

CJ제일제당
(097950)

우려보다는 기회를 포착해야 할 시기



박신애

shinay.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

목표주가

500,000

유지

현재주가

368,500

(15.12.01)

음식료업종

투자 의견 '매수', 목표주가 500,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가는 2016F EBITDA에 Target EV/EBITDA 10.0x를 적용한 영업가치에 CJ대한통운, 삼성생명 등의 보유자산 가치와 투자부동산 가치를 합산해 산정
- 목표주가의 2016F EPS 기준 PER은 20.0x 수준
- 동사의 주가는 원달러 환율 상승에 따른 원가 부담 증가 및 영업외 수지 악화, 바이오 수급 불균형에 따른 평가 하락에 대한 우려로 8월 고점 대비 20% 하락한 상황. 보수적인 환율 추정 감안해도 현주가는 2016F PER 15x 수준에 거래되고 있어 저평가 상태
- 동사 실적은 원재료 및 환율 등 외부 변수에 따른 변동성이 커 단기 실적으로 투자 메리트를 판단하면 큰 방향의 흐름을 놓칠 수 있음. 제품 개발력과 높은 시장 지위를 바탕으로 한 식품 시장에서의 추가 성장 잠재력, 고마진 메티오닌의 기여도 증가와 전 아미노산 가격의 점진적 반등 기대감 유효. 현 주가 수준에서 매수할 것을 권고

바이오: 2015년 바닥, 2016년 반등

- 2016F 매출 및 영업이익 각각 2조 4억원(+13% yoy), 1,962억원(+30% yoy) 전망
- 2H15 가격을 바닥으로 1H16에는 쓰레오닌 제외한 모든 아미노산 제품 가격 반등 예상
- 메티오닌 성공적 시장 안착: 2016년 매출 72% yoy 성장, 영업이익률 25% 유지 전망. 2019F 바이오 사업부 내 매출 기여도 26%, 영업이익 기여도 51% 기대
- 라이신: 업계 구조조정 지연으로 수급 불균형 해결되지 않고 있어 업황의 회복은 2017년 이후로 보수적으로 전망. 2016년 매출 8,690억원(+4% yoy), 영업적자 114억원 전망

식품: 캐시카우이자 성장 사업

- 신제품 판매 호조 및 고마진 제품군(장류, 조미료, 가공소재 등)의 점유율 확대로 높은 외형 성장세 시현 중. 높은 기저효과에도 불구하고 2016년 매출 7% yoy 성장 기대
- 가공: 2016년에도 HMR 시장 성장에 대응한 전략적 신제품 출시 및 효과적인 마케팅으로 매출액과 영업이익이 각각 전년대비 10%, 14%씩 성장할 전망
- 소재: 2016년에 곡물가격 추가 하락을 기대하기 어려운 가운데, 원화 약세 현상 지속될 것으로 전망되어 원가율 상승 불가피. 영업이익률 2015년 8%에서 2016년 6%로 하락

사료: 해외 축산 수직 계열화로 장기적 마진 개선 기대

- 2016F 매출 1조 9,884억원(+9% yoy), 영업이익 644억원(+36% yoy)의 호실적 기대
- 1)국내 대비 수익성 높은 해외 매출 비중 증가, 2)인도네시아와 베트남에서의 사료+축산 수직 계열화로 장기적 관점에서 마진 개선 가능성 높아

영업실적 및 주요 투자지표

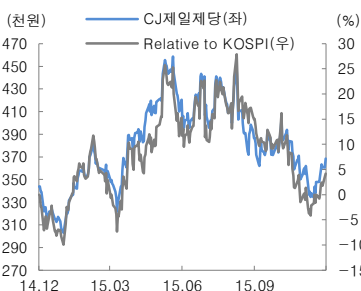
(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	10,848	11,702	12,998	14,344	15,334
영업이익	345	580	829	932	1,061
세전순이익	127	243	405	618	756
총당기순이익	71	138	274	414	507
지배자분순이익	117	92	218	331	415
EPS	8,970	7,000	16,812	25,674	32,244
PER	30.9	43.8	21.9	14.4	11.4
BPS	199,891	206,344	219,643	240,563	267,069
PBR	1.4	1.5	1.7	1.5	1.4
ROE	4.0	3.1	7.1	9.9	11.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

KOSPI	2023.93
시가총액	5,146십억원
시가총액비중	0.40%
자본금(보통주)	66십억원
52주 최고/최저	458,500원 / 303,000원
120일 평균거래대금	193억원
외국인지분율	19.81%
주요주주	CJ 외 6인 37.82% 국민연금 13.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.3	-4.7	-12.4	7.4
상대수익률	5.6	-9.8	-9.0	4.3



Contents

I. 투자전략 및 밸류에이션	3
II. 기업 개요	7
III. 바이오: 2015년 바닥, 2016년 반등	10
IV. 식품: 캐시카우이자 성장 사업	21
V. 사료: 해외 축산 수직계열화로 장기적 마진 개선 기대	26

I. 투자전략 및 밸류에이션

투자의견 ‘매수’, 목표주가 500,000 원으로 커버리지 개시

목표주가 50만원은
2015F EPS 기준
PER 19x 수준

CJ제일제당에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 500,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016F EBITDA에 Target EV/EBITDA 10.0x(00000)를 적용한 영업가치에 CJ대한통운, 삼성생명 등의 보유자산 가치 및 영등포, 가양동 등 부동산 가치를 합산해 산정했다. 목표주가의 2016F EPS 기준 PER은 19x 수준이다.

동사의 주가는 원달러 환율 상승에 따른 원가 부담 증가 및 영업외 수지 악화, 바이오 수급 불균형에 따른 판가 하락에 대한 우려로 지난 8월 고점 대비 20% 하락한 상황이다. 2016년 환율을 보수적으로 추정해도 현주가는 2016F PER 15x 수준에 거래되고 있어 현저한 저평가 상태라고 판단된다.

동사의 실적은 원재료 및 환율 등 외부 변수에 따른 변동성이 커, 단기 실적으로 투자 메리트를 판단하면 큰 방향의 흐름을 놓칠 수 있다. 제품 개발력과 높은 시장 지위를 바탕으로 한 식품시장에서의 추가 성장 잠재력, 메티오닌의 실적 기여도 확대와 전 아미노산 가격의 점진적 반등 기대감을 고려할 때 현 주가 수준은 좋은 매수 기회로 판단된다.

투자포인트 요약

1. 바이오: 2015년 바닥, 2016년 반등

바이오 사업부의 2016년 매출 및 영업이익은 각각 2조 4억원(+13% yoy), 1,962억원(+30% yoy)으로 전망한다. 2H15 가격을 바탕으로 1H16에는 쓰레오닌 제외한 모든 아미노산 제품 가격이 완만하게 반등할 것으로 기대된다.

2015년 첫 출시한 메티오닌은 2016년에도 매출이 72% yoy의 고성장을 시현할 전망이다. 영업이익률도 25%를 유지할 것으로 추정된다. 2019년에 바이오 사업부 내 메티오닌의 매출 기여도는 26%, 영업이익 기여도는 51%에 달할 것으로 기대된다.

한편 라이신은 업계 구조조정이 빠르게 진행되지 않으면서 수급 불균형 문제가 해결되지 않고 있다. 2017년 이후부터 라이신 업황이 회복될 것으로 보수적으로 내다본다. 2016년 라이신 매출은 8,690억원(+4% yoy), 영업이익자 114억원으로 전망된다.

2. 식품: 캐시카우이자 성장 사업

동사는 신제품 판매 호조 및 고마진 제품군(장류, 조미료, 가공소재 등)의 점유율 확대로 국내 식품 시장에서 높은 외형 성장세를 시현 중이다. 전년도 높은 기저효과에도 불구하고 2016년에도 식품 사업부 매출액은 전년대비 7% 성장할 전망이다.

가공식품은 2016년에도 HMR 시장 성장에 대응한 전략적 신제품 출시와 효과적인 마케팅으로 매출액과 영업이익이 각각 전년대비 10%, 14%씩 성장할 것으로 기대된다. 반면 소재식품은 2016년에 곡물가격이 추가 하락할 것을 기대하기 어려운 가운데, 원화 약세 현상 계속될 것으로 예상되어 구매력 감소에 따른 원가율 상승이 불가피할 전망이다. 소재식품 영업이익률은 2015년 8%에서 2016년 6%로 하락할 전망이다.

3. 사료: 해외 축산 수직 계열화로 장기적 마진 개선 기대

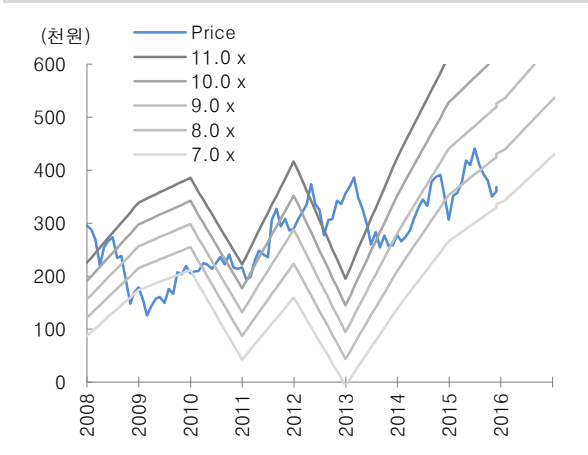
사료 사업부의 2016년 실적은 매출 1조 9,884억원(+9% yoy), 영업이익 644억원(+36% yoy)의 호실적이 예상된다. 1)국내 대비 수익성이 높은 해외 매출의 비중 증가, 2)인도네시아와 베트남에서의 사료+축산 수직 계열화로 장기적 관점에서 마진 개선에 대한 기대감이 높다.

표 1. CJ 제일제당: 목표주가 Valuation

영업가치 (십억원)	9,825.5	A=b*c	
2016F EBITDA	982.5	b	
Target EV/EBITDA Multiple(x)	10.0	c	
투자자산 가치 (십억원)	1,552.7	D=e+f+g+h	
대한통운	884.2	e	시장가 * 주식수 (지분율 20%)
삼성생명	253.2	f	시장가 * 주식수 * 20% 할인
투자부동산	276.3	g	3Q15 말
매도가능 금융자산	139.0	h	3Q15 말
주당 가치 (원)	500,000	I=(A+D-J)/M	
순차입금(순현금)	4,725.1	J=k-l	3Q15 말
총차입금	5,952.0	k	
현금성자산	1,226.9	l	
발행주식수	13,158,198	M	자사주 포함, 우선주 제외
현주가 (원)	368,500		2015.12.01
상승여력 (%)	35.7		
2016F Implied PER (x)	20.0		
2016F Implied PBR (x)	2.1		

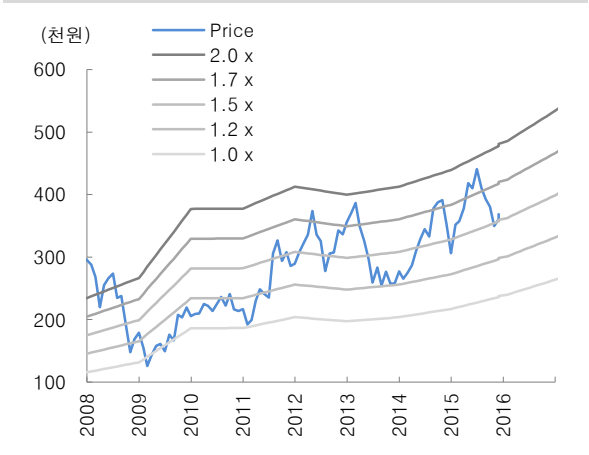
자료: CJ 제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 1. CJ 제일제당: 12M Fwd EV/EBITDA 밴드



주: 연결 기준
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 2. CJ 제일제당: 12M Fwd PBR 밴드



주: 연결 기준
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

표 2. CJ제일제당: 국내외 Peer 투자지표 비교

			국내 식품				해외 바이오			
회사명	CJ제일제당		대상	롯데푸드	동원F&B	오뚜기	Ajinomoto	Mei-Lua	ADM	Evonik
코드	097950		001680	002270	049770	007310	2802 JP	600873 CH	ADM US	EVK GY
증가(원, USD) (2015.12.01)		368,500	33,700	834,000	331,500	1,005,000	23.06	1.35	36.49	34.24
시가총액(십억원, USD bn)		4,848.8	1,159.7	1,142.1	1,279.3	3,457.2	13.7	4.2	21.8	16.0
매출액	2014	11,701.8	2,588.8	1,633.0	1,794.9	1,781.7	9,203	1,597	81,201	17,160
(십억원, USD mn)	2015E	12,998.4	2,658.0	1,712.8	1,899.5	1,865.4	10,100	1,924	71,112	14,510
	2016E	14,344.3	2,867.5	1,793.7	2,042.4	1,926.7	10,346	2,146	71,702	15,083
영업이익	2014	579.9	140.3	65.9	82.3	115.9	681	144	2,756	1,390
(십억원, USD mn)	2015E	829.0	132.8	75.9	88.1	138.3	720	160	2,615	1,863
	2016E	931.6	140.8	86.5	97.6	150.1	806	267	2,648	1,838
EBITDA	2014	1,027.5	188.8	121.9	118.6	153.8	1,098	317	3,650	2,261
(십억원, USD mn)	2015E	1,264.0	202.4	123.4	124.0	175.5	1,221	399	3,346	2,600
	2016E	1,383.8	214.7	134.2	134.1	188.7	1,301	527	3,640	2,605
EPS	2014	6,806	2,696	43,719	15,351	27,259	0.72	0.03	3.44	1.62
(원, USD)	2015E	16,356	2,227	42,799	16,846	32,814	0.97	0.05	2.75	2.49
	2016E	24,977	2,604	49,641	18,763	35,413	0.89	0.08	3.11	2.51
BPS	2014	206,344	21,042	607,559	123,964	242,272	9.43	0.43	30.73	16.69
(원, USD)	2015E	219,643	22,796	649,298	137,832	271,362	9.49	0.44	28.57	15.80
	2016E	240,563	24,930	696,498	153,652	303,151	10.15	0.51	30.24	16.90
영업이익률(%)	2014	5.0	5.4	4.0	4.6	6.5	7.4	9.0	3.4	8.1
	2015E	6.4	5.0	4.4	4.6	7.4	7.1	8.3	3.7	12.8
	2016E	6.5	4.9	4.8	4.8	7.8	7.8	12.5	3.7	12.2
EBTDA 마진률(%)	2014	8.8	7.3	7.5	6.6	8.6	11.9	19.9	4.5	13.2
	2015E	9.7	7.6	7.2	6.5	9.4	12.1	20.8	4.7	17.9
	2016E	9.6	7.5	7.5	6.6	9.8	12.6	24.6	5.1	17.3
ROE(%)	2014	3.1	12.9	7.5	13.1	12.1	7.3	6.2	11.3	8.6
	2015E	7.1	9.7	6.8	12.9	13.0	10.5	9.7	9.5	16.0
	2016E	9.9	10.4	7.4	12.9	12.6	9.0	15.0	10.2	15.0
PER(X)	2014	45.0	12.4	13.3	19.0	17.8	33.5	44.8	15.2	21.9
	2015E	22.5	15.1	19.5	19.7	30.6	23.8	29.1	13.3	13.8
	2016E	14.8	12.9	16.8	17.7	28.4	25.9	18.1	11.7	13.7
PBR(X)	2014	1.5	1.6	1.0	2.4	2.0	2.3	2.7	1.7	2.0
	2015E	1.7	1.5	1.3	2.4	3.7	2.4	3.1	1.3	2.2
	2016E	1.5	1.4	1.2	2.2	3.3	2.3	2.7	1.2	2.0
EV/EBITDA(X)	2014	11.1	7.6	7.3	10.5	9.9	14.0	15.8	10.1	7.2
	2015E	9.6	6.9	10.8	12.1	18.5	12.0	na	8.3	5.9
	2016E	8.8	6.3	9.7	10.9	17.1	11.1	na	7.5	5.8
14-16F EPS CAGR (%)		91.6	-1.7	6.6	10.6	14.0	11.6	71.1	-4.9	24.4

