

CJ001040

모두가 웃었다

그룹 전반적인 체질 개선 시작의 모습

그룹의 핵심 자회사 모두 '개선, 바닥 확인'의 시그널이 동시에 나타나고 있다. 그룹의 연결 매출액은 10.6조원 (+3.2% QoQ), 영업이익 6,375억원 (+27.8% QoQ, OPM 6%)으로 전분기 대비 큰 폭의 실적 개선을 기록했다. 올리브영이 실적 호조를 보인 가운데 주력 자회사인 제일제당도 3분기 업황 저점이 확인됐다. 이번 3분기 가공 식품 성장률이 상승 추세로 돌아서면서 24년 수익 개선 가능성은 좀 더 명확해졌다. ENM은 조직 효율화 효과와 영화 드라마 부문의 손실 규모가 대폭 축소되면서 흑자전환의 서프라이즈를 기록했다. 내년도 미디어 플랫폼과 영화 드라마의 수익 개선 가능성을 논할 수 있는 분위기다. 지난 2주간 CJ의 주가 상승을 견인한 것은 CGV 실적 서프라이즈다. 아직 남아있는 극장 업황 부진에 대한 부담에도 불구하고 슬림화를 통해 수익 개선을 이뤘다.

올리브영 실적 호조 지속 / 푸드빌에서도 Good News

올리브영은 매출 1조원 (+35.5% YoY, +3.4% QoQ), 영업이익 1,300억원 (추정 OPM 13%), 순이익 945억원 (+70% YoY)의 실적 호조가 지속됐다. 안바운드 효과에 힘입어 외국인 매출액은 2분기 715억원에서 3분기 890억원으로 24% QoQ 증가했다 (외국인 비중 12%). 아쉬운 점은 9월 추석 효과 등으로 점포당 매출액은 5.5억원으로 QoQ 정체다. 다만 10월부터 매출 개선이 빠르게 진행되는 것으로 추정된다. 푸드빌의 경우 올해 미국 신규 출점 10개를 포함 총 100개의 가맹점을 미주에 보유 중인데 조지아에 공장을 착공한다. 최근 4,000억원 밸류에 700억원을 투자 받았다. 우리는 CJ 가치 산정에서 푸드빌 가치를 장부가 1,020억원만 평가한 상태다

CJ, 7년간의 주가 부진에서 벗어날 수 있는 기회 - 목표주가 상향

최근 자회사들의 주가 상승과 올리브영 실적 호조를 반영하여 목표주가를 기존 13만원에서 13만 5,000원으로 상향 조정한다. 투자 포인트는 1) 핵심 자회사들의 24년 턴어라운드, 2) 올리브영은 IPO 외에도 중복 상장 리스크를 방지하기 위해 주 CJ와의 합병 혹은 100% 자회사라는 경우의 수가 검토될 수 있다. 올리브영을 100% 품은 CJ의 사업 지주회사 가능성까지 감안할 필요가 있다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	31,999	34,484	40,925	42,193	47,656
영업이익	1,390	1,882	2,154	2,189	3,036
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.3	5.2	6.4
세전이익	514	1,301	1,056	987	1,659
지배주주지분순이익	87	275	202	285	678
EPS(원)	2,522	8,910	6,367	9,914	24,460
증감률(%)	-71.1	253.3	-28.5	55.7	146.7
ROE(%)	1.9	5.7	3.9	5.4	11.8
PER(배)	36.5	9.4	13.2	9.0	3.6
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	3.4	3.8	3.1

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2023.11.15

매수(유지)

