

# CJ (001040)

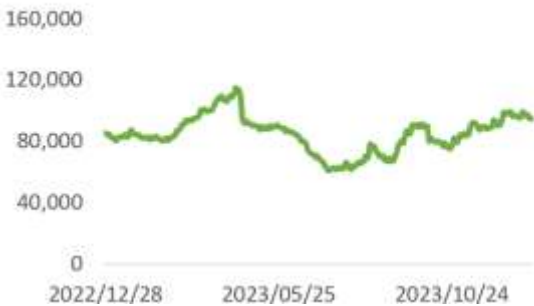
투자의견 **Buy**  
목표주가 **115,000**  
현재주가 (23.12.28 기준) **94,400**  
상승여력 **22%**

업종 **복합기업 (지주사)**

KOSDAQ(23.12.28)	2655.28
시가총액(23.12.28)	2조 7543억
자본금(보통주)	1,790억 원
52주 최고/최저	115,100원/60,300원
52주 베타	0.94
외국인 지분율	11.60%
주요주주	
이재현 외 7인	47.26%
국민연금공단	11.01%
자사주	7.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
	+1.29%	+5.12%	+33.5%	+10.41%

## 주가 추이



## Team

한대원 [aplus0418@naver.com](mailto:aplus0418@naver.com)  
이상진 [poacher17@naver.com](mailto:poacher17@naver.com)

## Result Comment

# 지주사에서 황제주로

- 식품 계열사의 실적 반등으로 영업이익 하방 구축
- CJ CGV, CJ ENM의 턴어라운드로 EPS 매력도 UP
- 24년 CJ 올리브영 4조 원 밸류로 지주사 매력도 UP

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 115,000원 유지

## 반등하는 한국 식품 시장, 성장하는 미국 식품 시장

정부의 압박과 소비 둔화 우려로 인해 P 인상에 제동이 걸렸지만 3분기, 햇반과 비비고 등의 가공식품 판매 증가로 실적 반등 성공. 또한 곡물 가격의 하락으로 원가 부담이 줄어 CJ 제일제당을 비롯한 식품 계열사의 영업이익 개선이 기대됨.

당사 계열사인 CJ 푸드빌은 PEF로부터의 투자금으로 북미 조지아주에 1억개의 생산 능력을 갖춘 뚜레쥬르 신공장 설립 예정.

## 넷플릭스를 따라잡을 엔터 & 콘텐츠

메가히트 작품의 다수 출현으로 CJ CGV 3Q 매출액 7,341억 원 달성 (YoY +25.7%). 4Q 역시 히트작의 다수 출현으로 9,000억 원의 매출 예측.

상반기 국내 주요 광고주의 방송 광고비의 급감으로 CJ ENM 등 국내 방송사 영업이익 저하 불가피. 다만 티빙과 웨이보의 합작을 통한 900만 MAU 확보로 유료 가입 상품 가격상승 및 넷플릭스 대항마로 발돋움.

일본 토호의 피프스시즌 투자 또한 중-장기적 관점에서 실적 개선세 유효

## 더욱 강해지는 비상장 회사들의 가치

CJ 올리브영은 23년 진정한 중국 수혜주로 등극. 단순 점포 수 확대로 매출이 증가한 것이 아닌 점포당 매출 증가세가 두드러지는 모습 확인.

줄어든 면세점 매출액 파이를 올리브영이 가져오면서 명동 매장 외국인 매출 4배 증가, 중국인 매출 6배 증가.

23년 매출액 3조 2,000억 원 영업이익 4,000억 원 예측 (OPM 12%)

---

## Contents

### 1. 지주사 디스카운트 ?

1.1 국내 지주사들의 발자취

1.2 NAV, 지주사 디스카운트, 코리아 디스카운트

### 2. CJ 식품 계열사

2.1 CJ 제일제당

2.2 CJ 프레시웨이

2.3 CJ 푸드빌

### 3. CJ 엔터 콘텐츠 계열사

- CJ CGV

- CJ ENM

### 4. CJ 주요 비상장 계열사

- CJ 올리브영

### 5. Valuation

- CJ 지주사 Valuation

# 1. 지주사 디스카운트 ?

## 1.1 국내 지주사의 발자취

지주사는 자산총액 5,000억 원 이상으로 그 중 자회사의 주식 가액의 합계액이 50% 이상으로 설립된 자회사를 관리하는 모회사이다. 특히 신규 상장 자회사의 지분은 향후 30% 이상, 비상장 지분은 50%를 유지해야 한다.

특히 국내에선 97년 외환위기 후, 기업 구조조정과 지배구조의 투명성 향상을 위해 공정거래법을 개정하여 순수지주회사 설립이 허용되어 2003년 LG그룹을 시작으로 지주회사 체제가 자리 잡기 시작했다.

본래 지주회사는 **1. 기업지배구조 투명성 확립 2. 경영과 사업을 분리함으로써 그룹 전체의 전략적 통제 용이 3. 주주가치 극대화(주주 중심의 경영)** 등을 목적으로 허가가 되었지만 24년 현재 본래 목적은 찾아보기 힘든 상황이다.

