



CJ제일제당 (097950)

주요 지표들의 회복 확인

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(상향): 470,000원

현재 주가(2/13)	298,000원
상승여력	▲57.7%
시가총액	44,861억원
발행주식수	15,054천주
52 주 최고가 / 최저가	347,000 / 262,000원
90 일 일평균 거래대금	75.47억원
외국인 지분율	23.4%

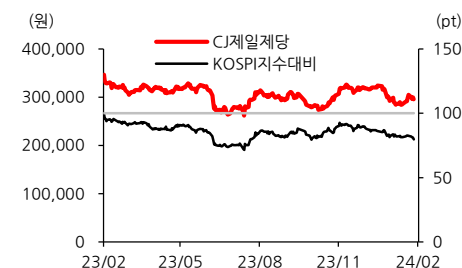
주주 구성	
CJ (외 9 인)	45.5%
국민연금공단 (외 1 인)	12.4%
자사주 (외 1 인)	2.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.0	-2.9	-3.2	-14.1
상대수익률(KOSPI)	-3.9	-13.2	-5.5	-22.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	30,080	29,023	30,373	31,895
영업이익	1,665	1,292	1,603	1,802
EBITDA	3,068	2,764	3,062	3,246
지배주주순이익	596	386	547	676
EPS	39,097	25,758	36,724	45,343
순차입금	9,637	6,877	6,396	5,751
PER	9.7	12.4	8.1	6.6
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.1	4.3	3.6	3.2
배당수익률	1.4	1.7	2.3	2.7
ROE	9.3	5.6	7.5	8.7

주가 추이



기대치를 하회한 4분기

2023년 4분기 CJ제일제당의 연결 매출액은 7조 2,894억원(-3.7% YoY, -2.1% QoQ), 영업이익은 2,983억원(+24.0% YoY, -24.7% QoQ)으로 컨센서스 영업이익의 2,973억원에 부합했다. 하지만 대한통운을 제외한 영업이익은 1,579억원(+28.2% YoY)으로 컨센서스 영업이익 1,656억원, 종전 추정 영업이익 1,878억원은 하회했다. 하회 주 요인은 1) 업황 악화에 따른 판가 하락으로 셀렉타 영업손실이 439억원(-547억원 YoY), 2) 인니 사료 판매량 감소 및 베트남 양돈 판가 하락(-14% YoY, -19% QoQ)으로 F&C 영업손실이 426억원(-104억원 YoY)에 달했기 때문이다.

셀렉타와 F&C 실적이 크게 부진했음에도 3) 국내 가공식품 매출액은 +6% YoY(이하 YoY), 미주 가공식품 매출액은 원화 기준 +4%, 달러 기준 +8% 성장한 점을 눈여겨 볼 필요가 있다. 국내 식품의 경우 설 시점 차로 인한 선물세트 기저부담이 상당했던 점을 고려할 필요가 있고 DTC 물(+36%) 및 네이버, 쿠팡, B마트 등 전략적 협업 플랫폼(+96%) 매출 규모 확대로 국내 식품 온라인 매출액이 오랜만에 성장 전환(+8%)한 점도 유의미하다. 미주 가공식품의 경우 시장 성장 둔화에도 전략 품목의 점유율 확대에 기인한 외형 성장으로 영업이익이 +25% 증가되었다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 470,000원으로 상향(+12%)

목표주가 상향은 이익 추정치 상향 조정에 기인한다. 2024년 대한통운을 제외한 CJ제일제당의 매출액은 18조 7,664억원(+5%), 영업이익은 1조 873억원(+33%)으로 전망한다. 사업부문별 매출 성장률 전망치는 국내 가공식품, 해외 가공식품, 바이오, F&C 각각 +5%, +8%, +4%, +3%로 핵심 사업부인 식품을 중심으로 한 성장이 예상된다. 2023년 영업손실이 864억원에 달했던 F&C의 경우 축산 제조회사가 4Q23이 피크였던 점, 축산가도 공급 감소, 수요 증가로 점진적 상승이 예상되는 점을 감안하면 2024년 영업손실은 94억원에 그칠 것으로 추정한다. 2023년 영업손실이 407억원에 달했던 셀렉타의 경우에도 연내 매각 시 적자 기여는 우려 대비 완화될 전망이며 매각 대금 유입 시 재무구조 개선도 기대된다. 국내 가공식품은 가격인상 없이도 판매량 중심의 성장세가 본격화될 전망이며 해외 가공식품은 전략 품목 중심의 매출 확대가 미주뿐만 아니라 일본, 유럽 등에서도 성장을 주도해갈 전망이다. 비중확대 시점이다.

