

# 음식료

Overweight  
(Maintain)

2016. 1. 12

## 아미노산: 라이신 현황 개선 가능한가

중국 라이신 Spot 가격이 바닥에서 20% 정도 상승하였다. 이번 가격 반등은 올해 1분기 실적부터 반영될 것으로 기대된다. 그렇다면, 이러한 추세는 지속될 수 있을까? 본 보고서에서는 중국 라이신 수요의 구조적 증가 요인을 명확히 하고, 중국 시장의 초과공급이 해소될 수 있는지 점검해보고자 한다. 공급 사이드의 펀더멘털이 서서히 회복되는 가운데, 수요는 생각보다 기저가 낮은 편이다. 2016년의 라이신 현황이 전년대비 개선될 가능성에 투자할 때라고 판단된다.



음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### I. 결론 및 투자전략 3

- > 라이신 시황 개선 기대 3
  - >> 라이신 시황 전망
  - >> 초과공급 해소의 조건
- > 투자전략 4
  - >> 라이신 시황 개선에 초점을 맞출 때!

### II. 라이신 수요 현황 분석 및 전망 5

- > 라이신 수요량은 왜 증가하는가? 5
  - >> 돼지고기 증장기 소비 추이 분석
  - >> 라이신 고성장의 구조적 요인: "중국 축산업의 현대화"
- > 중국 축산업 현대화 동향 (양돈업을 중심으로) 8
  - >> 국가별 축산업 현대화 정도 비교
  - >> 중국 축산업 현대화 동향
- > 중국 라이신 수요 증가율 회복 기대 12

### III. 라이신 공급 현황 분석 및 전망 13

- > 중국 시장은 공급 과잉 상황 13
- > 공급과잉 상황 완화 추정 14
  - >> 아미노산 포트폴리오 다각화 및 대형화
  - >> 사업 포트폴리오 안정성
  - >> 라이신 제조업체 수의 변화 및 향후 전망

### 기업분석 19

- > CJ제일제당(097950) 20
- > 대상(001680) 24

## 라이신 시황 개선 가능한가

### >>> 라이신 가격, 저점에서 20% 반등

중국 라이신 Spot 가격은 지난해 11월 2일 7.3위안/kg 을 바닥으로 횡보세를 보이다가, 1월 8일 기준으로 8.7위안/kg까지 상승하였다(Bottom에서 20% 상승). 중국 라이신 가격의 방향성이 변화를 보이면서, Daily Price는 단 한번의 하락 없이, 지금까지 꾸준한 상승세를 기록하였다.

### >>> 중국 라이신 초과공급 완화 기대

2016년 중국 라이신의 초과공급 정도는 전년동기 대비 축소 가능할 것으로 기대된다. 그 이유는, 1) 2015년 중국 라이신 수요의 낮은 기저와 2) 라이신 제조업체 수가 감소할 가능성 때문이다. 2014년 이후, 중국 돼지사육두수는 영세농가 위주로 감축되어서 수요의 기저가 낮고, 라이신 제조업체 간의 총원가 경쟁력의 격차가 확대되면서 글로벌 라이신 제조업체 수도 2013년을 정점으로 하락하는 추세이다. 따라서, 글로벌 라이신 시황이 개선되면서, CJ제일제당과 대상의 전사 수익성 개선이 가능할 것으로 기대된다.

### >>> 라이신 시황 개선을 기대할 때 !

위의 두 가지 가능성을 통해, 글로벌 라이신 시황 개선을 기대하며, 이에 대한 투자전략 수립이 요구되는 시점으로 판단된다. 라이신 시황 개선은 국내 음식료 업체 중에서 CJ제일제당과 대상의 전사 영업이익률을 큰 폭으로 개선시킬 수 있다. 두 회사 모두 라이신 가격에 대해 비슷한 실적 민감도를 보일 것으로 예상되는 가운데, 가공식품의 구조적 이익 확대가 예상되는 CJ제일제당을 최선호주로, 주력제품 점유율 회복과 자회사 수익성 개선이 기대되는 대상을 차선호주로 제시한다.

- > 당사는 1월 11일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# I. 결론 및 투자전략

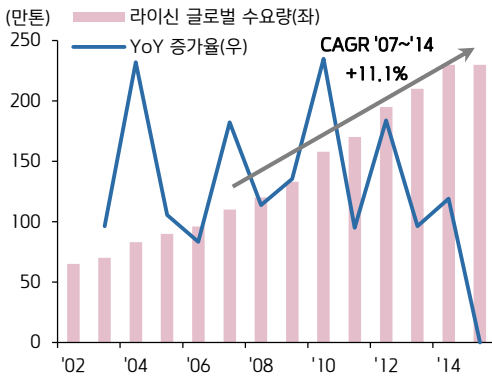
## >>> 라이신 시황 개선 기대

### 라이신 시황 전망

2016년 중국 라이신 시황 개선에 따른 글로벌 라이신 시황 개선을 기대한다. 따라서, CJ제일제당과 대 상 라이신 사업의 2016년도 수익성은 전년 대비 개선이 가능할 것으로 판단된다.

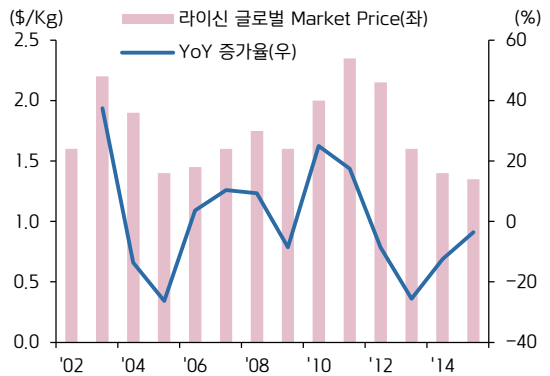
글로벌 라이신 시황 개선에 필요한 가장 중요한 전제는 중국 라이신 시장의 초과공급 해소로 판단된다. 그 이유는, 2011년 7월 중국 라이신 가격이 20.3위안/kg까지 상승한 후에, 1) CJ제일제당, GBT, 매화 등 기존 업체의 Capa 증설과 2) 신규 업체들의 시장 진입이 이어지면서, 중국 라이신 가격이 하락하고 업체들의 수익성이 악화되었기 때문이다. 또한, 이러한 초과공급으로 인해 중국에서 유럽으로 수출되는 라이신 물량이 증가하면서, 글로벌 라이신 가격도 하락하게 되었다. 따라서, 중국 라이신 시장의 초과공급이 해소되어야 글로벌 라이신 시황이 개선될 수 있다.

### 글로벌 라이신 수요량 추이



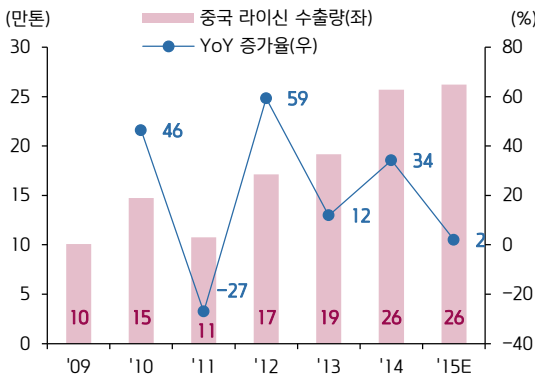
자료: Ajinomoto, 키움증권 리서치

### 라이신 글로벌 Market Price 추이



자료: Ajinomoto, 키움증권 리서치

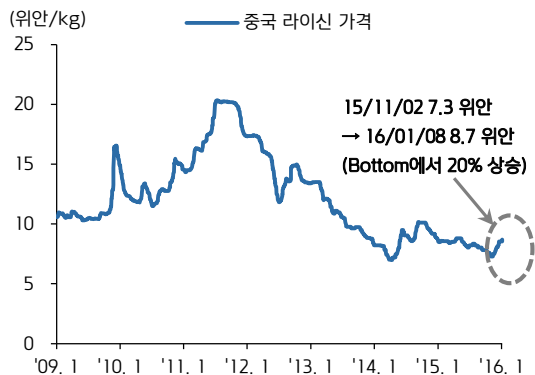
### 중국 연도별 라이신 수출량 추이



자료: 중국해관총서, Wind, 키움증권 리서치

주: 1) 2015년은 1월 ~ 11월 월평균 수출량을 연간으로 환산한 값

### 중국 라이신 가격 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치



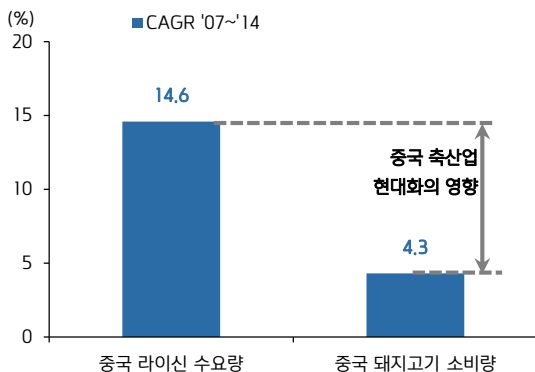
## 초과공급 해소의 조건

중국 라이신 시장의 초과공급이 해소되기 위해, 가장 중요한 두 가지 조건은 다음과 같다.

**첫째, 수요가 살아나야 한다.** 중국 라이신 수요는 축산업이 현대화 되면서 구조적인 성장이 나오고 있다. 하지만, 최근 중국 내 돼지사육두수가 2014년말대비 -10% 정도 감소하면서, 라이신 수요가 약할 수밖에 없는 환경이었다(과거에는 중국 내 돼지고기 소비량이 연평균 +4% 정도 증가). 일반 소비재의 관점에서 본다면, 인구가 줄어든 것이기 때문이다. **하지만, 돼지고기 소비가 구조적으로 하락하지 않는 이상, 이와 같은 사육두수 감소가 지속적으로 일어나기는 어렵다.** 따라서, 2016년 중국 라이신 수요의 성장성은 2015년을 저점으로 회복 가능하다고 판단되며, 10% 이상의 수요 증가율이 기대된다.

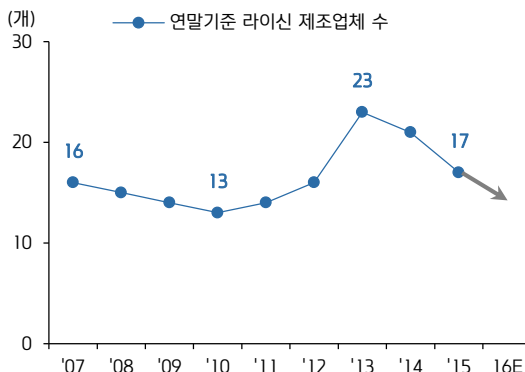
**둘째, 라이신 제조업체 수가 감소해야 한다.** 라이신 제조업체 수의 감소는 시장 조직이 과점화 되는 것을 의미한다. 시장 조직의 과점화를 위해서는 시장에 참여하고 있는 업체들의 **총원가 경쟁력에 격차가 생겨야 한다.** 원재료 조달비용에 큰 차이가 없다고 가정한다면, 1) 아미노산 포트폴리오 다각화와 대형화, 2) 전사 사업 포트폴리오 다변화, 3) 지속적인 R&D를 통한 군주의 경쟁력 확보를 통해 총원가 경쟁력에 격차가 생길 수 있다고 판단된다. 위의 3가지 측면에서 중국 내 라이신 업체 간에 차이가 만들어지고 있기 때문에, 시간이 갈수록 총원가 경쟁력의 격차가 확대될 것으로 판단된다. **현재, 글로벌 라이신 제조업체 수는 17개사로 추정되며, 2013년에 23개사로 정점을 보인 후, 하락하고 있는 추세로 추정된다.**

중국 라이신 수요량 vs 돼지고기 소비량 CAGR



자료: CJ제일제당, 중국사료공업협회, USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 라이신 제조업체 수 추이



자료: Feedtrade, 키움증권 리서치

## >>> 투자전략

### 라이신 시장 개선에 초점을 맞출 때 !

**앞에서 언급한 두 가지 조건 중에 최소 한 가지 조건을 만족한다면, 글로벌 라이신 시장 개선 가능성은 높다고 볼 수 있다.** 첫번째 조건의 충족 가시성은 2015년의 중국 돼지사육두수의 낮은 기저 때문에 상대적으로 높다고 판단되며, 두번째 조건은 기존 시장 참여자의 사업 의지와 시장의 변동성에 따라 속도가 달라질 것으로 판단되나, 펀더멘털의 개선은 지속적으로 일어날 것으로 예상된다.

**이러한 라이신 시장의 개선은 전사 실적 추정치의 가파른 상향을 가져올 수 있기 때문에, CJ제일제당을 업종 내 Top Pick으로 추천한다.**

## II. 라이신 수요 현황 분석 및 전망

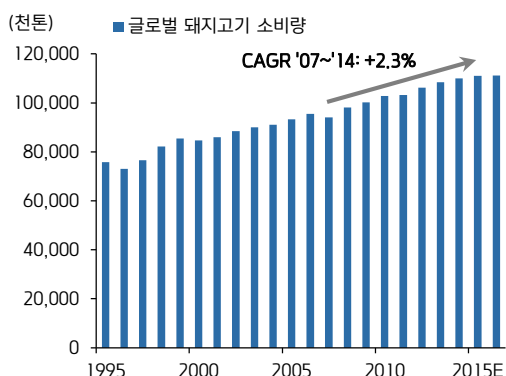
### >>> 라이신 수요량은 왜 증가하는가?

#### 돼지고기 중장기 소비 추이 분석

USDA 데이터에 따르면, 글로벌 돼지고기 소비량은 연평균 +2.3% 정도 성장하고 있는 것으로 추정된다. 특히, 중국의 소비 비중이 꾸준히 늘어나고 있는데, 중국 소비량의 연평균 성장률은 +4.3% 수준으로 추정된다.

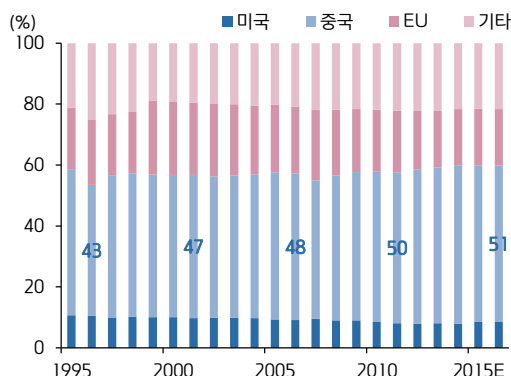
반면, 글로벌 라이신 수요의 연평균 성장률은 +11.1% 수준으로 추정되고, 중국 라이신 수요의 연평균 성장률은 +14.6%로 추정된다. 이를 통해, 라이신 수요의 증가율은 돼지고기 소비 증가율과 상당한 차이가 있음을 알 수 있으며, 라이신 수요 증가에 영향을 미치는 다른 구조적인 요인을 통해 10%pt 의 수요 증가율이 설명됨을 알 수 있다.

