NH투자증권

CJ제일제당 (097950.KS)

실적이 이끄는 2024년

주요 사업부문들의 턴어라운드 본격화. 실적 개선과 동반되는 기업가치 상승을 기대해볼 수 있는 시점으로 판단

Analyst 주영훈
02)2229-6221, jooyh@nhqv.com

본격적으로 시작되는 실적 턴어라운드

투자의견 Buy 및 목표주가 43만원 유지. 국내 가공식품 수요 성장 추세가 이어지고 있는 가운데 비식품 부문 턴어라운드가 본격화될 것으로 전망. 특히, 바이오 부문은 핵심 제품들의 시황 회복과 더불어 추진 중인 자회사 CJ셀렉타 매각(관련 공시: '23.10.10)이 완료될 경우 추가적인 실적 추정치 상향이 가능할 것

현재 주가는 PER 10배 미만으로 밸류에이션 매력이 높은 편. 지난해의 경우 바이오 및 F&C 사업부문의 실적 불확실성 우려가 컸던 점이 주가 부담 요인으로 작용했던 만큼 비식품 사업 턴어라운드는 동사의 연결 실적 및 밸류에이션이라는 두 측면에서 모두 긍정적으로 작용할 것으로 판단

1분기, 주요 사업부문 모두 개선 전망

1분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 7조2,810억원(+3% y-y), 3,723억원(+47% y-y)으로 전망. 자회사 CJ대한통운 실적을 제외할 경우 매출액은 전년 동기와 유사하며 영업이익은 +67% y-y 증가한 수준

식품 부문 매출액은 2조7,742원(+1% y-y)으로 추정. 국내 가공식품 수요는 소폭의 회복세를 보일 것으로 예상하며, 해외 사업은 지상쥐 매각에 따른 매출 감소 영향이 존재하나 주력 국가인 미국에서는 성장 추세를 이어가는 중. **바이오 부문**은 핵심 제품들의 시황 회복이 이루어짐에 따라 전년 동기 대비 영업이익 개선이 가능할 것으로 기대. **F&C 부문**은 베트남 양돈 가격이 상승함에 따라 전분기와 비교했을 때 적자 규모를 대폭 축소시킬 수 있을 것으로 판단

CJ제일제당 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	7,071	7,219	7,443	7,289	7,281	3.0	-0.1	7,214	7,293	7,491
영업이익	252.8	344.6	396.0	298.3	372.3	47.3	24.8	325.3	347.3	403.3
영업이익률	*3.6*	*4.8*	*5.3*	*4.1*	*5.1*			*4.5*	*4.8*	*5.4*
세전이익	99.3	176.9	304.8	151.0	198.4	99.9	31.4	170.1	202.3	202.2
(지배)순이익	6.6	65.9	200.9	112.5	103.8	1,466	-7.7	70.5	98.5	107.1

자료: CJ제일제당, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**430,000원 (유지)**
현재가 (24/04/17)	**327,500원**
업종	**음식료품**
KOSPI / KOSDAQ	2,584.18 / 833.03
시가총액(보통주)	4,930.2십억원
발행주식수(보통주)	15.1백만주
52주 최고가('24/04/16)	332,500원
최저가('23/07/26)	262,000원
평균거래대금(60일)	10,025백만원
배당수익률(2024E)	2.11%
외국인지분율	24.7%
주요주주	
CJ 외 8 인	45.5%
국민연금공단	11.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	13.9	16.3	2.7
상대수익률 (%p)	7.4	10.8	2.3

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	29,023	30,537	32,365	34,021
증감률	*-3.5*	*5.2*	*6.0*	*5.1*
영업이익	1,292	1,626	1,802	1,879
증감률	*-22.4*	*25.9*	*10.9*	*4.2*
영업이익률	*4.5*	*5.3*	*5.6*	*5.5*
(지배지분)순이익	386	526	673	725
EPS	25,147	34,382	44,127	47,551
증감률	*-35.7*	*36.7*	*28.3*	*7.8*
PER	12.9	9.7	7.5	7.0
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	5.4	5.1	5.1
ROE	5.6	7.1	8.6	8.6
부채비율	151.3	142.7	133.7	126.3
순차입금	7,436	7,149	6,890	6,724

