



BUY (유지)

CJ (001040)

목표주가(12M) 140,000원(하향)
현재주가(11.15) 90,000원

실적은 컨센서스 하회. 다만 투자심리 위축 현상 과도

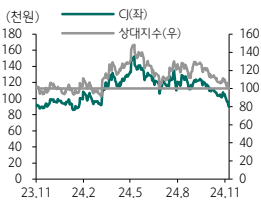
Key Data

| | |
|------------------|----------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,644.50 |
| 52주 최고/최저(원) | 152,700/66,900 |
| 시가총액(십억원) | 3,407.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.16 |
| 발행주식수(천주) | 29,177.0 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 127.9 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 16.0 |
| 외국인지분율(%) | 14.78 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 이재현 외 7인 | 47.26 |
| 국민연금공단 | 12.48 |

Consensus Data

| | 2024 | 2025 |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원) | 43,662.5 | 45,959.6 |
| 영업이익(십억원) | 2,622.3 | 2,904.9 |
| 순이익(십억원) | 964.5 | 1,110.5 |
| EPS(원) | 11,878 | 12,947 |
| BPS(원) | 175,125 | 186,897 |

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 40,924.9 | 41,352.7 | 42,490.3 | 44,235.8 |
| 영업이익 | 2,154.2 | 2,039.1 | 2,494.1 | 3,025.9 |
| 세전이익 | 1,056.2 | 985.9 | 1,334.4 | 1,853.0 |
| 순이익 | 202.1 | 194.8 | 419.2 | 566.0 |
| EPS | 5,666 | 5,462 | 11,754 | 15,872 |
| 증감율 | (26.51) | (3.60) | 115.20 | 35.03 |
| PER | 14.84 | 17.28 | 7.90 | 5.85 |
| PBR | 0.56 | 0.59 | 0.56 | 0.52 |
| EV/EBITDA | 5.70 | 5.80 | 4.91 | 4.28 |
| ROE | 3.94 | 3.64 | 7.45 | 9.49 |
| BPS | 149,477 | 158,764 | 165,002 | 177,856 |
| DPS | 2,500 | 3,000 | 3,200 | 3,500 |

주요 상장자회사들의 영업이익 부진으로 3분기 실적은 컨센서스 하회

CJ에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 140,000원으로 하향. 목표가 하향은 상장 자회사들의 주가 하락에 따른 지분가치 감소를 반영했기 때문. CJ의 3분기 연결기준 영업이익은 6,748억원으로 YoY 5.9% 증가했지만 컨센서스를 약 10% 가량 하회. 1) 대한통운 제외 제일제당의 3분기 영업이익은 YoY 0.4% 증가한 2,764억원으로 국내 소재 및 가공 총수요 부진과 미주 경쟁강도 심화로 기대보다 낮은 손익을 시현했고, 2) ENM도 3분기 158억원의 영업이익으로 컨센서스를 대폭 하회. 3) CGV 또한 극장 손익 감소에 따라 올리브네트웍스 편입 효과 164억원 반영에도 불구하고 영업이익이 YoY 2.2% 증가한 321억원에 그쳤음. 4) 주요 비상장 자회사인 올리브영의 경우 방한 외국인 증가와 온라인 성장 등으로 외형 성장은 지속됐지만 전분기대비 성장세는 한풀 꺾인 모습. 5) 반면 대한통운은 계약 물류 부문 신규수주 확대와 미국·인도 성장 지속 등으로 영업이익 1,416억원의 양호한 실적을 기록

순익 적자전환은 라이브시티 일회성 비용 때문. 올리브영 성장 둔화도 계절성 있음

3분기 CJ 연결기준 순이익은 -2,952억원의 순손실을 기록했는데 이는 ENM의 라이브시티 관련 일회성 손실 때문. ENM은 3분기 중 라이브시티와 관련해 유형자산처분손과 잡손실로 약 3,500억원 내외의 영업외손실을 인식했고, 넷마블 유동화에 따른 법인세비용 1,200억원 등을 추가 반영. 라이브시티 관련 비용은 3분기 중 모두 반영되었기 때문에 향후 추가 부담은 없을 것으로 전망. 올리브영의 매출이 YoY 23.4% 증가했지만 QoQ로는 2.2%에 그치면서 성장 둔화에 대한 우려가 있지만 3분기는 휴가 등 QoQ 성장률이 높지 않는 계절성이 있음. 4분기에는 블랙프라이데이와 올영세일, 성수플래그십 매장 오픈 등으로 매출 성장률이 다시 커질 공산이 큼. 3분기에도 13%대 초반의 영업이익률이 지속되고 있는데다 외국인 인바운드 매출은 QoQ 7% 증가했고(2분기 50% 급증에 따른 기저효과), 총매출 대비 비중은 약 16%로 계속 확대 중인 상태. 올리브영의 순이익률이 낮아진 이유는 중국상해법인 청산에 따른 100억원 내외의 손상차손 인식 때문으로 이를 제외하면 전분기와 유사한 수준임