#### 글로벌 돼지고기 소비량 추이



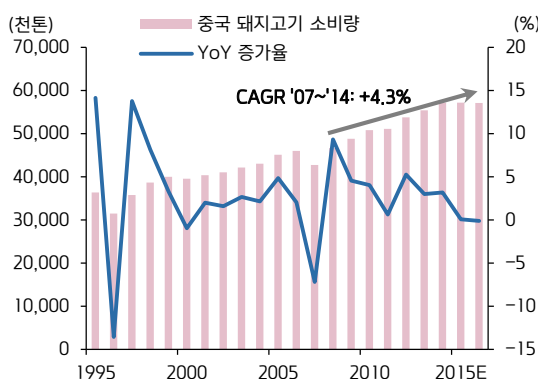
자료: USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 지역별 돼지고기 소비량 비중 추이



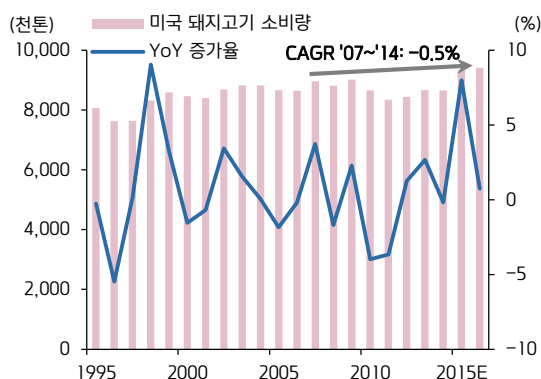
자료: USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 중국 돼지고기 소비량 추이



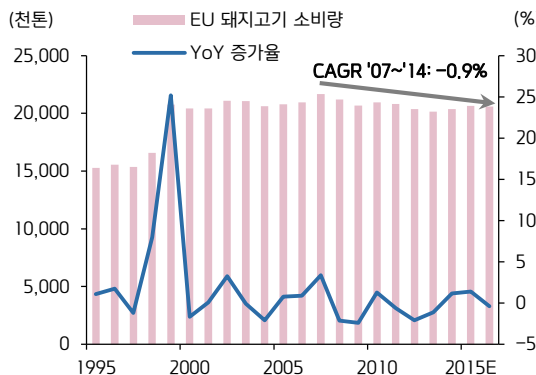
자료: USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 미국 돼지고기 소비량 추이



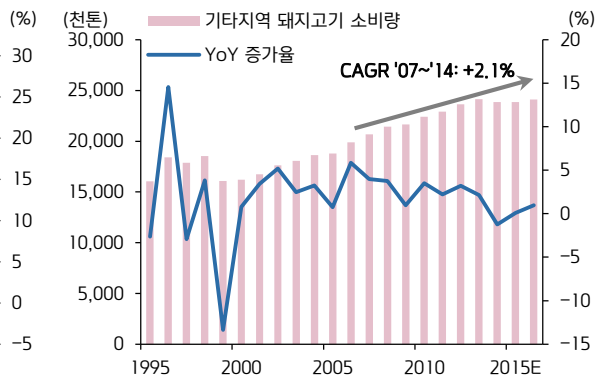
자료: USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

### EU 돼지고기 소비량 추이



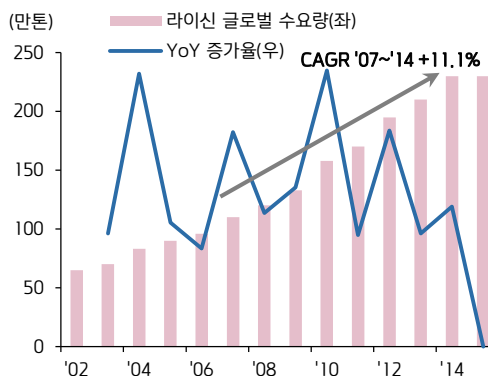
자료: USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 기타지역 돼지고기 소비량 추이



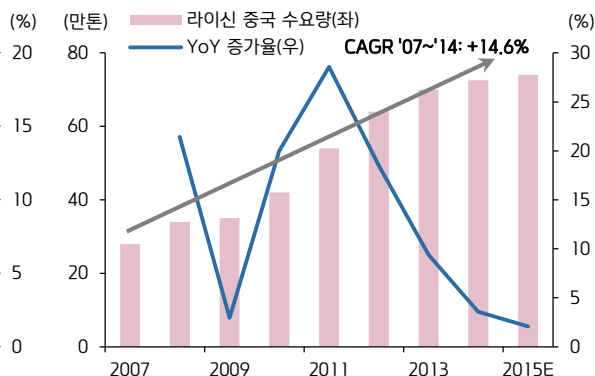
자료: USDA, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 글로벌 라이신 수요량 추이



자료: Ajinomoto, 키움증권 리서치

### 중국 라이신 수요량 추이



자료: 중국사료공업협회, C제일제당, 키움증권 리서치

## 라이신 고성장의 구조적 요인: “중국 축산업의 현대화”

라이신 고성장의 구조적 요인은 육류 소비 증가 보다는, 중국 축산업의 현대화에 기인한다. 중국 축산업(양돈업)은 1) 영세 농가 비중이 높고, 2) 배합사료 보다는 잔반사육을 하는 비중이 상대적으로 높은 편이어서, 양돈 농가의 생산성이 낮은 편이다. 중국 정부는 낮은 생산성이라는 문제를 직시하고, 양돈 농가의 생산성을 올리기 위한 정책을 추진하고 있다. 중국 농업부의 “전국 축산업 발전 제12차 5개년 계획”(이하 “12.5 계획”)에 따르면, 정부는 1) 양돈 농가의 대형화, 2) 배합사료 사용의 확대, 3) 대형 사료 생산 기업 육성 등을 추진하고 있다.

중국 정부는 “12.5 계획”을 통해 축산업의 규모화, 표준화, 산업화 수준을 제고하고자 하며, 이러한 기조는 지속적으로 유지될 가능성이 높다고 판단된다. 라이신의 구조적 성장과 관련된 부분을 몇 가지 요약해보면 다음과 같다.

첫째, 축산업의 산업화 수준을 제고하고자 한다. 2015년까지 가축/가금의 규모화 사육 비중을 2010년 대비 10~15%pt 향상시켜서, 젖소는 38%, 돼지는 50%까지 확대한다. 이러한 규모화 사육의 확대는 농가의 대형화를 통해 생산성을 향상시키는데 의의가 있다고 판단된다.



**둘째, 사료공업의 안정적 발전을 도모한다.** 2015년까지 농축사료, 프리믹스 사료를 제외한 배합사료의 생산량을 2억톤까지 확대하고, 연간 생산량 50만톤 이상인 사료생산기업을 50여개 육성한다. 이를 통해, 사료의 원가와 곡물가 시황에 대한 변동성을 낮추고, 잔반사육 비중을 축소시키는데 의의가 있다고 판단된다.

**셋째, 축산업의 기술수준을 제고한다.** 2015년까지 선진 축산기술의 도입 및 응용 비율을 제고하고, 돼지사육두수 대비 출하두수의 비율을 140% 이상으로 유지한다. 2012년을 기점으로 해당 목표 비율의 달성에 성공한 것으로 추정되지만, 여전히 미국과 EU에 비하면 낮은 수치이다. 향후, 중국 돼지사육두수의 전체 규모로 봤을 때, 미국과 EU 보다 더 높은 수치를 기록하는 것이 논리적으로 타당하다고 판단된다.

#### 중국 농업부의 "전국 축산업 발전 제12차 5개년 계획"(2011~2015년)

세부 발전 목표	내용
1) 축산물 공급 능력 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>축산물 수요 증가에 대응</li> <li>농업생산액에서 축산업이 차지하는 비중을 2010년 30%에서 2015년 36% 수준으로 제고</li> </ul>
2) 축산물 품질안전 수준 제고	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년까지 사료제품의 품질합격률 95% 이상</li> <li>사용이 금지된 첨가물의 검출률은 0.1% 이하로 통제</li> </ul>
3) 축산업의 산업화 수준 제고	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년까지 가축/가금의 규모화 사육 비중을 2010년 대비 10~15%pt 향상</li> <li>젖소 100마리 이상 사육하거나 돼지 출하두수 500마리 이상인 규모화 사육의 비중을 각각 38%, 50%까지 확대</li> </ul>
4) 사료공업의 안정적 발전	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년까지 배합사료 생산량을 2억톤으로 확대</li> <li>연간 생산량 50만톤 이상인 사료생산기업 50여개 육성 → 전국 사료생산량의 50%이상 담당 목표</li> </ul>
5) 초지 생태환경 개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>초지의 도급 및 기본초지 구획작업 완료</li> <li>초지와 가축의 균형을 초보적인 수준에서 실현</li> <li>전국적으로 40%의 초지에 대해 방목 전면금지, 일정기간 방목금지, 지역순환 방목 실시</li> </ul>
6) 축산업의 기술수준 제고	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년까지 선진 축산기술의 도입 및 응용 비율 제고</li> <li>돼지사육두수 대비 출하두수의 비율은 140% 이상으로 유지</li> </ul>

자료: 중국 농업부, 농촌경제연구원, 키움증권 리서치

#### 잔반사육 vs 배합사료사육

잔반사육	<ul style="list-style-type: none"> <li>돼지(개체)가 먹는 식사에서 사람이 먹고 남은 음식물 찌꺼기의 비중이 높은 형태</li> <li>사육 중 10% 정도가 잔반의 적정 급여수준으로 알려져 있음</li> </ul>
배합사료사육	<ul style="list-style-type: none"> <li>돼지(개체)가 먹는 식사가 사양표준에 따라 적정한 비율로 배합 또는 가공된 사료의 비중이 높음</li> <li>축산 농가가 사료회사에 급여에 대한 많은 부분을 의존</li> </ul>
잔반사육의 문제점	<ul style="list-style-type: none"> <li>고기에서 버린 냄새가 나고, 육질 또한 딱딱함</li> <li>도체 무게 대비 실제 지육 생산성 낮음</li> <li>각종 전염병에 노출될 가능성이 높음</li> <li>육질이 안 좋기 때문에, 시장 평균 경락가격을 낮추는 역할을 함</li> </ul>

자료: 키움증권 리서치

## >>> 중국 축산업 현대화 동향 (양돈업을 중심으로)

### 국가별 축산업 현대화 정도 비교

그렇다면, 중국 축산업의 현대화 수준은 어느 정도일까? 미국, 중국, EU의 라이신 수요량, 양돈사료 생산량, 돼지 사육의 생산성을 비교했을 때, 중국의 축산업은 상대적으로 낙후된 상황으로 판단된다.

첫째, 양돈사료 생산량 대비 라이신 수요량의 비율이 낮다. '12~'14년 평균기준으로, 미국과 EU 모두 1.2~1.6%의 비율을 보이고 있는 반면에, 중국은 0.86% 수준에 머무르고 있다. 상대적으로 사료에 첨가되는 라이신의 비중이 낮음을 의미한다.

둘째, 돼지사육두수 규모에 비해 양돈사료 생산량이 적은 편이다. '12~'14년 평균기준으로, 미국과 EU 모두 돼지 1두당 300kg 이상의 사료를 섭취하는 반면에, 중국은 돼지 1두당 170kg 수준에 머무르고 있다. 이는 중국 양돈농가들의 잔반사육 비중이 높음을 의미한다. 따라서, 위의 두 가지를 종합해보면, 돼지사육두수 규모에 비해 중국의 라이신 사용량은 미국의 25%, EU의 35% 수준에 머무르고 있는 것으로 추정된다.

이처럼 1) 높은 잔반사육 비중과, 2) 상대적으로 낮은 사료첨가제의 사용으로 인해, 중국 양돈 농가의 생산성은 낮은 것으로 판단된다. 돼지사육두수 대비 돼지도축두수의 비율을 비교해 보면, '12~'14년 평균기준으로 미국과 EU는 170% 수준을 기록했지만, 중국은 150% 수준에 불과하다. 따라서, 중국 라이신 수요의 성장 잠재력은 여전히 높은 수준으로 판단된다.

