

## Company Update

Analyst 김장원  
02) 6915-5661  
jwkim@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가	130,000원
현재가 (4/12)	107,900원

KOSPI (4/12)	2,550.64pt
시가총액	3,600십억원
발행주식수	35,664천주
액면가	5,000원
52주 최고가	109,600원
최저가	67,800원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	18.9%
배당수익률 (2023F)	2.6%

주주구성	
이재현 외 7 인	47.26%
국민연금공단	7.70%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	9%	34%	31%
절대기준	16%	55%	26%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	130,000	100,000	▲
EPS(23)	6,558	12,193	▼
EPS(24)	7,340	14,611	▼



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# CJ (001040)

## 비상장자회사 가치의 중요성

### 주목할 가치가 충분한 비상장자회사 실적

2022년 연결 매출은 전년대비 18.7% 증가했으며, 영업이익은 14.5% 증가했다. 대외 환경 악화에 따른 광고 매출 부진과 콘텐츠 제작비 확대로 영업이익이 53.7% 감소한 CJ ENM을 제외한 대부분의 연결 종속기업이 개선된 가운데 비상장자회사 CJ올리브영이 두드러져 보인다. 매출 2조 7,775억원, 영업이익 2,745억원, 순이익 2,081억원으로 전년대비 31.7%, 97.5%, 117.0% 증가했다. 온라인에 이어 오프라인도 거리 두기 해제로 회복하고, 상품경쟁력을 앞세워 수익성이 개선되었다. 자산매각의 일회성요인을 제외할 때 적자가 지속되던 CJ푸드빌도 매출이 19.2% 증가하고, 영업이익과 순이익 모두 흑자 전환하는 의미있는 실적 개선을 이뤘다.

### 지주와 상장 자회사의 주가 희비

2022년말부터 CJ 주가가 강세를 보인 반면 자회사는 약세였다. 주력 상장계열사의 주가가 약세임에도 지주회사가 강한 것은 지주에 귀속되는 가치가 커지거나, 양사간에 상반된 투자전략을 예상해 볼 수 있다. 즉 CJ올리브영을 중심으로 비상장자회사의 가치가 돋보였기 때문에 지주에 관심이 쏠렸다.

### 주가 상승세의 모멘텀 유효

비상장자회사의 가치가 올라오는 것을 반영해 작년말 투자의견을 매수로 상향했고, 반응속도는 예상보다 빨랐다. 그 이유는 저평가였다. 당시 제시했던 목표주가를 상회한 지금도 적절한 가치를 찾아가는 중이라고 생각한다. 비상장자회사 CJ올리브영의 가치를 좀 더 높게 봐도 될 것 같고, 지주를 주목할 시간도 아직은 여유가 충분하다고 보기 때문이다. 다소 더딜 반응속도는 지난 4개월간 빠른 주가 행보의 후유증이라고 생각하지만, 상승 모멘텀이 훼손됐거나 소멸되지 않았다고 판단한다. 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 130,000원으로 상향한다.

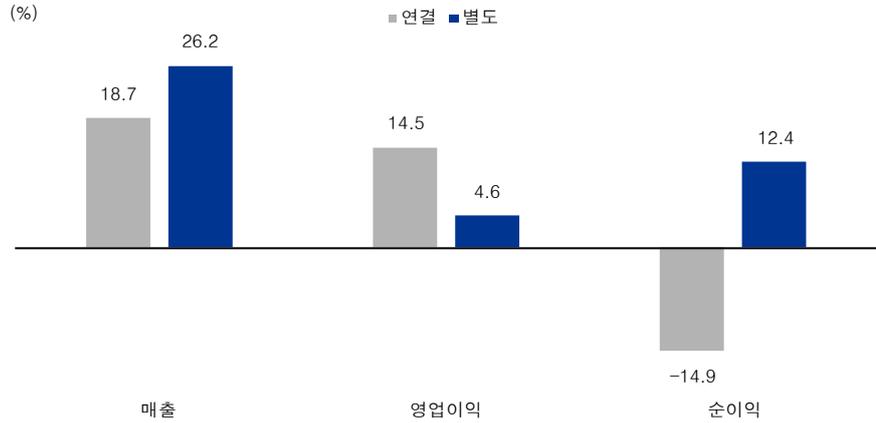
(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	34,484	40,925	43,251	45,572	47,855
영업이익	1,882	2,154	2,292	2,479	2,613
세전이익	1,301	1,056	1,161	1,258	1,409
지배주주순이익	275	202	234	262	302
EPS(원)	7,710	5,666	6,558	7,340	8,475
증가율(%)	217.3	-26.5	15.7	11.9	15.5
영업이익률(%)	5.5	5.3	5.3	5.4	5.5
순이익률(%)	2.3	1.7	1.7	1.8	1.9
ROE(%)	5.7	3.9	4.4	4.8	5.4
PER	10.8	14.8	16.1	14.4	12.5
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.3	5.7	5.5	5.3	5.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