유의미한 밸류업 공시는 기대하기 어려울 듯. 최근 주가 하락은 매수 기회로 판단

지난해 배당수입의 50%를 올리브영으로부터 수취했고, 올리브영의 실적이 큰폭 개선 중이며 순현금 또한 3,600억원까지 늘어난 점을 감안하면 올해도 DPS는 소폭이나마 상승할 가능성이 높음. 다만 주주환원 등 밸류업 공시와 관련해서는 유의미한 기업가치 제고 방안이 나올 여지는 적다고 판단. 최근 실리쿠투를 비롯해 K-뷰티 관련주가 급락하면서 동사에 대한 투자심리도 동반 위축되고 있는데, 올리브영의 경우 해외 비중이 아직 적고 대부분 인바운드 매출이며 3분기 매출 성장을 둔화는 계절성 영향도 있다는 점에서 크게 우려할 필요는 없을 듯. 최근 주가 하락은 매수 기회로 판단. 회사측은 역직구 강화 및 오프라인 매장 진출 등의 미국 시장과 관련한 전략은 트럼프 행정부 출범 이후에 방향성을 잡겠다는 입장임



Analyst 최경욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 김현수 hskm02@hanafn.com

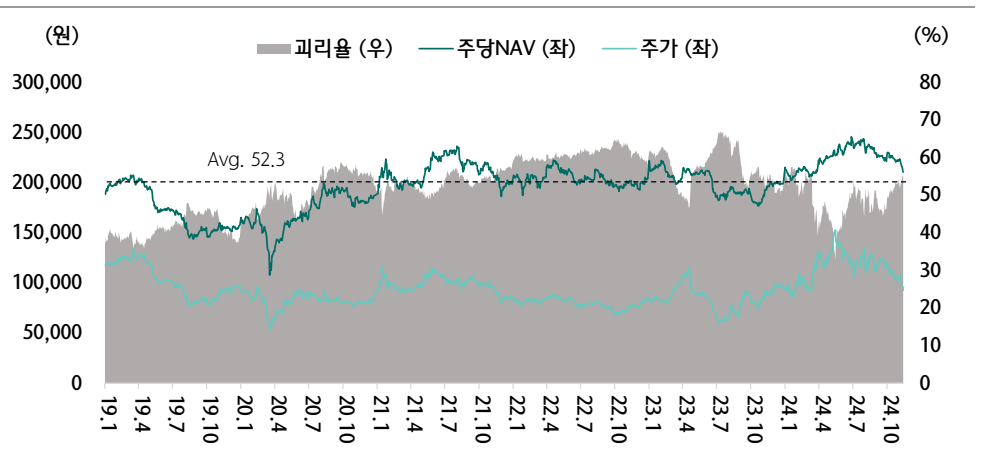
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

| 구분 | 항목 | 12M Forward | 적용배수 | Value | NAV 비중 | 비고 | |
|-------------|--------|----------------------|------------|-------|--------|--------|--|
| 영업가치 | 로열티 | 156 | 5.0 | 782 | 9.9 | | |
| | 임대료수익 | 13 | 5.0 | 53 | 0.7 | | |
| | 소계 | | | 835 | 10.6 | | |
| 지분가치 | 상장자회사 | 계열사명 | 지분율 | 시가총액 | Value | NAV 비중 | 비고 |
| | | CJ 제일제당 | 44.6 | 3,771 | 1,653 | 21.0 | |
| | | CJ ENM | 40.1 | 1,257 | 504 | 6.4 | |
| | | CJ CGV | 50.9 | 866 | 441 | 5.6 | |
| | | CJ 프레시웨이 | 47.1 | 210 | 99 | 1.3 | |
| | | 소계 | | | 2,697 | 34.3 | |
| | | 소계(상장자회사 50% 할인 적용) | | | 1,348 | | |
| | 비상장자회사 | 계열사명 | 지분율 | 장부가액 | Value | NAV 비중 | 비고 |
| | | CJ 올리브영 | 57.7 | 54 | 4,327 | 55.0 | CJ 올리브영 2024년 예상 순익에 ULTA(Nasdaq) 1년 평균 PER 15배 적용 후 50% 할인 적용 |
| | | CJ 푸드빌 | 84.7 | 102 | 86 | 1.1 | |
| | | 기타 비상장 | | 33 | 33 | 0.4 | |
| | | 소계 | | | 4,446 | 56.6 | |
| | | 소계(CJ올리브영 50% 할인 적용) | | | 2,283 | | |
| | | 자기주식 | | | 192 | 2.4 | |
| 순차입금(별도) | | | -307 | -3.9 | | | |
| 실질 NAV | | | 7,862 | 100.0 | | | |
| 목표 NAV | | | 4,350 | 55.3 | | | |
| 발행주식수 | | | 29,176,998 | | | | |
| 목표주가 | | | 140,000 | | | | |
| 현재주가(11/15) | | | 90,000 | | | | |
| 상승여력(%) | | | 55.6% | | | | |

