

# CJ제일제당 우 (097955)

기업분석보고서

(주)어니스트홀딩스

투자의견  
**매수**  
(상승여력 129%)  
목표주가  
**302,000원**



**EARNEST HOLDINGS**  
(주)어니스트홀딩스

**CJ제일제당 우 (097955)**  
금리 하락에 따른 우선주의 괴리율 축소만 해도 기회+해외 성장

✍️ (주)어니스트홀딩스 ☎️ 051-515-1520 ✉️ hyunmin@earnestholdings.co.kr

투자지표

거버넌스	성장가치	수익가치	자산가치	시가배당률
3.5/10점	보통+a	PER 4.1(E)	PBR 0.28	4.36%(E)

현재주가

132,000원

시가총액

1,752억

52주 신고가

162,000원

52주 신저가

121,900원

발행주식수

16,381,619주

자사주 보유율

2.19%

우선주식수

1,327,433주

대주주지분

0%

외국인지분율

33.05%

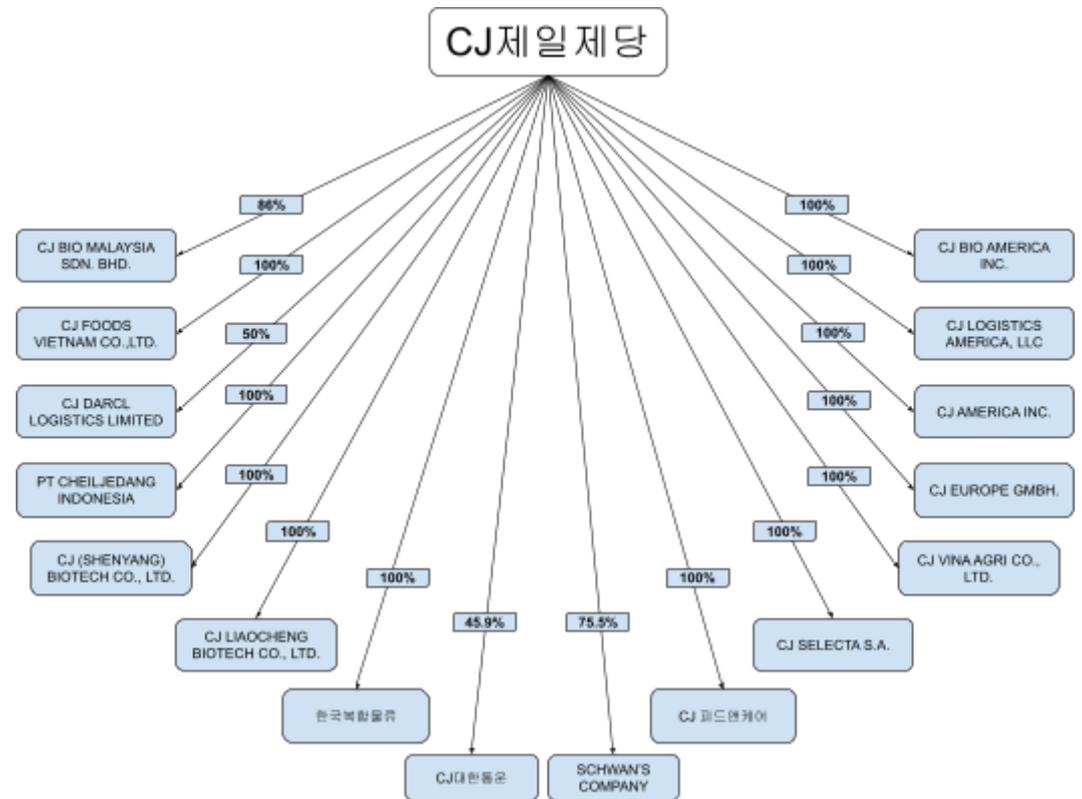
요약재무(본주 기준)