주: 1) CJ제일제당은 당사 추정치, 그 외 업체들은 컨센서스 기준

2) 롯데푸드는 별도 기준, 그 외 업체들은 연결 기준

3) Ajinomoto는 3월 결산, 그 외 업체들은 12월 결산

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

표 3. CJ제일제당: 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준) (단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F	2017F
연결 매출	3,119.9	3,165.0	3,366.4	3,347.1	3,452.0	3,500.6	3,757.9	3,633.8	11,701.8	12,998.4	14,344.3	15,334.4
대통제외 합산	1,999.2	1,967.1	2,177.1	2,084.4	2,198.3	2,143.3	2,355.9	2,244.5	7,365.8	8,227.8	8,941.9	9,525.3
식품	1,048.6	993.4	1,151.5	990.7	1,120.8	1,061.5	1,234.1	1,061.4	3,839.9	4,184.2	4,477.9	4,726.0
바이오+제약	507.6	546.5	575.9	596.8	592.8	614.2	629.7	639.0	1,908.2	2,226.8	2,475.6	2,612.9
사료	443.0	427.2	449.7	497.0	484.6	467.5	492.2	544.1	1,617.7	1,816.9	1,988.4	2,186.4
대한통운	1,181.3	1,266.5	1,270.1	1,330.9	1,324.2	1,428.8	1,478.7	1,463.5	4,560.1	5,048.9	5,695.1	6,122.0
YoY (%)												
연결 매출	10.6	11.9	13.2	8.7	10.6	10.6	11.6	8.6	7.9	11.1	10.4	6.9
대통제외 합산	10.9	11.7	14.6	9.5	10.0	9.0	8.2	7.7	2.2	11.7	8.7	6.5
식품	8.7	6.6	11.1	9.2	6.9	6.9	7.2	7.1	1.9	9.0	7.0	5.5
바이오+제약	11.1	22.3	24.8	9.9	16.8	12.4	9.3	7.1	0.8	16.7	11.2	5.5
사료	16.0	11.9	12.1	9.7	9.4	9.4	9.4	9.5	4.4	12.3	9.4	10.0
대한통운	9.7	13.2	12.0	8.1	12.1	12.8	16.4	10.0	20.2	10.7	12.8	7.5
연결 영업이익	225.4	191.8	222.5	189.3	221.5	212.6	264.3	233.2	579.9	829.0	931.6	1,060.8
대통제외 합산	182.6	152.7	177.0	130.6	172.9	160.6	211.6	161.2	431.5	642.9	706.3	799.9
식품	110.8	79.4	131.9	74.1	107.3	88.2	130.6	67.3	322.3	396.2	393.4	419.3
바이오+제약	62.5	60.2	34.3	42.3	49.9	57.3	65.0	76.2	74.8	199.3	248.4	305.6
사료	9.3	13.1	10.8	14.3	15.6	15.1	15.9	17.7	34.4	47.5	64.4	75.0
대한통운	47.6	44.7	51.6	64.6	55.5	58.6	60.8	79.3	167.1	208.6	254.2	293.7
YoY (%)												
연결 영업이익	92.0	55.4	33.0	10.1	-1.7	10.9	18.8	23.2	67.9	42.9	12.4	13.9
대통제외 합산	84.8	75.7	29.5	19.7	-5.3	5.2	19.6	23.4	24.5	49.0	9.9	13.2
식품	16.8	-0.1	23.8	79.0	-3.2	11.0	-0.9	-9.2	45.1	22.9	-0.7	6.6
바이오+제약	흑전	흑전	62.6	-32.3	-20.1	-4.8	89.5	80.2	2.9	166.4	24.7	23.0
사료	17.7	8.3	18.7	169.0	68.2	15.6	47.6	24.0	-33.6	38.0	35.7	16.4
대한통운	72.2	14.6	25.4	9.1	16.5	31.0	17.8	22.7	160.3	24.8	21.8	15.6
OPM (%)												
연결 영업이익	7.2	6.1	6.6	5.7	6.4	6.1	7.0	6.4	5.0	6.4	6.5	6.9
대통제외 합산	9.1	7.8	8.1	6.3	7.9	7.5	9.0	7.2	5.9	7.8	7.9	8.4
식품	10.6	8.0	11.5	7.5	9.6	8.3	10.6	6.3	8.4	9.5	8.8	8.9
바이오+제약	12.3	11.0	6.0	7.1	8.4	9.3	10.3	11.9	3.9	8.9	10.0	11.7
사료	2.1	3.1	2.4	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	2.1	2.6	3.2	3.4
대한통운	4.0	3.5	4.1	4.9	4.2	4.1	4.1	5.4	3.7	4.1	4.5	4.8
매출총이익	714.6	701.4	772.3	717.9	790.7	775.7	862.1	779.4	2,443.4	2,906.1	3,207.9	3,429.4
세전이익	138.4	88.4	87.1	91.4	142.3	133.4	185.1	157.4	243.0	405.4	618.2	756.2
순이익	100.0	62.3	50.2	61.3	95.4	89.4	124.0	105.4	137.9	273.8	414.2	506.7
EBITDA	342.6	313.9	342.4	265.1	334.6	325.7	377.3	346.2	1,027.5	1,264.0	1,383.8	1,537.7
YoY (%)												
매출총이익	24.3	23.6	20.6	8.7	10.6	10.6	11.6	8.6	17.6	18.9	10.4	6.9
세전이익	67.5	33.8	71.4	110.5	2.8	50.9	112.5	72.1	91.8	66.8	52.5	22.3
순이익	90.2	75.3	119.7	128.2	-4.6	43.4	146.9	72.1	94.0	98.6	51.3	22.3
EBITDA	48.6	35.4	22.6	-7.3	-2.3	3.7	10.2	30.6	41.4	23.0	9.5	11.1
매출총이익률 (%)	22.9	22.2	22.9	21.4	22.9	22.2	22.9	21.4	20.9	22.4	22.4	22.4
세전이익률 (%)	4.4	2.8	2.6	2.7	4.1	3.8	4.9	4.3	2.1	3.1	4.3	4.9
순이익률 (%)	3.2	2.0	1.5	1.8	2.8	2.6	3.3	2.9	1.2	2.1	2.9	3.3
EBITDA 마진률 (%)	11.0	9.9	10.2	7.9	9.7	9.3	10.0	9.5	8.8	9.7	9.6	10.0

자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

II. 기업 개요

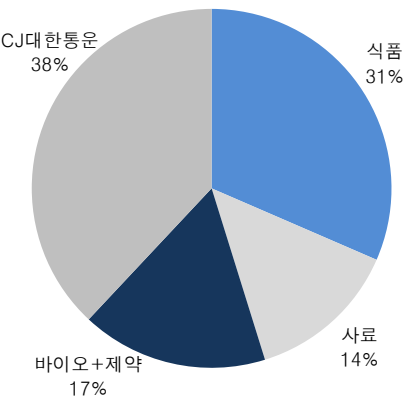
국내 독보적 종합식품업체

1953년 식품기업으로
출발해 바이오, 제약,
사료, 물류로 영역
확대

CJ제일제당은 1953년 설립된 국내 최대 종합식품업체로 가공식품, 소재식품 시장에서 일찍이 지배적인 점유율을 확보했으며, 이후 바이오, 제약, 사료, 물류 등으로 사업을 넓혀 다각화된 사업 포트폴리오를 구축하고 있다. 국내 시장에 국한된 식품사업과 달리, 바이오, 사료 등은 해외 시장을 주축으로 성장하고 있다. 1993년 삼성그룹과 경영분리된 후, 2007년 지주회사 체제로 전환했다. 2011년 12월에는 대한통운 지분 20%를 인수했으며 2014년에는 제약사업부문을 ‘CJ헬스케어’라는 독립 법인으로 분할했다.

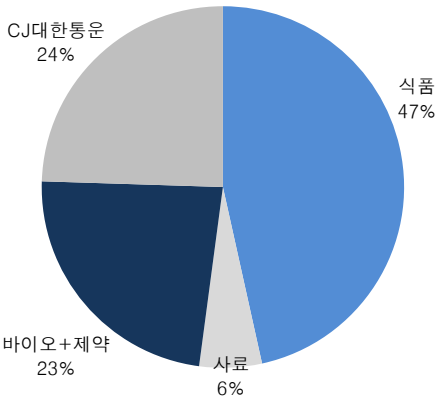
연결 기준 실적에서 CJ대한통운은 매출의 35~40%, 영업이익의 20~25% 정도 차지한다. CJ대한통운을 제외할 경우, 매출액은 식품 52%, 바이오 20%, 사료 2%, 제약 6% 등으로 구성되며, 영업이익은 식품 75%, 바이오 6%, 사료 8%, 제약 12%로 구성되는데 바이오 부문의 수익성 등락이 심해 영업이익의 사업부별 비중은 변동성이 높다.

그림 3. CJ제일제당: 사업부별 매출 비중 (2015F)



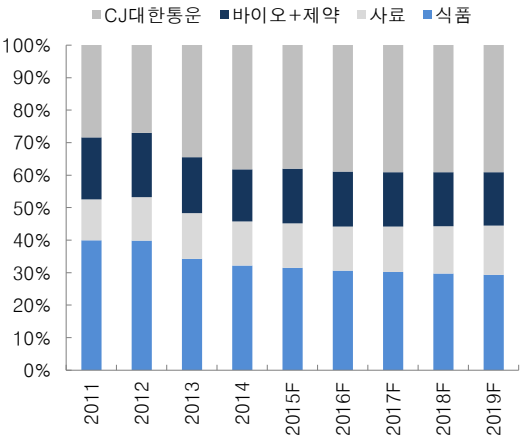
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 4. CJ제일제당: 사업부별 매출총이익 비중 (2015F)



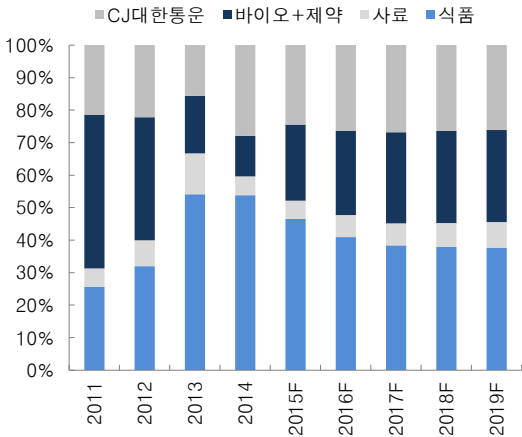
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 5. CJ제일제당: 사업부별 매출 비중 추이



주: 연결 기준
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 6. CJ제일제당: 사업부별 영업이익 비중 추이



주: 연결 기준
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

표 4. CJ제일제당: 사업 확장 연혁

	전사 공통	식품	사료	바이오	기타
1953년	'제일제당' 설립	제당 사업 시작			
1958년		제분 사업 진출			
1973년	주식시장 상장		사료 사업 시작		
1975년		'다시다' 생산 개시			
1977년		프리믹스 생산 개시		핵산 조미료 생산 개시	
1979년		식용유 사업 시작			
1980년		육가공 사업 시작			
1987년		음료 사업 시작			
1988년			인도네시아 조미료, 라이신 합작공장 계약체결		
1993년	삼성그룹과 분리 경영				
1994년				외식 및 단체급식 진출	
1995년			인도네시아 축산시장 진출	엔터테인먼트 사업 진출	
1997년			종계 사업 진출	베이커리 사업 진출	
1998년			인도네시아 핵산공장 준공		
2000년				외식 및 엔터 사업 분사	
2000년				쓰레오닌 생산 시작	
2001년		롯데칠성음료 매각			
2002년	'CJ'로 사명 변경				
2006년		하선정, 삼호 F&G, 한일약품, 해찬들, 모닝웰 M&A			
2007년	지주회사 체제로 변경				
2009년		삼양유지 합병			
2011년					대한통운 인수
2014년					제약 사업 물적분할
2015년				메치오닌 생산 시작	

자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 7. CJ제일제당: 주가 추이



자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

영업외수지는 환율 및 곡물가 추이에 따라 분기별 높은 변동성 보여

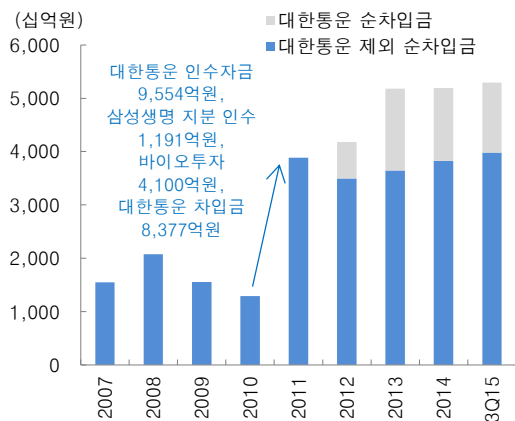
곡물 파생상품과
외화 부채 관련
거래/평가 손익 발생

동사의 영업외 손익은 분기별 변동성이 높은 편으로, 원재료 구매비 변동성을 줄이기 위한 곡물 선물/옵션 파생상품, 국내외 차입금, Usance 계정 등이 환율 변동과 곡물가격 등락에 노출되어 있기 때문이다. 동사는 노출된 포지션에 대해 상황에 따라 30%~70% 정도를 헷지하고 있는데, 최근 헷지 비율을 70%까지 늘려 곡물 파생상품 거래손실을 줄이려 노력하고 있다. 또한 해외 법인의 달러화 차입금을 현지 통화 차입금으로 전환해 현지 통화 가치 하락에 따른 차입금 상환 손실을 줄이기 위한 작업도 진행 중이다.