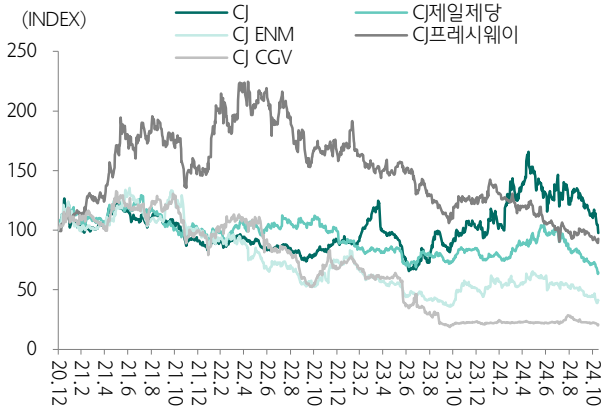
주: 상장자회사 시가총액은 2024년 11월 15일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인을 추이



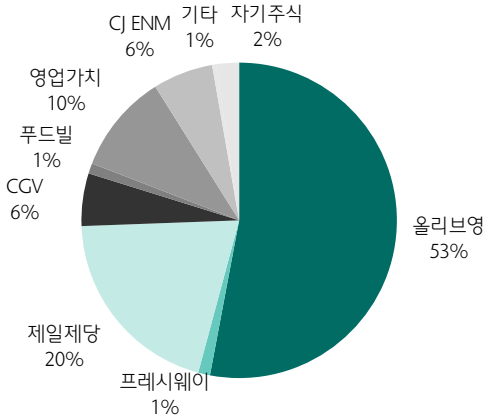
자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이



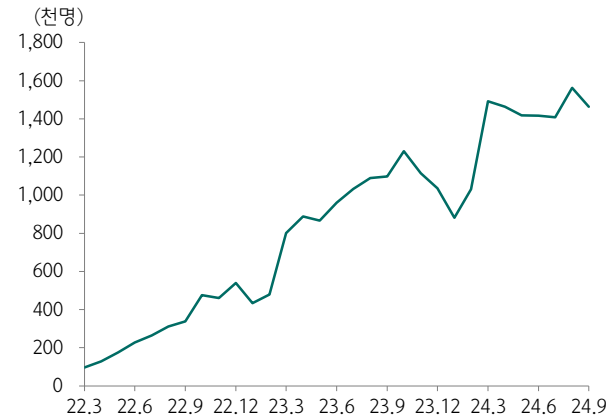
주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. CJ 실질 NAV 구성요소



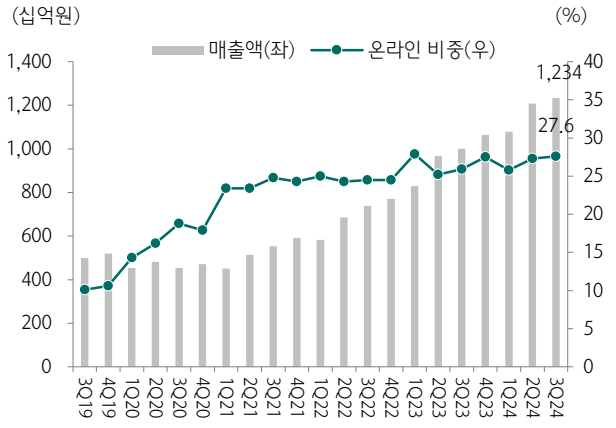
주: 상장회사 가치는 2024년 11월 15일 기준
자료: Quantwise, 하나증권

