

2024. 3. 4

## ESG연구소

양일우

팀장

iw.yang@samsung.com

## CJ (001040)

## 관심은 밸류업

- 주당 배당금 컨센서스 17% 상회하며 지주회사 내 유일하게 배당 서프라이즈
- 목표주가 133,000원으로 8% 상향 조정하고 BUY 투자 의견 유지
- 배당수익률이 의미 있게 높아진 CJ우선주에 대한 관심도 가져볼 만

## WHAT'S THE STORY?

**지주회사 내 유일한 배당 서프라이즈 기업:** 한화를 마지막으로 커버리지 8개 기업이 모두 2023년 회계 년도에 대한 주당 배당금을 발표하였다. 주당 배당금이 컨센서스를 10% 이상 상회한 기업은 CJ 한 곳으로 컨센서스 2,568원을 17% 상회하고, 전년 대비 20% 증가한 3,000원을 주당 배당금으로 발표하였다. CJ는 커버리지 8개 기업 중 전년 대비 배당금이 4% 이상 증가한 유일한 기업이기도 하다. 주당 3,000원은 배당 총액 약 1,000억원을 의미 하는데, 이는 2023년 배당수익의 97% 가량을 배당한다는 의미이다. 2024년에는 CJ 배당 수익의 절반 이상이 CJ올리브영으로부터 창출될 것으로 기대되기 때문에 배당 증가세가 지속될 가능성이 있고, 이는 CJ올리브영의 기업 가치 상승이 CJ 주가에 반영되어야 하는 이유가 될 수 있다. 변화한 자회사 가치에 NAV 반영률 (NAV 1 변화에 대한 시가총액 변화율) 0.65를 적용하여 목표주가 133,000원으로 8% 상향 조정하고 BUY 투자 의견을 유지한다.

**시가 배당률도 고려하는 정책:** CJ는 별도 재무제표 기준 당기순이익의 70% 이상을 배당하는 주주 환원 정책을 보유하고 있다. 대부분의 지주회사가 별도 기준으로 주주 환원 정책을 제시하고 있는데, 별도 기준 당기순이익은 별도 기준 비용 증가를 통해 축소시킬 수 있다는 단점이 있지만, 같은 별도 기준 중에서 CJ의 배당성향은 높은 편이다. 그리고, CJ는 주당 배당금을 결정할 때 시가 배당률도 어느 정도 고려하는 것으로 추정되는데, 이는 CJ의 배당수익률이 업종 평균 대비 크게 하회할 가능성을 낮춰준다. 몇몇 지주회사는 주주 환원 정책이 없다는 점을 감안하면 CJ의 주주 환원 정책은 지주 업종 내 양호한 수준이라고 판단된다.

**CJ우선주도 관심 가져볼 만:** CJ의 배당 서프라이즈로 인해 CJ우선주의 배당수익률도 6.5%로 상승하였다. 2월 29일 종가 기준으로 시가총액이 1,000억원 이상인 KOSPI 우선주들 중에서 배당수익률이 5%를 상회하는 기업은 4개뿐이고, CJ우선주는 그중 하나이다. CJ우선주는 보통주 대비 할인율도 43% 수준으로 높아 관심을 가져볼 만하다.

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	133,000원	37.3%
현재주가	96,900원	
시가총액	2.8조원	
Shares (float)	29,176,998주 (45.5%)	
52주 최저/최고	60,600원/114,900원	
60일-평균거래대금	108.5억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
CJ (%)	8.4	44.6	11.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.6	39.7	1.8

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	133,000	123,000	8.1%
2023E EPS	3,436	6,701	-48.7%
2024E EPS	10,990	11,426	-3.8%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	126,571
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	40,925	41,353	42,324	45,041
영업이익 (십억원)	2,154	2,039	2,518	2,825
순이익 (십억원)	687	302	959	1,091
EPS (adj) (원)	5,666	3,436	10,990	12,631
EPS (adj) growth (%)	-26.5	-39.4	219.8	14.9
EBITDA margin (%)	13.1	12.2	12.8	12.6
ROE (%)	3.9	2.3	7.0	7.6
P/E (adj) (배)	14.8	27.5	8.8	7.7
P/B (배)	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	5.7	6.4	6.1	6.0
Dividend yield (%)	3.0	3.2	3.2	3.3

