

CJ001040

장기간의 주가 하락과 올리브영의 폭발적 성장

올리브영이 높은 상속세 해결의 돌파구

CJ는 2015년을 고점으로 7년이라는 기록적인 장기간의 주가 부진을 경험했다. 자녀 이선호의 지분을 3.2%, 이경후 1.5%로 승계가 진행 중에 있으며 이는 주가 할인의 결정적 요인이었다고 판단된다.

15년 고점 대비 계산해보면 주가 하락으로 절감된 증여/상속세 규모는 약 1.5조 원으로 추정된다. 의도했던 의도하지 않았던 15년 고점 대비 주 CJ의 주가는 핵심 자회사인 제일제당보다 더 많이 하락했다. 같은 기간 올리브영은 폭발적 성장을 보인다. 기업가치 또한 2020년 1.8조원 밸류에서 현재 5조원 이상의 가치로 평가 받고 있다. 아들 이선호가 3대주주인 올리브영의 가치가 높아진 만큼 승계 시점도 상당히 빨라질 것으로 기대된다.

24년이 승계의 전환점 → 올리브영 지분 구조 변화 예상

시장에서는 1) 올리브영의 상장, 2) CJ와 올리브영의 합병, 3) CJ와 올리브영의 포괄적 주식 교환 가능성 등 다양한 옵션에 기대를 걸고 있다. 최근 분위기는 올리브영의 상장 보다는 합병 혹은 포괄적 주식 교환의 가능성에 좀 더 많은 기대를 거는 것이 사실이다. 이 경우 2대주주인 코리아에이치엔비 홀딩스 (글렌우드 PE)의 액션 여부와 그 방식이 중요할 것이다. 상반기 내 코리아에이치엔비 홀딩스의 액션이 결정될 경우 올리브영 100% 자회사화 혹은 합병 가시성은 더욱 높아지게 될 것이다. 올리브영 IPO에 따른 중복상장 리스크는 소멸되기 때문에 CJ주가에 긍정적으로 반영될 전망이다.

핵심 자회사 모두 24년 Turnaround

올리브영은 30% 이상의 고성장이 4분기 실적에서도 확인될 전망이다. 여기에 온라인 매출 호조가 지속되면서 24년까지 30% 이상의 고성장이 지속된다. 핵심 자회사인 제일제당과 ENM, 심지어 CGV까지 24년 실적 턴어라운드 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	31,999	34,484	40,925	41,492	44,978
영업이익	1,390	1,882	2,154	2,152	2,718
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.3	5.2	6.0
세전이익	514	1,301	1,056	1,021	1,674
지배주주지분순이익	87	275	202	312	735
EPS(원)	2,522	8,910	6,367	10,924	26,556
증감률(%)	-71.1	253.3	-28.5	71.6	143.1
ROE(%)	1.9	5.7	3.9	5.9	12.7
PER(배)	36.5	9.4	13.2	9.1	3.8
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	3.4	3.8	3.2

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2024.02.05

매수(유지)

목표주가(상향)	140,000원
현재주가(02/02)	99,600원
상승여력	40.6%

Stock Data

KOSPI	2,615.3pt
시가총액(보통주)	2,906십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	101천주
60일 평균거래대금	9,464백만원
외국인 지분율	12.1%
52주 최고가	115,100원
52주 최저가	60,300원
주요주주	
이재현(외8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	12.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	6.6	8.7
3M	16.4	4.7
6M	51.1	51.2

