

## CJ (001040/KS)

## CJ 올리브영에 대한 기대감이 주가에 반영

SK증권 리서치센터

## 중립(유지)

목표주가: 125,000 원(상향)

현재주가: 112,200 원

상승여력: 11.4%

## 4Q23 Review: 비상장자회사 순항

CJ 4Q23 실적은 매출액 10.6 조원(0.6% 이하 YoY), 영업이익 5,734 억원(74.7%, OPM: 5.4%)이다. CJ제일제당(-3.7%), CJENM(-14.0%) 등 주요 상장 자회사의 타라인 역성장에도 불구하고 CJ 올리브영(+38.0%), CJ푸드빌(2.2%) 등 주요 비상장자회사의 성장으로 매출은 소폭 증가했다. CJ제일제당(+24.0%), CJENM(+787.7%) 등 주요 자회사 영업이익 증가로 연결 영업이익도 크게 증가했다. CJ 올리브영 23년 연간 순이익은 3,473 억원(+66.9%)을 기록하였으며, CJ푸드빌도 순이익이 25.6% 증가하며 비상장 자회사의 실적개선세가 유지되었다.

## CJ 올리브영에 대한 기대감이 반영된 주가

CJ 주가는 3 월에만 15.8% 상승하며 높은 수익률을 기록했다. 상장자회사의 NAV 증가폭은 크지 않았으나, CJ 올리브영, CJ푸드빌 등 주요 비상장자회사의 실적개선이 CJ 주가 상승을 견인하였다. 특히 CJ 올리브영은 20년 유상증자 시 1.8 조원의 기업 가치를 인정받은 바 있어 23년 순이익 3,473 억원 고려 시 NAV 상승요인이 충분하다. 하반기 금리 인하가 현실화 될 경우 상장에 대한 기대감으로 CJ의 주가 상승요인이 될 전망이다.

## 투자의견 중립, 목표주가 12.5만원(상향)

CJ에 대한 목표주가를 기존 10만원에서 12.5만원으로 상향한다. 비상장자회사 실적 개선에 따라 Target NAV 대비 할인율을 기존 35%에서 30%로 하향조정된 결과이다. 다만 상장자회사의 NAV 증가 기여가 제한적이었고, 현재 NAV 대비 할인율은 36.2%로 역사적으로 하단에 위치해 밸류에이션 매력이 높지 않다고 판단하기 때문에 투자의견은 중립으로 유지한다. 목표주가 12.5만원은 CJ 올리브영에 PER 16 배(기업 가치 5.5 조원)를 적용한 수준(NAV 할인율 50% 가정)으로 CJ 주가에 어느 정도 반영되어 있다고 판단한다. 만약 CJ 올리브영 상장, 잔여 지분 추가 매입 등의 이벤트가 현실화 된다면 CJ NAV 상승요인으로 CJ 주가 상승이 가능할 것이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	31,999	34,484	40,925	41,353	45,131	48,690
영업이익	십억원	1,390	1,882	2,154	2,039	2,378	2,613
순이익(지배주주)	십억원	87	275	202	195	314	353
EPS	원	2,430	7,710	5,666	5,463	8,817	9,906
PER	배	37.9	10.8	14.8	17.3	12.7	11.3
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	7.0	6.3	5.7	6.1	5.7	5.2
ROE	%	1.9	5.7	3.9	3.6	5.6	6.0

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

## Company Data

발행주식수	2,918 만주
시가총액	3,274 십억원
주요주주	
이재현(외7)	47.26%
국민연금공단	12.94%

## Stock Data

주가(24/03/20)	112,200 원
KOSPI	2,690.14 pt
52주 최고가	114,900 원
52주 최저가	60,600 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

