



BUY (유지)

목표주가(12M) 180,000원
현재주가(5.16) 124,500원

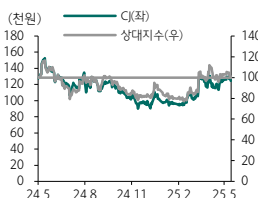
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,626.87
52주 최고/최저(원)	152,700/90,000
시가총액(십억원)	3,632.5
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	169.3
60일 평균 거래대금(십억원)	20.5
외국인지분율(%)	11.36
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7인	47.26
국민연금공단	12.68

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	45,696.6	48,247.1
영업이익(십억원)	2,914.4	3,088.4
순이익(십억원)	850.8	1,010.8
EPS(원)	9,943	12,686
BPS(원)	172,898	187,321

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,311.4	48,207.8
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,710.8	2,985.0
세전이익	985.9	708.8	1,234.5	1,415.5
순이익	194.8	100.5	244.3	353.9
EPS	5,462	2,817	6,851	9,923
증감율	(3.60)	(48.43)	143.20	44.84
PER	17.28	35.18	18.17	12.55
PBR	0.59	0.63	0.72	0.65
EV/EBITDA	5.80	4.85	4.09	4.17
ROE	3.64	1.83	4.26	5.59
BPS	158,764	157,224	172,467	190,588
DPS	3,000	3,000	3,200	3,500



Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 정소영 soyoungjung@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 5월 19일 | 기업분석_Earnings Review

CJ (001040)

실적 맞췄지만 하방리스크보다 상승포텐셜 더 크다

내수경기 둔화 영향 및 비용 부담 등에 따른 자회사 실적 부진으로 컨센서스 하회

CJ에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 180,000원을 유지. CJ의 1분기 연결기준 매출은 YoY 1.6% 증가한 10조 6,004억원, 영업이익과 순이익은 YoY 각각 7.2%와 9.5% 감소한 5,350억원과 1,364억원을 기록해 컨센서스를 소폭 하회. 이는 내수경기 둔화 영향과 비용 부담에 따른 자회사들의 전반적인 수익성 약화 때문. 1) CJ제일제당은 해외식품 매출이 YoY 8% 성장해 처음으로 국내 매출을 상회했음에도 국내 원재료비 부담 및 선물세트 매출 비중 감소로 영업이익이 YoY 7.8% 감소했고, 2) 대한통운은 주7일 배송서비스 '매일 오네' 시행 초기 원가 반영 영향으로 영업이익이 854억원으로 YoY 21.9% 감소. 3) CJ ENM은 TV 광고 매출 부진과 더불어 티빙 제작비 증가 및 네이버 멤버십 제휴 종료 영향 등으로 커머스를 제외한 대부분 사업부문에서 적자를 기록(특히 미디어 부문은 상당폭의 적자전환). 다만 자회사들의 실적 부진은 주로 일회성 요인과 계절적 비수기의 영향을 받은 것으로 추정되어 비용 효율화 및 수요 회복 여부에 따라 향후 이익 개선 흐름이 나타날 수 있을 것으로 기대

올리브영 1분기 매출은 QoQ 역성장했지만 2분기에는 다시 큰폭의 회복 기대

비상장사인 CJ올리브영의 1분기 매출은 1조 2,342억원으로 YoY +14.4% 증가했지만 QoQ로는 2.7% 감소. 비상계업 이슈와 비행기 추락 사고 등에 따라 1분기 소비심리가 위축된 영향. 다만 1분기 영업이익률은 13.5% 내외로 추정되어 전년동기 13.4%와 전분기의 경상 영업이익률 12.7%와 비교시 영업이익률 상승 추세는 지속 중. 총매출 중 오프라인과 온라인 매출은 각각 8,780억원과 3,560억원 내외로 QoQ 모두 감소했고, 외국인 인바운드 매출도 약 2,000억원으로 전분기대비 200여억원 가량 감소한 것으로 추정. 외국인 인바운드 매출은 1분기에 다소 조정 양상을 보였지만, 일본 골든위크 등을 비롯 5월 관광 성수기 진입으로 인해 2분기에는 다시 외국인 수요가 큰폭 회복될 공산이 큼. 총매출 중 온라인 비중은 4분기 29.3%에서 1분기 28.9%로 소폭 하락했는데 영미권 중심의 글로벌물 성장세를 감안하면 온라인 비중은 다시 확대될 것으로 예상. 올리브영은 CJ에 이익기여도가 큰 주요 자회사로서 글로벌 유통채널 확장을 통한 외형 성장과 함께 온라인 채널 중심의 고마진 구조 등으로 중장기적으로 수익성이 계속 개선될 가능성이 높다고 판단. 영업이익과 순이익률이 다소 크게 하락한 CJ푸드빌은 조지아 생지 공장 건설로 인한 비용 집행 증가의 영향 때문임