### 국가별 축산업 현대화 지표 비교 (단위: 백만톤, 백만두, %)

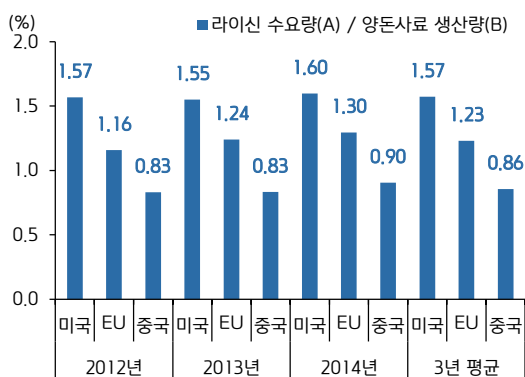
지역	2012 년			2013 년			2014 년			3 년 평균		
	미국	EU	중국	미국	EU	중국	미국	EU	중국	미국	EU	중국
라이신 수요량 (A) (천톤)	370	580	640	390	610	700	410	630	725	390	607	688
양돈사료 생산량 (B)	24	50	77	25	49	84	26	49	80	25	49	80
연평균 돼지사육두수 (C)	66	148	472	65	147	475	66	147	470	66	147	472
연간 돼지도축두수 (D)	113	253	698	112	251	720	107	253	735	111	252	718
(E) = (A) / (B) (%)	1.57	1.16	0.83	1.55	1.24	0.83	1.60	1.30	0.90	1.57	1.23	0.86
(F) = (B) / (C) (Kg/두)	356	338	163	384	336	177	387	330	171	376	335	170
(G) = (A) / (C) (Kg/두)	0.56	0.39	0.14	0.60	0.42	0.15	0.62	0.43	0.15	0.59	0.41	0.15
(H) = (D) / (C) (%)	171	170	148	171	171	151	161	172	156	168	171	152

자료: C/제일제당, IFIF, USDA, Eurostat, FEFAC, 중국 국가통계국, 중국사료공업협회, 키움증권 리서치

주: 1) 연평균 돼지사육두수는 "(연초 사육두수 + 연말 사육두수) / 2" 로 산출

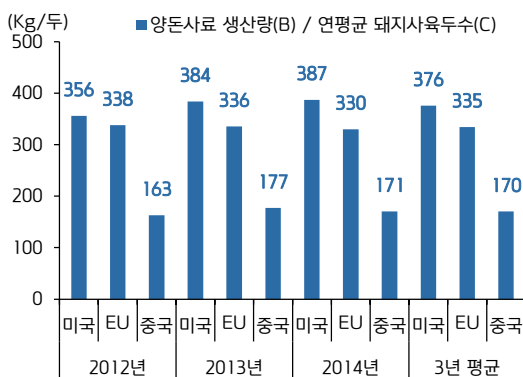


국가별 비교 1(라이신 수요량/양돈사료 생산량) (E)



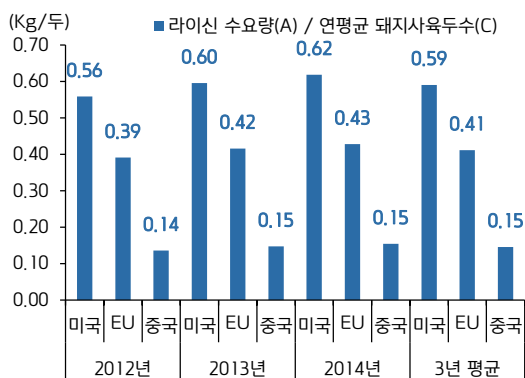
자료: C제일제당, IFIF, USDA, Eurostat, FEFAC, 중국 국가통계국, 중국사료공업협회, 키움증권 리서치

국가별 비교 2(양돈사료 생산량/연평균 돼지사육두수) (F)



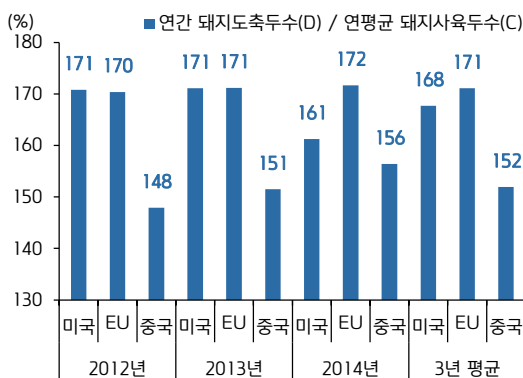
자료: IFIF, USDA, Eurostat, FEFAC, 중국 국가통계국, 중국사료공업협회, 키움증권 리서치

국가별 비교 3(라이신 수요량/연평균 돼지사육두수) (G)



자료: C제일제당, USDA, Eurostat, 중국 국가통계국, 중국사료공업협회, 키움증권 리서치

국가별 비교 4(연간 돼지도축두수/연평균 돼지사육두수) (H)



자료: USDA, Eurostat, 중국 국가통계국, 키움증권 리서치

## 중국 축산업 현대화 동향

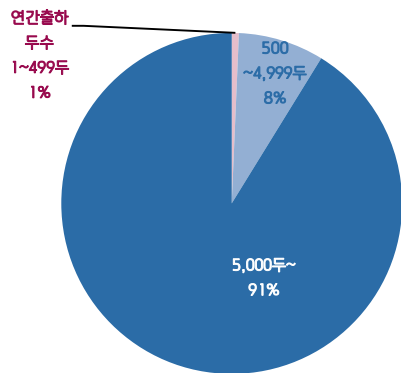
그렇다면, 라이신 구조적 고성장의 핵심 동인인 중국 축산업의 현대화는 지속되고 있을까?

**첫째, 양돈농가의 규모화가 지속되고 있다.** 중국 농업부는 연간 출하두수가 500두 이상인 양돈농가를 규모화 사육 농가로 정의하고 있다. 이러한 규모화 사육 농가가 전체 출하두수에서 차지하는 비중(이하 “규모화 비중”)은 2012년 기준 39% 수준으로, 미국과 EU에 비해 현저히 낮은 상황이다. 하지만, 이러한 규모화 비중은 꾸준히 개선되고 있으며, 2015년에는 50% 수준에 이를 것으로 예상되고 있다. 중국에서 최근 돼지사육두수가 많이 감소하였는데, 많은 부분이 영세농가에서 이뤄졌을 가능성이 높은 것으로 추정된다.

**둘째, 배합사료의 생산이 지속 확대되고 있다.** 중국 농업부가 제시한 세부 발전 목표 수준인 연간 배합 사료 생산량 2억톤에는 미치지 못하지만, 그 비중이 지속적으로 확대되어, 2014년에 1.7억톤 내외의 배합사료가 생산되었다. **라이신은 가격이 비싸지만, 필수아미노산으로 체내에서 합성되지 않기 때문에, 배합사료 품질의 중요한 지표 중에 하나다.** 또한, 배합사료는 사료회사 입장에서 양돈 농가에게 Full service를 제공하는 것을 의미하기 때문에, 사료회사에 대한 양돈 농가의 의존도가 상승함을 의미한다. 따라서, 배합사료의 비중 확대는 라이신 수요의 성장에 매우 긍정적이다.

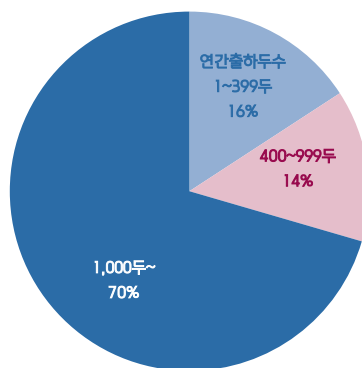
셋째, 사료회사의 대형화가 지속되고 있다. 매출액 500만원 이상의 중국 사료회사의 수가 지속적으로 늘어나고 있으며, 2014년에는 중국 농업부의 재허가 캠페인으로 인해 전체 사료회사 중 30%에 달하는 업체가 폐업이 되었다. 이를 통해 사료회사의 대형화가 이뤄지고 있음을 간접적으로 알 수 있다. 사료회사가 대형화 되면, 사료의 원가경쟁력과 공급의 안정성이 개선된다는 측면에서, 라이신 수요 성장에 긍정적인 영향을 미치게 된다.

미국 농가 규모별 돼지 출하두수 비중(2012년)



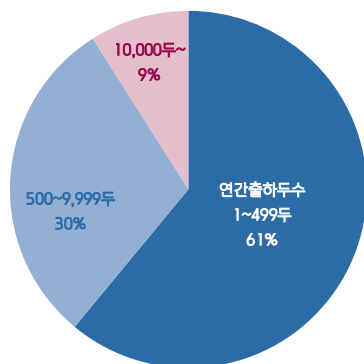
자료: USDA, 키움증권 리서치

EU 농가 규모별 돼지 출하두수 비중(2010년)



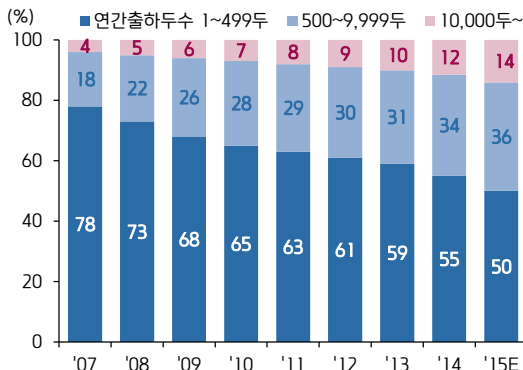
자료: Eurostat, 키움증권 리서치

중국 농가 규모별 돼지 출하두수 비중(2012년)



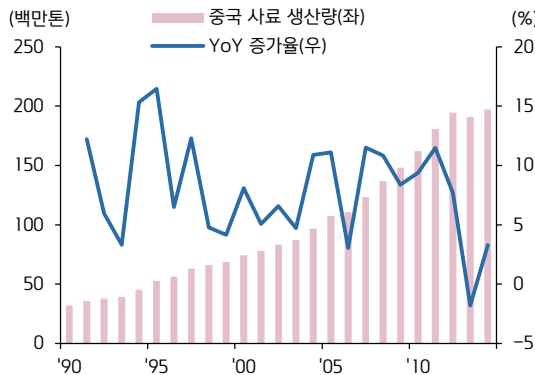
자료: 중국 농업부, 중국사료공업협회, 농촌경제연구원, 키움증권 리서치

중국 농가 규모별 돼지 출하두수 비중 추이



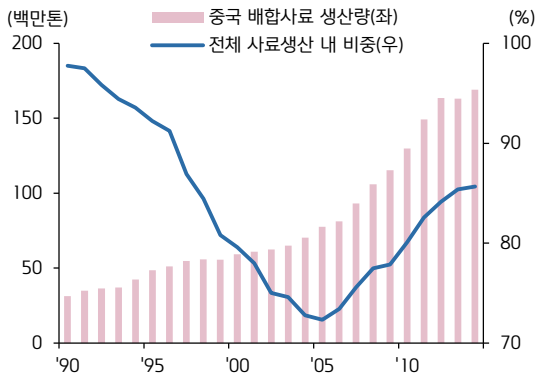
자료: 중국 농업부, 중국사료공업협회, 농촌경제연구원, 키움증권 리서치

중국 사료 생산량 추이



자료: 중국 농업부, 중국사료공업협회, 농촌경제연구원, 키움증권 리서치

중국 배합사료 생산량 추이



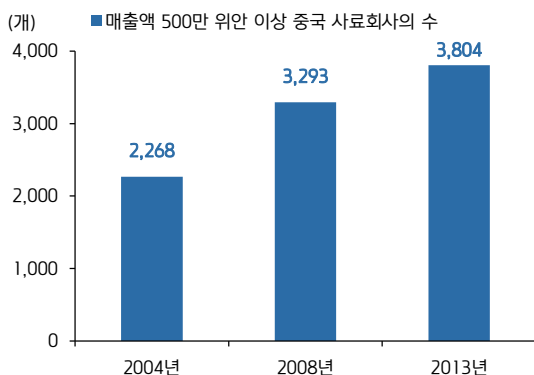
자료: 중국 농업부, 중국사료공업협회, 농촌경제연구원, 키움증권 리서치

## 사료의 주요 유형

구분	의미
배합사료(Complete Feed)	<ul style="list-style-type: none"> <li>사양표준에 따라 영양분, 성장촉진제, 질병예방제 등이 적정한 비율로 배합 또는 가공된 사료</li> <li>사료회사가 축산 농가에게 가장 높은 수준의 서비스를 제공하는 형태</li> </ul>
농축사료(Concentrated Feed)	<ul style="list-style-type: none"> <li>가축의 성장 효율을 높이기 위한 단백질과 가용무질소물의 함량이 높음</li> <li>곡물을 직접 조달하는 농가에서 부족한 영양분을 채우기 위해 필요한 사료로 이용됨</li> </ul>
프리믹스사료(Premix Feed)	<ul style="list-style-type: none"> <li>비타민제, 미량광물질류(칼슘, 인)를 주원료로 하여, 보조사료와 부형제를 혼합하여 균질화한 것</li> <li>곡물을 직접 조달하는 농가에서 미세한 성분을 채우기 위해 필요한 사료로 이용됨</li> </ul>

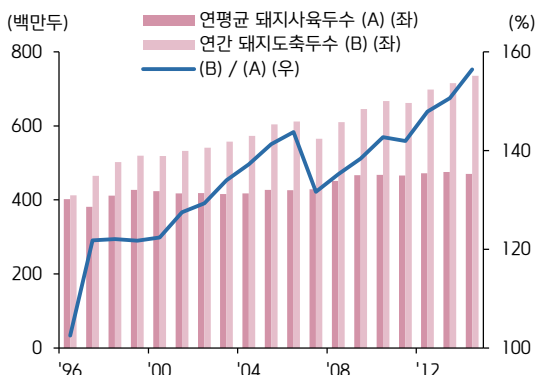
자료: 키움증권 리서치

## 중국 사료회사 대형화 진행 중



자료: USDA, 중국 국가통계국, 키움증권 리서치

## 중국 돼지사육두수 대비 도축두수의 추이



자료: 중국 국가통계국, 키움증권 리서치

주: 1) 연평균 돼지사육두수는 (연초 사육두수 + 연말 사육두수) / 2 로 산출

## 중국 사료산업 발달 과정

연도	내용
1974-75	● 베이징과 상하이에 최초로 근대식 사료 공장 건설
1978	● 상무부가 사료과를 신설하고 1980년까지 143 개의 사료공장이 건설됨. 농업부와 상업과 그리고 농촌들 또 한 사료공장을 건설함.
1979	● Charoen Pokphand(중국에선 Zhengda)와 Continental Grain 이 중국에서 사료제분 및 가축 사육을 허가 받은 최초의 외국회사가 됨
1982	● 중국 공산당 지도자 덩샤오핑이 사료공업을 핵심 산업 중 하나로 지지함
1984	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 정부가 사료산업 Capa 를 100 만톤에서 2000 만톤으로 확장하는 계획 초안을 작성</li> <li>● 지원방안으로 은행대출 특별 배정 및 VAT, 법인세에 대한 면세, 원료와 장비 수입에 대한 관세 축소 및 보조금 지원 포함</li> <li>● 정부는 7 번째 5 개년 계획에서 사료산업 예산으로 15 억 위안 배정</li> </ul>
1989	● 중국 정부는 "채소바구니 프로젝트"를 시행해 지방 정부들이 도시에 공급하기 위한 육류와 사료의 생산성을 개발토록 함
1990-99	● 중국 내 곡물시장이 자율화됨에 따라 개인 사료공장들의 확산 시작
1995	● 콩가루, 어분, 주정박에 대한 관세 축소와 함께 해당 품목들의 수입이 쿼터 및 VAT 항목에서 제외됨
2001	<ul style="list-style-type: none"> <li>● WTO 의 가입으로 사료산업에 투자의 물결을 촉진시켰으며 수입장벽과 지역간 교역과 투자에 대한 제한사항들을 낮춤</li> <li>● 곡물에 대한 관세율할당(저율관세수입물량)이 유지되는 가운데 대두에 대해서는 수입 쿼터 없이 관세 3%로 정함</li> </ul>
2005	● New Hope Group 이 Liuhe Group 의 지배지분을 취득하며 M&A 의 물결의 한 획을 그음
2006-10	● 11 번째 5 개년 계획에서 축산업의 근대화에 대한 재촉구가 이루어지며 생산사료 사용이 늘어남
2007-14	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 돼지고기 폭증과 축산질병 등이 돈육 생산 프로젝트들에 대한 정부의 지원과 민간투자를 촉발시킴</li> <li>● 돈육 생산 프로젝트들에는 돈육 생산자들에 대한 사료공급에 관한 내용이 포함됨</li> </ul>
2011-12	● 돼지 및 가금류 농장에서의 사료 첨가물과 호르몬의 남용에 대한 중국 언론의 고발로 인해 가축과 사료생산의 수직계열화 및 공조가 더욱 요구되어짐.
2013-14	● 경기둔화, H7N9 (조류독감) 발발, 규제강화와 부패적결 캠페인 등으로 인해 사료산업의 성장이 정체됨.
2014	● 농업부가 사료 품질과 안전성 관리 기준을 강화하면서, 사료사업체의 30%가 재허가를 받지 못함('14 연말 사료회사의 수 7,061 개로, '13 연말 대비 3천개 정도가 인위적으로 폐업됨)

자료: USDA, 중국사료공업협회, 키움증권 리서치 정리



## >>> 중국 라이신 수요 증가율 회복 기대

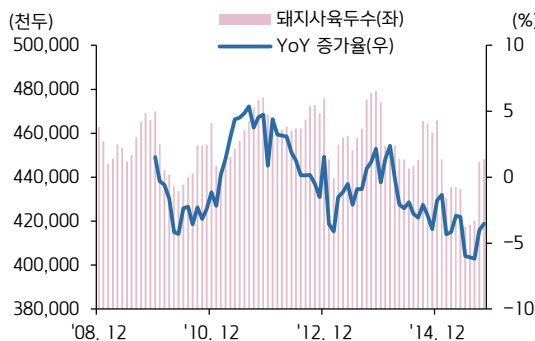
2016년 중국 라이신 수요 증가율은 2015년을 저점으로 회복되어, 10% 이상의 증가율을 시현할 수 있을 것으로 기대된다. 그 이유는, 1) 전술한 바와 같이 중국 축산업의 현대화가 지속되고, 2) 중국의 돼지사육두수가 낮은 기저에 의해 회복 가능하기 때문이다.

