



BUY (유지)

목표주가(12M) 160,000원
현재주가(8.14) 116,800원

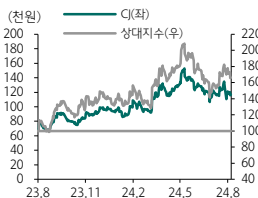
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,644.50
52주 최고/최저(원)	152,700/66,900
시가총액(십억원)	3,407.9
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	127.9
60일 평균 거래대금(십억원)	16.0
외국인지분율(%)	14.78
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7 인	47.26
국민연금공단	12.48

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	44,019.7	46,307.1
영업이익(십억원)	2,521.9	2,895.8
순이익(십억원)	835.1	1,128.1
EPS(원)	9,070	11,879
BPS(원)	173,180	185,188

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	40,924.9	41,352.7	42,683.7	44,416.7
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,478.8	2,945.3
세전이익	1,056.2	985.9	1,219.9	1,734.4
순이익	202.1	194.8	279.8	435.1
EPS	5,666	5,462	7,844	12,201
증감율	(26.51)	(3.60)	43.61	55.55
PER	14.84	17.28	14.89	9.57
PBR	0.56	0.59	0.70	0.66
EV/EBITDA	5.70	5.80	4.88	4.34
ROE	3.94	3.64	4.94	7.29
BPS	149,477	158,764	166,951	176,134
DPS	2,500	3,000	3,200	3,500



Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 김현수 hskim02@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 8월 16일 | 기업분석_Update

CJ (001040)

좀처럼 식지 않는 올리브영의 성장성. 푸드빌도 호조

컨센서스 상회한 2분기 실적. 식품 부문을 제외한 전 부문에서 수익성 개선 흐름

CJ에 대한 투자이견 매수와 목표주가 160,000원을 유지. 2분기 연결 기준 영업이익은 YoY 33.57% 증가한 6,664억원으로 컨센서스를 큰폭 상회. 1) 비상장사인 CJ올리브영의 내국인 매출 및 외국인 매출의 고른 성장세로 영업이익 증가세가 지속된데다 CJ푸드빌도 미국 중심의 베이커리 사업 성장으로 수익성이 확대되고 있으며, 2) 우려가 컸었던 CJ ENM 또한 글로벌 콘텐츠 판매 확대 및 Tving 성장에 따라 영업이익 개선 추세가 지속되고 있기 때문. 3) 제일제당은 트립토판 및 스페셜티 업황 호조에 힘입어 바이오부문 영업이익이 YoY 17.4% 증가했고, 제일제당 자회사인 대한통운도 비용효율화로 수익성이 제고. 다만 주요 사업들의 실적 호조 속에서도 식품&식품서비스 부문은 다소 부진했는데 1) 프레시웨이의 경우 병원 파업 영향이 지속된데다 외식 경기 침체로 실적 부진이 이어졌고, 2) 제일제당의 국내 소재/가공 마진 또한 경기 둔화에 따른 수요 부진으로 1,359억원의 영업이익을 기록해 YoY 4.8% 감소했기 때문. 그러나 프레시웨이의 경우 온라인 성장이 가파르고, 제일제당도 해외 식품 매출이 유럽과 오세아니아 등에서 크게 증가하고 있다는 점에서 하반기에는 개선 기대

올리브영은 매출 고성장 속에서도 마진을 유지 현상 고무적. 영업이익률도 상승 추세

올리브영의 2분기 매출은 YoY 24.8% 증가한 1.2조원을 기록해 QoQ로도 11.9% 증가하며 큰폭 성장했는데 외국인 관광객수 증가와 더불어 K-뷰티 인지도 확대 등으로 외국인 매출이 대폭 증가하고 있기 때문. 2분기 외국인 매출은 전분기대비 50% 이상 급증해 총매출 대비 외국인 매출 비중은 15%를 상회한 것으로 추정됨. 다소 포화상태로 보였던 점포수도 2분기에 16개나 증가했는데 외국인관광객을 타겟으로 한 소규모 점포가 늘었기 때문으로 보임. 보다 고무적인 부분은 카테고리 확장을 통한 고성장 속에서도 마진을 또한 유지되고 있다는 점임. GPM이 유지되는 반면 물류창고 투자비용 감소 등으로 판관비율은 하락하면서 영업이익률이 13%대까지 상승한 것으로 추정됨. 올리브영은 지난 5월부터 일본법인 신설로 PB제품 수출을 본격화한 가운데 미국과 일본을 중심으로 역직구물 성장 전략을 추진 중인데 내년부터는 매출이 본격화될 전망. 푸드빌 또한 OPM이 높은 미국 중심 베이커리 사업 성장으로 영업이익이 확대 중. 2분기에는 글로벌 매출 외에 국내 매출도 개선 중인 상황