하방리스크는 매우 제한적. 반면 지배구조 이슈 부각시 주주가치 제고 가능성 높음

1분기 실적은 예상을 하회했지만 하방리스크가 매우 제한적이라는 기존 의견을 계속 유지. 올리브영의 QoQ 매출 역성장은 일시적 현상일 가능성이 높고, 지배구조 관련 이슈가 아직 수면 위로 떠오르고 있지는 않지만 우리는 합병 방식에서의 진행 가능성에 베풀며, 그 과정에서 CJ 주주가치가 크게 제고될 가능성이 높다고 판단하기 때문. 현 시가총액 3.6조원은 시장에서 평가하는 올리브영의 성장성과 지분가치 등을 충분히 반영하지 못하고 있는 상태

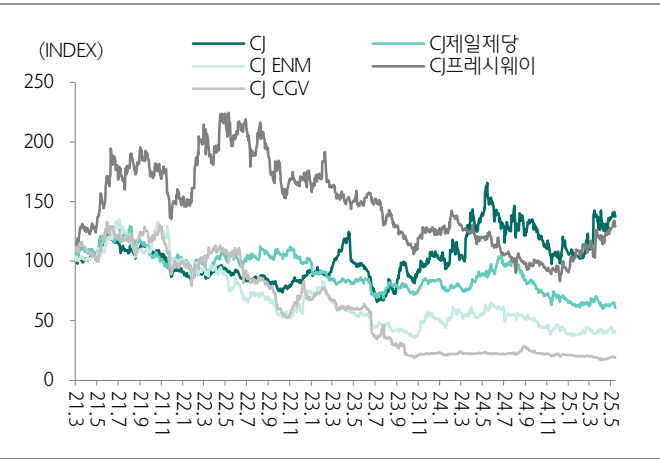
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고
영업가치		로열티	155	5.0	774	10.6	
		임대료수익	6	5.0	32	0.4	
		소계			807	11.1	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 제일제당	44.6	3,455	1,539	21.2	
		CJ ENM	40.1	1,226	491	6.8	
		CJ CGV	50.9	791	403	5.6	
		CJ 프레시웨이	47.1	290	137	1.9	
		소계			2,570	35.4	
		소계(상장자회사 50% 할인 적용)			1,285		
		비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중
	CJ 올리브영		51.2	54	3,611	49.8	CJ 올리브영 2024년 순익에 ULTA(Nasdaq) 1년 평균 PER 15배 적용
	CJ 푸드빌		84.7	102	86	1.2	
	기타 비상장			30	30	0.4	
	소계				3,728	51.4	
	소계(CJ올리브영 20% 할인 적용)				3,005		
자기주식				265	3.6		
순차입금(별도)				-113	-1.6		
실질 NAV				7,257	100.0		
목표 NAV				5,249	72.3		
발행주식수				29,176,998			
목표주가				180,000			
현재주가(5/16)				124,500			
상승여력(%)				44.6%			

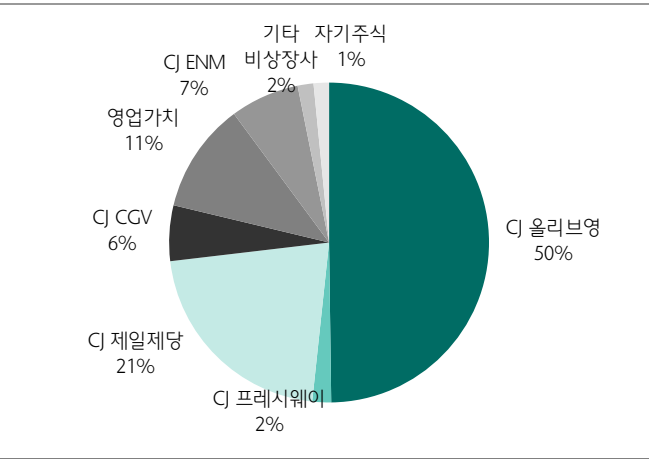
주: 상장자회사 시가총액은 2025년 5월 16일 종가 기준

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이



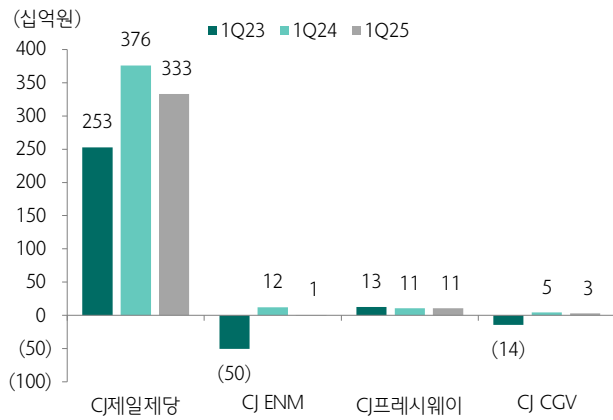
주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 4. CJ 실질 NAV 구성요소



