

CJ제일제당 (097950)

대외변수 악화 반영 축소에 대한 기대

1Q25 Review: 시장 기대치를 하회하는 영업실적 시현

CJ대한통운 제외 CJ제일제당의 1Q25 매출액과 영업이익은 각각 4조 3,625억원 (-1.8% YoY), 2,463억원 (-7.8% YoY)을 시현했다. 국내 명절효과와 4Q24 선반영에 따른 베이스부담과 소비부진, 미국 디저트 생산차질 영향 및 바이오 고수익제품 이익 하락 사이클 등에 따라 대형 아미노산 실적개선 등에도 불구하고, 영업실적에 대한 시장 눈높이 이상의 조정은 아쉬운 부분이다.

국내 가공식품은 4Q24 명절 물량 선반영과 경기둔화, 관련 소비악화 영향에 따라 일부 역성장을 보였다. 최근 내수 소비가 온라인 중심으로 이뤄지는 상황과 관련 채널 성장 (1Q25 +33% YoY)이 맞물림에 따라 대외변수 악화정도 대비 식품부문 외형 위축 정도는 상쇄되었으나, 마진 레벨에 대한 아쉬움이 남는다. 소재 또한 명절 효과의 선반영으로 단기 부담이 이어졌으나 시세의 개선 흐름에 따른 외형 및 마진축소 마무리는 긍정적이다. 사업 특성상 가파른 이익개선은 어려우나 최근 원가 흐름을 감안할 때 안정적 영업실적 시현을 이어갈 전망이다.

해외 식품은 유럽 및 호주의 신규채널 중심 성장세를 이어가고 있으며, 중국의 베이스효과 등에 따른 성장 전환을 보였다. 미국의 경우 디저트부문 매출차질 등으로 환율 (+)효과에도 불구하고 단기 영업실적은 다소 아쉬울 전망이나, 2H25 이후 생산라인 복구 및 유통 재진입에 따라 외형 및 이익률 개선 기여가 가능할 것으로 판단한다.

바이오부문은 일부 고수익 품목의 이익 사이클 하락 구간으로, 대형 아미노산 개선에도 부담이 영업실적에 반영되었다. 다만 글로벌 경쟁사 이탈 및 유럽의 중국산 라이신 반덤핑 무역분쟁에 따른 반사수혜 등을 감안시 향후 관련 이익 개선분이 지속 반영될 공산이 크다는 점을 고려, 고수익제품의 전략적 가격조정과 관련한 영업실적 등락은 제한적이다. Selecta의 경우 매각결정 철회에 따라 향후 영업실적 추정치를 반영했으며, 최근 시황 및 투입원가를 고려시 향후 이익기여도는 확대될 가능성에 무게를 둔다. F&C는 베트남 돈가 상승 및 원가경쟁력 확보에 1Q24까지 이어졌던 베이스효과가 더해졌다.

투자 의견 BUY, 목표주가 380,000원으로 하향조정

국내외 경기 불확실성이 영업실적에 반영되면서 특히 식품부문에 대한 기대를 제한하는 상황이 이어지고 있으나, 베이스효과를 고려한다면 1Q25 이후 점진적 회복 기대는 가능하다는 판단이다. 영업실적 추정치 조정에 따라 목표주가를 기존 39만원에서 38만원으로 하향조정한다. 다만 바이오 및 F&C 사업부문의 이익 안정이 예상되는 상황임을 고려, 국내외 식품부문의 개선이 더해진다면 관련 프리미엄폭 확대 가능성까지 고려된 주가 움직임은 유효할 것으로 예상된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

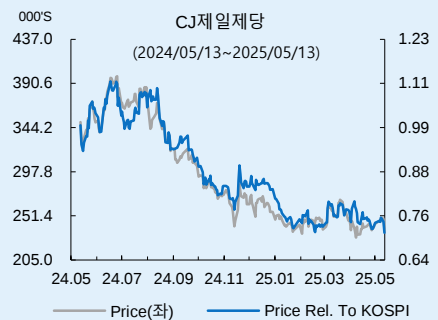
목표주가(12M)	380,000원(하향)
증가(2025.05.13)	238,500원
상승여력	59.3 %