목표주가(상향)	135,000원
현재주가(11/14)	88,800원
상승여력	52.0%

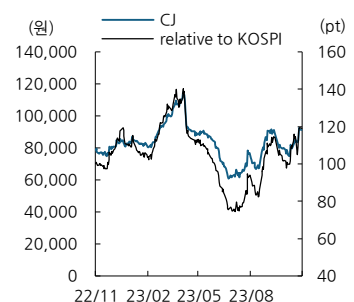
Stock Data

KOSPI	2,433.3pt
시가총액(보통주)	2,591십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	242천주
60일 평균거래대금	19,304백만원
외국인 지분율	11.2%
52주 최고가	115,100원
52주 최저가	60,300원
주요주주	
이재현(외 8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	11.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	11.6	12.5
3M	15.3	20.7
6M	1.0	2.7

주가차트



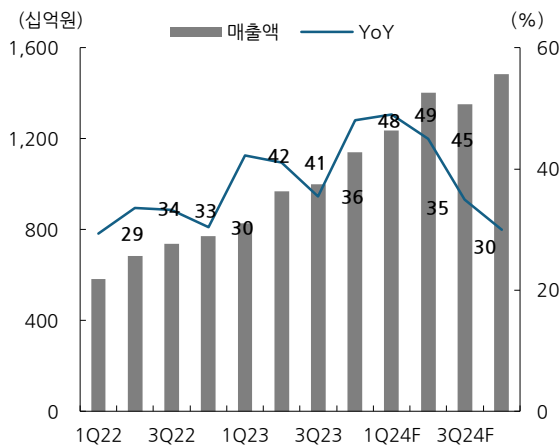
올리브영, IPO 외에도 CJ와의 합병 옵션 검토될 수 있다고 판단

올리브영의 신규 출점은 23년 4분기가 그 정점에 다다른다. 현재 1,339개의 점포는 4분기 1,340개로 마무리된다. 24년 신규 출점은 사실상 0으로 가정해도 무방하다. 현재는 점포 리뉴얼 작업을 통해 매장당 매출을 끌어올린다는 전략이다. 이와 더불어 온라인 매출 성장이 전체 성장의 일부를 견인한다.

이러한 organic한 성장 전략으로 현재의 40%가 넘는 초고성장을 지속할 수는 없다고 판단된다. 따라서 신규 출점 효과가 소멸되고 점포당 매출 증가율이 둔화되는 시기를 우리는 24년 하반기로 예상된다.

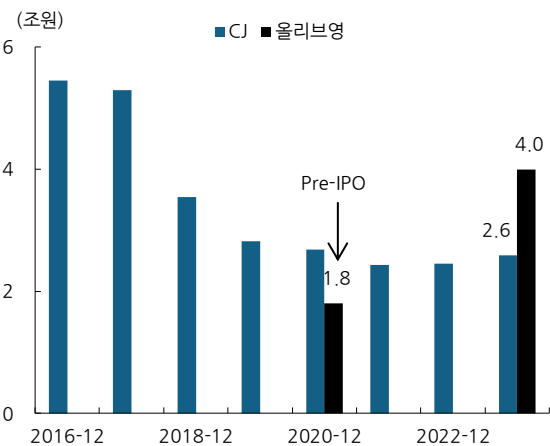
이 시점이 올리브영 IPO를 포함한 옵션들이 실행될 수 있는 시기라고 판단된다. 그리고 올리브영이 승계의 vehicle로 활용된다고 가정하면 세금과 구주매출 등 그 과정이 복잡한 IPO보다는 CJ와의 합병도 그룹 차원에서 검토할 것으로 예상된다.

그림1 올리브영 매출액 추이 및 전망



자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 주 CJ와 올리브영의 기업가치 추이



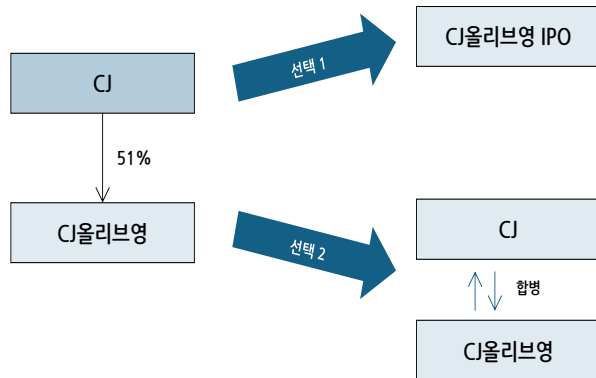
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표1 올리브영 분기별 점포수 및 점포당 매출 평균