(단위:억 원)	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)
매출액	300,795	290,235	297,330	307,980	320,962
영업이익	16,647	12,916	16,244	17,964	19,234
순이익	8,027	5,595	7,371	8,699	9,773
순이익(지배)	5,959	3,859	5,299	6,575	7,370
우선주 DPS(원)	5,500	5,500	5,773	5,909	6,045

투자아이디어 요약

금리 인하의 시기다. 동사와 같이 금융 부채가 많은 기업들은 이자 비용이 줄어 이익이 늘어 날 수 있다. 더욱이 늘어난 이익으로 배당이 늘린다면 우선주와 보통주의 주가 괴리도 축소될 수 있다. 또한 동사가 전개 중인 글로벌 시장 확대 전략도 K푸드의 인지도 상승과 함께 점진적으로 진행되고 있다. 더해 최근 중국 경기 부양 기대감으로 인한 바이오사업 부문도 개선될 여지가 엿보인다. 3분기가 실적 바닥으로 추정된다. 따라서 최근 주가 조정을 'CJ제일제당 우선주'의 매수의 기회로 이용해 보면 어떨까?

지배구조



주주구성

	발행주식총수	자사주
보통주	15,054,186	357,307
우선주	1,327,433	1,129
계	16,381,619	358,436

주요주주	보통주	발행주식총수에 대한 지분율
CJ(주)	6,707,016	40.94%
이재현	70,931	0.43%
손경식	5,500	0.03%
김교숙	5,491	0.03%
이경후	22,015	0.13%
CJ나눔재단	30,351	0.19%
CJ문화재단	7,844	0.05%

사업의 내용

동사는 식품사업부문(설탕, 밀가루, 식용유, 조미료, 장류, 육가공식품, 신선식품, 쌀가공식품, 냉동식품, HMR, 건강식품 등 생산 및 판매)과 BIO사업부문(아미노산 등 생산 및 판매), Feed&Care사업부문(사료 및 축산 사업 영위)과 물류사업부문(국내외 물류사업 및 컨테이너사업, 택배사업 및 건설사업)으로 이뤄져 있다.

매출액 비중으로 살펴보면 식품사업부문 약 38%, BIO사업부문 약 14%, F&C사업부문 약 8%, 물류사업부문 약 40%이며, 영업이익 비중으로 살펴보면 식품사업부문 약 42%, BIO사업부문 약 26%, F&C부문 약 2%, 물류사업부문 약 29%다.

식품사업부문은 크게 가공식품사업(햇반, 비비고, 고메, 스팸, 슈완스 등)과 소재식품사업(백설 등)으로 나뉘며, BIO사업부문은 크게 Animal Nutrition(라이신, 메티오닌, 발린, 트립토판 등)과 Taste&Nutrition(핵산, MSG 등)으로 나뉘고, 물류사업부문은 CJ대한통운이다.

사업의 현황 및 분석

식품사업부문은 국내 가공식품과 국내 소재식품, 미주 쪽 수출, 아시아 태평양 및 유럽 쪽 수출, 슈완스로 나뉘 볼 수 있다.

식품사업부문의 매출액은 2019년 슈완스 인수 이후 볼륨이 커졌고, 이후 비비고의 성장과 수출 증가로 꾸준히 매출이 성장했다.

하지만 2023년부터 매출 성장률이 낮아졌는데, 이는 국내 소재식품 부문에서의 역성장과 슈완스를 제외한 가공식품의 성장세 둔화, 23년도 하반기 지상위 매각으로 인한 아시아 태평양 쪽 매출 감소에 기인하는 것으로 보인다.

국내 소재식품 부문의 역성장은 전년 ASP 상승으로 기저 부담에 따른 유지류 매출 부진에 의했다고 볼 수 있다. 최근 3개년 간 대두유 부문 매출액은 21년도 약 2,463억 이하, 22년도 약 4,760억 이하, 23년도 약 6,550억 이하, 24년도 반기 약 1,799억 이하로 추정된다.

