

CJ제일제당 (097950)

예상보다 컸던 식품부문의 경기둔화 반영

3Q24 Review: 내수 식품의 대외변수 영향, 아쉬운 영업실적 시현

CJ대한통운을 제외한 CJ제일제당의 3Q24 매출액과 영업이익은 각각 4조 6,204억원 (-1.1% YoY), 2,764억원 (+0.4% YoY)을 시현했다. 견조한 해외 가공식품 흐름 및 F&C 시황 개선세 지속에도 불구하고 국내식품의 경기둔화로 인해 시장 기대치를 하회하는 수준을 보였다. 전년동기 낮은 베이스부담에도 명절 성수기 효과 축소로 개선요인이 상쇄되는 등 대외변수 악화 영향이 아쉽다.

국내 가공식품은 추석 명절 성수기 반영에도 불구하고, 소비경기 악화 영향에 따른 판가 및 물량의 제한적 흐름이 영업실적에 반영되었다. 온라인 성장세가 이어지고 있으나, 오프라인 부진을 커버하기 어려웠다는 판단이다. 4Q24는 명절 시점효과 관련 일부 선출고 효과가 예상된다. 다만 소비경기 부진과 관련한 이슈가 단기에 해소되지 않을 경우 비용투입 지속 등 일부 (-)요인을 이어갈 가능성을 열어둔다. 소재 또한 명절효과 축소와 유지 중심의 부진이 이어지면서 전사 이익기여 또한 조정되었다.

해외 식품은 아시아 지역의 경기침체 기조가 이어짐에도 불구하고 미국, 유럽 및 호주 중심의 성장이 유효했다. 미주지역의 B2C 중심 경쟁심화 대응 등에 따라 마진은 일부 조정된 것으로 추정하나, 주요 제품 m/s 확대 흐름은 긍정적이다. 향후 주력지역 내 신규 카테고리 확장 등 외형의 추가 확대를 통한 내수 부담 완화를 기대한다.

바이오는 트립토판 및 스페셜티 제품 물량과 판가의 견조한 흐름이 이어지며, Selecta SPC 시황개선과 전년동기 기저효과를 시현했다. 일부 제품의 경쟁강도 확대와 관련 대응 목적의 판가조정 예상에도 시황회복 및 Selecta 24년 연내 매각 마무리 가능성 등을 고려, 영업실적 흐름은 개선세 지속을 예상하는데 무리가 없다.

F&C는 사료부문 판가 및 판매량 하락으로 인한 외형감소는 불가피하나, 베트남 돈가의 제한적인 조정폭과 원가 안정세가 맞물린 부진 사업 및 지역 개편을 통한 수익개선이 주효했다. 과거 4분기마다 발생했던 일회성 비용은 당시 질병관련 폐사율 등과 관련된 부분이었음을 감안, 최근 상황을 고려시 (-)요인의 재차 발생 가능성은 제한적이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 430,000원으로 조정

국내외 경기 불확실성이 영업실적에 반영되면서 향후 개선에 대한 기대를 다소 제한하고 있는 상황이 아쉽다. 이와 관련한 영업실적 추정치 및 multiple 조정에 따라 목표주가를 기존 47만원에서 43만원으로 하향조정한다. 다만 조정된 눈높이 수준의 실적시현은 무리가 없으며, 대외변수 개선과 Selecta 등의 정리 이후 주요 영업부문 중심의 사업 포트폴리오 재편 및 재무구조 개선이 고려된 추가 움직임에 대한 기대는 유효하다는 판단이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

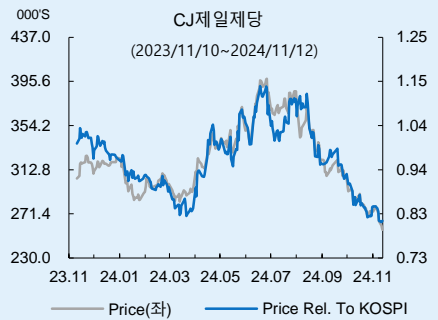
목표주가(12M)	430,000원(하향)
종가(2024.11.12)	256,500원
상승여력	67.6%

Stock Indicator

자본금	82십억원
발행주식수	1,505만주
시가총액	3,861십억원
외국인지분율	24.7%
52주 주가	256,500~398,000원
60일평균거래량	39,219주
60일평균거래대금	11.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.6	-28.6	-23.7	-15.8
상대수익률	-4.2	-23.4	-14.7	-18.8

