

2023. 11. 14



Company Analysis | 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우

02 3779 8431_ jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	420,000 원
현재주가	307,000 원
상승여력	36.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (11/13)	2,403.76 pt
시가총액	46,216 억원
발행주식수	15,054 천주
52 주 최고가/최저가	422,000 / 262,000 원
90 일 평균거래대금	77.96 억원
외국인 지분율	22.7%
배당수익률(23.12E)	1.8%
BPS(23.12E)	425,943 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 12.0%
	6개월 -0.6%
	12개월 -22.9%
주주구성	CJ (외 9인) 45.5%
	국민연금공단 (외 1인) 12.0%
	자사주 (외 1인) 2.4%

Stock Price



CJ제일제당 (097950)

3Q23 Review: 반전 시그널

드디어 국내식품 Q 성장!

CJ제일제당은 2023년 3분기 매출액 7조 4,434억원(-7.1% YoY), 영업이익 3,960억원(-18.2%, OPM 5.3%), 지배주주순이익 2,009억원(-19.7%, NPM 2.7%)을 달성하며 시장 기대치 3,823억원에 부합했다(시장 컨센서스 대비 +3.6%). 대한통운 제외 매출액은 4조 6,733억원(-9.1%), 영업이익은 2,753억원(-28.8%, OPM 5.9%)을 기록했다.

[식품] 매출액 3조 59억원(-1.6%), 영업이익 2,341억원(+11.8%, OPM 7.8%)을 달성하면서 올해 들어 3분기 만에 영업이익 플러스 전환에 성공했다(식품 영업이익 증감률: 1Q23 -21.0% → 2Q23 -14.9% → 3Q23 +11.8%). 가공식품 판매량 증가와 판매비 효율화가 주효했다. **국내 식품**(-0.2%)은 전년 높은 베이스 부담에도 불구하고, 고물가에 따라 외식 대체 수요가 증가하면서 가공식품을 중심으로 3Q22부터 지속된 Q 감소가 해소되었다(그림3 참고). **해외 식품**(-3.4%)은 미주의 높은 베이스 및 비우호적인 환율 영향, 아시아 경기 부진 및 자산주 매각으로 소폭 역신장했다. 3Q23 **미주 실적**은 매출액 1조 917억원(+1.2%), 영업이익 867억원(+8.6%, OPM 7.9%)으로 여전히 높은 수익성을 유지 중이며, 4Q23E에도 달러화 기준 하이 싱글 수준의 매출 성장이 기대된다.

[BIO+FNT] 매출액 1조 460억원(-20.7%), 영업이익 471억원(-70.6%, OPM 4.5%)을 기록했다. **BIO** 매출액, 영업이익은 각각 -17.0%, -89.6% 감소했다. 트립토판, 스페셜티 AA가 +30%대 고성장세를 유지하며 대형 아미노산 하락분을 상쇄하였으나, 대두 관련 시세 하락에 따라 CJ셀렉타 실적이 둔화되며 낮은 수익성을 기록한 결과다(OPM 1.1%).

FNT 매출액, 영업이익은 각각 -29.7%, -40.4% 감소했다. 주 시장인 북미·유럽의 수요 감소에 기인하나, 꾸준한 원가 경쟁력 개선으로 높은 마진율을 유지했다(OPM 27.3%).

[Feed&Care] 매출액 6,092억원(-5.7%), 영업적자 59억원(적자전환)을 기록했다. 사료는 인니 판매량 감소, 축산은 베트남 돈가 상승폭 미진(+2% QoQ)으로 실적이 부진했다.

투자의견 BUY, 목표주가 420,000원 유지

CJ제일제당에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 420,000원을 유지한다(당사 추정치 기준 9.2배에 거래 중). 4Q23 가이던스는 매출액 로우 싱글 감소, OPM 4~5%를 제시했다. 내년은 높았던 베이스 부담이 사라지고, 식품·바이오 업황이 반전되면서 안정적인 실적 성장이 예상된다('24E 매출액 +5.2%, 영업이익 +19.5% YoY 추정). 곡물 가격 단계적 하락, 가공식품 수요 증가, 바이오 스팟 가격 상승 등 반전 시그널이 긍정적이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	26,289	30,080	29,217	30,653	32,588
영업이익	1,524	1,665	1,331	1,555	1,866
순이익	892	803	410	570	785
EPS (원)	41,246	40,047	18,267	33,329	46,088
증감률 (%)	-10.9	-2.9	-54.4	82.5	38.3
PER (x)	9.4	9.5	16.8	9.2	6.7
PBR (x)	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
영업이익률 (%)	5.8	5.5	4.6	5.1	5.7
EBITDA 마진 (%)	10.6	10.2	9.8	10.0	10.4
ROE (%)	10.8	9.3	4.0	6.9	8.9