대두유의 톤 당 ASP는 19년도 약 125만 원, 20년도 약 133만 원, 21년도 약 174만 원, 22년도 약 252만 원, 23년도 약 229만 원, 24년도 반기 약 198만 원으로 22년도 고점을 찍고 난 후 계속 하락하고 있다. 대두유 가격은 원재료인 대두 가격에 의해 좌우된다. 마찬가지로 대두 가격도 20년도 하반기부터 22년도 상반기까지 상승했고, 이후 조정 받고 횡보한 후 최근엔 20년도 상반기 가격 수준까지 다시 하락하고 있다.

<대두유 가격>



(US\$/LBS, 센트/파운드, 출처 : 네이버페이 증권)

<대두 가격>



(US\$/BSH, 센트/부셸, 출처 : 네이버페이 증권)

\*GSP : Global Strategic Product, K-Food 글로벌 확장을 위한 전략제품으로 만두, 롤, 치킨, Frozen Readymeal, Processed Rice, Noodle, Sauce&Seasoning, 김치, 김, Emerging(KSF) 등.

\*KSF : K-Street Food, 떡볶이, 핫도그, 김말이, 봉어빵, 호떡, 잡채, 오징어튀김, 전류 등 한지메뉴 기반의 제품

참고로, 대두를 짜서 나오는 기름은 대두유, 기름을 짜고 난 뒤 나오는 찌꺼기는 대두박이다. 대두박은 가축의 사료나 비료, 바이오디젤의 연료로 쓰인다.

한편, 가공식품 부문의 매출액 성장세 둔화는 23년도 초부터 쿠팡과의 마찰로 동사 제품의 쿠팡 판매가 원활하지 않았던 점과 급격한 금리 인상기에 따른 소비 둔화에 기인한 것으로 보인다. 또한 국내에서의 점유율 포화에 따른 성장률 둔화도 주요인이었을 것이다.

슈완스는 미국에서의 판매 성장과 유럽 시장 진출을 통해 가파른 매출 성장세를 보여줬다. 하지만 24년도 반기 누적 기준으로 매출액의 YOY 성장세가 둔화되는 것으로 보이는데, 이는 올해 들어 미국 및 유럽 쪽 경기 둔화 요인도 있었겠지만, 점유율 포화에 따른 성장률 둔화도 어느 정도 있는 것으로 보인다.

향후에는 신성장동력으로서 GSP제품(만두, 치킨, 즉석밥, 김치, 김, 소스, 롤, 떡볶이, 핫도그 등 글로벌전략제품) 판매가 중요할 것으로 보인다. 현재 동사는 회사 사업부문을 구조조정하면서 GSP에 더 집중하고 있는 것으로 보인다.

<GSP 제품>





(출처 : 매일경제 및 더그루)

배송이 개선되면  
소비자 만족도가 높아져  
매출 증가 예상

월마트 온라인 몰에서 비비고 만두에 대한 소비자들의 평가(후기)를 살펴보면 반응이 크게 두 갈래로 나뉜다. 맛있고 영양 및 가격 요소 모두 고려했을 때 좋은 제품이라는 평가와 배송 문제로 제대로 된 제품을 받아보지 못했다는 평가를 접할 수 있다.

<비비고 미니 치킨 야채 만두 고객 평가 및 리뷰 번역>

- 2024년 8월 26일

★★★★★

엘리자베스  
월마트 어시시메이트

너무 맛있고 쉬워요!! 5분이라고 하면 정말 그 말이예요. 기름에 간장을 조금 더 넣었는데 너무 맛있어요. 13개에 230칼로리밖에 안 되는데, 디핑소스가 필요 없어요. 가격, 맛, 영양을 생각하면, 공식적으로 피자를 대용품으로 만들 거예요.

도움이 되는?  (0)  (0) | [보고서](#)

---

- 2024년 7월 26일

★★★★★ 검증된 구매 ①

축복

예상치 못하게 좋았어요!

