



BUY (유지)

목표주가(12M) 140,000원(상향)
현재주가(3.21) 119,200원

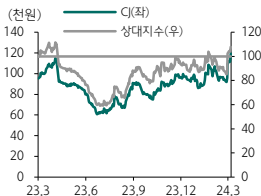
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,754.86
52주 최고/최저(원)	119,200/60,600
시가총액(십억원)	3,477.9
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	134.7
60일 평균 거래대금(십억원)	13.6
외국인지분율(%)	13.43
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7 인	47.26
국민연금공단	12.94

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	41,616.7	44,121.3
영업이익(십억원)	1,994.1	2,511.4
순이익(십억원)	543.0	902.9
EPS(원)	6,239	11,168
BPS(원)	161,991	169,614

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	40,924.9	41,352.7	43,953.0	46,167.3
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,457.5	2,733.0
세전이익	1,056.2	1,114.0	1,273.6	1,554.4
순이익	202.1	280.9	274.7	340.7
EPS	5,666	7,877	7,703	9,552
증감율	(26.51)	39.02	41.00	24.00
PER	14.84	11.98	15.48	12.48
PBR	0.56	0.58	0.72	0.69
EV/EBITDA	5.70	6.12	5.58	5.15
ROE	3.94	5.19	4.86	5.82
BPS	149,477	162,408	165,054	171,777
DPS	2,500	3,000	3,500	4,000



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

하나증권 리서치센터

2024년 3월 22일 | 기업분석_Update

CJ (001040)

펀더멘탈 방향성 확실. 올리브영 기업가치 상승도 ing

영업이익 성장세 두드러진 4분기 실적. 2024년에도 모든 자회사 이익 개선 예상

CJ에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 140,000원으로 상향. 목표가 상향은 올리브영의 지분가치를 상향했기 때문. 최근 입국자 수 증가율이 예상보다는 높지 않았음에도 올리브영의 매출액과 영업이익이 예상치를 상회하고 있는데 여기에 동일한 사업을 영위 중인 NASDAQ 상장기업 얼타뷰티의 PER이 20배로 상승한 점을 감안했음. CJ의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 10.7조원과 5,734억원으로 YoY 0.6%, 74.7% 증가해 컨센서스에 부합. CJ제일제당과 CJ ENM의 매출이 YoY 감소했음에도 불구하고 올리브영과 프레시웨이가 YoY 증가하면서 매출이 나름 선방했고, 영업이익은 모든 자회사들에서 큰폭 개선되면서 영업이익 성장세가 두드러졌음. CJ올리브영의 매출은 4분기에 1.1조원을 기록하며 YoY 38%, QoQ 6.4% 증가했고, 연간 영업이익은 4,660억원으로 69.8% 증가. 온라인 비중 확대 등의 비용효율화로 영업이익률 또한 2022년 9.9%에서 2023년에는 12.1%로 상승하는 모습. 2024년에는 CJ제일제당을 필두로 ENM, CGV 등 그동안 부진했던 자회사들의 매출과 영업이익이 모두 큰폭 개선되는 등 본격적인 턴어라운드 모습을 보일 것이라는 점에서 펀더멘탈 방향성은 확실한 상황. 올리브영 기업가치도 상승 중. 투자 매력은 계속 부각될 것으로 판단

배당성향은 이미 월등히 높은 상황. 밸류업 도입에 따른 추가 상향 가능성은 제한적

CJ는 2023년부터 2025년까지 별도 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상을 배당하는 배당정책을 시행 중이며, 2023년 배당성향은 90.8% 수준이었고, 최근 5개년 평균 배당성향도 95.4%에 달함. 이미 상당히 높은 수준의 배당정책을 시행하고 있어 밸류업 프로그램 도입에 따른 추가 상향 가능성은 제한적인 상황. 자사주는 약 2.1백만주(7.3%)를 보유하고 있지만 향후 그룹 차원에서의 활용 여지 등을 감안하면 당장 소각 등을 검토하지는 않을 전망. 다만 CJ제일제당의 배당금 지급 감소에도 불구하고 올리브영으로부터의 수취 배당금이 510억원으로 356억원이나 늘어나면서 CJ는 DPS를 3,000원으로 크게 상향했는데 올해 CJ제일제당의 영업이익 증가세가 예상되고, 배당재원 중 올리브영의 비중도 상당한 수준이 유지될 것으로 보여 향후에도 DPS 상승세는 계속될 수 있을 것으로 전망

