

CJ (001040/KS)

실적 순항중

SK증권 리서치센터

중립(유지)

목표주가: 160,000 원(상향)

현재주가: 152,700 원

상승여력: 4.8%

Analyst
최관순ks1.choi@sk.com
3773-8812

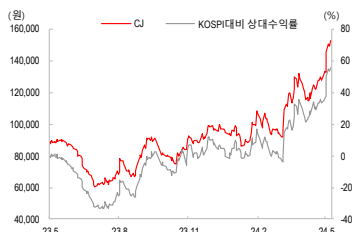
Company Data

발행주식수	2,918 만주
시가총액	4,455 십억원
주요주주	
이재현(외7)	47.26%
국민연금공단	12.55%

Stock Data

주가(24/05/16)	152,700 원
KOSPI	2,753.00pt
52주 최고가	152,700 원
52주 최저가	60,600 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24: 컨센서스를 상회한 양호한 실적

CJ 1Q24 실적은 매출액 10 조 4,358 억원(6.7% 이하 YoY), 영업이익 5,762 억원(+75.0%, OPM: 5.5%)이다. 영업이익 컨센서스(5,299 억원)을 상회한 양호한 실적이다. CJ 올리브영은 매출액 1조 793억원(+30.2%), 순이익 1,059억원(+37.0%, NPM: 9.8%)으로 높은 성장세가 유지되었다. CJ푸드빌과 CJ 올리브네트웍스 매출도 각각 30.2%, 15.4% 증가하면서 비상장자회사의 성장이 유효했다. 상장 자회사 중에는 CJ ENM 과 CJ CGV 영업이익이 흑자전환 하면서 CJ 연결 영업이익 개선을 견인했다.

CJ 올리브영 지배력 확대

최근 CJ 그룹은 글렌우드 PE 가 보유하고 있던 CJ 올리브영 지분 22.56%를 7,800 억원에 인수했다. 이 중 절반은 CJ 올리브영이 자사주 형태로 확보했으며, 나머지 절반은 FI로 참여한 SPC가 인수했다. 이번에 매입한 CJ 올리브영 기업가치는 3.5 조원으로 23년 순이익 3,473 억원 대비 10 배 수준에 불과해 시장에서 평가하는 가치보다 낮은 가격에 인수한 점은 긍정적이다. 또한 확보한 자사주는 향후 소각을 고려해 볼 수도 있다. CJ 올리브영에 대해서는 상장, 지주사와의 합병, 최대주주 지분의 지주사로 현물출자 등 다양한 옵션을 고려할 수 있으나 아직 결정된 바는 없으나 각각의 방법에 대해 장단점이 있어 신중하게 선택할 것으로 예상된다.

투자의견 중립, 목표주가 16만원(상향)

CJ에 대한 목표주가를 16만원으로 상향한다. CJ 보유 NAV에 Target NAV 대비 할인율을 기존 30%에서 20%로 하향조정한 결과이다. 이는 NAV 대비 할인율 50% 가정 시 CJ 올리브영 가치를 24년 예상 순이익에 20 배를 적용한 8.4 조원으로 가정한 것과 유사한 수치이다. 외국인 관광객 증가 및 일본 진출 등 CJ 올리브영은 24년에도 높은 성장세가 예상되나 현재 CJ 주가에는 상당부분 반영되었다고 판단해 투자의견은 중립을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	34,484	40,925	41,353	44,731	48,338	51,923
영업이익	십억원	1,882	2,154	2,039	2,469	2,594	2,786
순이익(지배주주)	십억원	275	202	195	718	774	874
EPS	원	7,710	5,666	5,462	20,123	21,699	24,507
PER	배	10.8	14.8	17.3	7.6	7.0	6.2
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	6.3	5.7	5.8	5.1	4.7	4.0
ROE	%	5.7	3.9	3.6	12.3	12.0	12.2

	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023A	2024E	2025E
매출액	97,774	102,903	106,190	106,660	104,358	110,137	115,729	117,090	413,527	447,314	483,380
매출원가	71,478	74,617	75,750	77,708	74,335	79,156	83,236	85,160	299,553	321,887	349,318
매출총이익	26,296	28,286	30,440	28,952	30,023	30,982	32,492	31,931	113,974	125,428	134,063
판매비	23,003	23,297	24,065	23,218	24,261	24,376	25,487	26,617	93,583	100,741	108,120
영업이익	3,293	4,989	6,375	5,734	5,762	6,605	7,005	5,314	20,391	24,686	25,942
영업이익률	3.4%	4.8%	6.0%	5.4%	5.5%	6.0%	6.1%	4.5%	4.9%	5.5%	5.4%

자료: CJ, SK 증권

	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022A	2023A	2024E
매출액	8,291	9,675	10,005	10,641	10,793	11,765	12,196	13,057	27,775	38,612	47,810
순이익	773	1,024	945	731	1,059	1,129	1,110	888	2,081	3,473	4,186
순이익률	9.3%	10.6%	9.4%	6.9%	9.8%	9.6%	9.1%	6.8%	7.5%	9.0%	8.8%

