

2023.11.16(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-16 오전 7:37

수정한 날짜: 2023-11-16 오전 8:52

2023.11.16(목) 증권사리포트

대한항공

견조한 실적, 낙폭과대

[\[출처\] 하나증권 박성봉 애널리스트](#)

3Q23 영업이익의 시장컨센서스 상회

2023년 3분기 대한항공의 매출액과 영업이익은 각각 4.3조원(YoY +8.7%, QoQ +9.6%)과 5,430억원(YoY -32.2%, QoQ +13.8%)을 기록하면서 영업이익은 시장컨센서스인 5,102억원을 상회했다. 미주와 구주를 중심으로 한 장거리 노선 뿐만 아니라 일본과 동남아 단거리 노선 모두 높은 수요 영향으로 1) 대한항공의 국제선 수송은 2019년 3분기의 85.4% 수준까지 회복했고 2) 탑승률(L/F)도 85.2%를 기록했다. 3) 화물의 경우 6개 분기 연속으로 감소했던 수송(FTK)이 드디어 소폭이나마 증가세로 전환되었지만 운임(Yield) 하락이 지속되었는데 특히 전년동기와 비교 시, 절반 수준으로 하락한 결과 매출이 전분기대비 485억원 감소했다.

4분기에도 국제선 수요 호조 지속, 화물 매출 드디어 증가세 전환 전망

10월 인천공항의 여객 수송 실적은 537만명으로 코로나19 발생 이전인 2019년 10월의 91% 수준까지 회복했다. 특히 일본 노선의 경우 2019년 10월의 192%를 기록하며 역대 최대치를 기록했고 중국 노선 또한 코로나19 이전대비 절반 수준까지 회복했다. 3분기 성수기 이후 대한항공의 장거리 노선은 수요가 소폭 감소할 것으로 예상되는 반면, 일본과 중국을 중심으로 하는 단거리 노선은 4분기에도 증가세를 지속할 것으로 예상된다. 이에 대한항공은 4분기 국제선 공급을 2019년의 90% 수준까지 확대하겠다는 계획을 발표한 바 있다. 화물의 경우 연말 특수 효과가 기대되는 가운데 이미 수요 회복과 운임 상승이 동시에 확인되고 있는 상황에서 4분기에는 화물 매출이 드디어 증가세로 전환될 것으로 예상된다. 한편, 국제유가(WTI)가 10월 중순 고점 이후 약세를 기록 중으로 11월 중순 현재 배럴당 80불을 하회하는 등 유류비 부담도 축소되고 있다. 종합적으로 4분기 대한항공의 영업이익은 5,248억원(YoY +1.6%, QoQ -3.4%)을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY와 목표주가 30,000원 유지

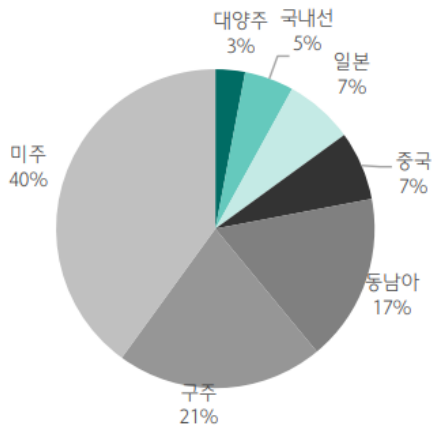
대한항공에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 30,000원을 유지한다. 지난해 사상최고치 영업실적을 기록한 이후 올해 하반기 들어 실적 Peak-out 우려가 확대되었고 원/달러 환율 및 유가 상승 등의 대외 영업환경 악화로 대한항공의 주가는 하락세를 지속했다. 그 결과 현재 주가는 PBR 0.8배로 밴드 최하단 수준까지 하락한 상황으로 밸류에이션 부담이 제한적이다. 최근 유가를 비롯한 대외환경도 항공사들에게 점차 유리한 방향으로 진행되고 있다는 점도 긍정적이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

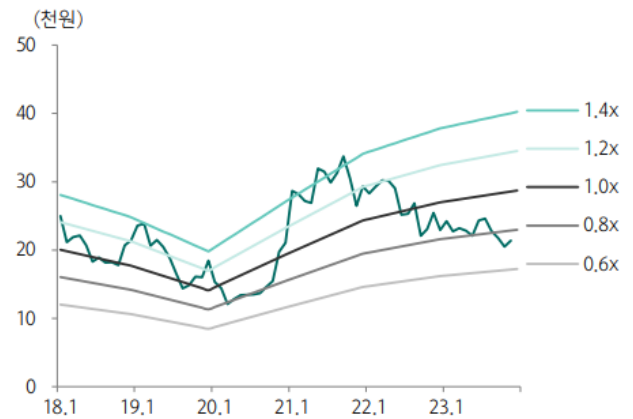
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	9,016.8	14,096.1	16,044.0	17,061.8
영업이익	1,418.0	2,830.6	2,030.6	1,732.3
세전이익	843.1	2,562.1	1,809.7	1,226.5
순이익	577.7	1,728.4	1,285.3	917.7
EPS	1,905	4,798	3,480	2,485
증감률	흑전	151.86	(27.47)	(28.59)
PER	15.41	4.78	6.15	8.61
PBR	1.52	0.94	0.79	0.74
EV/EBITDA	5.98	3.10	3.28	3.63
ROE	11.60	21.95	13.55	8.91
BPS	19,356	24,353	27,013	28,747
DPS	0	750	750	750

도표 2. 대한항공 여객 노선별 매출비중



주: 2023년 3분기 기준
자료: 대한항공, 하나증권

도표 3. 대한항공 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나증권



농심

3Q23 Review: 한국이 잘했다

[\[출처\] 이베스트투자증권 오지우 애널리스트](#)

해외 성장 둔화는 일시적

농심의 2023년 3분기 연결 실적은 매출액 8,559억원(+5.3% YoY), 영업이익 557억원(+103.9%, OPM 6.5%), 지배주주순이익 501억원(+76.3%, NPM 5.8%)을 달성했다. 4번의 연이은 서프라이즈 시현에 따라 높아진 눈높이에도 불구하고 다시 한번 기대치를 상회하는 실적을 기록했다(영업이익 기준 시장 컨센서스 493억원 대비 +13.0% 상회). 해외법인의 전반적으로 높은 베이스 부담과 비우호적인 환율 영향에도 불구하고, 한국의 안정적인 성장과 수익성 개선(OPM +3.3%p)이 전체 호실적을 견인했다.