(억원, 개)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
올리브영 매출액	4,503	5,133	5,541	5,914	5,827	6,856	7,382	7,710	8,291	9,675	10,005
온라인 비중	23.4%	23.4%	24.8%	25.3%	25.0%	24.3%	24.5%	24.3%	27.9%	25.2%	25.9%
온라인 매출액	1,054	1,201	1,374	1,496	1,457	1,666	1,809	1,874	2,313	2,438	2,591
오프라인 매출액	3,449	3,932	4,167	4,418	4,370	5,190	5,573	5,836	5,978	7,237	7,414
국내 점포수	1,252	1,256	1,260	1,265	1,272	1,275	1,289	1,298	1,298	1,320	1,339
직영점	1016	1,021	1,025	1,032	1,038	1,041	1,056	1,065	1,065	1,090	1,111
가맹점	236	235	235	233	234	234	233	233	233	230	228
점포당 평균 매출	2.8	3.1	3.3	3.5	3.4	4.1	4.3	4.5	4.6	5.5	5.5

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 올리브영 IPO 외 합병 옵션



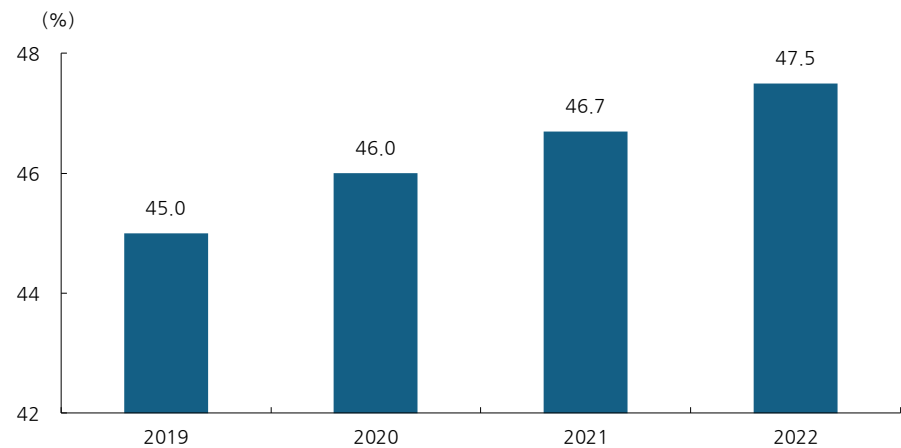
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 CJ와 올리브영의 합병 시 민감도 분석

(조원, %)	CJ 올리브영 가치 4 조원	4.5 조원	5 조원
CJ 시총 (a)	2.4	2.4	2.4
CJ 올리브영 가치 (b)	4	4.5	5
이선희 지분율 (c)	11	11	11
지분 가치 (d) = (b) * (c)	0.44	0.495	0.55
이선희의 CJ 확보 지분율 (d/a) * 100	18.3	20.6	22.9

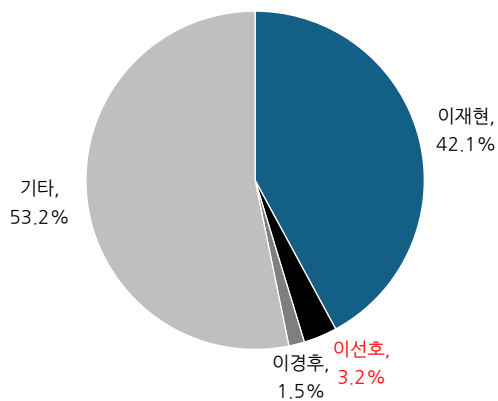
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 올리브영 GPM 추이