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	29,023	29,378	29,518	30,486
영업이익(십억원)	1,292	1,573	1,744	1,850
순이익(십억원)	386	442	632	729
EPS(원)	25,636	29,365	41,985	48,444
BPS(원)	475,054	501,983	541,531	587,539
PER(배)	12.6	8.7	6.1	5.3
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	5.6	6.0	8.0	8.6
배당수익률(%)	0.8	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	4.4	3.2	2.8	2.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료]

이경신 2122-9211 ks.lee@imfnsec.com

표1. CJ제일제당 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결매출액	7,071.2	7,219.4	7,443.5	7,289.4	7,216.0	7,238.7	7,414.3	7,509.1	29,023.5	29,378.1	29,517.6
CJ제일제당	4,408.1	4,423.3	4,673.4	4,385.7	4,444.2	4,331.4	4,620.4	4,515.7	17,890.5	17,911.7	17,682.2
식품	2,759.6	2,732.2	3,005.9	2,766.7	2,831.5	2,705.1	2,972.1	2,856.2	11,264.4	11,364.9	11,510.9
가공	2,221.9	2,151.4	2,389.2	2,328.5	2,396.9	2,191.2	2,458.8	2,433.4	9,091.0	9,480.3	9,618.3
국내	867.9	841.0	1,054.1	941.8	1,021.7	866.8	1,055.7	955.0	3,704.8	3,899.2	3,942.7
해외	1,354.0	1,310.4	1,335.1	1,386.7	1,375.2	1,324.4	1,403.1	1,478.4	5,386.2	5,581.1	5,675.6
소재	537.7	580.8	616.7	438.2	434.6	513.9	513.3	422.9	2,173.4	1,884.7	1,892.6
바이오	991.9	1,046.0	1,058.2	1,038.2	1,021.6	1,056.4	1,069.4	1,096.1	4,134.3	4,243.5	3,868.0
생물자원	656.6	645.1	609.3	580.8	591.1	569.9	578.9	563.4	2,491.8	2,303.3	2,303.3
대한통운	2,807.8	2,962.4	2,937.1	3,060.6	2,921.4	3,059.2	2,975.8	3,167.7	11,767.9	12,124.1	12,524.2
YoY %	1.3%	-4.0%	-7.1%	-3.7%	2.0%	0.3%	-0.4%	3.0%	-3.5%	1.2%	0.5%
CJ제일제당	2.1%	-3.7%	-9.1%	-7.2%	0.8%	-2.1%	-1.1%	3.0%	-4.7%	0.1%	-1.3%
식품	5.8%	4.8%	-1.6%	-2.3%	2.6%	-1.0%	-1.1%	3.2%	1.4%	0.9%	1.3%
가공	6.5%	5.9%	-1.4%	1.3%	7.9%	1.8%	2.9%	4.5%	2.9%	4.3%	1.5%
국내	-4.6%	3.3%	1.3%	5.6%	17.7%	3.1%	0.2%	1.4%	1.3%	5.2%	1.1%
해외	15.1%	7.7%	-3.4%	-1.4%	1.6%	1.1%	5.1%	6.6%	4.0%	3.6%	1.7%
소재	2.8%	0.9%	-2.7%	-18.1%	-19.2%	-11.5%	-16.8%	-3.5%	-4.1%	-13.3%	0.4%
바이오	-8.4%	-20.7%	-19.2%	-9.1%	3.0%	1.0%	1.1%	5.6%	-14.8%	2.6%	-8.8%
생물자원	4.8%	-3.5%	-21.4%	-22.8%	-10.0%	-11.7%	-5.0%	-3.0%	-11.7%	-7.6%	0.0%
대한통운	-1.7%	-5.6%	-5.7%	1.2%	4.0%	3.3%	1.3%	3.5%	-3.0%	3.0%	3.3%
연결영업이익	252.8	344.6	396.0	298.3	376.0	383.6	416.2	397.5	1,291.6	1,573.2	1,743.7
CJ제일제당	150.4	235.8	275.3	157.9	267.0	269.0	276.4	247.0	819.4	1,059.4	1,198.3
식품	134.0	142.7	234.1	143.8	184.5	135.9	161.3	141.8	654.6	623.5	732.9
바이오	63.1	84.3	47.1	56.8	97.8	99.0	82.4	85.5	251.3	364.7	367.6
생물자원	(46.7)	8.8	(5.9)	(42.7)	(15.3)	34.1	32.7	19.7	(86.5)	71.2	97.7
대한통운	99.0	112.4	124.8	144.0	109.4	125.4	141.6	152.0	480.2	528.4	550.9
YoY %	-42.0%	-31.7%	-18.2%	24.0%	48.7%	11.3%	5.1%	33.3%	-22.4%	21.8%	10.8%
CJ제일제당	-58.8%	-40.1%	-28.8%	28.2%	77.5%	14.1%	0.4%	56.4%	-35.4%	29.3%	13.1%
식품	-21.0%	-14.9%	11.8%	86.5%	37.7%	-4.8%	-31.1%	-1.4%	4.9%	-4.7%	17.5%
바이오	-64.1%	-62.1%	-70.6%	-27.5%	55.0%	17.4%	74.9%	50.5%	-60.5%	45.1%	0.8%
생물자원	적전	158.8%	적전	적지	적지	287.5%	흑전	흑전	적전	흑전	37.2%
대한통운	30.9%	-3.2%	15.9%	28.2%	10.4%	11.5%	13.5%	5.6%	16.6%	10.0%	4.3%
OPM %	3.6%	4.8%	5.3%	4.1%	5.2%	5.3%	5.6%	5.3%	4.5%	5.4%	5.9%
CJ제일제당	3.4%	5.3%	5.9%	3.6%	6.0%	6.2%	6.0%	5.5%	4.6%	5.9%	6.8%
식품	4.9%	5.2%	7.8%	5.2%	6.5%	5.0%	5.4%	5.0%	5.8%	5.5%	6.4%
바이오	6.4%	8.1%	4.5%	5.5%	9.6%	9.4%	7.7%	7.8%	6.1%	8.6%	9.5%
생물자원	-7.1%	1.4%	-1.0%	-7.4%	-2.6%	6.0%	5.6%	3.5%	-3.5%	3.1%	4.2%
대한통운	3.5%	3.8%	4.2%	4.7%	3.7%	4.1%	4.8%	4.8%	4.1%	4.4%	4.4%