## 주가 및 상대수익률



	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023A	2024E	2025E
매출액	97,774	102,903	106,190	106,659	105,602	111,627	115,243	118,841	413,526	451,313	486,899
매출원가	71,478	74,617	75,750	77,707	76,786	80,226	82,887	86,433	299,552	326,333	351,860
매출총이익	26,296	28,286	30,440	28,952	28,816	31,401	32,356	32,408	113,974	124,980	135,038
판매비	23,003	23,297	24,065	23,218	24,102	24,706	25,380	27,015	93,583	101,203	108,904
영업이익	3,293	4,989	6,375	5,734	4,714	6,695	6,976	5,393	20,391	23,778	26,134
영업이익률	3.4%	4.8%	6.0%	5.4%	4.5%	6.0%	6.1%	4.5%	4.9%	5.3%	5.4%

자료: CJ, SK 증권

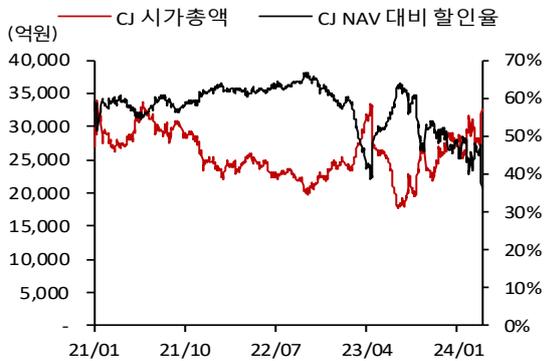
구분	내용	비고
자회사 지분가치	33,640	30% 할인
브랜드 가치	11,190	23년 브랜드 수수료의 10배
순차입금	3,098	3Q23 별도 기준
우선주 가치(차감)	4,877	
적정 시가총액	36,855	
발행주식수	29,176,998	보통주
적정주가	126,315	
목표주가	125,000	
현재주가	112,200	
상승여력	11.4%	

자료: SK 증권

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	CJ제일제당	43,958	45.6%	14,741	20,063	
	CJ프레시웨이	2,837	47.1%	430	1,337	
	CJENM	16,359	42.4%	7,591	6,935	
	CJ CGV	6,893	33.6%	5,525	2,317	
	CJ 자사주	32,737	7.3%		2,377	
비상장사	CJ 올리브네트웍스		100.0%	809	809	장부가액 적용
	CJ 올리브영		51.2%	545	9,391	유상증자 가치(20.12.24)
	CJ푸드빌		92.0%	1,016	4,801	유상증자 가치(23.11.03)
	기타			28	28	
자회사 가치 합계				30,685	48,057	

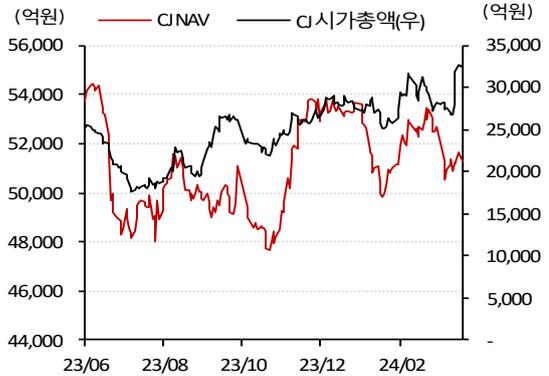
자료: SK 증권

CJ NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

CJ 시가총액 및 NAV 변동 추이



자료: SK 증권

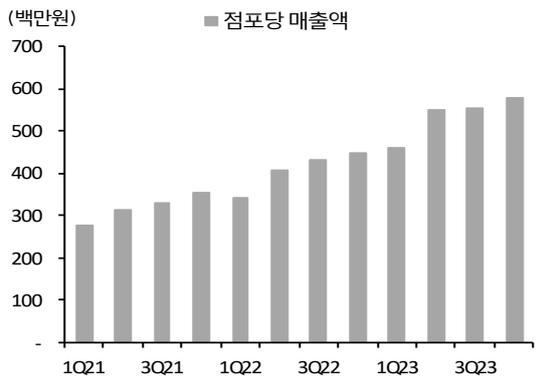
CJ 올리브영 적용 PER 에 따른 CJ 목표주가 변동

적용 Target PER	CJ 올리브영 기업가치	CJ 올리브영 지분가치	적정 시가총액	목표주가
10	34,730	17,764	31,430	107,723
12	41,676	21,317	33,207	113,812
14	48,622	24,870	34,983	119,900
16	55,568	28,423	36,760	125,989
18	62,514	31,976	38,536	132,077
20	69,460	35,529	40,313	138,166