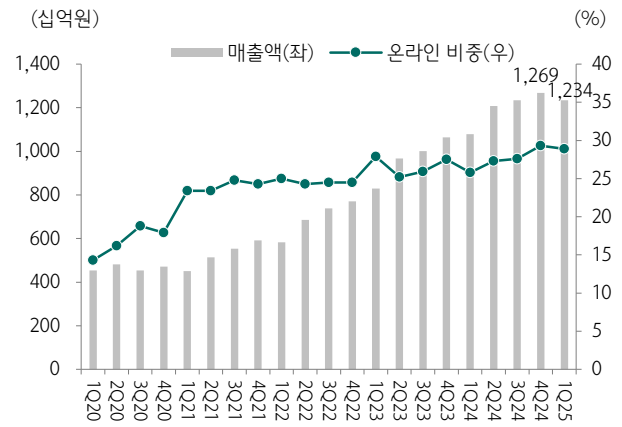
주: 상장자회사 가치는 2025년 5월 15일 기준
자료: Quantiwise, 하나증권

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)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,311.4	48,207.8	51,370.2
매출원가	29,955.3	31,022.8	32,540.7	34,855.4	37,294.6
매출총이익	11,397.4	12,623.9	12,770.7	13,352.4	14,075.6
판매비	9,358.3	10,076.3	10,060.0	10,367.4	10,711.7
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,710.8	2,985.0	3,364.0
금융손익	(824.3)	(878.3)	(911.2)	(969.4)	(1,033.0)
종속/관계기업손익	(52.0)	34.9	(15.1)	9.9	0.0
기타영업외손익	(176.8)	(995.2)	(550.0)	(610.0)	(656.0)
세전이익	985.9	708.8	1,234.5	1,415.5	1,675.0
법인세	461.3	557.6	617.3	707.8	837.5
계속사업이익	524.7	151.2	617.3	707.8	837.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	524.7	151.2	617.3	707.8	837.5
비지배주주지분 순이익	329.9	50.7	372.9	353.9	418.7
지배주주순이익	194.8	100.5	244.3	353.9	418.7
지배주주지분 포괄이익	253.0	313.2	406.9	443.1	335.0
NOPAT	1,085.1	543.4	1,355.4	1,492.5	1,682.0
EBITDA	5,098.8	6,268.3	6,582.3	5,682.3	5,302.6
성장성(%)					
매출액증가율	1.05	5.55	3.81	6.39	6.56
NOPAT증가율	(22.54)	(49.92)	149.43	10.12	12.70
EBITDA증가율	(4.91)	22.94	5.01	(13.67)	(6.68)
영업이익증가율	(5.34)	24.93	6.41	10.12	12.70
(지배주주)순이익증가율	(3.61)	(48.41)	143.08	44.86	18.31
EPS증가율	(3.60)	(48.43)	143.20	44.84	18.32
수익성(%)					
매출총이익률	27.56	28.92	28.18	27.70	27.40
EBITDA이익률	12.33	14.36	14.53	11.79	10.32
영업이익률	4.93	5.84	5.98	6.19	6.55
계속사업이익률	1.27	0.35	1.36	1.47	1.63

투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,462	2,817	6,851	9,923	11,741
BPS	158,764	157,224	172,467	190,588	199,030
CFPS	146,632	174,358	143,091	96,685	69,037
EBITDAPS	142,970	175,762	184,565	159,330	148,684
SPS	1,159,517	1,223,839	1,270,518	1,351,733	1,440,406
DPS	3,000	3,000	3,200	3,500	3,500
주가지표(배)					
PER	17.28	35.18	18.17	12.55	10.60
PBR	0.59	0.63	0.72	0.65	0.63
PCFR	0.64	0.57	0.87	1.29	1.80
EV/EBITDA	5.80	4.85	4.09	4.17	4.08
PSR	0.08	0.08	0.10	0.09	0.09
재무비율(%)					
ROE	3.64	1.83	4.26	5.59	6.16
ROA	0.41	0.21	0.51	0.71	0.82
ROIC	3.74	1.91	5.36	7.27	9.21
부채비율	163.81	167.64	161.85	157.45	155.60
순부채비율	78.31	83.02	53.75	32.93	19.42
이자보상배율(배)					
	2.24	2.65	2.80	3.07	3.45

