



기업분석 | 음식료

Analyst

심지현

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	700,000 원
현재주가	448,000 원

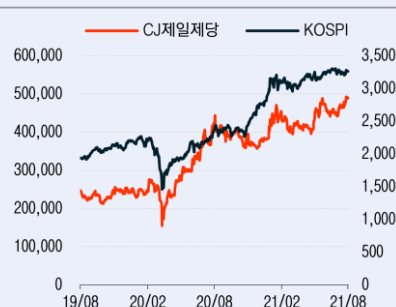
컨센서스 대비(2Q21P 영업이익 대비)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(8/9)	3,260.42 pt
시가총액	73,690 억원
발행주식수	15,054 천주
52주 최고가/최저가	492,500 / 357,000 원
90일 일평균거래대금	275.54 억원
외국인 지분율	24.9%
배당수익률(21.12E)	0.8%
BPS(21.12E)	388,737 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 9.3%
	6개월 7.9%
	12개월 -23.2%
주주구성	CJ (외 3인) 45.5%
	국민연금공단 (외 1인) 12.0%
	자사주 (외 1인) 2.4%

Stock Price



CJ제일제당 (097950)

2Q21 Review: 음식료주의 팔방미인

2Q21 Review & 3Q21 Preview

CJ제일제당(이하 동사)의 2Q21P 잠정실적은 매출액 6조 3,092억(YoY +6.6%), 영업이익 4,696억(YoY +22%, OPM 7.4%)원으로 영업이익 기준 당사 기준 추정치를 상회했다. 대한통운 제외 기준으로 매출은 전년동기대비 9%, 영업이익은 26% 성장했다. 최근 동사의 주가에 대한 질문은 크게 두 가지로 요약되고 있었다. 1)식품에서 작년 B2C 역기저가 있기 때문에 올해 판가인상 한 품목들이 실제로 실적에 언제부터, 얼마만큼 반영되어 끌어올려 줄 것인지, 2)바이오 부문의 2분기 피크아웃 고민이 그것이다.

1)국내 식품: 전년 B2C 역기저 부담이 있으나 온라인/B2B/CVS 등 경로 다양화를 통해 판매확대를 이뤘다. 올해 2월 판가인상한 국내 가공식품 부문은 2분기에 일부 반영되었다. 동사 국내식품 최대 성수기인 3분기부터 상반기 판가인상 품목의 영향이 본격 반영될 것으로 예상하며 7월 인상한 품목은 4분기부터 본격 반영될 것으로 예상해 향후 식품에서의 추가 업사이드가 더 마련되어 있다는 판단이다. 소재식품 역시 판가인상을 다소 진행해온 것으로 파악한다.

2)글로벌 식품: 마찬가지로 역기저부담과 부정적 환율영향 및 원재료, 운반비 상승 부담이 있었으나, 빠른 B2B 회복 및 주요 지역 K-Food 판매 확대에 감소폭을 완화했다. 미국 피자점의 경우 작년 코로나19 시기에 판가인상을 거치며 매스 카테고리에서 수익성이 강화되었다. 또한 마찬가지로 작년 코로나 때부터 빛을 발한 슈완스 DSD(직접 물류) 역량으로 경쟁사와의 점유율 차이를 줄여나갔는데, 이 역량은 3분기 이후도 계속해서 영향을 미칠 요인이다. 이번 분기에 두드러진 국가는 일본 미초 시장인데, 동사는 현재 전체 2천억 원 가량의 일본 희석식 음용식초 시장의 절반 정도를 점유하고 있으며 미초에서 이번 분기에만 +78% 성장을 거뒀다.

3)바이오: 상반기의 높은 스팟가격이 2분기에 집중 반영되고 선제 판가 인상 등을 통해 매출 YoY +24%, 영업이익 YoY +75% 증가, OPM 21.1% 등 역대 최대 이익을 달성했다. 물론 2분기 주요 스팟가격이 고점 이후 하향 추세며 2분기에 중국 물류와의 상호 영향으로 일시적 오버슈팅이 있었기 때문에 3분기에 QoQ로 하락은 불가피하다. 다만 여전히 전년동기대비 상당 폭 높은 수준에서 반영된다는 점, 상반기 높은 스팟가격의 영향이 3분기에도 일부 영향 미친다는 점, 거꾸로 작년 하반기부터 예상되던 둔화 수준에서 계속 추정치가 조금씩 올라가고 있다는 점에 주목한다. 한편 이번 실적박표에서 화이트바이오 이슈에 대해 HDC현대EP와 바이오플라스틱 컴파운딩 JV 설립 MOU 체결 이슈 소식 업데이트 되었다. **4)F&C:** 곡물가 상승 및 베트남 돈가 약세 영향으로 매출은 YoY +19% 증가했으나 영업이익이 YoY -13% 감소했다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 700,000원 유지, Top-picks 유지