주: IFRS 연결 기준

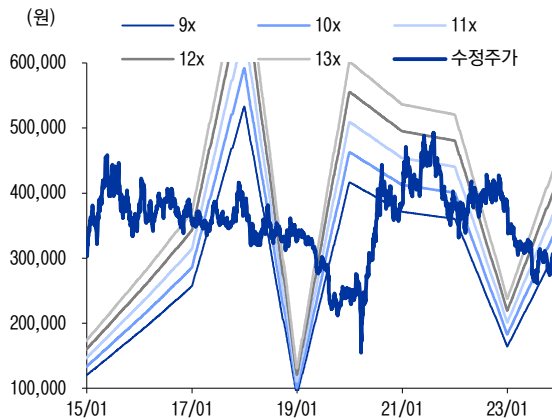
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 CJ제일제당 3Q23 Review

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)	컨센서스	컨센 대비(%)
매출액	7,443.4	8,011.9	-7.1	7,219.4	3.1	7,682.1	-3.1
영업이익	396.0	484.2	-18.2	344.6	14.9	382.3	3.6
지배주주순이익	200.9	168.6	19.1	65.9	204.7	157.6	27.5
OPM(%)	5.3	6.0	-0.7	4.8	0.5	5.0	0.3

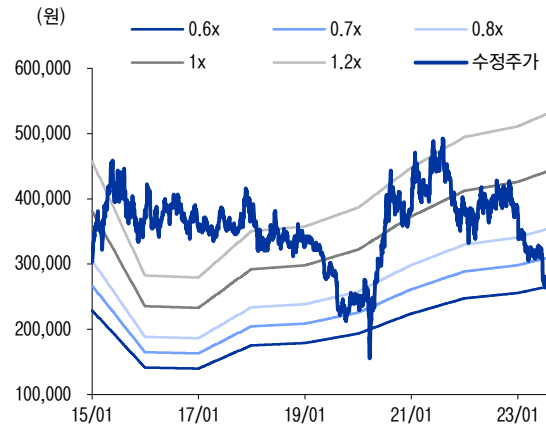
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 CJ제일제당 PER 밴드 차트



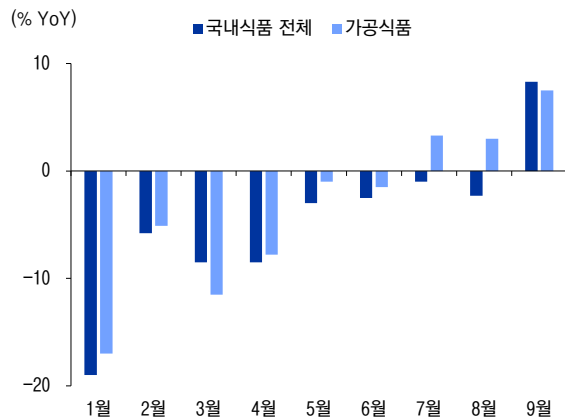
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CJ제일제당 PBR 밴드 차트



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

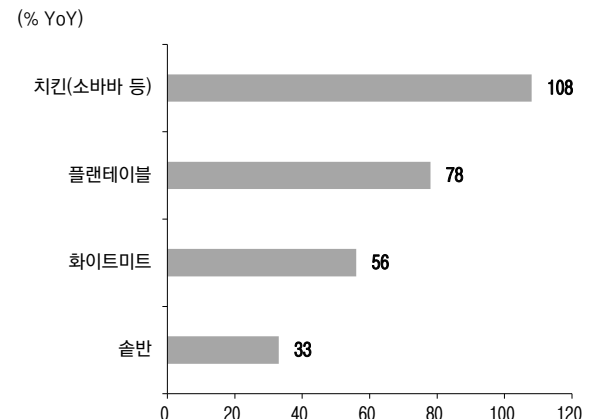
그림3 2023년 월별 국내식품 판매량 증감률



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 선물세트 제외 기준

그림4 국내식품 신규 품목 3Q23 누적 매출 성장률



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 화이트미트 = 닭가슴살 등 지방이 적고 단백질이 많은 고기

