

CJ (001040/KS)

비상장자회사 호조로 밸류에이션 정당화

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 125,000 원(하향)

현재주가: 90,000 원

상승여력: 38.9%

Analyst
최관순ks1.choi@sks.co.kr
3773-8812

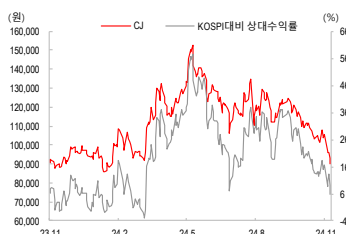
Company Data

발행주식수	2,918 만주
시가총액	2,626 십억원
주요주주	
이재현(외7)	47.26%
국민연금공단	12.26%

Stock Data

주가(24/11/15)	90,000 원
KOSPI	2,416.86 pt
52주 최고가	152,700 원
52주 최저가	86,000 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



3Q24: 양호한 자회사 실적

CJ 3Q24 실적은 매출액 10.8 조원(5.4% 이하 YoY), 영업이익 6,748 억원(35.3%, OPM: 6.2%)이다. 제일제당(5.1%), ENM(113.8%), CGV(5.1%) 등 주요 상장자회사가 견조한 영업이익을 기록한 가운데 올리브영 매출액과 순이익이 각각 23.4%, 21.7%, 푸드빌 매출액과 순이익이 각각 6.0%, 31.7% 증가하면서 호실적을 기록했다. 하반기 이후 CJ 제일제당(-36.1%), CJ ENM(-31.9%) 등 주요 자회사 주가 하락에 따라 CJ의 NAV 대비 할인율은 45%까지 상승하였고, 올리브영과 푸드빌의 호실적이 확인됨에 따라 밸류에이션 매력은 확대되었다.

비상장자회사의 호조로 밸류에이션 정당화

CJ 올리브영 3Q24 실적은 매출액 1조 2,342 억원, 순이익 1,150 억원이다. 3분기 누적 매출액과 순이익 증가율은 각각 25.9%, 26.1%로 높은 성장세가 이어졌다. 연간 오프라인 매장 증가 및 오늘드림 고성장 등에 따른 온/오프라인 동반 성장과 미국, 일본 등 해외진출로 향후 높은 성장세가 이어질 전망이다. 글랜우드 PE의 지분매각 이후 상장에 대해 서두를 필요가 없어진 만큼 자회사 상장에 따른 지분가치 할인 가능성이 감소하였다. CJ 올리브영의 장외주식이 거의 없는 만큼 향후 CJ 올리브영의 기업가치 증가는 CJ 주가에 온전히 반영될 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 125,000 원(하향)

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다. CJ 올리브영과 CJ 푸드빌의 비상장 자회사 중심의 실적개선이 이어지고 있는 가운데 글랜우드 PE의 CJ 올리브영 지분 매각에 따라 자회사 상장에 따른 가치 할인보다는 자회사 실적이 지주회사로 전이될 가능성이 높아졌기 때문이다. 다만 CJ에 대한 목표주가는 CJ 제일제당, CJ ENM 등 주요 자회사 주가하락분을 반영하여 기존 14만원에서 12.5만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	34,484	40,925	41,353	43,489	46,117	49,748
영업이익	십억원	1,882	2,154	2,039	2,440	2,573	2,880
순이익(지배주주)	십억원	275	202	195	188	486	580
EPS	원	7,710	5,666	5,462	5,265	13,621	16,251
PER	배	10.8	14.8	17.3	17.1	6.6	5.5
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.3	5.7	5.8	5.3	5.0	4.2
ROE	%	5.7	3.9	3.6	3.4	8.5	9.5