Stock Indicator

자본금	82십억원
발행주식수	1,505만주
시가총액	3,590십억원
외국인지분율	22.1%
52주 주가	228,500~398,000원
60일평균거래량	64,822주
60일평균거래대금	16.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.0	-3.0	-3.2	-31.9
상대수익률	-4.2	-4.0	-11.2	-27.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	29,359	29,997	30,760	31,668
영업이익(십억원)	1,553	1,581	1,681	1,824
순이익(십억원)	148	434	585	691
EPS(원)	9,843	28,819	38,883	45,930
BPS(원)	522,344	545,172	577,533	616,940
PER(배)	26.0	8.3	6.1	5.2
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	2.0	5.4	6.9	7.7
배당수익률(%)	1.2	1.3	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	4.0	3.5	3.2	2.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료]

이경신 2122-9211 ks.lee@imfnsec.com

표1. CJ제일제당 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
연결매출액	7,216.0	7,238.7	7,414.3	7,490.2	7,208.5	7,442.9	7,662.1	7,683.6	29,023.5	29,359.1	29,997.0
CJ제일제당	4,444.2	4,331.4	4,620.4	4,475.0	4,362.5	4,464.0	4,764.4	4,606.2	17,890.5	17,871.0	18,197.1
식품	2,831.5	2,705.1	2,972.1	2,844.3	2,924.6	2,875.2	3,137.9	2,993.0	11,264.4	11,353.0	11,930.6
가공	2,396.9	2,191.2	2,458.8	2,407.3	2,485.7	2,357.7	2,622.0	2,551.6	9,091.0	9,454.2	10,017.0
국내	1,021.7	866.8	1,055.7	928.6	997.6	869.4	1,071.5	937.9	3,704.8	3,872.8	3,876.4
해외	1,375.2	1,324.4	1,403.1	1,478.7	1,488.1	1,488.3	1,550.5	1,613.7	5,386.2	5,581.4	6,140.6
소재	434.6	513.9	513.3	437.0	438.9	517.5	515.9	441.4	2,173.4	1,898.8	1,913.7
바이오	1,021.6	1,056.4	1,069.4	1,062.1	895.4	1,038.8	1,059.2	1,056.1	4,134.3	4,209.5	4,049.5
F&C	591.1	569.9	578.9	568.6	542.5	550.0	567.3	557.2	2,491.8	2,308.5	2,217.0
대한통운	2,921.4	3,059.2	2,975.8	3,160.3	2,992.6	3,135.7	3,050.2	3,239.3	11,767.9	12,116.8	12,417.8
YoY %	2.0%	0.3%	-0.4%	2.8%	-0.1%	2.8%	3.3%	2.6%	-3.5%	1.2%	2.2%
CJ제일제당	0.8%	-2.1%	-1.1%	2.0%	-1.8%	3.1%	3.1%	2.9%	-4.7%	-0.1%	1.8%
식품	2.6%	-1.0%	-1.1%	2.8%	3.3%	6.3%	5.6%	5.2%	1.4%	0.8%	5.1%
가공	7.9%	1.8%	2.9%	3.4%	3.7%	7.6%	6.6%	6.0%	2.9%	4.0%	6.0%
국내	17.7%	3.1%	0.2%	-1.4%	-2.4%	0.3%	1.5%	1.0%	1.3%	4.5%	0.1%
해외	1.6%	1.1%	5.1%	6.6%	8.2%	12.4%	10.5%	9.1%	4.0%	3.6%	10.0%
소재	-19.2%	-11.5%	-16.8%	-0.3%	1.0%	0.7%	0.5%	1.0%	-4.1%	-12.6%	0.8%
바이오	3.0%	1.0%	1.1%	2.3%	-12.4%	-1.7%	-1.0%	-0.6%	-14.8%	1.8%	-3.8%
F&C	-10.0%	-11.7%	-5.0%	-2.1%	-8.2%	-3.5%	-2.0%	-2.0%	-11.7%	-7.4%	-4.0%
대한통운	4.0%	3.3%	1.3%	3.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	-3.0%	3.0%	2.5%
연결영업이익	376.0	383.6	416.2	377.3	333.2	377.6	440.6	429.7	1,291.6	1,553.0	1,581.1
CJ제일제당	267.0	269.0	276.4	219.9	246.3	256.0	298.7	275.8	819.4	1,032.3	1,076.7
식품	184.5	135.9	161.3	138.4	128.6	127.0	175.3	159.9	654.6	620.1	590.8
바이오	97.8	99.0	82.4	58.4	82.5	98.7	92.1	90.8	251.3	337.6	364.2
F&C	(15.3)	34.1	32.7	23.1	35.2	30.2	31.2	25.1	(86.5)	74.6	121.7
대한통운	109.4	125.4	141.6	154.3	85.4	125.4	143.4	155.5	480.2	530.7	509.7
YoY %	48.7%	11.3%	5.1%	26.5%	-11.4%	-1.5%	5.9%	13.9%	-22.4%	20.2%	1.8%
CJ제일제당	77.5%	14.1%	0.4%	39.3%	-7.8%	-4.8%	8.1%	25.4%	-35.4%	26.0%	4.3%
식품	37.7%	-4.8%	-31.1%	-3.8%	-30.3%	-6.5%	8.7%	15.5%	4.9%	-5.3%	-4.7%
바이오	55.0%	17.4%	74.9%	2.8%	-15.6%	-0.3%	11.8%	55.5%	-60.5%	34.3%	7.9%
F&C	적지	287.5%	흑전	흑전	흑전	-11.3%	-4.6%	8.6%	적전	흑전	63.2%
대한통운	10.4%	11.5%	13.5%	7.2%	-21.9%	0.1%	1.2%	0.8%	16.6%	10.5%	-4.0%
OPM %	5.2%	5.3%	5.6%	5.0%	4.6%	5.1%	5.8%	5.6%	4.5%	5.3%	5.3%
CJ제일제당	6.0%	6.2%	6.0%	4.9%	5.6%	5.7%	6.3%	6.0%	4.6%	5.8%	5.9%
식품	6.5%	5.0%	5.4%	4.9%	4.4%	4.4%	5.6%	5.3%	5.8%	5.5%	5.0%
바이오	9.6%	9.4%	7.7%	5.5%	9.2%	9.5%	8.7%	8.6%	6.1%	8.0%	9.0%
F&C	-2.6%	6.0%	5.6%	4.1%	6.5%	5.5%	5.5%	4.5%	-3.5%	3.2%	5.5%
대한통운	3.7%	4.1%	4.8%	4.9%	2.9%	4.0%	4.7%	4.8%	4.1%	4.4%	4.1%

