Earnings Preview

CJ (001040)

올리브영 역성장 우려 과도

- 2025년 1분기 실적은 시장 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망
- 주요 연결 자회사들의 25년 1분기 실적이 컨센서스를 하회하기 때문
- 25년 상고하저의 실적 흐름을 예상하며, 상반기 주가 조정 시 비중확대

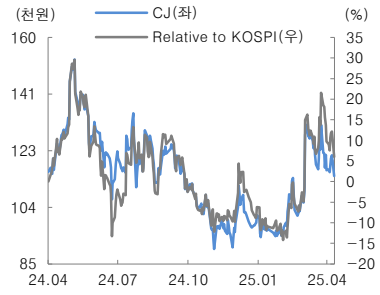
양지환

jihwan.yang@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	150,000 상향
현재주가 (25.04.22)	113,500 지주업종

KOSPI	2488.42
시가총액	3,863십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	147십억원
52주 최고/최저	152,700원 / 90,000원
120일 평균거래대금	133억원
외국인지분율	11.98%
주요주주	이재현 외 6 인 47.78% 국민연금공단 10.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.9	16.2	6.3	-1.7
상대수익률	-5.4	17.6	11.3	2.4



투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 3.4% 상향(NAV증가 반영)

CJ의 2025년 1분기 실적은 당사의 직전 추정치 및 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망. 주된 이유는 CJ제일제당, CJ대한통운, CJENM, CJCGV 등 주요 연결 자회사 및 계열사 실적이 컨센서스 대비 부진하기 때문

최근 동사의 주력 비상장 자회사인 CJ올리브영의 25년 1분기 매출액이 전년 동기대비 감소할 것이라는 우려로 주가가 크게 조정 받았으나, 역성장 우려는 다소 과도하다는 판단

올리브영의 24년 실적은 매출액 4.8조원, 순이익 4,790억원을 시현했는데, 당사는 2025년 올리브영의 실적이 매출액 5.35조원(+11.8% yoy), OPM 12~14% 수준을 기록할 것으로 추정하며, 매출 성장률은 하반기로 갈수록 높아질 것으로 예상(상반기 9.8%, 하반기 13.5%)

CJ올리브영의 자사주 매입으로 CJ 및 특수관계인의 올리브영에 대한 지분율이 100%에 달하게 되어 CJ와 올리브영의 합병에 대한 시장의 기대가 큰 상황. 또한 올리브영의 가치(당사는 약 6.2조원으로 평가, 24년 순이익에 PER 13배 부여)가 CJ의 주가에 반영되어야 한다는 시각도 존재. 하지만, 우리는 빠른 시일 안에 합병이 이루어질 가능성은 낮다고 판단

25년 1분기 연결 매출 10조 5,857억원, 영업이익 6,121억원으로 추정

CJ의 주요 자회사별 1분기 영업이익은 컨센서스대비 대부분 10% 이상 하회할 것으로 예상. [CJ제일제당 – 컨센서스대비 약 10% 하회, CJENM – 컨센서스대비 약 30% 하회, CJCGV – 컨센서스대비 약 10% 하회 등] (3 page 표 참조)

지난 주말 모 언론사에서 자체 Data를 근거로 올리브영의 1분기 신용카드 결재금액이 전년동기대비 11% 감소했다는 기사를 내보내면서 올리브영의 1분기 역성장에 대한 우려가 커짐. 하지만 해당 Data는 해외, 온라인, 그리고 외국인의 구매내역 등에 대한 부분이 포함되지 않은 수치. 1~2월 소매판매액 누계는 +0.8%(yoy) 증가하였으며, 전문몰(올리브영 포함) GMV는 9.7%(yoy) 증가. 당사는 1분기 올리브영의 매출액은 1조 1,775억원(+9.1% yoy)을 기록할 것으로 추정하고 있으며, 역성장 우려는 과도하다는 판단

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	10,436	11,683	10,996	10,586	1.4	-9.4	11,014	11,355	6.3	7.3
영업이익	576	630	667	612	6.2	-2.9	643	690	3.6	12.8
순이익	71	7	86	-63	적전	적전	75	-85	적전	적지