중국 돈육 시장 관련하여 최근에 주목해야 할 점은, 중국의 돼지사육두수가 2014년부터 감소하는 모습을 보였다는 점이다. 대내외 언론에 보도된 내용을 종합해보면, 2011년 중반 이후 지속적으로 하락한 돼지고기 가격으로 인해, 양돈 농가들의 경영이 악화되었던 것으로 추정된다. 특히, 양돈농가들이 번식 모돈을 도태하면서, 사육두수의 감소가 더욱 가파르게 진행되었으며, 2015년 6월에는 4.17억두까지 감소하였다(2014년말대비 -10% 감소). 이러한 양돈농가의 경영 악화로 인해, 영세 농가 위주로 폐업이 진행되고 있는 것으로 파악된다.

돼지사육두수의 감소는 2015년초부터 돼지고기 가격을 상승시켰지만, 라이신과 양돈사료 수요에는 악영향을 미쳤을 것으로 추정된다. 라이신과 양돈사료를 소비하는 돼지의 사육두수가 감소했기 때문이다. 이로 인해, 2014~2015년에 라이신과 양돈사료 수요가 약할 수밖에 없었던 것으로 풀이되며, 중국 라이신 시장에 악영향을 미쳤을 것으로 판단된다.

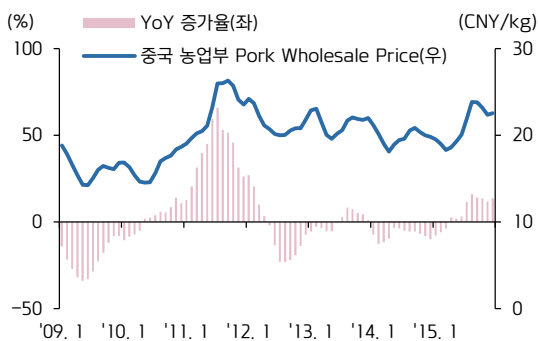
그렇다면, 이러한 돼지사육두수 감소 추세가 지속될 수 있을까? 중국인의 생활에서 돼지고기는 필수 소비재 중 하나이고, 정부 입장에서 물가관리에 중요한 품목이다. 따라서, 지속적인 돼지사육두수의 감소를 가정하기는 어렵다. 그러므로, 향후 돼지사육두수의 흐름은 현상유지 내지 소폭 회복으로 보는 것이 타당할 것이며, 이로 인해 2016년 라이신의 수요도 개선될 수 있을 것으로 판단한다.

중국 돼지사육두수 추이



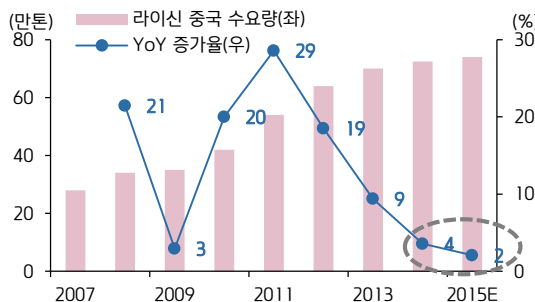
자료: 중국 농업부, CEIC, 키움증권 리서치

중국 돼지고기 가격 추이



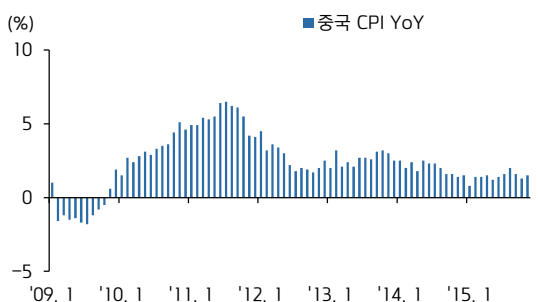
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 가격의 시계열은 월별 평균값을 사용

중국 라이신 수요량 추이



자료: 중국사료공업협회, C제일제당, 키움증권 리서치

중국 CPI YoY 증가율 추이



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 키움증권 리서치

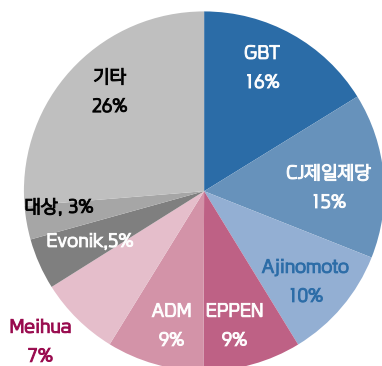
# III. 라이신 공급 현황 분석 및 전망

## >>> 중국 시장은 공급 과잉 상황

글로벌 라이신 Capa 기준 Top 3의 합산 시장점유율은 41%, Top 6의 합산 시장점유율 66%로 추정된다. 실제 판매량 기준 시장 집중도는 Capa 기준 합산 시장점유율을 상회할 것으로 추정된다. 이처럼 시장 집중도는 상대적으로 높은 편이지만, 중국 시장의 지나친 초과공급으로 인해 라이신 가격은 하락 압력을 받아왔다.

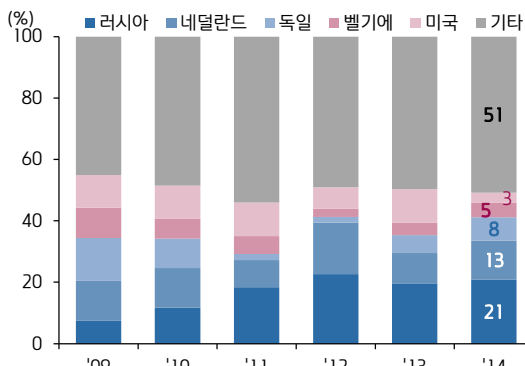
이러한 중국의 초과공급은 주로 유럽으로 수출되면서 일부 해결은 되고 있지만, 공급과잉 상황을 해소하기에는 불충분하다. 2009년에 중국에서 연간 10만톤 정도의 라이신이 수출되었으나, 2012년에는 라이신 수출량은 17만톤까지 증가하였다. 그 이후에도 수출량은 지속 증가하여 2014년부터 25만톤을 넘어섰다. 이러한 과정 속에 1) 시장에 신규 진입자가 늘어나고, 2) CJ제일제당, Meihua와 같은 플레이어들이 Cash Cow를 바탕으로 저가 공세를 취하였으며, 3) GBT를 비롯한 플레이어들의 국내 재고가 넘치게 되었다. 그 결과, 중국 라이신 Spot 가격에 추세적으로 하향 되어왔으며, 현재 중국 내 라이신 가동률은 50% 미만, Capa 기준 초과공급은 100만톤 내외로 추정되고 있다.

글로벌 라이신 Capa 현황(98.5%순도 환산 기준)



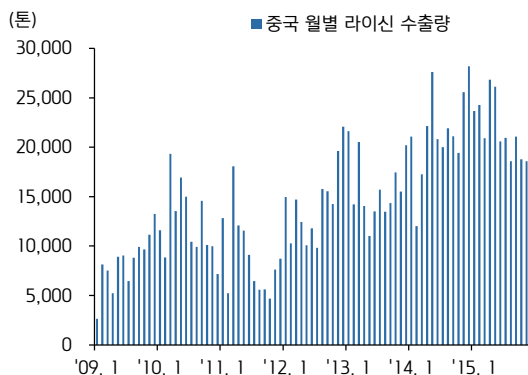
자료: 회사자료, 중국사료공업협회, 언론보도, 키움증권 리서치 추정

중국의 국가별 라이신 수출 비중



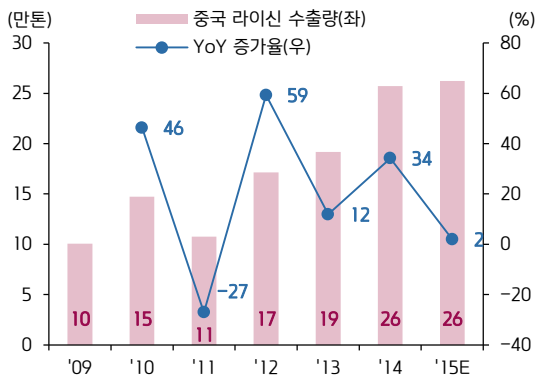
자료: 중국해관총서, Wind, 키움증권 리서치

중국 월별 라이신 수출량 추이



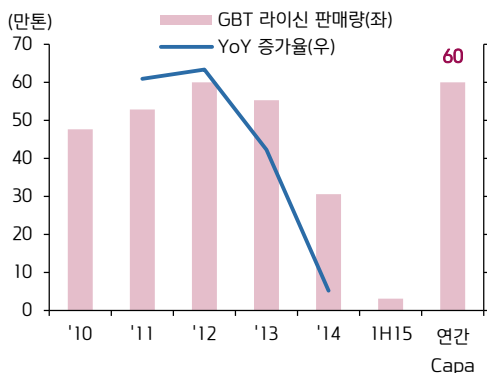
자료: 중국해관총서, Wind, 키움증권 리서치

중국 연도별 라이신 수출량 추이



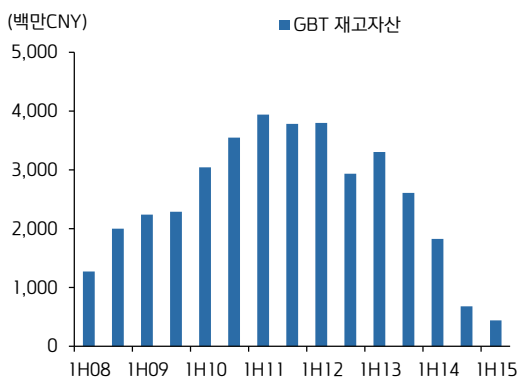
자료: 중국해관총서, Wind, 키움증권 리서치  
주: 1) 2015년은 1월 ~ 11월 월평균 수출량을 연간으로 환산한 값

GBT 라이선스 판매량 추이(98.5% 순도 환산 기준)



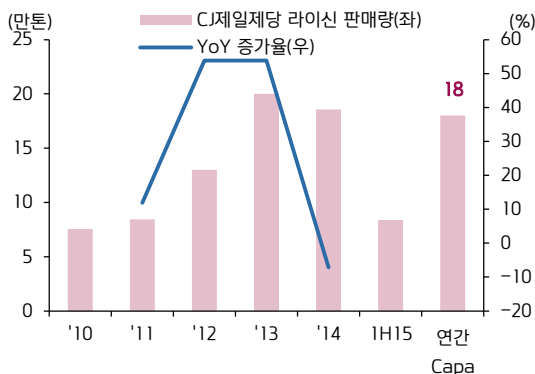
자료: GBT, 키움증권 리서치 추정

GBT 재고자산 추이



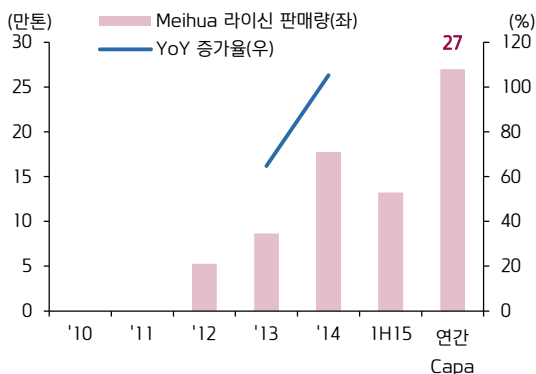
자료: GBT, Bloomberg, 키움증권 리서치

CJ제일제당 중국 라이선스 판매량 추이(98.5% 순도 환산 기준)



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치 추정

Meihua 라이선스 판매량 추이(98.5% 순도 환산 기준)



자료: Meihua, 키움증권 리서치 추정

## >>> 공급과잉 상황 완화 추정

기본적으로 업체별 총원가 경쟁력의 격차가 확대될수록 공급과잉 상황이 완화될 수 있다고 판단한다. 현재 라이선스 가격 레벨에서 상위 업체들도 적자를 내고 있기 때문이다. 현재 중국 라이선스 가격 레벨은 중국 내 모든 업체들의 BEP 이하 내지 일부 업체들의 Cash Cost 이하의 상황으로 추정된다.

앞에서 언급한 것처럼, 총원가 경쟁력 격차의 확대는 1) 아미노산 포트폴리오 다각화와 대형화, 2) 전사 사업 포트폴리오 다변화, 3) 지속적인 R&D를 통한 군주의 경쟁력 확보를 통해 가능할 것으로 추정된다. 1)과 2)를 통해, 상위 업체들은 악화된 시황 속에서도 R&D를 통한 군주 경쟁력 개선에 지속 투자할 수 있다고 판단된다.