실적 성장

지주회사 전환 이후 식품&서비스, 생명공학, 물류&신유통, 엔터테인먼트&미디어 4대 핵심 사업 포트폴리오 중심으로 연평균 성장률은 매출 12.5%, 영업이익 10.2%를 기록 중이다.

그림 1. 2022년 CJ 실적 증감률



주: 전년대비 기준 자료: 실적발표자료, 사업보고서

긍정적 평가를 받을만한 비상장자회사 실적

CJ올리브영은 점포를 직영체제로 운영한다. 작년말 기준 점포수가 1,298개로 1년전 대비 33개 늘었는데, 가맹점은 233개로 동일하다. 2019년 1.96조원이던 매출이 2.78조원이 됐다. 당시 온라인비중이 10.6%였으나, 코로나19 사태를 겪으면서 20% 중반대까지 상승했고, 점포당 매출도 코로나19가 발발한 2020년에만 주춤했을 뿐 상승세를 기록 중이다. 드럭스토어 개념으로 출발하여 현재 경쟁사가 대부분 철수한 상태에서 H&B스토어로 매장 컨셉을 확장하였으며, 특히 뷰티 컨셉이 강한 매장으로 드럭스토어에 이어 뷰티 단독 컨셉의 매장도 경쟁사가 철수한 시장에서 우월적 지위의 효과가 실적으로 나타나고 있다. 업태의 변신과 우호적인 경쟁관계뿐만 아니라 가성비 중심의 효율적인 비용 운용으로 수익이 개선되었다.

큰 영업손실을 기록했던 2018년 이후 투썸플레이스 매각과 실적 부진 매장 폐점 등 2020년까지 구조조정을 거친 CJ푸드빌이 2021년 영업 흑자에 이어 2022년 수익성이 크게 개선됐다.

표 1. 비상장 주요 자회사의 2022년 실적

(억원, %)

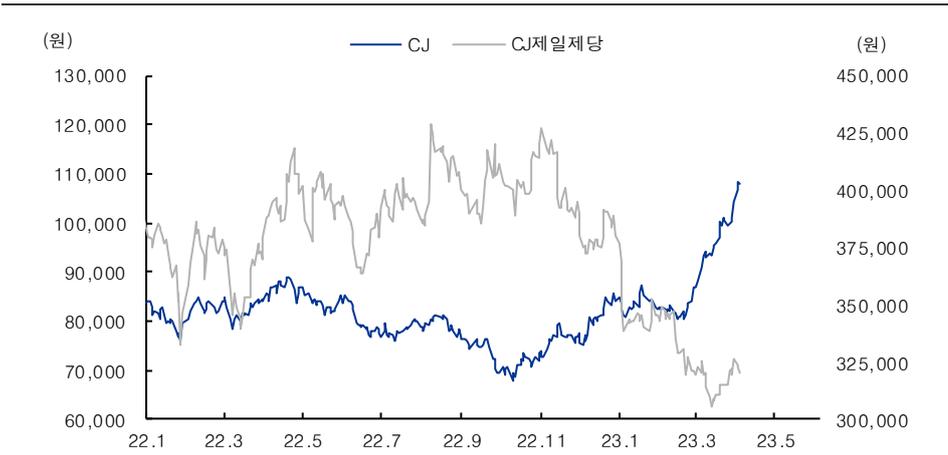
	CJ올리브영		CJ푸드빌		CJ올리브네트웍스	
	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY	YoY
매출액	27,775	31.7	6,422	19.2	6,652	19.7
영업이익	2,745	97.5	134	793.3	342	-28.3
순이익	2,081	117.0	172	흑전	266	-16.6

자료: 실적 발표자료, IBK투자증권

상장 자회사와 지주의  
주가 비동조 현상

2023년 들어 CJ는 주가가 29% 상승한데 반해 CJ제일제당은 16% 하락했다. CJ ENM 이 대외 영업환경 악화로 영업이익이 감소한 걸 제외하면 모두 수익이 늘었음에도 주력 자회사를 포함해 상장된 자회사는 모두 하락했다. 투자의 기대치에 충족 여부가 영향을 미쳤을 것으로 판단하나, 주가의 비동조 현상을 설명하는 이유로는 부족해 보인다. 비상장자회사의 수익 개선이 더 설득력이 높은 이유 같다.