자료: CJ, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	41,353	43,647	45,510	48,370	50,354
영업이익	2,039	2,547	2,766	3,111	3,144
세전순이익	986	709	1,222	1,596	1,651
총당기순이익	525	151	599	782	809
지배지분순이익	195	100	210	274	283
EPS	5,462	2,817	5,876	7,674	7,938
PER	17.3	35.2	19.4	14.9	14.4
BPS	154,609	153,068	156,663	162,077	167,405
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE	3.6	1.8	3.8	4.8	4.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: CJ, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	45,946	47,830	45,510	48,370	-0.9	1.1
판매비와 관리비	10,647	10,666	10,461	11,104	-1.7	4.1
영업이익	2,904	3,109	2,766	3,111	-4.7	0.1
영업이익률	6.3	6.5	6.1	6.4	-0.2	-0.1
영업외손익	-1,719	-1,610	-1,544	-1,516	적자유지	적자유지
세전순이익	1,185	1,499	1,222	1,596	3.2	6.5
지배지분순이익	358	453	210	274	-41.5	-39.6
순이익률	1.4	1.7	1.3	1.6	-0.1	-0.1
EPS(지배지분순이익)	10,047	12,715	5,876	7,674	-41.5	-39.6

자료: CJ, 대신증권 Research Center

표 1. CJ 의 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2025F	Multiple, WACC, g	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	로열티	DCF	152	WACC=7%, g=0%	2,166	26.6
	임대료	DCF	13	WACC=7%, g=0%	189	2.3
	소계——(1)				**2,355**	**28.9**
지분가치	상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**	**Value**	
		CJ 제일제당	44.6	3,613	1,610	19.8
		CJ ENM	40.1	1,217	488	6.0
		CJ CGV	50.9	743	378	4.6
		CJ 프레시웨이	47.1	276	130	1.6
		소계——(2)			**2,606**	**32.0**
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**장부가액**	**추정 기업가치**	**적용배수**	**Value**	
		CJ 올리브영	55.0	347	6,225	0.51	3,184	
		CJ 푸드빌	84.7	36	285	0.85	241	3.0
		소계——(3)					**3,425**	**42.0**
	지분가치 합계						**8,386**	**102.9**
순차입금(별도)——(4)							240	–2.9
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)–(4)							**8,147**	**100.0**
할인율——(6)							50%	
Target NPV——(7)=(5)*(1–(6))							**4,073**	
보통주 발행주식수——(8)							29,176,998	
보통주 자기주식수——(9)							2,118,536	
보통주 유통주식수——(10)=(8)–(9)							27,058,462	
목표주가(11)=(7)/(9)							**150,539**	
현재가(04/22)							113,500	
Upside Potential							32.6	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. CJ 의 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		**10,436**	**10,683**	**10,845**	**11,683**	**10,586**	**11,355**	**11,530**	**12,040**	**43,647**	**45,510**	**48,370**
%yoy		*6.7*	*3.8*	*2.1*	*9.5*	*1.4*	*6.3*	*6.3*	*3.1*	*5.5*	*4.3*	*6.3*
매출원가		7,434	7,486	7,670	8,433	7,528	8,046	8,138	8,571	31,023	32,283	34,155
% of 매출액		71.2	70.1	70.7	72.2	71.1	70.9	70.6	71.2	71.1	70.9	70.6
%yoy		*4.0*	*0.3*	*1.3*	*8.5*	*1.3*	*7.5*	*6.1*	*1.6*	*3.6*	*4.1*	*5.8*
매출총이익		3,002	3,197	3,175	3,250	3,058	3,310	3,392	3,468	12,624	13,227	14,215
GPM		28.8	29.9	29.3	27.8	28.9	29.1	29.4	28.8	28.9	29.1	29.4
%yoy		*14.2*	*13.0*	*4.3*	*12.3*	*1.8*	*3.5*	*6.8*	*6.7*	*10.8*	*4.8*	*7.5*
판관비		2,426	2,530	2,500	2,620	2,446	2,619	2,642	2,754	10,076	10,461	11,104
% of 매출액		23.2	23.7	23.1	22.4	23.1	23.1	22.9	22.9	23.1	23.0	23.0
%yoy		*5.5*	*8.6*	*3.9*	*12.8*	*0.8*	*3.5*	*5.7*	*5.1*	*7.7*	*3.8*	*6.1*
영업이익		**576**	**666**	**675**	**630**	**612**	**690**	**750**	**714**	**2,547**	**2,766**	**3,111**
OPM		5.5	6.2	6.2	5.4	5.8	6.1	6.5	5.9	5.8	6.1	6.4
%yoy		*74.9*	*33.6*	*5.9*	*9.9*	*6.2*	*3.6*	*11.1*	*13.3*	*24.9*	*8.6*	*12.5*
I. CJ 및 주요 계열사 매출액												
CJ (별도)"	로열티수익	28	29	29	49	36	34	35	46	135	152	165
	배당수익	59	10	8	7	62	11	8	7	84	88	92
	임대료수익	1	23	1	1	1	9	1	2	28	13	16
	소계	88	62	39	58	99	54	45	55	246	253	273
상장	CJ 제일제당	7,216	7,239	7,414	7,490	7,067	7,477	7,713	7,725	29,359	29,982	31,479
	CJ 프레시웨이	731	811	832	850	784	877	897	910	3,225	3,468	3,712
	CJ ENM	1,154	1,165	1,125	1,788	1,227	1,264	1,243	1,670	5,231	5,403	5,732
	CJ CGV	393	430	547	588	632	581	606	604	1,958	2,423	2,534
	소계	9,495	9,645	9,918	10,716	9,710	10,199	10,459	10,909	39,773	41,277	43,457
비상장	CJ 푸드빌	218	220	217	255	242	242	227	268	909	979	1,054
	CJ 올리브네트웍스	168	0	0	0	0	0	0	0	168	0	0
	CJ 올리브영	1,079	1,208	1,234	1,269	1,178	1,335	1,388	1,453	4,790	5,353	6,055
	소계	1,465	1,428	1,451	1,524	1,419	1,576	1,616	1,721	5,867	6,332	7,109
기타 및 연결조정		-507	-611	-451	-562	-615	-642	-474	-590	-646	-2,239	-2,351
총 연결 매출액		**9,887**	**10,436**	**10,683**	**10,845**	**11,683**	**10,586**	**11,355**	**11,530**	**12,040**	**43,647**	**45,510**
II. CJ 및 주요 계열사 영업이익												
CJ (별도)		85	26	8	18	85	15	12	15	136	127	127
상장	CJ 제일제당	376	384	416	377	359	400	445	415	1,553	1,619	1,803
	CJ 프레시웨이	11	32	28	23	12	34	33	30	94	109	121
	CJ ENM	12	35	13	44	21	44	33	73	104	172	231
	CJ CGV	5	22	32	17	20	33	30	30	76	114	139
	소계	488	499	497	480	497	526	554	563	1,964	2,140	2,421
기타 및 연결조정		30	142	171	124	30	149	184	136	466	500	564
총 연결 영업이익		**603**	**666**	**675**	**621**	**612**	**690**	**750**	**714**	**2,547**	**2,766**	**3,111**

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

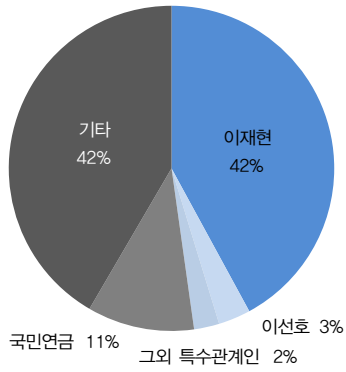
- CJ 기업집단은 국내 기준 66개사로 상장 9개사, 비상장 57개사로 구성되며 4대 주력사업은 식품&식품서비스, 생명공학, 물류&신유통, 엔터테인먼트&미디어
- CJ 주식회사는 1953년 설립 후 1973년 유가증권시장에 상장됐으며 CJ제일제당, CJ 이엔엠 등이 주요 자회사
- 회사의 주요 영업수익은 CJ 브랜드 사용으로 인한 로열티 수익, 자회사로부터 받는 배당금 수익, 투자 부동산 임대료 수익 등

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장자회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동 요인
- 비상장 자회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: CJ, 대신증권 Research Center

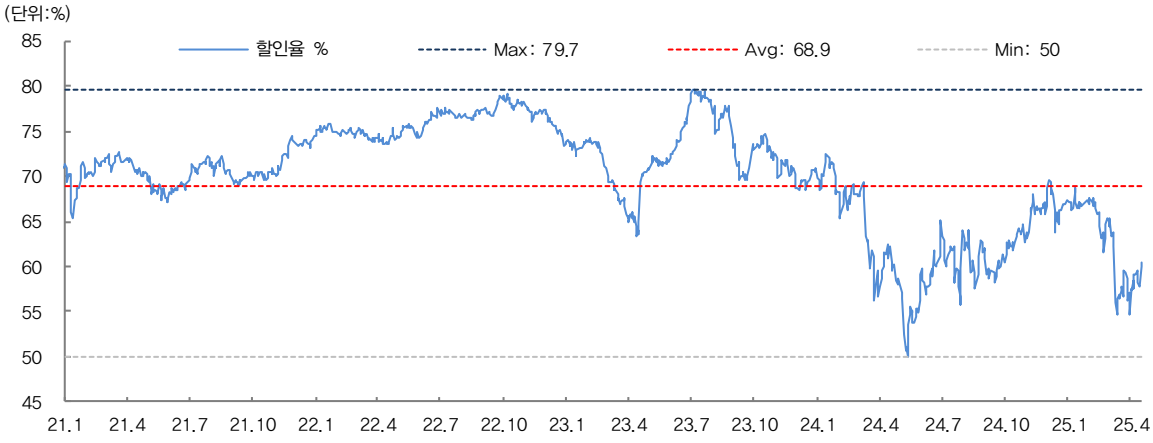
CJ 주요 주주



자료: CJ, 대신증권 Research Center

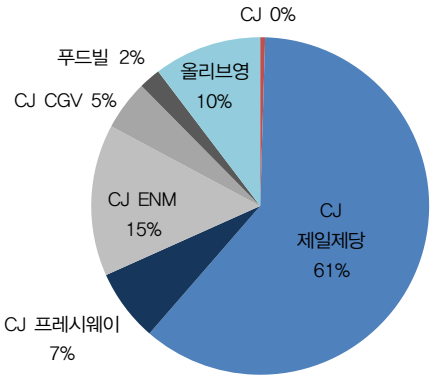
Earnings Driver

CJ NAV 대비 할인율



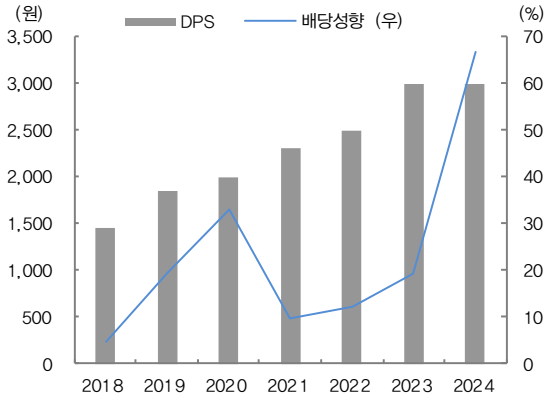
자료: CJ, 대신증권 Research Center

CJ 4Q24 매출 비중



자료: CJ, 대신증권 Research Center

CJ 연간 DPS 및 배당성향



자료: CJ, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	41,353	43,647	45,510	48,370	50,354
매출원가	29,955	31,023	32,283	34,155	35,650
매출총이익	11,397	12,624	13,227	14,215	14,703
판매비와관리비	9,358	10,076	10,461	11,104	11,559
영업이익	2,039	2,547	2,766	3,111	3,144
영업이익률	4.9	5.8	6.1	6.4	6.2
EBITDA	5,099	6,268	5,602	5,597	5,391
영업외손익	-1,053	-1,839	-1,544	-1,516	-1,493
관계기업손익	-52	35	35	35	35
금융수익	668	1,055	1,055	1,055	1,055
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,493	-1,933	-1,901	-1,865	-1,836
외환관련손실	342	551	551	551	551
기타	-177	-995	-733	-741	-748
법인세비용차감전순손익	986	709	1,222	1,596	1,651
법인세비용	-461	-558	-623	-814	-842
계속사업순손익	525	151	599	782	809
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	525	151	599	782	809
당기순이익률	1.3	0.3	1.3	1.6	1.6
비지배지분순이익	330	51	389	508	526
지배지분순이익	195	100	210	274	283
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	8	75	78	82	86
포괄순이익	609	898	1,383	1,605	1,674
비지배지분포괄이익	356	585	899	1,044	1,088
지배지분포괄이익	253	313	484	562	586

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	14,584	14,690	16,292	17,713	18,801
현금및현금성자산	3,646	3,156	4,804	5,453	5,880
매출채권 및 기타채권	4,587	4,925	5,127	5,431	5,645
재고자산	3,170	3,082	3,214	3,416	3,556
기타유동자산	3,181	3,525	3,147	3,413	3,720
비유동자산	32,620	32,807	31,173	30,035	29,391
유형자산	14,306	14,313	13,845	13,531	13,432
관계기업투자금	1,934	1,694	1,422	1,150	879
기타비유동자산	16,379	16,801	15,906	15,354	15,080
자산총계	47,204	47,497	47,466	47,748	48,192
유동부채	15,637	17,297	16,667	16,285	15,999
매입채무 및 기타채무	5,533	5,363	5,478	5,655	5,778
차입금	3,937	4,923	4,423	3,923	3,503
유동성채무	3,226	4,248	4,100	4,100	4,150
기타유동부채	2,940	2,764	2,666	2,607	2,568
비유동부채	13,674	12,453	12,636	12,672	12,785
차입금	7,287	5,731	5,751	5,551	5,351
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,387	6,722	6,884	7,121	7,434
부채총계	29,311	29,751	29,302	28,957	28,784
지배지분	5,514	5,459	5,587	5,780	5,970
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,063	4,038	4,147	4,319	4,488
기타자본변동	279	249	269	289	310
비지배지분	12,379	12,287	12,576	13,011	13,438
자본총계	17,893	17,746	18,163	18,791	19,409
순차입금	14,013	14,733	12,091	10,431	9,153

