

CJ 제일제당 (097950)

아직 늦지 않았다

2024년 5월 14일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	460,000 원 (상향)
✓ 상승여력	38.3%	✓ 현재주가 (5월 14일)	332,500 원

신한생각 전 사업부문 실적 호조세, 주가 상승세 지속

3월 이후 주가는 20% 상승했으나 상승세는 이제부터 본격화되며 아직 늦지 않았다는 판단. 내식 수요 증가와 신제품, 플랫폼 전략적 육성에 따라 국내 가공식품 판매량 역성장 추세 일단락. 국내외 식품 판매량 성장과 바이오 시황 회복, 원가 부담 완화, 비주력사업의 매각을 통한 핵심사업 경쟁력 강화 등 긍정적인 모습이 올해 내내 이어질 것

1Q24 Review: 전 부문에서 어닝 서프라이즈

1Q24 매출과 영업이익은 7,22조원(+2% YoY), 3,759억원(+48.7% YoY) 기록, 컨센서스 7% 상회. CJ대한통운을 제외한 매출과 영업이익은 4,44조원(+0.8% YoY), 2,670억원(+77.5% YoY) 기록. 핵심 사업뿐만 아니라 기존 적자를 기록하던 사업부도 적자 축소되며 전 사업부문 증익 시현

- 1) 식품은 내식 수요 증가와 채널 다변화로 매출 +3%(지상귀 매각 영향 제외 시 +5%), 원가 부담 완화와 비용 효율화 노력으로 영업이익 +38%. 슈완스는 점유율 상승과 주력 제품/채널 판매 확대 지속으로 영업이익 +18%. 2) 바이오는 트립토판과 Specialty 등 고수익 제품 매출 비중 확대로 영업이익 +55%. 최근 라이신 등 주요 아미노산 Spot 가격 반등 고무적. 3) 생물자원은 판매량 감소로 적자 지속됐으나 YoY, QoQ 축소

Valuation

실적 추정치 상향으로 목표주가 460,000원(SOTP Valuation)으로 7% 상향 조정, 업종 내 Top pick 의견 유지. 증익 사이클의 초입인데 반해 밸류에이션(12M FWD PER 8배) 매력적

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	30,079.5	1,664.7	595.9	10.6	9.3	0.9	7.4	1.4
2023	29,023.5	1,291.6	385.9	14.0	5.6	0.7	7.5	1.7
2024F	30,055.8	1,644.0	554.6	10.5	7.4	0.7	6.1	1.6
2025F	31,897.7	1,910.6	755.7	7.7	9.2	0.7	5.8	1.6
2026F	33,912.1	2,133.0	872.5	6.6	9.6	0.6	5.6	1.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[음식료]

조상훈 연구위원

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

김태훈 연구위원

✉ taehoon.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	유지

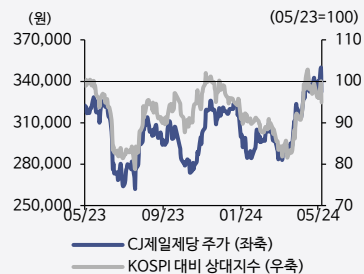
시가총액	5,005.5십억원
발행주식수(유동비율)	15.1백만주(51.9%)
52주 최고가/최저가	350,000 원/262,000 원
일평균 거래액 (60일)	12,598백만원
외국인 지분율	25.2%

주요주주 (%)

CJ 외 8 인	45.5
국민연금공단	11.1

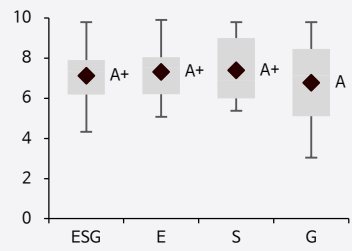
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	5.9	12.0	4.6	2.9
상대	4.0	7.4	(5.2)	0.7

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



CJ제일제당 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	1Q24P			2024F			2025F		
	기존 추정치	잠정치	과리율(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	7,278	7,216	(0.9)	30,322	30,056	(0.9)	32,156	31,898	(0.8)
영업이익	352	376	6.8	1,604	1,644	2.5	1,876	1,911	1.8
순이익	144	149	3.6	734	746	1.6	918	948	3.3
영업이익률	4.3	5.2		5.3	5.5		5.9	6.0	
순이익률	1.6	2.1		2.4	2.5		2.9	3.0	