그림 2. CJ와 CJ제일제당의 주가



주: CJ는 좌측 가격, CJ제일제당은 우측 가격 자료: Quantiwise, IBK투자증권

강력한 투자모멘텀은  
비상장자회사의 가치

투자 의견을 매수로 상향하고 10만원의 목표주가를 제시했던 지난해 12월 1일 대비 비상장자회사의 가치는 12.5% 하락했음에도 순자산가치는 2.1% 감소에 그쳤다. 비상장자회사의 가치가 상승하고, 재무구조가 개선되었기 때문이다. 이 기간 지주회사 주가 상승은 투자모멘텀이 비상장자회사에 있다는 것을 의미한다.

CJ올리브영의 multiple을 수익성이 개선된 점을 반영해 15배로 상향하여 보유지분 가치가 32.7% 늘었고, 실적이 기대에 다소 못 미쳤지만 그룹 내부 수요를 기반으로 수익이 안정적인 CJ올리브네트웍스의 가치에 할인율을 적용하지 않을 경우 주당 가치를 13만원으로 볼 수 있다. 비상장기업이 주식을 상장할 경우 투자 관심도가 모회사에서 비상장자회사로 전이되겠지만, 지금 걱정할 단계는 아니다.

표 2. SOTP 기업가치

(억원, 원)

	가치		
	현재	직전	
상장자회사	33,826	38,644	시가총액 기준, 상장 계열사 주가 하락
비상장자회사	19,428	16,180	CJ푸드빌을 포함한 비상장자회사 가치 합산
CJ올리브영	15,966	12,033	사업 경쟁력 상승을 반영해 PER multiple을 12x에서 15x로 상향
CJ올리브네트웍스	2,128	2,813	PER multiple 8x 유지, 실적 전망 하회
순차입금	2,896	3,126	2022년 별도 재무제표 기준, 재무구조 개선
순자산	51,621	52,740	상장자회사 가치 하락 영향
주당가치	97,256	100,052	상장과 비상장 자회사에 동일한 할인율 적용(상장 40%, 비상장 50%)
	128,264		CJ올리브영과 CJ올리브네트웍스에 할인율 미적용
	130,550		비상장자회사 전체에 할인율 미적용

주: 직전가치는 2022년 12월 1일 발간자료 자료: 사업보고서, IBK투자증권

CJ (001040)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	34,484	40,925	43,251	45,572	47,855
증가율(%)	7.8	18.7	5.7	5.4	5.0
매출원가	24,788	29,696	31,465	33,167	34,810
매출총이익	9,696	11,229	11,786	12,405	13,045
매출총이익률 (%)	28.1	27.4	27.3	27.2	27.3
판매비	7,814	9,075	9,494	9,926	10,432
판매비율(%)	22.7	22.2	22.0	21.8	21.8
영업이익	1,882	2,154	2,292	2,479	2,613
증가율(%)	35.3	14.5	6.4	8.1	5.4
영업이익률(%)	5.5	5.3	5.3	5.4	5.5
순금융손익	-477	-559	-665	-788	-793
이자손익	-463	-580	-643	-619	-589
기타	-14	21	-22	-169	-204
기타영업외손익	-191	-376	-346	-337	-324
종속/관계기업손익	87	-163	-121	-96	-87
세전이익	1,301	1,056	1,161	1,258	1,409
법인세	494	369	406	440	493
법인세율	38.0	34.9	35.0	35.0	35.0
계속사업이익	807	687	754	818	916
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	807	687	754	818	916
증가율(%)	295.6	-14.9	9.8	8.4	12.0
당기순이익률 (%)	2.3	1.7	1.7	1.8	1.9
지배주주당기순이익	275	202	234	262	302
기타포괄이익	754	46	0	0	0
총포괄이익	1,561	733	754	818	916
EBITDA	4,329	5,362	5,659	5,933	6,061
증가율(%)	12.0	23.9	5.5	4.9	2.2
EBITDA마진율(%)	12.6	13.1	13.1	13.0	12.7