자료: CJ, 삼성증권 추정

CJ SOTP Valuation

(십억원)	지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부가치 (십억원)	평가방식	공정가치 (십억원)	비중 (%)	업사이드 (%)	목표 가치 (십억원)
<b>총자산 가치 (A=B+C)</b>					<b>5,989</b>	<b>107.8</b>		<b>7,168</b>
투자자산 (B)					5,784	104.1		6,963
상장 회사					3,100	55.8		4,279
C제일제당	44.6	4,509	1,474	시가	2,009	36.2	44	2,890
CJ ENM	40.1	1,741	759	시가	698	12.6	30	905
CJ CGV	33.6	757	422	시가	254	4.6	2	259
C프레시웨이	47.1	297	43	시가	140	2.5	61	225
비상장 회사					2,684	48.3		2,684
C올리브영	51.2		54	유통업 P/E	2,469	44.4		2,469
C푸드빌	96.6		102	장부가	102	1.8		102
C올리브네트웍스	100.0		81	장부가	81	1.5		81
기타			32	장부가	32	0.6		32
기타자산 (C)					205	3.7		205
자기주식	7.3	2,827		시가	205	3.7		205
<b>차감항목 가치 (D)</b>					<b>434</b>	<b>7.8</b>		<b>434</b>
우선주		124		시가	124	2.2		124
순차입금 (별도 기준)					310	5.6		310
<b>NAV (E=A-D)</b>					<b>5,556</b>	<b>100.0</b>		<b>6,734</b>
NAV 반영률 (배, F) **								0.65
반영 NAV (십억원, G= E x F)								4,401
조정금액 [Y절편] (십억원, H) **								(74)
목표 시가총액 (십억원, I= G+H)								4,327
보통주 수 (천주, J) ***					33,404			33,404
<b>목표주가 (원, K=I/J)</b>					<b>166,000</b>			<b>133,000</b>
<b>현재 주가 (원)</b>								<b>96,900</b>
<b>Upside (%)</b>								<b>37.3</b>

참고: \* 상장 회사 목표 가치: CJ ENM, CJ CGV는 당사 제시 목표주가, C제일제당과 C프레시웨이는 컨센서스에 근거 (2월 29일 종가 기준)

\*\* 주식시장이 반영하는 NAV 비율과 조정금액

\*\*\* 신형우선주(4우선주) 4,226,512주 포함

자료: FnGuide, 삼성증권

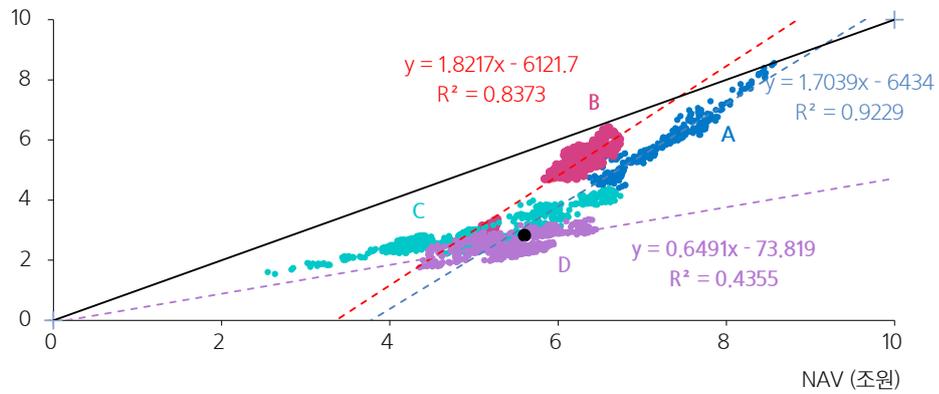
CJ 구간 구분표

	A (파랑색)	B (빨강색)	C (초록색)	D (보라색)
From	2016-01-05	2017-01-02	2018-06-14	2021-05-07
To	2016-12-29	2018-02-28	2021-05-06	2023-03-17
From	2018-03-02	2023-03-18		2023-04-24
To	2018-06-12	2023-04-21		
기간 (영업일)	314	308	714	670
NAV 반영률	1.70	1.84	0.65	0.65