도표 5. 국내 외국인 입국자 수 추이



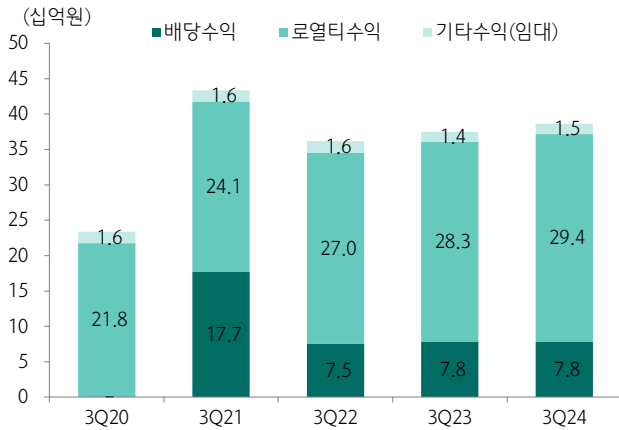
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이



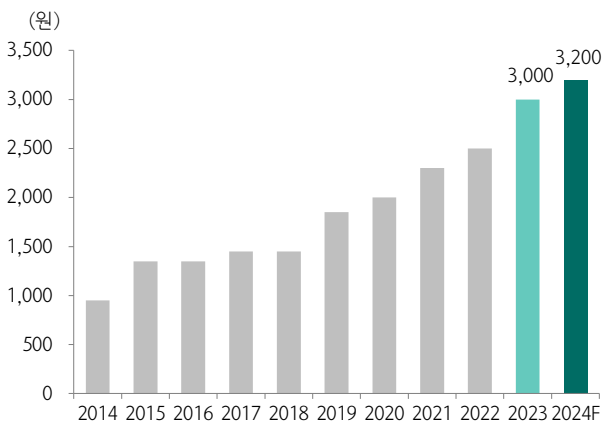
자료: 하나증권

도표 7. CJ 별도 기준 영업수익 추이



자료: 하나증권

도표 8. CJ 배당 추이 및 전망



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 40,924.9 | 41,352.7 | 42,490.3 | 44,235.8 | 46,458.2 |
| 매출원가 | 29,696.1 | 29,955.3 | 30,301.2 | 31,597.8 | 32,793.5 |
| 매출총이익 | 11,228.8 | 11,397.4 | 12,189.1 | 12,638.0 | 13,664.7 |
| 판매비 | 9,074.6 | 9,358.3 | 9,695.0 | 9,612.1 | 9,882.4 |
| 영업이익 | 2,154.2 | 2,039.1 | 2,494.1 | 3,025.9 | 3,782.3 |
| 금융손익 | (559.1) | (824.3) | (885.1) | (921.2) | (967.5) |
| 종속/관계기업손익 | (162.9) | (52.0) | (42.6) | (47.3) | (45.0) |
| 기타영업외손익 | (375.9) | (176.8) | (232.0) | (204.4) | (218.2) |
| 세전이익 | 1,056.2 | 985.9 | 1,334.4 | 1,853.0 | 2,551.6 |
| 법인세 | 369.4 | 461.3 | 506.4 | 696.3 | 958.3 |
| 계속사업이익 | 686.8 | 524.7 | 828.0 | 1,156.7 | 1,593.3 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 686.8 | 524.7 | 828.0 | 1,156.7 | 1,593.3 |
| 비배주주지분 손이익 | 484.8 | 329.9 | 408.8 | 590.7 | 778.5 |
| 지배주주순이익 | 202.1 | 194.8 | 419.2 | 566.0 | 814.8 |
| 지배주주지분포괄이익 | 245.1 | 253.0 | 598.6 | 549.9 | 757.5 |
| NOPAT | 1,400.8 | 1,085.1 | 1,547.7 | 1,888.9 | 2,361.8 |
| EBITDA | 5,362.1 | 5,098.8 | 5,805.3 | 5,904.4 | 6,273.3 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 18.68 | 1.05 | 2.75 | 4.11 | 5.02 |
| NOPAT증가율 | 20.00 | (22.54) | 42.63 | 22.05 | 25.04 |
| EBITDA증가율 | 23.85 | (4.91) | 13.86 | 1.71 | 6.25 |
| 영업이익증가율 | 14.48 | (5.34) | 22.31 | 21.32 | 25.00 |
| (지배주주)순이익증가율 | (26.51) | (3.61) | 115.20 | 35.02 | 43.96 |
| EPS증가율 | (26.51) | (3.60) | 115.20 | 35.03 | 43.93 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 27.44 | 27.56 | 28.69 | 28.57 | 29.41 |
| EBITDA이익률 | 13.10 | 12.33 | 13.66 | 13.35 | 13.50 |
| 영업이익률 | 5.26 | 4.93 | 5.87 | 6.84 | 8.14 |
| 계속사업이익률 | 1.68 | 1.27 | 1.95 | 2.61 | 3.43 |

