



BUY (유지)

목표주가(12M) 180,000원(상향)
현재주가(3.19) 127,300원

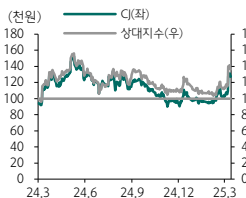
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,628.62
52주 최고/최저(원)	152,700/90,000
시가총액(십억원)	3,714.2
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	123.6
60일 평균 거래대금(십억원)	13.5
외국인지분율(%)	13.98
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7 인	47.26
국민연금공단	12.35

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	43,522.6	45,145.7
영업이익(십억원)	2,602.3	2,958.0
순이익(십억원)	540.5	812.0
EPS(원)	7,141	10,154
BPS(원)	166,366	169,996

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024	2025F
매출액	40,924.9	41,352.7	43,646.7	45,428.0
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,547.5	2,931.5
세전이익	1,056.2	985.9	708.8	1,202.9
순이익	202.1	194.8	100.5	283.8
EPS	5,666	5,462	2,817	7,957
증감율	(26.51)	(3.60)	(48.43)	182.46
PER	14.84	17.28	35.18	16.00
PBR	0.56	0.59	0.63	0.73
EV/EBITDA	5.70	5.80	4.86	4.39
ROE	3.94	3.64	1.83	4.94
BPS	149,477	158,764	157,224	173,567
DPS	2,500	3,000	3,000	3,200



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

하나증권 리서치센터

2025년 3월 20일 | 기업분석_Earnings Review

CJ (001040)

하방리스크 제한적. 올리브영 가치는 계속 반영될 듯

상장자회사 부진으로 4분기 실적은 컨센서스 하회. 올해는 실적 회복 추세 기대

CJ에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 180,000원으로 상향. 목표가 상향 배경은 향후 지배구조 개편시 올리브영을 IPO보다는 합병할 가능성이 높아졌다고 판단해 그동안 올리브영에 적용했던 할인율을 낮췄기 때문. CJ 4분기 연결기준 영업이익은 YoY 9.9% 증가한 6,301억원을 기록해 컨센서스를 하회. 이는 주요 상장자회사들의 실적이 예상보다 부진했기 때문. 1) 제일제당은 대한통운 포함 연결기준 영업이익이 전년대비 26.5% 증가했지만 해외 바이오자회사 손상차손으로 순이익이 적자로 전환했고, 2) ENM은 티빙 가입자 감소 및 제작비 증가로 영업이익이 410억원으로 YoY 30% 감소. 3) CGV는 올리브네트웍스 편입 효과로 매출이 YoY 급증했지만 영업이익은 170억원으로 정체되었고, 4) 다만 프레시웨이는 의료 파업에도 불구하고 신규 급식 수주로 영업이익이 YoY 3.6% 증가한 252억원을 실현해 선방했음. 올해는 작년 비용 선인식에 따른 기저효과(제일제당) 및 라이브시티 등 비경상 요인의 정상화에 따라 주요 자회사들이 실적 회복 추세에 진입할 수 있을 것으로 판단

비상장자회사 성장세 견조했지만 2025년 매출성장률과 영업이익률 다소 둔화 전망

주요 비상장자회사인 올리브영은 매출성장률이 YoY 19.2%로 다소 둔화되었고, 영업이익률은 11%대로 하락. 그러나 이는 인센티브 지급에 따른 계절성 때문으로 이를 제외한 영업이익률은 약 12.7~12.8% 내외로 추정. 오프라인매출은 YoY 16%, QoQ 0.4% 증가했는데 내국인매출은 QoQ 소폭 줄었으나 외국인 인바운드 매출이 YoY 98%, QoQ 11.4% 증가해 오프라인매출 성장을 견인. 온라인매출은 YoY 27% 증가했고, 이중 글로벌몰매출이 YoY 67% 성장 중. 2022년부터 2024년까지 3년간 연평균 매출성장률이 30%를 상회할 만큼 고성장을 보여온 만큼 올해 매출성장률은 10%대로 둔화될 것으로 예상. 한편 올리브영 4분기 영업이익이 1,400억원 내외로 추정되는 반면 순이익이 1,331억원으로 높았던 이유는 SPC 콜옵션 관련 파생상품 평가익 발생 때문임. 푸드빌은 4분기 중에만 미국 점포수가 22개나 늘어났는데 마진율이 높은 미국 매장 수 확대에 힘입어 영업이익률이 약 6.8~6.9%대까지 상승한 것으로 보임. 지난해부터 시작된 조지아 생지 공장 완공이 2025년말로 예상되는데 따라서 2025년에는 비용 집행 등으로 인해 영업이익률이 일시적으로 둔화될 가능성이 높다고 판단