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,462	2,817	5,876	7,674	7,938
PER	17.3	35.2	19.4	14.9	14.4
BPS	154,609	153,068	156,663	162,077	167,405
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDAPS	142,970	175,762	157,092	156,948	151,150
EV/EBITDA	5.8	4.8	5.1	4.9	4.9
SPS	1,159,517	1,223,839	1,276,095	1,356,290	1,411,898
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	146,632	174,358	155,150	154,804	148,802
DPS	3,000	3,000	3,000	3,500	4,000

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,017	4,831	3,431	3,152	3,038
당기순이익	525	151	599	782	809
비현금항목의 가감	4,705	6,067	4,934	4,739	4,498
감가상각비	3,060	3,721	2,836	2,486	2,246
외환손익	13	194	190	190	190
지분법평가손익	52	-35	-35	-35	-35
기타	1,580	2,187	1,943	2,097	2,096
자산부채의 증감	249	-967	-716	-827	-729
기타현금흐름	-461	-420	-1,387	-1,542	-1,540
투자활동 현금흐름	-2,365	-2,188	-1,238	-1,416	-1,710
투자자산	-46	36	73	29	-24
유형자산	-1,345	-973	-1,178	-1,278	-1,478
기타	-975	-1,251	-133	-167	-207
재무활동 현금흐름	-2,974	-3,217	-3,516	-3,589	-3,472
단기차입금	-1,474	785	-500	-500	-420
사채	1,523	1,133	-130	-150	-150
장기차입금	1,470	562	150	-50	-50
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-316	-264	-101	-101	-114
기타	-4,177	-5,433	-2,935	-2,788	-2,738
현금의 증감	-375	-490	1,648	649	427
기초 현금	4,021	3,646	3,156	4,804	5,453
기말 현금	3,646	3,156	4,804	5,453	5,880
NOPLAT	1,085	543	1,356	1,525	1,541
FCF	1,208	1,617	2,642	2,361	1,937

재무비율

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	1.0	5.5	4.3	6.3	4.1
영업이익 증가율	-5.3	24.9	8.6	12.5	1.1
순이익 증가율	-23.6	-71.2	296.0	30.6	3.4
수익성					
ROIC	4.1	2.1	5.2	6.1	6.3
ROA	4.3	5.4	5.8	6.5	6.6
ROE	3.6	1.8	3.8	4.8	4.8
안정성					
부채비율	163.8	167.6	161.3	154.1	148.3
순차입금비율	78.3	83.0	66.6	55.5	47.2
이자보상배율	2.2	2.6	3.0	3.5	3.6

자료: CJ, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

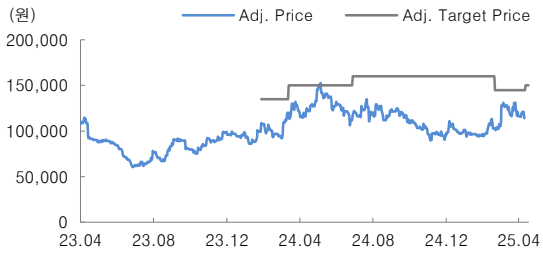
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

CJ(001040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.04.23	25.03.03	25.01.09	24.09.25	24.08.18	24.07.09
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	145,000	160,000	160,000	160,000	160,000
괴리율(평균,%)		(18.45)	(38.03)	(30.98)	(24.50)	(24.24)
괴리율(최대/최소,%)		(9.52)	(29.06)	(15.69)	(15.69)	(15.69)
제시일자	24.05.31	24.04.26	24.04.01	24.03.24	24.02.29	24.02.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	150,000	150,000	135,000	135,000
괴리율(평균,%)	(15.23)	(13.88)	(18.92)	(20.52)	(24.94)	(25.53)
괴리율(최대/최소,%)	1.80	1.80	(11.93)	(13.47)	(11.11)	(20.15)
제시일자	24.02.07					
투자의견	Buy					
목표주가	135,000					
괴리율(평균,%)	(23.93)					
괴리율(최대/최소,%)	(20.15)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250420)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상