[국내법인] 국내는 매출 6,204억원(+8.5%), 영업이익 335억원(+181.1%, OPM 5.4%)을 달성했으며, 연결 영업이익 기여도는 60%에 달했다. 품목별 성장률은 면류(+8.7%), 스낵(+10.8%), 음료(+14.0%) 수준으로, 기존 주력 브랜드 제품의 판매량 증가 효과에 더해 신라면 더레드('23.7월 말부터 실적 반영), 먹태깡, 포테토칩 잭슨퍼퍼로니 등 SKU 확장 신제품이 성장을 견인했다. 신제품 확대 전략은 4Q23~'24E에도 계속될 전망이다, 4분기 들어 현재까지는 라면 1종, 스낵 3종의 신제품 출시가 완료되었다.

[해외법인] 해외는 매출액 2,355억원(-2.5%), 영업이익 221억원(+44.0%, OPM 9.4%)을 기록했다. 영업이익률이 전년비 +3.0%p 개선되면서 이익은 증가했으나, 높은 비중을 차지하는 미국의 성장률 조정으로 전체 매출액은 소폭 역성장했다(미국 비중: 매출액 내 15%, 영업이익 내 23%). 다만, 1)코스트코, 월마트 등 MT(+6%) 채널에서는 전년 대비 성장한 점, 2)여전히 높은 마진률(OPM 9.4%)을 유지한 점, 3)미국 2공장 4호 라인 증설이 진행 중인 점은 긍정적이며, 현재의 성장률 둔화는 라면 품목에 대한 수요 하락보다는 일부 TT(-10%) 채널 재고조정에 따른 일시적 현상으로 해석하는 것이 적절하겠다. 미국 외 기타 지역 성장률은 중국(-11.6%, OPM 7.8%), 일본(-1.7%, OPM 1.7%), 베트남(+20.8%, OPM 3.7%), 호주(+15.1%, OPM 1.5%) 수준이다.

투자의견 BUY, 목표주가 600,000원 유지

농심에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 600,000원을 유지한다(Target P/E 18배 동일). 당사 추정 실적 기준 현재 주가는 14배에 거래 중이다. 2024E 동사는 전년 높은 베이스부담(2023E 영업이익 +107.3% YoY)에도 불구하고, 소맥, 팜유 등 주요 재료의 투입원가 하락에 따른 GPM 개선(+2%p)이 두드러지며 이익 성장이 계속될 전망이다.

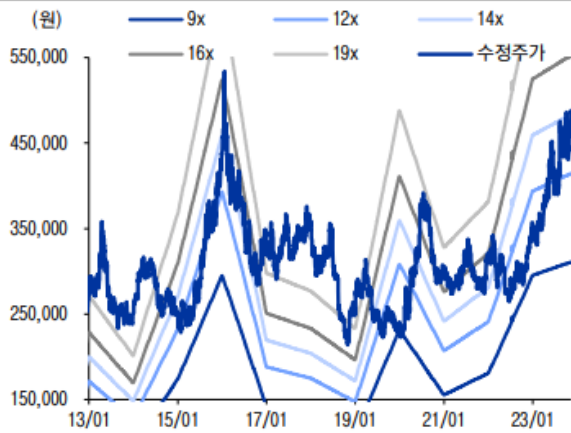
Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,663	3,129	3,422	3,586	3,735
영업이익	106	112	232	238	245
순이익	100	116	190	200	203
EPS (원)	17,263	20,081	32,807	34,535	35,089
증감률 (%)	-32.8	16.3	63.4	5.3	1.6
PER (x)	18.4	17.8	14.8	14.0	13.8
PBR (x)	0.9	0.9	1.2	1.1	1.1
영업이익률 (%)	4.0	3.6	6.8	6.6	6.6
EBITDA 마진 (%)	7.9	7.3	10.3	10.0	9.8
ROE (%)	4.7	5.2	8.0	7.8	7.5

주: IFRS 연결 기준

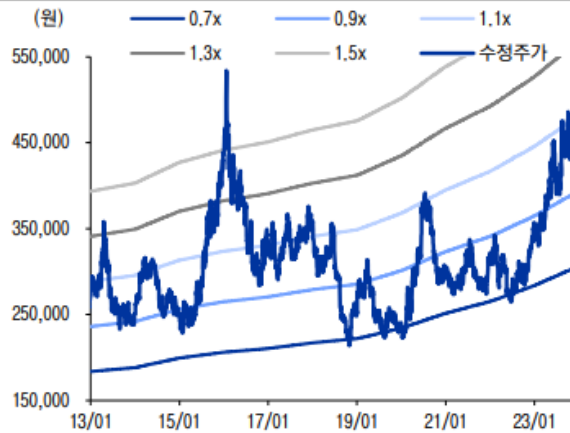
자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 농심 PER 밴드 차트



자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 농심 PBR 밴드 차트



자료: 농심, 이베스트투자증권 리서치센터





휠라홀딩스
 내년 본업 회복이 절실
[\[출처\] 키움증권 조소정 애널리스트](#)

휠라 부진, 아쿠쉬네트 성장 견조

휠라홀딩스의 3분기 연결기준 매출액은 9,891억원 (-8% YoY), 영업이익은 967억원 (-21% YoY, OPM 10%)를 기록, 낮아진 시장예상치를 상회했다. 아쿠쉬네트 실적은 견조했고, 휠라 실적은 부진했다.

휠라: 휠라의 매출은 2,112억원 (-35% YoY), 영업손실 63억원 (적자전환)을 기록했다. 국내는 채널 조정과 리브랜딩 영향으로, 해외는 글로벌 경기 둔화 영향으로 실적이 부진했다.