오히려 소액주주와의 이해 상충, 계열사 간의 일감 몰아주기 및 내부거래, 피라미드형 출자를 통한 대주주의 지배력 독점 등 지주회사임을 이용한 악습이 빈번해졌다.

그럼에도 불구하고, 지주회사 제도 매뉴얼 및 법령이 매년 개정되고 있으며 SK, LG, 롯데 지주, CJ, 효성 등 국내 주요 지주회사들이 매우 구체적인 배당정책을 제시하고 있기에 배당 및 ESG 측면에서 긍정적인 모습을 보여주고 있다.

그뿐만 아니라 최근에는 경영권 분쟁 등으로 인한 주가 상승 (트레이딩의 관점), 총수 일가 지분을 회복을 위한 주식 소각과 지분 매입, 대형 PEF의 M&A 등 중장기적인 측면에서 지주사를 커버리지 하는 투자자들이 많아지고 있다. 또한 높은 금리 부담이 완화되며, 지분 및 대규모 투자 집행시 발생하는 금융비용이 부담이 덜어지며 재무구조 개선 등이 24년 가시화될 것으로 예측돼 지주회사를 지켜볼 필요가 있다.

자료 1. 지주회사 및 그 소속회사의 행위제한 규정

규제대상	규제 내용	조항
지주	지주회사의 부채비율을 200% 이하로 유지	제2항 제1호
	비계열사의 주식 5% 초과 보유 금지 (비계열주식가액 합계액이 자회사 주식가액 합계액의 15% 미만인 경우 미적용)	제2항 제3호
	금융보험회사 주식소유 금지	제2항 제5호
공동 규제 (지주, 자손자)	자기가 지배하는 회사와 계열회사 주식소유 금지 (수직적 출자구조 유지의무)	제2항 제3호 제3항 제2호 제4항
	지분율 규제(상장 등 20%, 비상장 40% 이상)	제2항 제2호 제3항 제1호
	지주회사 체제 내 금융보험회사 지배 금지	제2항 제5호 제3항 제3호 제4항 제4호
	행위제한 위반에 대해 전환당시 유예기간 2년, 일정 요건의 경우 유예기간 1년을 적용	각항, 각호
손자	100% 소유하는 증손회사와 계열사 주식소유 금지	제4항
증손	계열사 주식소유 금지	제5항

자료 2. 지주회사 및 그 소속회사의 행위제한별 유예기간

행위제한	세부 내용	유예기간
부채비율 (200%)	부채비율 최대 200% 유지 의무	없음
	(예외) 지주회사 전환 설립 과정에서 요건 미충족	2년
자회사 주식 보유기준 (상장 20%, 비상장 40%)	지회사 주식 보유기준 유지 의무(상장 20%, 비상장 40%)	없음
	(예외) 지주회사 전환 설립시 요건 미충족	2년
	(예외) 상장 폐지 또는 공동출자법인이 아니게 된 경우	1년
	(예외) 벤처지주회사가 아니게 된 경우	
(예외) 무리사주조항 배정 또는 전환사채 등 전환청구 등		
(예외) 새로운 자회사에 편입하는 과정에서 미달	1년	
(예외) 자회사를 자회사제 해당하지 아니하게 하는 과정에서 미달		
비계열사 5% 초과 보유	(예외) 자회사가 다른 회사와 합병으로 인해 미달	없음
	계열회사가 아닌 국내회사의 발행주식 5% 초과 소유금지	2년
금융보험 100% 소유	(예외) 지주회사 전환, 설립시 요건 미충족	2년
	(예외) 계열회사가 아닌 회사를 자회사에 해당하게 하는 경우	1년
	(예외) 계열회사를 자회사에 해당하게 하는 경우	
금융사 주식 소유	(예외) 자회사를 자회사에 해당하지 않게 하는 경우	2년
	금융보험업 영위하는 국내회사 주식 소유 금지	
	(예외) 설립·전환될 당시 금융보험사 소유하고 있던 경우	

출처: 공정거래법 지주회사 제도 운영 매뉴얼

출처: 공정거래법 지주회사 제도 운영 매뉴얼

# 1. 지주사 디스카운트 ?

## 1.2 NAV Discount와 지주사 Discount 그리고 코리아 Discount

순자산가치(NAV)란 기업이 보유한 자산에서 부채를 뺀 순수한 자산가치로 주주들의 몫이라고 볼 수 있다. NAV는 자회사나 투자회사를 보유한 '지주회사'를 평가할 때 주로 활용되며 현재 NAV와 시가총액을 비교하여 저평가와 고평가를 판단한다.

23년 국내 주요 그룹사 지주회사들의 NAV Discount는 약 30~50% 수준으로 실제 내재가치와 시가총액의 괴리율이 벌어지고 있다. 이 문제의 대표적 원인은 더블 카운팅 (중복 계산)이다. 이는 지주사의 Valuation 방식을 확인하면 쉽게 알 수 있다.

일반적으로 지주사의 가치는 (A) 상장 자회사 및 투자회사의 가치 + (B) 비상장 자회사 및 투자회사의 가치 + (C) 자기주식의 가치 + (D) 사업 가치 - (E) 순차입금으로 구성되며 A와 B까지 계산하는 것이 일반적이다.

