

CJ (001040/KS)

가격 메리트 발생

SK증권 리서치센터

매수(상향)

목표주가: 140,000 원(하향)

현재주가: 120,100 원

상승여력: 16.6%

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

Company Data

발행주식수	2,918 만주
시가총액	3,504 십억원
주요주주	
이재현(외7)	47.26%
국민연금공단	12.48%

Stock Data

주가(24/07/12)	120,100 원
KOSPI	2,857.00pt
52주 최고가	152,700 원
52주 최저가	61,600 원
60일 평균 거래대금	21 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 시장 기대치 상회할 전망

CJ 2Q24 실적은 매출액 10 조 9,534 억원(+6.4% 이하 YoY), 영업이익 6,569 억원(+31.7%, OPM: 6.0%)으로 예상된다. CJ제일제당 +9.3%, CJ CGV 55.1% 등 주요 상장 자회사 영업이익 증액과 CJ ENM의 흑자전환이 예상되기 때문이다. 비상장 자회사인 CJ 올리브영은 매출액과 순이익이 각각 21.6%, 10.3% 증가하며 고성장세가 이어질 것이며, CJ푸드빌도 해외점포 확대 등의 영향은 매출액과 순이익이 각각 21.3%, 13.9% 증가하며 CJ연결실적 개선을 견인이 예상된다. 이에 영업이익 컨센서스(5,936 억원)을 상회하는 양호한 실적을 예상된다.

24년에도 올리브영의 고성장은 지속될 전망

24년 CJ 올리브영 실적은 매출액 4 조 7,810 억원(+23.8%), 순이익 4,186 억원(+20.5%, NPM: 8.8%)으로 예상된다. 오프라인 점포 점포당 매출액 증가, 헬스+ 등 온라인 신규 서비스 출시로 외형성장이 이어질 것으로 예상되는 가운데 운영효율화를 통해 순이익 동반 성장이 가능할 전망이다. 20% 이상의 타입인 성장과 4,000억원대의 순이익을 고려할 때 최근 글랜우드 PE가 매각한 기업가치 3.5조원 수준보다는 높은 기업가치가 예상된다. 현재 확정된 바는 없으나 CJ 올리브영에 대해 상장, 합병, 주식교환 등이 현실화될 경우 CJ의 NAV 상승에 기여할 수 있을 전망이다.

투자의견 매수(상향), 목표주가 14만원(하향)

CJ에 대한 투자의견을 매수로 상향한다. 최근 순자산가치 상승에도 불구하고 CJ주가 하락으로 주가 메리트가 발생하였기 때문이다. 다만 목표주가는 자회사 가치에 대한 할인율 조정(20%→35%)으로 기존 16만원에서 14만원으로 하향한다. 14만원은 CJ 올리브영의 24년 예상 순이익의 12.5배(NAV 대비 할인율 50% 기준)에 불과해 상장 및 합병, 주식교환 등 기업가치가 현실화될 경우 추가적인 목표주가 상향여지가 있다. 하반기 금리 하락 시 CJ 올리브영에 대한 가치가 본격적으로 부각될 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	34,484	40,925	41,353	44,584	47,845	51,377
영업이익	십억원	1,882	2,154	2,039	2,460	2,567	2,756
순이익(지배주주)	십억원	275	202	195	349	380	429
EPS	원	7,710	5,666	5,462	9,783	10,646	12,024
PER	배	10.8	14.8	17.3	12.3	11.3	10.0
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	6.3	5.7	5.8	5.2	4.8	4.1
ROE	%	5.7	3.9	3.6	6.1	6.3	6.8