국내: 내수 매출은 629억원 (-39% YoY), 영업손실 63억원 (적자전환)을 기록했다. 브랜드 가치 제고를 위한 저가 채널 축소로 매출이 감소했고, 매출감소 영향으로 이익이 감소했다.

미국: 미국 법인 매출은 652억원 (-47% YoY), 영업손실 234억원 (적자지속)을 기록했다. 재고 소진을 위한 할인 판매 영향으로 영업적자가 지속되었다.

로열티사업: 글로벌 로열티 매출은 185억원 (-14% YoY)을 기록했다. 유럽은 소비 심리 둔화, 남미는 화폐가치 하락으로 부진했던 반면, 아시아 지역이 판매 호조를 보이면서 매출 감소폭이 축소되었다.

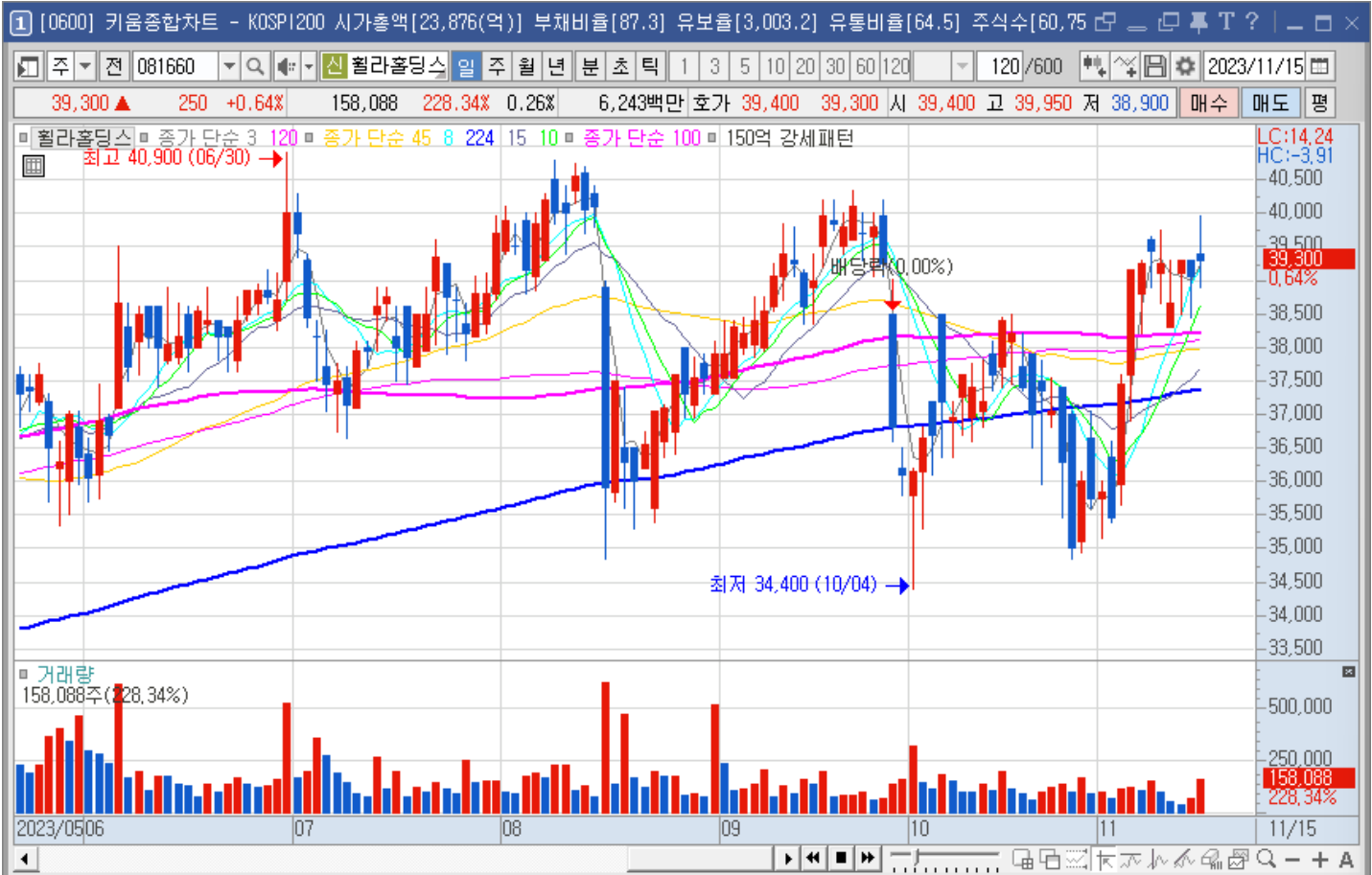
DFS(중국): DFS 매출은 142억원 (-8% YoY)을 기록했다. 높은 기저 부담과 수요 부진 영향으로 매출이 감소한 것으로 파악된다.

아쿠쉬네트: 아쿠쉬네트 매출은 7,779억원 (+3% YoY), 영업이익은 1,030억원 (+4% YoY, OPM 13%)를 기록했다. 타이틀리스트 클럽 신제품 출시로 판매가 견조했다.

24년, 미국 법인 비용 부담 축소 기대

현재 실적 부진의 가장 큰 원인은 월라USA다. 그동안 미국 법인은 주요 경쟁사들의 재고 소진 경쟁으로 인한 비용 부담 가중, 인력 감축 관련 일회성 비용 등 영향으로 실적이 부진했지만, 내년부터는 더 나아진 모습을 보일 것이다. (1) 하반기 재고 소진 계획이 원활하게 이행되면서, 올해 말 까지 재고 부담이 전년동기대비 -50% 줄어든 것으로 예상되고, 이에 내년 수익 구조가 개선될 것으로 기대되기 때문이다. 아울러 (2) 그동안의 구조조정으로 고정비 부담이 축소되었기 때문에 내년부터는 좀더 가벼워진 몸으로 새 출발을 할 수 있을 것이다