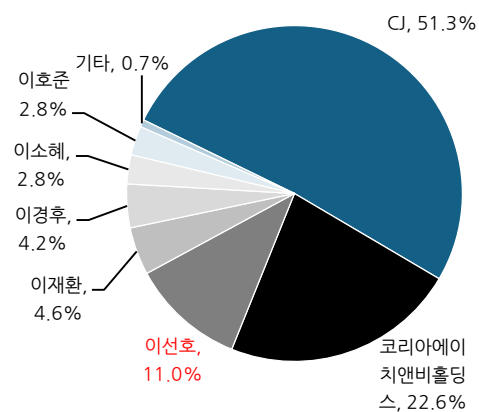
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 CJ 주주 구성



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림7 CJ올리브영 주주 구성



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표2 CJ 3Q23 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	3Q23 실적	YoY	QoQ	3Q23 DS 추정치	차이 (%)	3Q23 컨센서스	차이 (%)
매출액	10,619	(2.5)	3.2	11,575	(8.3)	11,367	(6.6)
영업이익	638	(0.4)	27.8	735	(13.3)	654.8	(2.6)

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 CJ의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	43,149	47,747	42,193	47,656	(2.2)	(0.2)
영업이익	2,288	3,063	2,189	3,036	(4.3)	(0.9)

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 CJ 및 상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률 (%, %p)
매출액	9,777	10,290	10,619	11,506	10,921	11,880	12,444	12,412	42,193	47,656	12.9
CJ 제일제당	7,071	7,219	7,443	7,886	7,583	7,998	8,555	8,281	29,620	32,417	9.4
CJ ENM	949	1,049	1,111	1,527	1,198	1,360	1,470	1,679	4,635	5,708	23.1
CJ CGV	394	402	408	327	327	327	327	327	1,529	1,307	(14.6)
CJ 프레시웨이	697	779	809	765	714	858	881	826	3,051	3,280	7.5
영업이익	329	499	638	724	521	635	836	1,044	2,189	3,036	38.7
CJ 제일제당	253	345	396	366	356	427	554	439	1,360	1,776	30.6
CJ ENM	(50)	(30)	7	72	37	36	128	173	(1)	373	흑전
CJ CGV	(14)	16	31	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	17	(60)	적전
CJ 프레시웨이	13	32	30	25	14	42	45	29	100	130	30.1
지배순이익	11	12	137	124	198	110	151	219	285	678	138.3
영업이익률	3.4	4.8	6.0	6.3	4.8	5.3	6.7	8.4	5.2	6.4	1.2
CJ 제일제당	3.6	4.8	5.3	4.6	4.7	5.3	6.5	5.3	4.6	5.5	0.9
CJ ENM	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	3.0	2.6	8.7	10.3	(0.0)	6.5	6.6
CJ CGV	(3.6)	3.9	7.5	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	1.1	(4.6)	(5.7)
CJ 프레시웨이	1.8	4.1	3.7	3.3	2.0	5.0	5.1	3.5	3.3	4.0	0.7
순이익률	0.1	0.1	1.3	1.1	1.8	0.9	1.2	1.8	0.7	1.4	0.7

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 비상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률 (%, %p)
매출액											
CJ푸드빌	199	207	204	191	199	208	204	192	802	803	0.1
CJ 올리브네트웍스	145	173	165	214	153	181	173	225	697	732	5.0
CJ 올리브영	829	968	1,001	1,141	1,235	1,403	1,351	1,483	3,938	5,472	39.0
순이익											
CJ푸드빌	5	11	6	(61)	(13)	2	(1)	(1)	(39)	(14)	척지
CJ 올리브네트웍스	5	9	13	7	8	14	6	12	33	39	17.0
CJ 올리브영	77	102	95	82	115	148	128	107	356	498	39.8
순이익률											
CJ푸드빌	2.7	5.1	2.9	(31.6)	(6.6)	0.7	(0.5)	(0.5)	(4.8)	(1.7)	3.1
CJ 올리브네트웍스	3.3	5.2	7.6	3.3	5.2	7.6	3.3	5.2	4.8	5.3	0.5
CJ 올리브영	9.3	10.6	9.4	7.2	9.3	10.6	9.4	7.2	9.0	9.1	0.1