특히 B인 비상장 자회사가 상장하게 되면 지주사의 시가총액에 두 기업의 가치가 중복으로 계산되는 것으로 인식돼, 상장 후 모회사의 주가가 하락하는 경향이 커 Discount를 받는다. 이에 추가로, 최근 들어 자금확보를 목적으로 알짜 계열사들을 상장시키는 악습이 빈번해져 risk 회피 투자자들이 Discount를 주는 상황이다.

또한 공정거래법상 계열회사 간의 내부거래 금지 조항이 없어 기업구조를 임의로 변경할 수 있다는 점이 코리아 Discount 더욱 극대화한다.

### 그럼에도 불구하고 지주회사를 왜 봐야 할까?

정확히는 지주사가 아닌 CJ(0010410)를 봐야 한다.

CJ는 국내 주요 그룹사(지주사) 중 지주회사의 시가총액과 상장 자회사들의 합간의 움직임 상관관계수가 가장 높다. 즉 자회사들의 퍼포먼스가 좋아지면 지주사 주가에 빠르게 주가에 반영된다는 것이다.

이에 근거하여 CJ 상장 및 비상장 자회사들을 분석한 결과 대부분의 자회사가 부진의 늪에서 벗어나 24년 EPS가 업 턴이 기대된다. 시장에선 아직 CJ 지주사 ETF가 없기 때문에 24년 첫 번째 매수 후보로 CJ 지주사와 상장 계열사를 추천한다.

NAV 대비 시가총액이 낮으면 그 수치(%만큼 Discount (할인) 되었다라고 표현

NAV는 지주회사 뿐만 아니라 ETF 매매에서 주로 활용

미국은 보통 계열사를 상장하지 않는다

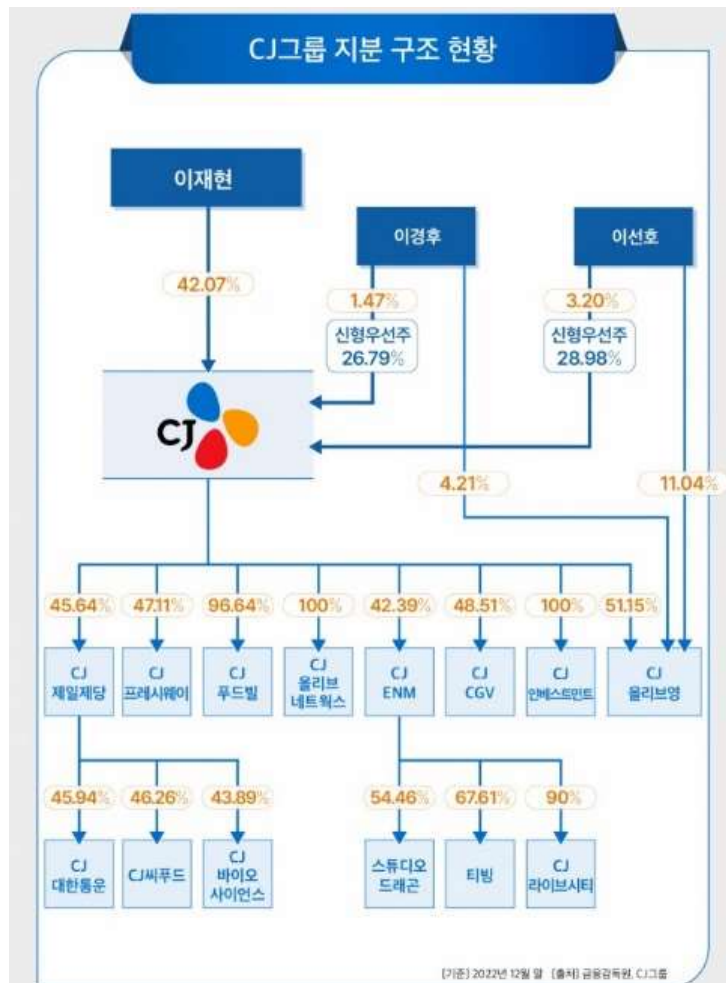
# 1. 지주사 Discount ?

자료 3. 6개 지주사 상관계수 분석

기업명	2020년	2021년	2022년
LG	0.78	0.72	0.27
SK	0.26	0.58	0.84
<b>CJ</b>	<b>0.45</b>	<b>0.83</b>	<b>0.86</b>
롯데	0.57	0.47	-0.38
한화	0.85	0.26	0.08
두산	-0.24	0.54	0.00

출처: Quantwise, 교보증권 리서치센터, 건국금융연구회

자료 4. CJ 그룹 지분 구조 현황



출처: DART, CJ그룹, CEOSCORE DAILY

## 2. CJ 식품 계열사

### 2-1 CJ 제일제당 [반등하는 한국 시장, 성장하는 미국 시장]

식품과 생명공학에 집중하는 CJ제일제당은 국내 1위 식품회사의 위치를 공고히 하고 있음. 주요 매출은 식품 (36%), 바이오 (24%), 물류 (40%)로 구성

#### [주요 이슈]

##### (1) 경기 불황으로 내식 수요 증가

음식료 소비에서 저가형 상품의 판매량은 견조하였고 (ex. 라면, PB 상품) 상대적으로 고가 포지션에 위치한 HMR, 밀키트 등은 소비 위축의 여파로 판매량 감소를 피할 수 없음.

