

CJ
(001040)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

150,000

상향

현재주가

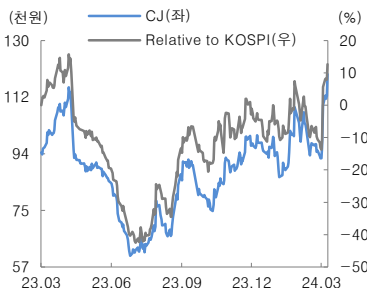
120,000

(24.03.22)

자주업종

KOSPI	2,748.56
시가총액	4,013십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	147십억원
52주 최고/최저	120,000원 / 60,600원
120일 평균거래대금	127억원
외국인지분율	13.43%
주요주주	이재현 외 7 인 47.26% 국민연금공단 12.94%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.9	23.7	34.8	20.5
상대수익률	14.3	17.0	23.0	5.9



상장, 비상장 모두 좋아진다

- 비상장 자회사(올리브영, 네트웍스, 푸드빌) 지분가치 증가로 목표주가 상향
- CJ올리브영 기업가치 기준 4.8조원에서 5.2조원으로 상향
- 2023년 주당배당금 3,000원(+500원). 밸류업 정책에 부응하는 결정

투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 11.1% 상향

목표주가 상향은 비상장 자회사인 CJ올리브영, CJ네트웍스, 그리고 CJ푸드빌의 지분가치 증가를 반영. 2023년 CJ의 비상장 3사의 (별도)당기순이익은 올리브영 3,473억원(+66.9% yoy), 네트웍스 361억원(+32.2% yoy), 푸드빌 358억원(+25.6% yoy) 증가하며 이익률이 크게 개선. 이에 따라 CJ올리브영의 추정 기업가치를 5.2조원, 네트웍스 3,600억원, 푸드빌 3,580억원으로 상향하며, 각 사에 대한 동사의 지분율을 감안한 비상장 3사의 지분가치는 3,37조원으로 추정. 상장 자회사인 CJ제일제당과 CJENM, CJ프레시웨이, CGV도 2024년 실적이 개선 전망. 2023년 DPS 3,000원(+500원, 배당성향 90.8%)으로 결정

CJ올리브영 2023년 매출액 3.9조원(+39%), 영업이익 4,660억원(+70%)

CJ의 주가 상승의 핵심 동력으로 작용하고 있는 CJ올리브영의 2023년 실적은 (별도) 매출액 3조 8,612억원(+38.0% yoy), 영업이익 4,660억원(+69.8% yoy), 당기순이익 3,473억원(+66.9% yoy)을 시현. 2023년말 오프라인 점포수가 1,338개(직영 1,112개 / 가맹점 226개)로 2022년말대비 40개의 점포수 증가에 따른 외형 성장과 오늘날 고도화로 온라인 매출 성장도 지속되고 있음. 우리는 CJ올리브영의 높은 성장 및 수익성 개선을 감안하여 동사의 기업가치를 기존 4.8조원에서 5.2조원(23년 순이익에 Target PER 15배 적용)으로 상향하였는데, IPO 혹은 CJ와의 합병 추진 시 예상되는 기업가치는 당사 추정을 크게 상회할 것으로 전망. CJ올리브영의 가치가 커질수록 CJ그룹의 후계 및 지배구조는 견고해질 전망

2024년 전 계열사 실적 개선을 통한 NAV 증가 기대

컨센서스를 기준으로 4개의 상장자회사들의 2024년 실적도 개선 전망. 상장자회사들의 24년 당기순이익 컨센서스는 CJ제일제당(+43% yoy), 프레시웨이(+15% yoy), ENM과 CGV는 흑자전환할 것으로 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	40,925	41,353	39,709	41,734	42,736
영업이익	2,154	2,039	2,577	2,588	2,692
세전순이익	1,056	986	1,532	1,533	1,648
총당기순이익	687	525	815	816	877
지배지분순이익	202	157	245	245	263
EPS	5,666	4,413	6,860	6,861	7,376
PER	14.8	21.4	17.4	17.4	16.2
BPS	145,321	147,381	151,881	156,382	161,398
PBR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
ROE	3.9	3.0	4.6	4.5	4.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: CJ, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	43,514	45,734	39,709	41,734	-8.7	-8.7
판매비와 관리비	10,361	10,199	8,909	9,307	-14.0	-8.7
영업이익	2,523	2,835	2,577	2,588	2.1	-8.7
영업이익률	5.8	6.2	6.5	6.2	0.7	0.0
영업외손익	-986	-970	-1,044	-1,055	적자유지	적자유지
세전순이익	1,537	1,865	1,532	1,533	-0.3	-17.8
지배지분순이익	300	364	245	245	-18.4	-32.8
순이익률	2.3	2.7	2.1	2.0	-0.2	-0.7
EPS(지배지분순이익)	8,409	10,203	6,860	6,861	-18.4	-32.8