자료: CJ제일제당, iM증권 리서치본부

표2. CJ제일제당 목표주가 변경

(십억원)	내용	비고
A) 영업가치		
EBITDA	2,112.3	2025년 추정치
영업이익	1,198.3	
유무형상각비	914.0	
적용배수	5.6	사업부별 국내외 peer 평균 조정 반영 (표 3 참고)
합계	11,767.3	
B) 비영업가치		
1 상장사 보유지분 가치		지분 및 세후가치 할인조정 반영
CJ 대한통운	532.9	
2. 비상장사 가치	0.0	투자목적 출자, 경영참여 및 사업유지용 비상장사 가치 제외
3. 부동산 가치	0.0	
합계	532.9	
C) 순차입금	6,000.0	CJ 대한통운 제외
D) Sum-of-parts value (A+B-C)		
	6,300.2	
주식수 (천주)	14,697	자사주 제외
주당가치 (원)	428,674	
Target Price (원)	430,000	

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. CJ제일제당 사업부문별 영업가치 추정 세부사항

(십억원)	op	D&A	EBITDA	multiple	Value
가공	661.2	368.8	1,030.0	6.3	6,489.2
소재	71.7	155.0	226.7	2.8	634.7
바이오	367.6	274.6	642.2	6.3	4,046.0
F&C	97.7	115.6	213.3	2.8	597.3
합계	1,198.3	914.0	2,112.3	5.6	11,767.3