향후 관건은 순차적으로 인상한 판가가 시차를 두고 매출에 반영되어 나가기 시작하는 폭, 그리고 2분기의 높았던 바이오 사업부 실적이 안정되는 폭과 속도, 글로벌 식품에서의 안정적인 K-Food 확대 및 9월부터의 B2B 회복 속도 등이다. 국내 가공식품 판가 반영에 따라 기존 하반기 추정치에서 국내 매출 추정치는 소폭 상향했고, 나머지 추정치에는 유의미한 변화가 없다. 목표주가 및 음식료주 내 Top-picks 의견을 유지한다.

표1 CJ 제일제당 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출	5,831	5,921	6,342	6,151.4	6,178	6,309	6,844	6,560	24,246	25,891	28,558
대통제외	3,482	3,461	3,748	3,473	3,671	3,756	3,959	3,691	14,164	15,077	16,480
식품 (슈완스有)	2,261	2,191	2,389	2,128	2,306	2,213	2,539	2,285	8,969	9,344	10,262
- 소재	423	428	471	363	423	440	479	370	1,685	1,712	1,730
- 가공(슈완스外)	1,095	1,040	1,254	1,063	1,195	1,125	1,358	1,115	4,452	4,793	5,309
· 국내	799	714	898	743	857	762	950	773	3,154	3,342	3,547
· 글로벌(슈완스外)	296	326	356	320	338	362	408	342	1,298	1,451	1,762
- 슈완스	743	723	665	702	688	648	702	801	2,832	2,838	3,223
바이오부문	1,221	1,270	1,359	1,345	1,365	1,543	1,420	1,405	5,195	5,733	6,218
- 바이오	678	743	771	790	777	918	813	831	2,982	3,339	3,728
- F&C	543	527	588	555	587	626	607	574	2,213	2,394	2,490
대한통운	2,515	2,650	2,775	2,841	2,693	2,747	2,884	2,870	10,781	11,194	12,078
매출 YoY (%)	16.2	7.4	8.3	3.2	6.0	6.6	7.9	6.6	8.5	6.8	10.3
대통제외	23.9	8.6	8.8	4.5	5.4	8.5	5.6	6.3	10.9	6.4	9.3
식품	31.4	12.1	7.4	0.8	2.0	1.0	6.3	7.4	12.0	4.2	9.8
- 소재	-6.0	2.4	-0.3	-13.4	0.0	2.8	1.8	2.0	-4.2	1.6	1.0
- 가공	6.3	12.0	14.6	6.2	9.2	8.1	8.3	4.9	9.8	7.7	10.8
바이오부문	12.0	3.1	11.3	10.9	11.8	21.5	4.4	4.5	9.2	10.4	8.5
- 바이오	15.0	0.1	7.3	10.9	14.7	23.5	5.4	5.2	7.9	12.0	11.7
- F&C	8.5	7.7	17.0	10.8	8.1	18.7	3.2	3.5	11.0	8.2	4.0
대한통운	3.4	4.5	5.8	0.5	7.0	3.7	4.0	1.0	3.5	3.8	7.9
OP	275.9	384.9	402.1	296.6	385.1	469.6	431.6	345.1	1,359.6	1,631.3	1,614.8
대통제외	220.1	301.6	311.7	208.1	342.3	379.9	328.7	244.2	1,041.5	1,295.1	1,160.9
식품(슈완스 포함)	116.3	126.4	175.8	91.5	176.4	129.9	198.1	128.0	510.0	632.4	608.8
바이오부문	103.8	175.2	135.9	116.6	165.9	250.0	130.6	116.3	531.5	662.8	552.1
- 바이오	51.1	110.9	79.2	71.0	77.0	193.9	77.2	71.5	312.2	419.6	462.5
- F&C	52.7	64.3	56.7	45.6	88.9	56.1	53.4	44.8	219.3	243.2	89.6
대한통운	58.2	83.9	92.5	90.8	48.1	90.6	102.9	100.9	325.3	342.4	453.9
OP YoY (%)	54.1	119.5	47.5	9.9	39.6	22.0	7.3	16.3	51.6	20.0	-1.0
대통제외	53.3	186.1	72.2	20.9	55.5	26.0	5.5	17.4	73.0	24.4	-10.4
식품(슈완스 포함)	15.3	134.1	33.7	64.3	51.7	2.8	12.7	39.9	49.1	24.0	-3.7
바이오부문	143.1	240.8	174.5	0.2	59.8	42.7	-3.9	-0.3	104.4	24.7	-16.7
- 바이오	-2.6	86.8	50.9	3.8	50.7	74.8	-2.5	0.6	34.2	34.4	10.2
- F&C	흑전	흑전	흑전	-4.1	68.7	-12.7	-5.8	-1.7	705.9	10.9	-63.1
대한통운	28.3	16.8	4.3	-10.4	-17.3	8.0	11.1	11.1	5.9	5.3	32.5
OPM (%)	4.7	6.5	6.3	4.8	6.2	7.4	6.3	5.3	5.6	6.3	5.7
대통제외	6.3	8.7	8.3	6.0	9.3	10.1	8.3	6.6	7.4	8.6	7.0
식품(슈완스 포함)	5.1	5.8	7.4	4.3	7.6	5.9	7.8	5.6	5.7	6.8	5.9
바이오부문	8.5	13.8	10.0	8.7	12.2	16.2	9.2	8.3	10.2	11.6	8.9
- 바이오	7.5	14.9	10.3	9.0	9.9	21.1	9.5	8.6	10.5	12.6	12.4
- F&C	9.7	12.2	9.6	8.2	15.1	9.0	8.8	7.8	9.9	10.2	3.6
대한통운	2.3	3.2	3.3	3.2	1.8	3.3	3.6	3.5	3.0	3.1	3.8