자료: SK 증권

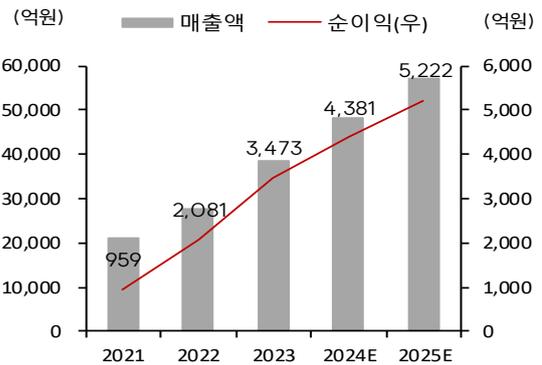
주: 23년 순이익 기준. Target NAV 대비 할인율은 50% 적용 가정

CJ 올리브영 점포당 매출액 추이



자료: SK 증권

CJ 올리브영 실적 전망



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	12,052	15,174	17,497	19,554	21,496
현금및현금성자산	3,194	4,021	7,593	8,632	9,805
매출채권 및 기타채권	4,007	4,822	4,868	5,424	5,844
재고자산	2,736	3,707	3,593	4,003	4,313
<b>비유동자산</b>	29,904	33,067	34,507	33,470	32,432
장기금융자산	1,958	2,027	2,075	2,075	2,075
유형자산	13,453	14,277	15,153	15,166	15,180
무형자산	6,742	8,334	8,568	7,517	6,466
<b>자산총계</b>	41,956	48,240	52,004	53,023	53,928
<b>유동부채</b>	12,546	16,950	19,382	20,054	20,561
단기금융부채	6,260	9,233	11,349	11,349	11,349
매입채무 및 기타채무	3,946	4,825	5,878	6,549	7,057
단기충당부채	78	78	78	78	78
<b>비유동부채</b>	12,946	13,556	14,094	14,094	14,094
장기금융부채	10,809	11,062	12,045	12,045	12,045
장기매입채무 및 기타채무	444	863	224	224	224
장기충당부채	105	137	148	148	148
<b>부채총계</b>	25,492	30,507	33,476	34,148	34,655
<b>지배주주지분</b>	5,066	5,183	5,558	5,771	6,017
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
기타자본구성요소	81	-14	47	47	47
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
이익잉여금	3,810	3,963	4,093	4,307	4,553
비지배주주지분	11,398	12,551	12,970	13,105	13,256
<b>자본총계</b>	16,464	17,734	18,528	18,876	19,273
<b>부채외자본총계</b>	41,956	48,240	52,004	53,023	53,928

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,052	2,989	6,562	3,192	3,319
당기순이익(손실)	807	687	525	449	505
비현금성항목등	3,168	4,315	3,878	3,579	3,646
유형자산감가상각비	1,801	1,830	1,973	1,986	1,986
무형자산상각비	647	1,378	1,038	1,051	1,051
기타	720	1,107	867	542	609
운전자본감소(증가)	-572	-786	3,004	-295	-223
매출채권및기타채권의감소(증가)	-476	-622	120	-556	-420
재고자산의감소(증가)	-406	-897	76	-410	-310
매입채무및기타채무의증가(감소)	472	589	2,541	671	507
기타	-161	143	267	-0	0
법인세납부	-543	-540	-442	-541	-608
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,594	-4,509	-3,047	-2,000	-2,000
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,314	-1,725	-1,975	-2,000	-2,000
무형자산의감소(증가)	-841	-1,514	-1,272	0	0
기타	561	-1,270	199	-0	-0
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,002	1,393	-1,658	-101	-108
단기금융부채의증가(감소)	-2,136	-1,344	-3,186	0	0
장기금융부채의증가(감소)	2,109	3,155	2,106	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-257	-345	-249	-101	-108
기타	-718	-73	-329	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	591	827	3,572	1,039	1,173
기초현금	2,603	3,194	4,021	7,593	8,632
기말현금	3,194	4,021	7,593	8,632	9,805
FCF	739	1,263	4,587	1,192	1,319

