

CJ (001040/KS)

비상장사 CJ 올리브영이라면...

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 150,000 원(상향)
 현재주가: 127,300 원
 상승여력: 17.8%

4Q24: 비상장 자회사 순항

CJ 4Q24 실적은 매출 11.7 조원(+9.5% 이하 YoY), 영업이익 6,301 억원(9.9%, OPM: 5.4%)이다. CJ 올리브영은 방한 외국인 및 온라인 성장으로 4 분기 매출과 순이익이 각각 19.2%, 82.3% 증가하였으며, 연간 매출과 순이익 증가율도 각각 24.1%, 37.9%를 기록하며 호실적이 이어졌다. CJ푸드빌도 북미 점포 확대에 따라 4 분기 매출과 순이익이 각각 9.1%, 33.8% 증가하였으며, 연간 매출과 순이익도 각각 7.6%, 20.4% 증가하였다.

비상장사 CJ 올리브영의 매력

언론보도에 따르면 CJ 올리브영은 한국뷰티파이오니어가 보유하고 있는 CJ 올리브영 지분 11.29%를 자사주 형태로 매입할 예정이다. 당초 3년 이내 매입할 수 있는 콜옵션을 보유하고 있어 이를 조기에 행사하는 것이다. 이렇게 되면 CJ 올리브영의 자사주는 11.29%에서 22.58%로 상승하게 된다. CJ 올리브영은 그룹 승계 과정에서 핵심 자회사로 현재까지 IPO 나 CJ와의 합병, 최대주주 지분의 지주사로의 현물출자 등에 대해 정해진 바는 없다. 다만 어떤 경우여라도 CJ 올리브영에 대한 가치 상승이 필요하기 때문에 비상장 상태로서의 CJ 올리브영에 대한 매력은 CJ 주가로 전이될 가능성이 높다.



Analyst
최관순

ks1.choi@sks.co.kr
 3773-8812

Company Data

발행주식수	2,918 만주
시가총액	3,714 십억원
주요주주	
이재현(외7)	47.26%
국민연금공단	12.35%

Stock Data

주가(25/03/19)	127,300 원
KOSPI	2,628.62pt
52주 최고가	152,700 원
52주 최저가	90,000 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



투자의견 매수, 목표주가 15만원(상향)

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다. CJ 올리브영과 CJ푸드빌의 성장세가 유효하며, 비상장사인 CJ 올리브영에 대한 가치가 지속적으로 상승함에 따른 CJ 주가 상승 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 CJ 올리브영 가치를 기존 20년 유상증자 당시 기업가치 1.8 조원에서 24년 지분 취득 과정에서 인정받은 3.4 조원으로 변경함에 따라 15만원으로 20% 상향한다. CJ 올리브영의 구체적인 활용방안이 결정될때까지 CJ 주가에는 CJ 올리브영 가치가 추가로 반영될 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	34,484	40,925	41,353	43,647	45,745	48,544
영업이익	십억원	1,882	2,154	2,039	2,547	2,702	2,995
순이익(지배주주)	십억원	275	202	195	100	486	598
EPS	원	7,710	5,666	5,462	2,816	13,639	16,776
PER	배	10.8	14.8	17.3	35.2	9.3	7.6
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	6.3	5.7	5.8	5.2	5.1	4.3
ROE	%	5.7	3.9	3.6	1.9	8.9	10.2

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출액	104,358	106,829	108,452	116,828	110,335	112,120	114,650	120,347	436,467	457,452	485,437
매출원가	74,335	74,863	76,704	84,325	78,779	79,829	80,828	85,687	310,227	325,124	347,928
매출총이익	30,023	31,966	31,748	32,503	31,556	32,291	33,822	34,660	126,240	132,328	137,509
판매비	24,261	25,302	25,000	26,202	25,267	26,236	26,713	27,094	100,765	105,310	107,559
영업이익	5,762	6,664	6,748	6,301	6,289	6,054	7,108	7,566	25,475	27,018	29,950
영업이익률	5.5%	6.2%	6.2%	5.4%	5.7%	5.4%	6.2%	6.3%	5.8%	5.9%	6.2%

자료: CJ, SK증권

구분	내용	비고
자회사 지분가치	35,146	35% 할인
브랜드 가치	16,590	24년 브랜드 수수료의 10배
순차입금	3,072	3Q24 별도 기준
우선주 가치(차감)	5,600	
적정 시가총액	43,065	
발행주식수	29,176,998	
적정주가	147,599	
목표주가	150,000	
현재주가	127,300	
상승여력	17.8%	