자료: CJ, SK 증권

구분	내용	비고
자회사 지분가치	42,009	20% 할인
브랜드 가치	12,600	23년 브랜드 수수료의 10 배
순차입금	2,980	4Q23 별도 기준
우선주 가치(차감)	5,914	
적정 시가총액	45,715	
발행주식수	29,176,998	보통주
적정주가	156,683	
목표주가	160,000	
현재주가	152,700	
상승여력	4.8%	

자료: SK 증권

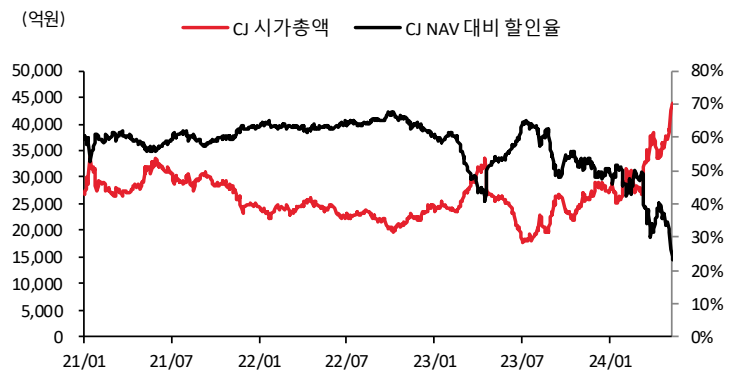
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	CJ 제일제당	49,528	45.6%	14,741	22,605	
	CJ 프레시웨이	2,695	47.1%	430	1,270	
	CJ ENM	18,179	42.4%	7,591	7,706	
	CJ CGV	7,040	33.6%	5,225	2,367	
	CJ 자사주	44,553	7.3%		3,235	
비상장사	CJ 올리브네트웍스		100.0%	809	809	장부가액 적용
	CJ 올리브영		51.2%	545	9,391	유상증자 가치(20.12.24)
	CJ 푸드빌		92.0%	1,016	4,801	유상증자 가치(23.11.03)
	기타			328	328	
자회사 가치 합계				30,685	52,511	

자료: SK 증권

CJ 올리브영 Target PER	CJ 올리브영 기업가치	CJ 올리브영 지분가치	CJ 적정 시가총액	목표주가
10	41,861	21,412	35,973	123,291
15	62,792	32,118	41,325	141,637
20	83,722	42,824	46,678	159,984
25	104,653	53,530	52,031	178,330
30	125,583	64,236	57,384	196,677

주: CJ 올리브영 순이익은 24년 예상치 기준
 자료: SK 증권

CJNAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,174	14,584	16,924	19,275	23,763
현금및현금성자산	4,021	3,646	5,704	7,364	11,099
매출채권 및 기타채권	4,822	4,587	5,332	5,721	6,147
재고자산	3,707	3,170	3,603	3,867	4,154
비유동자산	33,067	32,620	31,497	30,265	27,033
장기금융자산	2,027	2,026	2,026	2,026	2,026
유형자산	14,277	14,306	14,288	14,269	12,250
무형자산	8,334	8,144	6,930	5,717	4,504
자산총계	48,240	47,204	48,421	49,539	50,796
유동부채	16,950	15,637	16,234	16,682	17,171
단기금융부채	9,233	7,484	7,484	7,484	7,484
매입채무 및 기타채무	4,825	4,234	6,130	6,578	7,067
단기충당부채	78	94	94	94	94
비유동부채	13,556	13,674	13,674	13,674	13,674
장기금융부채	11,062	11,039	11,039	11,039	11,039
장기매입채무 및 기타채무	336	900	900	900	900
장기충당부채	137	155	155	155	155
부채총계	30,507	29,311	29,907	30,355	30,845
지배주주지분	5,183	5,514	6,131	6,797	7,560
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
기타자본구성요소	-14	122	122	122	122
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
이익잉여금	3,963	4,063	4,680	5,346	6,109
비지배주주지분	12,551	12,379	12,383	12,387	12,392
자본총계	17,734	17,893	18,514	19,184	19,952
부채외자본총계	48,240	47,204	48,421	49,539	50,796