3Q15말 기준
순차입금 4.7조원,
부채비율 161%,

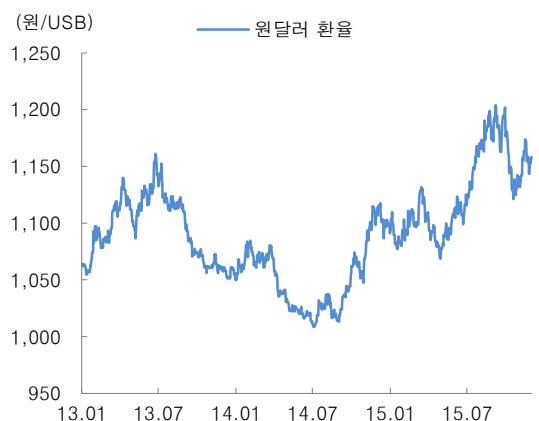
한편 대한통운 인수, 삼성생명 지분 인수, 바이오 투자 등에 따른 차입금 증가로, 동사의 2011년말 순차입금은 4조원을 기록해 전년말 대비 2.6조원 증가한 바 있다. 3Q15말 기준 동사의 순차입금은 4.7조원(총차입금 5.9조원, 현금성자산 1.2조원), 부채비율은 161%이며, 2015년 연간 순금융비용은 1,600억원 내외로 예상된다(이자수익 320억원, 이자비용 1,920억원 추정).

그림 8. CJ제일제당: 순차입금 추이 (연결 기준)



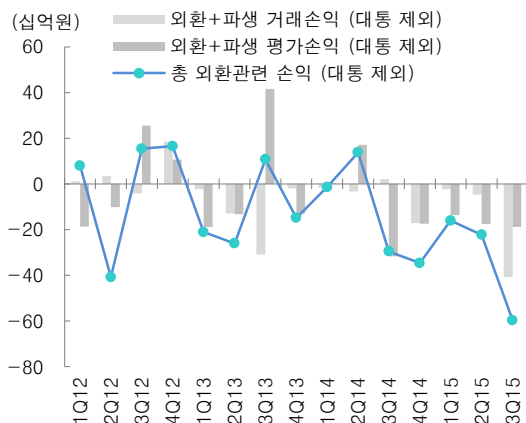
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 9. 원달러 환율 추이



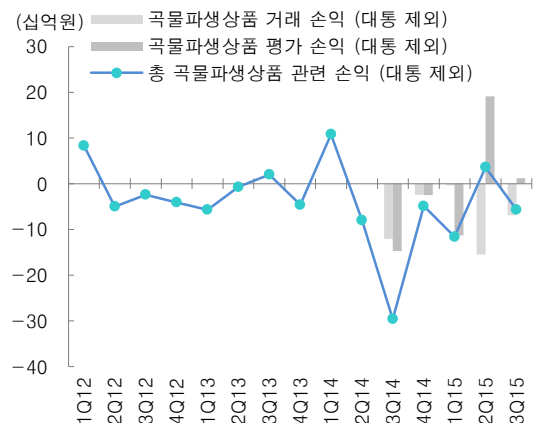
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 10. CJ제일제당: 외환 관련 손익 (대한통운 제외)



자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 11. CJ제일제당: 곡물파생상품 손익 (대한통운 제외)



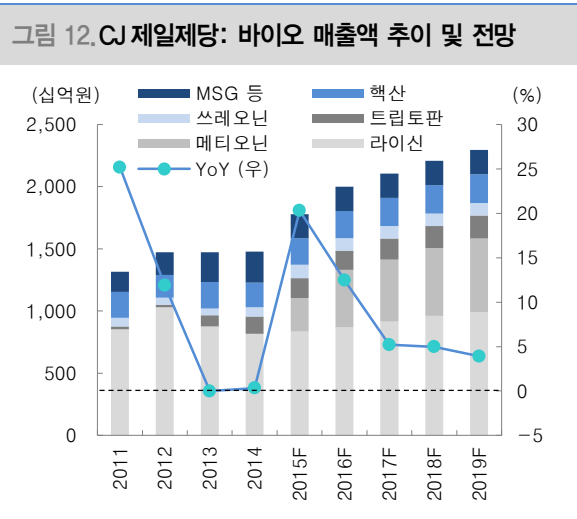
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

III. 바이오: 2015년 바닥, 2016년 반등

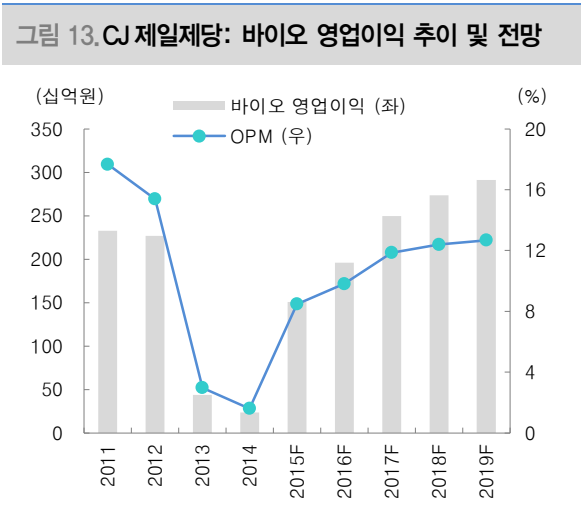
보수적인 가정 하에서도 매출 및 이익 성장 가능

2H15 판가를
바닥으로 2016년에는
쓰레오닌 제외한 모든
제품 판가 반등 예상

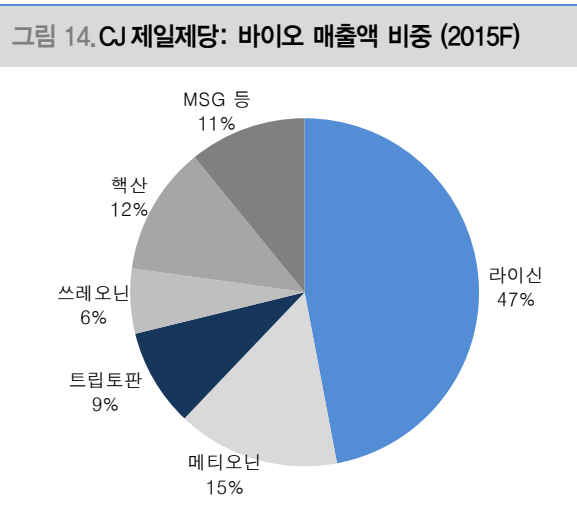
CJ제일제당의 바이오 사업부는 신제품 메티오닌의 매출 성장, 고마진 제품군(메티오닌, 트립토판)의 비중 증가, 전 제품의 점진적 가격 회복을 바탕으로 2016년 매출 및 영업이익이 각각 2조 4억원(+13% yoy), 1,962억원(+30% yoy)을 달성할 것으로 전망된다. 2015년 하반기 가격을 바닥으로 2016년 상반기에는 쓰레오닌을 제외한 모든 아미노산 제품 가격이 반등할 것으로 예상되며, 시황 부진을 겪고 있는 라이신의 이익 비중이 점차 축소됨에 따라 제품별 이익 기여도의 변화가 더욱 뚜렷해질 것으로 예상된다. 향후 3년간(2016F~19F) 바이오 매출액은 연평균 5%, 영업이익은 연평균 14% 씩 성장할 것으로 예상한다.



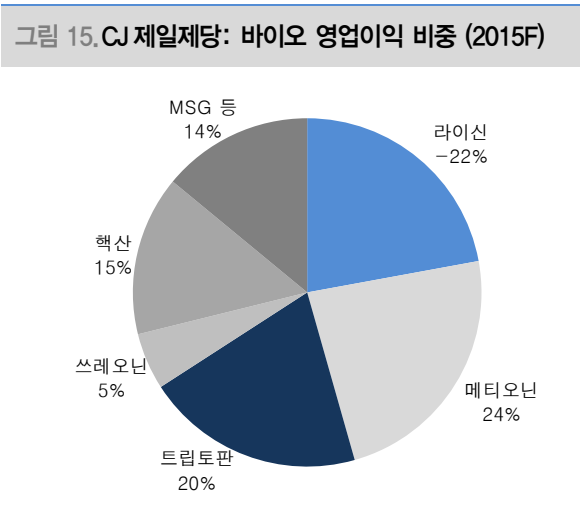
주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

바이오 사업 연혁

아미노산 제품 다각
화로 보다 안정적인
성장 가능해짐

동사는 1977년에 핵산사업을 시작하고 1991년에 라이신 생산을 시작하면서 본격적으로 바이오 사업에 진출했다. 2000년에 쓰레오닌을, 2010년에 트립토판을, 그리고 2015년에 메티오닌 생산을 개시했다. 라이신 매출이 바이오 사업 매출의 70%를 차지하던 2012년 대비 기타 아미노산의 기여도가 증가함에 따라 제품 포트폴리오 다각화에 따른 보다 안정적인 성장이 가능할 전망이다. 또한 2011~2013년에 걸쳐 대규모 증설을 마무리 해, 앞으로는 큰 Capex 투자 없이도 지속적인 수출 개선을 통한 생산량 증가가 가능하다.

해외 5개 국가에
공장 보유

동사는 중국, 미국, 인도네시아, 말레이시아, 브라질에 공장을 보유하고 있는데, 미국과 중국은 내수 수요를 커버하고, 브라질도 남미 수요를 커버하는 반면, 인도네시아 생산량의 대부분은 유럽으로 수출되고, 말레이시아 생산량의 1/3도 유럽으로 수출되고 있다.

표 5. CJ 제일제당: 바이오 연혁

시기	제품	내용
1964년	MSG	국내 미풍(MSG) 생산/판매 시작
1977년	핵산	국내 핵산 사업 시작
1988년	라이신	인도네시아(파수루안) 라이신 사업 진출
1997년	핵산	인도네시아(쑤방) 핵산공장 준공
2004년	라이신	중국 라이신 법인 설립, 중국 요성 라이신 증설 6만톤
2006년	핵산	중국 요성 핵산 증설
2007년	라이신	브라질 베라시카바 공장 8만톤 준공
2012년	라이신, 쓰레오닌	중국 심양공장 라이신 10만톤 증설, 쓰레오닌 6만톤 증설
2012년	라이신	중국 요성공장 라이신 10만톤 증설
2012년	핵산	인도네시아 쑤방 6천톤 증설
2013년	라이신	미국 아이오와 10만톤 증설
2015년	메티오닌	말레이시아 공장 메티오닌 생산 시작

자료: CJ 제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 16. CJ 제일제당: 글로벌 바이오 Capa 현황



자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

옥수수, 원당, 타피오카 등을 사용한 발효 공법으로 생산

동물이 필요로 하는 20개 필수 아미노산 중 9개는 체내에서 합성이 되지 않아 외부 음식을 통해 섭취해야 하는데, 라이신, 메티오닌, 쓰레오닌, 트립토판 등이 9개 아미노산에 속한다. 라이신의 주 원재료는 옥수수, 원당, 타피오카, 사탕수수 등이며 공장의 위치에 따라 사용되는 원재료가 상이하다. 메티오닌의 경우 원당, 포도당, 메틸이 주요 원재료이고, 트립토판은 사탕수수, 옥수수, 원당, 대두 등이다. 쓰레오닌의 주요 원재료도 원당이다. 핵산은 청어, 가다랑어, 복어, 표고버섯 등으로 만들어진다.

표 6. 사료용 필수 아미노산의 종류와 특징

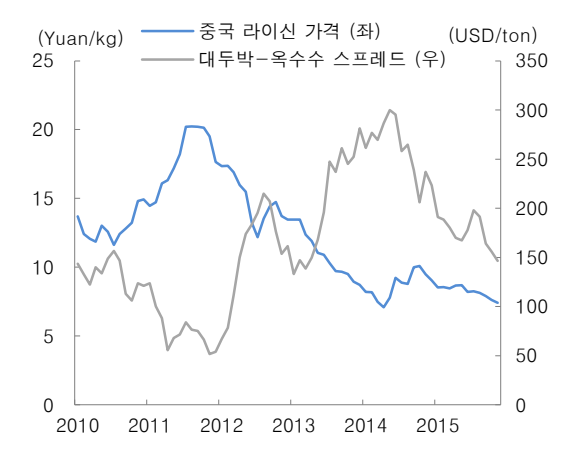
	특징	주요 원재료
라이신 (Lysine)	사료 섭취량을 높여 체중 증감을 도우며 면역 증강에도 도움. 과잉 공급된 단백질로 인한 암모니아 배출을 저감시킴 (양돈 제 1 제한, 양계 제 2 제한)	옥수수, 원당, 타피오카, 사탕수수, 당밀 등
메티오닌 (Methionine)	소화와 근육 성장을 촉진. 장 발달을 촉진하고 닭의 환우(털갈이) 기간 단축, 산란을 향상에 도움 (양계 제 1 제한)	메탄올(Methanol), 황(Sulphur), 포도당(Glucose), 암모니아(Ammonia)
트립토판 (Tryptophan)	육구조절과 관련된 필수 아미노산으로 동물의 식욕 조절, 신경 안정, 공격성 등을 조절 (양돈 제 3 제한)	사탕수수, 옥수수, 원당 대두, 우유, 치즈, 바나나, 타피오카
쓰레오닌 (Threonine)	소화기능과 면역력 강화에 중요. 항체 생성에 관여해 심혈관, 소화기관, 중추신경, 면역시스템을 강화 (양돈 제 2 제한, 양계 제 3 제한)	녹색콩, 강남콩, 시금치, 양배추, 녹두 등
핵산 (Nucleic Acid)	맛의 풍미를 강하게 하는 식품 조미소재로, 시판되는 핵산조미료는 97% 이상의 MSG와 2.5% 전후의 핵산이 혼합된 것 (동물 사료 첨가물 아님)	청어, 가다랑어, 복어, 연어, 표고버섯, 맥주효모 등

자료: 산업 자료, 대신증권 리서치센터

사료용 아미노산 수요는 대두박 가격과 상관관계 형성

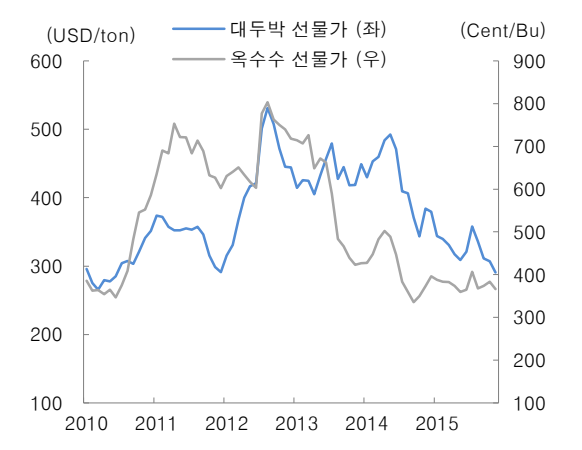
일반적으로 동물은 곡물만으로 성장에 필요한 아미노산을 충분히 공급받기 힘들어 아미노산을 첨가한 사료를 필요로 하는데, 대두박의 경우 타 곡물 대비 필수 아미노산이 고루 함유되어 있어 아미노산 첨가제 없이도 충분한 영양분을 섭취할 수 있다. 따라서 아미노산 첨가제에 대한 수요는 대두박의 가격과 이의 대체품인 ‘옥수수+아미노산’ 간의 가격 스프레드와 연동되어 있다. 즉 대두박 가격이 오를수록 옥수수에 부족한 영양분을 채워서 사료로 사용하려는 Needs가 증가하게 된다. 최근 1년간 옥수수 가격은 안정적이었던 반면 대두박 가격이 큰 폭 하락해 ‘대두박-옥수수 스프레드’가 좁혀졌는데, 이에 따른 사료 첨가제 수요 감소 또한 바이오 가격 약세에 기여했다고 볼 수 있다.