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,794.0	4,221.8	4,011.2	4,184.4
영업이익	492.9	435.1	303.9	385.0
EBITDA	592.1	547.5	437.0	494.9
세전이익	512.8	453.1	311.5	397.9
순이익	337.8	467.5	235.9	298.4
자배주주지분순이익	235.2	343.7	173.4	219.4
EPS(원)	3,872	5,658	2,855	3,611
증감률(% YoY)	69.4	46.1	-49.5	26.5
PER(배)	9.3	5.9	13.7	10.8
PBR(배)	1.35	1.08	1.13	1.01
EV/EBITDA(배)	5.1	6.6	7.3	5.9
영업이익률(%)	13.0	10.3	7.6	9.2
ROE(%)	16.2	19.7	8.7	9.9
순차입금비용(%)	5.4	34.5	1.6	-8.4



우신시스템

실적 추정치 대폭 상향

[\[출처\] 하나증권 김규상 애널리스트](#)

3Q23 Re: 전 사업부 수익성 상승

우신시스템은 3분기 매출액 648억원(YoY -15.8%), 영업이익 86억원(YoY -26.1%)을 시현했다. 3Q22 실적에서 일회성 요인(단발성 수주 및 보상비용 등)을 제거하면 YoY 성장을 달성했을 것으로 추정된다. 3Q23 수익성 상승은 1) 올해 수주한 고수익성 차체설비 매출 인식 시작과, 2) 미국법인 이연 매출 및 무한법인 부채 환입 등 일회성 수익 약 20억원에 기인한다. 상기한 일회성 요인을 제거하더라도 분기 영업이익률은 10% 이상이다. 미국 UAW 파업에도 불구하고 안전벨트 매출액은 373억원(1Q 297억원, 2Q 332억원)으로 증가, 분기 흑자전환을 달성한 것으로 추정한다

수주잔고: 안전벨트 2조원, 2차전지 장비 2,600억원, 차체설비 1,400억원

하나증권은 3Q23 말 기준 우신시스템의 누적 수주잔고를 2조 4천억원으로 추정한다. 세부적으로는 안전벨트 약 2조원, 2차전지 장비 2,600억원, 차체설비 1,400억원 등이다. 1) 안전벨트는 기존 과점 업체 중 1곳의 글로벌 공급망 탈락 속 우신시스템이 대체 공급자로 급부상하고 있으며, 공급자 우위 시장으로 변화에 따른 단가 상승이 지속되고 있다. 2) 2차전지 모듈 조립장비는 AMPC 제도 혜택으로 인해 완성차 및 셀 업체의 지속적인 발주가 예상된다. 3) 창사 이래 꾸준히 우신시스템의 기둥이었던 차체설비는 이제 관련 노하우 축적과 효율화로 수익성이 대폭 상향 되고 있다. 2024년부터 매출액과 영업이익이 크게 증가할 전망이며, 이후에도 수주잔고 지속 증가에 따른 실적 성장이 예상된다.

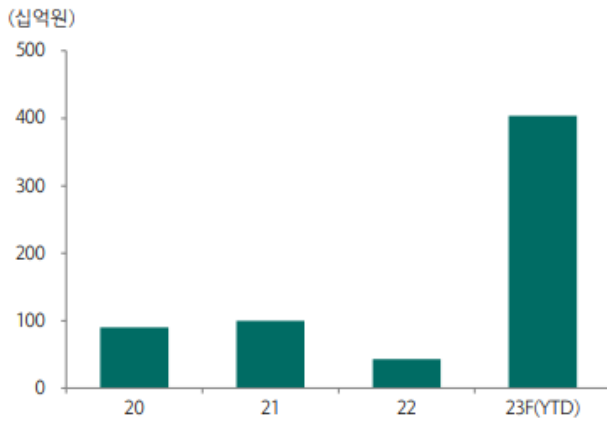
투자의견 BUY, 목표주가 16,550원 유지

우신시스템에 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다. 2023년 매출액 2,549억원(YoY 0.1%), 영업이익 178억원(YoY 122.5%, 기존 110억원)으로 영업이익 전망을 상향한다. 2024년 매출액 6,397억원(YoY 151.0%), 영업이익 455억원(YoY 155.6%, 기존 394억원)으로 영업이익 전망을 상향한다. 1) 안전벨트 매출의 급성장, 2) AMPC로 인한 2차전지 장비수주 본격화, 3) 기존 차체설비 수익성 상승 등 전 사업부가 호황인 우신시스템의 주가는 24F Fwd. P/E 5배 미만으로, 비중 확대 의견을 유지한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	262.3	254.5	254.9	639.7
영업이익	(11.5)	8.0	17.8	45.5
세전이익	(13.1)	5.8	17.4	44.2
순이익	(13.0)	2.8	12.3	35.0
EPS	(709)	151	673	1,911
증감율	적지	흑전	345.70	183.95
PER	(5.78)	21.19	13.95	4.91
PBR	0.80	0.60	1.57	1.19
EV/EBITDA	(620.48)	6.52	7.96	3.79
ROE	(13.92)	3.11	12.84	29.37
BPS	5,137	5,341	5,988	7,873
DPS	0	30	30	30

도표 1. 우신시스템 장비 수주잔고



주: 차체설비 + 2차전지 장비 수주잔고
자료: 우신시스템, 하나증권

도표 2. 우신시스템 2차전지 조립라인 프로젝트 실적



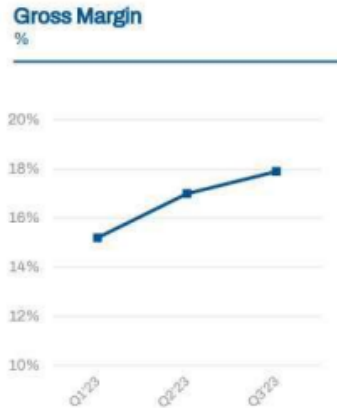
자료: 우신시스템, 하나증권

도표 3. Autoliv 2023 Adj. Operating Margin Outlook



자료: Autoliv, 하나증권

도표 4. 분기별 Autoliv 2023 Gross Margin



자료: Autoliv, 하나증권



이마트

주력 사업부 집중과 효율화

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

3분기 당사 추정치도 소폭 하회

3분기 이마트 실적 부진은 이어졌다. 당사 추정치가 시장 기대치 대비 약 20% 낮았음에도 불구하고 이에 못 미쳤다. 3분기 연결기준 매출액은 7조 7,096억 원(전년동기대비 +0.0%), 영업이익 779억 원(전년동기대비 -22.7%)을 달성하였다. 당사 영업이익 추정치 811억 원을 소폭 하회하였다. 3분기 영업실적 부진은 크게 보면 비주력 사업부에서 나타났다. 1) 신세계 건설 업황 부진에 따른 영업손실폭 확대와 충당금 설정과, 2) SCK 기저에도 불구하고 높아진 고정비를 커버하지 못하였고, 3) 온라인 점유율 유지를 위한 전략 전환으로 싹싹 적자가 확대되었기 때문이다.