자료 : CJ, SK증권 추정

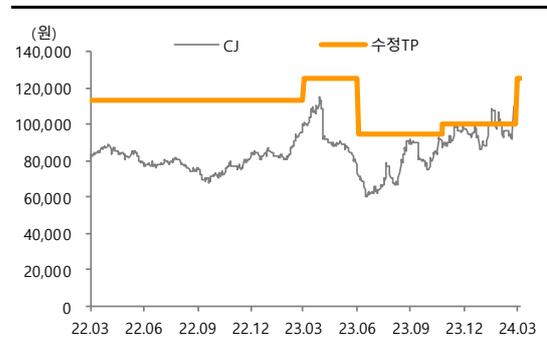
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	34,484	40,925	41,353	45,131	48,690
<b>매출원가</b>	24,788	29,696	29,955	32,633	35,186
<b>매출총이익</b>	9,696	11,229	11,397	12,498	13,504
매출총이익률(%)	28.1	27.4	27.6	27.7	27.7
<b>판매비와 관리비</b>	7,814	9,075	9,358	10,120	10,890
<b>영업이익</b>	1,882	2,154	2,039	2,378	2,613
영업이익률(%)	5.5	5.3	4.9	5.3	5.4
<b>비영업손익</b>	-581	-1,098	-1,053	-1,387	-1,500
순금융손익	-463	-580	0	0	0
외환관련손익	-80	-133	0	0	0
관계기업등 투자손익	87	-163	-11	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,301	1,056	986	991	1,113
세전계속사업이익률(%)	3.8	2.6	2.4	2.2	2.3
<b>계속사업법인세</b>	494	369	461	541	608
<b>계속사업이익</b>	807	687	525	449	505
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	807	687	525	449	505
순이익률(%)	2.3	1.7	1.3	1.0	1.0
지배주주	275	202	195	314	353
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	0.5	0.5	0.7	0.7
비지배주주	532	485	330	135	151
총포괄이익	1,561	733	982	449	505
지배주주	426	245	421	211	237
비지배주주	1,135	488	561	239	268
<b>EBITDA</b>	4,329	5,362	5,050	5,415	5,651

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.8	18.7	1.0	9.1	7.9
영업이익	35.3	14.5	-5.3	16.6	9.9
세전계속사업이익	153.2	-18.8	-6.7	0.5	12.4
EBITDA	12.0	23.9	-5.8	7.2	4.4
EPS	217.3	-26.5	-3.6	61.4	12.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	2.0	1.5	1.0	0.9	0.9
ROE	5.7	3.9	3.6	5.6	6.0
EBITDA마진	12.6	13.1	12.2	12.0	11.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	96.1	89.5	90.3	97.5	104.5
부채비율	154.8	172.0	180.7	180.9	179.8
순차입금/자기자본	79.4	85.4	80.0	73.0	65.5
EBITDA/이자비용(배)	8.3	7.9	0.0	0.0	0.0
배당성향	28.1	41.5	51.8	34.2	31.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,710	5,666	5,463	8,817	9,906
BPS	146,205	149,477	159,994	165,981	172,869
CFPS	76,339	95,613	89,894	93,983	95,072
주당 현금배당금	2,300	2,500	3,000	3,200	3,300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	10.8	14.8	17.3	12.7	11.3
PBR	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
PCR	1.1	0.9	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.3	5.7	6.1	5.7	5.2
배당수익률	2.8	3.0	3.2	2.9	3.0

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.03.21	중립	125,000원	6개월		
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 투자이건은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 21일 기준)

매수	94.74%	중립	5.26%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------