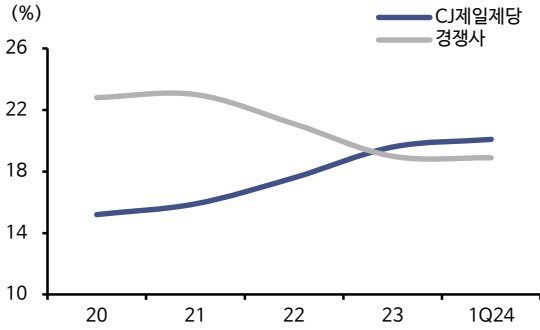
자료: 신한투자증권

CJ제일제당 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
영업가치 (A)	14,341	894,998	193.5	
식품	9,383	585,597	126.6	24F EBITDA에 7.2배 적용(글로벌 피어 30% 할인)
바이오	4,316	269,336	58.2	24F EBITDA에 7배 적용(글로벌 피어 30% 할인)
생물자원	642	40,066	8.7	24F EBITDA에 7.7배 적용(글로벌 피어 30% 할인)
비영업가치 (B)	912	56,898	12.3	
시장성 있는 투자유가증권	787	49,090	10.6	2024년 5월 13일 시가 적용 후 30% 할인
시장성 없는 투자유가증권	28	1,750	0.4	4Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
부동산 가치	97	6,058	1.3	투자부동산 장부가액을 50% 할인
순현금(C)	(7,843)	(489,448)	(105.8)	2024년 말 연결기준 예상, C대한통운 제외
합계 (D=A+B+C)	7,410	462,448	100.0	

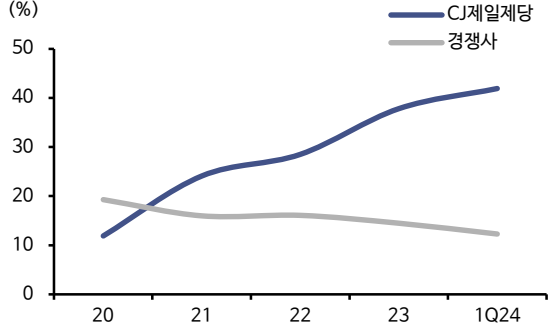
자료: 신한투자증권

미국 B2C 피자 점유율 추이



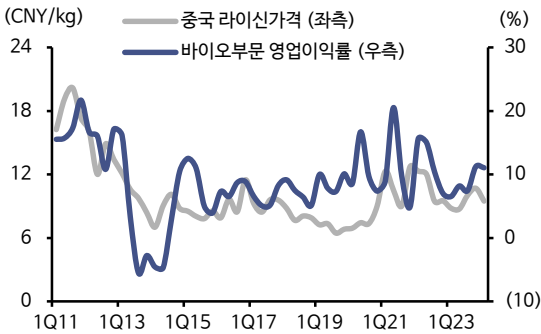
자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 그로서리 만두 점유율 추이