전체적으로 부정적인 실적을 기록했지만, 본업의 실적 턴 어라운드 는 긍정적으로 평가한다. 높아진 고정비에도 불구하고 전문점 사업부 안착에 따른 이익 증가와 할인점 효율화를 통한 이익 성장이 이루어지고 있기 때문이다. 부진한 영업환경을 감안할 때 본업에 대한 이해도는 확실히 업계 최고 수준으로 평가할 수 있는 부분이다. 동사의 별도기준 총매출액은 4조 4,386억 원(전년동기대비 -2.2%), 영업이익 1,102억 원(전년동기대비 +5.0%)을 기록하였다.

구조적 개선 방안이 중요

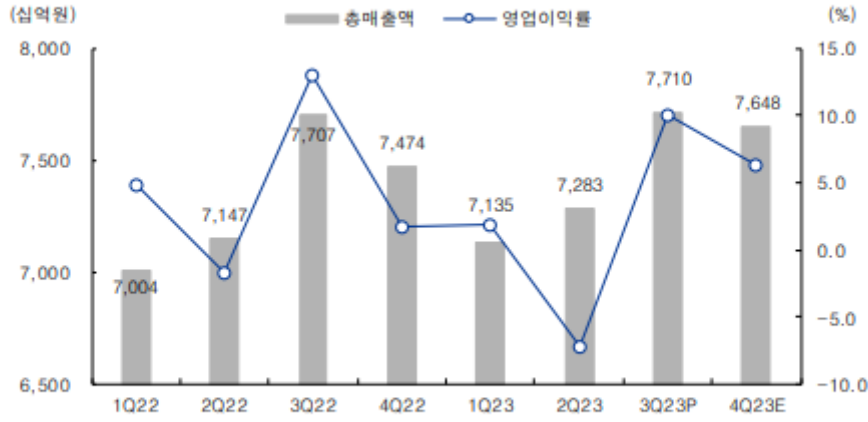
동사의 구조적 개선 방안은 본업 집중과 비주력 사업부문에 대한 과감한 혁신이 필요하다고 판단한다. 수년간 사업부 확장을 펼쳤지만, 본업과의 시너지 및 자체적인 성장성은 제한되었다. 식품 중심의 오프라인 채널 부문의 경쟁력이 높은 만큼 이를 통한 성장 및 안정화를 모색하는 것이 합리적이라 생각한다. 최근 동사는 효율적인 오프라인 확장을 지속하겠다고 밝혔다. 당사는 이를 합리적인 전략이라 판단하고 있다. 다만, 1인가구 비중 증가가 이루어지고 있는 만큼 근거리 채널에서 차별적인 서비스 및 상품을 제공할 수 있는 유통망 확대에 집중해야 할 것이다.

투자의견 Trading Buy와 목표주가 8만원 유지

(단위:십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	24,933	29,332	29,894	30,791	31,542
영업이익	317	136	82	252	289
세전이익	2,114	1,252	10	166	511
지배주주순이익	1,571	1,029	25	144	504
EPS(원)	56,348	36,924	882	5,182	18,067
증가율(%)	334.2	-34.5	-97.6	487.2	248.7
영업이익률(%)	1.3	0.5	0.3	0.8	0.9
순이익률(%)	6.4	3.4	0.0	0.3	1.2
ROE(%)	16.2	9.6	0.2	1.3	4.4
PER	2.7	2.7	88.1	15.0	4.3
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	10.2	8.2	5.9	3.8	3.1

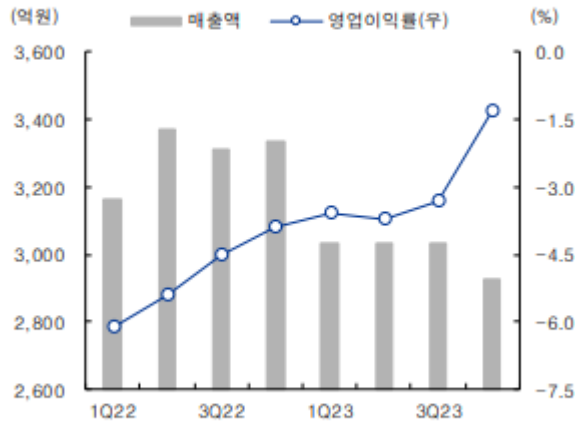
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 이마트 영업실적 추이 및 전망



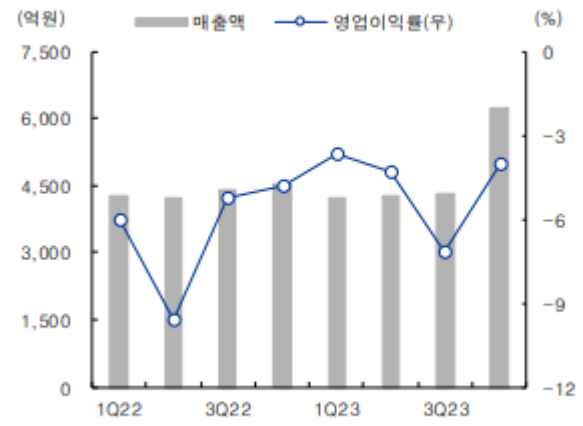
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 2. G마켓 분기별 영업실적 추이 및 전망