자료: CJ, 대신증권 Research Center

표 1. CJ 의 SOTP Valuation (단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분	Valuation 방식		2024F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)		
영업가치	로열티	DCF	17	WACC=7%, g=0%	2,103	25.6		
	임대료	DCF	25	WACC=7%, g=0%	88	1.1		
	소계——(1)				2,191	26.6		
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value			
		CJ 제일제당	44.6	4,343	1,935	23.5		
		CJ ENM	40.1	1,647	660	8.0		
		CJ CGV	33.6	687	231	2.8		
		CJ 프레시웨이	47.1	284	134	1.6		
		소계——(2)				2,960	36.0	
		비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	분할시 추정 기업가치	적용배수	Value
	CJ 올리브네트웍스		100.0	36	361	1.00	361	4.4
	CJ 올리브영		55.0	347	5,210	0.51	2,665	
	CJ 푸드빌		96.0	36	358	0.96	344	4.2
	소계——(3)				3,370	41.0		
	지분가치 합계					8,520	103.6	
순차입금(별도)——(4)					298	−3.6		
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)−(4)					8,222	100.0		
할인율——(6)					50%			
Target NPV——(7)=(5)*(1−(6))					4,111			
보통주 발행주식수——(8)					29,176,998			
보통주 자기주식수——(9)					2,118,536			
보통주 유통주식수——(10)=(8)−(9)					27,058,462			
목표주가(11)=(7)/(9)					151,929			
현재가(03/22)					119,700			
Upside Potential					26.9			

자료: 대신증권 Research Center

표 2. CJ의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액		9,777	10,290	10,619	10,666	9,397	9,880	10,228	10,204	40,925	41,353	39,709
%yoy		7.2	-0.2	-2.5	0.6	-3.9	-4.0	-3.7	-4.3	18.7	1.0	-4.0
매출원가		7,148	7,462	7,575	7,771	6,723	7,047	7,148	7,305	29,696	29,955	28,223
% of 매출액		73.1	72.5	71.3	72.9	71.5	71.3	69.9	71.6	72.6	72.4	71.1
%yoy		9.0	1.1	-4.0	-1.2	-5.9	-5.6	-5.6	-6.0	19.8	0.9	-5.8
매출총이익		2,630	2,829	3,044	2,895	2,674	2,833	3,080	2,899	11,229	11,397	11,486
GPM		26.9	27.5	28.7	27.1	28.5	28.7	30.1	28.4	27.4	27.6	28.9
%yoy		2.7	-3.4	1.6	5.6	1.7	0.2	1.2	0.1	15.8	1.5	0.8
판매비		2,300	2,330	2,407	2,322	2,128	2,216	2,289	2,276	9,075	9,358	8,909
% of 매출액		23.5	22.6	22.7	21.8	22.6	22.4	22.4	22.3	22.2	22.6	22.4
%yoy		11.5	4.0	2.1	-3.8	-7.5	-4.9	-4.9	-2.0	16.1	3.1	-4.8
영업이익		329	499	637	573	546	617	791	623	2,154	2,039	2,577
OPM		3.4	4.8	6.0	5.4	5.8	6.2	7.7	6.1	5.3	4.9	6.5
%yoy		-33.8	-27.5	-0.4	74.6	65.7	23.7	24.1	8.6	14.5	-5.3	26.4
I. CJ 및 주요 계열사 매출액												
CJ (별도) ^{a)}	로열티수익	27	27	28	44	35	32	33	47	126	126	147
	배당수익	81	8	8	8	81	0	0	0	105	104	81
	임대료수익	1	1	1	2	2	1	2	2	28	6	6
	소계	109	36	38	53	117	34	35	48	259	236	234
상장	CJ 제일제당	7,071	7,219	7,443	7,289	7,208	7,419	7,826	7,659	30,080	29,023	30,112
	CJ 프레시웨이	697	779	809	788	753	839	875	846	2,748	3,074	3,314
	CJ ENM	949	1,049	1,111	1,260	1,056	1,191	1,236	1,405	4,792	4,368	4,888
	CJ CGV	394	402	408	343	421	559	455	383	1,273	1,546	1,818
	소계	9,111	9,449	9,771	9,680	9,439	10,009	10,393	10,292	38,893	38,012	40,132
비상장	CJ푸드빌	199	207	204	234	221	228	214	246	642	845	909
	CJ 올리브네트웍스	145	173	165	194	153	180	173	205	665	677	711
	소계	1,174	1,348	1,370	1,492	374	408	387	451	4,085	5,382	1,620
기타 및 연결조정		-507	-543	-559	-559	-533	-570	-587	-587	-2,232	-2,168	-2,277
총 연결 매출액		9,887	10,290	10,619	10,666	9,397	9,880	10,228	10,204	41,005	41,462	39,709
II. CJ 및 주요 계열사 영업이익												
CJ (별도)		83	12	10	27	85	15	12	15	119	132	127
상장	CJ 제일제당	253	345	382	298	332	368	460	381	1,665	1,278	1,542
	CJ 프레시웨이	13	32	32	24	15	34	34	28	98	101	111
	CJ ENM	-50	-30	-16	59	21	41	54	87	137	-38	204
	CJ CGV	-52	15	20	29	-47	14	18	26	14	13	11
	소계	246	374	429	437	406	472	579	538	2,033	1,486	1,995
비상장	CJ푸드빌	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	CJ 올리브네트웍스	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	소계	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타 및 연결조정		0	113	198	109	55	130	200	70	2	420	455
총 연결 영업이익		329	499	637	573	546	617	791	623	2,154	2,038	2,577