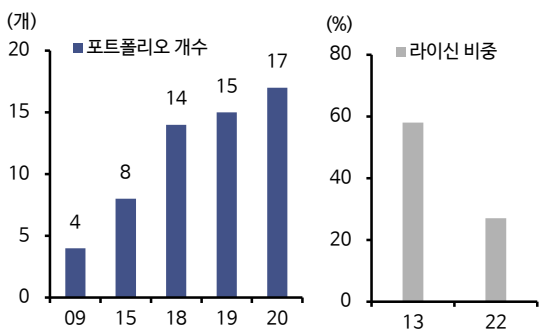
자료: 회사 자료, 신한투자증권

라이신 가격 하락에도 굳건한 바이오 사업 수익성



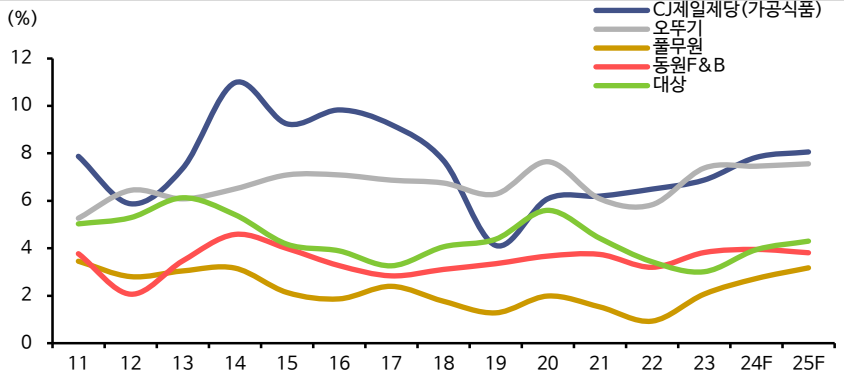
자료: WIND, 회사 자료, 신한투자증권

늘어나는 포트폴리오 개수와 줄어드는 라이신 비중



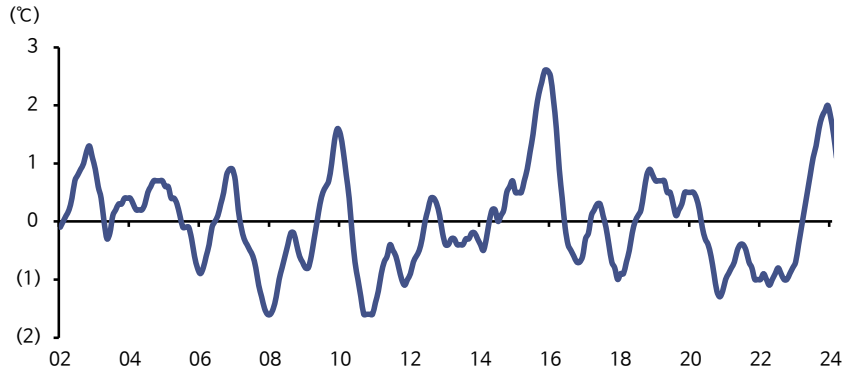
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 가공식품업체 영업이익률 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권
 주: 2024, 2025년은 컨센서스 기준(CJ제일제당은 자체 추정)

ONI Index 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

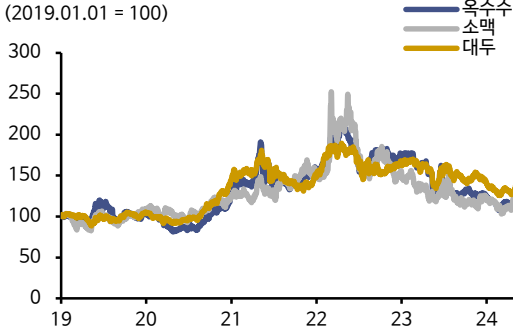
엘니뇨, 라니냐 History

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
2004	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
2005	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.6)	(0.8)
2006	(0.9)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.1	0.3	0.5	0.8	0.9	0.9
2007	0.7	0.2	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.6)
2008	(1.6)	(1.5)	(1.3)	(1.0)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.7)
2009	(0.8)	(0.8)	(0.6)	(0.3)	0.0	0.3	0.5	0.6	0.7	1.0	1.4	1.6
2010	1.5	1.2	0.8	0.4	(0.2)	(0.7)	(1.0)	(1.3)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
2011	(1.4)	(1.2)	(0.9)	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(1.0)
2012	(0.9)	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	(0.2)
2013	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
2014	(0.4)	(0.5)	(0.3)	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	(0.1)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.6)
2017	(0.3)	(0.2)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	(0.1)	(0.4)	(0.7)	(0.8)	(1.0)
2018	(0.9)	(0.9)	(0.7)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(1.2)	(1.3)	(1.2)
2021	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.0)
2022	(1.0)	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(0.9)	(0.8)
2023	(0.7)	(0.4)	(0.1)	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.0
2024	1.8	1.5	1.1									

자료: Bloomberg, 신한투자증권

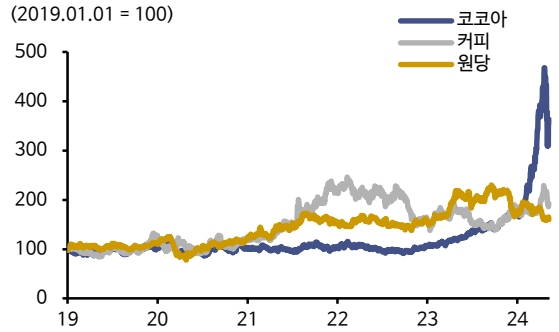
주: 엘니뇨는 3개월 이동평균한 엘니뇨 감시구역의 해수면 온도가 평년보다 +0.5 이상으로 5개월 이상 지속되는 경우(라니냐 -0.5)