그림 17. 라이신 가격 vs. ‘대두박-옥수수’ 스프레드



자료: Wind, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 18. 대두박 가격 & 옥수수 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

1. 메티오닌: 바이오 부문 성장을 이끌 주역

메티오닌 매출 향후
3년 CAGR 9%,
마진 25% 유지 전망

메티오닌 매출은 향후 3년간(2016F~19F) 연평균 9%씩 성장하며 동사 사료용 아미노산 제품 중 가장 높은 외형 성장률을 달성할 전망이다. 영업이익률도 25% 내외로 꾸준히 유지될 것으로 예상된다. 첫 생산을 시작한 2015년에 바이오 사업 내 매출액 기여도가 이미 15%에 달할 전망이며, 2019년에는 26%까지 확대될 것으로 기대된다. 영업이익 기여도는 타 아미노산 대비 높은 영업이익률에 힘입어 2019년 51%로 예상된다.

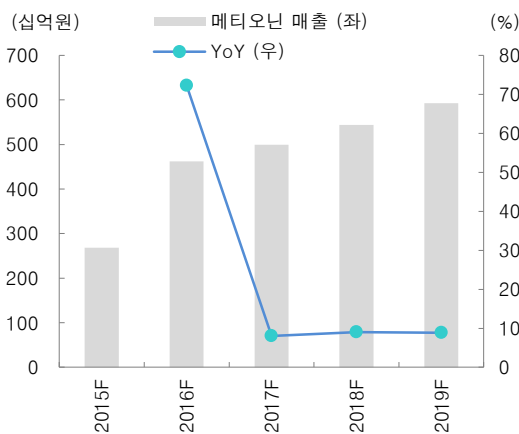
향후 생체이용률
우월성 알려지면서
Spot 가격 대비
프리미엄 가능할 것

2015년 연평균 판매가격은 \$4.80~\$5.00으로 Spot 가격 \$5.20~\$5.50을 소폭 하회하는 수준으로 추정된다. 당사는 보수적 추정을 위해 CJ제일제당의 2016년 및 2017년 메티오닌 판매가격을 각각 \$5.00, \$5.20로 추정했으나, 향후 동사 메티오닌 제품의 우월한 생체이용률에 대한 가격 프리미엄이 형성되어 Spot 가격 대비 높게 판매될 가능성도 상당하다고 판단된다.

2016년부터
Full capa 8만톤
생산 가능

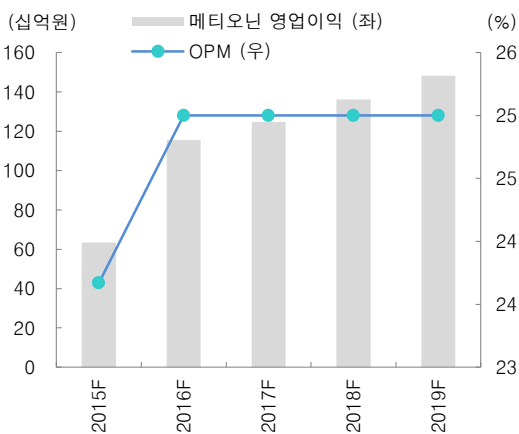
말레이시아에 준공한 메티오닌 공장의 Capa는 8만톤으로 가동 첫해인 2015년에는 4.7만톤이 판매될 것으로 기대된다. 2016년과 2017년에는 각각 Full Capa 수준인 8만톤이 생산될 것으로 예상되며, 아직 구체적으로 발표된 바는 없으나 향후 수율 개선과 추가 증설을 통해 Capa가 확대될 것으로 전망된다.

그림 19. CJ 제일제당: 메티오닌 매출액 추이 및 전망



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 20. CJ 제일제당: 메티오닌 영업이익 추이 및 전망



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

메티오닌 시장은
진입장벽 높아
과점화된 시장

전세계 메티오닌 시장 규모는 60억 달러 안팎으로, 매년 약 6%씩 성장하고 있는 것으로 알려져 있다. 친환경 발효공법 뿐 아니라 화학공법 조차 진입장벽이 높아 이미 시장을 선점한 메이저 업체들 외 신규 진입자가 제한적인 고부가가치 산업이다.

메티오닌 시장은 상위 4개 회사가 점유율 95% 이상을 차지하는 과점 시장으로 이들 업체들이수요에 맞춰 생산량을 조절하면서 대응하기 때문에 타 아미노산 대비 가격이 안정적인 특징을 갖고 있다. 1등 업체는 독일 에보닉(Evonik)(Capa 57만톤)으로 그 외 중국 아디세오(Adisseo)(Capa 27만톤), 미국 노보스(Novus)(Capa 22만톤), 일본 스미토모(Sumitomo)(Capa 15만톤) 등 4개 업체가 시장의 95% 이상을 점유하고 있다. CJ제일제당이 Capa 8만톤을 풀가동하게 되면 5~6%의 점유율을 차지하게 될 전망이다.

동사의 발효공법
제품은 경쟁사의
화학공법 제품 대비
생체이용율을 월등히
우수해

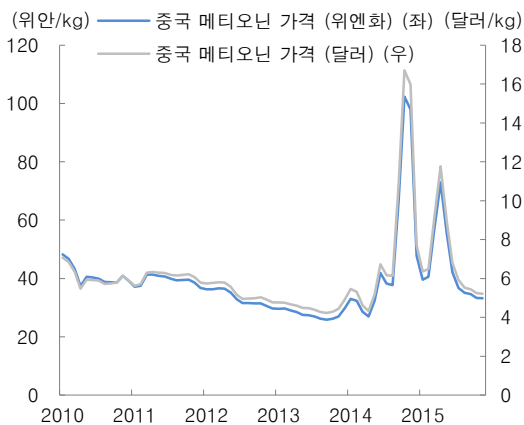
상위 4개 업체들은 모두 화학공법을 통해 ‘DL-메티오닌’을 생산, 판매하고 있다. 원유에서 파생되는 프로피렌을 기반으로 생산하기 때문에 폭발사고의 위험이 높아 공장 가동률이 100%에 미치지 못하며 Capex 투자비용 또한 높은 단점이 있다.

반면 CJ제일제당은 업계 유일하게 원당과 포도당 등을 원료로 한 친환경 발효공법 기술을 확보해 ‘L-메티오닌’을 양산하는데 성공했다. ‘L-메티오닌’은 ‘DL-메티오닌’ 대비 상대적으로 생체이용률이 약 20~40% 이상 우수함이 입증되었다. 동사는 프랑스 알케마(Arkema)사와 합작법인을 설립해 메티오닌 생산하고 있으며, 알케마로부터 메티오닌 생산의 중요한 원료 중 하나인 메틸(Methyl)을 공급받고 있다. 동사는 100% 원당을 사용하고 있어, 최근 원당 가격 하락에 따른 수혜도 누리고 있는 것으로 파악된다.

메티오닌 시장 수요:
유럽 41%, 아시아
27%, 북미 24% 등

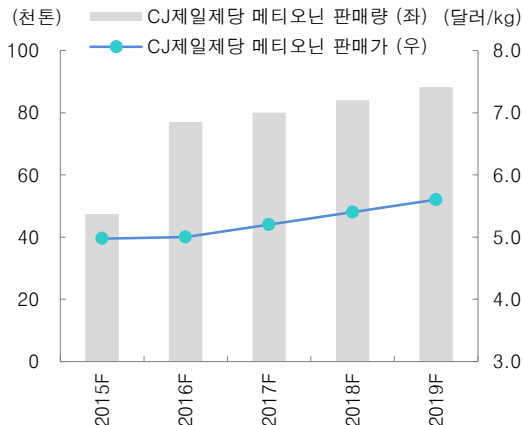
메티오닌의 최대 수요 시장은 유럽 지역으로, 전세계 수요의 약 41%를 차지한다. 유럽 다음으로는 아시아 27%, 북미 24%, 중국 8% 등으로 구성되어 있다. 그러나 CJ제일제당은 공장이 말레이시아에 위치하고 있어 아직 매출의 85% 이상이 중국 및 동남아로 수출되고 있다.

그림 21. 메티오닌 중국 Spot 가격 추이



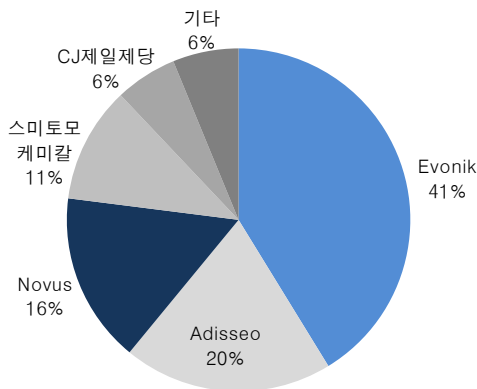
자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 22. CJ제일제당: 메티오닌 판매량 및 판매가



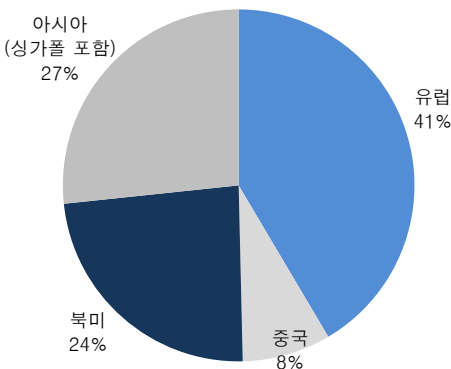
주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 23. 글로벌 메티오닌 시장: 업체별 점유율



자료: 시장 자료, 대신증권 리서치센터

그림 24. 글로벌 메티오닌 시장: 지역별 수요



자료: 시장 자료, 대신증권 리서치센터

2. 라이신: 긴 터널의 끝자락

2016년 라이신
매출 4% 성장하나
영업적자 114억원
기록 예상

당사는 중국 라이신 시장의 공급 과잉 이슈가 쉽게 해소되고 있지 않은 점을 감안해 라이신 부문 실적을 보수적으로 추정했다. 2016년에 매출액 8,690억원(+4% yoy), 영업적자 114억원(OPM -1.3%)을 기록할 것으로 전망한다. 향후 3년간(2016F-19F) 매출은 연평균 4.4%씩 성장하고, 2017년에 흑자전환에 성공한 뒤 2%대 마진을 유지할 전망이다.

2016년 판매량은 56만톤으로 전망하며 향후 3년간(2016F-19F) 연평균 1.3% 증가하는데 그칠 것으로 예상한다. 판매 가격은 2016년 톤당 \$1,293에서 2019년에는 \$1,416로 연평균 3.1%씩 상승할 것으로 추정한다.

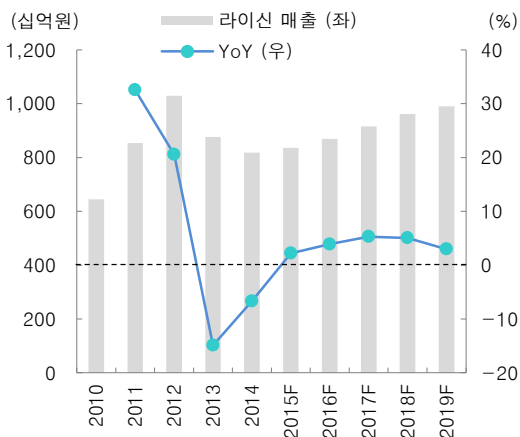
중국 라이신 시장
심각한 공급 과잉
상태로 평균 가동률
50% 수준

중국을 제외한 지역에서의 라이신 가격은 비교적 안정적이나, 중국은 수급 불균형으로 Spot 가격이 큰 폭 하락한 상황이다 (2013년 연초 대비 45% 하락, 2015년 연초 대비 13% 하락). 중국 내 라이신 수요는 약 90만톤으로 매년 7~8%씩 꾸준히 성장하고 있다. 반면 중국 내 생산 가능한 공급량은 약 180만톤으로 심각한 공급과잉에 처해 있음에 따라 현재 업계 평균 가동률은 50% 수준에 머물러 있는 것으로 파악된다.

2016년에도 판가
반등 어려워,
2017년 이후를 기대

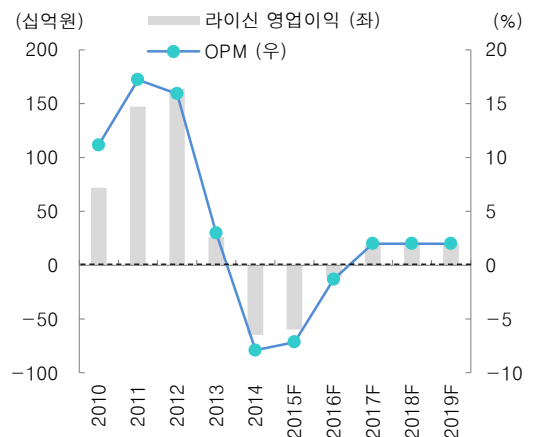
GBT, Eppen, GoldenCorn 등 경쟁사의 재고 물량 출회가 지속되고 있어 2016년에도 의미있는 판가 반등을 기대하기 어려울 것으로 전망한다. 라이신 업계 구조조정이 지연되고 있고 곡물가격 하향 안정화로 라이신 대체품에 따른 수요도 늘어나고 있어 업황의 회복은 2017년 이후에 전개될 것으로 보수적으로 내다본다.