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

CJ제일제당은 2007년 9월 CJ주식회사에서 기업 분할되어 식품과 생명공학에 집중하는 사업회사로 출발한 국내 최고 수준의 식품회사. 사업부는 크게 식품과 바이오 부문으로 구분됨. 한국 음식의 글로벌화, 현지화를 통해 미국, 중국, 베트남 등 해외 식품 시장 진출을 확대하고 있으며 이를 위해 '비비고' 브랜드를 국내 및 글로벌 대형 브랜드로 육성 중. 2019년 미국 전국적 사업 인프라를 확보한 냉동식품 가공업체 Schwan's Company를 인수, 글로벌 회사로 도약 중. 바이오 사업으로는 미생물 자원을 이용한 균주 개량 및 발효기술을 기반으로 사료용, 식품용 아미노산을 생산 및 판매함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 해외 시장 매출 고성장
- 바이오 부문 수익성 향상
- 차입금 상환을 통한 재무건전성 개선

Downside Risk

- 재무건전성 악화 및 신용도 하락
- 가공식품 부문 경쟁심화로 인한 점유율 하락 및 수익성 악화
- 원재료 가격 변동에 따른 마진 훼손

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Ajinomoto	30.6	26.2	3.7	3.4	12.1	13.1
EvonikIndustries	16.8	13.0	1.0	1.0	5.9	7.7
MeihuaHoldings	9.4	8.3	1.8	1.5	19.5	18.7
Nestle	18.5	17.0	6.7	6.1	36.2	36.1
General Mills	15.1	14.5	4.0	3.7	26.7	25.7

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	9.7	12.9	9.7	7.5	7.0
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
ROE	9.3	5.6	7.1	8.6	8.6
ROIC	5.5	4.7	5.7	6.3	6.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

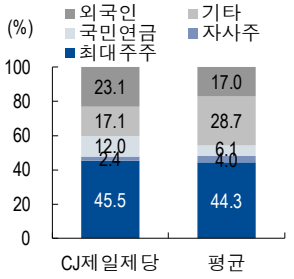
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**12,924**	**14,563**	**16,477**	**18,670**	**22,352**	**24,246**	**26,289**	**30,080**	**29,023**
영업이익	751	844	777	833	897	1,360	1,524	1,665	1,292
영업이익률(%)	*5.8*	*5.8*	*4.7*	*4.5*	*4.0*	*5.6*	*5.8*	*5.5*	*4.5*
세전이익	365	528	584	1,294	339	1,179	1,218	1,246	732
순이익	**254**	**354**	**413**	**925**	**191**	**786**	**892**	**803**	**559**
지배지분순이익	**189**	**276**	**370**	**875**	**153**	**686**	**613**	**596**	**386**
EBITDA	1,235	1,375	1,343	1,473	2,007	2,645	2,790	3,068	2,834
CAPEX	673	845	1450	1675	1554	968	1343	1443	1124
Free Cash Flow	481	-45	-270	-1,204	589	1,033	344	184	1,321
EPS(원)	14,136	20,708	27,803	58,706	9,820	45,184	40,267	39,097	25,147
BPS(원)	216,981	235,302	232,686	291,963	297,949	321,970	373,194	412,396	436,559
DPS(원)	2,500	2,500	3,000	3,500	3,500	4,000	5,000	5,500	5,500
순차입금	4,901	5,575	6,255	7,152	6,982	6,262	7,029	7,735	7,436
ROE(%)	12.0	8.4	10.9	21.5	3.2	13.5	10.8	9.3	5.6
ROIC(%)	22.6	5.8	4.4	4.6	4.9	4.8	6.6	5.5	4.7
배당성향(%)	16.9	11.6	10.4	5.9	33.7	8.6	12.0	13.6	20.9
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.8	1.1	1.4	1.0	1.3	1.4	1.7
순차입금 비율(%)	91.0	92.0	101.8	97.9	73.6	61.6	65.0	67.1	63.1

자료: CJ제일제당, NH투자증권 리서치본부

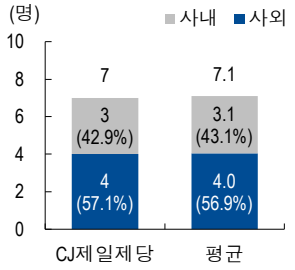
ESG Index & Event

G

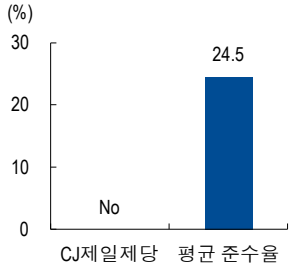
주주 구성



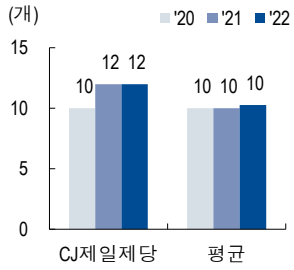
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