##### (2) 곡물 가격 하락

원당을 제외한 곡물가격의 안정화. 국제 곡물가는 연초 대비 밀 -31%, 옥수수 -32%, 대두 -12% 하락한 상황이며, 이에 따라 음식료 업체들의 투입곡물가는 4Q23부터 2024년까지 하향 안정화될 것으로 판단.

다만, 카카오, 원당은 여전히 높은 가격을 기록하고 있으며 이에 따른 원가 부담은 지속될 것

##### (3) 해외 판매액 견조

CJ 제일제당의 냉동 피자, 만두 등의 상품은 미국 시장에서 인기를 이끌며 지속해서 매출을 기록

##### (4) 헷반, 비비고

1년 전부터 납품가 관련 갈등을 겪어온 쿠팡에 자사 제품 공급 중단. 네이버와 신세계물, CJ 자사몰인 'CJ 더마켓'을 통하여 유통채널 다변화 시도. 당사는 올해 3분기 가공식품에서 전년 동기대비 1.3% 증가한 1조 541억 원의 매출을 기록하며 채널 변화의 영향은 제한적임을 입증

### [ BM & Investment Point ]

#### (1) 국내 식품 부문 (소재 식품, 가공식품 등)

P: 식료품 소비자물가 지수는 최근 4년(20~23년) 동안 평균 5% 상승하며 동기간 전체 물가 상승률 3%를 상회하였으나, 정부의 압박과 소비 둔화에 대한 우려로 인해, 인상할 가능성이 작음.

Q: 3 분기부터 회복하면서, 3 분기 만에 영업이익 반등. 국내 판매량이 다시 증가하기 시작함. 햇반과 비비고 등 국내 가공식품 판매가 증가한 영향.

C: 앞서 설명한 곡물 가격의 하락이 원가 부담을 줄여주면서, 식품 부문의 영업이익 개선을 기대

#### 가공 및 소재

- 햇반 +14%, 다시다 +14%, 조리냉동 +13%, 조리육 +9% 등 성장 지속, HMR(가정 간편식 시장): 1,542 억 원 달성, 23 3Q 1 조 541 억 매출 기록  
- 전년 기저 부담에 따른 유지 매출 감소를 제당/제분 매출 증가로 상쇄, 23 3Q 6,167억 매출 기록

#### (2) 해외 식품 부문

미주: 23 년 3Q 1 조 917 억 매출 기록(+1%)

피자(Red Baron): CJ 제일제당의 미국 냉동식품 업체 슈완스컴퍼니는 지난 5 월 캔자스주 살리나에 위치한 슈완스 피자 공장을 약 4 만㎡ 늘려 총 9 만㎡ 규모로 증설하면서 세계 최대 냉동 피자 공장 설립 & 살리나 공장에서 물류센터 확장

**B2C: 피자 +7%, P-Rice +11% B2B: 피자 +8%, 만두 +15%, 롤 +4%**

식품 산업은 현재 반등하고 있음. 3 분기부터 시작된 국내 판매량의 반등과 미국 판매량의 상승으로 국내 매출의 증가와 해외 매출의 증가를 통해 매출이 상승할 것으로 기대. 또한 원가의 부담이 줄어들면서 매출에 해당하는 부담도 줄어들 것.

## 2. CJ 식품 계열사

### [ Risk ]

내식이 활성화 되었지만 상대적으로 가격대가 높은 CJ 제일제당 제품에 대한 판매량 역성장 우려. 바이오 및 F&T 부문은 기저부담을 해소해야 할 필요 有

자료 5. 식품산업 업종별 원재료비 원가 대비 비중 및 주요 원재료 구성비 (2021)

(%)	빵	과자류	커피/코코아	음료류	제당	면류
원재료비 원가 비중	58.5	59.4	65.1	53.8	65.5	61.5
주요 원재료 구성비	소맥 62.6 <b>백설탕 11.2</b> 계란 6.0 버터 2.3	소맥 44.3 <b>백설탕 12.1</b> 감자 8.3 팜유류 4.6	<b>커피원두 35</b> 원유 29.1 <b>백설탕 26.2</b> 물엿 3.0	<b>과당류 20.6</b> <b>백설탕 20.0</b> 감귤 18.0 대두 8.3	원당 57.1 옥수수 40.8 물엿 0.7	소맥 61.9 팜유류 18.5 감자전분 5.4

출처: KREI, 건국금융연구회



## 2. CJ 식품 계열사

### 2-2 CJ 프레쉬웨이 [ 솔루션 분야를 바탕으로 한 다변화는 장점, 당장의 실적은 미지수 ]

주 매출원은 식자재 유통 및 푸드 서비스업(단체급식)으로 국내 11개 사 해외 3개 사의 종속 사 보유. 매출의 83%가 식자재 유통을 통해 발생하며, 푸드 서비스가 매출의 15%를 차지

#### [ 주요 이슈 ]

- (1) 외식 경기 부진 및 물류 관련 투자 영향으로 성장률 둔화 불가피
- (2) **Q의 증가**: 솔루션을 통해 CJ 프레쉬웨이의 식자재 유통 고객 수 증가와 단체급식 수주 확대가 기대되며 이에 따라 성장세 지속 기대. 사업 단계와 규모에 따른 고객 맞춤형 솔루션 제공으로 고객 수가 증가할 전망