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
상장회사 가치 (a)			604	16.4	80% 할인
CJ제일제당	45%	4,622	2,059		
CJ ENM	40%	1,465	587		
CJ CGV	37%	678	248		
CJ프레시웨이	47%	269	127		
비상장회사 가치 (b)			2,819	76.8	
CJ푸드빌	96%	102	98		장부가액
CJ 올리브영	51%	356	2,721		23F 순이익*시장가격 적용 (15배 적용)
기타자산 (c)			508	13.8	개별 순이익 * 5배 적용 (브랜드 로열티/ 임대수익 등)
순차입금 (d)			258	-(7.0)	
Target NAV (a+b+c-d)			3,672	100.0	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
주당 NAV (원)			135,000		
전일 종가			88,800		
상승여력 (%)			52.0		

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

[CJ001040]

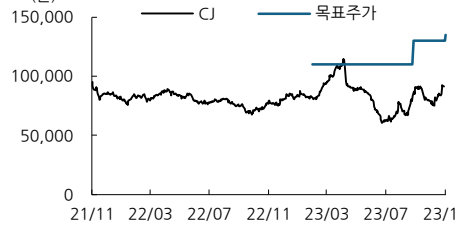
재무상태표						손익계산서					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	11,118	12,052	15,174	14,694	15,148	매출액	31,999	34,484	40,925	42,193	47,656
현금 및 현금성자산	2,603	3,194	4,021	4,476	4,952	매출원가	23,392	24,788	29,696	30,365	33,831
매출채권 및 기타채권	3,679	4,007	4,822	3,152	2,720	매출총이익	8,608	9,696	11,229	11,828	13,825
재고자산	2,238	2,736	3,707	4,199	4,529	판매비 및 관리비	7,217	7,814	9,075	9,639	10,789
기타	2,597	2,116	2,623	2,867	2,946	영업이익	1,390	1,882	2,154	2,189	3,036
비유동자산	28,907	29,904	33,067	33,952	34,501	(EBITDA)	3,864	4,329	5,362	5,443	6,596
관계기업투자등	2,793	3,352	3,191	2,873	2,746	금융손익	-530	-463	-580	-1,369	-2,679
유형자산	13,003	13,453	14,277	14,565	14,793	이자비용	582	521	676	1,369	2,679
무형자산	6,562	6,742	8,334	8,934	9,074	관계기업등 투자손익	95	344	-148	-7	0
자산총계	40,025	41,956	48,240	48,647	49,649	기타영업외손익	-442	-461	-370	174	1,302
유동부채	11,423	12,546	16,950	16,371	16,727	세전계속사업이익	514	1,301	1,056	987	1,659
매입채무 및 기타채무	4,578	5,197	6,198	3,402	3,670	계속사업법인세비용	310	494	369	469	415
단기금융부채	5,792	6,260	9,233	10,797	10,797	계속사업이익	204	807	687	519	1,244
기타유동부채	1,053	1,089	1,519	2,172	2,260	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	13,206	12,946	13,556	14,306	14,358	당기순이익	204	807	687	519	1,244
장기금융부채	11,286	10,809	11,062	12,320	12,300	지배주주	87	275	202	285	678
기타비유동부채	1,920	2,138	2,494	1,987	2,058	총포괄이익	150	984	745	519	1,244
부채총계	24,629	25,492	30,507	30,678	31,085	매출총이익률 (%)	26.9	28.1	27.4	28.0	29.0
지배주주지분	4,643	5,066	5,183	5,430	6,024	영업이익률 (%)	4.3	5.5	5.3	5.2	6.4
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	12.1	12.6	13.1	12.9	13.8
자본잉여금	993	993	993	1,019	1,019	당기순이익률 (%)	0.6	2.3	1.7	1.2	2.6
이익잉여금	3,605	3,810	3,963	4,183	4,778	ROA (%)	0.2	0.7	0.4	0.6	1.4
비지배주주지분(연결)	10,753	11,398	12,551	12,540	12,540	ROE (%)	1.9	5.7	3.9	5.4	11.8