[표1] CJ제일제당 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	7,071	7,219	7,443	7,289	7,233	7,408	7,934	7,797	29,023	30,373	31,895
식품	2,760	2,732	3,006	2,767	2,831	2,844	3,251	2,991	11,264	11,917	12,698
가공	2,222	2,151	2,389	2,328	2,338	2,286	2,592	2,512	9,091	9,728	10,422
국내	868	841	1,054	942	924	885	1,110	981	3,705	3,899	4,084
해외	1,354	1,310	1,335	1,387	1,414	1,401	1,482	1,531	5,386	5,828	6,339
미주	1,077	1,037	1,092	1,175	1,167	1,129	1,201	1,287	4,381	4,783	5,164
중국	110	104	67	48	73	79	81	58	329	290	334
일본	88	88	83	65	82	97	93	74	324	347	376
기타	79	82	93	98	93	96	107	112	353	408	465
소재	538	581	617	438	493	558	659	479	2,173	2,189	2,276
바이오	992	1,046	1,058	1,038	973	1,077	1,124	1,110	4,134	4,285	4,542
Feed&Care	657	645	609	581	635	592	665	673	2,492	2,564	2,623
물류	2,663	2,796	2,770	2,904	2,794	2,896	2,894	3,023	11,133	11,606	12,031
YoY (%)	1.3	-4.0	-7.1	-3.7	2.3	2.6	6.6	7.0	-3.5	4.6	5.0
식품	5.8	4.8	-1.6	-2.3	2.6	4.1	8.1	8.1	1.4	5.8	6.6
가공	6.5	5.9	-1.4	1.3	5.2	6.3	8.5	7.9	2.9	7.0	7.1
국내	-4.6	3.3	1.3	5.6	6.4	5.2	5.3	4.2	1.3	5.3	4.7
해외	15.1	7.7	-3.4	-1.4	4.5	6.9	11.0	10.4	4.0	8.2	8.8
미주	17.7	13.1	1.2	4.5	8.3	8.9	10.0	9.5	8.6	9.2	8.0
중국	8.2	-11.6	-45.1	-58.4	-34.0	-24.0	20.3	20.7	-28.1	-11.7	15.0
일본	7.0	-16.3	-16.1	-20.7	-5.8	9.9	12.6	14.3	-12.1	7.2	8.5
기타	2.1	6.2	13.1	18.7	16.8	17.6	14.5	13.8	10.2	15.5	14.0
소재	2.8	0.9	-2.7	-18.1	-8.3	-3.9	6.9	9.3	-4.1	0.7	4.0
바이오	-8.4	-20.7	-19.2	-9.1	-1.9	3.0	6.2	6.9	-14.8	3.6	6.0
Feed&Care	4.8	-3.5	-21.4	-22.8	-3.3	-8.3	9.2	15.8	-11.7	2.9	2.3
물류	0.1	-4.3	-3.5	2.1	4.9	3.6	4.5	4.1	-1.5	4.2	3.7
영업이익	253	345	396	298	345	349	474	435	1,292	1,603	1,802
식품	134	143	234	144	170	165	263	170	655	767	842
바이오	63	84	47	57	72	68	74	115	251	329	385
Feed&Care	-47	9	-6	-43	-16	-9	7	9	-86	-9	36
물류	102	109	121	140	119	125	131	142	472	516	540
YoY (%)	-42.0	-31.7	-18.2	24.0	36.6	1.4	19.6	45.8	-22.4	24.1	12.4
식품	-21.0	-14.9	11.8	86.5	26.5	15.8	12.2	18.2	4.9	17.2	9.7
바이오	-64.1	-62.1	-70.6	-27.4	14.7	-18.8	56.6	101.9	-60.5	31.0	16.9
Feed&Care	적전	158.8	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
물류	44.6	-1.9	23.8	19.6	16.6	14.5	8.2	0.9	19.1	9.3	4.5
영업이익률 (%)	3.6	4.8	5.3	4.1	4.8	4.7	6.0	5.6	4.5	5.3	5.7
식품	4.9	5.2	7.8	5.2	6.0	5.8	8.1	5.7	5.8	6.4	6.6
바이오	6.4	8.1	4.5	5.5	7.4	6.4	6.6	10.3	6.1	7.7	8.5
Feed&Care	-7.1	1.4	-1.0	-7.3	-2.5	-1.5	1.0	1.3	-3.5	-0.4	1.4
물류	3.8	3.9	4.4	4.8	4.3	4.3	4.5	4.7	4.2	4.4	4.5