CJ의 올리브영 예상 지분 가치는 최소 3.0~3.5조원. 그러나 현 시가총액은 3.7조원

주요 언론에 따르면 올리브영이 신한SPC가 보유 중인 잔여지분 11.3%를 자사주 형태로 매입하기로 결정했다고 보도. 인수가격은 작년의 글렌우드PE로부터의 11.3% 지분 매입가 3,850억원(3.5조원 밸류)에서 크게 차이나지는 않는 듯. 이로써 결과적으로 외부 지분을 모두 회수하게 되는데 금번 지분 인수의 배경은 SPC에 대한 이자비용이 상당했고, 배당을 계속 지급할 이유가 없는 만큼 순현금이 자사주 매입에 필요한 수준에 도달하자마자 바로 인수에 나서는 것으로 추정(올리브영 지분 구조는 CJ 51.2%, 자사주 22.6%, 특수관계인

25.7%, 기타주주 0.6%로 변경). 우리는 향후 지배구조 개편 진행 과정에서 CJ가 올리브영을 IPO하기보다는 합병 방식에 나설 가능성이 매우 높아졌다고 판단. 그 이유는 1) IPO를 염두에 뒀다면 외부 지분을 굳이 내부화할 이유가 적고, 2) 최근 주주가치 제고가 화두가 되면서 중복상장에 대한 비우호적인 사회 분위기가 커졌으며, 3) IPO시 지분 처분을 통한 투자자금 회수와 이후 CJ 매입 전략에는 오너 3세들의 세금 부담이 크게 수반될 수 밖에 없기 때문. IPO 가능성이 사라졌다면 CJ 주가의 하방리스크는 제한적이라고 판단. 과거 중복 상장시 모회사에 할인 요인으로 작용하면서 모회사 주가가 부진했던 사례가 많았는데 이러한 가능성이 해소되었기 때문. 향후 합병 과정에서 합병비율 불확실성 등이 CJ에 일시적인 리스크 요인으로 작용할 수는 있겠지만 합병후에는 올리브영의 가치가 CJ에 온전히 반영되면서 CJ 주주가치가 크게 제고될 공산이 큼. 현재의 수익성을 감안시 올리브영의 기업가치는 최소 6~7조원 이상으로 추정되는데 51.2%를 보유 중인 CJ의 올리브영 지분 가치는 최소 3.0~3.5조원 이상으로 예상되는 반면 CJ의 현 시가총액은 약 3.7조원에 불과해 현재 반영되지 않고 있는 올리브영의 가치가 결국 CJ 주가에 반영될 수 밖에 없기 때문. 합병 작업을 위해서는 올리브영이 보유하게 되는 22.6%의 자사주가 모두 소각될 것으로 예상되고(피합법법인의 자사주 신주 배정 금지), 합병 후에는 올리브영의 배당재원이 모두 CJ의 배당재원으로 쓰인다는 점에서 배당 매력도 부각될 여지가 높다고 판단. 결국 관건은 합병 등 지배구조 개편안이 수면 위로 떠오를 시기가 언제일 것이냐임. 우리는 그 시점은 올리브영의 본질 가치가 극대화될 수 있고, CJ 주가 등까지 고려해 합병비율이 상대적으로 유리하고 소액주주들의 합병 반대 주식매수청구권 행사가 적어질 수 있는 때일 것으로 추정. 이는 결국 CJ 주가 상황과도 맞물릴 수 있다고 판단