CJ CGV는 부채비율 하락했지만 재무건전성 제고에는 시간이 다소 필요할 듯

CJ올리브네트웍스 현물 출자 건이 지난 6월 3일 법원 인가 결정을 최종 통지받으면서 1년 여간을 끌어왔던 CGV의 올리브네트웍스 편입이 기존 안대로 성공적으로 완료. 금번 편입으로 CGV의 부채비율 또한 413%로 큰폭 개선(리스부채 제외시 213%). 다만 높은 이자비용은 여전히 CGV에 부담으로 작용 중인데 2분기 이자비용은 785억원(이자비용 319억원, 리스부채상각비용 466억원)으로 영업이익 223억원보다 높은 상태. 실적은 점차 개선되고 있지만 재무건전성이 안정적인 수준으로 제고되기 위해서는 시간이 다소 필요할 것으로 전망

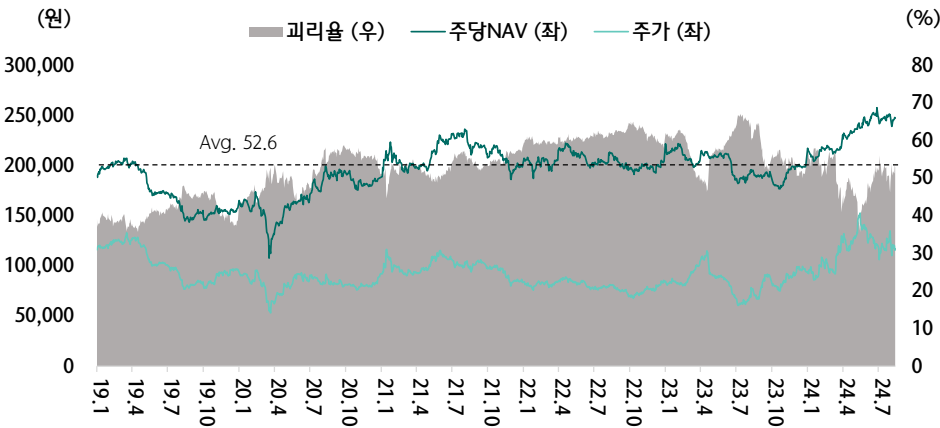
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고
영업가치		로열티	156	5.0	778	8.8	
		임대료수익	13	5.0	66	0.7	
		소계			844	9.5	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 제일제당	44.6	5,510	2,455	27.6	
		CJ ENM	40.1	1,662	666	7.5	
		CJ CGV	50.9	975	496	5.6	
		CJ 프레시웨이	47.1	236	111	1.3	
		소계			3,729	41.9	
		소계(상장자회사 50% 할인 적용)			1,864		
		비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중
	CJ 올리브영		57.7	54	4,258	47.9	CJ 올리브영 2024년 예상 순익에 ULTA(Nasdaq) 1년 평균 PER 14.5 배 적용 후 50% 할인 적용
	CJ 푸드빌		84.7	102	86	1.0	
	기타 비상장			33	33	0.4	
	소계				4,377	49.2	
	소계(CJ올리브영 50% 할인 적용)				2,248		
	자기주식				249	2.8	
순차입금(별도)				-308	-3.5		
실질 NAV				8,891	100.0		
목표 NAV				4,897	55.1		
발행주식수				29,176,998			
목표주가				160,000			
현재주가(8/14)				116,800			
상승여력(%)				37.0%			

주: 상장자회사 시가총액은 2024년 8월 14일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인을 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이