자료: FnGuide, 삼성증권

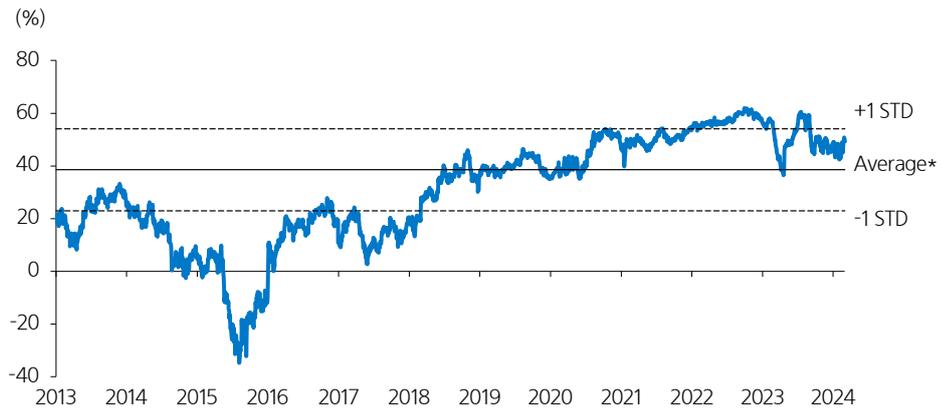
CJ 구간 구분 회귀선 차트

시가총액 (조원)



참고: 검은 점은 2월 29일 종가  
자료: FnGuide, 삼성증권

CJ 시가총액의 NAV 대비 할인율



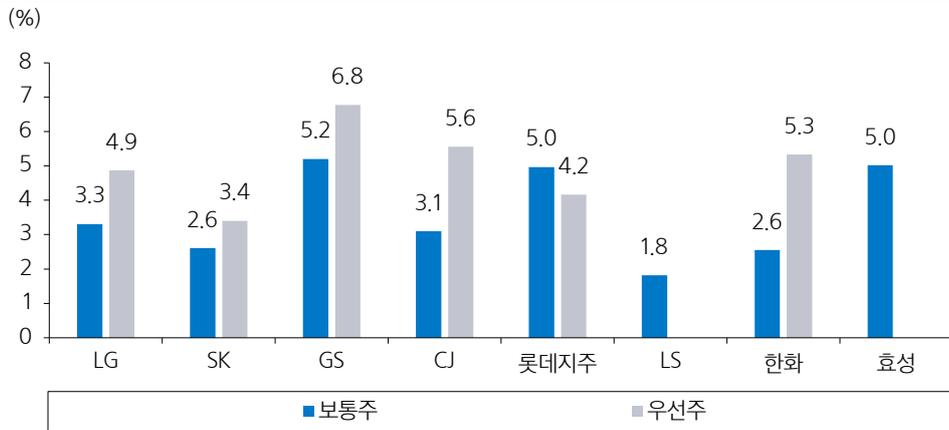
참고: \* 평균은 2018년 초 이후  
자료: FnGuide, 삼성증권

커버리지 지주회사 2023년 연간 주당 배당금 (보통주)

기업	회사 발표 (2023, 원)	컨센서스 (2023E, 원)	삼성증권 추정 (2023E, 원)	전년 대비 (%)	컨센서스 대비 (%)	삼성증권 추정 대비 (%)
LG	3,100	3,113	3,200	3.3	(0.4)	(3.1)
SK	5,000	5,135	5,000	0.0	(2.6)	0.0
GS	2,500	2,375	2,500	0.0	5.3	0.0
CJ	3,000	2,568	2,600	20.0	16.8	15.4
롯데지주	1,500	1,633	1,500	0.0	(8.1)	0.0
LS	1,600	1,568	1,650	3.2	2.0	(3.0)
한화	750	763	800	0.0	(1.7)	(6.3)
효성	3,000	4,333	4,500	(33.3)	(30.8)	(33.3)