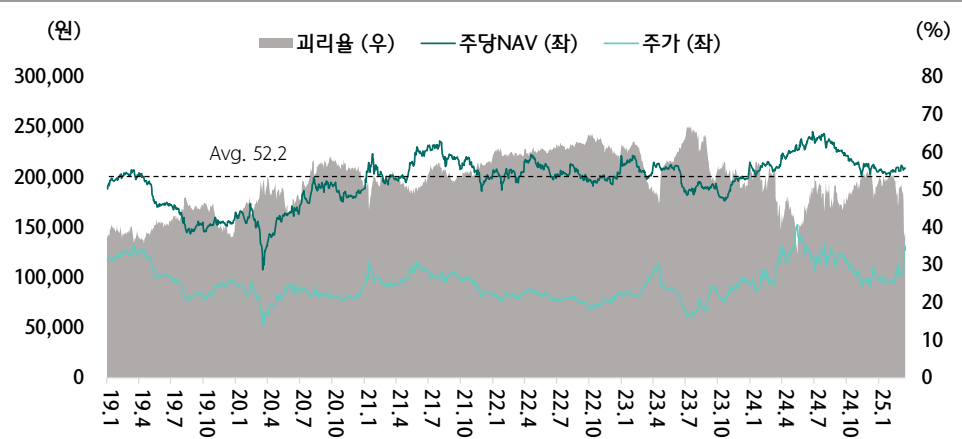
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고
영업가치		로열티	157	5.0	783	10.6	
		임대료수익	7	5.0	33	0.4	
		소계			816	11.1	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 제일제당	44.6	3,989	1,777	24.1	
		CJ ENM	40.1	1,210	485	6.6	
		CJ CGV	50.9	807	411	5.6	
		CJ 프레시웨이	47.1	245	115	1.6	
		소계			2,789	37.9	
		소계(상장자회사 50% 할인 적용)			1,394		
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 올리브영	51.2	54	3,611	49.0	CJ 올리브영 2024년 순익에
		CJ 푸드빌	84.7	102	86	1.2	ULTA(Nasdaq) 1년 평균 PER 15배
		기타 비상장		30	30	0.4	적용 후 20% 할인 적용
		소계			3,728	50.6	
		소계(CJ올리브영 20% 할인 적용)			3,005		
		자기주식				271	3.7
순차입금(별도)				-240	-3.3		
실질 NAV				7,363	100.0		
목표 NAV				5,247	71.3		
발행주식수				29,176,998			
목표주가				180,000			
현재주가(3/19)				127,300			
상승여력(%)				41.4%			

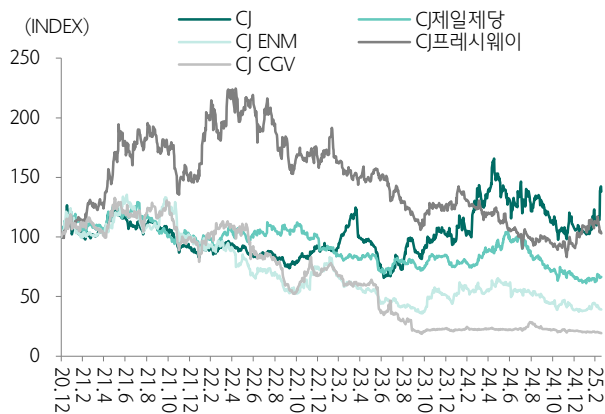
주: 상장자회사 시가총액은 2025년 3월 19일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이



자료: Quantiwise, 하나증권

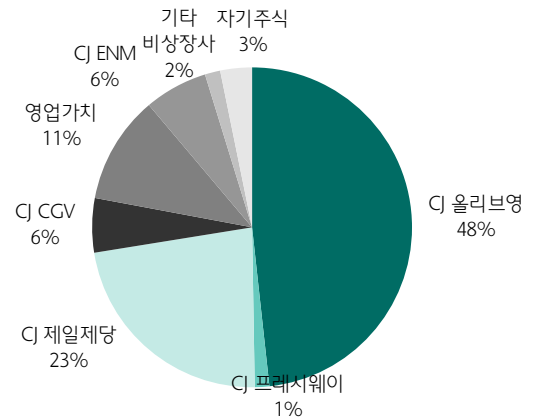
도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이



주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준

자료: Quantiwise, 하나증권

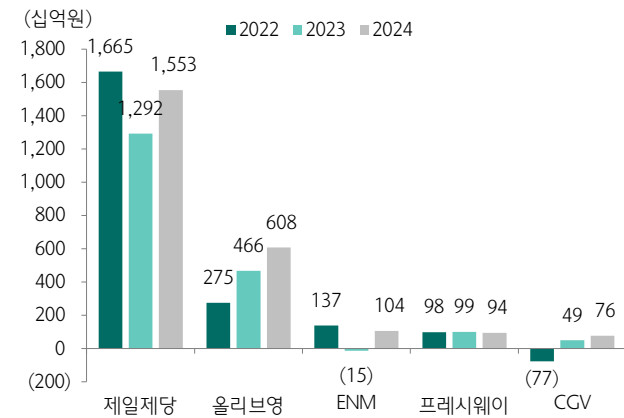
도표 4. CJ 실질 NAV 구성요소



주: 상장자회사 가치는 2025년 3월 19일 기준

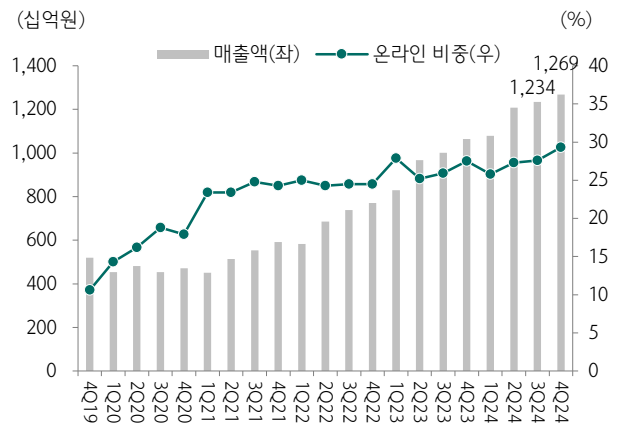
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 5. CJ 주요 자회사 영업이익 추이