그림 25. CJ 제일제당: 라이신 매출액 추이 및 전망



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 26. CJ 제일제당: 라이신 영업이익 추이 및 전망



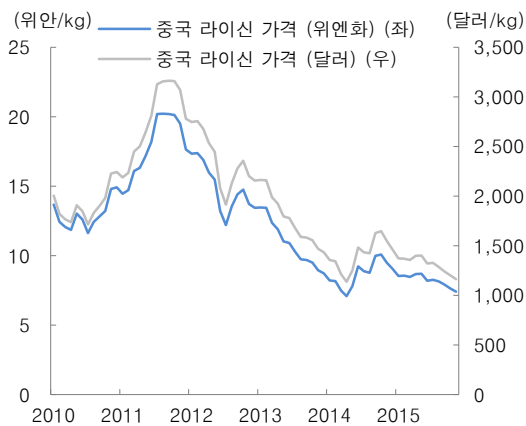
주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

글로벌 라이신 시장
매년 6~7%씩 성장,
동사 점유율은 25%
수준

2015년 기준 글로벌 라이신 시장 규모는 약 230만톤으로 중국 및 유럽 지역의 육류소비 증가로 매년 꾸준히 6~7% 씩 성장하고 있다. CJ제일제당의 2015년 점유율은 25%(2015F 판매량 57만톤 전망)로 추정된다. 동사의 라이신 Nominal Capa는 52만톤이지만 지속적인 수율 개선 노력에 힘입어 63만톤까지 생산 가능한 것으로 파악되고 있다.

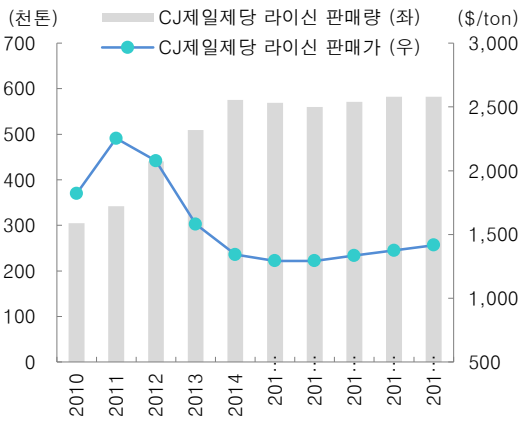
동사의 라이신 판매량 중 약 35%는 중국으로 판매되고, 그 외 유럽 30%, 미국 18%, 기타 국가 19% 등으로 판매되고 있다. 2013년 미국 공장이 준공된 이후 중국 비중이 감소하고 미국 비중이 크게 증가했다.

그림 27. 라이신 중국 Spot 가격 추이



자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 28. CJ 제일제당: 라이신 판매량 및 판매가



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

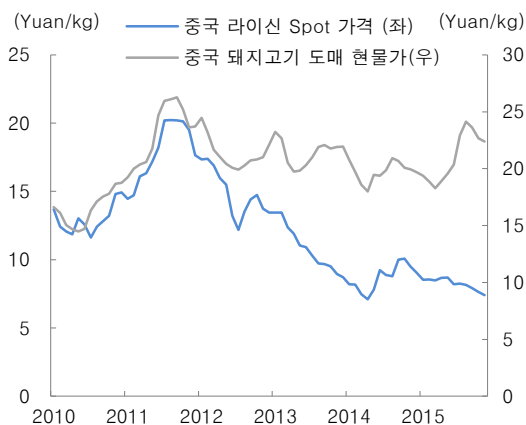
라이신 가격과
돼지고기 가격 간에
디커플링 현상

중국 라이신 가격은 돼지고기 가격, ‘대두박-옥수수 스프레드’ 등에 영향을 받아왔으나, 최근에는 극심한 수급 불균형 현상으로 인해 라이신 판매 업체들의 공급 전략에 더 크게 연동되어 움직인다. 아래 그림 29에서 볼 수 있듯이 2013년 이후 라이신 가격과 돼지고기 가격 간 디커플링이 눈에 띄게 나타나고 있다.

라이신 외 아미노산의
기여도 높아지면서
라이신 가격과 바이오
실적 간 디커플링

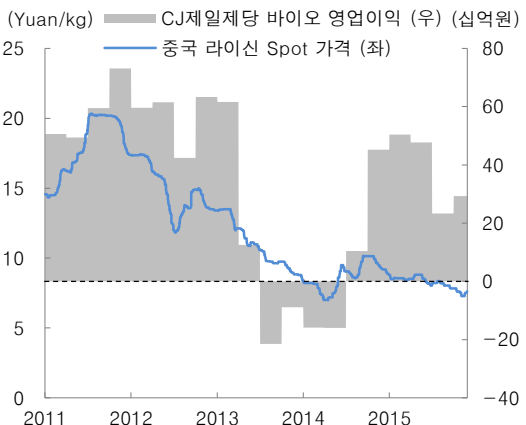
한편 긍정적인 점은, 과거에는 동사 바이오 부문 영업이익과 라이신 가격이 높은 연동성을 보였으나 최근 라이신 비중이 감소한 반면 메티오닌, 트립토판 등 고부가가치 제품의 기여도가 증가한 영향으로 디커플링 현상이 나타나고 있다는 부분이다. 그림 30에서 볼 수 있듯이 2012년 이후 라이신 가격은 줄곧 하락해 왔으나 바이오 부문 영업이익은 3Q14에 흑자전환에 성공해 줄곧 5~12%대 마진을 유지하고 있다.

그림 29. 중국 라이신 가격 vs. 돼지고기 도매가



자료: Wind, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 30. CJ 제일제당: 바이오 OP vs. 라이신 Spot 가격



자료: WIND, CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

3. 트립토판: 점유율 50%의 글로벌 1 위

2016년 트립토판 실적은 높은 기저효과와 판가 회복 지연으로 부진할 전망

2016년 트립토판 실적은 다소 부진할 것으로 예상하는데, 1)2015년 상반기에 가격이 이례적으로 높았던 데 따른 높은 기저효과와 2)하반기 들어 가격이 큰 폭 하락한 부분이 2016년 상반기까지 회복되지 못할 것으로 예상하기 때문이다. 2016년 매출액은 1,541억 원(-5% yoy), 영업이익은 영업이익률이 전년대비 8%p 하락한 영향으로 400억원(-27% yoy)을 기록할 전망이다.

2017년 이후부터는 판가 \$11~13의 안정적인 수준 유지 전망

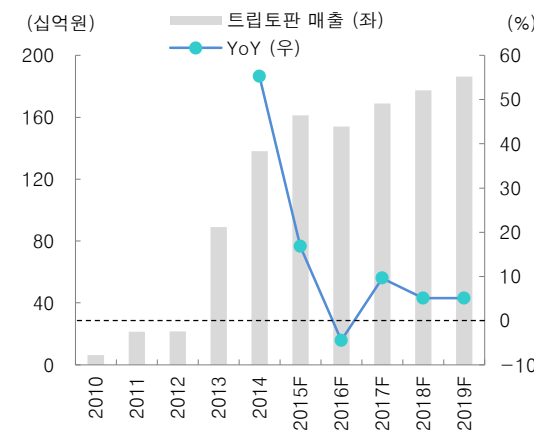
트립토판 가격은 3Q15에 약 20% qoq 하락한 데 이어 4Q15에도 10% qoq 가량 추가 하락할 것으로 예상된다. 다만 지난 3분기부터 시작된 가격 하락은 CJ제일제당이 1)트립토판 시장 규모를 키우고, 2)중국 ‘주룽(Julong)’ 등 신규 경쟁사들의 시장 진입을 막기 위해 의도적으로 판가를 낮춘 영향이다. 장기적인 관점에서 높은 점유율을 안정적으로 유지하기 위한 일시적 수익성 악화라는 점에서 크게 우려할 사항은 아니라고 판단된다. 2017년 이후부터는 판매량은 매년 3%씩 꾸준히 증가하는 가운데, 판매 가격도 kg당 \$11~\$13 수준으로 안정적으로 유지될 것으로 전망한다.

시장 규모는 작으나 진입 장벽 높은 고부가가치 산업

글로벌 트립토판 시장 규모는 2,500억원으로 규모는 크지 않지만 높은 가격대를 형성하는 고부가가치 산업이다. 판매 가격이 안정적으로 유지된다는 가정 하에 동사의 트립토판 영업이익률은 30% 이상인 것으로 추정된다. 그러나 균주 및 발효기술 관련 높은 진입 장벽 때문에 아지노모토가 2003년 시장을 개척한 이후 2010년에 CJ제일제당이 진출하기 전까지 영향력 있는 신규 진입자가 없었다. CJ제일제당과 아지노모토 대비 중국 로컬 업체들의 원가경쟁력은 현저히 낮은 수준인 것으로 알려져 있다.

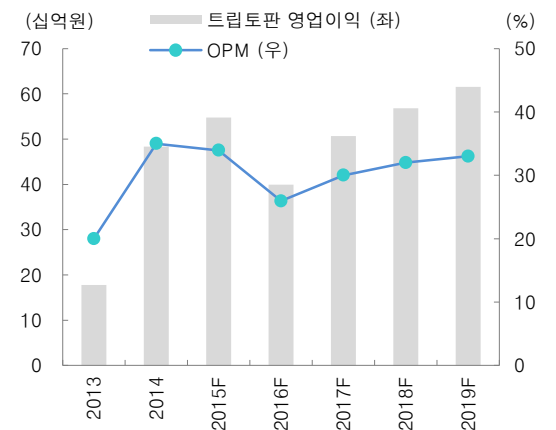
글로벌 트립토판 시장은 매년 20% 이상씩 고성장해 왔다. 시장 성장에 맞춰 동사도 선제적으로 Capa 증설을 진행해 왔다. 2011년 Capa 1,000톤에서 2013년에 1만톤으로 확대했고, 2015년말까지 3,000톤을 추가 증설해 총 약 1만3천톤을 확보할 계획이다.

그림 31. CJ 제일제당: 트립토판 매출액 추이 및 전망



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 32. CJ 제일제당: 트립토판 영업이익 추이 및 전망

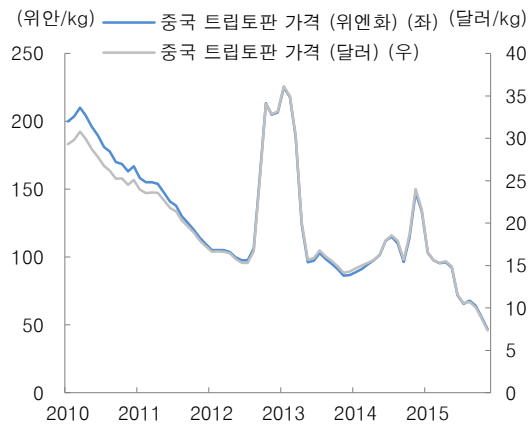


주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

2010년에 트립토판
시장 진출해 5년만에
점유율 50% 달성

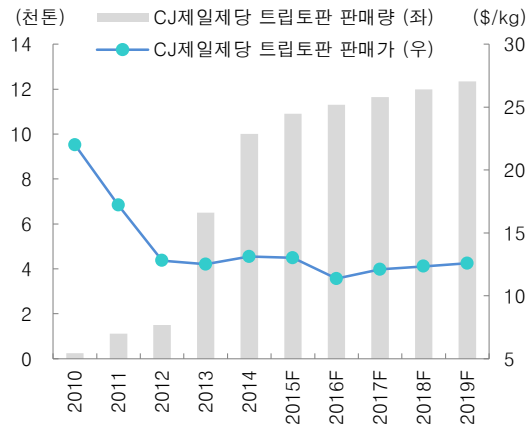
CJ제일제당은 2010년에 트립토판 시장에 진출했는데, 진출 당시 아지노모토(일본)가 시장의 80%를 과점하고 있었다. 동사는 2011~2013년에 경쟁사들 대비 차별화된 균주 개발을 바탕으로 한 수율 개선에 성공해 제조원가율을 큰 폭 낮추는데 성공했다. 진출한지 불과 5년만인 2015년 기준 50% 이상의 시장 점유율을 차지하며 1위 업체로 올라섰다. 동사와 아지노모토의 합산 시장 점유율은 70~80% 수준인 것으로 알려져 있다.

그림 33. 트립토판 중국 Spot 가격 추이 (wind)



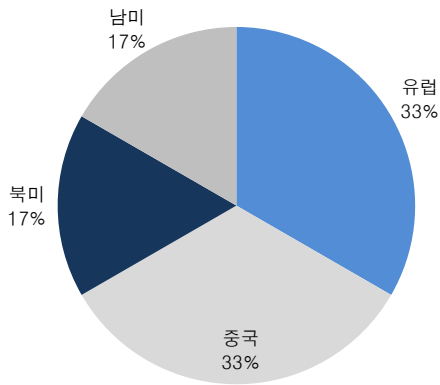
자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 34. CJ 제일제당: 트립토판 판매량 및 판매가



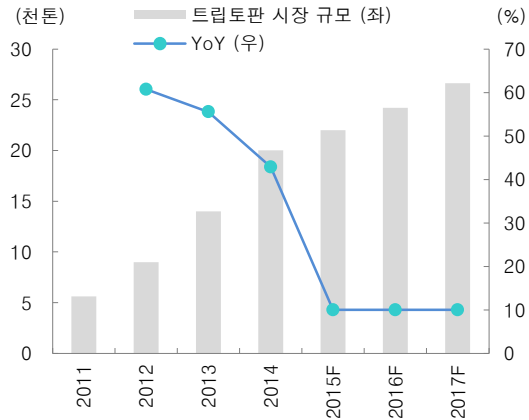
주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 35. CJ 제일제당: 트립토판 지역별 매출액 (2014)



주: 당사 추정치
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 36. 트립토판 시장 수요 및 공급



자료: 산업 자료, 대신증권 리서치센터

4. 쓰레오닌: 미미한 수준의 적자 지속 불가피

쓰레오닌: 미미한 매출 성장, 영업이익은 BEP 수준 지속

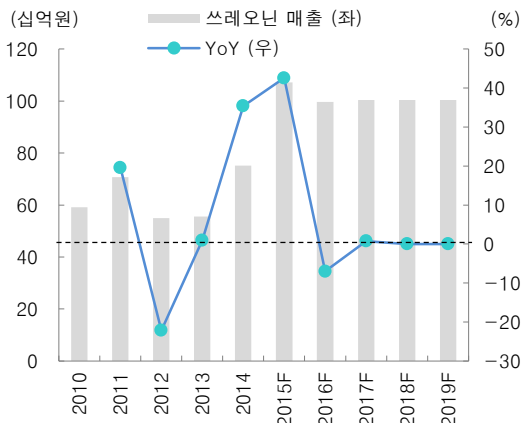
2016년 쓰레오닌 실적은 매출액 997억원(-7% yoy), 영업적자 50억원으로 예상되며, 실적 부진은 2015년 상반기에 이례적으로 Spot 가격이 급등했던 데 따른 높은 기저효과에 기인한다. 2017년 이후에도 의미 있는 매출 성장은 어려울 것으로 예상하며 영업이익도 BEP 안팎에 불과할 전망이다. 동사의 쓰레오닌 사업은 판매 가격이 일시적으로 급등했던 4Q14~2Q15를 제외하고는 줄곧 영업적자를 기록해온 것으로 추정된다.