자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

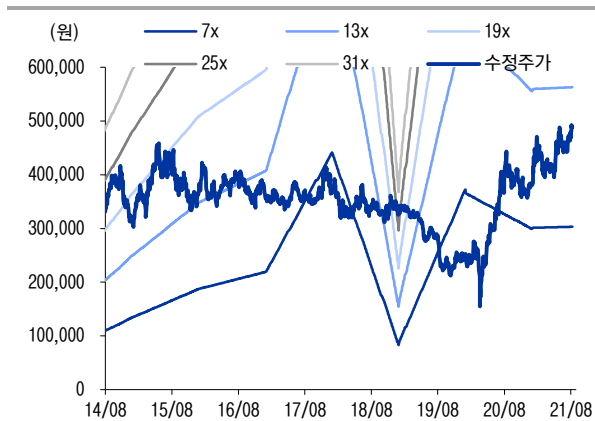
주: 글로벌에서는 슈완스 및 수출실적 제외, 생물자원 부문은 3Q19부터 Feed&Care

표2 SOTP Valuation

(십억원, %)	21E EBITDA	Target EV/EBITDA	적정가치	비고
식품	1,128	10.1	11,370	① 글로벌 Peer 평균 21E EV/EBITDA에서 30% 할인
바이오부문	938	6.9	6,504	② Ajinomoto 21E EV/EBITDA에서 30% 할인
대한통운	871	5.0	2,188	③ 동사 대한통운 21E EV/EBITDA 추정치에서 40% 할인, 지분율 50.46 적용
영업가치			20,062	① + ② + ③ = (a)
총차입금			7,998.1	(b) 21E 추정
순차입금			6,696.9	21E 추정
총기업가치			12,063.7	(a) - (b) = (c) 총차입금 차감 기준 기업가치 산정
유통주수			14,695,755	(d) 상장주수-자사주수
적정주가			820,899	(c) / (d)
목표주가			700,000	-
현재주가			489,500	-
상승여력			43.0%	-

