

CJ (001040/KS)

호실적과 불확실성 사이

SK증권 리서치센터

중립(하향)

목표주가: 100,000 원(상향)

현재주가: 88,800 원

상승여력: 12.6%



Analyst
최관순

ks1.choi@sks.co.kr
3773-8812

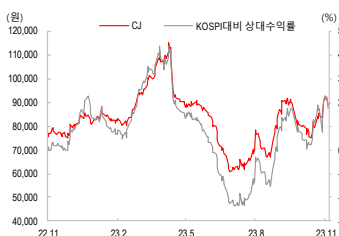
Company Data

발행주식수	2,918 만주
시가총액	2,591 십억원
주요주주	
이재현(외7)	47.26%
국민연금공단	11.01%

Stock Data

주가(23/11/14)	88,800 원
KOSPI	2,433.25 pt
52주 최고가	114,900 원
52주 최저가	60,600 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23: 예상치 충족

CJ 3Q23 실적은 매출액 10.6 조원(-2.5% 이하 YoY), 영업이익 6,375 억원(-0.4%, OPM: 6.0%)이다. 영업이익 기대치(6,548 억원)를 대체로 충족한 양호한 실적이다. CJ제일제당(-28.8%), CJ ENM(-71.0%) 등 주요 상장 자회사 실적이 부진했으나, CJ 올리브영이 분기 사상 최초로 매출액 1 조원(+35.5%)을 넘어섰고 순이익도 70.0% 증가하면서 호실적이 이어졌다. 또한 CJ푸드빌도 글로벌 베이커리 호조로 매출과 순이익이 각각 10.1%, 50.0% 증가하면서 주요 비상장 자회사의 실적개선이 지속되었다.

올리브영, 호실적은 의심없으나 불확실성은 상존

CJ 올리브영은 3분기 누적 매출액 2.8조원(+39.4%), 순이익 2,742 억원(+79.7%)의 호실적을 기록하였다. 온라인과 오프라인 매출의 동반성장과 수익성 개선이 이어지며 23년 연간 순이익은 3,541 억원으로 예상한다. 현재 CJ 목표주가 산정에는 20년 12월 유상증자 시 기업가치 1.8 조원을 반영하였기 때문에 상장 시 CJ NAV 상승 여력은 충분하다는 판단이다. 다만 공정거래위원회가 CJ 올리브영의 독점적 사업자 지위 남용행위에 대한 조사가 진행중이고 관련하여 과징금 부과에 대한 가능성이 제기되고 있는 점은 부정적 요인이다. 아직까지 공정위로부터 과징금 등의 통보를 받은 바가 없어 향후 상장 등에 대한 불확실성은 계속될 전망이다.

투자의견 중립(하향), 목표주가 100,000(상향)

CJ에 대한 투자의견을 중립으로 하향한다. CJ 올리브영, CJ푸드빌 등 주요 비상장 자회사의 호실적에도 불구하고 CJ 올리브영에 대한 공정위 조사 관련 불확실성이 상존하기 때문이다. 최근 CJ ENM, CJ제일제당의 주가 상승을 반영하여 목표주가는 기존 95,000 원에서 100,000 원으로 상향조정한다. 다만 CJ 올리브영에 대한 불확실성이 해소되고, 상장에 대한 기대감이 구체화될 경우 CJ 주가는 관련 프리미엄으로 인해 반등 가능할 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	31,999	34,484	40,925	41,832	45,746	49,532
영업이익	십억원	1,390	1,882	2,154	1,912	2,406	2,655
순이익(지배주주)	십억원	87	275	202	166	325	369
EPS	원	2,430	7,710	5,666	4,643	9,102	10,336
PER	배	37.9	10.8	14.8	19.1	9.8	8.6
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	7.0	6.3	5.7	6.2	5.4	5.0
ROE	%	1.9	5.7	3.9	3.1	5.9	6.4

CJ 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022A	2023E	2024E
매출액	91,180	103,095	108,915	106,059	97,774	102,903	106,190	111,453	409,249	418,320	457,460
매출원가	65,574	73,811	78,946	78,630	71,478	74,617	75,750	81,472	296,961	303,317	330,798
매출총이익	25,606	29,284	29,969	27,429	26,296	28,286	30,440	29,981	112,288	115,003	126,662
판매비	20,628	22,404	23,569	24,146	23,003	23,297	24,065	25,523	90,747	95,888	102,599
영업이익	4,978	6,880	6,400	3,283	3,293	4,989	6,375	4,458	21,541	19,115	24,063
영업이익률	5.5%	6.7%	5.9%	3.1%	3.4%	4.8%	6.0%	4.0%	5.3%	4.6%	5.3%

자료: CJ, SK 증권

CJ 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 배)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	22,161	50% 할인
브랜드 가치	12,630	22 년 브랜드 수수료의 10 배
순차입금	2,330	2Q23 별도 기준
우선주 가치(차감)	4,083	
적정 시가총액	28,379	
발행주식수	29,176,998	보통주
적정주가	97,264	
목표주가	100,000	
현재주가	88,800	
상승여력	12.6%	

