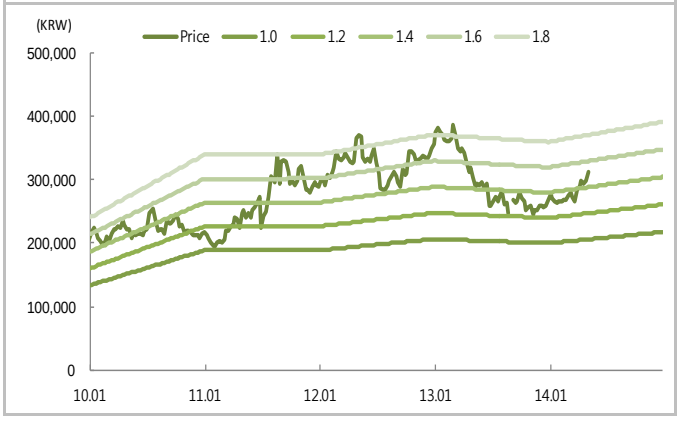
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 3. CJ 제일제당 PER 밴드



Source: Dataguide, Leading Research Center

Exhibit 4. CJ 제일제당 PBR 밴드



Source: Dataguide, Leading Research Center

Exhibit 5. CJ 제일제당 1Q14 연결 실적 (단위: 십억원)

구분	1Q14P (회사잠정)	1Q14F (당사추정)	차이 (%,%P)	1Q14 (컨센서스)	차이 (%,%P)	1Q13 (실적)	YoY (%,%P)	4Q13 (실적)	%QoQ (%,%P)
매출액	**2,821.5**	2,918.8	(3.3)	2,825.9	(0.2)	2,448.4	15.2	2,722.6	3.6
영업이익	**117.4**	83.1	41.3	81.9	43.3	125.2	(6.3)	65.6	79.1
영업이익률(%)	**4.2**	2.8	1.3	2.9	1.3	5.1	(1.0)	2.4	1.8
당기순이익	**52.6**	20.7	154.3	26.8	96.2	46.7	12.5	(57.0)	흑자전환
당기순이익률(%)	**1.9**	0.7	1.2	0.9	0.9	1.9	(0.0)	(2.1)	4.0

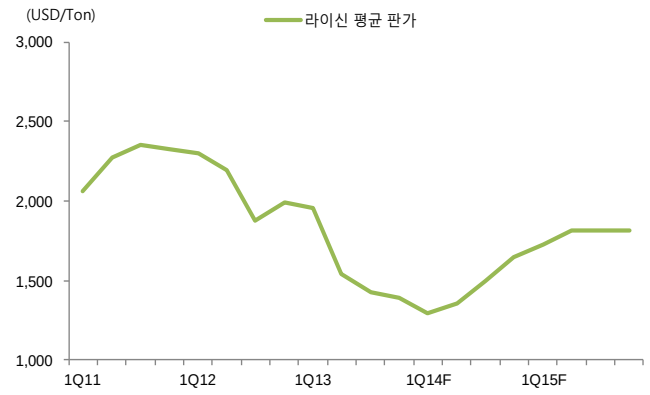
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. CJ 제일제당 연간 실적 추정치 변경 (단위: 십억원)

구분	변경전		변경후		차이(%,%P)	
	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
매출액	12,216.4	13,525.0	12,062.6	13,388.4	(1.3)	(1.0)
영업이익	501.9	745.5	589.9	823.5	17.5	10.5
영업이익률(%)	4.1	5.5	4.9	6.2	0.8	0.6
당기순이익	232.6	442.7	280.2	510.1	20.5	15.2
당기순이익률(%)	**1.9**	**3.3**	**2.3**	**3.8**	**0.4**	**0.5**

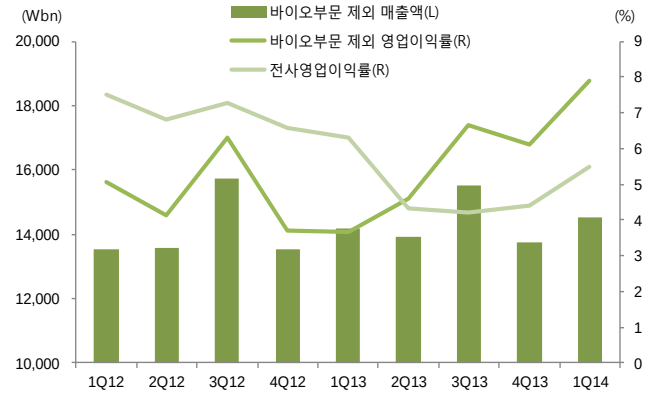
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. CJ 제일제당 라이신 평균판가 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. CJ 제일제당 바이오 부문 제외 실적 추이(개별)

