

## CJ제일제당(097950)

## 매수(유지)

목표주가: 500,000원(유지)

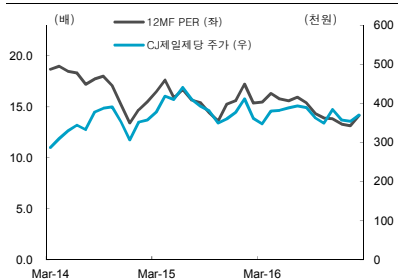
## Stock Data

KOSPI(2/20)	2,084
주가(2/20)	370,000
시가총액(십억원)	4,870
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	406,500/338,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,493
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.1/24.0
주요주주(%)	CJ 외 6인 37.8
국민연금	12.7

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.2	(4.0)	1.2
상대주가(%p)	3.3	(5.4)	(7.5)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## Ajinomoto의 Commodity 아미노산 생산 축소 긍정적

## 17일, Ajinomoto가 라이신과 쓰레오닌의 구조조정 계획 발표

- 세계 최초 라이신 생산 업체인 일본의 Ajinomoto가 2월 17일 오전에 Commodity 성격의 라이신과 쓰레오닌에 관한 구조조정 계획을 발표함
- 라이신과 쓰레오닌의 내부 생산을 줄이고 아웃소싱과 specialty 성격의 제품으로의 전환이 그 것
- 이미 지난해 12월부터 이 사업부의 생산 구조조정 또는 지분 매각(2011년 11월에 사료용 아미노산을 별도 법인으로 분사했음)이 회자 되었던 바, 이번에 회사의 공식적인 계획이 공개된 것으로 판단

## 사료용 아미노산을 commodity성에서 specialty성으로 고도화할 계획

- 계획은 첫째, 라이신과 쓰레오닌과 같은 필수적이면서도 commodity 성격이 짙은 아미노산 생산시설을 덜 필수적이지만 경쟁이 약하고 성장성이 높은 발린 등을 생산하는 시설로 바꾸고(40억엔 투자),
- 둘째, 기술 진입 장벽이 높은 AjiPro-L(2016년 3월 기준 capa 6,500톤, 현재는 양질의 젖소 특화 라이신)과 소, 돼지, 닭, 물고기를 위한 기능성 premix 제품 등 specialty 제품으로 주력을 변경한다는 것
- Commodity성 라이신, 쓰레오닌 생산은 2019년부터는 없을 전망
- 참고로 2016년 3월 기준 Ajinomoto의 사료용 아미노산의 매출액 비중은 8%, 영업이익 비중은 6% 정도임

## 라이신 Oversupply 완전 해소는 아니나, 가격 바닥 확인에 대한 기대는 강화시킬 것

- 2016년 3월 기준 Ajinomoto의 라이신과 쓰레오닌의 capa는 각각 402천톤, 104천톤으로 전세계 capa의 각각 13%(세계 capa 3,100천톤 추정), 18%(세계 capa 570천톤 추정)였음

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	11,702	12,924	14,563	15,703	16,936
증가율(%)	7.9	10.4	12.7	7.8	7.9
영업이익(십억원)	580	751	844	1,009	1,194
순이익(십억원)	138	254	354	478	574
EPS(원)	6,530	13,401	20,556	27,787	33,357
증가율(%)	(21.3)	105.2	53.4	35.2	20.0
EBITDA(십억원)	1,028	1,235	1,353	1,549	1,762
PER(x)	46.9	28.2	17.4	13.3	11.1
EV/EBITDA(x)	11.1	10.0	9.2	8.1	7.2
PBR(x)	1.4	1.7	1.5	1.4	1.3
ROE(%)	3.1	6.2	8.9	11.0	11.9
DY(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주 3276-6269  
kjlee@truefriend.com정유진 3276-6228  
youjinjung@truefriend.com

- 이번 Ajinomoto 생산 축소만으로 세계 라이신시장의 초과공급 문제를 완전히 해결하기는 어려움. 세계 라이신 capa는 3백만톤, 수요는 2.2백만톤으로 추정
- 그러나 라이신가격이 바닥을 쳤다는 전망은 강해질 것. 지난 수년간 시장 신규 진입자 출현이 잇따르고 이로 인한 공급과잉문제가 심화되어 왔지만, 이제는 대형 업체의 구조조정이 시작되었기 때문
- CJ제일제당의 경우 라이신 capa 520,000톤, 쓰레오닌 capa 50,000톤 추정
- 라이신과 쓰레오닌 시장은 진입장벽이 낮아지고 있어 새로운 신규 시장 진출자 출현을 배제하기 어려움. 그러나 동사는 기술력과 수율에 우위가 있어 가장 낮은 제품가격에서도 수익을 실현할 수 있음. 라이신가격 기준으로 톤당 1,400~1,500달러 수준에서는 mid-single-digit %의 영업이익률을 향유하며 시장 점유율을 더 넓힐 수 있을 것
- 이번 이슈로 라이신가격 전망치를 상향하지는 않지만 올해 연평균 가정치인 1,484달러/톤의 달성 확률은 더 높아졌다는 판단