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	4,045	5,017	6,000	6,236	6,083
당기순이익(손실)	687	525	722	778	879
비현금성항목등	4,315	4,244	6,530	6,399	6,256
유형자산감가상각비	1,830	1,982	2,019	2,019	2,019
무형자산상각비	1,378	1,078	1,213	1,213	1,213
기타	1,107	1,184	3,298	3,167	3,024
운전자본감소(증가)	-786	249	-582	-205	-224
매출채권및기타채권의감소(증가)	-622	124	-745	-390	-426
재고자산의감소(증가)	-897	277	-434	-263	-288
매입채무및기타채무의증가(감소)	589	-299	596	448	489
기타	-710	-461	-1,338	-1,472	-1,655
법인세납부	-540	-461	-669	-736	-828
투자활동현금흐름	-4,611	-2,365	-1,526	-1,219	1,016
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,725	-1,345	-2,000	-2,000	0
무형자산의감소(증가)	-1,514	-1,458	0	0	0
기타	-1,371	437	474	781	1,016
재무활동현금흐름	1,379	-2,974	-3,313	-3,320	-3,323
단기금융부채의증가(감소)	-1,344	-4,312	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,155	2,350	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-345	-316	-101	-108	-111
기타	-87	-696	-3,212	-3,212	-3,212
현금의 증가(감소)	827	-375	2,057	1,660	3,735
기초현금	3,194	4,021	3,646	5,704	7,364
기말현금	4,021	3,646	5,704	7,364	11,099
FCF	2,320	3,672	4,000	4,236	6,083

자료 : CJ, SK증권 추정

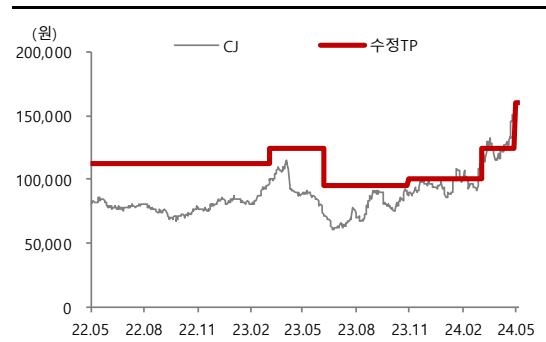
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	40,925	41,353	44,731	48,338	51,923
매출원가	29,696	29,955	32,189	34,932	37,523
매출총이익	11,229	11,397	12,543	13,406	14,400
매출총이익률(%)	27.4	27.6	28.0	27.7	27.7
판매비와 관리비	9,075	9,358	10,074	10,812	11,614
영업이익	2,154	2,039	2,469	2,594	2,786
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.5	5.4	5.4
비영업손익	-1,098	-1,053	-1,078	-1,080	-1,080
순금융손익	-580	-757	-2,629	-2,431	-2,196
외환관련손익	-133	-21	0	0	0
관계기업등 투자손익	-163	-52	0	0	0
세전계속사업이익	1,056	986	1,391	1,514	1,706
세전계속사업이익률(%)	2.6	2.4	3.1	3.1	3.3
계속사업법인세	369	461	669	736	828
계속사업이익	687	525	722	778	879
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	687	525	722	778	879
순이익률(%)	1.7	1.3	1.6	1.6	1.7
지배주주	202	195	718	774	874
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	0.5	1.6	1.6	1.7
비지배주주	485	330	4	4	5
총포괄이익	733	609	722	778	879
지배주주	245	253	318	343	387
비지배주주	488	356	404	435	491
EBITDA	5,362	5,099	5,701	5,826	6,018

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	18.7	1.0	8.2	8.1	7.4
영업이익	14.5	-5.3	21.1	5.1	7.4
세전계속사업이익	-18.8	-6.7	41.0	8.9	12.7
EBITDA	23.9	-4.9	11.8	2.2	3.3
EPS	-26.5	-3.6	268.4	7.8	12.9
수익성 (%)					
ROA	1.5	1.1	1.5	1.6	1.8
ROE	3.9	3.6	12.3	12.0	12.2
EBITDA마진	13.1	12.3	12.7	12.1	11.6
안정성 (%)					
유동비율	89.5	93.3	104.3	115.5	138.4
부채비율	172.0	163.8	161.5	158.2	154.6
순차입금/자기자본	85.4	78.3	64.6	53.7	32.9
EBITDA/이자비용(배)	7.9	5.6	1.8	1.8	1.9
배당성향	41.5	51.7	15.0	14.3	12.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,666	5,462	20,123	21,699	24,507
BPS	149,477	158,764	176,064	194,745	216,140
CFPS	95,613	91,257	110,747	112,323	115,130
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,200	3,300	3,300
Valuation지표 (배)					
PER	14.8	17.3	7.6	7.0	6.2
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
PCR	0.9	1.0	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.7	5.8	5.1	4.7	4.0
배당수익률	3.0	3.2	2.1	2.2	2.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.05.17	중립	160,000원	6개월		
2024.03.21	중립	125,000원	6개월	1.04%	22.16%
2023.11.15	중립	100,000원	6개월	-4.07%	12.30%
2023.06.23	매수	95,000원	6개월	-20.65%	-2.84%
2023.03.22	매수	125,000원	6개월	-24.74%	-8.08%
2022.02.24	매수	113,000원	6개월	-28.67%	-11.15%



Compliance Notice

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 17일 기준)

매수	97.06%	중립	2.94%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------