CJ 분기별 실적전망										(단위: 억원)		
	1Q24A	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E	
매출액	104,358	109,534	115,055	116,890	113,367	117,581	122,923	124,582	445,837	478,452	513,775	
매출원가	74,335	78,722	82,752	85,014	82,304	84,438	88,545	90,473	320,823	345,760	371,289	
매출총이익	30,023	30,812	32,303	31,876	31,063	33,142	34,378	34,109	125,014	132,692	142,486	
판매비	24,261	24,243	25,339	26,571	25,749	25,895	27,328	28,047	100,414	107,021	114,923	
영업이익	5,762	6,569	6,964	5,304	5,313	7,247	7,050	6,061	24,600	25,671	27,563	
영업이익률	5.5%	6.0%	6.1%	4.5%	4.7%	6.2%	5.7%	4.9%	5.5%	5.4%	5.4%	

자료: CJ, SK 증권

CJ 목표주가 산정			(단위: 억원, 주, 배)
구분	내용	비고	
자회사 지분가치	35,657	35% 할인	
브랜드 가치	12,600	23년 브랜드 수수료의 10배	
순차입금	3,081	1Q24 별도 기준	
우선주 가치(차감)	5,015		
적정 시가총액	40,162		
발행주식수	29,176,998	보통주	
적정주가	137,649		
목표주가	140,000		
현재주가	120,100		
상승여력	16.6%		

자료: SK 증권

CJ 자회사 지분가치						(단위: 억원)
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	CJ 제일제당	55,776	45.6%	14,741	25,456	
	CJ 프레시웨이	2,410	47.1%	430	1,135	
	CJ ENM	17,083	42.4%	7,591	7,241	
	CJ CGV	9,372	33.6%	5,225	3,151	
	CJ 자사주	35,042	7.3%		2,544	
비상장사	CJ 올리브네트웍스		100.0%	809	809	장부가액 적용
	CJ 올리브영		51.2%	545	9,391	유상증자 가치(20.12.24)
	CJ 푸드빌		92.0%	1,016	4,801	유상증자 가치(23.11.03)
	기타			328	328	
자회사 가치 합계				30,685	54,857	

자료: SK 증권

CJ 올리브영 멀티플에 따른 CJ 목표주가 변동 내용				
CJ 올리브영 Target PER	CJ 올리브영 기업가치	CJ 올리브영 지분가치	CJ 적정 시가총액	CJ 목표주가
10.0	41,861	21,412	37,944	130,046
12.5	52,326	26,765	40,620	139,220
15.0	62,792	32,118	43,297	148,393
17.5	73,257	37,471	45,973	157,566
20.0	83,722	42,824	48,650	166,740

자료: SK 증권

주: 24년 예상실적 및 적용 NAV 대비 할인율 50% 기준. 글랜우드 PE 지분 매입 미반영

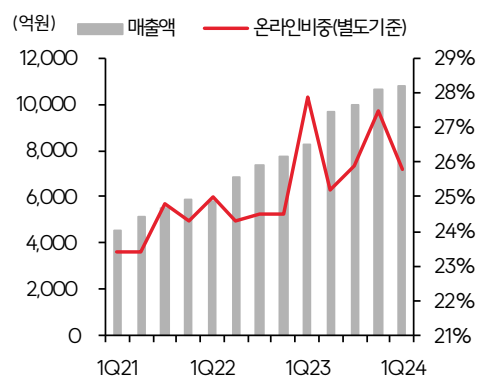
CJ 올리브영 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	8,291	9,675	10,005	10,641	10,793	11,765	12,196	13,057	38,612	47,810	56,802
순이익	773	1,024	945	731	1,059	1,129	1,110	888	3,473	4,186	4,892
순이익률	9.3%	10.6%	9.4%	6.9%	9.8%	9.6%	9.1%	6.8%	9.0%	8.8%	8.6%

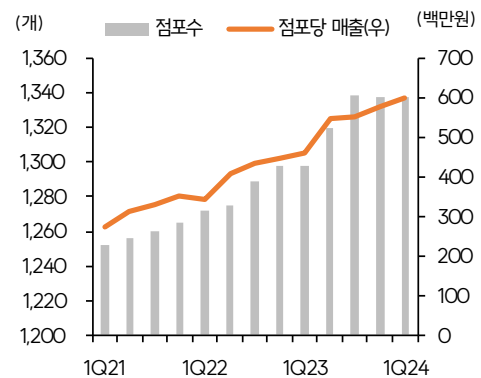
자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 매출액 추이



