

꺾이지 않는 성장

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 사업가치 1.4조원, 상장자회사 가치 1.4조원과 비상장 자회사 가치 1.4조원에 순차입금 3,178억원을 가감해 산출했다. 2024년에는 주요 상장 자회사의 실적 회복과 CJ올리브영의 실적 고성장, CJ푸드빌의 해외 확장을 바탕으로 실적 턴어라운드가 예상된다. CJ올리브영의 공정위 이슈와 CJ올리브네트웍스 현물출자 관련 불확실성이 해소될 경우 주가 우상향에 무게를 둔다.

CJ올리브영: 성장의 한계가 없다

2024년 CJ올리브영 매출액은 4.2조원(+17% YoY), 영업이익은 5,557억원(+19.3% YoY, OPM 13.2%)으로 고성장을 이어갈 전망이다. 온오프라인 채널 전반에 걸쳐 성장할 것으로 예상된다. 동사는 코로나19 이후 오늘드림(3시간내 배송 서비스) 등 온라인 채널 확장을 통해 성장을 이어왔다. 3Q23 온라인 매출 비중은 25.9%까지 확대됐으며 기존 점포의 지하 등을 리노베이션해 도심형 물류창고 형태로 온라인 채널을 강화하고 있다. 더불어 코로나19 이후 정체됐던 오프라인 매출도 고성장하고 있다. 엔데믹 이후 회복세인 외국인 관광객을 바탕으로 오프라인 매출 증대가 이어질 것이다. 중국 단체 관광객 회복과 무관하게 외국인 매출 비중이 지속적으로 증가하고 있다. 1Q23~3Q23 오프라인 매출 내 외국인 비중은 5% → 10% → 12%로 확대된 것으로 파악된다. 중국 단체 관광객 회복시 오프라인 매출 성장 폭이 확대될 것으로 기대된다.

2024년 실적 회복 전망

2024년 연결 매출액은 44.5조원(+6.7% YoY), 영업이익은 2.8조원(+35.8% YoY)으로 전망한다. 2023년 부진했던 연결 자회사의 실적 회복이 기대된다. 전방 산업의 업황 회복, 사업 정상화, 비용 효율화로 영업이익이 두 자릿수 성장할 것으로 예상한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,961	3.4	3.2	11,308	-3.1
영업이익	595	81.1	-6.7	555	7.1
세전계속사업이익	322	흑전	-36.6	506	-36.4
지배순이익	53	흑전	-61.8	141	-62.8
영업이익률 (%)	5.4	+2.3 %pt	-0.6 %pt	4.9	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	0.5	흑전	-0.8 %pt	1.2	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	34,484	40,925	41,648	44,455
영업이익	1,882	2,154	2,060	2,798
지배순이익	275	202	213	368
PER	11.1	12.5	13.3	7.4
PBR	0.7	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.4	5.7	5.9	5.3
ROE	5.7	3.9	4.0	6.7

자료: 유안타증권



이승웅 통신/지주

seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)
목표주가 130,000원 (I)
현재주가 (11/24) 89,500원
상승여력 45%

시가총액	26,113억원
총발행주식수	35,663,733주
60일 평균 거래대금	186억원
60일 평균 거래량	229,306주
52주 고/저	114,900원 / 60,600원
외인지분율	11.33%
배당수익률	2.97%
주요주주	이재현 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.1	33.0	15.9
상대	10.8	35.2	13.4
절대 (달러환산)	19.3	34.6	17.9

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 사업가치 1.4조원, 상장자회사 가치 1.4조원과 비상장 자회사 가치 1.4조원에 순차입금 3,178억원을 가감해 산출했다. 2024년에는 주요 상장 자회사의 실적 회복과 CJ올리브영의 실적 고성장, CJ푸드빌의 해외 확장을 바탕으로 실적 턴어라운드가 예상된다. CJ올리브영의 공정위 이슈와 CJ올리브네트웍스 현물출자 관련 불확실성이 해소될 경우 주가 우상향에 무게를 둔다.