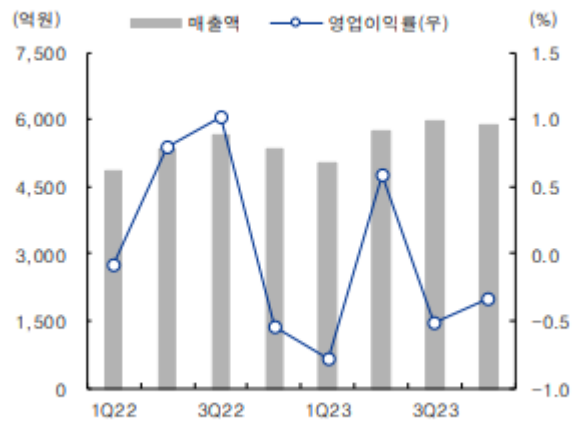
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 3. SSG.COM 분기별 영업실적 추이 및 전망



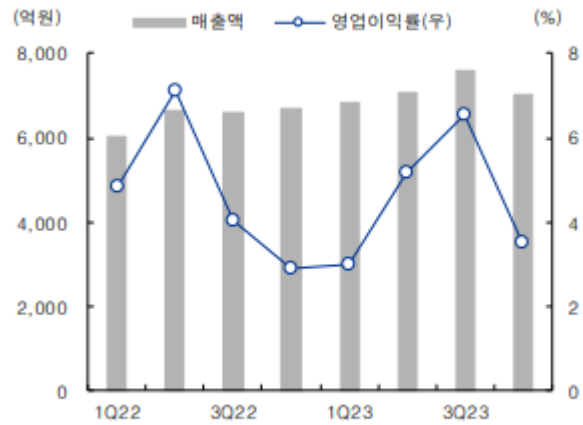
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 4. 이마트24 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: 이마트, IBK투자증권

그림 5. SCK 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: 이마트, IBK투자증권



SK네트웍스

누가 봐도 달라진 회사

[\[출처\] 이베스트투자증권 오린아 애널리스트](#)

SK네트웍스 NDR후기: 누가 봐도 달라진 회사

당사는 SK네트웍스와 11월 13일 국내 주요 기관 NDR을 진행했다. 국내 기관들의 주요 관심사는 2023년 3분기 실적 Review와 더불어 사업형 투자회사로의 전환 로드맵, 최근 인수한 엔코아 관련 시너지 전략, 주주 환원 정책 등이었다. SK네트웍스는 사업형 투자회사로의 전환을 가속화 중인데, 2020년부터 데이터센터 펀드 및 데이터 관련 유망기술 업체에도 투자를 이어온 바 있다. 금번 인수한 데이터 전문 기업 엔코아는 데이터전문 기업으로 현재 대기업/공공기관 등을 포함한 500여개의 고객사를 확보하고 있으며, 향후 SK네트웍스 내 entity 및 SK 그룹사까지 저변을 확대할 수 있다는 점이 긍정적이다.

수익성 집중 경영이 빛났던 3Q23 실적

2023년 3분기 연결 기준 매출액은 전년동기대비 7.8% 감소한 2조 2,830억원, 영업이익은 전년동기대비 36.1% 증가한 548억원을 기록해 당사 추정치 및 시장 기대치에 부합하는 실적이었다. 정보통신 부문의 단말기 판매량 감소 및 트레이딩 사업 축소에 따른 매출 감소 영향이 이어졌지만, SK매직의 수익성 개선이 긍정적이었다. 3Q23 SK매직의 매출액은 전년동기 대비 3.7% 증가한 2,702억원, 영업이익은 전년동기대비 147% 개선된 132억원을 기록했다. 렌탈 매출액은 안정적으로 유지되고 있는 상황이고, 수익성 위주의 경영 기조가 지속되고 있다. 더불어 말레이시아 사업은 분기 BEP를 달성해 고무적이다. 렌터카 부문의 매출액과 영업이익은 각각 3.2% 증가하고 3.6% 감소했는데, 해외여행 확대로 단기 렌탈 매출 감소 영향이 있었지만 작년 하반기부터 중고차 매각 해외 수출 물량을 확대 중으로 안정적인 실적을 기대할 수 있겠다(3Q23 수출 비중 12%). 워커히는 리오프닝에 따른 MICE 부문 및 카지노 매출 증가로 호조를 이어가고 있다.

투자의견 Buy 및 목표주가 7,000원 유지

SK네트웍스에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 7,000원을 유지한다. 올해 4분기 아이폰15 출시로 정보통신 부문의 실적 상승이 예상되고, 10월 인수 작업이 마무리된 엔코아는 4분기부터 연결 실적으로 반영 예정이다. 더불어 회사 측의 적극적인 주주 환원 정책도 이어지고 있어, 주가를 방어하는 요인으로 작용할 전망이다

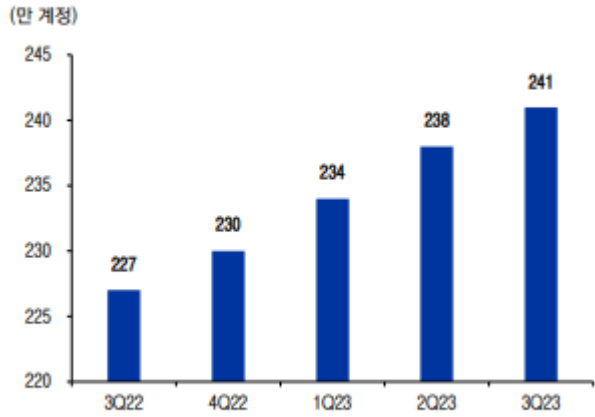
Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	11,018	9,666	9,585	9,954	10,489
영업이익	122	154	217	233	250
순이익	104	91	51	72	87
EPS (원)	451	395	187	310	368
증감률 (%)	186.1	-12.4	-52.6	65.3	18.8
PER (x)	11.1	9.8	29.8	18.0	15.2
PBR (x)	0.6	0.4	0.7	0.7	0.7
영업이익률 (%)	1	2	2	2	2
EBITDA 마진 (%)	9	10	11	11	10
ROE (%)	4.6	3.9	2.3	3.5	4.1