	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	104,358	106,829	108,452	115,248	110,535	112,185	117,053	121,397	434,887	461,170	497,482
매출원가	74,335	74,863	76,704	83,820	80,248	80,563	83,810	87,649	309,722	332,270	358,455
매출총이익	30,023	31,966	31,748	31,428	30,287	31,621	33,243	33,748	125,165	128,899	139,027
판매비	24,261	25,302	25,000	26,198	25,106	24,707	26,023	27,330	100,761	103,167	110,225
영업이익	5,762	6,664	6,748	5,230	5,181	6,914	7,220	6,418	24,404	25,732	28,802
영업이익률	5.5%	6.2%	6.2%	4.5%	4.7%	6.2%	6.2%	5.3%	5.6%	5.6%	5.8%

자료: CJ, SK증권

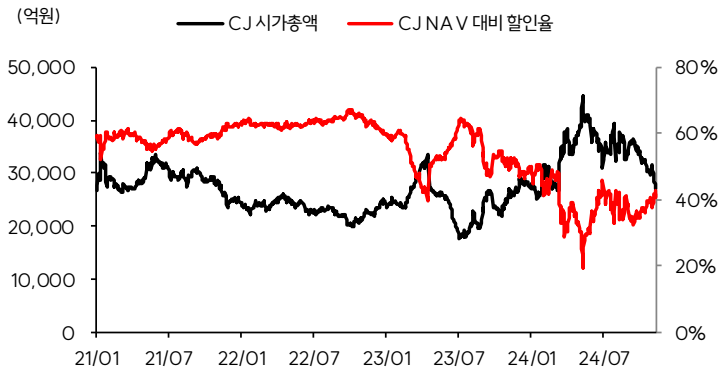
구분	내용	비고
자회사 지분가치	30,868	25% 할인
브랜드 가치	12,600	23년 브랜드 수수료의 10배
순차입금	3,079	2Q24 별도 기준
우선주 가치(차감)	4,239	
적정 시가총액	36,151	
발행주식수	29,176,998	보통주
적정주가	123,901	
목표주가	125,000	
현재주가	90,000	
상승여력	38.9%	

자료: SK증권

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	CJ 제일제당	37,109	45.6%	14,741	16,936	
	CJ 프레시웨이	2,101	47.1%	430	990	
	CJ ENM	12,565	42.4%	7,591	5,326	
	CJ CGV	8,660	51.0%	7,675	4,417	
	CJ 자사주	26,259	7.3%		1,907	
비상장사	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			330	330	
자회사 가치 합계			32,328	44,098		

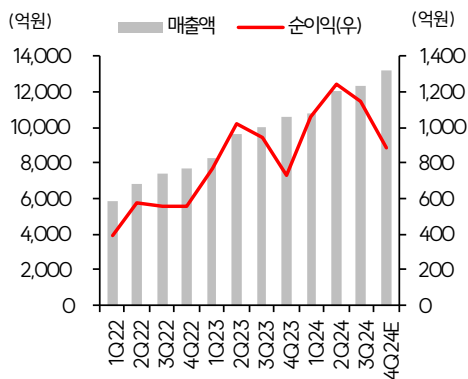
자료: SK증권

CJNAV 대비 할인율 추이



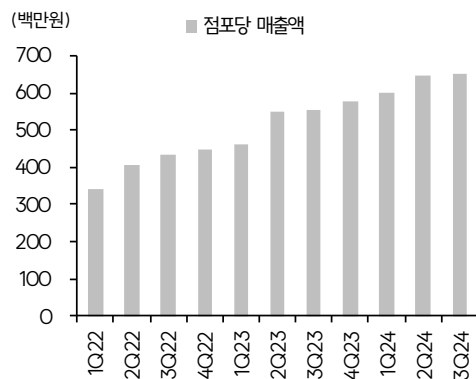
자료: SK 증권

CJ 올리브영 실적 추이



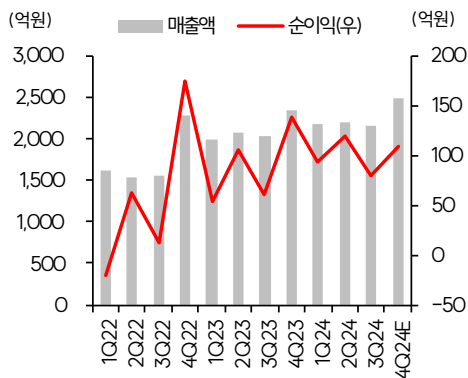
자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 점포당 매출액 추이