주요 곡물 가격 추이



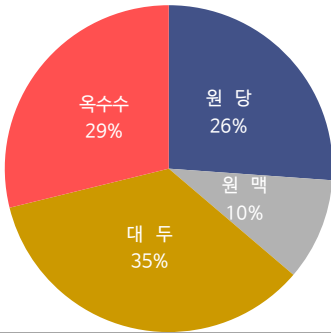
자료: Bloomberg, 신한투자증권

주요 Soft commodity 가격 추이



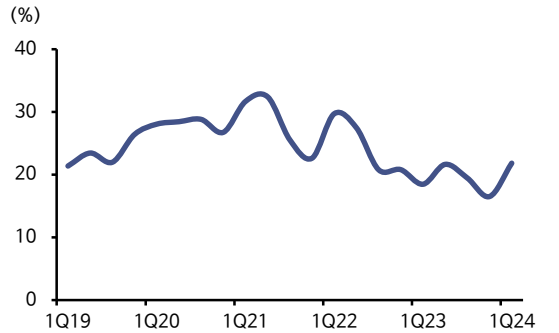
자료: Bloomberg, 신한투자증권

CJ제일제당 주요 곡종별 매입 비중



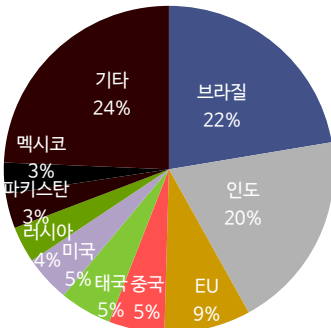
자료: CJ제일제당, 신한투자증권

CJ제일제당 바이오 사업 매출총이익률 추이



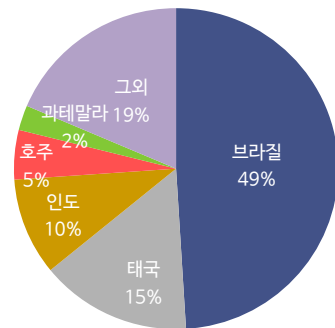
자료: CJ제일제당, 신한투자증권

글로벌 원당 생산 비중



자료: USDA, 신한금융투자 / 주: 23년 기준

글로벌 원당 수출 비중



자료: USDA, 신한금융투자 / 주: 23년 기준

CJ제일제당 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	7,071	7,219	7,443	7,289	7,216	7,294	7,849	7,696	29,023	30,056	31,898
식품	2,760	2,732	3,006	2,767	2,832	2,792	3,244	2,997	11,264	11,865	12,824
가공식품	2,222	2,151	2,389	2,328	2,397	2,270	2,609	2,546	9,091	9,821	10,719
국내	868	841	1,054	942	1,022	908	1,138	1,017	3,705	4,086	4,412
해외	1,354	1,310	1,335	1,387	1,375	1,361	1,470	1,529	5,386	5,736	6,307
소재식품	538	581	617	438	435	523	635	451	2,173	2,044	2,105
바이오	1,649	1,691	1,667	1,619	1,613	1,642	1,740	1,692	6,626	6,687	6,981
바이오	992	1,046	1,058	1,038	1,022	1,049	1,119	1,099	4,134	4,288	4,535
생물자원	657	645	609	581	591	593	621	592	2,492	2,398	2,446
CJ대한통운	2,808	2,962	2,937	3,061	2,921	3,031	3,038	3,168	11,768	12,158	12,766
조정	(145)	(166)	(167)	(157)	(150)	(171)	(172)	(161)	(635)	(654)	(674)
전년대비 (%)	1.3	(4.0)	(7.1)	(3.7)	2.0	1.0	5.5	5.6	(3.5)	3.6	6.1
식품	5.8	4.8	(1.6)	(2.3)	2.6	2.2	7.9	8.3	1.4	5.3	8.1
가공식품	6.5	5.9	(1.4)	1.3	7.9	5.5	9.2	9.3	2.9	8.0	9.1
국내	(4.6)	3.3	1.3	5.6	17.7	8.0	8.0	8.0	1.3	10.3	8.0
해외	15.1	7.7	(3.4)	(1.4)	1.6	3.9	10.1	10.3	4.0	6.5	10.0
소재식품	2.8	0.9	(2.7)	(18.1)	(19.2)	(10.0)	3.0	3.0	(4.1)	(6.0)	3.0