자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	40,924.9	41,352.7	43,646.7	45,428.0	47,797.1
매출원가	29,696.1	29,955.3	31,022.8	32,569.1	34,072.7
매출총이익	11,228.8	11,397.4	12,623.9	12,858.9	13,724.4
판매비	9,074.6	9,358.3	10,076.3	9,927.4	10,260.9
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,547.5	2,931.5	3,463.5
금융손익	(559.1)	(824.3)	(878.2)	(913.6)	(961.2)
종속/관계기업손익	(162.9)	(52.0)	77.5	(15.1)	31.2
기타영업외손익	(375.9)	(176.8)	(1,038.0)	(800.0)	(1,095.4)
세전이익	1,056.2	985.9	708.8	1,202.9	1,438.2
법인세	369.4	461.3	557.6	601.4	719.1
계속사업이익	686.8	524.7	151.2	601.4	719.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	686.8	524.7	151.2	601.4	719.1
비지배주주지분 순이익	484.8	329.9	50.7	317.7	359.6
지배주주순이익	202.1	194.8	100.5	283.8	359.6
지배주주지분포괄이익	245.1	253.0	313.2	400.6	447.6
NOPAT	1,400.8	1,085.1	543.4	1,465.8	1,731.8
EBITDA	5,362.1	5,098.8	5,850.3	5,885.6	6,029.9
성장성(%)					
매출액증가율	18.68	1.05	5.55	4.08	5.22
NOPAT증가율	20.00	(22.54)	(49.92)	169.75	18.15
EBITDA증가율	23.85	(4.91)	14.74	0.60	2.45
영업이익증가율	14.48	(5.34)	24.93	15.07	18.15
(지배주주)순이익증가율	(26.51)	(3.61)	(48.41)	182.39	26.71
EPS증가율	(26.51)	(3.60)	(48.43)	182.46	26.71
수익성(%)					
매출총이익률	27.44	27.56	28.92	28.31	28.71
EBITDA이익률	13.10	12.33	13.40	12.96	12.62
영업이익률	5.26	4.93	5.84	6.45	7.25
계속사업이익률	1.68	1.27	0.35	1.32	1.50

투자지표	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,666	5,462	2,817	7,957	10,082
BPS	149,477	158,764	157,224	173,567	191,847
CFPS	140,254	133,698	129,695	116,560	112,288
EBITDAPS	150,350	142,970	164,039	165,031	169,077
SPS	1,147,521	1,159,517	1,223,839	1,273,788	1,340,215
DPS	2,500	3,000	3,000	3,200	3,500
주기지표(배)					
PER	14.84	17.28	35.18	16.00	12.63
PBR	0.56	0.59	0.63	0.73	0.66
PCFR	0.60	0.71	0.76	1.09	1.13
EV/EBITDA	5.70	5.80	4.86	4.39	3.76
PSR	0.07	0.08	0.08	0.10	0.09
재무비율(%)					
ROE	3.94	3.64	1.83	4.94	5.65
ROA	0.45	0.41	0.21	0.59	0.72
ROIC	5.02	3.74	2.04	6.00	7.67
부채비율	172.03	163.81	167.64	162.27	157.45
순부채비율	85.38	78.31	72.03	48.02	27.53
이자보상배율(배)	3.19	2.24	0.00	0.00	0.00