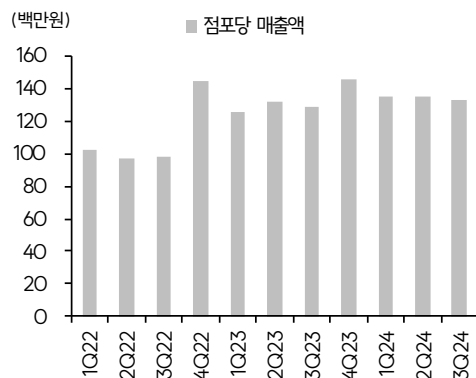
자료: CJ, SK 증권

CJ푸드빌 실적 추이



자료: CJ, SK 증권

CJ푸드빌 점포당 매출액 추이



자료: CJ, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,174	14,584	17,465	19,918	24,708
현금및현금성자산	4,021	3,646	6,422	8,389	12,425
매출채권 및 기타채권	4,822	4,587	4,938	5,202	5,611
재고자산	3,707	3,170	3,630	3,823	4,124
비유동자산	33,067	32,620	33,804	32,420	29,036
장기금융자산	2,027	2,026	1,835	1,835	1,835
유형자산	14,277	14,306	15,545	15,515	13,485
무형자산	8,334	8,144	7,828	6,473	5,118
자산총계	48,240	47,204	51,270	52,338	53,744
유동부채	16,950	15,637	19,785	20,095	20,578
단기금융부채	9,233	7,484	11,237	11,237	11,237
매입채무 및 기타채무	4,825	4,234	5,824	6,135	6,617
단기충당부채	78	94	73	73	73
비유동부채	13,556	13,674	13,548	13,548	13,548
장기금융부채	11,062	11,039	11,570	11,570	11,570
장기매입채무 및 기타채무	336	900	114	114	114
장기충당부채	137	155	155	155	155
부채총계	30,507	29,311	33,333	33,643	34,126
지배주주지분	5,183	5,514	5,505	5,890	6,368
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	4,150	4,534	5,013
비지배주주지분	12,551	12,379	12,432	12,805	13,249
자본총계	17,734	17,893	17,937	18,695	19,618
부채외자본총계	48,240	47,204	51,270	52,338	53,744

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	4,045	5,017	6,096	4,097	4,182
당기순이익(손실)	687	525	331	858	1,024
비현금성항목등	4,315	4,244	4,397	3,900	4,001
유형자산감가상각비	1,830	1,982	2,023	2,030	2,030
무형자산상각비	1,378	1,078	1,377	1,355	1,355
기타	1,107	1,184	997	515	616
운전자본감소(증가)	-786	249	1,759	-146	-227
매출채권및기타채권의감소(증가)	-622	124	-345	-263	-409
재고자산의감소(증가)	-897	277	-348	-194	-301
매입채무및기타채무의증가(감소)	589	-299	2,822	311	483
기타	-710	-461	-1,070	-1,030	-1,232
법인세납부	-540	-461	-678	-515	-616
투자활동현금흐름	-4,611	-2,365	-3,239	-2,000	-0
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,725	-1,345	-2,443	-2,000	0
무형자산의감소(증가)	-1,514	-1,458	-1,061	0	0
기타	-1,371	437	265	-0	-0
재무활동현금흐름	1,379	-2,974	-1,164	-101	-101
단기금융부채의증가(감소)	-1,344	-4,312	-987	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,155	2,350	1,084	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-345	-316	-206	-101	-101
기타	-87	-696	-1,054	0	0
현금의 증가(감소)	827	-375	2,776	1,967	4,036
기초현금	3,194	4,021	3,646	6,422	8,389
기말현금	4,021	3,646	6,422	8,389	12,425
FCF	2,320	3,672	3,653	2,097	4,182