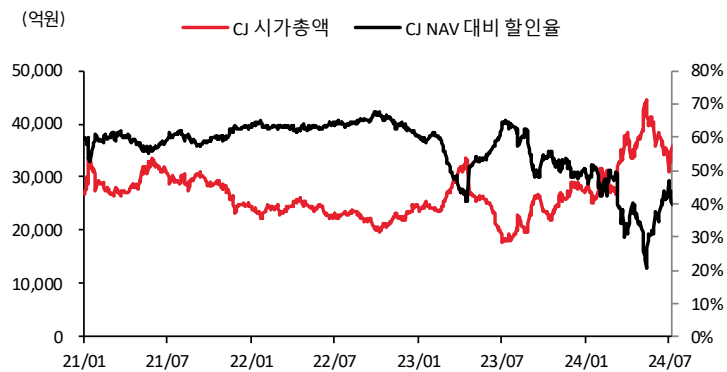
자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 점포 수 및 점포당 매출추이



자료: CJ, SK 증권

CJ NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,174	14,584	19,884	22,436	27,170
현금및현금성자산	4,021	3,646	8,591	10,532	14,532
매출채권 및 기타채권	4,822	4,587	5,082	5,416	5,818
재고자산	3,707	3,170	3,650	3,890	4,178
비유동자산	33,067	32,620	32,582	31,134	27,686
장기금융자산	2,027	2,026	1,920	1,920	1,920
유형자산	14,277	14,306	14,930	14,926	12,922
무형자산	8,334	8,144	7,203	5,759	4,314
자산총계	48,240	47,204	52,466	53,570	54,856
유동부채	16,950	15,637	20,205	20,607	21,089
단기금융부채	9,233	7,484	11,558	11,558	11,558
매입채무 및 기타채무	4,825	4,234	6,106	6,508	6,990
단기충당부채	78	94	89	89	89
비유동부채	13,556	13,674	13,682	13,682	13,682
장기금융부채	11,062	11,039	11,756	11,756	11,756
장기매입채무 및 기타채무	336	900	115	115	115
장기충당부채	137	155	150	150	150
부채총계	30,507	29,311	33,887	34,289	34,771
지배주주지분	5,183	5,514	5,875	6,147	6,465
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
기타자본구성요소	-14	122	120	120	120
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
이익잉여금	3,963	4,063	4,311	4,583	4,901
비지배주주지분	12,551	12,379	12,704	13,134	13,620
자본총계	17,734	17,893	18,579	19,282	20,085
부채와자본총계	48,240	47,204	52,466	53,570	54,856

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	4,045	5,017	6,223	4,086	4,156
당기순이익(손실)	687	525	744	810	915
비현금성항목등	4,315	4,244	4,241	4,126	4,210
유형자산감가상각비	1,830	1,982	2,004	2,004	2,004
무형자산상각비	1,378	1,078	1,444	1,444	1,444
기타	1,107	1,184	793	678	762
운전자본감소(증가)	-786	249	1,616	-173	-207
매출채권및기타채권의감소(증가)	-622	124	-387	-334	-401
재고자산의감소(증가)	-897	277	-460	-240	-288
매입채무및기타채무의증가(감소)	589	-299	3,140	402	482
기타	-710	-461	-916	-1,354	-1,523
법인세납부	-540	-461	-537	-677	-762
투자활동현금흐름	-4,611	-2,365	-2,758	-2,000	-0
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,725	-1,345	-2,202	-2,000	0
무형자산의감소(증가)	-1,514	-1,458	-504	0	0
기타	-1,371	437	-52	-0	-0
재무활동현금흐름	1,379	-2,974	429	-108	-111
단기금융부채의증가(감소)	-1,344	-4,312	25	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,155	2,350	850	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-345	-316	-18	-108	-111
기타	-87	-696	-429	0	0
현금의 증가(감소)	827	-375	4,945	1,941	4,000
기초현금	3,194	4,021	3,646	8,591	10,532
기말현금	4,021	3,646	8,591	10,532	14,532
FCF	2,320	3,672	4,021	2,086	4,156