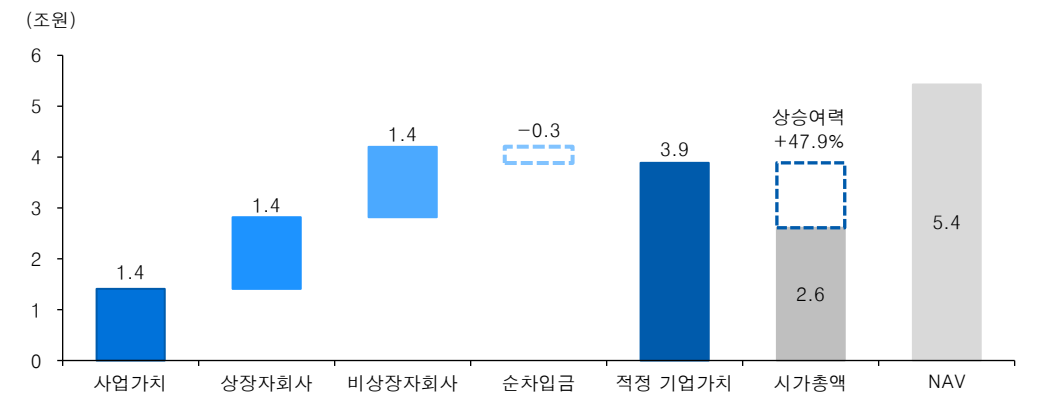
[표 1] CJ 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			1,408	
로열티 수익			1,408	24년 예상치 10x 적용
B. 자회사 가치			2,795	B=a+b
a. 상장 자회사 가치			1,412	a=@*47.8%(지배주주 지분율)
③ 상장 자회사 총 지분가치			2,956	
CJ 제일제당	4,810	40.9%	1,969	유상증자 전일 기준
CJ 프레시웨이	291	47.1%	137	
CJ CGV	695	40.1%	279	
CJ ENM	1,700	33.6%	571	
b. 비상장 자회사 가치			1,382	
CJ 올리브영	1,836	51.2%	939	2020년 Pre-ipo 1.8조원 적용
CJ 푸드빌	500	88.1%	440	2023월 Pre-Money 5,000억원 적용
기타			3	장부가
C. 순차입금(순현금)			318	3Q23말 별도 기준
D. 적정 기업가치			3,885	D=A+B-C
E. NAV 순자산가치			5,428	E=A+(@+B)-C
F. 발행주식수(백만주)			29	
G. 적정주가(원)			133,136	G=D/F
목표주가(원)			130,000	상승여력 +45.3%
현재주가(원)			89,500	

자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] CJ 적정 기업가치 구성 및 시가총액, NAV

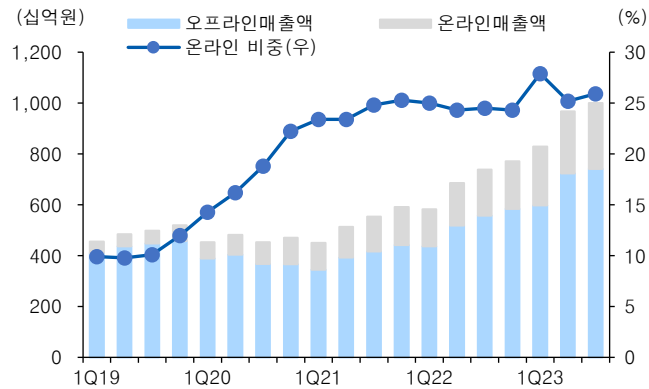


자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

CJ올리브영: 성장의 한계가 없다

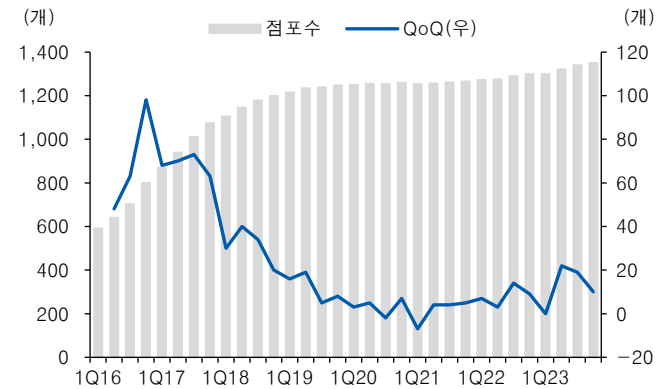
2024년 CJ올리브영 매출액은 4.2조원(+17% YoY), 영업이익은 5,557억원(+19.3% YoY, OPM 13.2%)으로 고성장을 이어갈 전망이다. 온오프라인 채널 전반에 걸쳐 성장할 것으로 예상된다. 동사는 코로나19 이후 오늘드림(3시간내 배송 서비스) 등 온라인 채널 확장을 통해 성장을 이어왔다. 3Q23 온라인 매출 비중은 25.9%까지 확대됐으며 기존 점포의 지하 등을 리노베이션해 도심형 물류창고 형태로 온라인 채널을 강화하고 있다. 더불어 코로나19 이후 정체됐던 오프라인 매출도 고성장하고 있다. 엔데믹 이후 회복세인 외국인 관광객을 바탕으로 오프라인 매출 증대가 이어질 것이다. 중국 단체 관광객 회복과 무관하게 외국인 매출 비중이 지속적으로 증가하고 있다. 1Q23~3Q23 오프라인 매출 내 외국인 비중은 5% → 10% → 12%로 확대된 것으로 파악된다. 중국 단체 관광객 회복시 오프라인 매출 성장폭이 확대될 것으로 기대된다.