투자지표

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 5,666 | 5,462 | 11,754 | 15,872 | 22,845 |
| BPS | 149,477 | 158,764 | 165,002 | 177,856 | 197,401 |
| CFPS | 140,254 | 133,698 | 137,870 | 132,667 | 141,394 |
| EBITDAPS | 150,350 | 142,970 | 162,780 | 165,557 | 175,902 |
| SPS | 1,147,521 | 1,159,517 | 1,191,416 | 1,240,358 | 1,302,675 |
| DPS | 2,500 | 3,000 | 3,200 | 3,500 | 4,000 |
| 주기지표(배) | | | | | |
| PER | 14.84 | 17.28 | 7.90 | 5.85 | 4.06 |
| PBR | 0.56 | 0.59 | 0.56 | 0.52 | 0.47 |
| PCFR | 0.60 | 0.71 | 0.67 | 0.70 | 0.66 |
| EV/EBITDA | 5.70 | 5.80 | 4.91 | 4.28 | 3.53 |
| PSR | 0.07 | 0.08 | 0.08 | 0.07 | 0.07 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 3.94 | 3.64 | 7.45 | 9.49 | 12.45 |
| ROA | 0.45 | 0.41 | 0.87 | 1.12 | 1.56 |
| ROIC | 5.02 | 3.74 | 5.87 | 8.24 | 11.66 |
| 부채비율 | 172.03 | 163.81 | 169.25 | 162.55 | 153.72 |
| 순부채비율 | 85.38 | 78.31 | 68.87 | 45.39 | 23.69 |
| 이자보상비율(배) | 3.19 | 2.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 15,173.7 | 14,584.1 | 17,892.4 | 22,169.6 | 26,544.4 |
| 금융자산 | 5,155.2 | 4,510.2 | 7,787.2 | 11,653.1 | 15,547.9 |
| 현금성자산 | 4,021.3 | 3,646.5 | 6,939.8 | 10,767.2 | 14,616.9 |
| 매출채권 | 4,406.2 | 4,114.8 | 4,061.0 | 4,245.8 | 4,461.5 |
| 재고자산 | 3,707.5 | 3,169.9 | 3,128.4 | 3,270.8 | 3,437.0 |
| 기타유동자산 | 1,904.8 | 2,789.2 | 2,915.8 | 2,999.9 | 3,098.0 |
| 비유동자산 | 33,066.8 | 32,619.7 | 31,740.1 | 28,981.9 | 26,631.3 |
| 투자자산 | 3,968.7 | 3,851.5 | 3,698.2 | 3,818.5 | 3,958.8 |
| 금융자산 | 1,875.7 | 1,917.2 | 1,789.2 | 1,822.6 | 1,861.6 |
| 유형자산 | 14,277.4 | 14,306.2 | 13,595.2 | 11,854.2 | 10,336.1 |
| 무형자산 | 8,334.3 | 8,143.7 | 7,866.0 | 6,728.6 | 5,755.7 |
| 기타비유동자산 | 6,486.4 | 6,318.3 | 6,580.7 | 6,580.6 | 6,580.7 |
| 자산총계 | 48,240.4 | 47,203.8 | 49,632.5 | 51,151.6 | 53,175.7 |
| 유동부채 | 16,950.3 | 15,637.2 | 17,027.9 | 17,379.5 | 17,789.9 |
| 금융부채 | 9,233.5 | 7,484.1 | 8,912.0 | 8,926.4 | 8,943.2 |
| 매입채무 | 3,357.0 | 2,931.2 | 2,892.9 | 3,024.5 | 3,178.2 |
| 기타유동부채 | 4,359.8 | 5,221.9 | 5,223.0 | 5,428.6 | 5,668.5 |
| 비유동부채 | 13,556.4 | 13,673.7 | 14,170.9 | 14,289.2 | 14,427.4 |
| 금융부채 | 11,062.2 | 11,038.7 | 11,570.3 | 11,570.3 | 11,570.3 |
| 기타비유동부채 | 2,494.2 | 2,635.0 | 2,600.6 | 2,718.9 | 2,857.1 |
| 부채총계 | 30,506.8 | 29,310.9 | 31,198.8 | 31,668.7 | 32,217.2 |
| 지배주주지분 | 5,182.7 | 5,513.9 | 5,736.3 | 6,194.8 | 6,891.8 |
| 자본금 | 179.0 | 179.0 | 179.0 | 179.0 | 179.0 |
| 자본잉여금 | 992.8 | 992.8 | 992.8 | 992.8 | 992.8 |
| 자본조정 | (13.7) | 121.9 | 121.9 | 121.9 | 121.9 |
| 기타포괄이익누계액 | 61.7 | 157.5 | 61.6 | 61.6 | 61.6 |
| 이익잉여금 | 3,962.8 | 4,062.7 | 4,381.0 | 4,839.5 | 5,536.5 |
| 비지배주주지분 | 12,550.9 | 12,378.9 | 12,697.4 | 13,288.0 | 14,066.6 |
| 자본총계 | 17,733.6 | 17,892.8 | 18,433.7 | 19,482.8 | 20,958.4 |
| 순금융부채 | 15,140.5 | 14,012.6 | 12,695.1 | 8,843.5 | 4,965.6 |