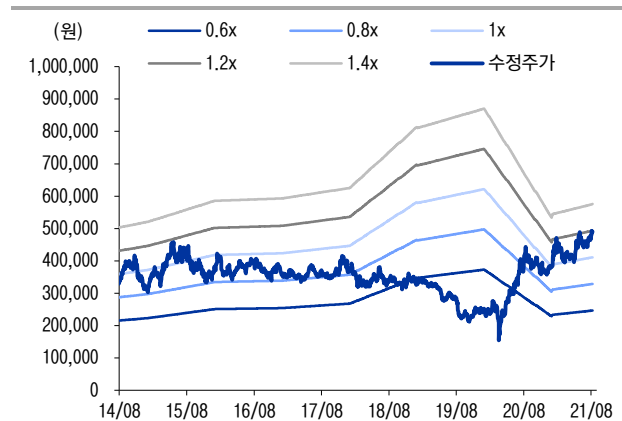
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 CJ제일제당 PER 밴드



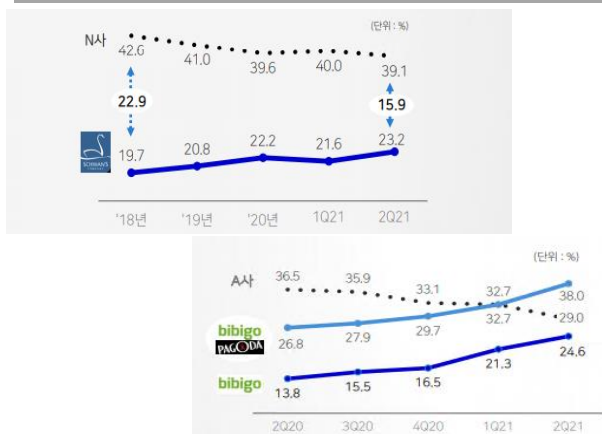
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CJ제일제당 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 글로벌 식품: 피자과 만두 경쟁사 대비 M/S



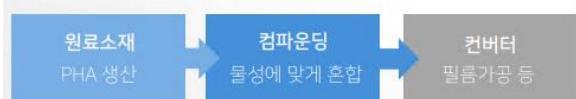
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 화이트바이오 업데이트 사항

PHA 생산설비 구축과 함께 컴파운딩으로 밸류체인 확장,
바이오플라스틱 전반으로 사업영역 확대 추진

- 해양생분해 바이오플라스틱 PHA 대량생산 가동 예정 ('22년 초, 인도네시아)
- HDC현대EP와 바이오플라스틱 컴파운딩¹⁾ JV 설립 MOU 체결
: 컴파운딩으로 밸류체인 확대, PHA 외에도 다양한 바이오플라스틱 소재
활용한 Application 개발로 White Bio 시장 입지 강화

바이오플라스틱 밸류체인 확대



※ 기존 원료소재(PHA)에서 컴파운딩으로 영역 확대

자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ제일제당 (097950)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,943	7,470	8,161	9,181	10,210
현금 및 현금성자산	691	1,212	664	1,206	1,705
매출채권 및 기타채권	2,986	2,917	2,771	2,981	3,218
재고자산	2,018	1,861	2,148	2,312	2,495
기타유동자산	2,248	1,479	2,578	2,682	2,791
비유동자산	18,338	18,142	17,892	17,718	17,645
관계기업투자등	256	594	229	238	248
유형자산	10,818	10,462	10,420	10,254	10,179
무형자산	4,810	4,517	4,175	4,032	3,895
자산총계	26,281	25,612	26,053	26,899	27,855
유동부채	8,202	7,083	7,812	8,078	8,374
매입채무 및 기타채무	3,020	2,651	2,854	3,071	3,315
단기금융부채	3,315	2,983	3,741	3,741	3,741
기타유동부채	1,867	1,449	1,217	1,266	1,317
비유동부채	8,597	8,363	6,819	6,819	6,819
장기금융부채	6,920	6,783	6,819	6,819	6,819
기타비유동부채	1,677	1,580	0	0	0
부채총계	16,799	15,445	14,630	14,897	15,192
지배주주지분	4,881	5,274	6,368	6,948	7,609
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,309	1,278	1,800	1,800	1,800
이익잉여금	3,786	4,407	4,982	5,562	6,222
비지배주주지분(연결)	4,601	4,892	5,054	5,054	5,054
자본총계	9,481	10,166	11,423	12,003	12,663