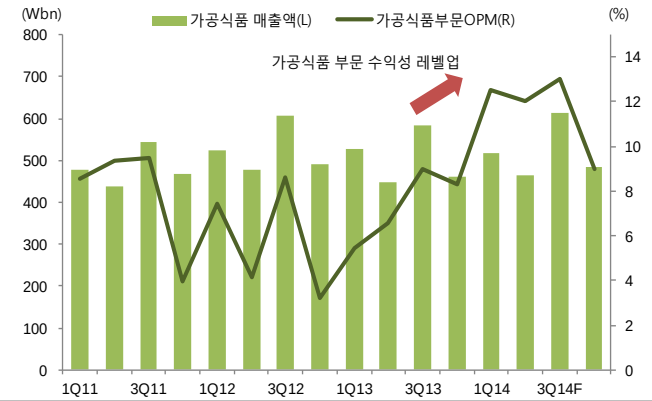


Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 중국 라이신 스팟가격 추이

Source: CEIC, Leading Research Center

Exhibit 10. CJ 제일제당 가공식품부문 실적 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

CJ 제일제당 연간 및 분기별 실적 전망

Exhibit 11. CJ 제일제당 분기 및 연간 실적 전망(대한통운 제외)

구분(%,십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**1,797**	**1,771**	**1,942**	**1,699**	**1,803**	**1,868**	**2,126**	**1,903**	**7,108**	**7,210**	**7,700**	**8,590**
%YoY	*5.1*	*2.4*	*-0.2*	*-1.3*	*0.3*	*5.5*	*9.4*	*12.0*	*8.7*	*1.4*	*6.8*	*11.6*
소재식품	432	445	468	403	448	468	491	411	1,785	1,749	1,819	1,873
가공식품	529	447	583	461	517	465	612	484	2,100	2,019	2,078	2,181
제약	96	106	108	111	108	111	117	119	452	420	455	501
바이오	382	379	390	323	350	382	453	427	1,474	1,474	1,611	2,089
생물자원	360	394	393	402	382	442	452	462	1,297	1,549	1,738	1,946
매출총이익	**477**	**439**	**473**	**442**	**478**	**487**	**601**	**510**	**1,934**	**1,831**	**2,077**	**2,374**
%YoY	*0.8*	*-8.8*	*-8.4*	*-4.5*	*0.3*	*11.0*	*27.1*	*15.4*	*9.5*	*-5.3*	*13.4*	*14.3*
%GPM	*26.5*	*24.8*	*24.4*	*26.0*	*26.5*	*26.1*	*28.3*	*26.8*	*27.2*	*25.4*	*27.0*	*27.6*
소재식품	78	98	98	77	105	117	123	91	332	351	435	401
가공식품	172	155	218	185	210	186	257	193	724	730	847	879
제약	51	55	57	61	60	61	64	66	225	224	251	280
바이오	126	70	51	49	50	57	87	90	462	296	284	521
생물자원	50	61	50	71	54	66	70	71	192	231	261	293
판관비	**364**	**363**	**391**	**367**	**380**	**381**	**434**	**388**	**1,433**	**1,485**	**1,582**	**1,689**
%YoY	*5.4*	*-0.3*	*4.2*	*5.2*	*4.4*	*5.1*	*10.9*	*5.7*	*9.7*	*3.6*	*6.6*	*6.7*
%판관비율	*20.2*	*20.5*	*20.1*	*21.6*	*21.0*	*20.4*	*20.4*	*20.4*	*20.2*	*20.6*	*20.6*	*19.7*
영업이익	**113**	**77**	**82**	**75**	**99**	**106**	**167**	**122**	**501**	**347**	**495**	**685**
%YoY	*-11.8*	*-35.0*	*-42.2*	*-33.9*	*-12.7*	*39.2*	*104.2*	*63.1*	*9.0*	*-30.8*	*42.8*	*38.5*
%OPM	*6.3*	*4.3*	*4.2*	*4.4*	*5.5*	*5.7*	*7.9*	*6.4*	*7.1*	*4.8*	*6.4*	*8.0*
소재식품	11	16	32	14	30	30	34	16	79	73	111	90
가공식품	29	29	52	38	65	56	80	44	127	149	244	244
제약	4	6	5	14	12	13	14	16	17	29	54	60
바이오	62	13	-22	-9	-16	-8	19	26	227	44	21	223
생물자원	7	13	14	18	8	15	20	21	51	52	64	68

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. CJ 제일제당 분기 및 연간 실적 전망(대한통운 포함)