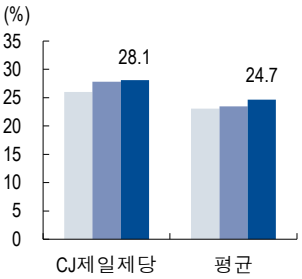
기업지배구조 핵심지표 준수



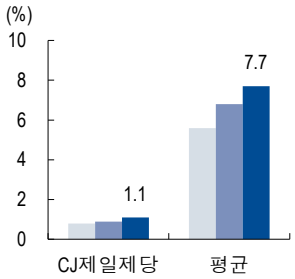
주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: CJ제일제당, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

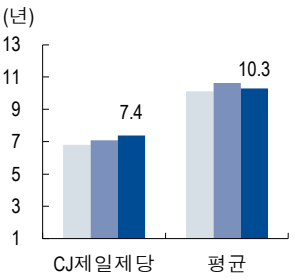
여성 임직원 비율



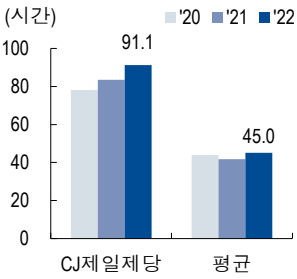
계약직 비율



근속연수



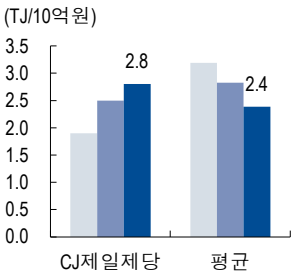
인당 교육시간



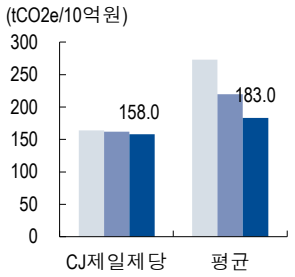
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: CJ제일제당, NH투자증권 리서치본부

E

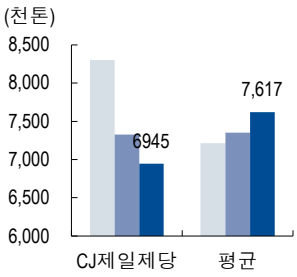
에너지 사용량



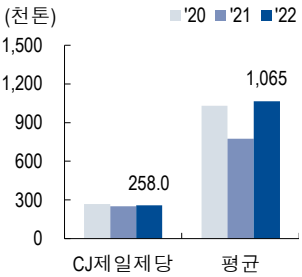
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: CJ제일제당, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.3	- 플라스틱을 없앤 친환경 스팸 생산을 위해, 노란색 뚜껑을 없애기 위한 테스트 돌입
	2021.2	- 유럽과 북미 지역에서 공신력 있는 친환경 인증인 'TÜV 생분해 인증' 취득
S	2017.10	- 내일채움공제 도입. 협력중소기업의 고용안정과 임금격차 해소에 기여
	2015.3	- CJ브리딩 설립. 농가 경쟁력 강화 프로그램 운영
G	2019.12	- CJ제일제당 손자회사인 구 영우냉동식품이 CJ제일제당 및 KX홀딩스 삼각합병 및 후속 합병 과정에서 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 위반 행위에 대해 시정 명령 받음

자료: CJ제일제당, NH투자증권 리서치본부

표1. CJ제일제당 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	29,023	30,537	32,365	34,021
	- 수정 전	-	30,522	32,345	33,994
	- 변동률	-	0.0	0.1	0.1
영업이익	- 수정 후	1,292	1,626	1,802	1,879
	- 수정 전	-	1,527	1,742	1,799
	- 변동률	-	6.5	3.5	4.4
영업이익률(수정 후)		4.5	5.3	5.6	5.5
EBITDA		2,834	3,182	3,318	3,374
(지배지분)순이익		386	526	673	725
EPS	- 수정 후	25,147	34,382	44,127	47,551
	- 수정 전	-	33,146	40,587	43,812
	- 변동률	-	3.7	8.7	8.5
PER		12.9	9.7	7.5	7.0
PBR		0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA		6.0	5.4	5.1	5.1
ROE		5.6	7.1	8.6	8.6