시장점유율 10% 미만으로 경쟁력 제한적

쓰레오닌 시장 규모는 42만톤 수준으로 CJ제일제당의 점유율은 연간 판매량 4만톤 가정 시 10% 미만으로 파악된다. 쓰레오닌은 기술적 진입장벽이 높지 않은 제품으로 아지노모토, 매화, Eppen 등 상위 업체들이 시장을 선점해 계속 과점상태를 유지하고 있다. 동사가 쓰레오닌 시장에서 눈에 띄는 성과를 보이지 못하는 이유는 업체간 기술력 차이가 크지 않은 가운데, 로컬 업체들 대비 원가(석탄 등) 경쟁력이 낮기 때문으로 판단된다.

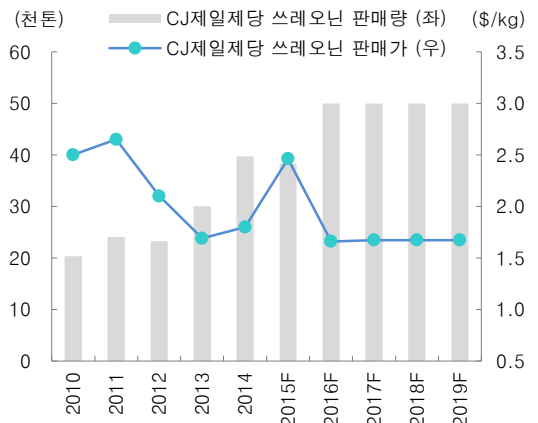
쓰레오닌 시장은 2010년 이후 공급 과잉 지속으로 가격이 줄곧 하락했는데, 2014년 들어 중국 업체들이 감산에 들어가면서 하반기에 가격이 큰 폭 상승했다. 그러나 이후 다시 생산량이 증가하기 시작해 2015년에 가격이 급락하는 등 가격 변동성이 심한 편이다.

그림 37. CJ 제일제당: 쓰레오닌 매출액 추이 및 전망



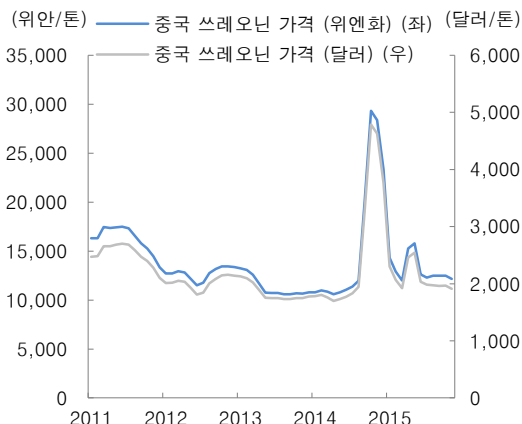
주: 당사 추정치, 자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 38. CJ 제일제당: 쓰레오닌 판매량 및 판매가



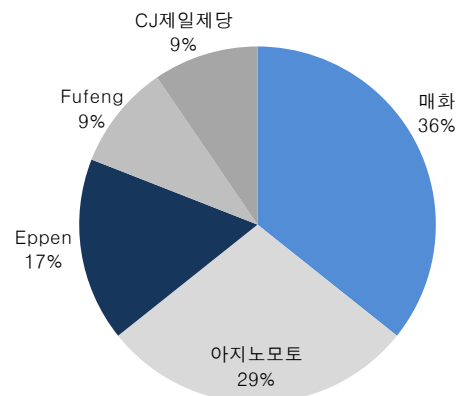
주: 당사 추정치, 자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 39. 쓰레오닌 중국 Spot 가격 추이 (wind)



자료: Wind, 대신증권 리서치센터

그림 40. 쓰레오닌 시장 업체별 점유율



자료: 산업 자료, 대신증권 리서치센터

5. 핵산: 완만한 매출 성장 + 15%의 영업이익률

핵산 향후 3년간
매출 CAGR 2%,
영업이익률 15% 유지

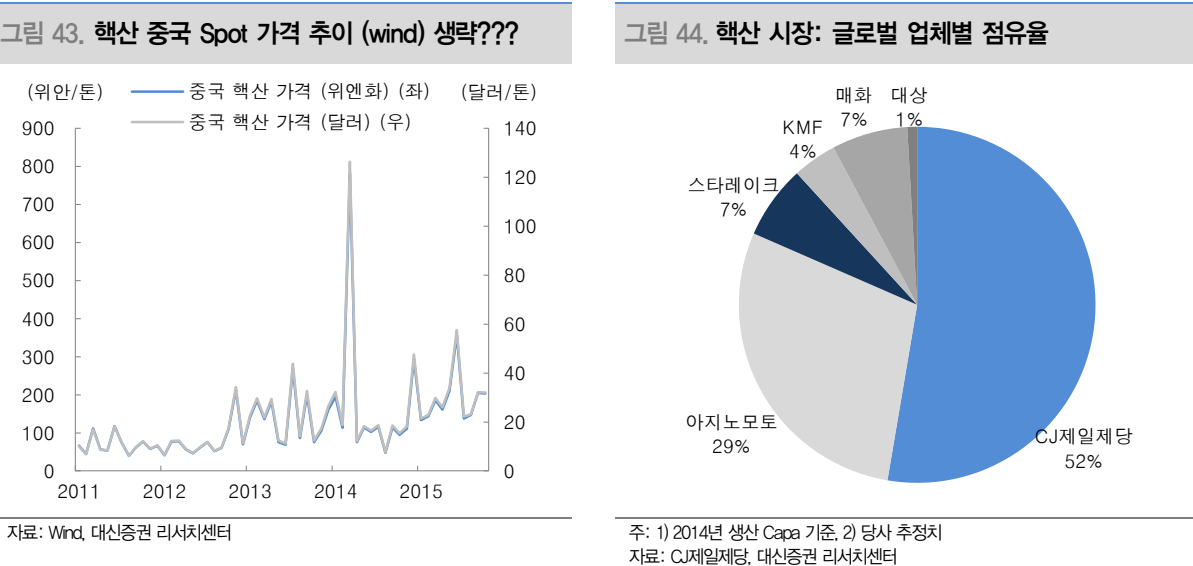
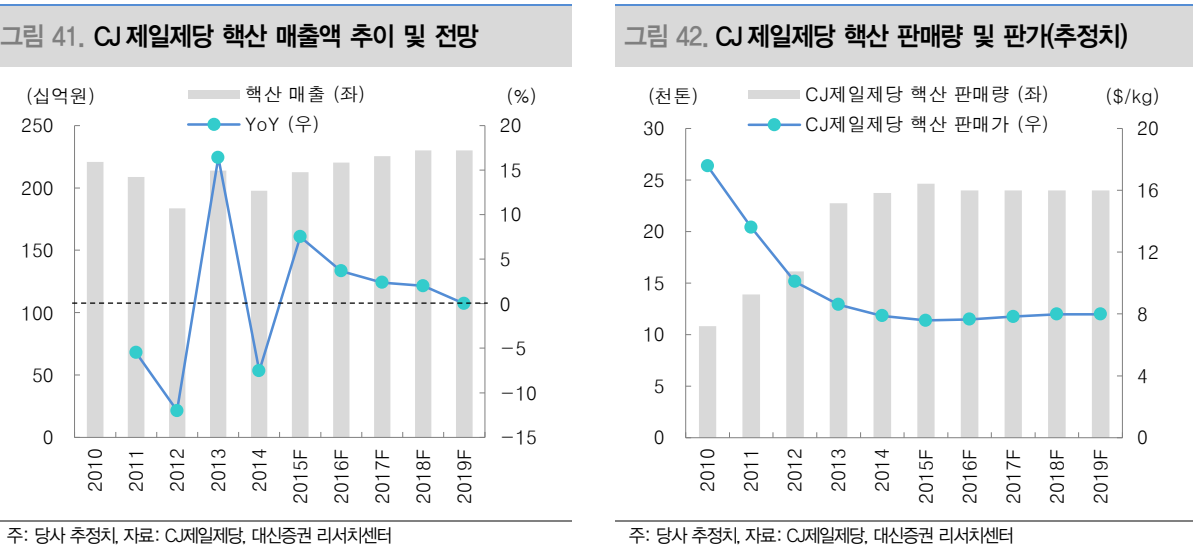
핵산 매출액은 2016년에 2,203억원(+4% yoy)을 기록한 후, 향후 3년간(2016F~19F) 연 평균 2%씩 성장할 것으로 예상된다. 동사의 바이오 매출에서 약 12%를 차지하는 아미노산으로, 영업이익률은 15% 수준이 안정적으로 유지될 전망이다.

핵산은 MSG와 함께 음식 맛의 풍미를 강하게 하는 식품 조미소재로, 미생물을 이용한 발효공법으로 생산된다. 전세계 핵산 수요의 50% 가량을 중국이 차지하고 있으며 인도네시아를 비롯한 동남아시아 국가에서의 수요도 꾸준히 증가하고 있다.

글로벌 점유율 52%의
1위 업체

과거 핵산 시장은 아지노모토가 점유율 40% 이상의 1위 업체였으나 동사가 수출 개선을 통한 판매가격 인하로 점유율을 확대해 와, 지금은 시장의 약 52%를 점유하는 선두 업체로 올라섰다. 동사 외 아지노모토 29%, 스타레이크 7%, 매화 7% 등으로 구성되어 있다.

동사의 핵산 분기 평균 판매량은 5,500~6,500톤 수준으로, 네슬레, 유니레버, Master Food 등 글로벌 식품 업체들로 판매되고 있다. 그러나 실질적으로는 이들 고객사들을 통해 판매량의 2/3가 중국 소비자에게 최종 판매되는 것으로 파악된다.

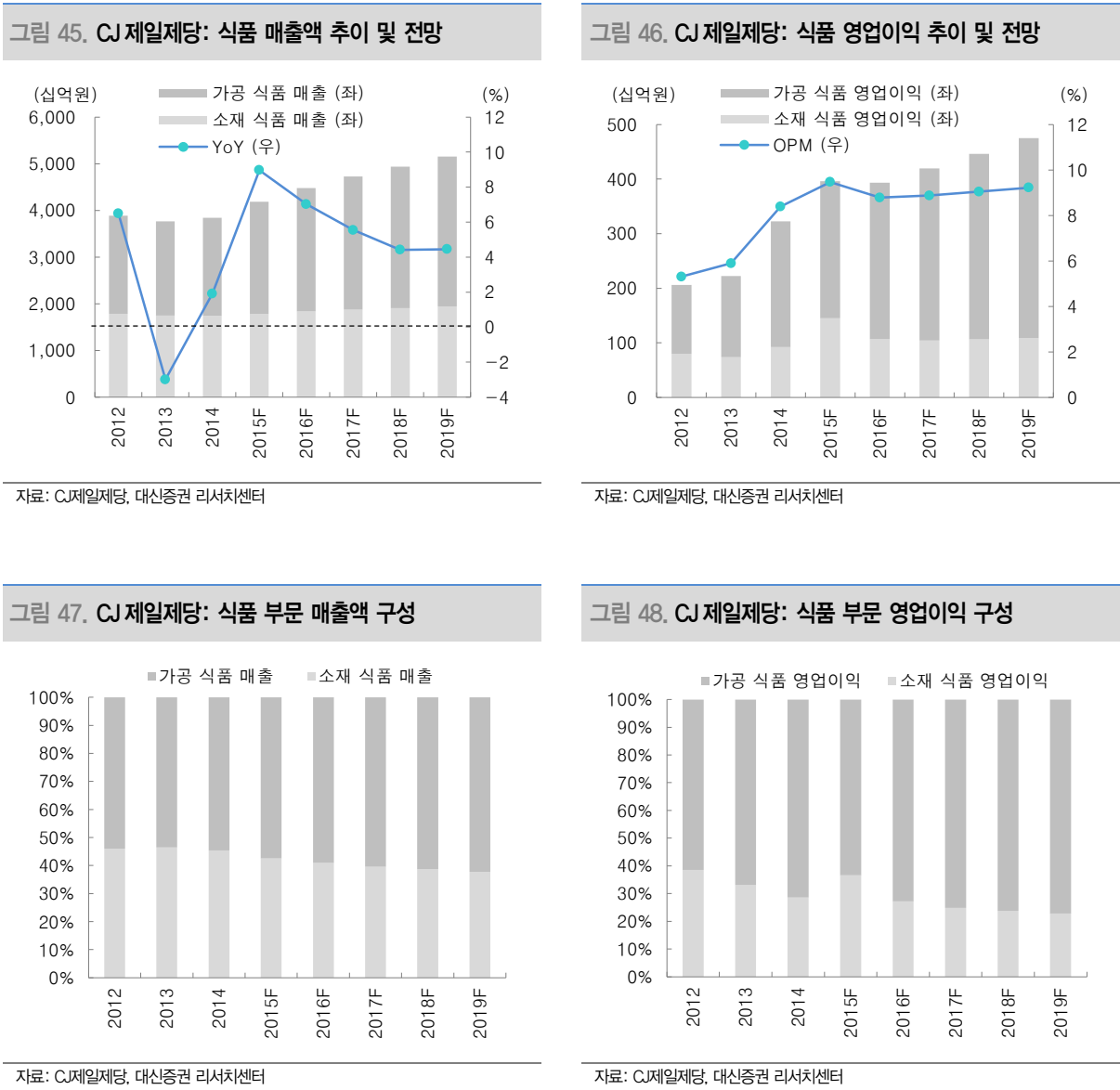


IV. 식품: 캐시카우이자 성장 사업

신제품 판매 호조와 고마진 제품 비중 증가에 따른 Mix 개선

외형 확대에 따른
레버리지 효과와
원가 하락으로 사상
최대 마진 향유 중

CJ제일제당 (대한통운 제외) 영업이익의 약 60%를 차지하는 Cash Cow 역할의 식품 사업부는 기존 히트 제품 매출 확대 및 신제품 판매 호조로 최근 높은 외형 성장세를 시현하고 있으며, 매출 성장에 따른 레버리지 효과와 원가율 하락으로 사상 최대 영업이익률을 향유하고 있다. 2016년 식품 사업부 매출은 전년도 높은 기저효과에도 불구하고 매출 4조 4,779억원을 기록하며 전년대비 7% 성장할 전망이다. 다만 영업이익은 3,934억원을 기록하며 전년대비 1% 하락할 전망인데, 가공식품 영업이익은 전년대비 14% 성장하는 반면 소재식품 영업이익이 원화 약세에 따른 원가율 상승으로 인해 전년대비 26% 감소할 것으로 예상되기 때문이다.