#### [ BM& Investment Point ]

##### (1) 23년 3Q 실적

식자재 유통 : 23 3Q 매출: 5960 억 원, 영업이익: 167 억 원 **(MoM 2.9%)**  
단체 급식 : 23 3Q 매출: 1975 억 원, 영업이익: 126 억 원 **(MoM 7.3%)**  
제조/조정 : 23 3Q 매출: 155 억 원, 영업이익: 9 억 원 **(MoM - 4.4%)**  
→ 식자재 유통 및 단체 급식 부문 전 분기 대비 상승

전체 고객 수 전년 대비 (+7.6%) 증가하였으며, 점당 매출액은 전년 대비 (+5.6%) 증가. 전 분기 전체 고객 수는 4만 7천, 점당 매출액은 4,200 만인 것을 감안했을 때 전반적으로 고객 수와 점당 매출액 상승 (전체 고객 수 12% 증가)

고객 수의 지속적인 증가를 감안하여 23년 4Q에도 지속적인 상승을 할 것을 예상. (고객 수: 56,000명 예상, 23년 4Q 매출 8,110억 예상)

## 2. CJ 식품 계열사

### (2) 프레시웨이의 미래 동력 (솔루션 & DT) : 직접적 수익성은 제한적

#### 솔루션 사업 부

CJ프레시웨이 의 솔루션은 외식/급식 경로에 적합한 상품 및 메뉴인 밀 솔루션 (Meal Solution), 사 업장 운영 효율화를 위한 비즈니스 솔루션(Business Solution) 으로 구분. 외식/사업장 별로 맞춤형 상품을 기획하여 사업장의 운영 효율을 높여 소비자의 만족도를 올리기 위한 솔루션을 제공

밀솔루션 상품: 1) 대용량 패키지 상품, 2) RMR(Restaurant Meal Replacement) 상품이 존재하며 프레시웨이는 지속해서 CAPA 확대 진행중

비즈니스 솔루션: 외식/급식 사업자가 사업을 운영하는데 있어 필요한 운영 매뉴얼을 제공하고 브랜드 컨설팅, 마케팅 콘텐츠 등을 포함

CJ 프레시웨이는 솔루션을 강화해 외식/급식 신규 고객을 확보할 뿐만 아니라 기존 고객의 리텐션율을 높이며 Q 증가와 수익성 개선이 기대

#### DT 사업부

온라인으로 식자재를 구매 플랫폼을 운영으로 오프라인 플랫폼과 연계해 고객 접점을 확장하고 시장 점유율 상승 기대. B2B 식자재 구매에서 온라인 이용 비중은 7%에 불과한 것으로 파악됨.

디지털 전환을 통해 식자재 업체는 공급망 최적화, 라스트 마일 서비스 강화, 데이터 경영 체계 도입으로 시장의 변화에 대응하고 보다 효율적인 사업 운영이 가능할 것으로 기대.

자료 6. CJ 프레시웨이 솔루션 전략



자료 7. CJ 프레시웨이 플랫폼 전략 방향

공급자(제조사 / 상사) 니즈	온니채널 역량 확보 방향성	수요자(외식사업자) 니즈
<ul style="list-style-type: none"> <li>물류 커버리지 확장</li> <li>인프라 운영 부담 해소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>공급자 / 외식사업자에 최적화된 물류 서비스 제공</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>주문 / 배송 편의</li> <li>적시 대응 / 안정적 공급</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>판매 채널 확대</li> <li>수요자 정보 / 마케팅 접점</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>우수 공급사와 외식사업자 및 유통 단계 단축</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>상품 / 공급자 정보</li> <li>다양한 선택권(가격, 품질)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>트렌드 대응(상품 개발, 마케팅)</li> <li>생산 / 재고 관리 효율화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>시장 참여자 성공 지원 솔루션 제공 역량 확보</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>트렌드 메뉴 / 경쟁자 대응</li> <li>식당 운영 효율화</li> </ul>

## 2. CJ 식품 계열사

### 2-3 CJ 푸드빌

CJ 푸드빌은 뚜레쥬르, VIPS, 더 플레이스, 제일제면소 등의 외식 브랜드를 운영하는 CJ 계열사

#### [ BM & Investment Point ]

현재 CJ푸드빌의 주요 수익은 뚜레쥬르의 프랜차이즈 부문과 VIPS의 외식 부문으로 나뉨. 2020년부터 진행된 외식 브랜드 구조조정과 해외 진출을 통해 2021년부터 영업 흑자를 기록하였으며 현재는 수익성 회복이 진행 중.

뚜레쥬르는 2018년 북미에서  
흑자전환 성공한 바가 있음  
(2023년 12월 미국 매장 수 :  
108개)

23년 12월 아르게스 PE 를 우선협상대상자로 선정 후 유상증자 진행. CJ는 아르게스 PE 에 129만 주의 신주를 발행(700억 규모)하여 아르게스 PE 는 CJ 푸드빌의 2대 주주로 등극. 아르게스 PE 로부터 유치한 투자금은 뚜레쥬르의 해외 사업에 투자될 예정. (미국 조지아주에 1억 개 생산 능력을 갖춘 9만 m2 규모의 신공장 설립)

코로나 19 이후, 외식 부문의 실적은 개선되었으며, 수익성이 약한 사업 부문은 정리하고, 뚜레쥬르의 프랜차이즈 사업 분야를 통해 외형 성장 및 수익 성장 추구 중.