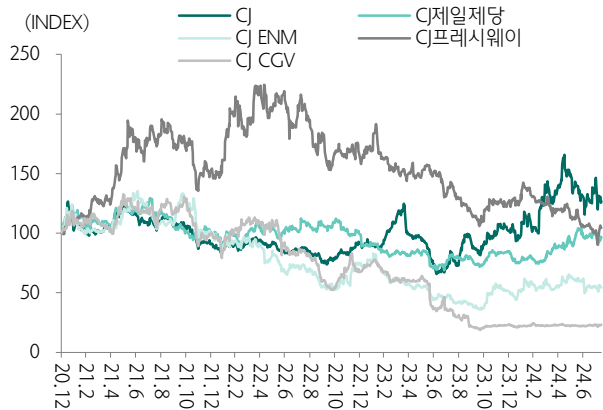


도표 4. CJ 실질 NAV 구성요소

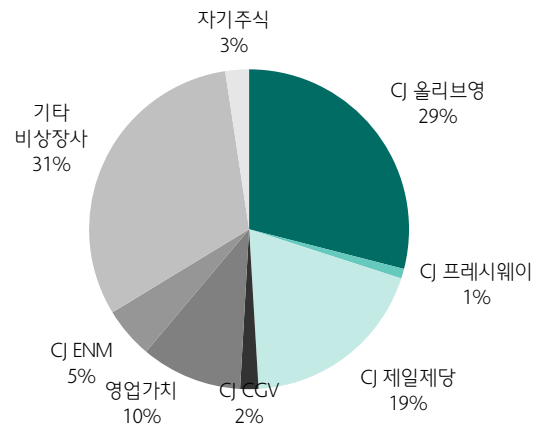


도표 5. CJ CGV 부채비율 추이

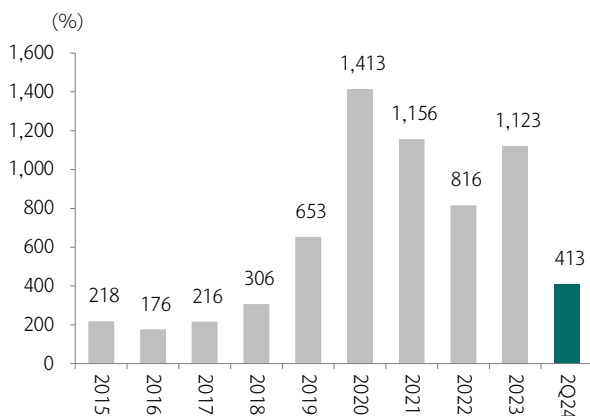


도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이

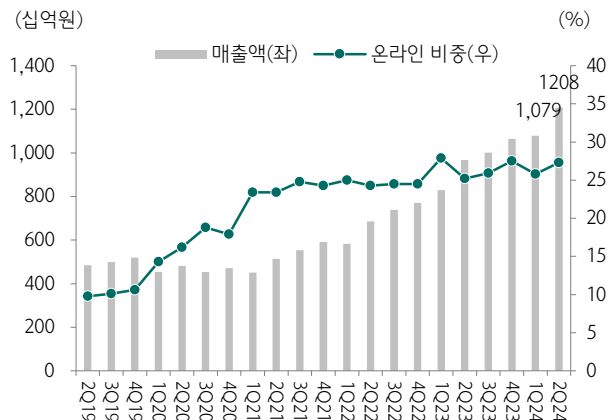


도표 7. CJ 별도 기준 영업수익 추이

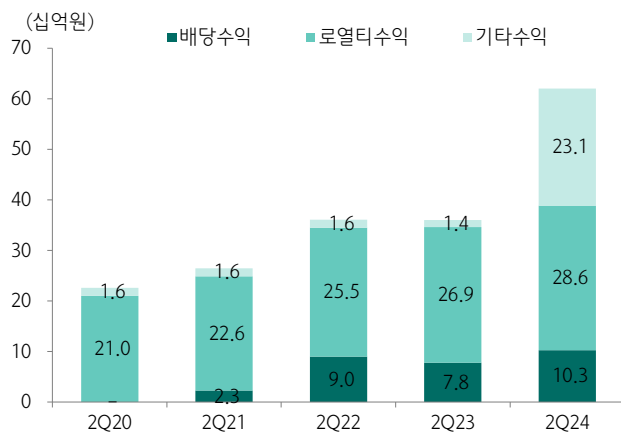
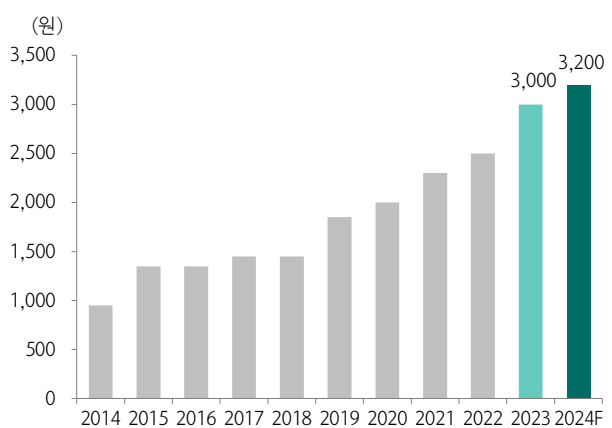