가공 식품: 탁월한 제품력과 시장 지배력으로 높은 성장 지속

2015년 매출액
15% yoy 증가

가공식품 부문 2015년 실적은 신제품 판매 호조 및 기존 고마진 제품군(장류, 조미료 등)의 점유율 확대에 기인해 매출액이 전년대비 15% 성장한 2조 4,027억원을 기록할 전망이다. 영업이익의 경우 신제품 광고비 증가로 인해 2,512억원(+9% yoy)을 기록하며 매출액 성장률을 다소 하회할 전망이다.

2016년에도
매출 10% yoy 성장,
영업이익 14% yoy
성장 가능할 전망

2016년에도 HMR 시장 확대에 대응한 전략적 신제품 출시 및 효과적인 마케팅으로 매출액은 전년대비 10% 성장한 2조 6,430억원을 시현할 전망이며, 영업이익률도 0.3%p 개선되어 2,864억원(+14% yoy)을 달성할 것으로 기대된다. 동사 가공식품 부문 영업이익률은 2013년까지 6~8%대에 머물다가 2014년에 10~11%대로 큰 폭 개선되었다. 2016년 이후부터도 매출 성장에 따른 레버리지 효과와 프리미엄 제품군의 기여도 확대에 기인해 향후 매년 평균 0.2%p씩 영업이익률 개선이 가능할 것으로 기대된다.

- 1) 고수익 제품 중심으로 구조조정,
- 2) 신제품 매출 호조,
- 3) 판관비율 관리,
- 4) 대리점 비중 증가

가공식품 부문의 수익성이 구조적으로 개선된 이유는 다음과 같다. 1)수익성 개선에 초점을 맞춰 2013년 2분기부터 약 1년간 대대적 구조조정(적자 카테고리 철수, SKU 정리 등)을 마무리했고, 2)2014년에 10~15개 제품의 ‘대형 신제품 카테고리’를 만들어 비비고, 연어캔, 빠띠첼, 해찬들 약고추장 등 고마진 제품을 적극적으로 육성하고 있다. 3)또한 계속되는 신제품 출시에도 불구하고 소모성 광고 및 판촉을 자제해 효율적으로 판관비를 집행하고 있으며, 4)1인 가구 증가 영향으로 할인점 대비 마진이 높은 대리점과 편의점 채널의 비중이 증가해 채널 mix도 개선되고 있다.

향후 해외 가공식품
업체 M&A 가능성도
열려 있어

동사 가공식품 사업부는 해외 시장에서의 매출 확대를 위해 해외 기업의 인수/합병도 고려하고 있어, 성사될 경우 실적 추정치의 상향 조정 가능성도 있다. 진출 대상으로 고려되는 지역은 미국, 중국, 베트남 등으로, 미국 시장의 경우 현지 M&A를 통해 냉동식품 쪽으로 진출할 가능성이 높다. 중국 시장의 경우 현지 유통 채널을 구축한 로컬 회사 인수를 통한 장류 쪽 매출 확대를 꾀할 가능성이 높다고 판단된다.

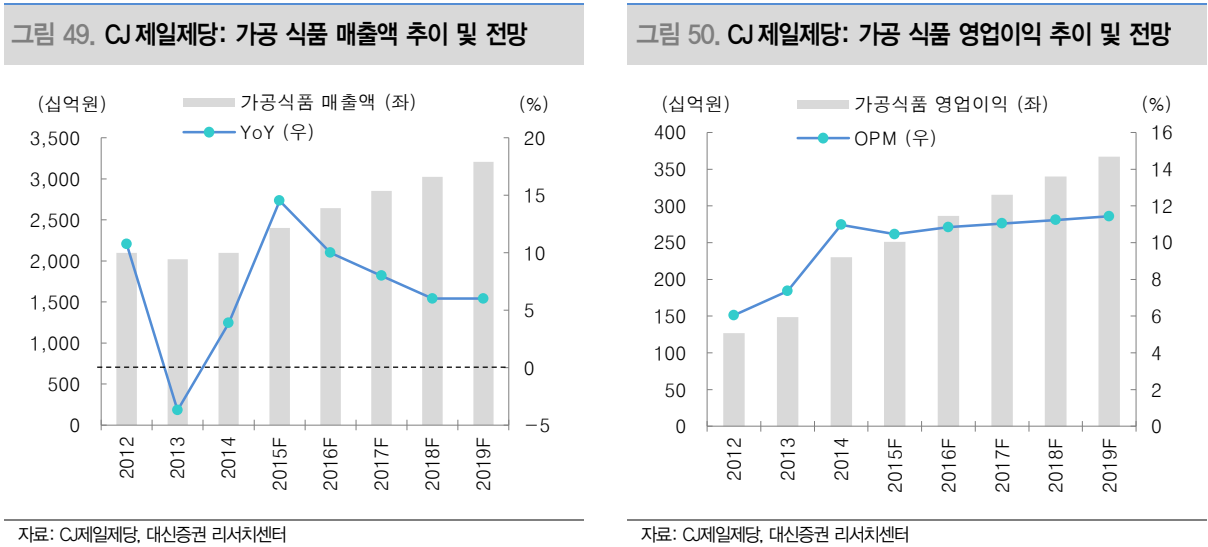
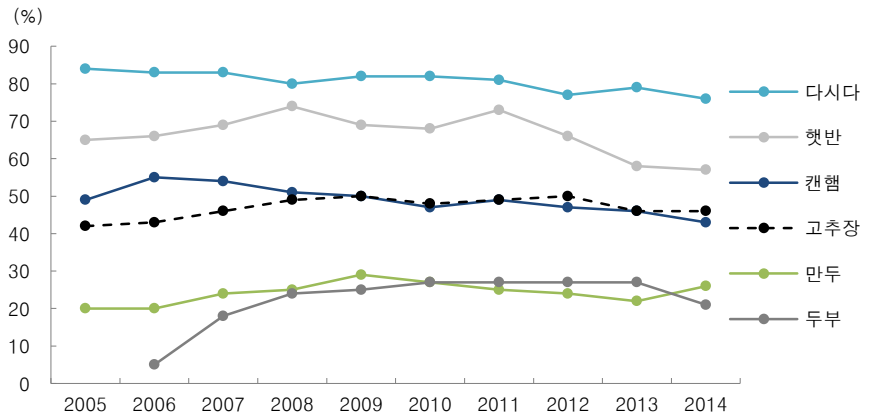


그림 51. CJ제일제당: 가공식품 부문 제품별 국내 점유율 추이



자료: 산업 자료, 대신증권 리서치센터

표 7. CJ제일제당: 가공식품 제품 포트폴리오

복합조미료 식초 소금 장 소스					
	다시다 쇠고기다시다	백설 백포도 식초	백설 소불고기 양념	해찬들 약고추장	하선정 멸치 액젓
만두 조리가공					
	비비고 왕교자	비비고 떡갈비	프레시안 나물밥	더건강한햄 그릴버거스테이크	백설 동그랑땡
간식 디저트 음료					
	쁘띠첼 스위트푸딩	쁘띠첼 미초 청포도	비비고 김스낵	맛밤	맥스봉 치즈
햄 소시지 베이컨					
	스팸 클래식	더건강한햄 브런치 슬라이스	프레시안 그릴후랑크	백설햄 불고기햄	프레시안 햄스빌 베이컨
햇반 즉석컵밥					
	햇반	햇반 흰쌀죽	프레시안 스팸김치볶음밥	햇반 황태국밥	프레시안 by VIPS 새우볶음밥
어묵 수산물가공 두부 콩나물 계란 유부					
	CJ알래스카 연어캔	프레시안 더건강한 어묵	프레시안 행복한콩 두부	프레시안 알짜 유정란	즐거운동행 행복한콩 한줄속주

자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

소재 식품: 환율 감안시 2016년 영업이익은 감소 불가피

2016년 원화 약세
예상되어 원가를
상승 부담 증가

소재 식품 2016년 매출 및 영업이익은 각각 1조 8,349억원(+3% yoy), 1,070억원(-26% yoy)으로 전망한다. 영업이익률이 2015년 8.1%에서 2016년 5.8%로 하락할 것으로 예상되어 매출액 증가에도 불구하고 영업이익의 큰 폭 감소가 예상된다. 2015년 원화 약세 현상에도 불구하고 곡물가격이 지난 3년 이상 하향 안정화된 영향으로 곡물 투입가격은 수년래 최저치를 기록한 것으로 파악된다. 그러나 2016년에는 추가적인 곡물가격 하락을 기대하기 어려운 가운데, 2015년말 미국 금리 인상 가능성 증가, 이후 2016년 원화 추가 약세 가능성 등을 감안할 때 국내 식음료 업체들은 구매력 감소에 따른 원가 상승이 불가피할 전망이다.

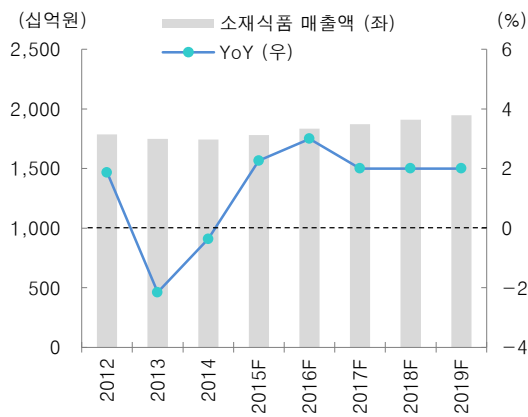
곡물 가격은 하향
안정화 지속, 그러나
원화 약세 현상으로
투입가 상승 전망

동사는 연간 1억 6천만불 정도의 원재료를 해외로부터 수입한다. 국제 곡물가격은 2016년에도 안정적으로 유지될 것으로 전망된다. 그러나 2015년 5월 이후 원달러 환율이 상승 추세로 전환한 부분이 3~6개월 시차를 두고 동사의 원재료 투입가에 반영될 예정이며, 당사는 2016년 원달러 환율이 2015년 평균치를 상회할 것으로 전망하고 있다. 또한 당사 소재식품 중 이익 기여도가 높은 원당의 원재료인 설탕 가격이 최근 상승한 부분도 부담 요인으로 작용할 전망이다.

국내 기초 소재시장
에서 지배적인
점유율 확보

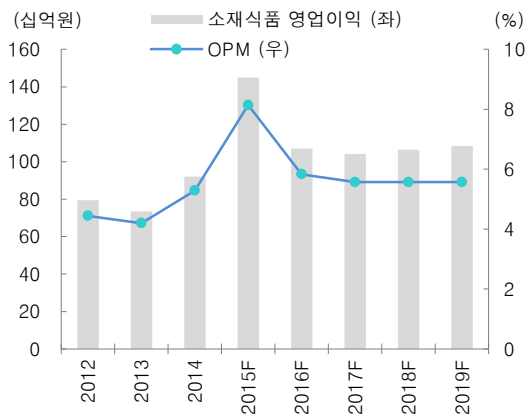
CJ제일제당은 설탕, 밀가루, 식용유 등 국내 기초 소재식품 시장에서 지배적인 점유율을 확보하고 있다. 동사 소재식품 부문의 제품별 매출 비중은 설탕(원당) 30%, 밀가루(소맥) 30%, 유지(대두) 30%, 전분당(옥수수) 10% 등으로 구성되어 있다. 그러나 영업이익 측면에서는 수익성이 가장 높은 설탕의 기여도가 50% 가까이 되는 것으로 알려져 있다.

그림 52. CJ제일제당: 소재 식품 매출액 추이 및 전망



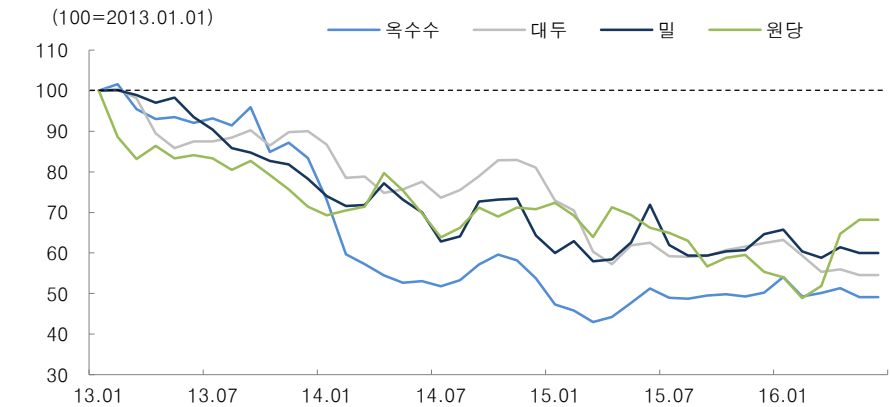
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 53. CJ제일제당: 소재 식품 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 54.주요 4대 곡물 원화 환산 투입가 추이



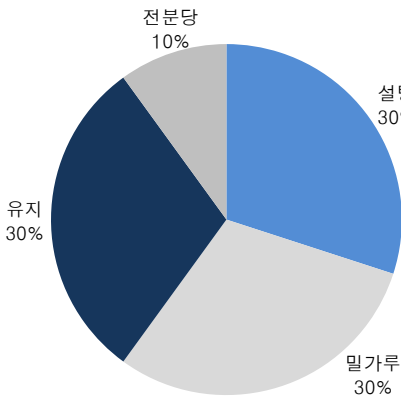
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

고마진의 가공
소재식품 비중 확대
로 점진적 마진 개선

국내 소재식품 시장은 양적 성장의 제한으로 가격인상 효과에 따른 매출 성장에 의존하고 있는 것이 현실이나, 동사는 제품의 고급화 전략을 통해 경쟁사로부터 점유율을 빼앗아오고 있다. 기초 소재식품 대비 수익성이 좋은 가공 소재식품의 비중이 증가함에 따라 mix 개선 효과를 누릴 수 있는데, 동사의 소재식품 내 가공소재 비중은 2014년까지 5% 안팎에 불과했으나 2015년 상반기 기준 13%까지 증가했다.