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	2,143	2,002	280	1,708	1,751
당기순이익(손실)	191	786	849	859	966
비현금수익비용가감	1,724	1,831	491	1,030	987
유형자산감가상각비	967	1,130	1,138	1,125	1,113
무형자산상각비	144	156	148	142	137
기타현금수익비용	-97	-81	-795	-237	-264
영업활동 자산부채변동	607	-422	-321	-181	-202
매출채권 감소(증가)	109	-75	-469	-211	-237
재고자산 감소(증가)	-316	9	37	-163	-184
매입채무 증가(감소)	504	-107	129	217	244
기타자산, 부채변동	310	-249	-17	-24	-25
투자활동 현금	-3,190	-345	-733	-1,102	-1,188
유형자산처분(취득)	-1,172	-729	-1,047	-960	-1,038
무형자산 감소(증가)	-126	-96	-21	0	0
투자자산 감소(증가)	-900	373	220	-18	-20
기타투자활동	-992	107	115	-125	-130
재무활동 현금	1,229	-1,098	0	-64	-64
차입금의 증가(감소)	237	-695	9	0	0
자본의 증가(감소)	-94	-106	-64	-64	-64
배당금의 지급	94	106	64	64	64
기타재무활동	1,086	-297	55	0	0
현금의 증가	143	521	-548	542	499
기초현금	548	691	1,212	664	1,206
기말현금	691	1,212	664	1,206	1,705

자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	22,352	24,246	25,891	28,558	30,812
매출원가	18,069	19,059	20,075	22,235	23,945
매출총이익	4,283	5,186	5,816	6,323	6,867
판매비 및 관리비	3,386	3,827	4,175	4,708	5,082
영업이익	897	1,360	1,642	1,615	1,784
(EBITDA)	2,007	2,645	2,928	2,882	3,035
금융손익	-356	-278	-264	-262	-261
이자비용	399	317	317	317	317
관계기업등 투자손익	29	21	23	23	23
기타영업외손익	-231	76	-79	0	0
세전계속사업이익	339	1,179	1,321	1,375	1,546
계속사업법인세비용	148	392	472	516	580
계속사업이익	191	786	849	859	966
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	191	786	849	859	966
지배주주	153	686	638	644	724
총포괄이익	290	573	849	859	966
매출총이익률 (%)	19.2	21.4	22.5	22.1	22.3
영업이익률 (%)	4.0	5.6	6.3	5.7	5.8
EBITDA마진률 (%)	9.0	10.9	11.3	10.1	9.8
당기순이익률 (%)	0.9	3.2	3.3	3.0	3.1
ROA (%)	0.7	2.6	2.5	2.4	2.6
ROE (%)	3.2	13.5	11.0	9.7	10.0
ROIC (%)	3.2	5.2	5.6	5.0	5.5

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	25.1	8.2	11.4	11.3	10.0
P/B	0.8	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.2	5.2	5.7	5.6	5.2
P/CF	2.2	2.4	6.0	4.2	4.1
배당수익률 (%)	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	19.7	8.5	6.8	10.3	7.9
영업이익	7.7	51.6	20.7	-1.6	10.5
세전이익	-73.8	247.9	12.1	4.1	12.5
당기순이익	-79.4	311.7	8.0	1.2	12.5
EPS	-83.4	360.1	-7.0	1.0	12.6
안정성 (%)					
부채비율	177.2	151.9	128.1	124.1	120.0
유동비율	96.8	105.5	104.5	113.7	121.9
순차입금/자기자본(x)	89.4	77.0	79.9	71.3	63.3
영업이익/금융비용(x)	2.2	4.3	5.2	5.1	5.6
총차입금 (십억원)	10,235	9,766	10,559	10,559	10,559
순차입금 (십억원)	8,479	7,826	9,125	8,552	8,021
주당지표(원)					
EPS	10,059	46,283	43,056	43,470	48,928
BPS	297,949	321,970	388,737	424,147	464,455
CFPS	116,913	159,806	81,809	115,310	119,187
DPS	3,500	4,000	4,000	4,000	4,000



Compliance Notice

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

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 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

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

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 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 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)