주가차트

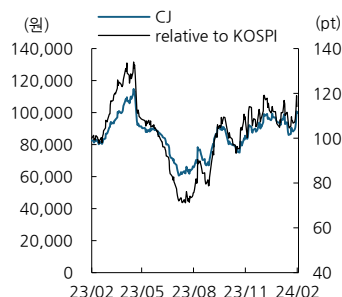
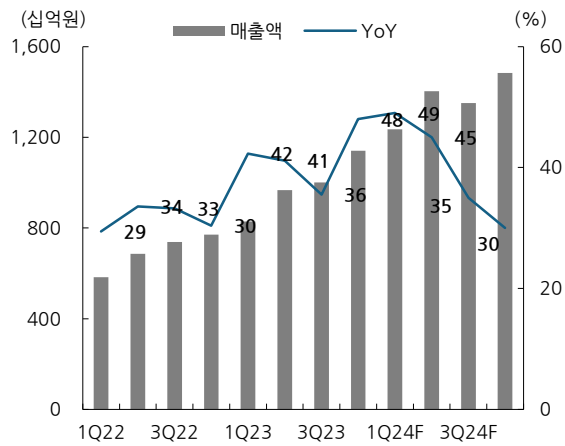
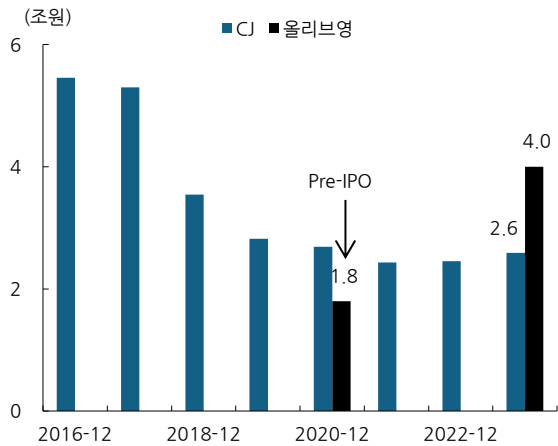


그림1 올리브영 매출액 추이 및 전망



자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 주 CJ와 올리브영의 기업가치 추이



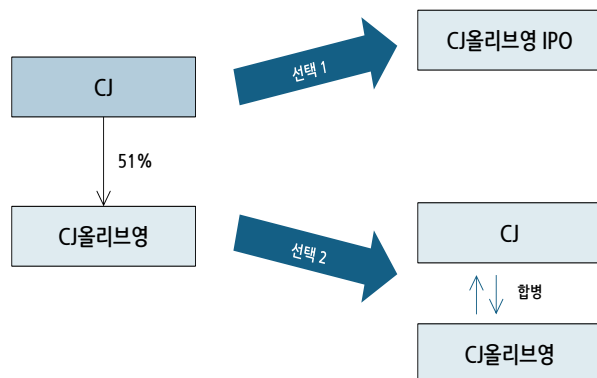
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터

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

그림2 올리브영 IPO 외 합병 옵션



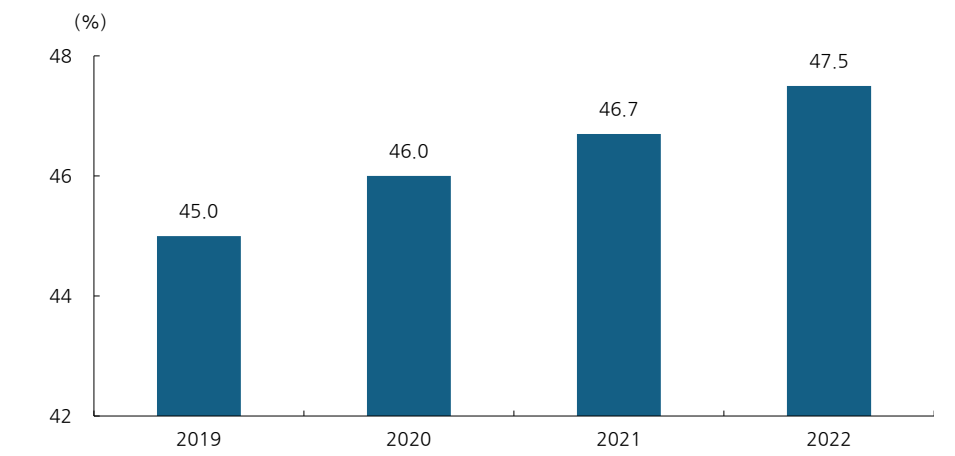
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 CJ와 올리브영의 합병 시 민감도 분석