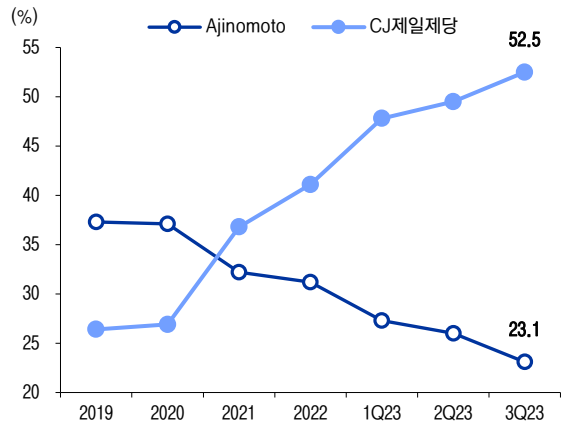
표2 CJ제일제당 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	6,979.9	7,516.6	8,011.9	7,571.1	7,071.2	7,219.4	7,443.4	7,483.0	30,079.5	29,217.0	30,653.1
대한통운 제외 매출액	4,318.6	4,594.2	5,139.9	4,726.7	4,408.1	4,423.3	4,673.3	4,566.4	18,779.4	18,071.1	19,012.8
1) 식품 부문	2,609.5	2,606.3	3,055.8	2,832.6	2,759.6	2,732.2	3,005.9	2,901.9	11,104.2	11,399.6	12,077.5
소재식품	523.0	575.6	633.5	534.8	537.7	580.8	616.7	546.0	2,266.9	2,281.2	2,318.7
국내 가공식품	910.0	814.0	1,040.1	892.1	867.9	841.0	1,054.1	938.5	3,656.2	3,701.5	3,853.8
해외 가공식품	1,176.5	1,216.7	1,382.2	1,405.7	1,354.0	1,310.4	1,335.1	1,417.4	5,181.1	5,416.9	5,905.0
- 미주	915.3	917.1	1,078.4	1,124.8	1,077.2	1,036.8	1,091.7	1,182.2	4,035.6	4,387.9	4,826.7
- 중국	101.6	117.1	122.6	116.1	109.9	103.5	67.3	62.5	457.4	343.2	353.5
- 일본	81.8	105.3	98.8	82.1	87.5	88.1	82.9	77.9	368.0	336.4	343.6
- 기타	77.8	77.2	82.4	82.7	79.4	82.0	93.2	94.9	320.1	349.5	381.3
2) 바이오 부문	1,709.1	1,987.9	2,084.1	1,894.1	1,648.5	1,691.1	1,667.4	1,664.5	7,675.2	6,671.5	6,935.3
BIO+FNT	1,082.8	1,319.7	1,309.4	1,142.1	991.9	1,046.0	1,058.2	969.6	4,854.0	4,065.7	4,274.0
Feed&Care	626.3	668.2	774.7	752.0	656.6	645.1	609.2	694.8	2,821.2	2,605.7	2,661.3
매출액 YoY (%)	13.0	19.1	16.9	9.0	1.3	-4.0	-7.1	-1.2	14.4	-2.9	4.9
대한통운 제외 매출액	17.6	22.3	21.7	15.5	2.1	-3.7	-9.1	-3.4	19.3	-3.8	5.2
1) 식품 부문	13.1	17.8	18.5	14.8	5.8	4.8	-1.6	2.4	16.1	2.7	5.9
소재식품	23.5	30.8	24.4	22.0	2.8	0.9	-2.7	2.1	25.2	0.6	1.6
국내 가공식품	6.2	6.8	10.1	7.8	-4.6	3.3	1.3	5.2	7.8	1.2	4.1
해외 가공식품	14.7	20.4	22.8	16.9	15.1	7.7	-3.4	0.8	18.7	4.6	9.0
- 미주	13.7	21.1	25.1	18.4	17.7	13.1	1.2	5.1	19.6	8.7	10.0
- 중국	14.8	32.3	29.2	16.4	8.2	-11.6	-45.1	-46.2	23.1	-25.0	3.0
- 일본	30.7	16.4	2.4	7.9	7.0	-16.3	-16.1	-5.1	13.0	-8.6	2.1
- 기타	11.0	4.7	14.3	8.4	2.1	6.2	13.1	14.7	9.5	9.2	9.1
2) 바이오 부문	25.2	28.8	26.7	16.6	-3.5	-14.9	-20.0	-12.1	24.2	-13.1	4.0
BIO+FNT	39.3	43.8	25.4	15.1	-8.4	-20.7	-19.2	-15.1	30.1	-16.2	5.1
Feed&Care	6.6	6.8	28.9	18.8	4.8	-3.5	-21.4	-7.6	15.3	-7.6	2.1
영업이익	435.7	504.3	484.2	240.6	252.8	344.6	396.0	337.6	1,664.7	1,330.9	1,555.4
대한통운 제외 영업이익	364.9	393.1	386.8	123.2	150.4	235.8	275.3	216.5	1,268.0	878.0	1,049.4
1) 식품 부문	169.7	167.7	209.3	77.1	134.0	142.7	234.1	130.6	623.8	641.4	649.9
- 미주	54.7	52.5	79.8	93.0	97.6	84.0	86.7	96.9	306.7	365.2	440.3
2) 바이오 부문	195.2	225.4	177.5	46.1	16.4	93.1	41.2	85.9	644.2	236.6	399.6
BIO+FNT	175.8	222.0	160.4	78.3	63.1	84.3	47.1	77.6	636.5	272.1	379.5
Feed&Care	19.4	3.4	17.1	-32.2	-46.7	8.8	-5.9	8.3	7.7	-35.5	20.1
영업이익 YoY (%)	13.1	7.4	11.8	1.7	-42.0	-31.7	-18.2	40.3	9.2	-20.1	16.9
대한통운 제외 영업이익	6.6	3.5	20.0	-8.3	-58.8	-40.0	-28.8	75.7	7.6	-30.8	19.5
1) 식품 부문	-3.8	29.1	12.5	23.6	-21.0	-14.9	11.8	69.4	12.5	2.8	1.3
2) 바이오 부문	17.7	-9.9	30.3	-35.9	-91.6	-58.7	-76.8	86.4	3.2	-63.3	68.9
BIO+FNT	128.3	14.5	25.8	4.3	-64.1	-62.0	-70.6	-0.9	34.4	-57.3	39.5
Feed&Care	-78.2	-93.9	94.3	적지	적전	158.8	적전	흑전	-94.9	적전	흑전
영업이익률 (%)	6.2	6.7	6.0	3.2	3.6	4.8	5.3	4.5	5.5	4.6	5.1
대한통운 제외 영업이익률	8.4	8.6	7.5	2.6	3.4	5.3	5.9	4.7	6.8	4.9	5.5
1) 식품 부문	6.5	6.4	6.8	2.7	4.9	5.2	7.8	4.5	5.6	5.6	5.4
- 미주	6.0	5.7	7.4	8.3	9.1	8.1	7.9	8.2	7.6	8.3	9.1
2) 바이오 부문	11.4	11.3	8.5	2.4	1.0	5.5	2.5	5.2	8.4	3.5	5.8
BIO+FNT	16.2	16.8	12.3	6.9	6.4	8.1	4.5	8.0	13.1	6.7	8.9
Feed&Care	3.1	0.5	2.2	-4.3	-7.1	1.4	-1.0	1.2	0.3	-1.4	0.8