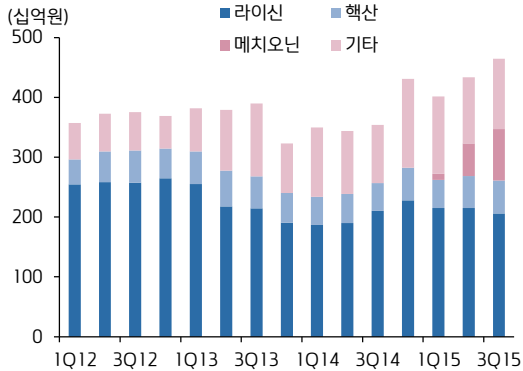
### 아미노산 포트폴리오 다각화 및 대형화

최근 CJ제일제당의 바이오 사업 부문의 수익성을 분석해보면, 과거 라이선스 판가 수준과 지금 수준을 비교했을 때, 바이오 사업 부문의 매출총이익률이 상대적으로 높은 편임을 알 수 있다. 단적으로, '12~'13년과 '14~'15년의 라이선스 판가와 바이오 사업의 매출총이익률을 비교해보면, 1) '14년 스프레오닌과 트립토판의 높은 판가와 2) '15년 메치오닌 증설 덕분에, 낮은 라이선스 판가 수준에도 불구하고, 견조한 매출총이익률 수준을 나타냈다. 이를 통해, 라이선스 위주의 포트폴리오로 구성된 업체 대비 높은 수익성이 가능했고, 악화된 시황 속에서도 견조한 가동률을 유지할 수 있었다.



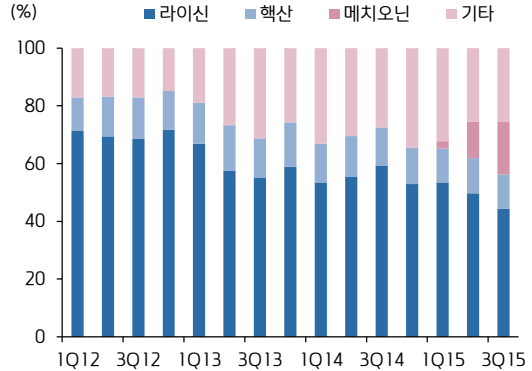
중국의 로컬 상위 업체들은 라이신, 쓰레오닌, 트립토판에서 매출이 발생하고 있으나, 하위 업체로 갈수록 단일 품목에서 매출이 발생하고 있는 것으로 추정된다. 또한, 메치오닌 Capa를 가지고 있는 업체는 Adisseo(중국 Capa 7만톤), Chongqing Unisplendor(중국 Capa 6만톤) 정도로, 라이신 제조업체 중에서 메치오닌 Capa를 가지고 있는 회사는 없다. 또한, 중국은 대부분 메치오닌을 수입에 의존하고 있어서, 로컬업체들의 가동률도 낮은 것으로 추정된다. 따라서, CJ제일제당은 총원가 경쟁력에서 가장 유리한 위치에 있으며, 중국 로컬 내에서도 상위 업체와 하위 업체 간의 격차가 벌어질 수밖에 없다고 판단된다.

CJ제일제당 바이오 사업부 매출 Breakdown



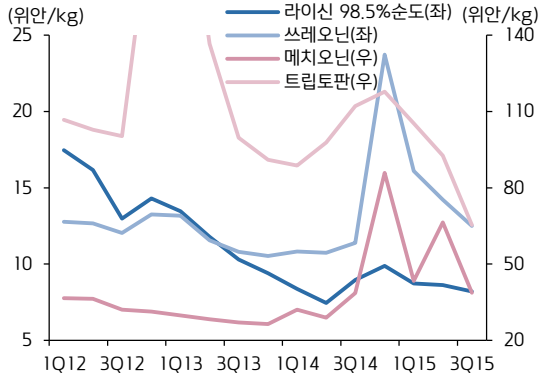
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 바이오 사업부 내 매출 비중



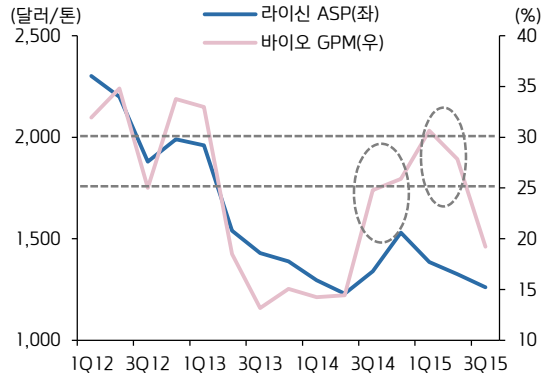
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

사료용 아미노산 중국 Spot Price 추이(1M 래깅)



자료: Wind, 중국사료공업협회, Feedtrade, 키움증권 리서치

CJ제일제당 라이신 ASP와 바이오 GPM 추이



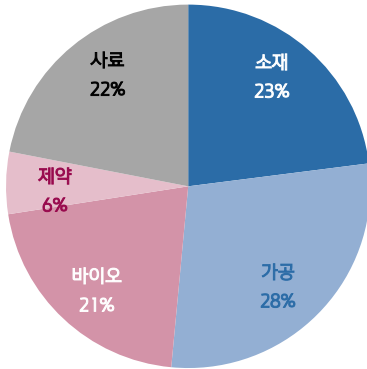
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 사업 포트폴리오 안정성

사업 포트폴리오가 다양할수록 악화된 시황을 견뎌낼 수 있다. 1) 대부분의 중국 업체들이 영위하고 있는 다른 비즈니스들은 시황에 민감한 사업 위주이거나, 2) 사업 포트폴리오 구성이 단순하고, 3) 전사 매출의 규모가 1조원 미만이다(Meihua 제외). 반면, CJ제일제당을 비롯한 글로벌 업체들은 포트폴리오가 훨씬 안정적이기 때문에, 악화된 시황 속에서도 투자를 지속할 수 있다. 따라서, 총원가 경쟁력은 전사 및 단일 사업 측면에서 서서히 벌어질 수밖에 없다.

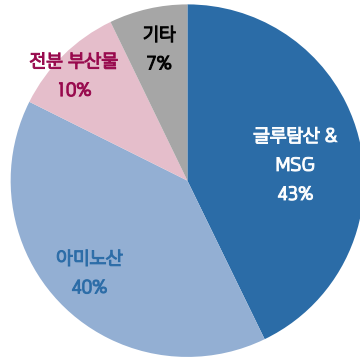
최근 어려움을 겪고 있는 GBT와 Eppen의 사례를 보면, 라이신 매출 비중이 높고, 대부분의 사업이 시황에 민감한 사업들로 이루어져 있어서, 악화된 라이신 시황에서 어려움을 겪은 것으로 판단한다. 라이신 매출 비중이 높고, 전사 수익성이 낮을수록, 라이신 시황에 대한 민감도는 높아질 수밖에 없다.

CJ제일제당 매출 비중(대한통운 제외 기준, 1H15 기준)



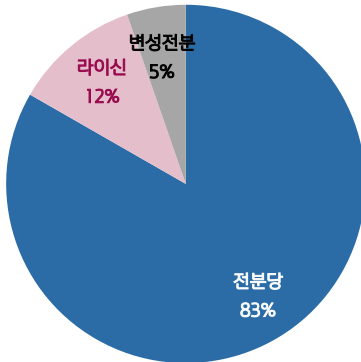
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

Meihua 매출 비중(1H15 기준)



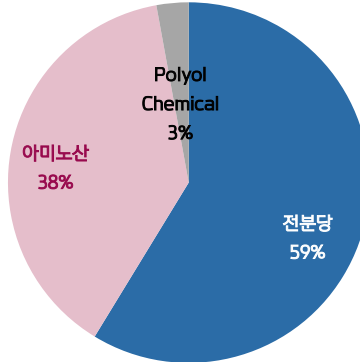
자료: Meihua, Bloomberg, 키움증권 리서치

China Starch 매출 비중(1H15 기준)



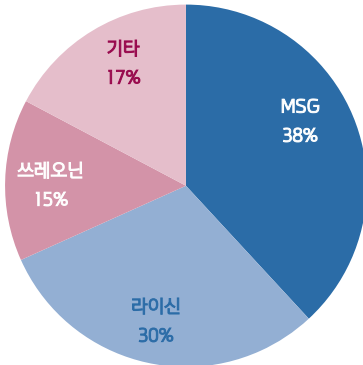
자료: China Starch, Bloomberg, 키움증권 리서치

GBT 매출 비중(1H15 기준)



자료: GBT, Bloomberg, 키움증권 리서치

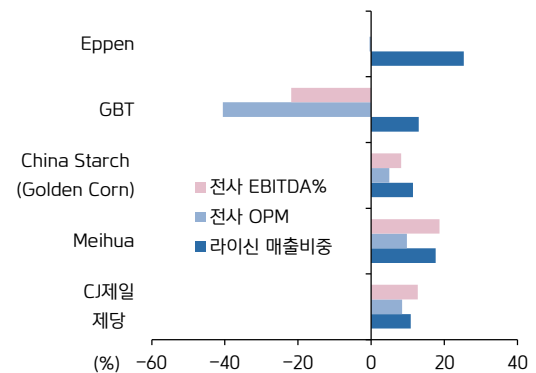
Eppen 매출 비중('14. 1 ~ 7 기준)



자료: Meihua, 키움증권 리서치

주: Eppen의 자료는 Meihua가 인수하려고 했던 당시 검토했던 평가보고서와 공시자료 참조.

주요 상장사 라이신 매출비중과 전사 수익성 비교 (1)



자료: 회사자료, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

주: 1) Eppen은 '14. 1 ~ 7 기준, 나머지 업체는 1H15기준.

2) Eppen의 자료는 Meihua가 인수하려고 했던 당시 검토했던 평가보고서와 공시자료 참조. 전사 EBITDA%는 자료 부족으로 생략.

3) CJ제일제당은 대한통운 제외 기준

## 주요 상장사 라이신 매출비중과 전사 수익성 비교 (2)

회사명	CJ제일제당	Meihua	China Starch	GBT	Eppen
Ticker	097950 KS	600873 CH	3838 HK	809 HK	비상장
기준 시점	1H15	1H15	1H15	1H15	14. 1 ~ 7
기본 단위	십억원	백만위안	백만위안	백만 HKD	백만위안
전사 매출액	3,966	6,159	2,001	1,586	2,134
라이신 매출액	430	1,088	229	206	644
라이신 매출비중	<b>10.8</b>	<b>17.7</b>	<b>11.4</b>	<b>13.0</b>	<b>30.2</b>
라이신 판매량(천톤)	289	162	38	31	102
라이신 평균단가(위안/kg)	8.4	6.7	6.0	5.4	6.3
전사 OP	335	600	100	-644	-10
전사 EBITDA	505	1,148	164	-347	
전사 OPM(%)	<b>8.4</b>	<b>9.7</b>	<b>5.0</b>	<b>-40.6</b>	<b>-0.9</b>
전사 EBITDA Margin(%)	12.7	18.6	8.2	-21.9	

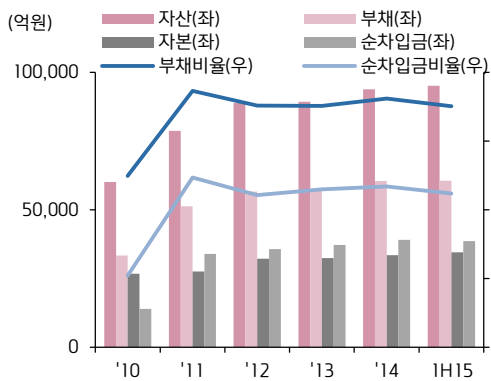
자료: 회사자료, Bloomberg, 키움증권 리서치 추정

주: 1) Eppen은 '14. 1 ~ 7 기준. 나머지 업체는 1H15기준.

2) Eppen의 자료는 Meihua가 인수하려고 했던 당시 검토했던 평가보고서와 공시자료 참조. 전사 EBITDA%는 자료 부족으로 생략.

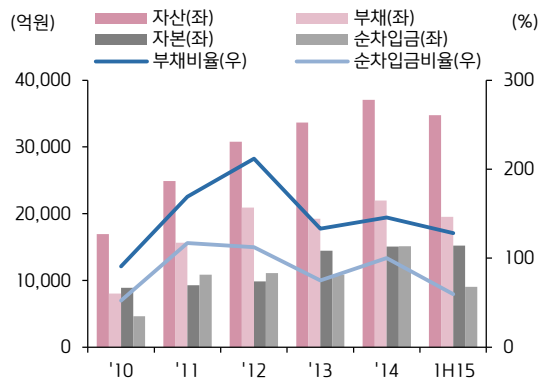
3) CJ제일제당은 대한통운 제외 기준, 4) 1 CNY = 180원, 1 HKD = 155원 가정

### CJ제일제당 재무현황 추이(대한통운 제외 기준)



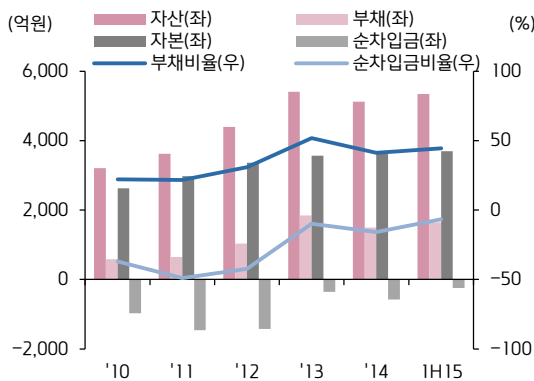
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

### Meihua 재무현황 추이



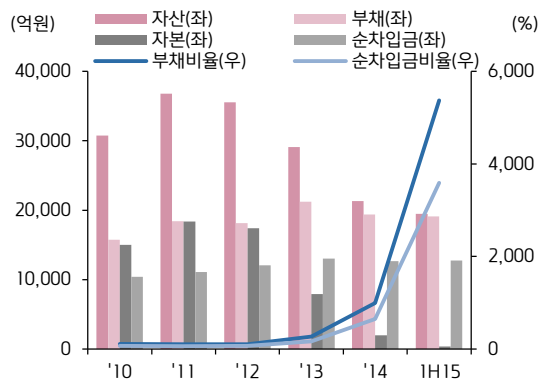
자료: Meihua, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 1 CNY = 180원으로 가정