자료: iM증권 리서치본부 추정

K-IFRS 연결 요약 재무제표

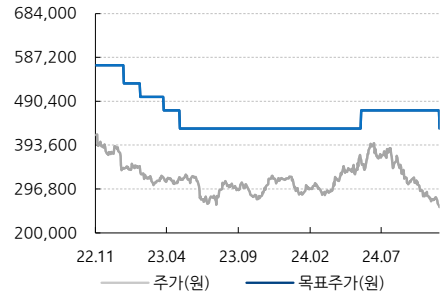
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,580	10,642	11,324	12,158	매출액	29,023	29,378	29,518	30,486
현금 및 현금성자산	1,854	2,600	3,251	3,894	증가율(%)	-3.5	1.2	0.5	3.3
단기금융자산	304	607	668	735	매출원가	22,971	22,808	23,082	23,830
매출채권	2,941	2,960	2,958	3,039	매출총이익	6,053	6,570	6,436	6,655
재고자산	2,649	2,642	2,614	2,658	판매비와관리비	4,761	4,997	4,692	4,806
비유동자산	20,026	19,494	19,185	18,913	연구개발비	50	50	51	52
유형자산	11,875	11,298	10,944	10,627	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,308	4,328	4,349	4,369	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	29,606	30,136	30,509	31,072	영업이익	1,292	1,573	1,744	1,850
유동부채	9,556	9,807	9,627	9,514	증가율(%)	-22.4	21.8	10.8	6.1
매입채무	2,169	2,441	2,690	2,942	영업이익률(%)	4.5	5.4	5.9	6.1
단기차입금	2,472	2,500	2,400	2,300	이자수익	57	57	57	57
유동성장기부채	2,235	2,500	2,400	2,300	이자비용	515	479	447	405
비유동부채	8,271	8,025	7,825	7,625	지분법이익(손실)	20	10	-	-
사채	3,476	3,376	3,276	3,176	기타영업외손익	-127	-84	-131	-120
장기차입금	1,446	1,300	1,200	1,100	세전계속사업이익	732	775	1,097	1,266
부채총계	17,826	17,832	17,452	17,139	법인세비용	173	215	307	355
지배주주지분	7,152	7,557	8,152	8,845	세전계속이익률(%)	2.5	2.6	3.7	4.2
자본금	82	82	82	82	당기순이익	559	561	790	912
자본잉여금	1,223	1,223	1,223	1,223	순이익률(%)	1.9	1.9	2.7	3.0
이익잉여금	5,731	6,085	6,629	7,270	지배주주귀속 순이익	386	442	632	729
기타자본항목	-193	-193	-193	-193	기타포괄이익	57	52	52	52
비지배주주지분	4,628	4,747	4,905	5,087	총포괄이익	616	612	842	963
자본총계	11,780	12,304	13,057	13,932	지배주주귀속총포괄이익	616	612	842	963

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,445	2,827	3,145	3,205	주당지표 (원)				
당기순이익	559	561	790	912	EPS	25,636	29,365	41,985	48,444
유형자산감가상각비	1,380	1,459	1,441	1,466	BPS	475,054	501,983	541,531	587,539
무형자산상각비	162	164	165	167	CFPS	128,073	137,171	148,698	156,920
지분법관련손실(이익)	20	10	-	-	DPS	5,500	5,500	5,500	5,500
투자활동 현금흐름	-703	-1,208	-988	-1,018	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,124	-1,158	-1,181	-1,205	PER	12.6	8.7	6.1	5.3
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
금융상품의 증감	230	-304	-61	-67	PCR	2.5	1.9	1.7	1.6
재무활동 현금흐름	-1,658	-1,209	-1,604	-1,604	EV/EBITDA	4.4	3.2	2.8	2.3
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	778	-100	-100	-100	ROE	5.6	6.0	8.0	8.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.8	10.9	11.3	11.4
배당금지급	-141	-141	-88	-88	부채비율	151.3	144.9	133.7	123.0
현금및현금성자산의증감	56	746	652	643	순채비율	63.4	52.6	41.0	30.5
기초현금및현금성자산	1,797	1,854	2,600	3,251	매출채권회전율(x)	9.6	10.0	10.0	10.2
기말현금및현금성자산	1,854	2,600	3,251	3,894	재고자산회전율(x)	9.9	11.1	11.2	11.6

자료 : CJ제일제당, iM증권 리서치본부

CJ제일제당 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-01-10	Buy	530,000	-35.0%	-33.5%
2023-02-14	Buy	500,000	-36.1%	-33.8%
2023-04-05	Buy	470,000	-32.9%	-31.4%
2023-05-09	Buy	430,000	-29.7%	-19.3%
2024-05-29	Buy	470,000	-28.8%	-15.3%
2024-11-13	Buy	430,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목의 우선주를 1.28% 보유하고 있습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%