올리브영 상장 여부는 아직 불투명. 다만 기업가치 상승이 지속될 것이라는 점은 분명

올리브영이 독점적사업자 지위 남용과 관련해 공정위로부터 부과받은 과징금은 유통업법 위반 부분만 인정되면서 19억원에 그쳐 관련 불확실성이 완전히 해소되었고, H&B시장의 압도적 절대 강자이자 코스메틱 버티컬 커머스 플랫폼, 그리고 외국인 관광객 쇼핑 패턴 변화 등의 최대 수혜주라는 점에서 앞으로도 기업가치 상승이 지속될 것이라는 점은 분명. 올리브영 상장 여부는 아직 불투명하지만 글랜우드 PE의 Exit 물량을 자사주로 인수할 수 있다는 가능성 혹은 사실만으로 IPO를 철회한 것으로 예단할 필요는 없다고 판단. IPO 시장이 점차 활성화되고 있는 만큼 상장 재논의가 언제든지 다시 이루어질 가능성은 있음

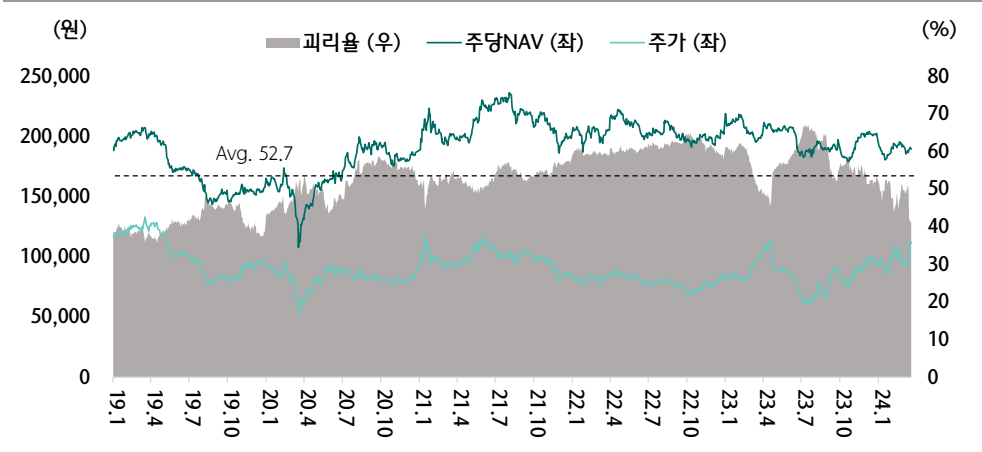
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고
영업가치		로열티	153	5.0	781	10.6	
		임대료수익	5	5.0	26	0.4	
		소계			808	10.9	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 제일제당	44.6	4,343	1,935	26.2	
		CJ ENM	40.1	1,647	660	8.9	
		CJ CGV	33.6	687	231	3.1	
		CJ 프레시웨이	47.1	284	134	1.8	
		소계			2,960	40.1	
		소계(상장자회사 50% 할인 적용)			1,480		
		비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중
	CJ 올리브영		51.2	54	3,553	48.1	CJ 올리브영 2023년 순이익에 ULTA(Nasdaq) PER 20배 적용 후 50% 할인 적용
	CJ 올리브네트웍스		100.0	81	81	1.1	
	CJ 푸드빌		84.7	102	86	1.2	
	기타 비상장			33	33	0.4	
	소계				3,753	50.8	
	소계(CJ올리브영 50% 할인 적용)				1,976		
자기주식					254	3.4	
순차입금(별도)				-388	-5.3		
실질 NAV				7,386	100.0		
목표 NAV				4,129	55.9		
발행주식수				29,176,998			
목표주가				140,000			
현재주가(3/21)				119,200			
상승여력(%)				17.4%			

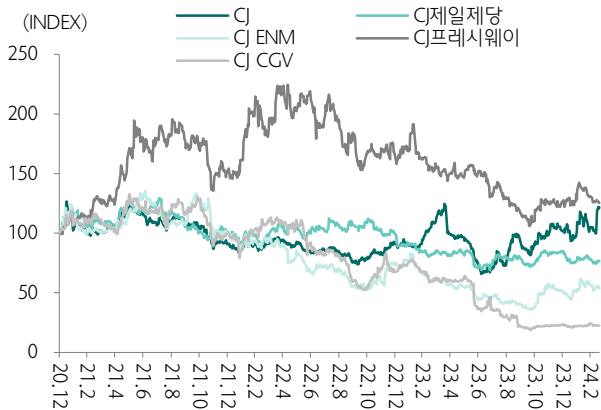
주: 상장자회사 시가총액은 2024년 3월 21일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인을 추이