바이오	(3.5)	(14.9)	(20.0)	(14.5)	(2.2)	(2.9)	4.3	4.5	(13.7)	0.9	4.4
바이오	(8.4)	(20.7)	(19.2)	(9.1)	3.0	0.3	5.7	5.9	(14.8)	3.7	5.8
생물자원	4.8	(3.5)	(21.4)	(22.8)	(10.0)	(8.0)	2.0	2.0	(11.7)	(3.7)	2.0
CJ대한통운	(1.7)	(5.6)	(5.7)	1.2	4.0	2.3	3.4	3.5	(3.0)	3.3	5.0
영업이익	253	345	396	298	376	377	476	416	1,292	1,644	1,911
식품	134	143	234	144	185	184	264	166	655	798	896
가공식품	124	138	224	139	178	179	252	160	625	768	863
소재식품	10	5	10	5	7	5	12	6	30	30	33
바이오	16	93	41	14	83	66	78	97	165	324	431
바이오	63	84	47	57	98	74	82	98	251	351	415
생물자원	(47)	9	(6)	(43)	(15)	(8)	(4)	(0)	(86)	(27)	16
CJ대한통운	99	112	125	144	109	128	137	155	480	529	593
영업이익률 (%)	3.6	4.8	5.3	4.1	5.2	5.2	6.1	5.4	4.5	5.5	6.0
식품	4.9	5.2	7.8	5.2	6.5	6.6	8.1	5.5	5.8	6.7	7.0
가공식품	5.6	6.4	9.4	6.0	7.4	7.9	9.7	6.3	6.9	7.8	8.1
소재식품	1.9	0.9	1.6	1.1	1.6	1.0	1.8	1.3	1.4	1.5	1.6
바이오	1.0	5.5	2.5	0.9	5.1	4.0	4.5	5.7	2.5	4.8	6.2
바이오	6.4	8.1	4.5	5.5	9.6	7.1	7.3	8.9	6.1	8.2	9.2
생물자원	(7.1)	1.4	(1.0)	(7.3)	(2.6)	(1.4)	(0.6)	(0.0)	(3.5)	(1.1)	0.6
CJ대한통운	3.5	3.8	4.2	4.7	3.7	4.2	4.5	4.9	4.1	4.4	4.6
세전이익	99	177	305	151	208	229	344	268	732	1,048	1,336
세전이익률 (%)	1.4	2.5	4.1	2.1	2.9	3.1	4.4	3.5	2.5	3.5	4.2
당기순이익	46	116	230	147	149	162	244	191	540	746	948
순이익률 (%)	0.6	1.6	3.1	2.0	2.1	2.2	3.1	2.5	1.9	2.5	3.0

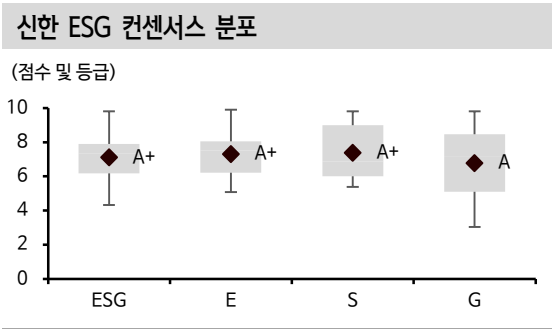
자료: 신한투자증권

주: 1Q23 FNT 사업부 분할

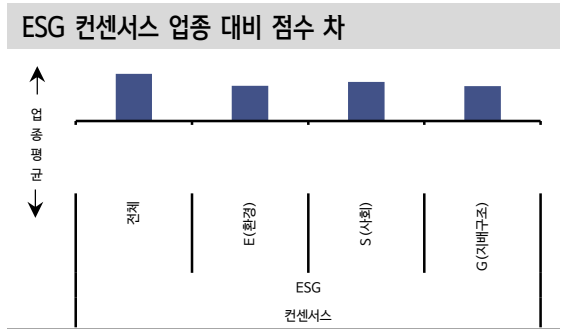
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 자사 제품의 친환경 패키징을 강화하고 원재료부터 환경을 생각하여 아마존 대두 의존도를 탈피하고 있으며, 100% 생분해되는 지속가능한 소재인 PHA 개발로 플라스틱 순환경제 체계를 구축
- ◆ 식품안전리스크 최소화, 건강한 식품 제공 및 동반성장 촉진을 강화하고, 인권경영 체계도 구축
- ◆ ESG 경영 강화를 위해 이사회 내에 지속가능경영위원회를 신설