### China Starch 재무현황 추이



자료: China Starch, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 1 CNY = 180원으로 가정

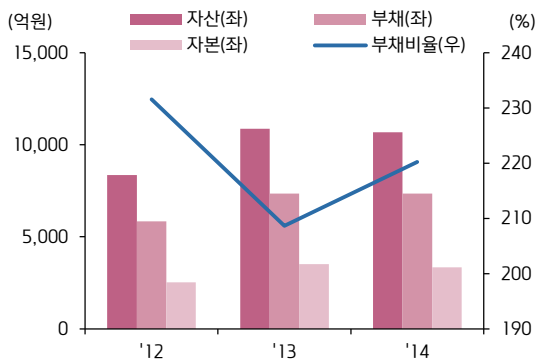
### GBT 재무현황 추이



자료: GBT, Bloomberg, 키움증권 리서치  
주: 1 HKD = 150원으로 가정



### Eppen 재무현황 추이



자료: Eppen, 키움증권 리서치  
주: 1 CNY = 180원으로 가정

### Eppen 손익계산서 (단위: 백만원)

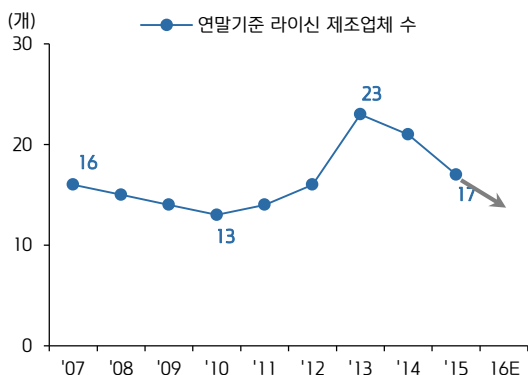
항목	2012	2013	2014. 1~7
매출액	3,912	3,871	2,134
매출총이익	635	540	258
(GPM)	16.2%	13.9%	12.1%
영업이익	205	50	-10
(OPM)	5.2%	1.3%	-0.5%
금융손익	-116	-143	-90
기타손익	43	89	16
세전이익	132	-4	-84
순이익	112	-12	-85
(NPM)	2.9%	-0.3%	-4.0%

자료: Meihua, 키움증권 리서치  
주: Eppen의 자료는 Meihua가 인수하려고 했던 당시 검토했던 평가보고서와 공시자료 참조.

### 라이신 제조업체 수의 변화 및 향후 전망

중국 내 업계자료에 따르면, 글로벌 라이신 제조업체 수는 2013년말에 23개사를 기록한 이후, 지속적으로 하락하여, 2015년말에 17개사로 추정되고 있다. 당사가 언론보도를 통해 확인한 라이신 생산 중단회사는 최소 4개사 정도로 추정된다(2014년 이후). 중국 라이신 제조업체는 상장사 보다 비상장사의 수가 더 많아서, 정확한 자료를 얻기는 어렵지만, 총원가 경쟁력의 격차가 확대되면서, 제조업체 수가 지속 감소하는 추세로 확인된다. 따라서, 중국 내 라이신 공급과잉 상황은 서서히 완화될 수 있을 것으로 기대한다.

### 글로벌 라이신 제조업체 수 추이



자료: Feedtrade, 키움증권 리서치

### 2014년 이후 라이신 생산 변화 관련 뉴스 정리

보도시기	업체명	주요 내용
'14. 03. 31	GBT	장춘공장 20 만톤 생산 중단
'14. 09. 02	Fufeng	'13년 12월 이후 라이신 생산 중단
'14. 09. 16	Eppen	원재료 조달 문제로 라이신과 쓰레오닌 30% 감산
'14. 11. 21	Star Lake	라이신 Capa 전체 생산 중단 상태(Capa 3 만톤)
'15. 04. 08	동방희망, 정대농화	'15년 3월부터 라이신 생산 중단 상태
'15. 06. 29	Eppen	'15년 7월부터 라이신 50% 감산 예정. 생산 재개 시기 불투명.

자료: 언론 보도, 중국사료공업협회, Feedtrade, 키움증권 리서치





## 기업분석

CJ제일제당  
(097950)

BUY(Maintain)/목표주가 570,000원  
탄탄한 식품, 상승하는 라이신 가격

대상  
(001680)

BUY(Upgrade)/목표주가 42,000원  
이익 변수 방향성 변화



CJ제일제당 (097950)



## BUY(Maintain)

주가(1/11) 391,500원

목표주가 570,000원

중국 라이신 가격이 저점 대비 20% 정도 반등하였다. 전년도 중국 라이신 수요의 기저가 낮은 가운데, 공급 측면에서의 펀더멘털 개선이 지속되고 있다. 바이오 부문의 손익개선과 가공식품의 꾸준한 이익 성장을 통해, 2016년 영업이익은 전년대비 18.7% 증가할 것으로 추정된다. 동사에 대해, 투자의견 BUY, 목표주가 57만원 을 제시한다.

## Stock Data

KOSPI (1/11)	1,894.84pt	
시가총액	54,534억원	
52주 주가동향	최고가 458,500원	최저가 321,500원
최고/최저가 대비 등락	-14.61%	21.77%
주가수익률	절대	상대
1M	11.4%	14.5%
6M	-4.6%	2.2%
1Y	18.1%	20.0%

## Company Data

발행주식수	14,486천주
일평균 거래량(3M)	41천주
외국인 지분율	20.41%
배당수익률(15.E)	0.56%
BPS (15.E)	244.147원
주요 주주	CJ주식회사 외 국민연금공단
	34.4% 13.1%

## Price Trend



## 탄탄한 식품, 상승하는 라이신 가격

## &gt;&gt;&gt; 라이신 시황 개선 기대

최근 중국 라이신 Spot 가격이 20% 정도 상승하면서, 동사의 수익성 개선 가능성이 높아지고 있다. 11월 중순 부터 반등한 판가는 16년 1분기 실적부터 서서히 반영 될 것으로 예상된다. 동사의 2016년 바이오 부문 영업이익은 1) 지난 해 중국 라이신 수요의 낮은 기저와 2) 라이신 공급 사이드 펀더멘털의 지속적인 개선, 3) 메치 오닌 판매량 상승을 통해 전년동기 대비 583억원 정도 증가할 것으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 가공식품 10% 수준 성장 기대

2014년 4분기부터 10% 이상의 고성장을 보여온 가공 식품 부문의 매출 성장률은 2016년에도 꾸준히 유지될 전망이다. 1) 경쟁사 대비 압도적인 볼륨과 2) HMR SKU 확장 능력, 3) 미디어 채널과의 시너지를 바탕으로, 식품 시장에서 지배력을 확대해 나갈 것으로 예상된다. 또한, 중장기적으로 중국 등 해외시장에서의 M&A를 통해, 식품 사업부의 규모를 확대해 나갈 것으로 기대한다.

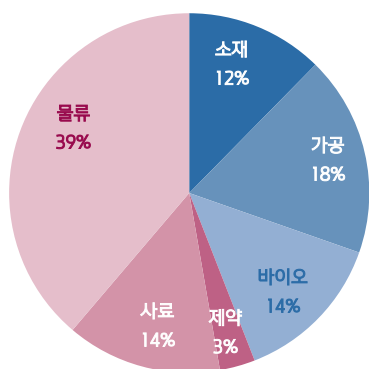
## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 57만원 제시

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 57만원을 제시한다. 2016년과 2017년 평균 EPS에 Target PER 18배를 적용하였다. 동사의 실적은 곡물가격과 환율에 민감한 특성을 지녔지만, 식품과 바이오 부문의 MS 상승이 지속되고 있어, 밸류에이션 프리미엄이 가능하다고 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	108,477	117,018	130,106	143,415	155,105
보고영업이익(억원)	3,455	5,799	8,305	9,860	11,192
핵심영업이익(억원)	3,455	5,799	8,305	9,860	11,192
EBITDA(억원)	7,268	10,275	13,110	14,833	16,300
세전이익(억원)	1,267	2,430	4,396	6,807	8,242
순이익(억원)	711	1,379	3,026	4,874	5,901
지배주주지분순이익(억원)	1,167	920	2,382	3,802	4,515
EPS(원)	8,909	7,014	18,128	28,935	34,361
증감율(%YoY)	-54.3	-21.3	158.5	59.6	18.8
PER(배)	31.1	43.7	21.6	13.5	11.4
PBR(배)	1.3	1.3	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	10.4	11.4	9.3	8.0	7.1
보고영업이익률(%)	3.2	5.0	6.4	6.9	7.2
핵심영업이익률(%)	3.2	5.0	6.4	6.9	7.2
ROE(%)	1.4	2.8	5.9	8.9	9.9
순부채비율(%)	109.8	107.2	100.1	86.6	71.8

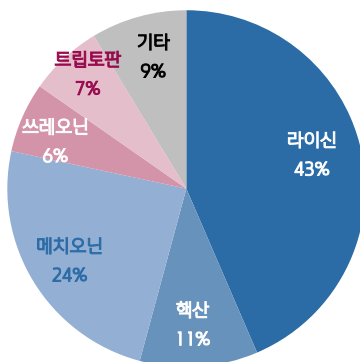


전사 매출 비중(2016년 추정 기준)



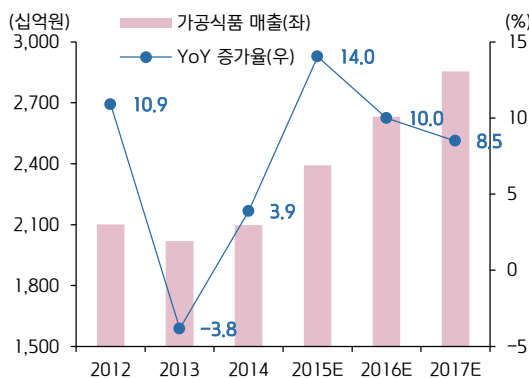
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

바이오 매출 비중(4Q15 추정 기준)



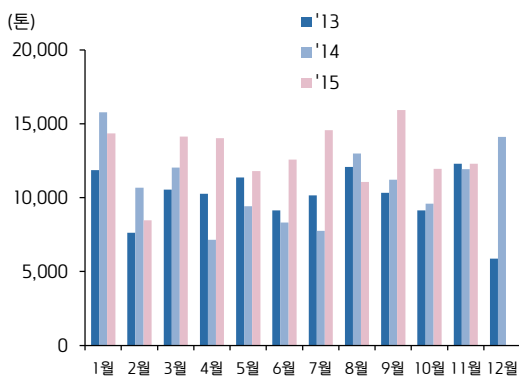
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

가공식품 매출 추이 및 전망



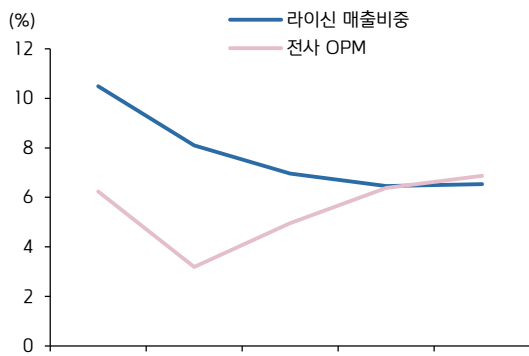
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

중국 매치오닌 수입량 추이



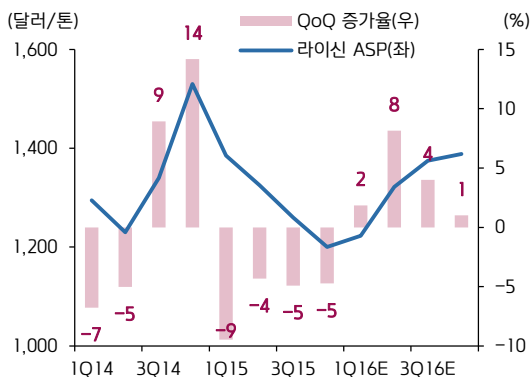
자료: 중국해관총서, 키움증권 리서치

라이신 매출 비중과 전사 OPM 추이 및 전망



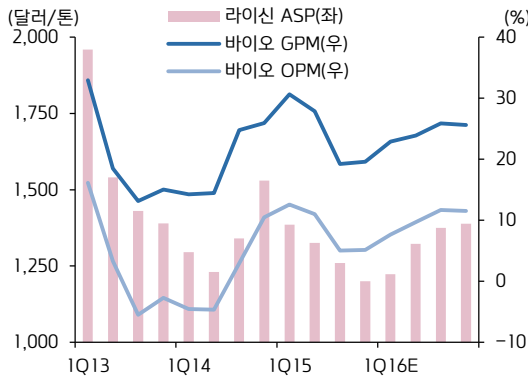
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

분기별 라이신 판가 추정



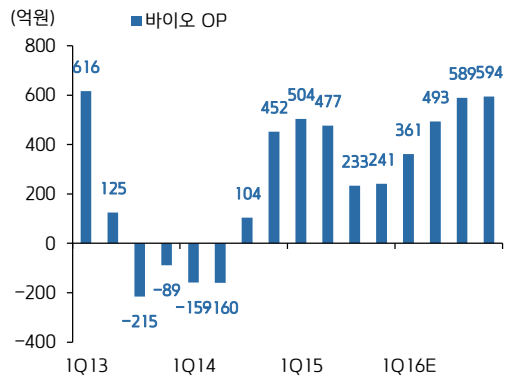
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