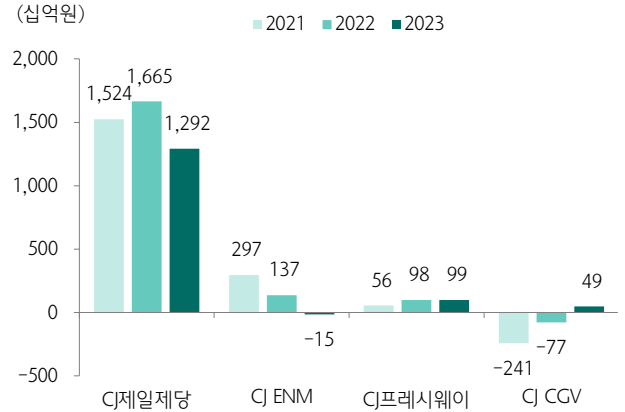
자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이



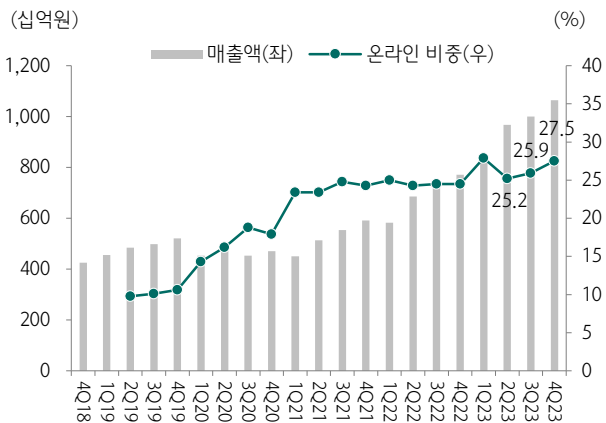
주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 4. CJ 상장 계열사 영업이익 추이



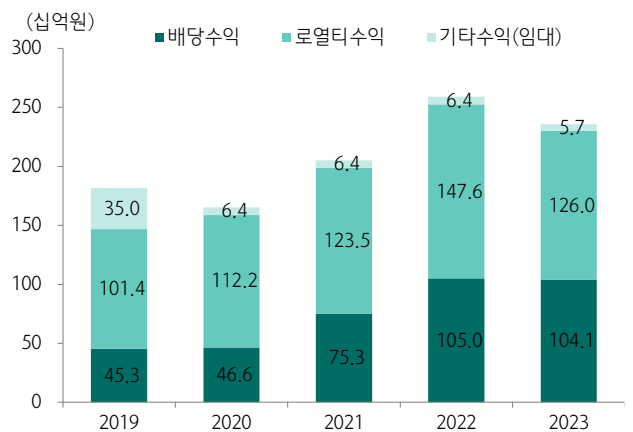
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 5. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이