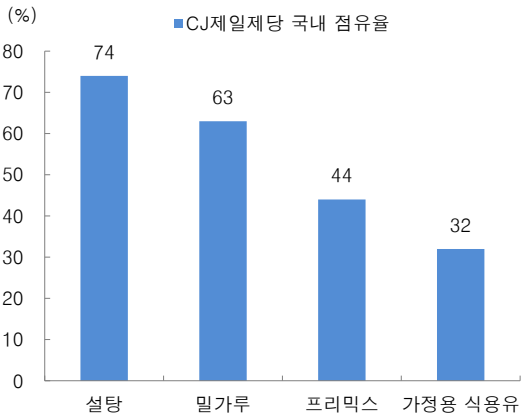
가공 소재식품은 B2B 고객사 향 매출이 많아 기초 소재식품 대비 매출 성장률도 높은 편이다. 동사는 카페용 소재(커피 프랜차이즈 업체로 카페용 원료, 시럽 등 판매), 자일로스 설탕, 프리믹스 등을 판매하고 있으며 향후 제품 카테고리 확장 및 고객사/채널 확장을 통한 매출 증대가 가능할 전망이다. 유지류 또한 포도씨유, 까놀라유 등 프리미엄 제품에 대한 선호 현상으로 ASP 상승 효과를 기대해 볼 수 있다.

그림 55. CJ제일제당: 소재 식품 부문 제품별 구성



자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 56. CJ제일제당: 국내 소재 시장 점유율 (2014년)



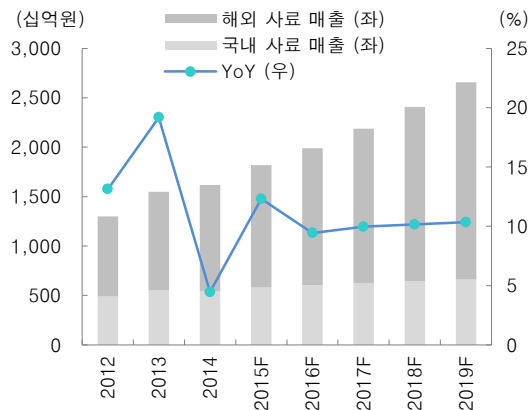
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

V. 사료: 해외 축산 수직계열화로 장기적 마진 개선 기대

해외 비중 증가와 수직계열화로 향후 3년간 영업이익 연평균 16% 성장

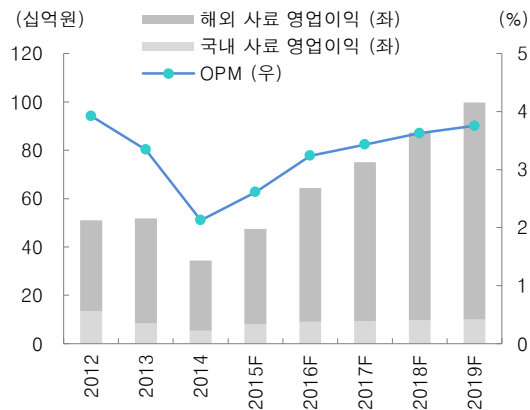
향후 3년간 매출 CAGR 10%, 영업이익 CAGR 16%	동사의 사료(생물자원) 부문 2016년 실적은 매출 1조 9,884억원(+9% yoy), 영업이익 644억원(+36% yoy)의 호실적이 예상된다. 영업이익률이 BEP~2%에 불과한 국내 사료 비중이 축소되고 해외 매출이 빠르게 성장하면서 향후 3년간(2016F~19F) 사료 부문 매출액은 연평균 10%씩 성장하고, 영업이익은 연평균 16%씩 성장 가능할 전망이다.
국내 사료시장 점유율은 5%로 미미, 마진도 0~2% 불과	사료 사업부 매출은 한국(33%), 인도네시아(37%), 베트남(16%), 중국(11%), 필리핀(3%)으로 구성되어 있다. 국내 사료 시장에서 동사의 점유율은 5% 안팎에 불과해 영업이익률이 저조하다. 동사는 현재 국내에 두 개 공장을 보유하고 있는데 국내 사업은 추가 확대보다는 해외 사료 시장 확장을 위한 R&D 기지로 활용할 예정이다.
국내 대비 마진 높은 해외 매출 증가로 성장 견인	3Q15말 기준 해외 매출 및 영업이익 비중은 각각 68%, 87%로, 매년 평균 2%p씩 해외 매출 비중이 증가하고 있다. 2019년에는 해외 매출 및 영업이익 비중이 각각 76%, 90%까지 증가할 전망이다. 중국, 동남아, 남미 등의 사료 시장은 고성장하고 있으며, 원가 부담을 판가에 전가시키는 것이 상대적으로 용이해 영업이익률도 4~5%로 국내 대비 높은 편이다. 동사 해외 사료 사업의 현지화 기준 매출액 성장률은 매년 평균 20% 이상으로 견조하게 유지되고 있으나 환율 영향으로 원화환산 성장률은 변동성이 높은 편이다. 최근 동남아 국가 통화 가치 하락으로 인해 2014년 해외 사료 매출액(원화 기준) 성장률이 8%로 둔화된 바 있다.
인도네시아와 베트남 에 사료와 축산 수직계열화로 장기적 마진 개선 추구	동사의 해외 사료 사업은 향후 매출 성장에 따른 규모의 경제 효과에 따라 추가적인 마진 개선이 가능할 전망이다. 안정적인 매출처 확보를 위해 동사는 2014년부터 인도네시아와 베트남에 본격적으로 사료와 축산의 수직계열화 사업을 시작했다. 현재 사료 매출 내 축산 매출 비중은 10~15% 정도이다. 2014년에 인도네시아 병아리 가격이 공급과잉으로 폭락한 영향으로 해외 사료 영업이익률이 2%대로 일시적으로 하락했으나, 2015년 들어 병아리 가격이 회복되면서 영업이익률이 3%대로 회복됐다. 2016년 이후 해외 사료 영업이익률은 4%대를 유지하면서 매년 0.1%p~0.2%p씩 개선될 것으로 기대한다.

그림 57. CJ 제일제당: 사료 매출액 추이 및 전망



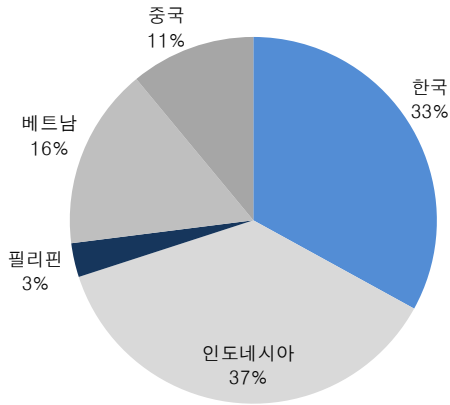
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 58. CJ 제일제당: 사료 영업이익 추이 및 전망



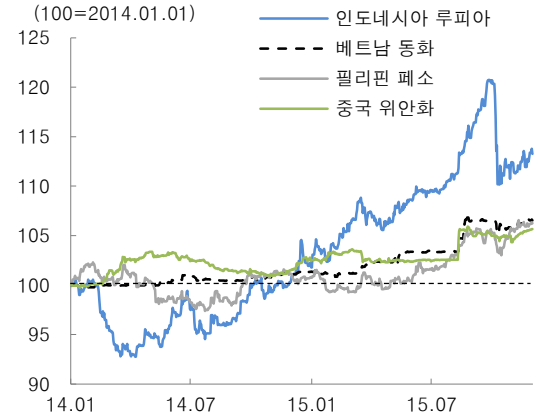
자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 59. CJ 제일제당: 사료 국가별 매출 구성 (2014)



자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

그림 60. CJ 제일제당: 사료 진출 국가 현지 통화 추이 (USD 대비 각 통화 가치)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

사료 사업부 연혁

사료: 국내와 해외 4개 국가에 진출

동사는 현재 한국, 중국, 베트남, 필리핀, 인도네시아 등 5개 국가에서 17개 공장, 20여 개 농장(양돈/양계 농장)을 운영하고 있다. 1973년에 부산 공장에서 첫 사료제품을 출시했고, 1996년에 인도네시아에 진출했다. 한국에는 인천과 군산에 두 개 공장과 연구소, 연구 농장 및 네 개의 양돈장을 보유하고 있다.

인도네시아에서는 세랑, 줌방, 메단에 3개 공장을 갖고 있고, 150만 수의 종계를 보유하고 있다. 연 최대 1억 마리의 병아리를 공급하며 육계 계열화 사업을 영위하고 있다.

베트남에는 2001년 룡안성 공장을 준공했고, 이후 흥옌, 빈롱에도 공장을 준공했다. 새우, 양어, 양돈 등의 사료 사업을 펼치고 있으며, 종돈 사업도 합작투자를 통해 진출했다. 베트남에서도 축산(양돈, 양계) 계열화 사업을 시작했다.

중국은 2003년 성도에서 사료생산을 시작했다. 심양, 청도, 천진 등 8개 도시의 총 10개 공장에서 사료를 생산 및 판매하고 있다.

필리핀은 1996년에 현지법인을 설립한 후 1997년 10월에 블라칸 공장을 준공해, 양돈, 양계, 양어 사료를 전국의 영업망을 통해 판매하고 있다. 우수한 품질 경쟁력을 바탕으로 한 지속적인 성장을 통해 필리핀 500대 기업 중 하나로 성장했다.

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	10,848	11,702	12,998	14,344	15,334
매출원가	8,770	9,258	10,092	11,136	11,905
매출총이익	2,078	2,443	2,906	3,208	3,429
판매비와관리비	1,733	1,863	2,077	2,276	2,369
영업이익	345	580	829	932	1,061
영업이익률	3.2	5.0	6.4	6.5	6.9
EBITDA	727	1,028	1,264	1,384	1,538
영업외손익	-219	-337	-424	-313	-305
관계기업손익	-23	1	15	0	0
금융수익	403	180	251	185	183
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-422	-410	-546	-398	-388
외환관련손실	197	169	0	0	0
기타	-177	-108	-144	-100	-100
법인세비용차감전순손익	127	243	405	618	756
법인세비용	-56	-105	-132	-204	-250
계속사업순손익	71	138	274	414	507
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	138	274	414	507
당기순이익률	0.7	1.2	2.1	2.9	3.3
비재배지분순이익	-46	46	56	83	91
재배지분순이익	117	92	218	331	415
매도가능금융자산평가	-11	3	-4	0	0
기타포괄이익	-3	-2	4	0	0
포괄순이익	-73	150	281	414	507
비재배지분포괄이익	-65	30	59	83	101
재배지분포괄이익	-8	121	222	331	406

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	8,970	7,000	16,812	25,674	32,244
PER	30.9	43.8	21.9	14.4	11.4
BPS	199,891	206,344	219,643	240,563	267,069
PBR	1.4	1.5	1.7	1.5	1.4
EBITDAPS	55,507	78,374	96,124	105,168	116,859
EV/EBITDA	14.9	11.1	9.7	8.9	8.0
SPS	752,159	810,471	897,879	990,241	1,058,591
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
CFPS	47,880	67,297	70,556	87,479	98,099
DPS	1,800	2,000	2,000	2,250	2,500

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	9.8	7.9	11.1	10.4	6.9
영업이익 증가율	-43.9	67.9	42.9	12.4	13.9
순이익 증가율	-77.1	94.0	98.6	51.3	22.3
수익성					
ROIC	2.1	3.3	5.5	6.0	6.6
ROA	2.7	4.4	6.2	6.8	7.5
ROE	4.0	3.1	7.1	9.9	11.3
안정성					
부채비율	170.2	170.4	156.4	142.5	121.8
순차입금비율	107.6	104.9	94.7	83.5	71.4
이자보상배율	1.8	2.9	4.3	4.7	5.7

자료: CJ제일제당, 대신증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	3,705	3,973	3,986	4,224	4,128
현금및현금성자산	432	436	459	551	336
매출채권 및 기타채권	1,639	1,876	1,982	2,108	2,219
재고자산	1,007	1,066	1,083	1,195	1,278
기타유동자산	627	596	462	370	296
비유동자산	9,299	9,409	9,542	9,788	10,101
유형자산	6,254	6,384	6,464	6,656	6,920
관계기업투자금	92	144	198	252	307
기타비유동자산	2,953	2,881	2,879	2,880	2,874
자산총계	13,004	13,383	13,528	14,012	14,229
유동부채	3,709	4,122	4,413	4,450	4,039
매입채무 및 기타채무	1,292	1,432	1,469	1,559	1,625
차입금	1,520	1,568	1,501	1,501	1,501
유동성채무	650	895	1,236	1,201	740
기타유동부채	248	227	207	190	174
비유동부채	4,483	4,310	3,838	3,783	3,775
차입금	3,612	3,412	2,915	2,834	2,800
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	871	899	923	949	975
부채총계	8,192	8,433	8,251	8,233	7,814
자배지분	2,884	2,985	3,182	3,485	3,869
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	900	914	914	914	914
이익잉여금	2,143	2,187	2,377	2,680	3,064
기타지분변동	-231	-189	-182	-182	-182
비재배지분	1,929	1,965	2,094	2,294	2,547
자본총계	4,813	4,950	5,276	5,779	6,415
순차입금	5,179	5,192	4,996	4,827	4,578

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	591	689	636	745	885
당기순이익	71	138	274	414	507
비현금항목의 가감	619	834	748	853	914
감가상각비	381	448	435	452	477
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	238	386	313	401	437
자산부채의 증감	-40	-151	-96	-145	-122
기타현금흐름	-60	-132	-289	-377	-414
투자활동 현금흐름	-769	-537	-417	-557	-664
투자자산	314	-76	-54	-54	-54
유형자산	-1,015	-437	-433	-563	-663
기타	-68	-24	71	61	53
재무활동 현금흐름	61	-141	-398	-290	-674
단기차입금	-194	67	-67	0	0
사채	419	294	-411	-21	0
장기차입금	416	111	-86	-60	-34
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-37	-37	-28	-28	-32
기타	-543	-576	195	-181	-608
현금의 증감	-125	4	23	92	-215
기초 현금	557	432	436	459	551
기말 현금	432	436	459	551	336
NOPLAT	194	329	560	624	711
FCF	-619	246	475	426	438

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박신애)

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ제일제당(097950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20151129)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	84.0%	14.8%	1.2%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상