포를 만들어서 이것들을 넣었어요. 말 그대로 너무 맛있고 냉동으로 만들었지만 신선한 맛이 나요. 다음에 에어프라이로 튀겨 먹을 텐데 맛있을 거라는 걸 알 수 있어요.

도움이 되는?  (0)  (0) | [보고서](#)

---

- 2024년 9월 17일

★★★★★ 검증된 구매 ①

베스

정말 빠르고 쉽게 만들 수 있고, 맛있어요. 제 1살짜리 아이가 항상 먹는 음식이고, 개들에게도 나눠주지 않아요. 그는 대부분 음식을 개들과 나눠먹는 걸 좋아해요.

도움이 되는?  (0)  (0) | [보고서](#)

2025년 공장 및 물류센터 준공 예정

<p>2024년 6월 11일</p> <p>🔍 허스</p>	<p>★★★★☆ 검증된 구매 ①</p> <p><b>그들은 그것을 배송하지 않았습니다.</b></p> <p>결코 받지 못했습니다. 배송 일주일 전에 취소를 요청했습니다. 취소되지 않았고 배송되었습니다. 배송이 지연되었고 결국 월마트를 통해 환불을 받았다는 것 외에는 아무런 업데이트도 받지 못했습니다. 픽업 주문 중에 실수로 구매했습니다. 재고가 없어서 월마트에서 배송하는 줄 알았습니다. 이른바 회사에서는 구매하지 마세요. 못 받을 겁니다.</p> <p><a href="#">View less</a></p> <p>도움이 되는? 👍 (0) 👎 (0)   <a href="#">보고서</a></p>
<p>2024년 6월 4일</p> <p>🔍 캐서린</p>	<p>★★★★☆ 검증된 구매 ①</p> <p><b>건조 얼음 없이 늦게 도착했습니다</b></p> <p>냉동해야 할 음식을 냉장하지 않는다는 건 역겹네요! 드라이아이스도 없고, 아무것도 없어요! 일주일 전에 배송했는데, 제품이 썩은 채로 도착했고, 패키지를 열자마자 온 집안이 악취가 났어요. 내용물이 말 그대로 봉지에서 흘러나왔어요. 부끄러운 줄 아세요!</p> <p>도움이 되는? 👍 (0) 👎 (0)   <a href="#">보고서</a></p>
<p>2024년 6월 21일</p> <p>🔍 알리시아</p>	<p>★★★★☆ 검증된 구매 ①</p> <p><b>조심하세요-이 회사는 쓰레기입니다!</b></p> <p>이 무능한 판매자가 냉각 장치가 없는 상자에 제품을 넣어서 보내서 우리는 제품을 시도할 기회가 없었습니다. 제품이 얼마나 오랫동안 운송 중이었는지 또는 언제 배송될지 알려주지 않았습니다. 제품이 문 밖에 몇 시간 동안 놓여 있었을 수도 있습니다. 상자를 열었을 때, 패키지는 열로 인해 거의 더러웠습니다. 이 회사는 부주의하고 양질의 제품을 제공하는 데 관심이 없습니다.</p> <p><a href="#">View less</a></p> <p>도움이 되는? 👍 (0) 👎 (0)   <a href="#">보고서</a></p>
<p>2024년 6월 14일</p> <p>🔍 열라</p>	<p>★★★★☆ 검증된 구매 ①</p> <p><b>냉동식품을 배송용으로 구매하지 마세요</b></p> <p>이번 달에 냉동 만두 3팩을 수프용으로 샀는데, 받았을 때는 얼음과 함께 포장되지 않았고, 냉동 상태로 두어야 합니다. 받았을 때는 포장이 풀선 같았고 제품이 망가졌습니다. 반품을 위해 첫 번째 포장을 넣었지만 냄새가 너무 심해서 우편으로 보낼 수 없었습니다. 닭고기가 들어 있었고 끔찍했습니다. 망가진 음식을 우편으로 다시 보내는 방법은 역겹고 위험합니다. 첫 번째 포장은 쓰레기통에 버려야 했습니다. 이 두 개는 냉동고에 보관했습니다.</p> <p><a href="#">View less</a></p> <p>도움이 되는? 👍 (0) 👎 (0)   <a href="#">보고서</a></p>