자료: SK 증권

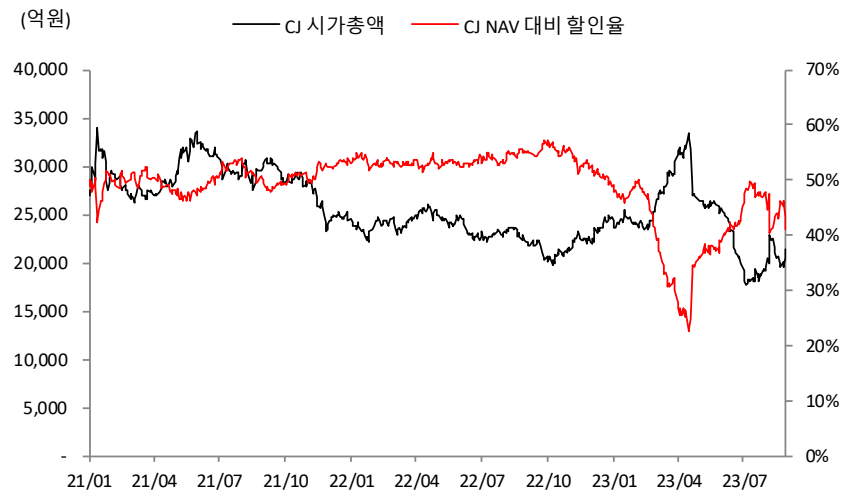
CJ 자회사 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ 제일제당	46,216	45.6%	14,741	21,093
	CJ 프레시웨이	2,689	47.1%	430.39	1,267
	CJ ENM	14,649	42.4%	7591.26	6,210
	CJ CGV	6,783	33.6%	4224.7	2,280
	CJ 자사주	26,609	7.3%		1,932
비상장사	CJ 올리브네트웍스		100.0%	809	809
	CJ 올리브영		51.2%	545	9,391
	CJ 푸드빌		96.6%	1016	1,016
	기타			325	325
자회사 가치 합계					44,323

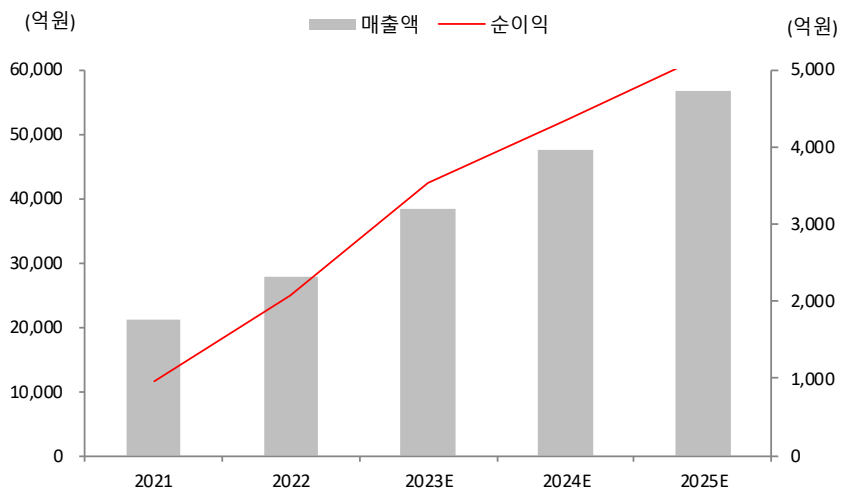
자료: SK 증권

CJ 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

CJ 올리브영 실적전망



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	12,052	15,174	18,261	20,260	22,313
현금및현금성자산	3,194	4,021	7,532	8,714	9,958
매출채권 및 기타채권	4,007	4,822	4,992	5,419	5,842
재고자산	2,736	3,707	4,067	4,415	4,760
비유동자산	29,904	33,067	33,534	32,446	31,358
장기금융자산	1,958	2,027	2,032	2,032	2,032
유형자산	13,453	14,277	14,519	14,513	14,508
무형자산	6,742	8,334	8,291	7,208	6,125
자산총계	41,956	48,240	51,796	52,706	53,670
유동부채	12,546	16,950	19,207	19,744	20,277
단기금융부채	6,260	9,233	10,797	10,797	10,797
매입채무 및 기타채무	3,946	4,825	6,281	6,818	7,351
단기충당부채	78	78	91	91	91
비유동부채	12,946	13,556	14,422	14,422	14,422
장기금융부채	10,809	11,062	12,470	12,470	12,470
장기매입채무 및 기타채무	444	863	224	224	224
장기충당부채	105	137	140	140	140
부채총계	25,492	30,507	33,629	34,166	34,698
지배주주지분	5,066	5,183	5,368	5,601	5,876
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	1,019	1,019	1,019
기타자본구성요소	81	-14	-14	-14	-14
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
이익잉여금	3,810	3,963	4,064	4,298	4,572
비지배주주지분	11,398	12,551	12,799	12,938	13,096
자본총계	16,464	17,734	18,167	18,540	18,972
부채와자본총계	41,956	48,240	51,796	52,706	53,670