[그림 2] CJ 올리브영 매출액 추이



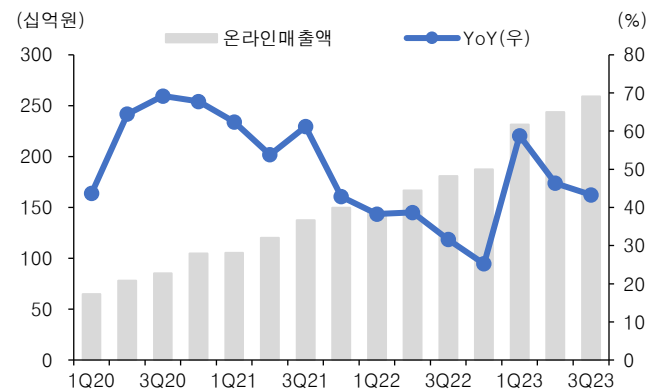
자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] CJ 올리브영 점포수 추이



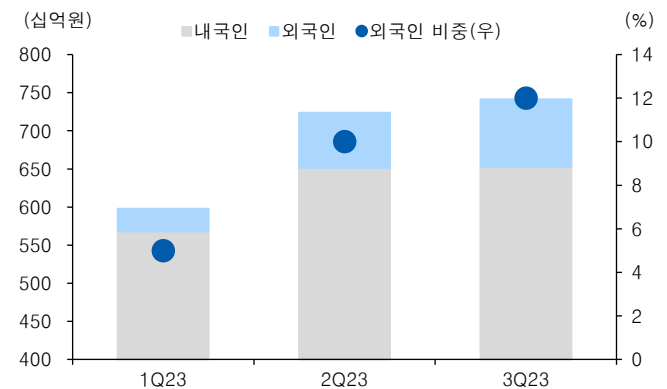
자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] CJ 올리브영 온라인 매출액 추이



자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] CJ 올리브영 오프라인 매출액 및 외국인 비중 변화



자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

2024년 실적 회복 전망

2024년 연결 매출액은 44.5조원(+6.7% YoY), 영업이익은 2.8조원(+35.8% YoY)으로 전망한다. 2023년 부진했던 연결 자회사의 실적 회복이 기대된다. **CJ제일제당**은 3Q23 매출액 역성장에도 식품 부문 호조로 영업이익 감익폭이 축소됐다. 2024년에는 인플레이션 부담으로 인한 내식 수요 확대에 따른 식품부문의 실적 호조가 예상된다. **CJ프레시웨이**는 3Q23 인플레이션으로 인한 외식시장 부진과 미래 성장투자로 수익성이 하락했다. **CJ ENM**은 3Q23 광고시장 회복이 지연되며 매출액이 역성장 했다. 다만 엔터부문이 턴어라운드하면서 영업이익은 흑자전환 했다. 2024년에는 미국 할리우드 파업 영향에서 벗어나며 Fifth Season의 정상화와 광고시장 회복에 따른 실적개선이 기대된다. **CJ CGV**는 3Q23 중국과 튀르키예에서의 박스오피스 증가와 국내 스크린 광고 개선, 비용 효율화로 영업이익이 코로나19 이전 수준으로 회복했다. 2024년에도 지역별 관객수 회복과 비용 효율화로 실적 개선이 지속될 것이다.