(출처 : 월마트)

제품에 대한 반응은 대체적으로 좋은 편이나, 배송 문제에 대한 불만을 언급하는 소비자들이 많았다. 이를 달리 생각하면, 배송 문제 해결 시, 또 한 번의 폭발적인 성장이 가능할 것으로 예상된다. 현재 CJ제일제당은 미국 캔자스주 살리나의 슈완스 피자 공장에 2025년 상반기까지 물류센터를 완공할 예정이다. 슈완스와 비비고 등 물류 및 영업, 마케팅을 통합 관리할 수 있을 것으로 보인다. 그리고 종속회사 CJ대한통운의 미국 뉴센추리 콜드체인 물류센터 구축도 중장기적인 관점에서 위의 문제점을 해결할 수 있는 포인트가 될 수 있을 것으로 보인다. 또한, CJ제일제당은 자회사 슈완스를 통해 2025년 하반기 완공 목표로 사우스다코다주 수폴스에 6만 5,000m<sup>2</sup> 비비고 공장을 건설하겠다고 발표했다. 수폴스 공장에서는 비비고 만두, 즉석밥 등 인기 제품을 중점적으로 생산할 것으로 보이며, 이를 통해 성장을 둔화 상황을 타개하려는 것으로 보인다.

BIO사업부문은 매출액의 크기보다 영업이익률이 중요하다. 매출액이 커도 영업이익률이 낮아 영업이익이 작을 때도 있고, 매출액은 과거보다 작지만 영업이익률이 높아 영업이익이 클 때도 있기 때문이다.

BIO사업부문의 영업이익률은 17~19년도까지 5% 초중반 대였다가 20년도 10.2%, 21년도 12.7%, 22년도 13.1%, 23년도 6.1%, 24년도 반기 9.5%다.

20~22년도까지 영업이익률이 좋았던 주요 원인은 아미노산 호황기 및 글로벌 물류 적체로 인한 중국 경쟁사들의 비정상적인 수출 상황 때문이었다.

하지만 23년도엔 글로벌 물류 적체 상황이 정상화되어 중국 경쟁사들의 수출이 늘고, 아미노산 업황의 둔화도 찾아왔다. 아미노산 업황은 글로벌 축산 업황(수요)과 글로벌 경쟁사(공급)에 의해 좌우되며, 대두박(대체재) 가격에 어느 정도 상관계수를 보이는 편이다. 따라서 업황의 변동에 의해 동사의 이익 변동도 커지는 편이었다.

<중국 라이신 가격>



(출처 : 메리츠증권 리서치센터)

<대두박 가격>



(출처 : 네이버페이 증권)

하지만 최근 들어 동사는 트립토판 및 스페셜티AA 등 고수익 제품 중심으로 사업을 재편했고, 대형 아미노산도 고수익 지역 및 고수익 제형(액상) 중심으로 판매해 업황에 의한 이익 변동이 과거처럼 심하지 않을 것으로 예상된다.

<중국 트립토판 가격>

비주력 사업 매각 진행



(출처 : 메리츠증권 리서치센터)

또한, 동사는 브라질 자회사 셀렉타(사료 원료로 쓰이는 대두 등 농축대두단백 생산 업체)의 지분을 66% 보유하고 있었다. 하지만 최근 동사는 셀렉타를 매각하기 위해 잔여 지분 34%를 FI에게 추가 매입했다. 셀렉타의 매각 이유는 대두(박) 업황에 의한 회사 이익의 변동이 크기 때문인 것으로 추측된다.

CJ대한통운  
매출 증가세 지속

F&C사업부문은 사료 및 축산 사업이다. 매출 볼륨은 크지만 이익률이 낮고 적자가 날 때도 있으며, 업황에 의해 이익의 변동이 큰 편이다. 이에 동사는 F&C사업부문 내 적자를 내고 있는 CJ피드앤케어를 매각하고자 하는 움직임도 보이고 있다.