주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
주2: 2023년 중국 자회사 지상쥐 매각 차익 인식 반영
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. CJ제일제당 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024E
매출액	**7,071**	**7,219**	**7,443**	**7,289**	**7,281**	**7,491**	**8,006**	**7,759**	**29,023**	**30,537**
식품	2,760	2,732	3,006	2,767	2,774	2,801	3,196	3,005	11,264	11,776
국내	1,406	1,422	1,671	1,380	1,434	1,464	1,741	1,466	5,878	6,105
해외	1,354	1,310	1,335	1,387	1,340	1,337	1,455	1,539	5,386	5,672
바이오 및 FNT	992	1,046	1,058	878	1,028	1,098	1,123	939	3,974	4,188
F&C	657	645	609	581	604	619	634	645	2,492	2,502
대한통운 및 기타	2,663	2,796	2,770	3,064	2,875	2,972	3,053	3,170	11,294	12,071
y-y	*1%*	*-4%*	*-7%*	*-4%*	*3%*	*4%*	*8%*	*6%*	*-4%*	*5%*
식품	*6%*	*5%*	*-2%*	*-2%*	*1%*	*3%*	*6%*	*9%*	*1%*	*5%*
국내	*-2%*	*2%*	*0%*	*-3%*	*2%*	*3%*	*4%*	*6%*	*-1%*	*4%*
해외	*15%*	*8%*	*-3%*	*-1%*	*-1%*	*2%*	*9%*	*11%*	*4%*	*5%*
바이오 및 FNT	*-8%*	*-21%*	*-19%*	*-23%*	*4%*	*5%*	*6%*	*7%*	*-18%*	*5%*
F&C	*5%*	*-3%*	*-21%*	*-23%*	*-8%*	*-4%*	*4%*	*11%*	*-12%*	*0%*
대한통운 및 기타	*0%*	*-4%*	*-4%*	*8%*	*8%*	*6%*	*10%*	*3%*	*0%*	*7%*
영업이익	**253**	**345**	**396**	**298**	**372**	**403**	**461**	**389**	**1,292**	**1,626**
식품	134	143	234	144	178	165	252	159	655	754
바이오 및 FNT	63	84	47	57	82	83	79	86	251	331
F&C	-47	9	-6	-43	-8	36	-4	8	-86	31
대한통운 및 기타	102	109	121	140	121	119	135	136	472	510
영업이익률	4%	5%	5%	4%	5%	5%	6%	5%	4%	5%
식품	5%	5%	8%	5%	6%	6%	8%	5%	6%	6%
바이오 및 FNT	6%	8%	4%	6%	8%	8%	7%	9%	6%	8%
F&C	-7%	1%	-1%	-7%	-1%	6%	-1%	1%	-3%	1%
대한통운 및 기타	4%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

주: IFRS 연결기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**29,023**	**30,537**	**32,365**	**34,021**
증감률 (%)	-3.5	5.2	6.0	5.1
매출원가	**22,971**	**24,087**	**25,328**	**26,549**
매출총이익	**6,053**	**6,450**	**7,037**	**7,472**
Gross 마진 (%)	20.9	21.1	21.7	22.0
판매비와 일반관리비	4,761	4,824	5,235	5,593
영업이익	**1,292**	**1,626**	**1,802**	**1,879**
증감률 (%)	-22.4	25.9	10.9	4.2
OP 마진 (%)	4.5	5.3	5.6	5.5
EBITDA	**2,834**	**3,182**	**3,318**	**3,374**
영업외손익	**-560**	**-721**	**-701**	**-692**
금융수익(비용)	-452	-504	-485	-471
기타영업외손익	-127	-250	-250	-250
종속, 관계기업관련손익	20	33	34	29
세전계속사업이익	**732**	**905**	**1,101**	**1,187**
법인세비용	**173**	**214**	**260**	**280**
계속사업이익	559.5	691.6	841.2	906.5
당기순이익	**559**	**692**	**841**	**906**
증감률 (%)	-30.3	23.6	21.6	7.8
Net 마진 (%)	1.9	2.3	2.6	2.7
지배주주지분 순이익	386	526	673	725
비지배주주지분 순이익	174	166	168	181
기타포괄이익	57	0	0	0
총포괄이익	616	692	841	906