자료: CJ제일제당, iM증권 리서치본부

표2. CJ제일제당 목표주가 변경

(십억원)	내용	비고
A) 영업가치		
EBITDA	1,990.7	2025년 추정치
영업이익	1,076.7	
유무형상각비	914.0	
적용배수	5.5	
합계	10,997.1	사업부별 국내외 peer 평균 조정 반영 (표 3 참고)
B) 비영업가치		
1. 상장사 보유지분 가치		지분 및 세후가치 할인조정 반영
CJ대한통운	548.3	
2. 비상장사 가치	0.0	투자목적 출자, 경영참여 및 사업유지용 비상장사 가치 제외
3. 부동산 가치	0.0	
합계	548.3	
C) 순차입금	6,100.0	CJ대한통운 제외
D) Sum-of-parts value (A+B-C)	5,445.4	
주식수 (천주)	14,697	자사주 제외
주당가치 (원)	370,517	
Target Price (원)	380,000	

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. CJ제일제당 사업부문별 영업가치 추정 세부사항

(십억원)	op	D&A	EBITDA	multiple	Value
가공	531.1	368.8	899.9	6.1	5,530.1
소재	59.7	155.0	214.7	3.5	761.8
바이오	364.2	274.6	638.8	6.0	3,863.8
F&C	121.7	115.6	237.3	3.5	841.3
합계	1,076.7	914.0	1,990.7	5.5	10,997.1