도표 8. CJ 배당 추이 및 전망



추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	40,924.9	41,352.7	42,683.7	44,416.7	46,644.7
매출원가	29,696.1	29,955.3	30,674.7	31,930.8	33,305.7
매출총이익	11,228.8	11,397.4	12,009.0	12,485.9	13,339.0
판매비	9,074.6	9,358.3	9,530.2	9,540.5	9,748.9
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,478.8	2,945.3	3,590.1
금융손익	(559.1)	(824.3)	(864.5)	(899.3)	(944.4)
종속/관계기업손익	(162.9)	(52.0)	(105.1)	(78.5)	(91.8)
기타영업외손익	(375.9)	(176.8)	(289.3)	(233.1)	(261.2)
세전이익	1,056.2	985.9	1,219.9	1,734.4	2,292.7
법인세	369.4	461.3	568.2	789.4	1,041.7
계속사업이익	686.8	524.7	651.7	945.0	1,251.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	686.8	524.7	651.7	945.0	1,251.0
비지배주주지분 손이익	484.8	329.9	371.9	509.9	611.3
지배주주순이익	202.1	194.8	279.8	435.1	639.7
지배주주지분포괄이익	245.1	253.0	381.8	369.4	489.0
NOPAT	1,400.8	1,085.1	1,324.2	1,604.8	1,958.9
EBITDA	5,362.1	5,098.8	5,740.5	5,751.2	6,004.5
성장성(%)					
매출액증가율	18.68	1.05	3.22	4.06	5.02
NOPAT증가율	20.00	(22.54)	22.03	21.19	22.07
EBITDA증가율	23.85	(4.91)	12.59	0.19	4.40
영업이익증가율	14.48	(5.34)	21.56	18.82	21.89
(지배주주)순이익증가율	(26.51)	(3.61)	43.63	55.50	47.02
EPS증가율	(26.51)	(3.60)	43.61	55.55	47.01
수익성(%)					
매출총이익률	27.44	27.56	28.13	28.11	28.60
EBITDA이익률	13.10	12.33	13.45	12.95	12.87
영업이익률	5.26	4.93	5.81	6.63	7.70
계속사업이익률	1.68	1.27	1.53	2.13	2.68

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,666	5,462	7,844	12,201	17,937
BPS	149,477	158,764	166,951	176,134	190,772
CFPS	140,254	133,698	129,970	127,307	131,986
EBITDAPS	150,350	142,970	160,961	161,261	168,365
SPS	1,147,521	1,159,517	1,196,837	1,245,430	1,307,904
DPS	2,500	3,000	3,200	3,500	4,000
주가지표(배)					
PER	14.84	17.28	14.89	9.57	6.51
PBR	0.56	0.59	0.70	0.66	0.61
PCFR	0.60	0.71	0.90	0.92	0.88
EV/EBITDA	5.70	5.80	4.88	4.34	3.68
PSR	0.07	0.08	0.10	0.09	0.09
재무비율(%)					
ROE	3.94	3.64	4.94	7.29	10.00
ROA	0.45	0.41	0.57	0.85	1.22
ROIC	5.02	3.74	5.12	7.30	10.10
부채비율	172.03	163.81	171.84	167.05	160.72
순부채비율	85.38	78.31	61.84	40.73	21.61
이자보상배율(배)	3.19	2.24	0.00	0.00	0.00