자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

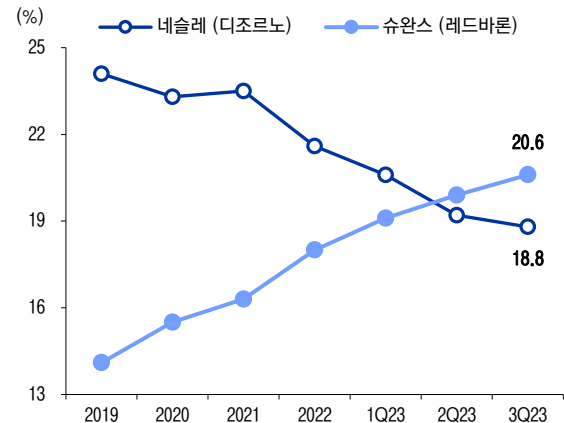
주: 미주 영업이익은 PPA 차감 후 기준

그림5 미주 Grocery 채널 만두 M/S 추이



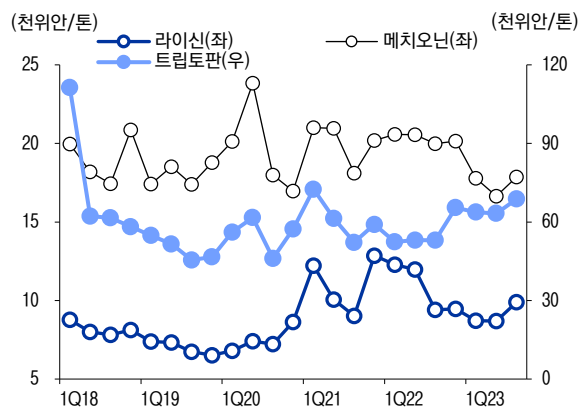
자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 미주 B2C 냉동피자 M/S 추이