자료: FnGuide, 삼성증권

커버리지 기업 배당수익률



참고: 2023년 DPS와 2024년 2월 29일 종가 기준 배당수익률  
우선주는 CJ의 경우 C우선주, 한화는 한화3우B 기준

자료: FnGuide, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	34,484	40,925	41,353	42,324	45,041
매출원가	24,788	29,696	29,887	30,384	32,169
매출총이익	9,696	11,229	11,466	11,940	12,872
(매출총이익률, %)	28.1	27.4	27.7	28.2	28.6
판매 및 일반관리비	7,814	9,075	9,427	9,422	10,047
영업이익	1,882	2,154	2,039	2,518	2,825
(영업이익률, %)	5.5	5.3	4.9	5.9	6.3
영업외손익	-581	-1,098	-1,382	-1,043	-1,147
금융수익	500	929	670	629	715
금융비용	977	1,489	1,463	1,411	1,611
지분법손익	87	-163	-5	27	30
기타	-191	-376	-585	-288	-282
세전이익	1,301	1,056	657	1,475	1,678
법인세	494	369	355	516	587
(법인세율, %)	38.0	35.0	54.1	35.0	35.0
계속사업이익	807	687	302	959	1,091
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	807	687	302	959	1,091
(순이익률, %)	2.3	1.7	0.7	2.3	2.4
지배주주순이익	275	202	123	392	450
비지배주주순이익	532	485	179	567	640
EBITDA	4,329	5,362	5,048	5,403	5,675
(EBITDA 이익률, %)	12.6	13.1	12.2	12.8	12.6
EPS (지배주주)	7,710	5,666	3,436	10,990	12,631
EPS (연결기준)	22,627	19,259	8,459	26,891	30,581
수정 EPS (원)*	7,710	5,666	3,436	10,990	12,631

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	3,353	4,045	4,213	4,065	3,987
당기순이익	807	687	302	959	1,091
현금유출입이없는 비용 및 수익	3,168	4,315	4,337	3,970	4,010
유형자산 감가상각비	1,801	1,830	1,975	1,901	1,886
무형자산 상각비	647	1,378	1,033	983	964
기타	720	1,107	1,329	1,085	1,160
영업활동 자산부채 변동	-572	-786	-480	-347	-527
투자활동에서의 현금흐름	-1,623	-4,611	-3,012	-3,270	-3,886
유형자산 증감	-1,314	-1,725	-1,802	-1,935	-2,154
장단기금융자산의 증감	586	-441	-45	20	-370
기타	-896	-2,444	-1,165	-1,356	-1,362
재무활동에서의 현금흐름	-1,230	1,379	-325	-303	-699
차입금의 증가(감소)	-9	3,227	501	510	234
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-257	-345	-397	-445	-488
기타	-964	-1,503	-429	-368	-445
현금증감	591	827	-394	349	-103
기초현금	2,603	3,194	4,021	3,627	3,976
기말현금	3,194	4,021	3,627	3,976	3,872
Gross cash flow	3,975	5,002	4,639	4,929	5,101
Free cash flow	1,895	2,128	2,362	2,130	1,833

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: CJ, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	12,052	15,174	14,783	14,140	16,032
현금 및 현금등가물	3,194	4,021	3,627	3,976	3,872
매출채권	3,641	4,406	4,431	4,013	4,805
재고자산	2,736	3,707	3,728	3,377	4,043
기타	2,482	3,039	2,997	2,775	3,312
비유동자산	29,904	33,067	34,592	35,750	36,936
투자자산	3,975	3,969	3,990	4,411	4,838
유형자산	13,453	14,277	14,978	15,011	15,279
무형자산	6,742	8,334	8,906	9,254	9,622
기타	5,733	6,486	6,718	7,073	7,197
자산총계	41,956	48,240	49,375	49,890	52,969
유동부채	12,546	16,950	16,507	16,385	18,197
매입채무	2,761	3,357	3,376	3,058	3,661
단기차입금	3,205	5,715	4,567	5,199	5,552
기타 유동부채	6,580	7,879	8,564	8,129	8,984
비유동부채	12,946	13,556	14,564	14,342	14,623
사채 및 장기차입금	6,899	7,016	7,358	7,257	7,066
기타 비유동부채	6,047	6,540	7,205	7,085	7,557
부채총계	25,492	30,507	31,071	30,727	32,820
지배주주지분	5,066	5,183	5,485	5,776	6,123
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	3,810	3,963	4,021	4,312	4,658
기타	84	48	292	292	292
비지배주주지분	11,398	12,551	12,819	13,386	14,026
자본총계	16,464	17,734	18,305	19,163	20,149
순부채	13,086	15,200	16,089	16,352	16,496