주1: 중국 식품 실적의 경우 2023년 7월 지상귀(자차이, 장류를 생산했던 중국 자회사) 매각으로 2023년 8월 이후부터 제외되어 있음

주2: 바이오 부문에는 FNT가 포함되어 있음

주3: 바이오에 포함되어있는 셀렉타의 경우 2024년 내 매각 예정이나 매각 완료 시점이 정해지지 않아 실적 전망치에는 모두 포함되어 있음. 매각 완료 시점 확정 시 제외 예정

자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	26,289	30,080	29,023	30,373	31,895
매출총이익	5,782	6,555	6,063	6,534	6,987
영업이익	1,524	1,665	1,292	1,603	1,802
EBITDA	2,790	3,068	2,764	3,062	3,246
순이자손익	-239	-329	-363	-327	-304
외화관련손익	-91	-99	111	6	58
지분법손익	216	32	39	35	37
세전계속사업손익	1,218	1,246	732	1,130	1,354
당기순이익	892	803	559	792	949
지배주주순이익	613	596	386	547	676
증가율(%)					
매출액	8.4	14.4	-3.5	4.6	5.0
영업이익	12.1	9.2	-22.4	24.1	12.4
EBITDA	5.5	10.0	-9.9	10.8	6.0
순이익	13.5	-10.1	-30.3	41.6	19.8
이익률(%)					
매출총이익률	22.0	21.8	20.9	21.5	21.9
영업이익률	5.8	5.5	4.5	5.3	5.7
EBITDA 이익률	10.6	10.2	9.5	10.1	10.2
세전이익률	4.6	4.1	2.5	3.7	4.2
순이익률	3.4	2.7	1.9	2.6	3.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	1,686	1,627	4,271	1,980	2,127
당기순이익	892	803	559	792	949
자산상각비	1,265	1,403	1,473	1,459	1,444
운전자본증감	-693	-1,134	1,436	-81	-68
매출채권 감소(증가)	-570	-644	78	-221	-171
재고자산 감소(증가)	-246	-704	405	-195	-151
매입채무 증가(감소)	236	341	972	356	275
투자현금흐름	-625	-1,498	-1,443	-1,431	-1,415
유형자산처분(취득)	-1,252	-1,309	-1,200	-1,180	-1,160
무형자산 감소(증가)	-96	-115	-146	-146	-146
투자자산 감소(증가)	381	-122	-20	-21	-22
재무현금흐름	-1,274	552	-2,464	-468	-385
차입금의 증가(감소)	-100	1,130	-2,376	-380	-296
자본의 증가(감소)	-114	-180	-88	-88	-88
배당금의 지급	-114	-180	-88	-88	-88
총현금흐름	2,849	3,130	2,835	2,060	2,195
(-)운전자본증가(감소)	527	749	-1,436	81	68
(-)설비투자	1,343	1,443	1,200	1,180	1,160
(+)자산매각	-6	19	-146	-146	-146
Free Cash Flow	973	958	2,925	654	821
(-)기타투자	-177	338	77	85	88
잉여현금	1,150	620	2,848	569	733
NOPLAT	1,117	1,073	987	1,124	1,264
(+) Dep	1,265	1,403	1,473	1,459	1,444
(-)운전자본투자	527	749	-1,436	81	68
(-)Capex	1,343	1,443	1,200	1,180	1,160
OpFCF	512	284	2,696	1,322	1,479