이익의 크기 자체는 업황 및 구조조정에 의해 작아졌지만 이익의 질(변동성)은 더 좋아지고 있는 것으로 보인다. 열상CJ푸드(중국 내 두부 사업부문)와 지상취, 셀렉타 매각 동향을 살펴보면 당장 이익이 줄어들더라도 길게 봤을 때 안정성 있고 수익성 좋은 쪽으로 집중하고, 업황에 의한 이익의 변동이 큰 부문을 축소 또는 정리하는 방향으로 사업을 재편하고 있는 것으로 보인다.

최근 CJ대한통운 또한 크게 네 가지 경로를 통해 기업의 질이 바뀌고 있다. 풀필먼트 사업 확대와 주 7일 배송, 자동화 시스템 도입, 해외 사업 확장이다. 이미 신세계와 쓱닷컴, 알리, 테무, JW중외제약 등 물류 및 배송 시스템이 필요한 다양한 기업들이 CJ대한통운과 함께 사업을 진행하고 있다. 현재 단일부문 영업이익률이 높은 풀필먼트 사업의 확장세가 좋은 편이며, 주 7일 배송까지 시행된다면 향후엔 여기서 발생할 규모의 경제도 클 것으로 보인다. 한편, 물류 및 배송 산업 특성상 인건비가 전체 비용에서 차지하는 비중이 크다. CJ대한통운의 경우, 자동화에 대한 열의가 큰 편이라 향후 영업이익률의 개선 가능성과 여지가 큰 편으로 보인다. 참고로, CJ대한통운의 과거 영업이익률은 3~4% 정도였다.

현재 CJ대한통운은 미국 뉴센추리 지역에 냉장 및 냉동 제품 물류에 특화된 콜드체인 물류센터(27,034m<sup>2</sup> 규모)를 구축하고 있다. 해당 물류센터는 2025년 3~4분기부터 운영될 예정이며, 미국 전역의 85% 지역에 이틀 내 운송이 이뤄질 수 있다. 센터 인근 6km에 고속도로가 이어지고 20km 이내에 미국 대규모 화물 철도 회사인 BNSF의 대륙횡단선이 있어 철도와 연계한 장거리 운송이 용이하다. 해당 센터는 글로벌 식품기업 업필드의 제품을 대상으로 물류를 수행할 계획인 것으로 보인다. 이뿐 아니라, 일리노이주 엘우드 및 데스플레인, 뉴저지주 시코커스 물류센터 건설, 장성복합물류터미널 신축, 사우디 GDC(글로벌권역물류센터) 구축과 같이, CJ대한통운은 해외에서의 사업도 활발히 진행 중이다.

2025년 기준 매출액 약 12조 8,000억 수준, 영업이익 약 5,600억 수준까지 바라볼 수 있을 것으로 보인다. 향후에도 지금까지 그룹의 캐시카우 역할을 해줄 것으로 기대되며, 추가적인 성장과 영업이익률의 개선도 기대해 볼 법하다.

## 투자아이디어

### 능력있는 대표이사 및 임직원 부임

강신호 CJ그룹 부회장은 동사의 대표이사로서 2024년 3월에 부임했다. 강 대표의 역량은 과거 행적에서부터 엿볼 수 있다. 별칭이 '실적 해결사'라는 말이 있을 정도다. 과거 CJ대한통운의 실적을 개선한 이력이 있다. 21~23년도 재임 당시 영업이익률을 3%대에서 4%대로 1%p나 끌어올렸다. 회사의 대표는 매우 중요하다. 대표가 바뀌고 나서 기업의 질이 바뀌고 있는 예로서 롯데월드푸드(대표이사 이창엽)가 있다. 또한, 유능한 임직원들이 각자 직무에서 뛰어난 능력을 발휘하고 있어 CJ제일제당의 향후 변화도 기대해 볼 법하다.