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	2,052	2,989	6,307	3,315	3,380
당기순이익(손실)	807	687	449	464	527
비현금성항목등	3,168	4,315	3,832	3,644	3,717
유형자산감가상각비	1,801	1,830	1,983	2,006	2,006
무형자산상각비	647	1,378	1,054	1,083	1,083
기타	720	1,107	796	556	629
운전자본감소(증가)	-572	-786	2,530	-238	-236
매출채권및기타채권의감소(증가)	-476	-622	-30	-427	-423
재고자산의감소(증가)	-406	-897	-392	-348	-345
매입채무및기타채무의증가(감소)	472	589	2,939	537	532
기타	-161	143	12	0	0
법인세납부	-543	-540	-457	-555	-628
투자활동현금흐름	-1,594	-4,509	-2,728	-2,000	-2,000
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,314	-1,725	-1,687	-2,000	-2,000
무형자산의감소(증가)	-841	-1,514	-1,010	0	0
기타	561	-1,270	-31	-0	-0
재무활동현금흐름	-1,002	1,393	-1,298	-91	-94
단기금융부채의증가(감소)	-2,136	-1,344	-2,771	0	0
장기금융부채의증가(감소)	2,109	3,155	2,154	0	0
자본의증가(감소)	0	0	26	0	0
배당금지급	-257	-345	-227	-91	-94
기타	-718	-73	-480	0	0
현금의 증가(감소)	591	827	3,511	1,182	1,244
기초현금	2,603	3,194	4,021	7,532	8,714
기말현금	3,194	4,021	7,532	8,714	9,958
FCF	739	1,263	4,620	1,315	1,380

자료 : CJ, SK증권 추정

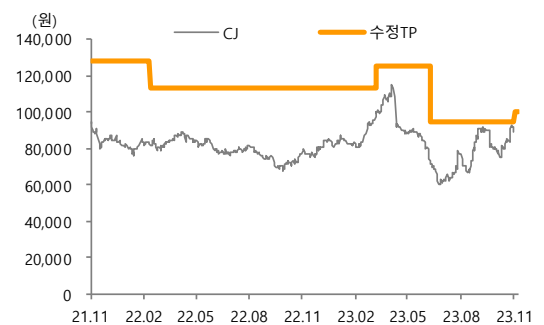
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	34,484	40,925	41,832	45,746	49,532
매출원가	24,788	29,696	30,332	33,080	35,797
매출총이익	9,696	11,229	11,500	12,666	13,736
매출총이익률(%)	28.1	27.4	27.5	27.7	27.7
판매비와 관리비	7,814	9,075	9,589	10,260	11,080
영업이익	1,882	2,154	1,912	2,406	2,655
영업이익률(%)	5.5	5.3	4.6	5.3	5.4
비영업손익	-581	-1,098	-1,031	-1,387	-1,500
순금융손익	-463	-580	0	0	0
외환관련손익	-80	-133	-0	-0	-0
관계기업등 투자손익	87	-163	-7	0	0
세전계속사업이익	1,301	1,056	880	1,019	1,155
세전계속사업이익률(%)	3.8	2.6	2.1	2.2	2.3
계속사업법인세	494	369	432	555	628
계속사업이익	807	687	449	464	527
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	807	687	449	464	527
순이익률(%)	2.3	1.7	1.1	1.0	1.1
지배주주	275	202	166	325	369
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	0.5	0.4	0.7	0.7
비지배주주	532	485	283	139	158
총포괄이익	1,561	733	699	464	527
지배주주	426	245	260	185	210
비지배주주	1,135	488	439	279	316
EBITDA	4,329	5,362	4,948	5,495	5,744

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	7.8	18.7	2.2	9.4	8.3
영업이익	35.3	14.5	-11.3	25.9	10.4
세전계속사업이익	153.2	-18.8	-16.7	15.8	13.3
EBITDA	12.0	23.9	-7.7	11.0	4.5
EPS	217.3	-26.5	-18.1	96.0	13.6
수익성 (%)					
ROA	2.0	1.5	0.9	0.9	1.0
ROE	5.7	3.9	3.1	5.9	6.4
EBITDA마진	12.6	13.1	11.8	12.0	11.6
안정성 (%)					
유동비율	96.1	89.5	95.1	102.6	110.0
부채비율	154.8	172.0	185.1	184.3	182.9
순차입금/자기자본	79.4	85.4	81.5	73.5	65.2
EBITDA/이자비용(배)	8.3	7.9	0.0	0.0	0.0
배당성향	28.1	41.5	54.9	29.0	27.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,710	5,666	4,643	9,102	10,336
BPS	146,205	149,477	154,660	161,214	168,908
CFPS	76,339	95,613	89,789	95,698	96,933
주당 현금배당금	2,300	2,500	2,700	2,800	3,000
Valuation지표 (배)					
PER	10.8	14.8	19.1	9.8	8.6
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PCR	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.3	5.7	6.2	5.4	5.0
배당수익률	2.8	3.0	3.0	3.2	3.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.11.15	중립	100,000원	6개월		
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%
2021.05.18	매수	128,000원	6개월	-25.20%	-9.77%



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 (2023년 11월 15일 기준)

매수	93.51%	중립	6.49%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------