자본총계	15,396	16,464	17,734	17,969	18,564	ROIC (%)	2.1	4.5	5.0	3.7	6.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	3,033	3,353	4,045	5,480	4,689	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	204	807	687	519	1,244	P/E	36.5	9.4	13.2	9.0	3.6
비현금수익비용가감	3,346	3,168	4,315	3,623	3,066	P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
유형자산감가상각비	1,843	1,801	1,830	1,973	2,004	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	631	647	1,378	1,281	1,556	EV/EBITDA	4.2	3.7	3.4	3.8	3.1
기타현금수익비용	872	720	1,107	2	-494	P/CF	0.9	0.7	0.6	0.8	0.7
영업활동 자산부채변동	-374	-572	-786	1,364	379	배당수익률 (%)	2.2	2.8	3.0	2.8	2.8
매출채권 감소(증가)	143	-476	-622	1,810	432	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	241	-406	-897	-524	-330	매출액	-5.3	7.8	18.7	3.1	12.9
매입채무 증가(감소)	-359	472	589	61	268	영업이익	-7.9	35.3	14.5	1.6	38.7
기타자산 부채변동	-400	-161	143	17	10	세전이익	-14.0	153.2	-18.8	-6.5	68.0
투자활동 현금	-1,444	-1,623	-4,611	-3,433	-4,108	당기순이익	-37.0	295.6	-14.9	-24.5	139.9
유형자산처분(취득)	-966	-1,314	-1,725	-1,723	-2,232	EPS	-71.1	253.3	-28.5	55.7	146.7
무형자산 감소(증가)	-646	-841	-1,514	-1,864	-1,696	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	8	-64	-83	290	127	부채비율	160.0	154.8	172.0	170.7	167.5
기타투자활동	160	595	-1,289	-135	-308	유동비율	97.3	96.1	89.5	89.8	90.6
재무활동 현금	-537	-1,230	1,379	-1,570	-104	순차입금/자기자본(x)	84.9	79.5	85.7	98.6	92.7
차입금의 증가(감소)	-202	-251	1,811	-896	-20	영업이익/금융비용(x)	2.4	3.6	3.2	1.6	1.1
자본의 증가(감소)	-199	-257	-345	-84	-84	총차입금 (십억원)	17,078	17,069	20,296	23,116	23,096
배당금의 지급	199	257	345	84	84	순차입금 (십억원)	13,077	13,086	15,200	17,710	17,214
기타재무활동	-136	-722	-87	-590	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,000	591	827	455	476	EPS	2,522	8,910	6,367	9,914	24,460
기초현금	1,603	2,603	3,194	4,021	4,476	BPS	130,202	142,050	145,321	152,246	168,909
기말현금	2,603	3,194	4,021	4,476	4,952	SPS	897,245	966,921	1,147,521	1,183,074	1,336,257
NOPLAT	552	1,167	1,401	1,150	2,277	CFPS	99,542	111,446	140,254	116,127	120,848
FCF	1,732	1,779	-395	2,072	580	DPS	2,000	2,300	2,500	2,510	2,520

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

CJ (001040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-02-13	담당자변경				
2023-02-13	매수	110,000	-24.3	4.5	
2023-05-18	매수	110,000	-33.3	-17.6	
2023-09-11	매수	130,000	-35.1	-29.0	
2023-10-11	매수	130,000	-36.7	-29.0	
2023-11-15	매수	135,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.