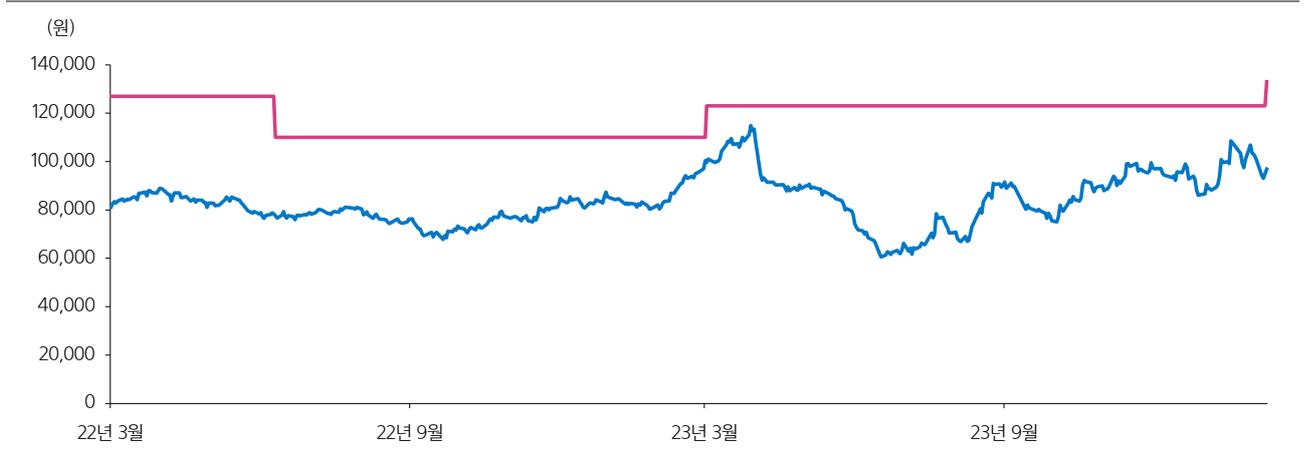
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	7.8	18.7	1.0	2.3	6.4
영업이익	35.3	14.5	-5.3	23.5	12.2
순이익	295.6	-14.9	-56.1	217.9	13.7
수정 EPS**	217.3	-26.5	-39.4	219.8	14.9
주당지표					
EPS (지배주주)	7,710	5,666	3,436	10,990	12,631
EPS (연결기준)	22,627	19,259	8,459	26,891	30,581
수정 EPS**	7,710	5,666	3,436	10,990	12,631
BPS	151,085	154,565	163,595	172,274	182,598
DPS (보통주)	2,300	2,500	3,000	3,100	3,200
Valuations (배)					
P/E***	10.8	14.8	27.5	8.8	7.7
P/B***	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.3	5.7	6.4	6.1	6.0
비율					
ROE (%)	5.7	3.9	2.3	7.0	7.6
ROA (%)	2.0	1.5	0.6	1.9	2.1
ROIC (%)	4.4	4.9	3.0	5.1	5.5
배당성향 (%)	22.6	33.5	66.2	21.4	19.2
배당수익률 (보통주, %)	2.8	3.0	3.2	3.2	3.3
순부채비율 (%)	79.5	85.7	87.9	85.3	81.9
이자보상배율 (배)	3.6	3.2	3.2	3.8	4.2

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 2월 29일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 2월 29일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2021/11/23	2022/6/30	2023/3/22	2024/3/4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	127000	110000	123000	133000
과리율 (평균)	-34.58	-27.83	-29.64	
과리율 (최대/최소)	-28.66	-8.73	-6.59	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2023.12.31 기준

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA