



BUY (유지)

목표주가(12M) 210,000원(상향)
현재주가(9.5) 175,600원

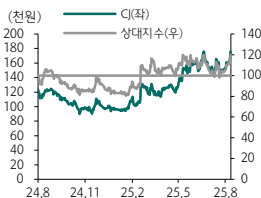
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,205.12
52주 최고/최저(원)	175,900/90,000
시가총액(십억원)	5,123.5
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	214.1
60일 평균 거래대금(십억원)	34.1
외국인지분율(%)	12.10
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7인	47.26
국민연금공단	13.48

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	45,317.1	47,867.2
영업이익(십억원)	2,593.3	2,884.6
순이익(십억원)	893.8	1,078.6
EPS(원)	11,016	13,638
BPS(원)	171,562	185,285

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,673.3	48,392.4
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,789.7	3,112.6
세전이익	985.9	708.8	1,611.5	1,751.6
순이익	194.8	100.5	329.6	474.3
EPS	5,462	2,817	9,241	13,301
증감율	(3.60)	(48.43)	228.04	43.93
PBR	17.28	35.18	19.00	13.20
PBR	0.59	0.63	1.12	0.98
EV/EBITDA	5.80	4.85	4.95	4.44
ROE	3.64	1.83	6.04	8.13
BPS	158,764	157,224	157,054	178,647
DPS	3,000	3,000	3,100	3,200



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

하나증권 리서치센터

2025년 9월 8일 | 기업분석_Issue Comment

CJ (001040)

해프닝으로 일단락됐지만 하방리스크 매우 적음을 재확인

하방리스크 제한적인 반면 상방은 열려 있다는 점에서 긍정적인 접근 계속 권고

CJ에 대한 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가를 210,000원으로 상향. 목표가 상향은 7월 중국인 관광객수 급증 현상을 반영해 올리브영 지분가치에 대한 할인 폭을 축소했기 때문. 전일 CJ가 올리브영과의 합병비율 산정을 위한 가치평가 작업에 돌입하는 등 합병 절차에 착수했다는 한 언론 보도 이후 주가가 11% 급등했다가 합병 여부 자체를 검토한 적이 없다는 회사측의 입장 발표 직후 다시 상승 폭을 모두 반납했지만 결국 6.1% 상승 마감. 이러한 극심한 주가 변동성 현상은 합병 여부에 대한 시장의 관심을 방증. 결국 해프닝으로 일단락됐지만 동사의 하방리스크가 적음을 재확인한 사례로 판단. 그 이유는 1) 그동안 CJ 주가 할인 요인으로 작용했던 올리브영과의 합병 가정시 불리한 합병비율 적용 리스크는 정부가 합병·분할 등 상장회사의 가치 평가에 주가 외에도 실질가치를 반영할 수 있도록 제도를 개선하기로 하면서 상당폭 감소했고, 2) 당장 합병이 진행되지 않는다고 하더라도 7월 중국인 관광객 수가 급증했고, 9월말 무비자 단체관광객 입국 허용으로 올리브영 매출이 큰 폭 증가할 것으로 예상되면서 올리브영 지분가치는 계속 확대될 것으로 추정되기 때문. 하방리스크는 제한적인 반면 상방은 열려있다는 점에서 CJ에 대한 긍정적인 접근을 계속 권고

중국인 관광객 수 크게 증가. 올리브영 외국인 인바운드 매출 비중 40%로 확대 예상

7월 중국인 관광객 입국자 수는 60만명으로 6월의 48만명에서 MoM 26.2%나 늘어나 전체 관광객 입국자 수가 MoM 7.0% 증가하는데 대부분을 기여. 여기에 9월부터 중국인 무비자 단체관광객 입국이 허용되면 올리브영의 외국인 인바운드 매출이 대폭 추가로 증가할 수 있을 전망. 올리브영은 2분기에 직영점이 15개나 늘었음에도 불구하고 점포당 매출액이 1분기 9억원에서 2분기에는 10.5억원에 육박하고 있는데 중국인 관광객 트래픽 성장에다 글로벌 관광상권/복합물 중심의 출점 강화 전략이 맞물릴 경우 오프라인 중 외국인 인바운드 매출 비중은 2025년 1분기 24%, 2분기 30%에서 하반기에는 38~40% 수준까지 확대될 가능성이 높음. 따라서 올해 올리브영 예상 영업이익은 보수적인 관점에서도 7,700억원을 상회할 공산이 큰데 예상 순이익 5,800억원에 15배를 적용시 올리브영 추정 기업가치는 8.8조원에 육박하고, 지분율을 감안한 CJ의 올리브영 지분가치는 약 4.5조원에 달할 것으로 판단

현 주가는 PBR 1배. 정부의 제도 개선 방안이 1배 미만으로의 하락 여지 제한 전망

CJ의 2분기말 BPS는 약 176,700원으로 연초 0.6배 수준에 불과했던 PBR이 약 1배 수준까지 상승. 한편 정부가 기업지배구조 개선을 위해 합병가액 산정시 주가 외에도 주식가격·자산가치·수익가치 등을 고려해 공정가액을 산정하도록 제도 개선을 검토하면서 향후 설령 주가가 하락할 경우에도 교환비율이 크게 불리해지는 이슈가 발생할 가능성은 낮아졌음. 이러한 요인이 결국 주가가 PBR 1배 미만으로 하락할 여지 또한 제한할 수 있을 것으로 전망

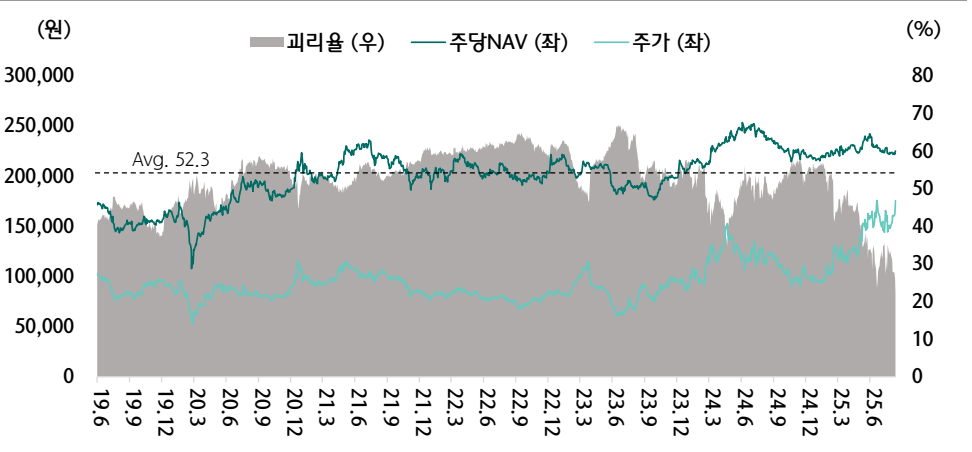
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고
영업가치		로열티	154	5.0	771	9.2	
		임대료수익	27	5.0	137	1.6	
		소계			908	10.9	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 제일제당	44.6	3,500	1,559	18.6	
		CJ ENM	40.1	1,614	647	7.7	
		CJ CGV	50.9	795	405	4.8	
		CJ 프레시웨이	47.1	344	162	1.9	
		소계			2,773	33.1	
		소계(상장자회사 50% 할인 적용)			1,386		
		비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중
	CJ 올리브영		51.2	54	4,493	53.7	
	CJ 푸드빌		84.2	102	86	1.0	
	기타 비상장			30	30	0.4	
	소계				4,609	55.1	
	소계(CJ올리브영 20% 할인 적용)				3,710		
자기주식				374	4.5		
순차입금(별도)				-298	-3.6		
실질 NAV				8,365	100.0		
목표 NAV				6,080	72.7		
발행주식수				29,176,998			
목표주가				210,000			
현재주가(9/5)				175,600			
상승여력(%)				19.6			

주: 상장자회사 시가총액은 2025년 9월 5일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인을 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 외국인 입국자 수 추이

(단위: 천명)

구분	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02	25.03	25.04	25.05	25.06	25.07
아시아	282	328	445	464	427	442	402	425	411	500	439	473	382	376	473	550	496	496	490
일본	143	184	339	229	278	258	243	323	311	323	341	251	175	224	383	258	292	287	300
중국	280	344	391	411	395	397	459	506	423	392	298	307	364	341	417	443	484	477	602
기타	176	174	316	358	318	320	305	309	320	385	283	241	196	197	342	456	358	359	342
전체	881	1,030	1,492	1,463	1,418	1,417	1,408	1,563	1,464	1,600	1,361	1,271	1,117	1,138	1,615	1,707	1,629	1,619	1,733

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
매출액	41,352.7	43,646.7	45,673.3	48,392.4	51,372.9	
매출원가	29,955.3	31,022.8	32,607.3	34,800.6	36,790.7	
매출총이익	11,397.4	12,623.9	13,066.0	13,591.8	14,582.2	
판매비	9,358.3	10,076.3	10,276.3	10,479.2	10,826.2	
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,789.7	3,112.6	3,756.0	
금융손익	(824.3)	(878.3)	(739.5)	(782.9)	(831.0)	
종속/관계기업손익	(52.0)	34.9	28.9	31.9	0.0	
기타영업외손익	(176.8)	(995.2)	(467.7)	(610.0)	(656.0)	
세전이익	985.9	708.8	1,611.5	1,751.6	2,269.0	
법인세	461.3	557.6	704.2	803.0	1,046.1	
계속사업이익	524.7	151.2	907.3	948.7	1,223.0	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	524.7	151.2	907.3	948.7	1,223.0	
비지배주주지분 순이익	329.9	50.7	577.7	474.3	611.5	
지배주주순이익	194.8	100.5	329.6	474.3	611.5	
지배주주지분포괄이익	253.0	313.2	122.5	215.8	195.7	
NOPAT	1,085.1	543.4	1,570.6	1,685.8	2,024.4	
EBITDA	5,098.8	6,268.3	6,370.6	6,250.1	6,413.2	
성장성(%)						
매출액증가율	1.05	5.55	4.64	5.95	6.16	
NOPAT증가율	(22.54)	(49.92)	189.03	7.33	20.09	
EBITDA증가율	(4.91)	22.94	1.63	(1.89)	2.61	
영업이익증가율	(5.34)	24.93	9.51	11.57	20.67	
(지배주주)순이익증가율	(3.61)	(48.41)	227.96	43.90	28.93	
EPS증가율	(3.60)	(48.43)	228.04	43.93	28.91	
수익성(%)						
매출총이익률	27.56	28.92	28.61	28.09	28.39	
EBITDA이익률	12.33	14.36	13.95	12.92	12.48	
영업이익률	4.93	5.84	6.11	6.43	7.31	
계속사업이익률	1.27	0.35	1.99	1.96	2.38	

투자지표						
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
주당지표(원)						
EPS	5,462	2,817	9,241	13,301	17,146	
BPS	158,764	157,224	157,054	178,647	192,775	
CFPS	146,632	174,358	185,451	166,413	167,585	
EBITDAPS	142,970	175,762	178,628	175,250	179,824	
SPS	1,159,517	1,223,839	1,280,665	1,356,909	1,440,480	
DPS	3,000	3,000	3,100	3,200	3,200	
주가지표(배)						
PER	17.28	35.18	19.00	13.20	10.24	
PBR	0.59	0.63	1.12	0.98	0.91	
PCFR	0.64	0.57	0.95	1.06	1.05	
EV/EBITDA	5.80	4.85	4.95	4.44	3.86	
PSR	0.08	0.08	0.14	0.13	0.12	
재무비율(%)						
ROE	3.64	1.83	6.04	8.13	9.44	
ROA	0.41	0.21	0.68	0.95	1.18	
ROIC	3.74	1.91	5.75	6.77	8.98	
부채비율	163.81	167.64	177.79	169.76	163.88	
순부채비율	78.31	83.02	76.44	48.81	27.85	
이자보상배율(배)						
	2.24	2.65	2.68	2.98	3.58	

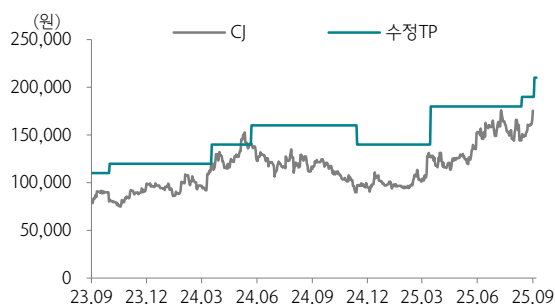
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
유동자산	14,584.1	14,689.6	17,009.8	21,916.0	26,228.2	
금융자산	4,510.2	4,177.8	7,002.2	11,263.7	14,912.4	
현금성자산	3,646.5	3,156.4	5,939.9	10,132.7	13,710.6	
매출채권	4,114.8	4,511.9	4,717.7	5,023.2	5,337.7	
재고자산	3,169.9	3,082.4	3,223.0	3,431.7	3,646.5	
기타유동자산	2,789.2	2,917.5	2,066.9	2,197.4	2,331.6	
비유동자산	32,619.7	32,807.4	31,841.8	28,880.4	26,404.5	
투자자산	3,851.5	3,771.3	4,033.6	4,209.7	4,390.9	
금융자산	1,917.2	2,077.7	2,262.7	2,324.1	2,387.3	
유형자산	14,306.2	14,312.8	13,415.1	11,560.9	9,963.0	
무형자산	8,143.7	8,226.2	7,352.1	6,068.9	5,009.6	
기타비유동자산	6,318.3	6,497.1	7,041.0	7,040.9	7,041.0	
자산총계	47,203.8	47,497.0	48,851.6	50,796.5	52,632.7	
유동부채	15,637.2	17,297.4	18,280.1	18,785.7	19,306.1	
금융부채	7,484.1	9,333.3	10,465.2	10,476.2	10,487.5	
매입채무	2,931.2	2,703.4	2,826.6	3,009.7	3,198.1	
기타유동부채	5,221.9	5,260.7	4,988.3	5,299.8	5,620.5	
비유동부채	13,673.7	12,453.2	12,985.7	13,180.4	13,380.8	
금융부채	11,038.7	9,577.5	9,978.9	9,978.9	9,978.9	
기타비유동부채	2,635.0	2,875.7	3,006.8	3,201.5	3,401.9	
부채총계	29,310.9	29,750.6	31,265.8	31,966.2	32,687.0	
지배주주지분	5,513.9	5,459.0	5,453.0	6,223.0	6,726.9	
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)	(357.8)	(357.8)	(357.8)	
기타포괄이익누계액	157.5	387.1	379.0	779.0	779.0	
이익잉여금	4,062.7	4,037.8	4,259.8	4,629.9	5,133.8	
비지배주주지분	12,378.9	12,287.4	12,132.9	12,607.3	13,218.8	
자본총계	17,892.8	17,746.4	17,585.9	18,830.3	19,945.7	
순금융부채	14,012.6	14,733.0	13,441.9	9,191.4	5,554.0	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,017.0	4,830.8	9,023.4	5,299.1	5,102.7
당기순이익	524.7	151.2	907.3	948.7	1,223.0
조정	4,243.4	5,646.6	4,892.2	4,183.2	3,707.6
감가상각비	3,059.8	3,720.9	3,580.8	3,137.5	2,657.2
외환거래손익	12.9	193.8	(109.6)	0.0	0.0
지분법손익	(230.9)	44.1	(56.2)	0.0	0.0
기타	1,401.6	1,687.8	1,477.2	1,045.7	1,050.4
영업활동 자산부채변동	248.9	(967.0)	3,223.9	167.2	172.1
투자활동 현금흐름	(2,365.3)	(2,188.2)	(2,313.0)	155.2	(252.0)
투자자산감소(증가)	169.2	115.0	(203.3)	(176.1)	(181.2)
자본증가(감소)	(1,344.7)	(973.2)	(1,073.7)	0.0	0.0
기타	(1,189.8)	(1,330.0)	(1,036.0)	331.3	(70.8)
재무활동 현금흐름	(2,973.5)	(3,217.1)	(3,953.0)	(1,139.1)	(1,146.8)
금융부채증가(감소)	(1,772.8)	387.9	1,533.3	11.0	11.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(885.0)	(3,340.7)	(5,385.6)	(1,045.8)	(1,050.5)
배당지급	(315.7)	(264.3)	(100.7)	(104.3)	(107.6)
현금의 증감	(374.8)	(490.1)	2,814.1	4,192.8	3,577.9
Unlevered CFO	5,229.4	6,218.3	6,613.9	5,934.9	5,976.7
Free Cash Flow	3,538.1	3,486.0	7,885.4	5,299.1	5,102.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.8	BUY	210,000		
25.8.18	BUY	190,000	-17.12%	-7.58%
25.3.20	BUY	180,000	-21.87%	-2.28%
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%

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 9월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2025년 9월 8일 현재 해당회사의 유가증권권을 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	95.89%	4.11%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 09월 05일