자료: iM증권 리서치본부 추정

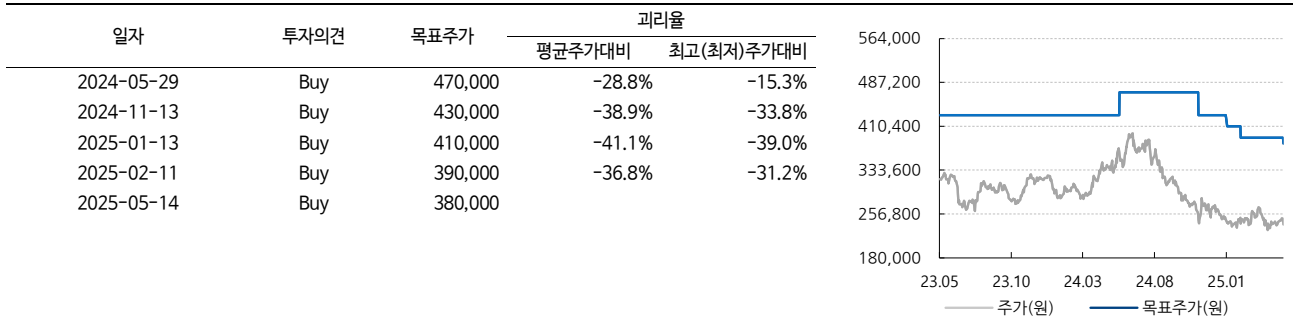
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,494	10,507	11,332	12,273	매출액	29,359	29,997	30,760	31,668
현금 및 현금성자산	1,272	1,735	2,098	2,515	증가율(%)	1.2	2.2	2.5	3.0
단기금융자산	485	557	641	737	매출원가	22,867	23,384	23,967	24,648
매출채권	3,252	3,323	3,407	3,508	매출총이익	6,492	6,613	6,794	7,020
재고자산	2,429	2,630	2,697	2,776	판매비와관리비	4,939	5,032	5,113	5,196
비유동자산	20,656	19,981	19,518	19,084	연구개발비	47	48	49	50
유형자산	12,258	11,580	11,113	10,675	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,541	4,561	4,582	4,604	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,150	30,488	30,850	31,358	영업이익	1,553	1,581	1,681	1,824
유동부채	10,320	10,367	10,245	10,137	증가율(%)	20.2	1.8	6.3	8.5
매입채무	1,885	1,869	1,880	1,901	영업이익률(%)	5.3	5.3	5.5	5.8
단기차입금	3,091	3,100	3,000	2,900	이자수익	68	68	68	68
유동성장기부채	2,761	2,750	2,650	2,550	이자비용	553	535	497	456
비유동부채	7,588	7,438	7,288	7,138	지분법이익(손실)	26	-	-	-
사채	3,157	3,007	2,857	2,707	기타영업외손익	-397	-131	-120	-120
장기차입금	995	995	995	995	세전계속사업이익	611	858	1,016	1,200
부채총계	17,907	17,805	17,533	17,274	법인세비용	249	327	285	336
지배주주지분	7,863	8,207	8,694	9,288	세전계속이익률(%)	2.1	2.9	3.3	3.8
자본금	82	82	82	82	당기순이익	362	531	732	864
자본잉여금	1,304	1,304	1,304	1,304	순이익률(%)	1.2	1.8	2.4	2.7
이익잉여금	5,747	6,085	6,566	7,153	지배주주귀속 순이익	148	434	585	691
기타자본항목	-190	-190	-190	-190	기타포괄이익	713	6	6	6
비지배주주지분	4,379	4,476	4,623	4,796	총포괄이익	1,075	537	738	870
자본총계	12,243	12,684	13,317	14,083	지배주주귀속총포괄이익	1,075	537	738	870

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,255	2,705	3,016	3,145	주당지표 (원)				
당기순이익	362	531	732	864	EPS	9,843	28,819	38,883	45,930
유형자산감가상각비	1,384	1,412	1,440	1,469	BPS	522,344	545,172	577,533	616,940
무형자산상각비	158	159	161	162	CFPS	112,259	133,169	145,205	154,262
지분법관련손실(이익)	26	-	-	-	DPS	6,000	6,000	6,500	6,500
투자활동 현금흐름	-1,104	-987	-1,019	-1,052	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,001	-1,021	-1,041	-1,062	PER	26.0	8.3	6.1	5.2
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
금융상품의 증감	-181	-73	-84	-96	PCR	2.3	1.8	1.6	1.5
재무활동 현금흐름	-1,863	-1,849	-2,047	-2,055	EV/EBITDA	4.0	3.5	3.2	2.7
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	598	-150	-150	-150	ROE	2.0	5.4	6.9	7.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	10.5	10.5	10.7	10.9
배당금지급	-128	-96	-96	-104	부채비율	146.3	140.4	131.7	122.7
현금및현금성자산의증감	-581	463	363	417	순부채비율	67.4	59.6	50.8	41.9
기초현금및현금성자산	1,854	1,272	1,735	2,098	매출채권회전율(x)	9.5	9.1	9.1	9.2
기말현금및현금성자산	1,272	1,735	2,098	2,515	재고자산회전율(x)	11.6	11.9	11.5	11.6

자료 : CJ제일제당, iM증권 리서치본부

CJ제일제당 투자이전 및 목표주가 변동추이



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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%