자료 : CJ, SK증권 추정

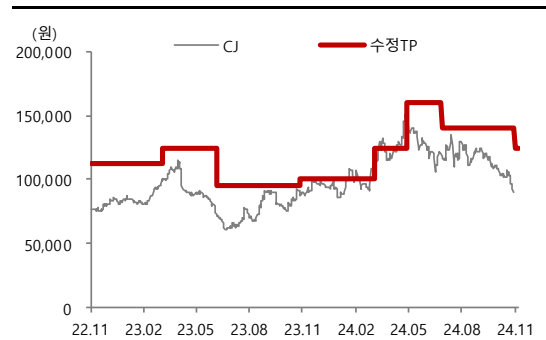
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	40,925	41,353	43,489	46,117	49,748
매출원가	29,696	29,955	30,972	33,227	35,846
매출총이익	11,229	11,397	12,517	12,890	13,903
매출총이익률(%)	27.4	27.6	28.8	28.0	27.9
판매비와 관리비	9,075	9,358	10,076	10,317	11,023
영업이익	2,154	2,039	2,440	2,573	2,880
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.6	5.6	5.8
비영업손익	-1,098	-1,053	-1,384	-1,200	-1,240
순금융손익	-580	-757	0	0	0
외환관련손익	-133	-21	0	0	0
관계기업등 투자손익	-163	-52	50	0	0
세전계속사업이익	1,056	986	1,057	1,373	1,640
세전계속사업이익률(%)	2.6	2.4	2.4	3.0	3.3
계속사업법인세	369	461	725	515	616
계속사업이익	687	525	331	858	1,024
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	687	525	331	858	1,024
순이익률(%)	1.7	1.3	0.8	1.9	2.1
지배주주	202	195	188	486	580
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	0.5	0.4	1.1	1.2
비지배주주	485	330	144	373	445
총포괄이익	733	609	847	858	1,024
지배주주	245	253	362	408	487
비지배주주	488	356	485	450	537
EBITDA	5,362	5,099	5,841	5,958	6,265

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	18.7	1.0	5.2	6.0	7.9
영업이익	14.5	-5.3	19.7	5.4	11.9
세전계속사업이익	-18.8	-6.7	7.2	29.9	19.4
EBITDA	23.9	-4.9	14.5	2.0	5.2
EPS	-26.5	-3.6	-3.6	158.7	19.3
수익성 (%)					
ROA	1.5	1.1	0.7	1.7	1.9
ROE	3.9	3.6	3.4	8.5	9.5
EBITDA마진	13.1	12.3	13.4	12.9	12.6
안정성 (%)					
유동비율	89.5	93.3	88.3	99.1	120.1
부채비율	172.0	163.8	185.8	180.0	174.0
순차입금/자기자본	85.4	78.3	86.5	72.5	48.5
EBITDA/이자비용(배)	7.9	5.6	0.0	0.0	0.0
배당성향	41.5	51.7	53.7	20.8	17.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,666	5,462	5,265	13,621	16,251
BPS	149,477	158,764	158,512	169,304	182,725
CFPS	95,613	91,257	100,609	108,518	111,147
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER	14.8	17.3	17.1	6.6	5.5
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.7	5.8	5.3	5.0	4.2
배당수익률	3.0	3.2	3.1	3.1	3.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.11.18	매수	125,000원	6개월		
2024.07.15	매수	140,000원	6개월	-17.89%	-3.64%
2024.05.17	중립	160,000원	6개월	-20.85%	-11.88%
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 기관투자자 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 11월 18일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------