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	7,726	9,788	9,731	10,291	11,007
현금성자산	1,407	2,288	2,672	2,773	3,121
매출채권	2,921	3,248	3,170	3,391	3,561
재고자산	2,338	3,201	2,796	2,991	3,141
비유동자산	19,130	20,225	20,217	20,207	20,198
투자자산	3,449	3,654	3,773	3,896	4,025
유형자산	11,161	11,913	11,790	11,662	11,528
무형자산	4,520	4,658	4,654	4,649	4,644
자산총계	26,856	30,013	29,947	30,499	31,205
유동부채	7,916	9,750	9,468	9,489	9,430
매입채무	3,677	4,140	5,113	5,468	5,744
유동성이자부채	3,663	5,064	3,788	3,430	3,072
비유동부채	8,133	8,735	8,653	8,724	8,902
비유동이자부채	6,346	6,861	5,761	5,739	5,800
부채총계	16,049	18,484	18,121	18,213	18,332
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,116	1,129	1,129	1,129	1,129
이익잉여금	4,940	5,452	5,749	6,208	6,796
자본조정	-24	93	93	93	93
자기주식	-100	-100	-100	-100	-100
자본총계	10,807	11,529	11,827	12,286	12,873

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	40,267	39,097	25,758	36,724	45,343
BPS	373,194	412,396	430,571	458,584	494,452
DPS	5,000	5,500	5,500	7,000	8,000
CFPS	173,896	191,092	173,052	125,779	133,996
ROA(%)	2.3	2.1	1.3	1.8	2.2
ROE(%)	10.8	9.3	5.6	7.5	8.7
ROIC(%)	6.2	5.5	5.1	6.3	7.0
Multiples(x, %)					
PER	9.6	9.7	12.4	8.1	6.6
PBR	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.2	2.0	1.8	2.4	2.2
EV/EBITDA	5.3	5.1	4.3	3.6	3.2
배당수익률	1.3	1.4	1.7	2.3	2.7
안정성(%)					
부채비율	148.5	160.3	153.2	148.2	142.4
Net debt/Equity	79.6	83.6	58.2	52.1	44.7
Net debt/EBITDA	308.4	314.1	248.8	208.9	177.2
유동비율	97.6	100.4	102.8	108.5	116.7
이자보상배율(배)	5.6	4.5	3.2	4.3	5.2
자산구조(%)					
투자자본	79.2	77.5	73.6	72.9	71.5
현금+투자자산	20.8	22.5	26.4	27.1	28.5
자본구조(%)					
차입금	48.1	50.8	44.7	42.7	40.8
자기자본	51.9	49.2	55.3	57.3	59.2

[Compliance Notice]

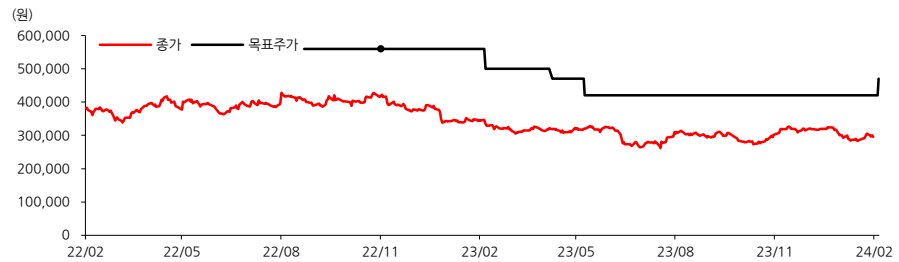
(공표일: 2024년 2월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[CJ제일제당 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.08.30	2022.08.30	2022.10.14	2022.11.15	2022.12.09
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	560,000	560,000	560,000	560,000
일 시	2023.01.04	2023.02.14	2023.04.17	2023.05.17	2023.06.22	2023.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	560,000	500,000	470,000	420,000	420,000	420,000
일 시	2023.11.20	2024.02.14				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	420,000	470,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.30	Buy	560,000	-31.33	-23.66
2023.02.14	Buy	500,000	-36.10	-33.10
2023.04.17	Buy	470,000	-32.83	-31.38
2023.05.17	Buy	420,000	-28.70	-21.79
2024.02.14	Buy	470,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%