주: IFRS 연결 기준

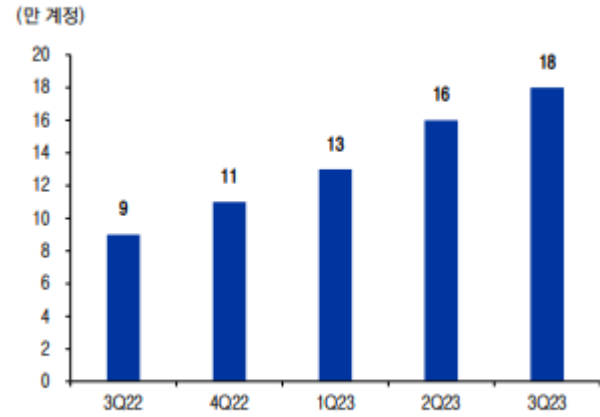
자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 SK매직 국내 렌탈 누적 계정 수 추이



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 SK매직 글로벌 렌탈 누적 계정 수 추이



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터





CJ제일제당

3Q23 Review: 반전시그널

[\[출처\] 이베스트투자증권 오지우 애널리스트](#)

드디어 국내식품 Q 성장!

CJ제일제당은 2023년 3분기 매출액 7조 4,434억원(-7.1% YoY), 영업이익 3,960억원(-18.2%, OPM 5.3%), 지배주주순이익 2,009억원(-19.7%, NPM 2.7%)을 달성하며 시장 기대치 3,823억원에 부합했다(시장 컨센서스 대비 +3.6%). 대한통운 제외 매출액은 4조 6,733억원(-9.1%), 영업이익은 2,753억원(-28.8%, OPM 5.9%)을 기록했다.

[식품] 매출액 3조 59억원(-1.6%), 영업이익 2,341억원(+11.8%, OPM 7.8%)을 달성하면서 올해 들어 3분기 만에 영업이익 플러스 전환에 성공했다(식품 영업이익 증감률: 1Q23 -21.0% à 2Q23 -14.9% à 3Q23 +11.8%). 가공식품 판매량 증가와 판매비 효율화가 주효했다. 국내 식품(-0.2%)은 전년 높은 베이스 부담에도 불구하고, 고물가에 따라 외식 대체 수요가 증가하면서 가공식품을 중심으로 3Q22부터 지속된 Q 감소가 해소되었다. 해외 식품(-3.4%)은 미주의 높은 베이스 및 비우호적인 환율 영향, 아시아 경기 부진 및 지상취 매각으로 소폭 역신장했다. 3Q23 미주 실적은 매출액 1조 917억원(+1.2%), 영업이익 867억원(+8.6%, OPM 7.9%)으로 여전히 높은 수익성을 유지 중이며, 4Q23E에도 달러화 기준 하이 싱글 수준의 매출 성장이 기대된다.

[BIO+FNT] 매출액 1조 460억원(-20.7%), 영업이익 471억원(-70.6%, OPM 4.5%)을 기록했다. BIO 매출액, 영업이익은 각각 -17.0%, -89.6% 감소했다. 트립토판, 스페셜티AA가 +30%대 고성장세를 유지하며 대형 아미노산 하락분을 상쇄하였으나, 대두 관련시세 하락에 따라 CJ셀렉타 실적이 둔화되며 낮은 수익성을 기록한 결과다(OPM 1.1%). FNT 매출액, 영업이익은 각각 -29.7%, -40.4% 감소했다. 주 시장인 북미·유럽의 수요 감소에 기인하나, 꾸준한 원가 경쟁력 개선으로 높은 마진률을 유지했다(OPM 27.3%).

[Feed&Care] 매출액 6,092억원(-5.7%), 영업적자 59억원(적자전환)을 기록했다. 사료는 인니 판매량 감소, 축산은 베트남 돈가 상승폭 미진(+2% QoQ)으로 실적이 부진했다.

투자의견 BUY, 목표주가 420,000원 유지

CJ제일제당에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 420,000원을 유지한다(당사 추정치 기준 9.2배에 거래 중). 4Q23 가이던스는 매출액 로우 싱글 감소, OPM 4~5%를 제시했다. 내년은 높았던 베이스 부담이 사라지고, 식품·바이오 업황이 반전되면서 안정적인 실적성장이 예상된다('24E 매출액 +5.2%, 영업이익 +19.5% YoY 추정). 곡물 가격 단계적 하락, 가공식품 수요 증가, 바이오 스팟 가격 상승 등 반전 시그널이 긍정적이다.

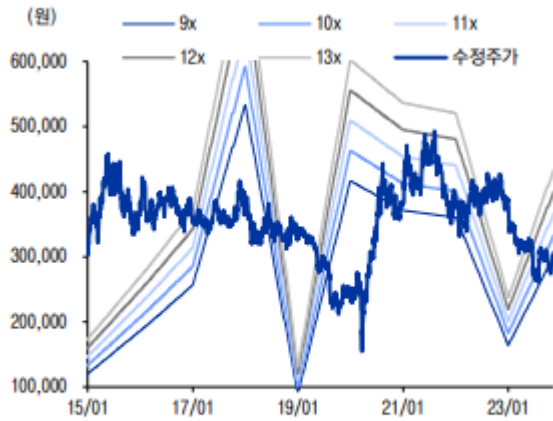
Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	26,289	30,080	29,217	30,653	32,588
영업이익	1,524	1,665	1,331	1,555	1,866
순이익	892	803	410	570	785
EPS (원)	41,246	40,047	18,267	33,329	46,088
증감률 (%)	-10.9	-2.9	-54.4	82.5	38.3
PER (x)	9.4	9.5	16.8	9.2	6.7
PBR (x)	1.0	0.9	0.7	0.7	0.6
영업이익률 (%)	5.8	5.5	4.6	5.1	5.7
EBITDA 마진 (%)	10.6	10.2	9.8	10.0	10.4
ROE (%)	10.8	9.3	4.0	6.9	8.9