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	12.9	9.7	7.5	7.0
PBR(X)	0.7	0.7	0.7	0.6
PCR(X)	1.7	1.7	1.6	1.6
PSR(X)	0.2	0.2	0.2	0.1
EV/EBITDA(X)	6.0	5.4	5.1	5.1
EV/EBIT(X)	13.3	10.5	9.5	9.1
EPS(W)	25,147	34,382	44,127	47,551
BPS(W)	436,559	461,875	495,698	532,218
SPS(W)	1,927,93	2,028,44	2,149,92	2,259,88
자기자본이익률(ROE, %)	5.6	7.1	8.6	8.6
총자산이익률(ROA, %)	1.9	2.3	2.8	2.9
투하자본이익률 (ROIC, %)	4.7	5.7	6.3	6.5
배당수익률(%)	1.7	2.1	2.3	2.4
배당성향(%)	20.9	19.6	16.4	16.2
총현금배당금(십억원)	88	111	119	127
보통주 주당배당금(W)	5,500	7,000	7,500	8,000
순부채(현금)/자기자본(%)	63.1	57.8	52.7	48.5
총부채/자기자본(%)	151.3	142.7	133.7	126.3
이자발생부채	11,682	11,549	11,442	11,501
유동비율(%)	100.3	107.4	114.6	120.8
총발행주식수(mn)	16	16	16	16
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	324,000	332,500	332,500	332,500
시가총액(십억원)	5,056	5,192	5,192	5,192

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	1,854	2,033	2,232	2,504
매출채권	2,733	2,815	2,900	2,987
유동자산	**9,580**	**10,155**	**10,753**	**11,450**
유형자산	11,875	11,575	11,417	11,382
투자자산	1,122	1,204	1,293	1,392
비유동자산	**20,026**	**19,848**	**19,822**	**19,926**
자산총계	**29,606**	**30,003**	**30,575**	**31,376**
단기성부채	4,971	4,888	4,831	4,940
매입채무	2,169	2,234	2,302	2,371
유동부채	**9,556**	**9,452**	**9,381**	**9,480**
장기성부채	6,711	6,661	6,611	6,561
장기충당부채	31	30	29	28
비유동부채	**8,271**	**8,190**	**8,112**	**8,034**
부채총계	**17,826**	**17,643**	**17,492**	**17,514**
자본금	82	82	82	82
자본잉여금	1,223	1,223	1,223	1,223
이익잉여금	5,731	6,146	6,700	7,299
비지배주주지분	4,628	4,794	4,963	5,144
자본총계	**11,780**	**12,361**	**13,083**	**13,863**

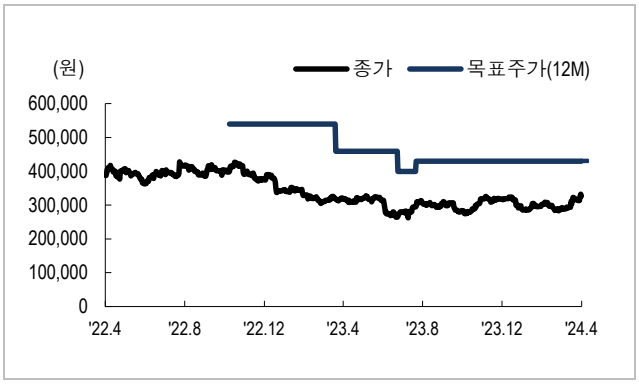
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**2,445**	**2,245**	**2,342**	**2,362**
당기순이익	559	692	841	906
+ 유/무형자산상각비	1,542	1,556	1,515	1,495
+ 종속, 관계기업관련손익	-139	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	2,832	2,893	3,040	3,101
- 운전자본의증가(감소)	-155	-435	-439	-459
투자활동 현금흐름	**-703**	**-1,347**	**-1,428**	**-1,531**
+ 유형자산 감소	108	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,124	-1,100	-1,200	-1,300
+ 투자자산의매각(취득)	-87	-82	-90	-99
Free Cash Flow	1,321	1,145	1,142	1,062
Net Cash Flow	1,742	898	914	831
재무활동현금흐름	**-1,658**	**-722**	**-715**	**-559**
자기자본 증가	94	0	0	0
부채증감	-1,752	-722	-715	-559
현금의증가	56	179	199	272
기말현금 및 현금성자산	1,854	2,033	2,232	2,504
기말 순부채(순현금)	7,436	7,149	6,890	6,724

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.08.08	Buy	430,000원(12개월)	-	-
2023.07.10	Buy	400,000원(12개월)	-30.0%	-26.3%
2023.04.06	Buy	460,000원(12개월)	-33.1%	-28.6%
2022.11.29	Buy	540,000원(12개월)	-36.2%	-26.9%

CJ제일제당 (097950.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.4%	17.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'CJ제일제당'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.