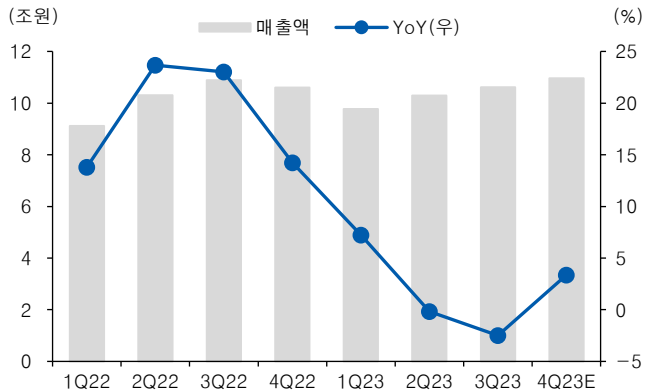
표 2 CJ 연결 매출액 및 영업이익 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	9,118	10,309	10,892	10,606	9,777	10,290	10,619	10,961	40,925	41,648	44,455
CJ 별도	107	36	36	80	109	36	38	81	259	263	245
연결 자회사	9,615	10,776	11,409	11,186	10,285	10,797	11,140	11,457	43,103	43,504	46,381
영업이익	498	688	640	328	329	499	637	595	2,154	2,060	2,798
CJ 별도	88	15	4	11	83	12	10	17	118	123	99
연결 자회사	509	657	637	340	315	504	600	549	2,145	1,970	2,586
YoY %											
매출액	13.8	23.7	23.0	14.2	7.2	-0.2	-2.5	3.4	18.7	1.8	6.7
CJ 별도	41.2	36.2	-16.6	33.9	1.9	-0.2	3.7	1.1	26.2	1.6	-6.9
연결 자회사	14.9	23.5	23.5	14.9	7.0	0.2	-2.4	2.4	19.3	0.9	6.6
영업이익	11.2	21.2	28.6	-11.1	-33.8	-27.5	-0.4	81.1	14.5	-4.4	35.8
CJ 별도	52.7	26.4	-86.2	-36.6	-5.5	-19.4	188.3	57.2	4.6	4.5	-19.3
연결 자회사	11.0	17.0	25.6	14.8	-38.0	-23.3	-5.8	61.7	17.6	-8.2	31.3
Margin %											
영업이익률	5.5	6.7	5.9	3.1	3.4	4.8	6.0	5.4	5.3	4.9	6.3
CJ 별도	82.5	40.9	9.8	13.9	76.4	33.0	27.1	21.6	45.4	46.7	40.5
연결 자회사	5.3	6.1	5.6	3.0	3.1	4.7	5.4	4.8	5.0	4.5	5.6

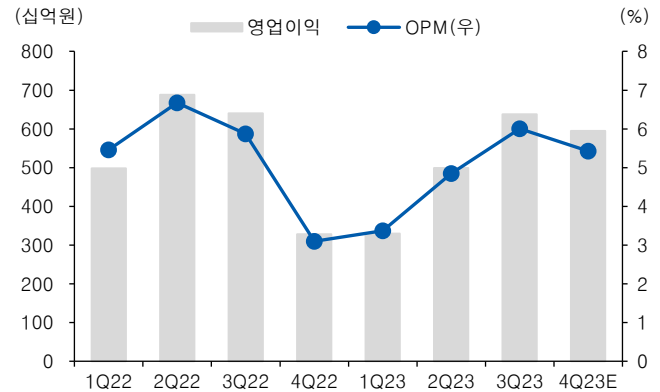
자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] CJ 연결 매출액 추이 및 전망