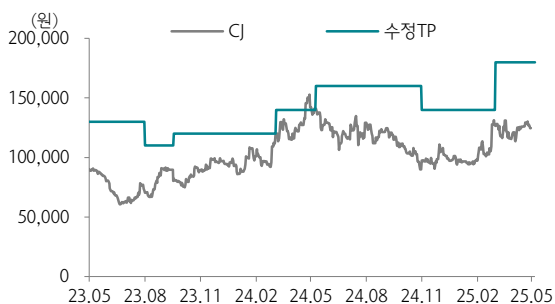
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
유동자산	14,584.1	14,689.6	19,819.0	24,080.0	27,304.8	
금융자산	4,510.2	4,177.8	8,887.5	12,455.6	14,984.1	
현금성자산	3,646.5	3,156.4	7,821.4	11,315.5	13,769.8	
매출채권	4,114.8	4,511.9	4,710.8	5,039.3	5,369.3	
재고자산	3,169.9	3,082.4	3,218.3	3,442.6	3,668.1	
기타유동자산	2,789.2	2,917.5	3,002.4	3,142.5	3,283.3	
비유동자산	32,619.7	32,807.4	29,050.5	26,542.4	24,793.3	
투자자산	3,851.5	3,771.3	3,885.9	4,075.2	4,265.3	
금융자산	1,917.2	2,077.7	2,117.7	2,183.6	2,249.9	
유형자산	14,306.2	14,312.8	12,452.6	10,917.0	9,649.3	
무형자산	8,143.7	8,226.2	6,214.8	5,053.1	4,382.2	
기타비유동자산	6,318.3	6,497.1	6,497.2	6,497.1	6,497.1	
자산총계	47,203.8	47,497.0	48,869.4	50,622.4	52,098.1	
유동부채	15,637.2	17,297.4	17,626.6	18,170.1	18,716.2	
금융부채	7,484.1	9,333.3	9,340.4	9,352.3	9,364.2	
매입채무	2,931.2	2,703.4	2,822.5	3,019.3	3,217.0	
기타유동부채	5,221.9	5,260.7	5,463.7	5,798.5	6,135.0	
비유동부채	13,673.7	12,453.2	12,579.9	12,789.3	12,999.6	
금융부채	11,038.7	9,577.5	9,577.5	9,577.5	9,577.5	
기타비유동부채	2,635.0	2,875.7	3,002.4	3,211.8	3,422.1	
부채총계	29,310.9	29,750.6	30,206.5	30,959.4	31,715.8	
지배주주지분	5,513.9	5,459.0	6,002.6	6,648.9	6,950.0	
자본금	179.0	179.0	179.0	179.0	179.0	
자본잉여금	992.8	992.8	992.8	992.8	992.8	
자본조정	121.9	(137.8)	(137.8)	(137.8)	(137.8)	
기타포괄이익누계액	157.5	387.1	787.1	1,187.1	1,187.1	
이익잉여금	4,062.7	4,037.8	4,181.5	4,427.7	4,728.8	
비지배주주지분	12,378.9	12,287.4	12,660.3	13,014.2	13,432.9	
자본총계	17,892.8	17,746.4	18,662.9	19,663.1	20,382.3	
순금융부채	14,012.6	14,733.0	10,030.4	6,474.2	3,957.6	

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	5,017.0	4,830.8	4,594.7	2,920.1	1,805.2	
당기순이익	524.7	151.2	617.3	707.8	837.9	
조정	4,243.4	5,646.6	3,868.6	2,032.6	787.1	
감가상각비	3,059.8	3,720.9	3,871.5	2,697.3	1,938.7	
외환거래손익	12.9	193.8	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(230.9)	44.1	0.0	0.0	0.0	
기타	1,401.6	1,687.8	(2.9)	(664.7)	(1,151.6)	
영업활동 자산부채변동	248.9	(967.0)	108.8	179.7	180.6	
투자활동 현금흐름	(2,365.3)	(2,188.2)	1,210.1	1,772.5	1,862.9	
투자자산감소(증가)	169.2	115.0	(114.6)	(189.2)	(190.2)	
자본증가(감소)	(1,344.7)	(973.2)	0.0	0.0	0.0	
기타	(1,189.8)	(1,330.0)	1,324.7	1,961.7	2,053.1	
재무활동 현금흐름	(2,973.5)	(3,217.1)	(1,060.1)	(1,066.8)	(1,081.6)	
금융부채증가(감소)	(1,772.8)	387.9	7.2	11.8	11.9	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(885.0)	(3,340.7)	(966.6)	(971.0)	(975.8)	
배당지급	(315.7)	(264.3)	(100.7)	(107.6)	(117.7)	
현금의 증감	(374.8)	(490.1)	4,695.4	3,494.3	2,454.2	
Unlevered CFO	5,229.4	6,218.3	5,103.1	3,448.2	2,462.1	
Free Cash Flow	3,538.1	3,486.0	4,594.7	2,920.1	1,805.2	

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%
23.8.17	1년 경과			
22.8.17	BUY	130,000	-37.49%	-11.62%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)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 5월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2025년 5월 16일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	94.98%	5.02%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 16일