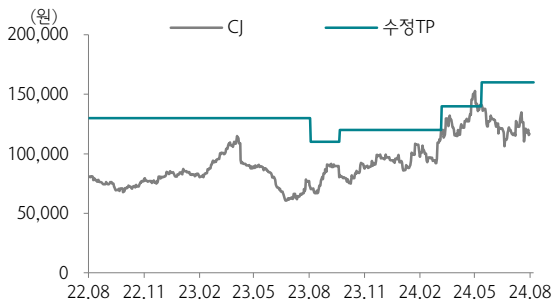
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	15,173.7	14,584.1	19,557.4	23,581.7	27,574.6
금융자산	5,155.2	4,510.2	9,252.3	12,828.4	16,297.6
현금성자산	4,021.3	3,646.5	8,381.9	11,916.0	15,336.1
매출채권	4,406.2	4,114.8	4,171.4	4,372.8	4,608.1
재고자산	3,707.5	3,169.9	3,213.5	3,368.6	3,549.9
기타유동자산	1,904.8	2,789.2	2,920.2	3,011.9	3,119.0
비유동자산	33,066.8	32,619.7	30,696.9	28,022.1	25,760.8
투자자산	3,968.7	3,851.5	3,817.9	3,949.0	4,102.1
금융자산	1,875.7	1,917.2	1,857.0	1,893.4	1,935.9
유형자산	14,277.4	14,306.2	13,028.7	11,366.6	9,916.4
무형자산	8,334.3	8,143.7	7,291.1	6,147.4	5,183.2
기타비유동자산	6,486.4	6,318.3	6,559.2	6,559.1	6,559.1
자산총계	48,240.4	47,203.8	50,254.3	51,603.8	53,335.5
유동부채	16,950.3	15,637.2	17,340.9	17,724.0	18,171.7
금융부채	9,233.5	7,484.1	8,928.1	8,943.7	8,962.1
매입채무	3,357.0	2,931.2	2,971.6	3,115.0	3,282.6
기타유동부채	4,359.8	5,221.9	5,441.2	5,665.3	5,927.0
비유동부채	13,556.4	13,673.7	14,426.8	14,555.8	14,706.5
금융부채	11,062.2	11,038.7	11,755.6	11,755.6	11,755.6
기타비유동부채	2,494.2	2,635.0	2,671.2	2,800.2	2,950.9
부채총계	30,506.8	29,310.9	31,767.7	32,279.8	32,878.2
지배주주지분	5,182.7	5,513.9	5,805.9	6,133.4	6,655.5
자본금	179.0	179.0	179.0	179.0	179.0
자본잉여금	992.8	992.8	992.8	992.8	992.8
자본조정	(13.7)	121.9	119.5	119.5	119.5
기타포괄이익누계액	61.7	157.5	272.9	272.9	272.9
이익잉여금	3,962.8	4,062.7	4,241.6	4,569.1	5,091.2
비지배주주지분	12,550.9	12,378.9	12,680.7	13,190.6	13,801.8
자본총계	17,733.6	17,892.8	18,486.6	19,324.0	20,457.3
순금융부채	15,140.5	14,012.6	11,431.3	7,870.9	4,420.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,045.0	5,017.0	7,609.6	3,857.0	3,789.4
당기순이익	686.8	524.7	651.7	945.0	1,251.0
조정	4,144.7	4,243.4	3,675.4	2,805.9	2,414.4
감가상각비	3,207.9	3,059.8	3,261.7	2,805.8	2,414.4
외환거래손익	18.7	12.9	75.4	0.0	0.0
지분법손익	158.4	(233.6)	4.7	0.0	0.0
기타	759.7	1,404.3	333.6	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(786.5)	248.9	3,282.5	106.1	124.0
투자활동 현금흐름	(4,610.8)	(2,365.3)	(581.2)	(173.0)	(202.2)
투자자산감소(증가)	169.3	169.2	35.2	(131.0)	(153.1)
자본증가(감소)	(1,725.3)	(1,344.7)	(202.2)	0.0	0.0
기타	(3,054.8)	(1,189.8)	(414.2)	(42.0)	(49.1)
재무활동 현금흐름	1,379.2	(2,973.5)	(2,201.1)	(91.9)	(99.4)
금융부채증가(감소)	3,227.0	(1,772.8)	2,160.8	15.7	18.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,503.2)	(885.0)	(4,261.2)	(0.0)	0.0
배당지급	(344.6)	(315.7)	(100.7)	(107.6)	(117.7)
현금의 증감	827.4	(374.8)	4,681.6	3,534.1	3,420.2
Unlevered CFO	5,002.0	4,768.2	4,635.2	4,540.2	4,707.1
Free Cash Flow	2,128.2	3,538.1	7,374.5	3,857.0	3,789.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.20	BUY	160,000		
24.3.22	BUY	140,000	-9.66%	9.07%
23.10.5	BUY	120,000	-22.65%	-0.67%
23.8.18	BUY	110,000	-26.92%	-16.73%
21.8.12	BUY	130,000	-35.42%	-11.62%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 8월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2024년 8월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.04%	5.50%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 8월 14일