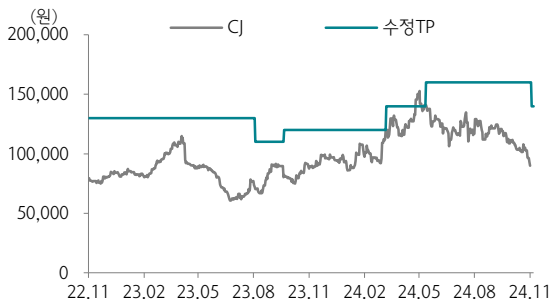
현금흐름표

(단위:십억원)

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 4,045.0 | 5,017.0 | 7,462.2 | 4,132.6 | 4,198.0 |
| 당기순이익 | 686.8 | 524.7 | 828.0 | 1,156.7 | 1,593.3 |
| 조정 | 4,144.7 | 4,243.4 | 3,916.8 | 2,878.5 | 2,491.0 |
| 감가상각비 | 3,207.9 | 3,059.8 | 3,311.2 | 2,878.4 | 2,491.0 |
| 외환거래손익 | 18.7 | 12.9 | 151.2 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 158.4 | (233.6) | (55.6) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 759.7 | 1,404.3 | 510.0 | 0.1 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채변동 | (786.5) | 248.9 | 2,717.4 | 97.4 | 113.7 |
| 투자활동 현금흐름 | (4,610.8) | (2,365.3) | (1,060.0) | (158.8) | (185.3) |
| 투자자산감소(증가) | 169.3 | 169.2 | 202.9 | (120.3) | (140.4) |
| 자본증가(감소) | (1,725.3) | (1,344.7) | (443.2) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (3,054.8) | (1,189.8) | (819.7) | (38.5) | (44.9) |
| 재무활동 현금흐름 | 1,379.2 | (2,973.5) | (3,488.9) | (93.2) | (100.9) |
| 금융부채증가(감소) | 3,227.0 | (1,772.8) | 1,959.5 | 14.4 | 16.8 |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (1,503.2) | (885.0) | (5,347.7) | (0.0) | 0.0 |
| 배당지급 | (344.6) | (315.7) | (100.7) | (107.6) | (117.7) |
| 현금의 증감 | 827.4 | (374.8) | 3,239.6 | 3,827.4 | 3,849.7 |
| Unlevered CFO | 5,002.0 | 4,768.2 | 4,917.0 | 4,731.4 | 5,042.7 |
| Free Cash Flow | 2,128.2 | 3,538.1 | 6,977.7 | 4,132.6 | 4,198.0 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|------|---------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 24.11.18 | BUY | 140,000 | | |
| 24.5.27 | BUY | 160,000 | -26.45% | -13.06% |
| 24.3.22 | BUY | 140,000 | -8.37% | 9.07% |
| 23.10.5 | BUY | 120,000 | -22.65% | -0.67% |
| 23.8.18 | BUY | 110,000 | -26.92% | -16.73% |
| 22.2.28 | BUY | 130,000 | -37.35% | -11.62% |

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 11월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2024년 11월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 94.04% | 5.50% | 0.46% | 100% |

* 기준일: 2024년 11월 15일