### 금리인하기 도래

최근 가공식품 부문의 매출액 성장을 둔화시키는 급격한 금리 인상에 의한 소비 위축도 어느 정도 존재했던 것으로 보인다. 이에 금리 인하기에 도래한 최근, 앞으로는 소비의 반등을 기대해 볼 수 있을 것 같다.

<국내 소비동향 분기별 추이>

쿠팡과의 거래 재개



(출처 : 한국은행 및 통계청)

또한, 금리 인하가 도래하면 동사처럼 부채가 많은 상황에서는 이자 비용이 감소해 동사의 이익이 늘어날 수 있다. 늘어난 이익으로 향후 재투자를 통해 추가적인 성장 동력을 확보할 수도 있을 것이고, 또는 부채 상환을 통해 이익의 증가를 노릴 수도 있을 것이며, 또는 주주 환원을 할 수도 있을 것이다. 만약 주주 환원을 늘린다면 동사의 보통주와 우선주 괴리율이 축소될 수도 있을 것으로 판단된다. 동사의 보통주 및 우선주 괴리율은 50% 이상 차이 날 만큼 우선주의 소외가 심한 상황이다.

쿠팡 판매 재개 및 수익성 위주 구조조정, 미래 성장 집중

올해 8월 초중순부터 순차적으로 동사 제품을 쿠팡에서도 팔 수 있게 되었다. 쿠팡과의 관계 개선 및 거래 재개를 통해 향후에는 국내 가공식품 부문의 성장세 둔화를 타개할 수 있을 것으로 보인다.

BIO사업부문은 과거 라이신 업황에 의해 이익의 변동이 컸지만, 최근 고수익 제품 중심으로 사업을 재편해 이익 변동을 줄여 이익의 질을 높였다.

또한, CJ셀렉타 및 CJ피드앤케어 부문도 업황에 의한 이익의 변동이 큰 부문이었지만 이를 매각하고자 하는 것으로 보인다. 이들을 매각한다면 해당 매각 자금으로 향후 GSP제품(만두, 치킨, 즉석밥, 김치, 김, 소스, 롤, 떡볶이, 핫도그 등)의 미주 및 유럽 쪽으로의 전개에 더 집중할 수 있을 것으로 생각된다. K푸드의 인기는 과열권에서 잠시 식어서 속도가 둔화할 수 있지만, 방향성은 바뀌지 않을 것으로 보인다.

또한 동사는 생분해 소재에 대한 자체 기술력을 보유하고 있고, 관련 사업을 추진 및 확대해 나가고 있다. 이 부분도 향후 성장 동력으로서 작용할 수 있을 것이다.

가치평가&목표주가

2025년 기준 CJ셀렉타 및 CJ피드앤케어 매각을 가정한 추정.

국내 가공식품 매출액 약 4조 603억, 국내 소재식품 매출액 약 2조 500억, 미주 매출액 약 5조 2,670억, 아태 및 유럽 매출액 약 9,421억 정도 나와줄 수 있을 것으로 예상된다. 식품사업부문 매출액 약 12조 3,194억에 영업이익률 약 6% 적용 시, 약 7,392억의 영업이익을 예상해 볼 수 있다.

BIO사업부문의 과거 영업이익률은 1.98%~10.39%까지 변동이 컸다. 하지만 최근 들어 동사는 고수익 제품 등에 집중해 이익의 변동을 줄이려는 노력을 하고 있어, 향후 영업이익률을 8.5%로 가정하는 것도 관찰을 것으로 보인다. 또한 최근 중국의 부양책으로 돼지고기 수요가 늘 가능성도 있어 BIO사업부문의 영업이익률에 긍정적일 것으로 예상된다. BIO사업부문 매출액 약 4조 2,000억 정도로 가정 시, 약 3,570억 정도의 영업이익을 추산해 볼 수 있을 것이다.