### 분기별 라이신 판가 및 바이오 수익성 추정



자료: Wind, Fn Guide, 키움증권 리서치

### 분기별 바이오 영업이익 추정



자료: 한국은행, Fn Guide, 키움증권 리서치

### C제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
<b>매출액</b>	<b>3,120</b>	<b>3,165</b>	<b>3,366</b>	<b>3,359</b>	<b>3,450</b>	<b>3,499</b>	<b>3,685</b>	<b>3,707</b>	<b>11,702</b>	<b>13,011</b>	<b>14,342</b>
(YoY)	10.6%	11.9%	13.2%	9.1%	10.6%	10.6%	9.5%	10.3%	7.9%	11.2%	10.2%
식품	1,049	993	1,152	976	1,114	1,055	1,227	1,040	3,840	4,170	4,436
(YoY)	8.7%	6.6%	11.1%	7.7%	6.2%	6.2%	6.6%	6.5%	1.9%	8.6%	6.4%
생명공학	508	547	576	586	583	626	621	639	1,908	2,216	2,468
(YoY)	11.1%	22.3%	24.8%	7.9%	14.8%	14.5%	7.9%	9.0%	0.8%	16.1%	11.4%
사료	443	427	450	498	496	478	504	558	1,618	1,818	2,037
(YoY)	16.0%	11.9%	12.1%	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	4.4%	12.4%	12.0%
물류	1,181	1,267	1,270	1,352	1,318	1,409	1,414	1,524	4,560	5,070	5,665
(YoY)	9.7%	13.2%	12.0%	9.9%	11.6%	11.3%	11.4%	12.7%	20.2%	11.2%	11.7%
대통제의 기준	1,999	1,967	2,177	2,061	2,193	2,159	2,352	2,237	7,366	8,204	8,940
(YoY)	10.9%	11.7%	14.6%	8.3%	9.7%	9.7%	8.0%	8.5%	2.2%	11.4%	9.0%
<b>매출총이익</b>	<b>715</b>	<b>701</b>	<b>772</b>	<b>711</b>	<b>753</b>	<b>752</b>	<b>847</b>	<b>804</b>	<b>2,443</b>	<b>2,899</b>	<b>3,155</b>
(GPM)	22.9%	22.2%	22.9%	21.2%	21.8%	21.5%	23.0%	21.7%	20.9%	22.3%	22.0%
<b>판매비</b>	<b>489</b>	<b>510</b>	<b>550</b>	<b>520</b>	<b>516</b>	<b>531</b>	<b>573</b>	<b>549</b>	<b>1,863</b>	<b>2,069</b>	<b>2,169</b>
(판매비율)	15.7%	16.1%	16.3%	15.5%	15.0%	15.2%	15.6%	14.8%	15.9%	15.9%	15.1%
<b>영업이익</b>	<b>225</b>	<b>192</b>	<b>222</b>	<b>191</b>	<b>237</b>	<b>221</b>	<b>273</b>	<b>255</b>	<b>580</b>	<b>830</b>	<b>986</b>
(YoY)	92.0%	55.4%	33.0%	11.0%	5.0%	15.3%	22.7%	33.6%	67.9%	43.2%	18.7%
(OPM)	7.2%	6.1%	6.6%	5.7%	6.9%	6.3%	7.4%	6.9%	5.0%	6.4%	6.9%
대통제의 기준	183	153	177	121	183	164	214	168	432	633	728
(OPM)	9.1%	7.8%	8.1%	5.9%	8.3%	7.6%	9.1%	7.5%	5.9%	7.7%	8.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	108,477	117,018	130,106	143,415	155,105
매출원가	87,696	92,584	101,113	111,865	120,746
매출총이익	20,782	24,434	28,993	31,550	34,359
판매비및일반관리비	17,327	18,634	20,688	21,690	23,167
영업이익(보고)	3,455	5,799	8,305	9,860	11,192
영업이익(핵심)	3,455	5,799	8,305	9,860	11,192
영업외손익	-2,188	-3,369	-3,909	-3,053	-2,950
이자수익	287	280	293	308	333
배당금수익	106	34	42	46	50
외환이익	1,364	1,221	488	464	441
이자비용	1,887	1,970	1,940	1,842	1,798
외환손실	1,966	1,693	1,370	1,164	1,106
관계기업지분법손익	-347	10	100	103	106
투자및기타자산처분손익	1,862	-166	-133	-106	-85
금융상품평가및기타금융이익	-36	-339	-180	-144	-115
기타	-1,571	-746	-1,210	-717	-776
법인세차감전이익	1,267	2,430	4,396	6,807	8,242
법인세비용	556	1,051	1,370	1,933	2,341
유효법인세율 (%)	43.9%	43.3%	31.2%	28.4%	28.4%
당기순이익	711	1,379	3,026	4,874	5,901
지배주주지분손이익(억원)	1,167	920	2,382	3,802	4,515
EBITDA	7,268	10,275	13,110	14,833	16,300
현금순이익(Cash Earnings)	4,524	5,855	7,831	9,847	11,010
수정당기순이익	-313	1,665	3,242	5,053	6,045
증감률(% YoY)					
매출액	9.8	7.9	11.2	10.2	8.2
영업이익(보고)	-43.9	67.9	43.2	18.7	13.5
영업이익(핵심)	-43.9	67.9	43.2	18.7	13.5
EBITDA	-21.4	41.4	27.6	13.1	9.9
지배주주지분 당기순이익	-54.2	-21.2	159.0	59.6	18.8
EPS	-54.3	-21.3	158.5	59.6	18.8
수정순이익	N/A	N/A	94.7	55.9	19.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	5,909	6,886	5,696	7,639	9,037
당기순이익	711	1,379	3,026	4,874	5,901
감가상각비	3,315	3,612	3,926	4,127	4,295
무형자산상각비	499	865	879	846	813
외환손익	602	472	881	700	665
자산처분손익	-1,862	166	133	106	85
지분법손익	347	-10	-100	-103	-106
영업활동자산부채 증감	-399	-1,509	-2,134	-2,170	-1,905
기타	1,783	2,540	-915	-742	-712
투자활동현금흐름	-7,691	-5,372	-6,015	-5,560	-5,551
투자자산의 처분	3,000	-793	-782	-778	-679
유형자산의 처분	1,130	370	0	0	0
유형자산의 취득	-11,285	-4,743	-5,243	-4,800	-4,896
무형자산의 처분	-603	-525	0	0	0
기타	67	320	11	18	23
재무활동현금흐름	607	-1,414	138	-444	-747
단기자입금의 증가	-5,393	-3,626	-1,098	-1,021	-949
장기자입금의 증가	8,346	4,044	406	-192	-440
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-371	-371	-255	-281	-281
기타	-1,975	-1,461	1,086	1,050	924
현금및현금성자산의순증가	-1,249	41	-180	1,635	2,739
기초현금및현금성자산	5,568	4,319	4,360	4,180	5,815
기말현금및현금성자산	4,319	4,360	4,180	5,815	8,554
Gross Cash Flow	6,308	8,395	7,830	9,809	10,942
Op Free Cash Flow	-6,535	989	3,145	5,064	6,320

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	37,051	39,733	43,509	49,167	55,439
현금및현금성자산	4,319	4,360	4,180	5,815	8,554
유동금융자산	1,397	2,062	2,293	2,527	2,733
매출채권및유동채권	19,237	21,403	23,797	26,231	28,369
재고자산	10,067	10,656	11,848	13,060	14,124
기타유동비금융자산	2,031	1,251	1,391	1,534	1,659
비유동자산	92,994	94,093	95,405	96,135	96,737
장기매출채권및기타비유동채권	3,190	2,975	3,308	3,647	3,944
투자자산	8,376	8,593	9,199	9,823	10,397
유형자산	62,545	63,839	65,156	65,829	66,430
무형자산	17,640	17,509	16,630	15,784	14,971
기타비유동자산	1,243	1,176	1,112	1,052	995
자산총계	130,045	133,825	138,915	145,302	152,176
유동부채	37,089	41,224	41,731	42,755	43,369
매입채무및기타유동채무	13,589	14,972	16,646	18,349	19,845
단기자입금	15,198	15,682	14,585	13,564	12,614
유동성장기차입금	6,497	8,955	8,709	8,872	8,783
기타유동부채	1,806	1,616	1,791	1,970	2,127
비유동부채	44,830	43,102	44,914	45,685	46,323
장기매입채무및비유동채무	595	666	740	816	883
사채및장기차입금	36,855	34,836	35,487	35,133	34,781
기타비유동부채	7,380	7,600	8,686	9,736	10,660
부채총계	81,919	84,327	86,645	88,439	89,693
자본금	721	723	723	723	723
주식발행초과금	8,959	9,102	9,102	9,102	9,102
이익잉여금	21,431	21,872	24,099	27,729	32,067
기타자본	-2,273	-1,848	-1,848	-1,848	-1,848
지배주주지분자본총계	28,839	29,849	32,077	35,706	40,044
비지배주주지분자본총계	19,287	19,650	20,193	21,157	22,439
자본총계	48,126	49,499	52,270	56,862	62,483
순차입금	52,833	53,051	52,308	49,226	44,892
총차입금	58,549	59,473	58,781	57,568	56,179

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	8,909	7,014	18,128	28,935	34,361
BPS	220,147	227,192	244,147	271,769	304,787
주당EBITDA	55,507	78,374	99,782	112,902	124,066
CFPS	34,551	44,655	59,605	74,952	83,798
DPS	1,800	2,000	2,200	2,200	2,200
주가배수(배)					
PER	31.1	43.7	21.6	13.5	11.4
PBR	1.3	1.3	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.4	11.4	9.3	8.0	7.1
PCFR	8.0	6.9	6.6	5.2	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.2	5.0	6.4	6.9	7.2
영업이익률(핵심)	3.2	5.0	6.4	6.9	7.2
EBITDA margin	6.7	8.8	10.1	10.3	10.5
순이익률	0.7	1.2	2.3	3.4	3.8
자기자본이익률(ROE)	1.4	2.8	5.9	8.9	9.9
투자자본이익률(ROIC)	2.1	3.4	5.9	7.1	7.9
안정성(%)					
부채비율	170.2	170.4	165.8	155.5	143.5
순차입금비율	109.8	107.2	100.1	86.6	71.8
이자보상배율(배)	1.8	2.9	4.3	5.4	6.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.8	5.8	5.7	5.7
재고자산회전율	10.1	11.3	11.6	11.5	11.4
매입채무회전율	8.9	8.2	8.2	8.2	8.1



대상 (001680)



## BUY(Upgrade)

주가(1/11) 34,750원

목표주가 42,000원

적자 사업부(라이신)의 인수에도 불구하고, 라이신 시황이 개선 되면서, 향후 실적 추정치가 우상향 가능하다고 판단된다. 또한, Cash Cow MS가 회복되면서, 기저효과에 의한 이익 개선도 가시적이다. 이를 통해 2016년 영업이익은 전년 대비 소폭 증가 가능할 것으로 추정된다. 동사에 대해 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가 42,000원을 제시한다.

## Stock Data

KOSPI (1/11)	1,894.84pt	
시가총액	12,237억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	49,250원	28,900원
최고/최저가 대비 등락	-29.44%	20.24%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.1%
	6M	4.7%
	1Y	7.8%

## Company Data

발행주식수	36,018천주
일평균 거래량(3M)	190천주
외국인 지분율	11.87%
배당수익률(15.E)	0.86%
BPS (15.E)	23,868원
주요 주주	임창욱 외
	국민연금공단
	45.0%
	11.2%

## Price Trend



## 이익 변수 방향성 변화

## &gt;&gt;&gt; 라이신 시황 개선 기대

백광사업으로부터 라이신 사업 부문을 인수하여, 동사의 실적 추정치가 하락한 것은 사실이다. 하지만, 이러한 부분들은 대부분 주가에 반영되었다고 판단하며, 지금부터는 라이신 시황이 개선되고 있음에 주목해야 한다. 중국 라이신 Spot 가격이 저점 대비 20% 정도 반등하였으며, 동사의 라이신 판가는 중국 내 초과공급이 해소되면서 조금씩 회복될 것으로 판단된다. 또한, 동사의 기존 전분당 사업을 바탕으로, 라이신 사업의 원가율 개선이 일부 가능할 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; Cash Cow MS 회복

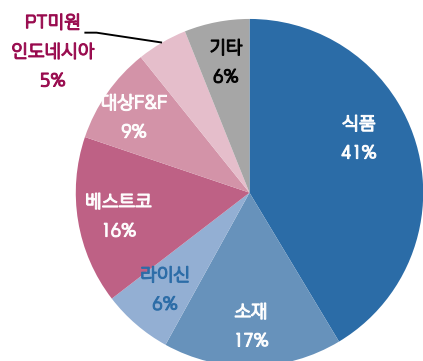
'15년 2분기부터, 장류, 조미료 등 Cash Cow의 MS가 회복되면서, '15년 상반기 실적의 기저가 낮은 편이다. 또한, PT미원 인도네시아의 수익성도 '15년 1분기를 저점으로 회복되고 있는 점도 긍정적이다. 따라서, 적자 사업부(라이신)의 인수에도 불구하고, 2016년 영업이익은 전년 대비 소폭 상승할 것으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자 의견 BUY, 목표주가 42,000원 제시

대상의 투자 의견을 BUY로 상향하고, 목표주가 42,000원을 제시한다. 2016년과 2017년 평균 EPS에 Target PER 15배를 적용하였다. 동사는, 적자 사업부(라이신) 인수 부담에도 불구하고, 라이신 시황이 개선되면서, 실적 추정치가 서서히 우상향 할 수 있을 것으로 판단된다.