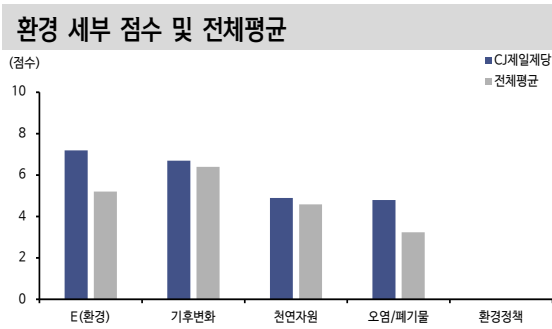


자료: 신한투자증권

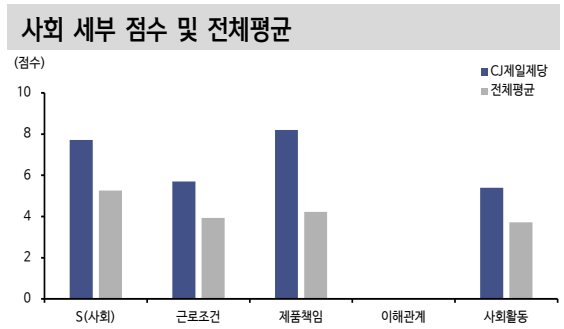


자료: 신한투자증권

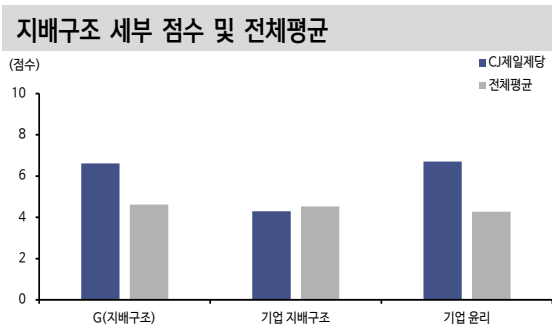
Key Chart



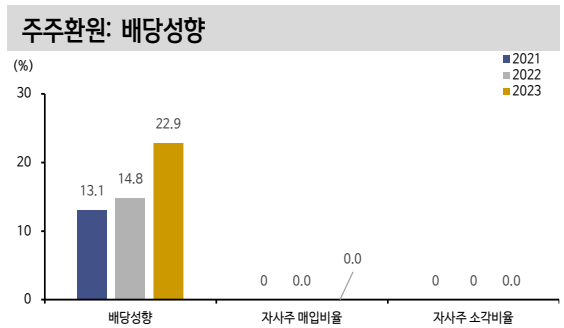
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

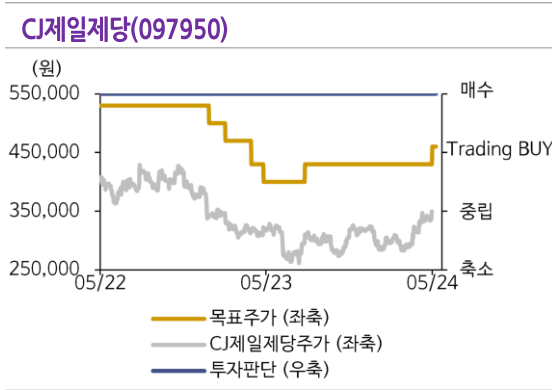


자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준



자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 02월 15일	매수	530,000	(27.1)	(19.2)
2022년 08월 16일		6개월경과	(25.1)	(19.3)
2023년 01월 09일	매수	500,000	(31.1)	(29.5)
2023년 02월 14일	매수	470,000	(32.1)	(29.6)
2023년 04월 12일	매수	430,000	(26.7)	(25.0)
2023년 05월 09일	매수	400,000	(26.0)	(17.9)
2023년 08월 08일	매수	430,000	(29.8)	(24.2)
2024년 02월 09일		6개월경과	(27.7)	(18.6)
2024년 05월 14일	매수	460,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈, 김태훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 10일 기준)

매수 (매수)	94.21%	Trading BUY (중립)	3.72%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------