한편, F&C부문은 현재 셀렉타 매각이 진행 중이며, CJ피드앤케어도 매각하려고 하는 것으로 보인다. 최근 적자에서 탈출해 흑자를 내고 있지만, 보수적으로 F&C부문의 영업이익을 추가하지 않더라도 크게 문제가 되지 않을 것으로 보인다.

물류사업부문은 11조 3,500억의 매출액과 4.2%의 영업이익률을 가정 시, 약 4,767억 가량의 영업이익이 추산된다.

이에 F&C부문을 제외한 연결 기준 매출액은 약 27조 8,694억, 영업이익은 약 1조 5,729억으로 추산해 볼 수 있을 것 같다. 이자비용의 경우, 약 11조 가량의 이자부 부채에서 평균 이자비용RATE(이자비용/이자부부채)를 3.5%로 가정 시, 약 3,850억의 이자비용이 발생할 것으로 보인다(이자율 1%P 당 약 1,100억 가량의 이자비용 가감). 지배지분 기준 당기순이익은 약 7,068억으로 가정해 볼 수 있을 것 같다. 이 경우, 지배지분 및 우선주 기준 당기순이익은 약 572.7억 정도로 추산되며, 이는 최근 시총 기준 우선주 PER이 약 3.06배 정도 수준이다.

보통주 당기순이익 기준 10배의 멀티플을 적용할 경우, 적정 시가총액은 약 7조 680억으로 볼 수 있을 것 같다. 우선주는 의결권이 없기에 보통주의 70%의 할인율을 가정하면, 우선주의 적정 시가총액은 약 4,009억(적정 주가는 약 302,048원)으로 볼 수 있다.

2026년 기준 CJ셀렉타 및 CJ피드앤케어 매각, GSP제품의 판매 호조로 해외 매출 성장이 좋은 상황으로 가정한 추정.

국내 가공식품 매출액 약 4조 2,836억, 국내 소재식품 매출액 약 2조 1,000억, 미주 매출액 약 6조 571억, 아태 및 유럽 매출액 약 1조 834억 정도 판매 가능할 것으로 예상된다. 주요 원재료인 원당 및 밀가루 등이 하락해 준다면 영업이익률 6.25%까지도 기대해 볼 수 있다. 이 경우, 약 8,453억의 영업이익을 기대해 볼 수 있다.

F&C부문의 영업이익을 보수적으로 추가하지 않고 BIO부문 및 물류사업부문의 영업이익도 2025년 추정한 것과 비슷하다고 가정한다면 F&C부문을 제외한 연결 기준 매출액은 약 29조 741억, 영업이익은 약 1조 6,790억으로 추정 할 수 있다. 이자비용도 중립금리 수준을 기준으로 2025년과 유사하다고 가정한다면, 지배지분 기준 당기순이익은 약 7,874억 정도로 추정된다. 이 경우, 지배지분 및 우선주 기준 당기순이익은 약 638억 정도로 추산되며, 이는 최근 시총 기준 우선주 PER이 약 2.75배 수준이다.

## 결론

우선주와 보통주의 괴리율만으로도 약 45%의 상승 여력이 있다. 동사는 현재 수익성 위주의 사업으로 구조조정 중이며, 향후에도 오래도록 꾸준하게 성장할 수 있는 회사다. 우선주의 내재가치는 30만2000원으로 129%의 상승 여력이 있다고 판단된다. 그러나 저평가되고 소외되어 있는 동사의 우선주가 즉시 정당한 가치로 평가받기를 기대하는 것은 아니다.

그러나 아무도 이런 상황을 주목하고 있지 않을 때 장기적인 안목으로 남들보다 한발 앞서 회사와 함께한다면 추후 만족스러운 성과를 안겨줄 수 있을 것으로 보인다.

[홈페이지 및 블로그] – 새로운 정보를 업데이트 받으세요!

- 어니스트홀딩스 홈페이지 <https://www.earnestholdings.co.kr/>
- 어니스트홀딩스 블로그 <https://blog.naver.com/shinhyhy>

[면책조항]

- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

감사합니다.