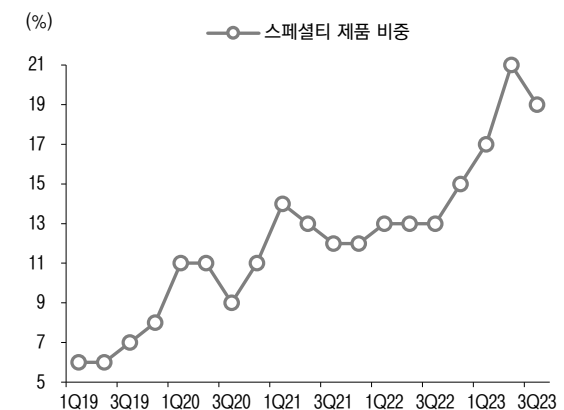
자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 바이오 글로벌 판가 추이



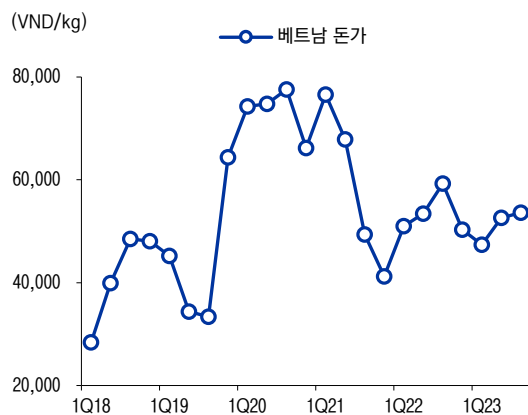
자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 스페셜티 제품 매출 비중 추이



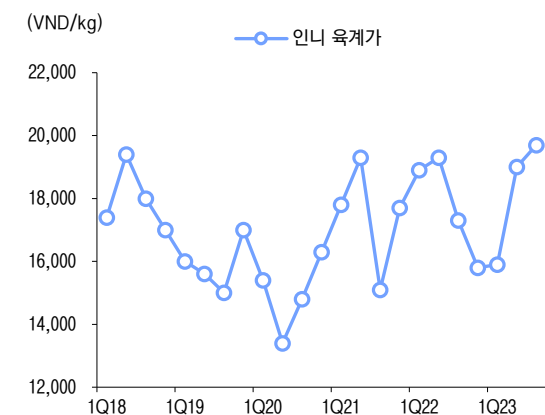
자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 베트남 돈가 추이



자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 인니 육계가 추이



자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	7,726	9,788	10,022	10,361	10,891
현금 및 현금성자산	1,097	1,797	2,112	2,102	2,132
매출채권 및 기타채권	2,921	3,248	2,929	3,062	3,269
재고자산	2,338	3,201	2,870	3,001	3,204
기타유동자산	1,370	1,541	2,111	2,197	2,286
비유동자산	19,130	20,225	20,266	20,562	20,937
관계기업투자등	873	730	798	831	864
유형자산	11,161	11,913	12,149	12,256	12,438
무형자산	4,520	4,658	4,718	4,769	4,818
자산총계	26,856	30,013	30,288	30,923	31,828
유동부채	7,916	9,750	9,442	9,609	9,855
매입채무 및 기타채무	3,677	4,140	3,090	3,230	3,449
단기금융부채	3,663	5,064	5,711	5,711	5,711
기타유동부채	575	545	642	668	695
비유동부채	8,133	8,735	9,000	9,060	9,122
장기금융부채	6,346	6,861	7,530	7,530	7,530
기타비유동부채	1,787	1,874	1,470	1,529	1,592
부채총계	16,049	18,484	18,442	18,668	18,977
지배주주지분	6,114	6,756	6,978	7,387	7,983
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,116	1,129	1,129	1,129	1,129
이익잉여금	4,940	5,452	5,673	6,082	6,679
비지배주주지분(연결)	4,693	4,773	4,868	4,868	4,868
자본총계	10,807	11,529	11,846	12,255	12,851