하지만 24년부터 내식 수요 확대 예상에 따라, 외식 사업부문의 수익성 개선세는 불확실하다고 판단.

23 3Q 매출 : 204 억(-1.5%, MoM) ,

23 4Q 매출 : 크리스마스 및 연말 수혜에 따라 매출 증가 예상 206 억(+1%, MoM)

#### 기업 가치 (시장 컨센서스)

- 23년 4,590 억 예상. 다만. 전체 계열사 중 극히 일부분을 차지하기 때문에 CJ 주가에 영향은 제한적

### 3. CJ 엔터 콘텐츠 계열사

#### 3-1 CJ CGV [ 돌아온 실적 하지만, 여전히 리스크는 남아있어]

[당사가 운영 중인 사이트 및 스크린 현황]

국내 (1,534개) > 중국(1,293개) > 튀르키예(861개) > 베트남(566개) > 미국 (480개) > 동남아

CJ CGV의 주가는 한국과 중국 모두가 호실적이 보여야만 상승 가능. 국내 4분기 실적은 준수하다고 판단되며 중국은 생각보다 더 좋다고 판단됨. 특히 중국은 2006년 진출 이래, 23년 7월이 사상 최대 매출을 달성하였으며 나아가 글로벌 영화시장의 빠른 회복으로 인해 올 4분기 및 내년 상반기까지 실적 개선세가 이어질 것으로 전망.

#### [ BM & Investment Point ]

##### 1. 입장료 판매

범죄도시 3 (1,068만 명), 엘리멘탈(723만 명) 등 메가 히트 작품의 다수 출현으로 3분기 7,341억 원 매출 달성 (YoY +25.7%)

→ 4분기 또한 서울의 봄(931만 명), 노랑: 죽음의 바다(1,000만 명 기대)등의 작품으로 MoM+22% (9,000억 원) 달성 예상 (서울의봄 >= 범죄도시 3, 노랑 죽음의 바다 > 엘리멘탈 가정)

##### 2. 광고 판매

관람객 증가에 따른 광고 수요 회복으로 1,259억원 달성 (YoY+18.7%)

→ 입장료 판매에 따른 광고판매 상관관계의 기반, 4분기 또한 MoM + 25% (1573억) 달성 예상

##### 3. 컨세션 & 기타 판매

컨세션 = 식품, 매점 사업 ) 1,971억 원 매출 달성 (YoY+30.2%)

→ 고정 운영 및 인건비 C 절감추세. 실제로 최근 영화관, 직원 수가 '매우 눈에 띄게 줄었음' & 매출 또한 광고 입장료와 유사하게 증가세 보일 예상.

### 3. CJ 엔터 콘텐츠 계열사

#### [ RISK ]

코로나 시절 재정난으로 과도한 회사채 발행 및 과도한 무상증자와 매우 커진 이자 비용 부담 및 주주가치 희석(4,773 만 주→1억 2,243 만 주) 또한 작년 3분기 이자 비용 368 억 원 (3.16% 금리)에서 올해 7.2% 금리로 회사채 발행

하지만 코로나 시절 판매한 극장을 재매입하는 것으로 보아, 경영진들은 향후 실적이 견고하다고 판단하는 것으로 추정됨. (자산 유동화 증권)

또한 최근 CJ 에션 자회사 올리브네트웍스의 주식을 현물출자하여 CJ CGV의 주식을 인수하려고 했으나, 법원의 평가보고서 보완 요구로 제동이 걸린 상황. 현재, CJ 이사회에선 이와 관련된 준비를 모두 맞추었으며 2달 정도 소요된 뒤, 올 초에 공표 될 예정.

자료 8. 국내 개봉예정 주요 기대작

개봉월	영화명	배급	주연
24년 1월~2월	외계+인 2부	CJ ENM	류준열, 김우빈, 김태리
	데드맨	플러스엠	조진웅, 김희애
	크로스	플러스엠	
	스턴트맨	UPI	라이언 고슬링

출처: CJ CGV IR, 건국금융연구회

자료 9. CJ CGV 만기 도래 회사채

CJ CGV 만기 도래 회사채 ※~2050년 기준				자료:본드랩
종목명	발행액	발행일	만기일	공사모
CJ CGV30	500억원	2020년 11월 26일	2023년 11월 26일	사모
CJ CGV31	2000억원	2020년 12월 15일	2023년 12월 15일	공모
CJ CGV25	1500억원	2018년 11월 8일	2048년 11월 8일	사모
CJ CGV29	800억원	2020년 10월 30일	2050년 10월 30일	사모

출처: 언론보도, 본드웹

### 3. CJ 엔터 콘텐츠 계열사

#### 3-2 CJ ENM [ Tving + Wavve = Netflix 1강 체제 OUT ]

##### [ BM & Investment Point ]

###### 1. 미디어 플랫폼 (tvN, Tving)

광고 (Bad) & 유료 가입 상품 (P↑, Q ↑)

국내 대형 광고주들의 상반기 방송 광고비가 현격히 저하되는 양상을 보임.