&lt;표 1&gt; Ajinomoto의 Animal Nutrition부문 Capacity

(단위: 톤)

제품	회사(지역)	FY2014	FY2015
라이신	AEL(프랑스)	99,000	99,000
	AHI(미국)	101,000	101,000
	ABR(브라질)	142,000	142,000
	ATL(태국)	60,000	60,000
	합계	402,000	402,000
쓰레오닌	AEL(프랑스)	41,000	41,000
	AHI(미국)	41,000	41,000
	ABR(브라질)	22,000	22,000
	합계	104,000	104,000
트립토판	AEL(프랑스)	4,500	4,500
AjiPro®-L	AHI(미국)	6,500	6,500

주: FY2015는 2015 3월~2016 3월의 기간을 의미함

AEL: AJINOMOTO EUROLYSINE S.A.S, AHI: Ajinomoto Heartland, Inc., ABR: Ajinomoto do Brazil, ATL: Ajinomoto Co., Thailand

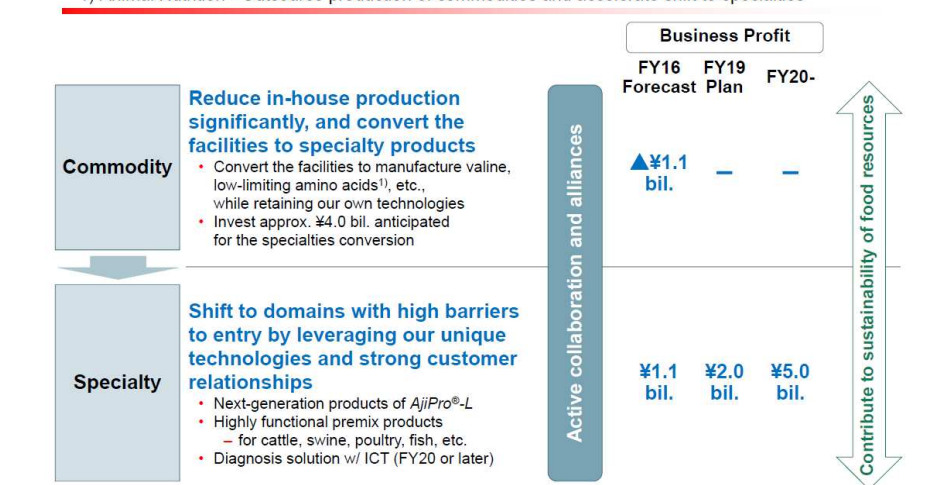
자료: 아지노모토, 한국투자증권

[그림 1] Animal Nutrition(사료용 아미노산)부문 중장기 구조조정 계획

## ① Shift Fundamentally from Commodities to Specialties:

Reduction of environ. impacts

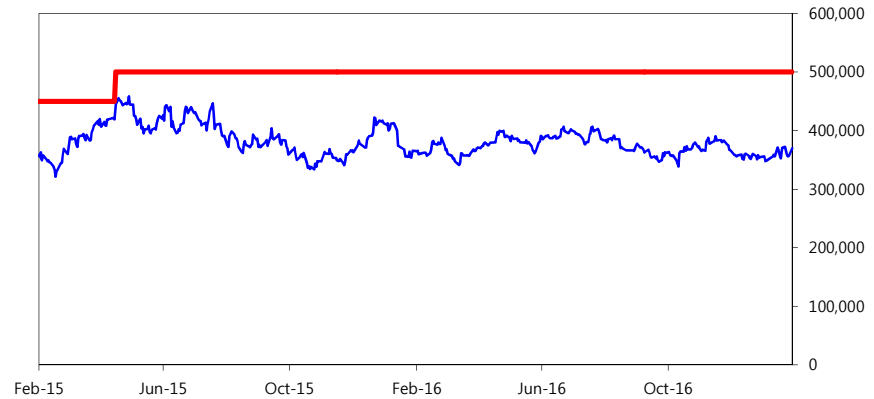
1) Animal Nutrition - Outsource production of commodities and accelerate shift to specialties



자료: 아지노모토, 한국투자증권

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
CJ제일제당(097950)	2015.03.11	매수	450,000 원
	2015.05.08	매수	500,000 원



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 20일 현재 CJ제일제당 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 CJ제일제당 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.