(조원, %)	CJ올리브영 가치		
	4조원	4.5조원	5조원
CJ 시가총액 (a)	2.4	2.4	2.4
CJ 올리브영 가치 (b)	4	4.5	5
이 선호 지분율 (c)	11	11	11
지분 가치 (d) = (b)*(c)	0.44	0.495	0.55
이 선호의 CJ 확보 지분율 = (d/a)*100	18.3	20.6	22.9

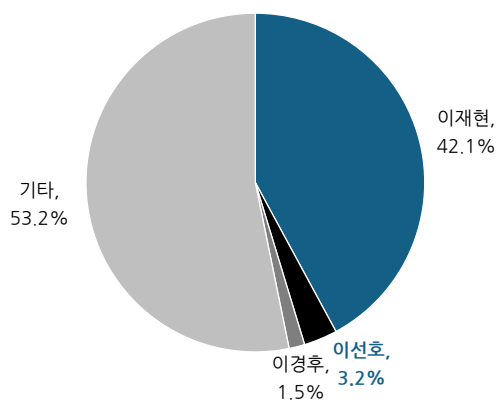
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 올리브영 GPM 추이



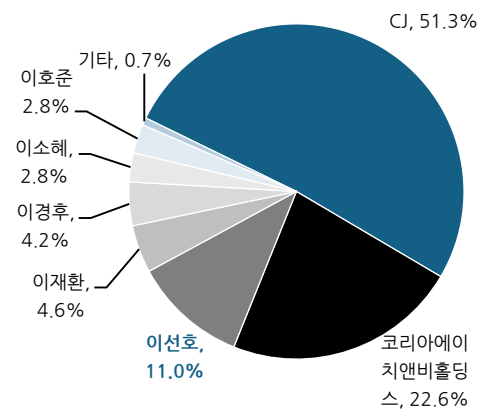
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림5 CJ 주주 구성



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 CJ올리브영 주주 구성



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표1 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

표2 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
CJ올리브네트웍스	145	173	165	214	153	181	173	225	697	732	5.0
CJ올리브영	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)	적지
CJ올리브네트웍스	5	9	13	7	8	14	6	12	33	39	17.0
CJ올리브영	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
CJ올리브네트웍스	3.3	5.2	7.6	3.3	5.2	7.6	3.3	5.2	4.8	5.3	0.5
CJ올리브영	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

표3 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
상장회사 가치 (a)			617	16.1	80% 할인
CJ제일제당	45%	4,592	2,046		
CJ ENM	40%	1,605	643		
CJ CGV	37%	680	248		
CJ프레시웨이	47%	310	146		
비상장회사 가치 (b)			2,963	77.4	
C푸드빌	96%	102	98		장부가액
C올리브영	51%	375	2,865		23F 순이익*시장가격 적용 (15배 적용)
기타자산 (c)			508	13.3	개별 순이익 * 5배 적용 (브랜드 로열티/ 임대수익 등)
순차입금 (d)			258	(6.7)	
Target NAV (a+b+c-d)			3,830	100.0	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
주당 NAV (원)			140,000		
전일 종가			99,600		
상승여력 (%)			40.6		