(30~40% 역성장) 우영우 같은 메가 히트작이 없는 이상 광고 수입이 힘든 것이 방송사의 현실

하지만, Tving X Wavve 로 광고 수입 + OTT 독점이 가능하다고 판단. 두 업체가 합병 시 MAU 900 만으로 경쟁사 Netflix 1,100 만의 대항마로 발돋움 가능. 또한 합병 후 국내 점유율이 30% 이상이 되어 P: 20% 상향 가능

**TV 광고는 1Q -30%, 2Q -30%, 3Q -24%로 상반기 대비 하반기 조금씩 개선.**

2024 년 미디어플랫폼 매출액 (시장 컨센서스)은 13,839 억 원 (YoY +8.3%), 영업이익 409 억원(YoY 흑전)을 전망하고 있으며 사측에선 TVING 하반기 턴어라운드 기대

TVING 의 BEP 는 500 만으로 23 년 말 400 만을 달성한 것으로 파악됨. 추가적으로 24 년 진행될 요금제 개편 + AVOD 도입 등으로 인해 내년 상반기에 BEP 달성할 수 있는 것이라고 판단됨.

###### 2. 영화 드라마 (CJ ENM, 스튜디오 드래곤)

스튜디오 드래곤의 실적에서 TV 광고에 직접 연동되는 부분은 약 26%이며 제작 규모의 확대로 회차당 매출은 약 30 억 원 수준. (연간 제작 편수 30 편 유지)

또한 작가 파업 이슈 해소로 콘텐츠 병목 현상이 해소될 것으로 예측됨.

###### 3. 피프스시즌 (CJ ENM 자회사; 글로벌 스튜디오)

CJ ENM 자회사 피프스시즌, 토호 (일본 애니메이션 제작사)로부터 약 3,000 억원 투자유치.

22 년 피프스시즌 실적은 [매출액 6,996 억 원 순손실 692 억 원] 이었지만, ENM 인수 당시 가격과 토호의 인수 대금 3000 억을 고려한 결과 적자임에도 불구하고 가치가 떨어지지 않았음이 확인됨.

### 3. CJ 엔터 콘텐츠 계열사

23년 피프티시즌은 미국 제작 현장의 파업으로 어려운 상황이었지만 상반기 대비 작품 딜리버리를 늘려가며 3~400억 원대 손실을 123억으로 축소

피프티 시즌의 연간 제작 CAPA는 20~30편 정도인 것으로 확인됨.

자료 10. 국내 주요 광고주의 방송 광고비 변화

광고주	2022년(1월~5월)	2023년(1월~5월)	증감액	증감률(%)
삼성전자	110,467,684	66,584,502	-43,883,092	-39.7
LG전자	70,887,657	38,752,150	-32,135,507	-45.3
KT	25,840,419	1,039,788	-24,800,631	-96.0
한국과학기술	15,479,823	10,759,006	-4,720,817	-30.5
동국제약	14,146,694	27,545,848	13,399,154	94.7
현대자동차	13,054,007	22,892,724	9,838,717	75.4
에스엘	12,895,721	15,317,188	2,421,447	18.8
하이닉스	11,821,693	25,793,577	13,971,884	118.2
SK텔레콤	8,634,605	25,609,821	16,975,216	196.3
기아	8,253,802	5,594,365	-2,658,927	-32.2
합계	291,482,195	238,895,639	-51,586,556	-17.7

출처: 언론보도, 건국금융연구회

자료 11. 피프티시즌, 투자유치

구분	설명
투자 결정일	23년 12월 10일
투자 참여 기업	도호인터내셔널
취득 금액	2억 2,500만 달러 (약 2,900억 원)
취득 후 보유 지분율	25%
투자 방식	제3자배정 유상증자

출처: 공정거래법 지주회사 제도 운영 매뉴얼

자료 12. CJ ENM 극장수입 (단위 : 원)

구분	근거	2019년	2020년	2021년	2022년
평균 관람료	연간 평균 요금	8,444	8,547	9,656	10,285
영화진흥기금	평균관람료의 3%	253	257	290	309
극장 배부액	영화진흥기금 차감 후 50%	4,095	4,158	4,638	4,988
관객당 평균단가	-	4,095	4,158	4,638	4,988

출처: DART, 건국금융연구회

## 4. CJ 주요 비상장 계열사

### 4-1 CJ 올리브영 [ 진정한 중국 수혜주 ]

#### [ Investment Point ]

##### 1. 23년 누적 매출

- 2조 7900억 원 (YoY+39%) 누적 순이익 2,742억 원 (YoY+80%)

단순 점포 수 확대로 매출이 증가한 것이 아닌 **점포당 매출이 증가세가 두드러지며, 수익성 중심의 제품구성 (브이티, 남성 그루밍, 틴에이지 뷰티) 과 점포 확대 제한으로 P, Q, C 모두를 잡음**