자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] CJ 연결 영업이익 및 OPM 추이



자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

[표 3] CJ 주요 자회사 매출액 및 영업이익 추이

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	9,615	10,776	11,409	11,186	10,285	10,797	11,140	11,457	43,103	43,504	46,381
CJ 제일제당	6,980	7,517	8,012	7,571	7,071	7,219	7,443	7,547	30,080	29,281	30,398
CJ 프레시웨이	564	721	752	711	697	779	809	785	2,748	3,071	3,376
CJ CGV	223	318	405	334	394	402	408	360	1,281	1,562	1,709
CJ ENM	957	1,192	1,179	1,464	949	1,049	1,111	1,354	4,792	4,463	5,096
CJ 올리브네트웍스	145	158	169	193	145	173	165	202	665	698	719
CJ 올리브영	583	686	738	771	829	968	1,001	1,002	2,778	3,611	4,225
CJ 푸드빌	162	183	155	142	199	207	204	206	760	817	858
영업이익	509	657	637	340	315	504	600	549	2,145	1,970	2,586
CJ 제일제당	436	504	484	241	253	345	396	331	1,665	1,324	1,592
CJ 프레시웨이	11	35	35	17	13	32	30	23	98	98	113
CJ CGV	-55	-16	8	-13	-14	16	31	20	-77	52	82
CJ ENM	50	56	26	7	-50	-30	7	37	137	-36	170
CJ 올리브네트웍스									34	37	40
CJ 올리브영									275	466	556
CJ 푸드빌									13	29	34
OPM %											
CJ 제일제당	6.2	6.7	6.0	3.2	3.6	4.8	5.3	4.4	5.5	4.5	5.2
CJ 프레시웨이	1.9	4.8	4.7	2.4	1.8	4.1	3.7	2.9	3.6	3.2	3.3
CJ CGV	-24.6	-5.1	1.9	-4.0	-3.6	3.9	7.5	5.6	-6.0	3.4	4.8
CJ ENM	5.2	4.7	2.2	0.5	-5.3	-2.9	0.7	2.7	2.9	-0.8	3.3
CJ 올리브네트웍스									5.1	5.3	5.5
CJ 올리브영									9.9	12.9	13.2
CJ 푸드빌									1.8	3.5	4.0

자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

CJ (001040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	34,484	40,925	41,648	44,455	47,481
매출원가	24,788	29,696	30,201	32,150	34,407
매출총이익	9,696	11,229	11,447	12,305	13,073
판매비	7,814	9,075	9,387	9,507	9,876
영업이익	1,882	2,154	2,060	2,798	3,197
EBITDA	4,329	5,362	5,187	5,923	6,375
영업외손익	-581	-1,098	-946	-844	-871
외환관련 손익	-80	-133	-133	-133	-133
이자손익	-463	-580	-620	-552	-550
관계기업관련손익	87	-163	163	163	163
기타	-125	-222	-357	-322	-350
법인세비용차감전순손익	1,301	1,056	1,114	1,954	2,327
법인세비용	494	369	390	703	822
계속사업순손익	807	687	724	1,251	1,505
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	807	687	724	1,251	1,505
지배자분순이익	275	202	213	368	443
포괄순이익	1,561	733	770	1,297	1,551
지배자분포괄이익	426	245	258	434	519

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,353	4,045	4,746	4,790	5,134
당기순이익	807	687	724	1,251	1,505
감가상각비	1,801	1,830	1,831	1,864	1,921
외환손익	48	13	133	133	133
중속, 관계기업관련손익	-87	163	-163	-163	-163
자산부채의 증감	-572	-786	-51	-463	-424
기타현금흐름	1,356	2,138	2,271	2,168	2,162
투자활동 현금흐름	-1,623	-4,611	-3,750	-4,257	-4,557
투자자산	539	-505	-51	-197	-212
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,458	-1,917	-1,836	-2,037	-2,230
유형자산 감소	145	191	0	0	0
기타현금흐름	-849	-2,381	-1,863	-2,023	-2,114
재무활동 현금흐름	-1,230	1,379	-1,603	-1,369	-1,395
단기차입금	-314	2,601	-4	-4	3
사채 및 장기차입금	305	626	130	310	287
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-257	-345	-84	-84	-84
기타현금흐름	-964	-1,503	-1,645	-1,591	-1,601
연결범위변동 등 기타	91	14	1,423	1,271	1,332
현금의 증감	591	827	816	434	514
기초 현금	2,603	3,194	4,021	4,837	5,271
기말 현금	3,194	4,021	4,837	5,271	5,785
NOPLAT	1,882	2,154	2,060	2,798	3,197
FCF	1,895	2,128	2,910	2,753	2,904