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	7,710	5,666	6,558	7,340	8,475
BPS	142,050	145,321	149,526	154,411	160,337
DPS	2,300	2,500	2,600	2,700	2,800
밸류에이션(배)					
PER	10.8	14.8	16.1	14.4	12.5
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.3	5.7	5.5	5.3	5.2
성장성지표(%)					
매출증가율	7.8	18.7	5.7	5.4	5.0
EPS증가율	217.3	-26.5	15.7	11.9	15.5
수익성지표(%)					
배당수익률	2.8	3.0	2.6	2.7	2.8
ROE	5.7	3.9	4.4	4.8	5.4
ROA	2.0	1.5	1.6	1.7	1.9
ROIC	3.9	3.0	3.1	3.3	3.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	154.8	172.0	164.2	156.4	146.3
순차입금 비율(%)	78.7	85.1	80.0	74.9	69.6
이자보상배율(배)	3.6	3.2	3.2	3.5	3.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.9	10.2	9.9	10.4	10.8
재고자산회전율	13.9	12.7	11.2	11.0	11.3
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	12,052	15,174	15,731	16,256	16,614
현금및현금성자산	3,194	4,021	4,285	4,480	4,683
유가증권	543	749	749	764	771
매출채권	3,641	4,406	4,349	4,408	4,465
재고자산	2,736	3,707	4,033	4,216	4,234
비유동자산	29,904	33,067	32,893	32,803	32,549
유형자산	13,453	14,277	14,123	13,860	13,508
무형자산	6,742	8,334	8,372	8,431	8,385
투자자산	3,975	3,969	3,849	3,774	3,724
자산총계	41,956	48,240	48,624	49,059	49,163
유동부채	12,546	16,950	16,701	16,465	15,813
매입채무및기타채무	2,761	3,357	3,216	3,152	2,701
단기차입금	3,205	5,715	5,658	5,544	5,378
유동성장기부채	2,868	3,241	3,241	3,251	3,261
비유동부채	12,946	13,556	13,519	13,459	13,390
사채	4,432	4,633	4,613	4,583	4,533
장기차입금	2,468	2,383	2,353	2,303	2,273
부채총계	25,492	30,507	30,220	29,924	29,203
지배주주지분	5,066	5,183	5,333	5,507	5,718
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
자본조정등	81	-14	-14	-14	-14
기타포괄이익누계액	4	62	62	62	62
이익잉여금	3,810	3,963	4,113	4,287	4,498
비지배주주지분	11,398	12,551	13,072	13,628	14,241
자본총계	16,464	17,734	18,404	19,135	19,960
비이자부채	8792	10,640	10,461	10,348	9,863
총차입금	16,700	19,867	19,759	19,576	19,340
순차입금	12,962	15,097	14,726	14,332	13,886

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,353	4,045	4,210	4,582	4,459
당기순이익	807	687	754	818	916
비현금성 비용 및 수익	3,168	4,315	4,498	4,675	4,652
유형자산감가상각비	1,801	1,830	2,004	2,013	2,002
무형자산상각비	647	1,378	1,362	1,441	1,446
운전자본변동	-572	-786	-399	-292	-521
매출채권등의 감소	-476	-622	57	-59	-57
재고자산의 감소	-406	-897	-325	-184	-17
매입채무등의 증가	472	589	-141	-64	-451
기타 영업현금흐름	-50	-171	-643	-619	-588
투자활동 현금흐름	-1,623	-4,611	-3,340	-3,546	-3,363
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,458	-1,917	-1,850	-1,750	-1,650
유형자산의 감소	145	191	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-841	-1,514	-1,400	-1,500	-1,400
투자자산의 감소(증가)	537	-440	-1	-21	-37
기타	-6	-931	-89	-275	-276
재무활동 현금흐름	-1,230	1,379	-607	-841	-893
차입금의 증가(감소)	984	2,364	-30	-50	-30
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-2214	-985	-577	-791	-863
기타 및 조정	91	14	0	1	0
현금의 증가	591	827	263	196	203
기초현금	2,603	3,194	4,021	4,285	4,480
기말현금	3,194	4,021	4,285	4,480	4,683

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	148	94.3
중립	9	5.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