##### 2. 면세점 반사 수혜

면세점 외국인 매출액 YoY -37% → 줄어든 파이를 올리브영이 탈환함

##### ▶우리가 알던 타이공은 없다

더 이상, 한국 화장품, F&F 의류를 보따리로 사가는 중국 타이공을 찾아보기 힘들. 이젠, 타이공이 아닌 자유 관광객들의 증가로 객단가 (1인당 매출) 가 감소함 (이는 호텔신라, LG 생활건강, F&F 의 주가를 확인한다면 쉽게 이해가 가능하다 )

→ 면세 백화점이 아닌 올리브영, 다이소로의 소비 트렌드 변화

이와 상반되어 23년 12/11일까지 올리브영의 명동 지역 5개 매장의 외국인 매출은 4배가 증가, 중국인 매출은 6배 증가한 것으로 확인됨

22년 올리브영 IPO 추진 당시, 매출액 2조 7천억 원 OP 2,700억 원으로 약 3조 원의 Value 를 측정 받았지만, 23년 매출액 3조 2000억 OP 4000억 원이 예측되어 (OPM 12% 수준) → 약 3조원 중반 ~ 4조원의 Value 가 합당하다고 판단됨.

4 조원의 Value 가 합당한 추가적인 이유는 다음과 같음.

1. 온라인 매출은 코로나 이전 11%에서 20% 중반대까지 올라섰으며 온 & 오프라인 재구매 비율이 223% 달성 → 단순 일회성 실적이 아님을 반증
2. 올리브영 실적의 급격한 우상향으로 배당 성향이 올라갈 가능성 충분
3. 과징금 문제로 인해 4분기 실적 발표와 관련하여 리스크가 존재하였지만, 결과론적으로 과징금 6,000억 원 → 19억 원으로 결정되어 리스크 해소



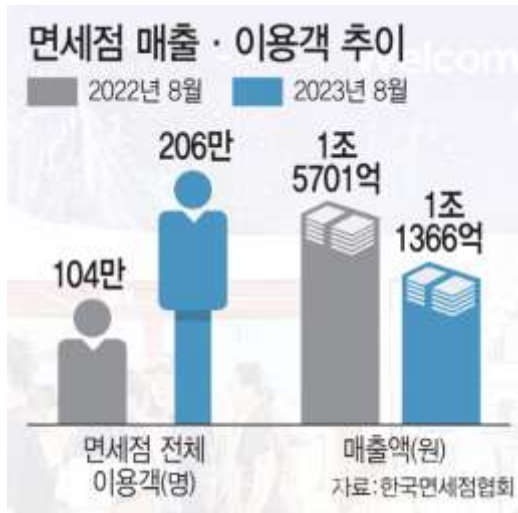
## 4. CJ 주요 비상장 계열사

자료 13. CJ 올리브영 점포수 (단위: 개. %)

	22.1Q	2Q	3Q	4Q	23.1Q	2Q	3Q
점포수	1,272	1,275	1,289	1,298	1,298	1,320	1,339
직영점	1,038	1,041	1,056	1,065	1,065	1,090	1,111
가맹점	234	234	233	233	233	230	228
비율	82	82	82	82	82	83	83

출처: CJ IR, BNK 투자증권, 건국금융연구회

자료 14. 국내 면세점 매출, 이용객 추이



출처: 언론보도

자료 15. 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
이선호 지분율 (c)	11	11	11
지분 가치(d) = (b) * (c)	0.44	0.495	0.55
이선호의 CJ 확보 지분율 = (d/a) * 100	18.3	20.6	22.9

출처: DS투자증권 리서치센터, 건국금융연구회

## 5. Valuation

### 5-1 CJ 지주사 Valuation

자료 13. CJ Valuation Table (단위: 십억 원)

23년 12월 28일 기준

	시가총액	CJ 지주사 지분율	지분 가치
CJ 제일제당	4,887	45.64%	2,230
CJ 프레스웨이	283	47.11%	133
CJ 푸드빌	265	96.64%	256
CJ CGV	707	42.39%	300
CJ ENM	1,588	42.39%	673
CJ 올리브영	4,000	51.15%	2,045
CJ 올리브네트웍스	295	100%	295
<b>합계</b>			<b>5932</b>
순차입금(별도 기준)			258
NAV			5674
NAV Discount			45%
Discount 적용 기업가치			3,120
주식 수			27,058,456
<b>목표주가</b>			<b>115,000</b>

### 비상장 자회사 Valuation

#### CJ 푸드빌

- CJ 그룹사 계열사 중 가장 낮은 가치를 차지함을 고려해 시장 컨센서스를 가장 평균한 뒤 대입

#### CJ 올리브영

- 23년 매출액 3조 2,000억 OP 4,000억 원 예측
- N/I는 OP 기준 30% 차감 후 반영 (법인세 및 과징금 리스크 반영)
- Peer Group Ulta beauty (ULTA) PER 적용

#### CJ 올리브네트웍스

- CJ CGV와의 유상증자 이슈 당시, 지분가치 4,444억 원 PER 16.3 배로 측정 (당기순이익 273억)
- PEER 업체인 신세계 I&C, 삼성 SDS, 롯데정보통신들과 비교하여 과도한 고평가 논란 존재. 이를 감안하여 PEER PER 10.8 을 반영