자료 : CJ, SK증권 추정

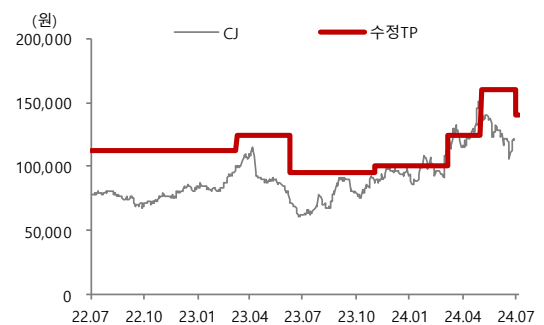
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	40,925	41,353	44,584	47,845	51,377
매출원가	29,696	29,955	32,082	34,576	37,129
매출총이익	11,229	11,397	12,501	13,269	14,249
매출총이익률(%)	27.4	27.6	28.0	27.7	27.7
판매비와 관리비	9,075	9,358	10,041	10,702	11,492
영업이익	2,154	2,039	2,460	2,567	2,756
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.5	5.4	5.4
비영업손익	-1,098	-1,053	-1,077	-1,080	-1,080
순금융손익	-580	-757	0	0	0
외환관련손익	-133	-21	0	0	0
관계기업등 투자손익	-163	-52	-2	0	0
세전계속사업이익	1,056	986	1,383	1,487	1,676
세전계속사업이익률(%)	2.6	2.4	3.1	3.1	3.3
계속사업법인세	369	461	639	677	762
계속사업이익	687	525	744	810	915
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	687	525	744	810	915
순이익률(%)	1.7	1.3	1.7	1.7	1.8
지배주주	202	195	349	380	429
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
비지배주주	485	330	395	430	486
총포괄이익	733	609	1,069	810	915
지배주주	245	253	418	317	358
비지배주주	488	356	651	493	557
EBITDA	5,362	5,099	5,908	6,015	6,205

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	18.7	1.0	7.8	7.3	7.4
영업이익	14.5	-5.3	20.6	4.4	7.4
세전계속사업이익	-18.8	-6.7	40.3	7.5	12.7
EBITDA	23.9	-4.9	15.9	1.8	3.1
EPS	-26.5	-3.6	79.1	8.8	12.9
수익성 (%)					
ROA	1.5	1.1	1.5	1.5	1.7
ROE	3.9	3.6	6.1	6.3	6.8
EBITDA마진	13.1	12.3	13.3	12.6	12.1
안정성 (%)					
유동비율	89.5	93.3	98.4	108.9	128.8
부채비율	172.0	163.8	182.4	177.8	173.1
순차입금/자기자본	85.4	78.3	74.0	61.2	38.9
EBITDA/이자비용(배)	7.9	5.6	0.0	0.0	0.0
배당성향	41.5	51.7	30.8	29.2	26.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,666	5,462	9,783	10,646	12,024
BPS	149,477	158,764	168,890	176,518	185,430
CFPS	95,613	91,257	106,471	107,334	108,712
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,200	3,300	3,400
Valuation지표 (배)					
PER	14.8	17.3	12.3	11.3	10.0
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
PCR	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.7	5.8	5.2	4.8	4.1
배당수익률	3.0	3.2	2.7	2.7	2.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.15	매수	140,000원	6개월		
2024.05.17	중립	160,000원	6개월	-20.85%	-11.88%
2024.03.21	중립	125,000원	6개월	1.04%	22.16%
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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 15일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------