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- CJ 그룹은 1953년 8월 1일 설립된 지주 회사로 현재 CJ 제일제당(주), (주)CJ ENM 등 9개 자회사의 지분을 보유함
- 회사의 주요 영업 수익은 CJ 브랜드 사용 로열티 수익, 자회사로부터 받는 배당금 수익, 투자 부동산 임대료 수익 등이 있음
- (주)CJ 의 계열회사 중 하나로 주요주주 CJ 제일제당이 지분을 40.16% 보유

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장지회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동 요인
- 비상장 지회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주 가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

CJ의 주요 주주

주주명	지분비율 (%)
이재현	42%
그외	41%
국민연금	13%
이선희	3%
CJ나눔재단	1%
CJ문화재단	0%

자료: CJ, 대신증권 Research Center

자료: CJ, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

CJ NAV 대비 할인율

(단위: %)

항목	가치 (%)
할인율 %	변동 (Avg: 62.7)
Max	72.2
Min	47.2

자료: CJ, 대신증권 Research Center

CJ의 4Q23 매출 비중

회사이름	비율 (%)
CJ 제일제당	65%
CJ ENM	11%
CJ 프레스웨이	7%
올리브영	10%
CJ CGV	3%
푸드빌	2%
올리브네트웍스	2%
CJ	0%

CJ 연간 DPS 및 배당성향

연도	DPS (원)	배당성향 (%)
2018	1,450	10
2019	1,850	20
2020	2,000	30
2021	2,300	10
2022	2,500	15
2023	2,500	18

자료: CJ, 대신증권 Research Center

자료: CJ, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	40,925	41,353	39,709	41,734	42,736
매출원가	29,696	29,955	28,223	29,840	30,513
매출총이익	11,229	11,397	11,486	11,894	12,222
판매비와관리비	9,075	9,358	8,909	9,307	9,530
영업이익	2,154	2,039	2,577	2,588	2,692
영업외수익	53	49	65	62	63
EBITDA	5,362	4,495	4,817	4,653	4,616
영업외손익	-1,098	-1,053	-1,044	-1,055	-1,045
관계기업손익	-163	-163	-163	-163	-163
금융수익	929	929	929	929	929
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,489	-1,433	-1,413	-1,414	-1,395
외환평가손실	573	573	573	573	573
기타	-376	-387	-397	-407	-416
법인세비용차감전순이익	1,056	986	1,532	1,533	1,648
법인세비용	-369	-461	-717	-717	-771
계속사업순이익	687	525	815	816	877
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	687	525	815	816	877
당기순이익률	1.7	1.3	2.1	2.0	2.1
비재계분순이익	485	367	571	571	614
재계분순이익	202	157	245	245	263
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	5	5	5	5
포괄순이익	733	571	862	862	923
비재계분포괄이익	488	400	603	603	646
재계분포괄이익	245	171	258	259	277