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

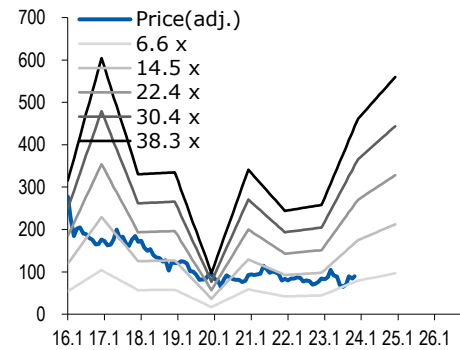
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	12,052	15,174	16,160	17,354	18,686
현금및현금성자산	3,194	4,021	4,837	5,271	5,785
매출채권 및 기타채권	4,007	4,822	4,882	5,211	5,566
재고자산	2,736	3,707	3,773	4,027	4,301
비유동자산	29,904	33,067	32,825	33,080	33,587
유형자산	13,453	14,277	14,283	14,456	14,765
관계기업 등 지분관련자산	2,048	2,093	2,130	2,274	2,428
기타투자자산	1,927	1,876	1,889	1,943	2,000
자산총계	41,956	48,240	48,985	50,434	52,273
유동부채	12,546	16,950	16,835	16,721	16,766
매입채무 및 기타채무	5,197	6,198	6,105	6,014	6,074
단기차입금	3,205	5,715	5,715	5,715	5,715
유동성장기부채	2,868	3,241	3,241	3,241	3,241
비유동부채	12,946	13,556	13,731	14,079	14,407
장기차입금	2,468	2,383	2,383	2,383	2,383
사채	4,432	4,633	4,763	5,073	5,360
부채총계	25,492	30,507	30,566	30,801	31,173
지배지분	5,066	5,183	5,358	5,688	6,093
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	3,810	3,963	4,092	4,376	4,734
비지배지분	11,398	12,551	13,062	13,945	15,007
자본총계	16,464	17,734	18,420	19,633	21,100
순차입금	13,069	15,140	14,432	14,230	13,926
총차입금	17,069	20,296	20,421	20,727	21,017

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	8,910	6,367	6,736	12,050	14,609	
BPS	151,085	154,565	159,790	169,633	181,702	
EBITDAPS	121,394	150,350	145,453	166,072	178,751	
SPS	966,921	1,147,521	1,167,804	1,246,503	1,331,343	
DPS	2,300	2,500	2,500	2,500	2,500	
PER	11.1	12.5	13.3	7.4	6.1	
PBR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5	
EV/EBITDA	6.4	5.7	5.9	5.3	5.0	
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	7.8	18.7	1.8	6.7	6.8	
영업이익 증가율 (%)	35.3	14.5	-4.4	35.8	14.3	
지배순이익 증가율 (%)	217.3	-26.5	5.4	72.8	20.3	
매출총이익률 (%)	28.1	27.4	27.5	27.7	27.5	
영업이익률 (%)	5.5	5.3	4.9	6.3	6.7	
지배순이익률 (%)	0.8	0.5	0.5	0.8	0.9	
EBITDA 마진 (%)	12.6	13.1	12.5	13.3	13.4	
ROIC	5.4	6.0	5.5	7.1	7.9	
ROA	0.7	0.4	0.4	0.7	0.9	
ROE	5.7	3.9	4.0	6.7	7.5	
부채비율 (%)	154.8	172.0	165.9	156.9	147.7	
순차입금/자기자본 (%)	258.0	292.1	269.4	250.2	228.6	
영업이익/금융비용 (배)	3.6	3.2	2.8	4.1	4.6	

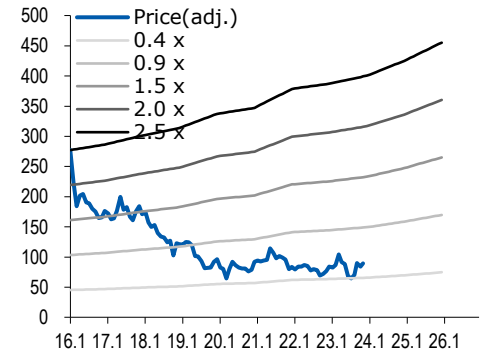
P/E band chart

(천원)



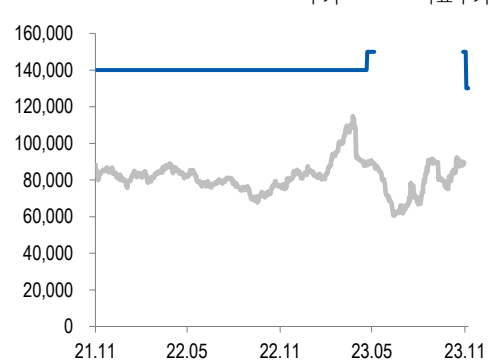
P/B band chart

(천원)



CJ (001040) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-27	BUY 담당자변경	130,000	1년		
2023-05-16	BUY	150,000	1년	-40.30	-39.53
2021-11-30	1년 경과 이후		1년	-40.73	-17.93
2020-11-30	BUY	140,000	1년	-29.59	-16.79

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.3
Hold(중립)	10.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 **자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상** 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 **자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한** 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.