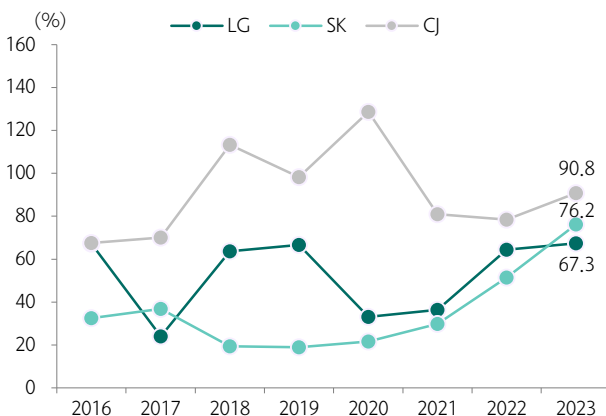
주: 올리브영의 온라인 매출액 비중은 2Q19부터 공시
자료: 하나증권

도표 6. CJ 별도 기준 영업수익 추이



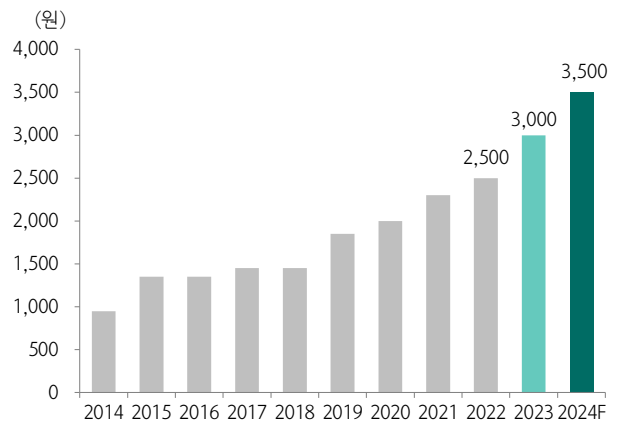
자료: 하나증권

도표 7. 지주사별 별도 당기순이익 기준 배당성향 추이



자료: 하나증권

도표 8. CJ 배당 추이 및 전망



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	34,484.0	40,924.9	41,352.7	43,953.0	46,167.3
매출원가	24,787.9	29,696.1	29,955.3	32,084.9	33,727.8
매출총이익	9,696.1	11,228.8	11,397.4	11,868.1	12,439.5
판매비	7,814.3	9,074.6	9,358.3	9,410.6	9,706.4
영업이익	1,881.8	2,154.2	2,039.1	2,457.5	2,733.0
금융손익	(476.9)	(559.1)	(682.2)	(729.1)	(765.8)
중속/관계기업손익	86.6	(162.9)	(41.6)	(102.2)	(71.9)
기타영업외손익	(190.6)	(375.9)	(329.3)	(352.6)	(341.0)
세전이익	1,300.8	1,056.2	985.9	1,273.6	1,554.4
법인세	493.9	369.4	461.2	704.8	851.0
계속사업이익	807.0	686.8	524.8	568.7	703.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	807.0	686.8	524.8	568.7	703.5
비배주주지분 순이익	532.0	484.8	330.0	294.0	362.8
지배주주순이익	275.0	202.1	194.8	274.7	340.7
지배주주지분포괄이익	425.8	245.1	421.1	266.6	329.7
NOPAT	1,167.3	1,400.8	1,085.3	1,097.5	1,236.9
EBITDA	4,329.4	5,362.1	5,026.3	5,175.3	5,125.0
성장성(%)					
매출액증가율	7.77	18.68	1.05	6.29	5.04
NOPAT증가율	111.39	20.00	(22.52)	1.12	12.70
EBITDA증가율	12.03	23.85	(6.26)	2.96	(0.97)
영업이익증가율	35.35	14.48	(5.34)	20.52	11.21
(지배주주)순이익증가율	217.19	(26.51)	(3.61)	41.02	24.03
EPS증가율	217.28	(26.51)	(3.58)	41.00	24.00
수익성(%)					
매출총이익률	28.12	27.44	27.56	27.00	26.94
EBITDA이익률	12.55	13.10	12.15	11.77	11.10
영업이익률	5.46	5.26	4.93	5.59	5.92
계속사업이익률	2.34	1.68	1.27	1.29	1.52

투자지표	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	7,710	5,666	5,463	7,703	9,552
BPS	146,205	149,477	159,993	165,054	171,777
CFPS	111,446	140,254	122,788	111,918	110,656
EBITDAPS	121,394	150,350	140,936	145,114	143,704
SPS	966,921	1,147,521	1,159,517	1,232,428	1,294,516
DPS	2,300	2,500	3,000	3,500	4,000
주가지표(배)					
PER	10.82	14.84	17.28	15.47	12.48
PBR	0.57	0.56	0.59	0.72	0.69
PCR	0.75	0.60	0.77	1.07	1.08
EV/EBITDA	6.31	5.70	6.14	5.58	5.15
PSR	0.09	0.07	0.08	0.10	0.09
재무비율(%)					
ROE	5.66	3.94	3.63	4.86	5.82
ROA	0.67	0.45	0.40	0.55	0.67
ROIC	4.51	5.02	3.66	3.86	4.75
부채비율	154.84	172.03	167.07	164.96	162.66
순부채비율	79.38	85.38	79.34	61.13	44.75
이자보상배율(배)	3.61	3.19	0.00	0.00	0.00