주: IFRS 연결 기준

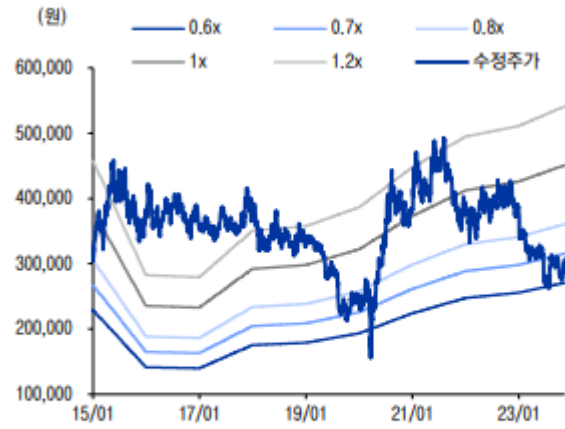
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 CJ제일제당 PER 밴드 차트



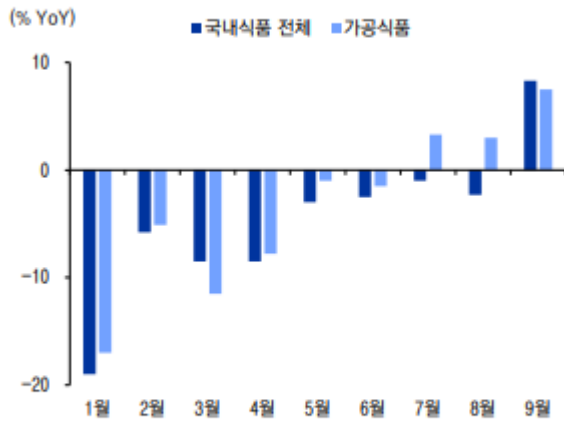
자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CJ제일제당 PBR 밴드 차트



자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

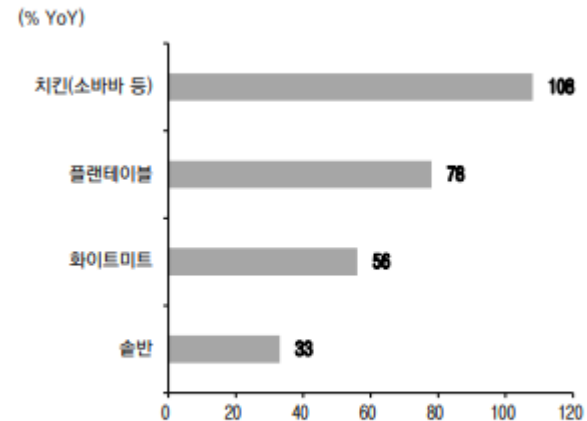
그림3 2023년 월별 국내식품 판매량 증감률



자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 산물세트 제외 기준

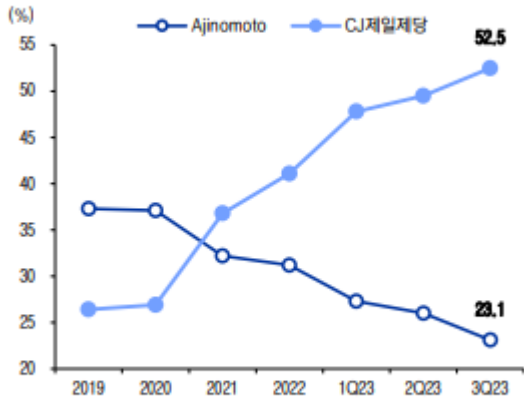
그림4 국내식품 신규 품목 3Q23 누적 매출 성장률



자료: C.제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

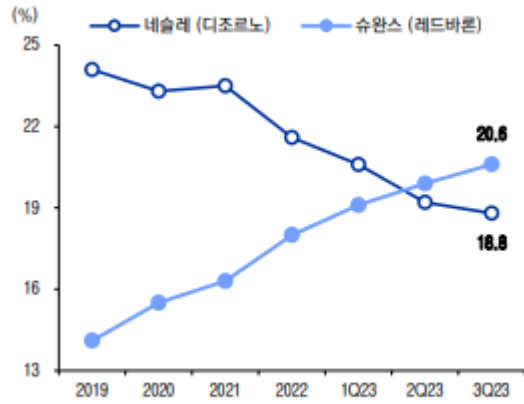
주: 화이트미트 = 닭가슴살 등 지방이 적고 단백질이 많은 고기

그림5 미주 Grocery 채널 만두 M/S 추이



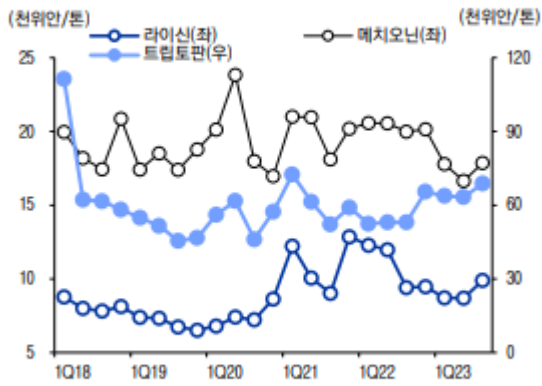
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 미주 B2C 냉동피자 M/S 추이



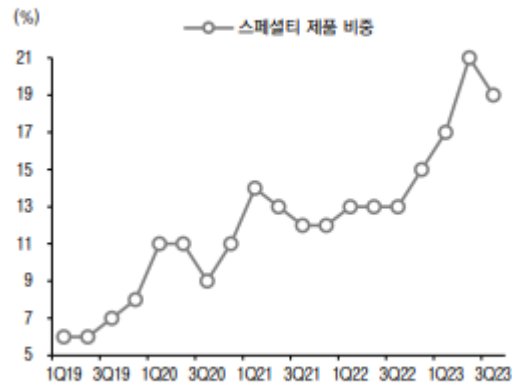
자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 바이오 글로벌 판가 추이



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 스파셜티 제품 매출 비중 추이



자료: CJ제일제당, 이베스트투자증권 리서치센터