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	5,666	4,413	6,860	6,861	7,376
PER	148	21.4	17.4	17.4	16.2
BPS	145,321	147,381	151,881	156,382	161,398
PBR	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	150,350	126,038	135,059	130,466	129,442
EV/EBITDA	5.7	6.6	6.2	6.4	6.5
SPS	1,147,521	1,159,517	1,113,427	1,170,212	1,198,297
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	140,254	127,873	136,603	131,740	130,465
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	18.7	1.0	-4.0	5.1	2.4
영업이익 증/감률	14.5	-5.3	26.4	0.4	4.1
순이익 증/감률	-14.9	-23.6	55.4	0.0	7.5
수익성					
ROIC	5.6	4.1	5.5	5.7	6.0
ROA	4.8	4.3	5.5	5.5	5.7
ROE	3.9	3.0	4.6	4.5	4.6
안정성					
부채비율	172.0	160.6	150.9	146.5	138.5
순차입금비율	85.4	76.6	68.6	64.6	60.9
이자보상비율	3.2	3.3	4.3	4.3	4.6

자료: CJ, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	15,174	14,409	14,376	14,988	14,770
현금및현금성자산	4,021	3,548	3,667	3,689	3,069
매출채권 및 기타채권	4,822	4,924	4,810	5,100	5,289
재고자산	3,707	3,746	3,597	3,781	3,872
기타유동자산	2,623	2,191	2,302	2,418	2,541
비유동자산	33,067	32,458	32,131	32,052	32,195
유형자산	14,277	14,040	13,836	13,661	13,511
관계기업투자금	2,093	2,013	1,933	1,853	1,773
기타비유동자산	16,696	16,405	16,362	16,538	16,911
자산총계	48,240	46,867	46,507	47,040	46,965
유동부채	16,950	16,115	15,994	16,468	16,288
매입채무 및 기타채무	6,198	6,233	6,098	6,264	6,347
차입금	5,715	5,965	6,215	6,465	6,715
유동상채무	3,241	2,065	1,770	1,768	1,173
기타유동부채	1,796	1,853	1,911	1,971	2,034
비유동부채	13,556	12,767	11,979	11,488	11,002
차입금	7,016	6,297	5,777	5,557	5,339
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,540	6,470	6,202	5,931	5,663
부채총계	30,507	28,882	27,973	27,957	27,270
자본부분	5,183	5,256	5,417	5,577	5,756
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	3,963	4,036	4,197	4,357	4,536
기타자본변동	48	48	48	48	48
비자본부분	12,551	12,729	13,117	13,506	13,939
자본총계	17,734	17,985	18,534	19,083	19,696
순차입금	15,140	13,783	12,713	12,324	11,986

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,045	3,669	3,984	3,383	3,422
당기순이익	0	525	815	816	877
비현금항목의 가감	4,315	4,036	4,056	3,883	3,776
감가상각비	3,208	2,456	2,240	2,065	1,924
외환손익	19	133	133	133	133
자본평가손익	163	163	163	163	163
기타	926	1,284	1,521	1,522	1,556
자산부채의 증감	-786	93	334	-92	27
기타현금흐름	516	-985	-1,222	-1,223	-1,257
투자활동 현금흐름	-4,611	-2,253	-2,258	-2,263	-2,268
투자자산	-505	41	39	37	35
유형자산	-1,725	-1,309	-1,309	-1,309	-1,309
기타	-2,381	-986	-988	-991	-994
재무활동 현금흐름	1,379	-2,491	-1,409	-817	-1,408
단기차입금	2,560	250	250	250	250
사채	1,466	-373	-173	-173	-173
장기차입금	2,364	-347	-347	-47	-45
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-345	-84	-84	-84	-84
기타	-4,665	-1,937	-1,056	-763	-1,356
현금의 증감	827	-474	119	22	-621
기초 현금	3,194	4,021	3,548	3,667	3,689
기말 현금	4,021	3,548	3,667	3,689	3,068
NOPLAT	1,401	1,085	1,371	1,377	1,433
FCF	1,178	2,041	2,111	1,942	1,857

[Compliance Notice]

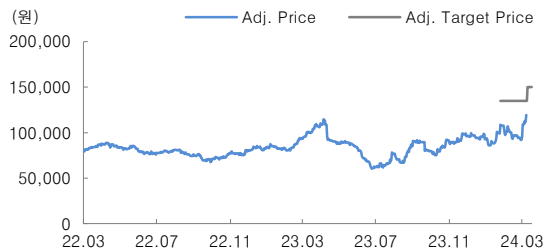
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ(001040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.03.25	24.02.29	24.02.23	24.02.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	135,000	135,000	135,000
과다율(평균%)		(25.43)	(25.72)	(24.10)
과다율(최대/최소%)		(11.70)	(20.15)	(20.15)
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과다율(평균%)				
과다율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과다율(평균%)				
과다율(최대/최소%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240320)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상