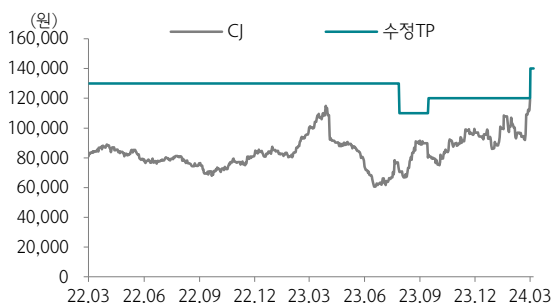
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	12,052.4	15,173.7	16,056.7	19,531.6	22,917.6
금융자산	3,999.8	5,155.2	5,991.5	9,085.5	11,943.7
현금성자산	3,193.9	4,021.3	4,910.6	7,963.6	10,765.0
매출채권	3,640.6	4,406.2	4,431.1	4,599.1	4,831.9
재고자산	2,735.9	3,707.5	3,728.4	3,869.8	4,065.7
기타유동자산	1,676.1	1,904.8	1,905.7	1,977.2	2,076.3
비유동자산	29,903.6	33,066.8	33,424.8	30,816.4	28,576.1
투자자산	3,975.0	3,968.7	4,051.0	4,160.5	4,312.2
금융자산	1,927.3	1,875.7	1,946.2	1,975.8	2,016.9
유형자산	13,453.5	14,277.4	14,168.9	12,400.1	10,852.1
무형자산	6,741.9	8,334.3	8,575.8	7,626.7	6,782.7
기타비유동자산	5,733.2	6,486.4	6,629.1	6,629.1	6,629.1
자산총계	41,956.0	48,240.4	49,481.5	50,348.1	51,493.7
유동부채	12,546.1	16,950.3	16,400.2	16,697.0	17,108.4
금융부채	6,259.9	9,233.5	8,646.1	8,656.7	8,671.3
매입채무	2,760.9	3,357.0	3,376.0	3,504.0	3,681.4
기타유동부채	3,525.3	4,359.8	4,378.1	4,536.3	4,755.7
비유동부채	12,946.4	13,556.4	14,553.7	14,648.9	14,780.6
금융부채	10,808.7	11,062.2	12,045.4	12,045.4	12,045.4
기타비유동부채	2,137.7	2,494.2	2,508.3	2,603.5	2,735.2
부채총계	25,492.5	30,506.8	30,953.9	31,345.9	31,889.0
지배주주지분	5,066.0	5,182.7	5,557.7	5,738.3	5,978.0
자본금	179.0	179.0	179.0	179.0	179.0
자본잉여금	992.8	992.8	992.8	992.8	992.8
자본조정	80.8	(13.7)	46.8	46.8	46.8
기타포괄이익누계액	3.6	61.7	245.6	245.6	245.6
이익잉여금	3,809.7	3,962.8	4,093.5	4,274.0	4,513.7
비지배주주지분	11,397.5	12,550.9	12,969.9	13,263.9	13,626.7
자본총계	16,463.5	17,733.6	18,527.6	19,002.2	19,604.7
순금융부채	13,068.8	15,140.5	14,699.9	11,616.5	8,773.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,353.2	4,045.0	6,909.9	3,327.1	3,151.6
당기순이익	807.0	686.8	524.8	568.7	703.5
조정	3,118.4	4,144.7	3,801.6	2,717.9	2,392.0
감가상각비	2,447.6	3,207.9	2,987.3	2,717.8	2,392.0
외환거래손익	82.7	18.7	77.0	0.0	0.0
지분법손익	(293.5)	158.4	(170.4)	0.0	0.0
기타	881.6	759.7	907.7	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(572.2)	(786.5)	2,583.5	40.5	56.1
투자활동 현금흐름	(1,623.5)	(4,610.8)	(2,135.2)	(150.5)	(208.4)
투자자산감소(증가)	(495.8)	169.3	(71.2)	(109.5)	(151.7)
자본증가(감소)	(1,313.5)	(1,725.3)	(974.9)	0.0	0.0
기타	185.8	(3,054.8)	(1,089.1)	(41.0)	(56.7)
재무활동 현금흐름	(1,230.2)	1,379.2	(4,529.7)	(83.6)	(86.2)
금융부채증가(감소)	(9.0)	3,227.0	395.8	10.6	14.7
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(964.4)	(1,503.2)	(4,841.6)	0.0	0.0
배당지급	(256.8)	(344.6)	(83.9)	(94.2)	(100.9)
현금의 증감	590.8	827.4	888.4	3,053.0	2,801.5
Unlevered CFO	3,974.6	5,002.0	4,379.1	3,991.4	3,946.4
Free Cash Flow	1,895.1	2,128.2	5,886.4	3,327.1	3,151.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.3.22	BUY	140,000		
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(최정옥)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 3월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 2024년 3월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	93.43%	6.10%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 3월 21일