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,686	1,627	2,207	1,875	2,014
당기순이익(손실)	892	803	410	570	785
비현금수익비용가감	1,956	2,328	2,138	1,460	1,454
유형자산감가상각비	1,114	1,254	1,359	1,364	1,381
무형자산상각비	151	149	159	154	155
기타현금수익비용	691	924	505	-145	-170
영업활동 자산부채변동	-693	-1,134	-206	-155	-225
매출채권 감소(증가)	-570	-644	-9	-133	-207
재고자산 감소(증가)	-246	-704	311	-130	-203
매입채무 증가(감소)	236	341	-188	140	219
기타자산, 부채변동	-113	-128	-319	-32	-33
투자활동 현금	-625	-1,498	-1,357	-1,797	-1,896
유형자산처분(취득)	-1,252	-1,309	-1,214	-1,471	-1,563
무형자산 감소(증가)	-96	-115	-173	-204	-204
투자자산 감소(증가)	380	-150	151	-16	-19
기타투자활동	343	75	-122	-106	-110
재무활동 현금	-1,274	552	-525	-88	-88
차입금의 증가(감소)	-100	1,130	-189	0	0
자본의 증가(감소)	-114	-180	-88	-88	-88
배당금의 지급	114	180	-88	-88	-88
기타재무활동	-1,060	-398	-247	0	0
현금의 증가	-115	700	315	-10	29
기초현금	1,212	1,097	1,797	2,112	2,102
기말현금	1,097	1,797	2,112	2,102	2,132

자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	26,289	30,080	29,217	30,653	32,588
매출원가	20,507	23,525	23,109	24,080	25,499
매출총이익	5,782	6,555	6,108	6,573	7,088
판매비 및 관리비	4,258	4,890	4,777	5,017	5,223
영업이익	1,524	1,665	1,331	1,555	1,866
(EBITDA)	2,790	3,068	2,850	3,073	3,402
금융손익	-329	-429	-322	-321	-320
이자비용	273	367	342	342	342
관계기업등 투자손익	216	32	36	44	44
기타영업외손익	-194	-22	-461	-465	-470
세전계속사업이익	1,218	1,246	585	813	1,119
계속사업법인세비용	325	443	174	242	334
계속사업이익	892	803	410	570	785
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	892	803	410	570	785
지배주주	613	596	276	497	685
총포괄이익	1,376	916	410	570	785
매출총이익률 (%)	22.0	21.8	20.9	21.4	21.8
영업이익률 (%)	5.8	5.5	4.6	5.1	5.7
EBITDA 마진률 (%)	10.6	10.2	9.8	10.0	10.4
당기순이익률 (%)	3.4	2.7	1.4	1.9	2.4
ROA (%)	2.3	2.1	0.9	1.6	2.2
ROE (%)	10.8	9.3	4.0	6.9	8.9
ROIC (%)	6.2	5.5	4.5	5.0	5.9

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	9.4	9.5	16.8	9.2	6.7
P/B	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.3	5.1	5.3	5.0	4.5
P/CF	2.2	2.0	2.0	2.5	2.2
배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	8.4	14.4	-2.9	4.9	6.3
영업이익	12.1	9.2	-20.1	16.9	20.0
세전이익	3.3	2.3	-53.1	39.0	37.7
당기순이익	13.5	-10.1	-48.9	39.0	37.7
EPS	-10.9	-2.9	-54.4	82.5	38.3
안정성 (%)					
부채비율	148.5	160.3	155.7	152.3	147.7
유동비율	97.6	100.4	106.1	107.8	110.5
순차입금/자기자본(x)	79.6	83.6	88.2	85.1	80.7
영업이익/금융비용(x)	5.6	4.5	3.9	4.6	5.5
총차입금 (십억원)	10,009	11,925	13,241	13,241	13,241
순차입금 (십억원)	8,602	9,637	10,447	10,429	10,371
주당지표 (원)					
EPS	41,246	40,047	18,267	33,329	46,088
BPS	373,194	412,396	425,943	450,910	487,324
CFPS	173,896	191,092	155,576	123,944	136,677
DPS	5,000	5,500	5,500	5,500	5,500

CJ제일제당 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
600,000			2022.07.18 변경		오지우									
500,000			2022.07.18 Buy		550,000	-22.1		-29.3						
400,000			2023.02.14 Buy		530,000	-36.9		-39.7						
300,000			2023.04.18 Buy		480,000	-31.6		-34.9						
200,000			2023.06.28 Buy		420,000									
100,000														
0														
21/11														
22/05														
22/11														
23/05														

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오지우).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)