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	14,546	15,146	매출액	31,999	34,484	40,925	41,492	44,978
현금 및 현금성자산	2,603	3,194	4,021	4,776	5,405	매출원가	23,392	24,788	29,696	29,859	32,077
매출채권 및 기타채권	3,679	4,007	4,822	2,960	2,550	매출총이익	8,608	9,696	11,229	11,633	12,901
재고자산	2,238	2,736	3,707	3,943	4,245	판매비 및 관리비	7,217	7,814	9,075	9,480	10,183
기타	2,597	2,116	2,623	2,867	2,946	영업이익	1,390	1,882	2,154	2,152	2,718
비유동자산	28,907	29,904	33,067	33,921	34,357	(EBITDA)	3,864	4,329	5,362	5,405	6,265
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	14,533	14,649	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	48,467	49,503	기타영업외손익	-442	-461	-370	245	1,636
유동부채	11,423	12,546	16,950	16,164	16,497	세전계속사업이익	514	1,301	1,056	1,021	1,674
매입채무 및 기타채무	4,578	5,197	6,198	3,195	3,440	계속사업법인세비용	310	494	369	477	419
단기금융부채	5,792	6,260	9,233	10,797	10,797	계속사업이익	204	807	687	544	1,256
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	544	1,256
장기금융부채	11,286	10,809	11,062	12,320	12,300	지배주주	87	275	202	312	735
기타비유동부채	1,920	2,138	2,494	1,987	2,058	총포괄이익	150	984	745	544	1,256
부채총계	24,629	25,492	30,507	30,470	30,855	매출총이익률 (%)	26.9	28.1	27.4	28.0	28.7
지배주주지분	4,643	5,066	5,183	5,457	6,108	영업이익률 (%)	4.3	5.5	5.3	5.2	6.0
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	12.1	12.6	13.1	13.0	13.9
자본잉여금	993	993	993	1,019	1,019	당기순이익률 (%)	0.6	2.3	1.7	1.3	2.8
이익잉여금	3,605	3,810	3,963	4,211	4,862	ROA (%)	0.2	0.7	0.4	0.6	1.5
비지배주주지분(연결)	10,753	11,398	12,551	12,540	12,540	ROE (%)	1.9	5.7	3.9	5.9	12.7
자본총계	15,396	16,464	17,734	17,997	18,648	ROIC (%)	2.1	4.5	5.0	3.7	6.3

현금흐름표						주요투자지표					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	3,033	3,353	4,045	5,747	4,717	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	204	807	687	544	1,256	P/E	36.5	9.4	13.2	9.1	3.8
비현금수익비용가감	3,346	3,168	4,315	3,624	3,098	P/B	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6
유형자산감가상각비	1,843	1,801	1,830	1,972	1,991	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	3.2
기타현금수익비용	872	720	1,107	4	-449	P/CF	0.9	0.7	0.6	0.9	0.8
영업활동 자산부채변동	-374	-572	-786	1,605	363	배당수익률 (%)	2.2	2.8	3.0	2.5	2.5
매출채권 감소(증가)	143	-476	-622	2,002	411	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	241	-406	-897	-268	-302	매출액	-5.3	7.8	18.7	1.4	8.4
매입채무 증가(감소)	-359	472	589	-147	245	영업이익	-7.9	35.3	14.5	-0.1	26.3
기타자산, 부채변동	-400	-161	143	17	10	세전이익	-14.0	153.2	-18.8	-3.3	63.9
투자활동 현금	-1,444	-1,623	-4,611	-3,401	-3,983	당기순이익	-37.0	295.6	-14.9	-20.8	130.8
유형자산처분(취득)	-966	-1,314	-1,725	-1,690	-2,107	EPS	-71.1	253.3	-28.5	71.6	143.1
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	169.3	165.5
기타투자활동	160	595	-1,289	-135	-308	유동비율	97.3	96.1	89.5	90.0	91.8
재무활동 현금	-537	-1,230	1,379	-1,570	-104	순차입금/자기자본(x)	84.9	79.5	85.7	96.7	89.9
차입금의 증가(감소)	-202	-251	1,811	-896	-20	영업이익/금융비용(x)	2.4	3.6	3.2	1.6	1.0
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	17,410	16,761
기타재무활동	-136	-722	-87	-590	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,000	591	827	754	630	EPS	2,522	8,910	6,367	10,924	26,556
기초현금	1,603	2,603	3,194	4,021	4,776	BPS	130,202	142,050	145,321	153,013	171,266
기말현금	2,603	3,194	4,021	4,776	5,405	SPS	897,245	966,921	1,147,521	1,163,421	1,261,161
NOPLAT	552	1,167	1,401	1,147	2,038	CFPS	99,542	111,446	140,254	116,863	122,079
FCF	1,732	1,779	-395	2,372	734	DPS	2,000	2,300	2,500	2,510	2,520

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

CI (001040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(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	-35.0	-29.0	
2023-10-11	매수	130,000	-36.5	-29.0	
2023-11-15	매수	135,000	-30.8	-25.3	
2023-11-27	매수	135,000	-30.2	-25.3	
2024-02-05	매수	140,000			

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 추가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	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.