구분(%,십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013	2014F	2015F
매출액	**2,448**	**2,753**	**2,923**	**2,723**	**2,822**	**2,968**	**3,224**	**3,049**	**9,878**	**10,848**	**12,063**	**13,390**
%YoY	*3.2*	*12.8*	*10.6*	*12.4*	*15.2*	*7.8*	*10.3*	*12.0*	*8.2*	*9.8*	*11.2*	*11.0*
소재식품	432	445	468	403	448	468	491	411	1,785	1,749	1,819	1,873
가공식품	529	447	583	461	517	465	612	484	2,100	2,019	2,078	2,181
제약	96	106	108	111	108	111	117	119	452	420	455	501
바이오	382	379	390	323	350	382	453	427	1,474	1,474	1,611	2,089
생물자원	360	394	393	402	382	442	452	462	1,297	1,549	1,738	1,946
물류	651	982	981	1,023	1,018	1,100	1,099	1,146	2,627	3,638	4,363	4,800
매출총이익	**527**	**510**	**537**	**504**	**575**	**592**	**700**	**608**	**2,181**	**2,078**	**2,475**	**2,830**
%YoY	*-2.0*	*-7.6*	*-7.1*	*-1.7*	*9.1*	*16.0*	*30.3*	*20.6*	*9.0*	*-4.7*	*19.1*	*14.4*
%GPM	*21.5*	*18.5*	*18.4*	*18.5*	*20.4*	*19.9*	*21.7*	*19.9*	*22.1*	*19.2*	*20.5*	*21.1*
소재식품	78	98	98	77	105	117	123	91	332	351	435	401
가공식품	172	155	218	185	210	186	257	193	724	730	847	879
제약	51	55	57	61	60	61	64	66	225	224	251	280
바이오	126	70	51	49	50	57	87	90	462	296	284	521
생물자원	50	61	50	71	54	66	70	71	192	231	261	293
물류	50	71	64	62	96	105	99	97	258	247	397	456
판관비	**402**	**430**	**462**	**439**	**457**	**456**	**508**	**463**	**1,564**	**1,733**	**1,884**	**2,006**
%YoY	*5.8*	*8.9*	*13.9*	*14.1*	*13.9*	*5.9*	*10.0*	*5.6*	*9.7*	*10.8*	*8.8*	*6.5*
%판관비율	*16.4*	*15.6*	*15.8*	*16.1*	*16.2*	*15.4*	*15.8*	*15.2*	*15.8*	*16.0*	*15.6*	*15.0*
영업이익	**125**	**80**	**75**	**66**	**117**	**136**	**192**	**145**	**617**	**346**	**590**	**824**
%YoY	*-21.0*	*-49.1*	*-56.5*	*-49.2*	*-6.3*	*70.8*	*155.8*	*121.0*	*7.2*	*-44.0*	*70.8*	*39.6*
%OPM	*5.1*	*2.9*	*2.6*	*2.4*	*4.2*	*4.6*	*5.9*	*4.8*	*6.2*	*3.2*	*4.9*	*6.2*
소재식품	11	16	32	14	30	30	34	16	79	73	111	90
가공식품	29	29	52	38	65	56	80	44	127	149	244	244
제약	4	6	5	14	12	13	14	16	17	29	54	60
바이오	62	13	-22	-9	-16	-8	19	26	227	44	21	223
생물자원	7	13	14	18	8	15	20	21	51	52	64	68
물류	12	3	-7.0	-9.4	19	30	24	23	116	-1.1	95	139

Source: Company data, Leading Research Center, IFRS 연결

Financial Statement

▶ Compliance Notice

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

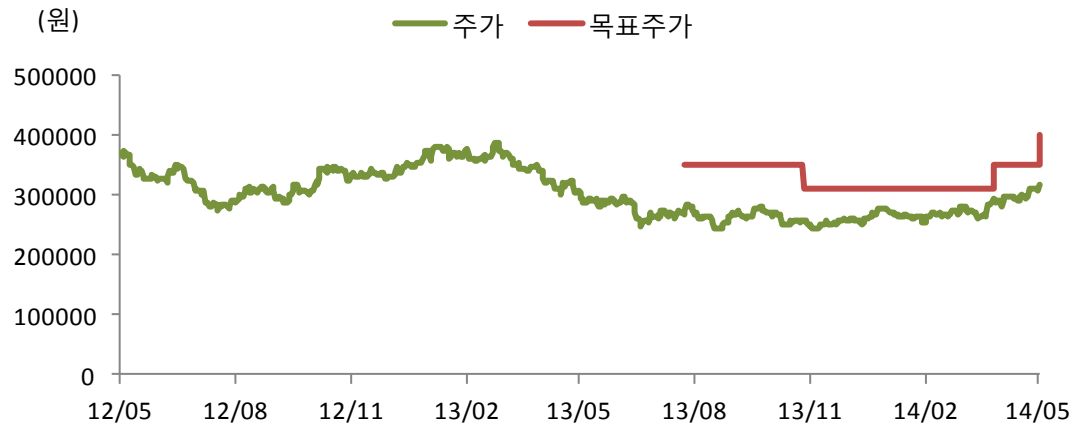
- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 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
일자	2014-04-02	2014-04-07	2014-05-09				
투자의견	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)				
목표주가	350,000	350,000	400,000				

▶ 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*