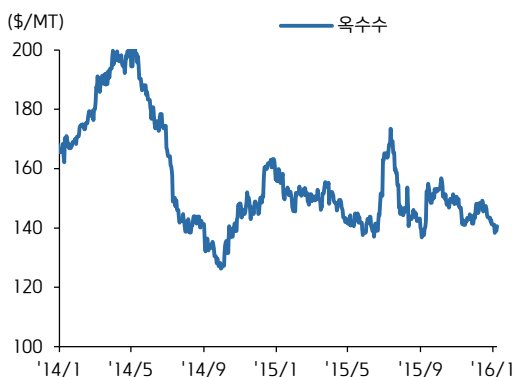
투자지표, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	25,423	25,888	26,520	28,825	30,640
보고영업이익(억원)	1,558	1,403	1,330	1,385	1,508
핵심영업이익(억원)	1,558	1,403	1,330	1,385	1,508
EBITDA(억원)	2,154	2,033	1,967	2,123	2,253
세전이익(억원)	1,201	1,139	979	1,134	1,276
순이익(억원)	1,058	900	667	859	967
자배주주지분순이익(억원)	1,095	928	734	902	1,016
EPS(원)	3,183	2,696	2,133	2,622	2,951
증감율(%YoY)	19.8	-15.3	-20.9	22.9	12.5
PER(배)	12.1	12.4	16.3	13.3	11.8
PBR(배)	1.9	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	7.4	6.9	7.2	6.7	6.1
보고영업이익률(%)	6.1	5.4	5.0	4.8	4.9
핵심영업이익률(%)	6.1	5.4	5.0	4.8	4.9
ROE(%)	15.8	12.0	8.2	9.8	10.1
순부채비율(%)	42.0	32.9	41.5	33.5	25.0

전사 매출 비중('16년 추정 기준)



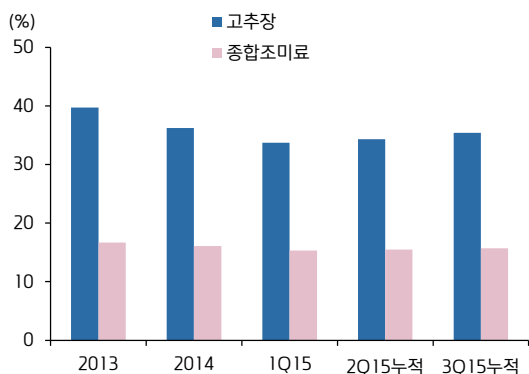
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

옥수수 국제 시세 추이



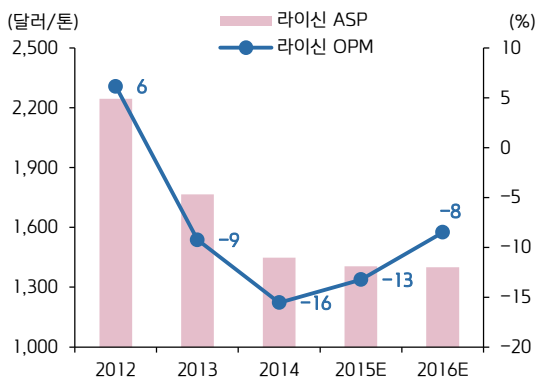
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주력제품 MS 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

라이신 사업 ASP 및 수익성 전망



자료: 백광산업, 키움증권 리서치 추정

대상 연결기준 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
<b>매출액</b>	<b>639.9</b>	<b>646.8</b>	<b>697.3</b>	<b>667.9</b>	<b>692.4</b>	<b>702.8</b>	<b>772.7</b>	<b>714.6</b>	<b>2,588.8</b>	<b>2,652.0</b>	<b>2,882.5</b>
(YoY)	3.7%	1.0%	0.7%	4.5%	8.2%	8.7%	10.8%	7.0%	1.8%	2.4%	8.7%
본사(라이신 제외)	406.9	400.4	445.5	389.9	421.3	410.4	464.2	403.6	1,601.1	1,642.7	1,699.5
(YoY)	4.4%	1.8%	2.2%	2.0%	3.5%	2.5%	4.2%	3.5%	2.0%	2.6%	3.5%
식품	284.8	272.1	322.1	262.1	299.8	282.8	337.0	273.2	1,107.8	1,141.1	1,192.8
(YoY)	3.9%	1.2%	3.6%	3.3%	5.2%	4.0%	4.6%	4.2%	3.3%	3.0%	4.5%
소재	116.9	121.5	116.7	121.1	114.9	120.9	120.5	123.8	480.6	476.2	480.1
(YoY)	3.2%	-0.2%	-3.9%	-2.6%	-1.7%	-0.5%	3.3%	2.2%	-1.6%	-0.9%	0.8%
라이신				26.0	38.9	45.3	50.6	53.5		26.0	188.2
(YoY)								105.3%			622.7%
연결-개별	233.0	246.4	251.8	252.0	232.2	247.1	257.9	257.6	987.7	983.2	994.8
(YoY)	2.5%	-0.2%	-1.9%	-1.9%	-0.3%	0.3%	2.4%	2.2%	1.6%	-0.5%	1.2%
대상 F&F	51.0	59.5	72.1	62.2	54.1	63.0	77.1	66.5	226.7	244.8	260.8
(YoY)	11.1%	10.1%	5.0%	7.0%	6.0%	6.0%	7.0%	7.0%	7.9%	8.0%	6.5%
대상베스트코	110.5	114.5	113.4	118.8	107.2	111.1	113.4	118.8	459.5	457.2	450.4
(YoY)	5.9%	0.7%	-3.8%	-4.0%	-3.0%	-3.0%	0.0%	0.0%	7.7%	-0.5%	-1.5%
PT 미원 인도네시아	34.2	33.2	33.0	32.9	33.6	33.8	34.0	34.1	142.6	133.2	135.5
(YoY)	-10.6%	-10.4%	-2.3%	-2.0%	-1.6%	1.8%	3.0%	3.8%	-8.1%	-6.5%	1.7%
<b>매출총이익</b>	<b>179.1</b>	<b>183.0</b>	<b>209.6</b>	<b>181.8</b>	<b>185.0</b>	<b>189.5</b>	<b>221.0</b>	<b>193.0</b>	<b>729.3</b>	<b>753.6</b>	<b>788.6</b>
(GPM)	28.0%	28.3%	30.1%	27.2%	26.7%	27.0%	28.6%	27.0%	28.2%	28.4%	27.4%
<b>판매비</b>	<b>145.3</b>	<b>158.8</b>	<b>166.0</b>	<b>150.5</b>	<b>151.5</b>	<b>164.9</b>	<b>176.4</b>	<b>157.3</b>	<b>589.0</b>	<b>620.6</b>	<b>650.1</b>
(판매비율)	22.7%	24.5%	23.8%	22.5%	21.9%	23.5%	22.8%	22.0%	22.8%	23.4%	22.6%
<b>영업이익</b>	<b>33.8</b>	<b>24.2</b>	<b>43.6</b>	<b>31.3</b>	<b>33.5</b>	<b>24.6</b>	<b>44.6</b>	<b>35.8</b>	<b>140.3</b>	<b>133.0</b>	<b>138.5</b>
(YoY)	-22.1%	-23.7%	34.4%	-4.3%	-1.0%	1.7%	2.2%	14.4%	-10.0%	-5.2%	4.2%
(OPM)	5.3%	3.7%	6.3%	4.7%	4.8%	3.5%	5.8%	5.0%	5.4%	5.0%	4.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치



포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	25,423	25,888	26,520	28,825	30,640
매출원가	18,235	18,595	18,984	20,940	22,250
매출총이익	7,188	7,293	7,536	7,886	8,390
판매비및일반관리비	5,630	5,890	6,206	6,501	6,882
영업이익(보고)	1,558	1,403	1,330	1,385	1,508
영업이익(핵심)	1,558	1,403	1,330	1,385	1,508
영업외손익	-357	-264	-350	-251	-232
이자수익	79	111	98	93	98
배당금수익	1	2	2	2	2
외환이익	121	137	212	159	151
이자비용	255	230	251	237	222
외환손실	248	182	277	208	197
관계기업지분법손익	0	18	50	52	53
투자및기타자산지분손익	-10	4	-20	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-11	-53	-80	-25	-25
기타	-34	-71	-85	-86	-92
법인세차감전이익	1,201	1,139	979	1,134	1,276
법인세비용	339	239	312	274	309
유효법인세율 (%)	28.2%	21.0%	31.8%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,058	900	667	859	967
지배주주지분손이익(억원)	1,095	928	734	902	1,016
EBITDA	2,154	2,033	1,967	2,123	2,253
현금순이익(Cash Earnings)	1,653	1,530	1,305	1,597	1,712
수정당기순이익	1,072	939	736	878	986
증감률(% YoY)					
매출액	3.7	1.8	2.4	8.7	6.3
영업이익(보고)	20.2	-10.0	-5.2	4.2	8.9
영업이익(핵심)	20.2	-10.0	-5.2	4.2	8.9
EBITDA	12.7	-5.6	-3.2	7.9	6.1
지배주주지분 당기순이익	19.8	-15.3	-20.9	22.9	12.5
EPS	19.8	-15.3	-20.9	22.9	12.5
수정순이익	20.1	-12.4	-21.7	19.4	12.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,800	1,627	1,217	1,340	1,497
당기순이익	1,058	900	667	859	967
감가상각비	546	580	590	701	716
무형자산상각비	49	50	47	37	29
외환손익	-19	23	65	48	46
자산처분손익	13	12	20	0	0
지분법손익	4	-18	-50	-52	-53
영업활동자산부채 증감	8	-151	-56	-204	-161
기타	142	232	-66	-50	-48
투자활동현금흐름	-1,655	-1,613	-2,393	-1,345	-1,336
투자자산의 처분	-1,065	-546	-1,262	-200	-158
유형자산의 처분	38	43	0	0	0
유형자산의 취득	-590	-1,075	-1,107	-1,140	-1,174
무형자산의 처분	-38	-36	0	0	0
기타	0	0	-25	-5	-5
재무활동현금흐름	72	-463	1,515	-163	-201
단기차입금의 증가	-1,420	-2,324	0	-264	-237
장기차입금의 증가	1,546	1,915	1,300	-136	-219
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-54	-54	-103	-103	-103
기타	0	0	319	341	358
현금및현금성자산의순증가	156	-454	340	-167	-41
기초현금및현금성자산	1,859	2,014	1,560	1,900	1,733
기말현금및현금성자산	2,014	1,560	1,900	1,733	1,691
Gross Cash Flow	1,792	1,778	1,273	1,544	1,657
Op Free Cash Flow	1,094	478	381	444	553

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	8,359	8,622	9,134	9,596	10,049
현금및현금성자산	2,014	1,560	1,900	1,733	1,691
유동금융자산	1,579	2,087	2,138	2,324	2,470
매출채권및유동채권	2,462	2,542	2,604	2,831	3,009
재고자산	2,304	2,433	2,492	2,709	2,879
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	9,030	9,526	11,270	11,771	12,292
장기매출채권및기타비유동채권	329	301	308	335	356
투자자산	1,113	1,158	2,420	2,488	2,555
유형자산	6,327	6,786	7,303	7,741	8,199
무형자산	1,154	1,131	1,083	1,046	1,017
기타비유동자산	106	151	155	160	165
자산총계	17,389	18,148	20,404	21,366	22,341
유동부채	7,576	5,691	6,827	6,908	6,805
매입채무및기타유동채무	2,487	2,721	2,788	3,030	3,221
단기차입금	3,060	2,637	2,637	2,373	2,136
유동성장기차입금	1,852	87	1,152	1,234	1,162
기타유동부채	177	245	250	270	285
비유동부채	2,683	4,613	5,168	5,293	5,508
장기매입채무및비유동채무	61	41	42	46	49
사채및장기차입금	1,674	3,505	3,740	3,521	3,375
기타비유동부채	949	1,066	1,385	1,726	2,084
부채총계	10,259	10,303	11,995	12,201	12,312
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	3,954	4,680	5,315	6,116	7,030
기타자본	1,785	1,804	1,804	1,804	1,804
지배주주지분자본총계	6,834	7,579	8,213	9,015	9,929
비지배주주지분자본총계	296	266	196	150	100
자본총계	7,130	7,845	8,409	9,165	10,029
순차입금	2,993	2,582	3,491	3,073	2,511
총차입금	6,586	6,229	7,529	7,129	6,673

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	3,183	2,696	2,133	2,622	2,951
BPS	19,860	22,024	23,868	26,197	28,853
주당EBITDA	6,258	5,907	5,717	6,170	6,546
CFPS	4,803	4,445	3,793	4,642	4,976
DPS	150	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	12.1	12.4	16.3	13.3	11.8
PBR	1.9	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.4	6.9	7.2	6.7	6.1
PCFR	8.0	7.5	9.2	7.5	7.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.1	5.4	5.0	4.8	4.9
영업이익률(핵심)	6.1	5.4	5.0	4.8	4.9
EBITDA margin	8.5	7.9	7.4	7.4	7.4
순이익률	4.2	3.5	2.5	3.0	3.2
자기자본이익률(ROE)	15.8	12.0	8.2	9.8	10.1
투자자본이익률(ROIC)	12.3	12.2	9.5	10.4	10.7
안정성(%)					
부채비율	143.9	131.3	142.6	133.1	122.8
순차입금비율	42.0	32.9	41.5	33.5	25.0
이자보상배율(배)	6.1	6.1	5.3	5.8	6.8
활동성(배)					
매출채권회전율	10.5	10.3	10.3	10.6	10.5
재고자산회전율	10.0	10.9	10.8	11.1	11.0
매입채무회전율	10.3	9.9	9.6	9.9	9.8

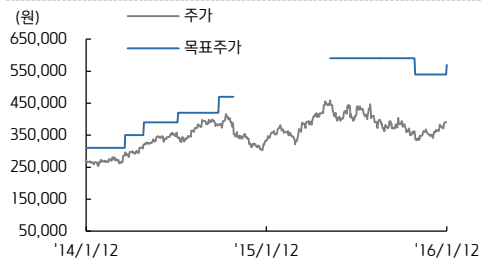
### 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
CJ제일제당 (097950)	2014/01/13	Outperform(Downgrade)	310,000원
	2014/02/07	Outperform(Maintain)	310,000원
	2014/04/01	BUY(Upgrade)	350,000원
	2014/04/09	BUY(Maintain)	350,000원
	2014/05/09	BUY(Maintain)	390,000원
	2014/05/30	BUY(Maintain)	390,000원
	2014/06/16	BUY(Maintain)	390,000원
	2014/07/17	BUY(Maintain)	420,000원
	2014/08/04	BUY(Maintain)	420,000원
	2014/10/08	BUY(Maintain)	470,000원
	2014/11/06	BUY(Maintain)	470,000원
담당자변경	2015/06/08	BUY(Reinitiate)	590,000원
담당자변경	2015/09/08	BUY(Reinitiate)	590,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	540,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	540,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	570,000원

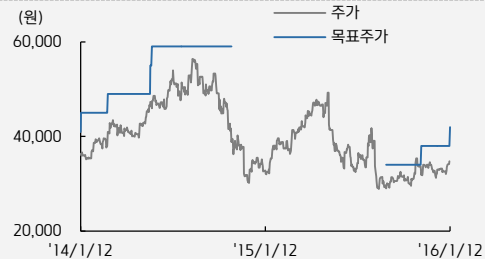
종목명	일자	투자의견	목표주가
대상 (001680)	2014/01/13	BUY(Maintain)	45,000원
	2014/03/07	BUY(Maintain)	49,000원
	2014/04/09	BUY(Maintain)	49,000원
	2014/05/30	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/06/02	BUY(Maintain)	59,000원
	2014/06/16	BUY(Maintain)	59,000원
	2014/09/01	Marketperform(Downgrade)	59,000원
	2014/11/06	BUY(Upgrade)	59,000원
담당자변경	2015/09/08	Outperform(Reinitiate)	34,000원
	2015/11/16	Outperform(Maintain)	38,000원
	2016/01/12	BUY(Upgrade)	42,000원

### 목표주가 추이 (2개년)

CJ제일제당(097950)



대상(001680)



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

### 투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%