자료: SK증권

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	CJ제일제당	39,894	45.6%	14,741	18,207	
	CJ프레시웨이	2,451	47.1%	430	1,155	
	CJENM	12,105	42.4%	7,591	5,131	
	CJ CGV	8,072	50.9%	7,175	4,109	
	CJ 자사주	37,142	7.3%		2,697	
비상장사	CJ 올리브영		51.2%	545	17,669	지분매입 가치(24.03.29)
	CJ푸드빌		92.0%	1,016	4,801	유상증자 가치(23.11.03)
	기타			302	302	
자회사 가치 합계				31,801	54,071	

자료: SK증권

CJ 올리브영 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출액	10,793	12,079	12,342	12,686	12,779	14,120	14,477	15,122	47,900	56,498	65,832
순이익	1,059	1,249	1,150	1,331	1,240	1,440	1,346	1,391	4,789	5,417	6,022
순이익률	9.8%	10.3%	9.3%	10.5%	9.7%	10.2%	9.3%	9.2%	10.0%	9.6%	9.1%

자료: CJ, SK 증권

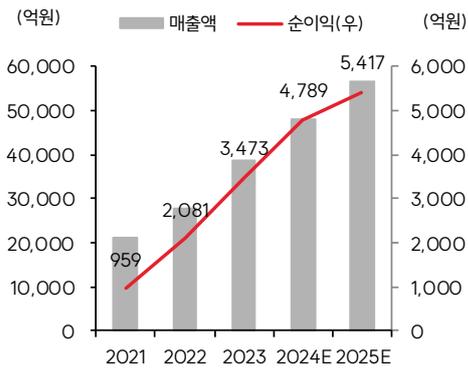
CJ푸드빌 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출액	2,177	2,196	2,165	2,554	2,356	2,400	2,330	2,717	9,092	9,803	10,448
순이익	94	119	79	139	97	134	93	130	431	455	476
순이익률	4.3%	5.4%	3.6%	5.4%	4.1%	5.6%	4.0%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%

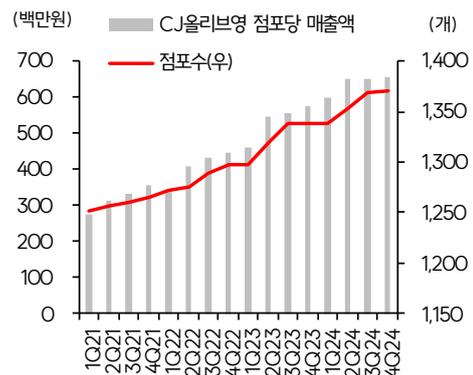
자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 연간 실적 추이



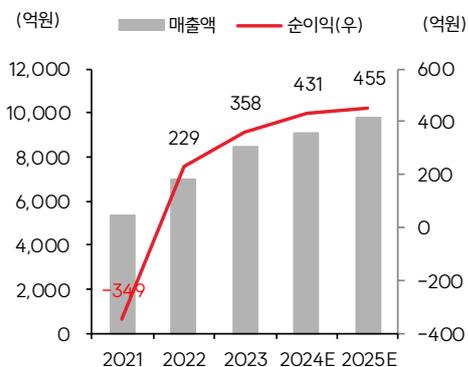
자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 점포당 매출액 추이