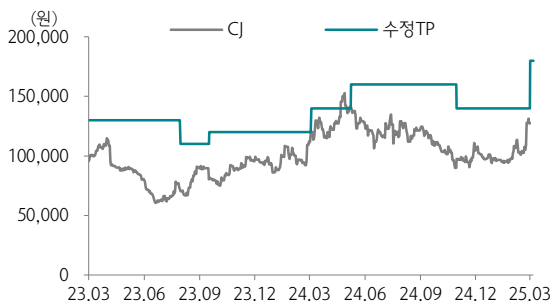
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	15,173.7	14,584.1	14,689.6	18,940.8	23,062.1
금융자산	5,155.2	4,510.2	5,061.0	8,905.3	12,469.2
현금성자산	4,021.3	3,646.5	4,202.3	8,008.9	11,520.9
매출채권	4,406.2	4,114.8	4,114.8	4,296.2	4,544.7
재고자산	3,707.5	3,169.9	3,169.9	3,309.6	3,501.1
기타유동자산	1,904.8	2,789.2	2,343.9	2,429.7	2,547.1
비유동자산	33,066.8	32,619.7	32,807.4	29,964.0	27,549.3
투자자산	3,968.7	3,851.5	3,962.9	4,073.6	4,225.3
금융자산	1,875.7	1,917.2	2,269.3	2,305.3	2,354.7
유형자산	14,277.4	14,306.2	14,312.8	12,384.5	10,716.1
무형자산	8,334.3	8,143.7	8,226.2	7,200.3	6,302.4
기타비유동자산	6,486.4	6,318.3	6,305.5	6,305.6	6,305.5
자산총계	48,240.4	47,203.8	47,497.0	48,904.8	50,611.4
유동부채	16,950.3	15,637.2	17,297.5	17,677.5	18,198.3
금융부채	9,233.5	7,484.1	8,277.5	8,293.0	8,314.2
매입채무	3,357.0	2,931.2	3,210.7	3,352.2	3,546.1
기타유동부채	4,359.8	5,221.9	5,809.3	6,032.3	6,338.0
비유동부채	13,556.4	13,673.7	12,453.1	12,580.4	12,754.7
금융부채	11,062.2	11,038.7	9,566.9	9,566.9	9,566.9
기타비유동부채	2,494.2	2,635.0	2,886.2	3,013.5	3,187.8
부채총계	30,506.8	29,310.9	29,750.6	30,257.9	30,953.0
지배주주지분	5,182.7	5,513.9	5,459.0	6,041.8	6,693.8
자본금	179.0	179.0	179.0	179.0	179.0
자본잉여금	992.8	992.8	992.8	992.8	992.8
자본조정	(13.7)	121.9	(348.2)	(348.2)	(348.2)
기타포괄이익누계액	61.7	157.5	559.6	959.6	1,359.6
이익잉여금	3,962.8	4,062.7	4,075.7	4,258.6	4,510.5
비지배주주지분	12,550.9	12,378.9	12,287.4	12,605.1	12,964.6
자본총계	17,733.6	17,892.8	17,746.4	18,646.9	19,658.4
순금융부채	15,140.5	14,012.6	12,783.4	8,954.5	5,411.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,045.0	5,017.0	8,000.5	3,680.4	3,456.6
당기순이익	686.8	524.7	151.2	601.4	719.1
조정	4,144.7	4,243.4	4,820.7	2,954.2	2,566.4
감가상각비	3,207.9	3,059.8	3,302.8	2,954.1	2,566.4
외환거래손익	18.7	12.9	93.0	0.0	0.0
지분법손익	158.4	(233.6)	(3.7)	0.0	0.0
기타	759.7	1,404.3	1,428.6	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(786.5)	248.9	3,028.6	124.8	171.1
투자활동 현금흐름	(4,610.8)	(2,365.3)	(2,103.8)	251.5	196.5
투자자산감소(증가)	169.3	169.2	(58.7)	(110.7)	(151.7)
자본증가(감소)	(1,725.3)	(1,344.7)	(1,565.1)	0.0	0.0
기타	(3,054.8)	(1,189.8)	(480.0)	362.2	348.2
재무활동 현금흐름	1,379.2	(2,973.5)	(6,339.8)	(85.4)	(86.4)
금융부채증가(감소)	3,227.0	(1,772.8)	(678.4)	15.5	21.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,503.2)	(885.0)	(5,560.7)	0.0	(0.0)
배당지급	(344.6)	(315.7)	(100.7)	(100.9)	(107.6)
현금의 증감	827.4	(374.8)	502.1	3,806.6	3,512.0
Unlevered CFO	5,002.0	4,768.2	4,625.4	4,157.0	4,004.6
Free Cash Flow	2,128.2	3,538.1	6,152.8	3,680.4	3,456.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.20	BUY	180,000		
24.11.18	BUY	140,000	-27.73%	-6.29%
24.5.27	BUY	160,000	-26.45%	-13.06%
24.3.22	BUY	140,000	-8.37%	9.07%
23.10.5	BUY	120,000	-22.65%	-0.67%
23.8.18	BUY	110,000	-26.92%	-16.73%
22.8.17	BUY	130,000	-37.52%	-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 2025년 3월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 2025년 3월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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	93.12%	6.42%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 3월 19일