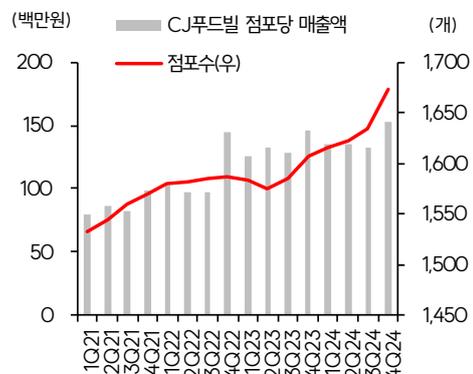
자료: CJ, SK 증권

CJ푸드빌 연간 실적 추이



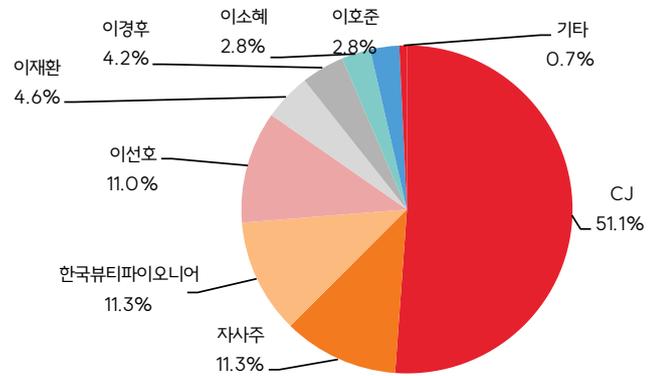
자료: CJ, SK 증권

CJ푸드빌 점포당 매출액 추이



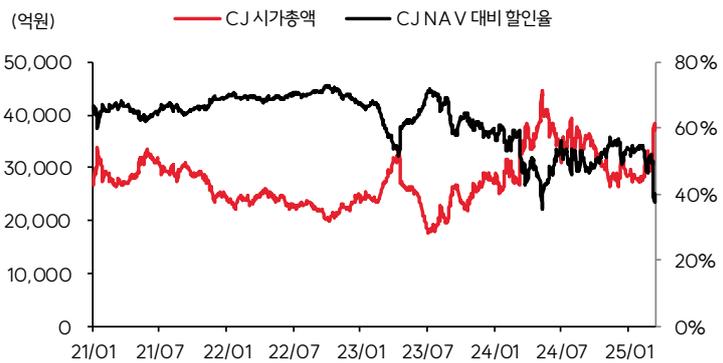
자료: CJ, SK 증권

CJ올리브영 주주구성



자료: CJ올리브영, SK 증권

CJNAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

CJ 상장 자회사 NAV와 시가총액 추이



자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,174	14,584	15,932	17,905	22,234
현금및현금성자산	4,021	3,646	5,223	6,929	10,702
매출채권 및 기타채권	4,822	4,587	4,931	5,080	5,388
재고자산	3,707	3,170	3,499	3,604	3,823
비유동자산	33,067	32,620	33,214	32,059	28,903
장기금융자산	2,027	2,026	1,960	1,960	1,960
유형자산	14,277	14,306	15,285	15,252	13,220
무형자산	8,334	8,144	8,010	6,887	5,764
자산총계	48,240	47,204	49,146	49,964	51,137
유동부채	16,950	15,637	19,016	19,186	19,540
단기금융부채	9,233	7,484	10,524	10,524	10,524
매입채무 및 기타채무	4,825	4,234	5,665	5,835	6,189
단기충당부채	78	94	133	133	133
비유동부채	13,556	13,674	12,833	12,833	12,833
장기금융부채	11,062	11,039	10,807	10,807	10,807
장기매입채무 및 기타채무	336	900	110	110	110
장기충당부채	137	155	101	101	101
부채총계	30,507	29,311	31,849	32,020	32,374
지배주주지분	5,183	5,514	5,251	5,637	6,134
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
기타자본구성요소	-14	122	-145	-145	-145
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
이익잉여금	3,963	4,063	4,076	4,461	4,959
비지배주주지분	12,551	12,379	12,046	12,307	12,630
자본총계	17,734	17,893	17,297	17,944	18,764
부채외자본총계	48,240	47,204	49,146	49,964	51,137

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	4,045	5,017	6,418	3,821	3,903
당기순이익(손실)	687	525	151	748	920
비현금성항목등	4,315	4,244	4,457	3,509	3,590
유형자산감가상각비	1,830	1,982	2,025	2,032	2,032
무형자산상각비	1,378	1,078	1,261	1,123	1,123
기타	1,107	1,184	1,171	354	435
운전자본감소(증가)	-786	249	1,463	-83	-173
매출채권및기타채권의감소(증가)	-622	124	-377	-149	-308
재고자산의감소(증가)	-897	277	-340	-105	-219
매입채무및기타채무의증가(감소)	589	-299	2,628	171	354
기타	-710	-461	73	-707	-869
법인세납부	-540	-461	-273	-353	-435
투자활동현금흐름	-4,611	-2,365	-3,454	-2,000	-0
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,725	-1,345	-2,518	-2,000	0
무형자산의감소(증가)	-1,514	-1,458	-1,127	0	0
기타	-1,371	437	192	-0	-0
재무활동현금흐름	1,379	-2,974	-2,650	-101	-101
단기금융부채의증가(감소)	-1,344	-4,312	-1,860	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,155	2,350	872	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-345	-316	-230	-101	-101
기타	-87	-696	-1,432	0	0
현금의 증가(감소)	827	-375	1,577	1,706	3,773
기초현금	3,194	4,021	3,646	5,223	6,929
기말현금	4,021	3,646	5,223	6,929	10,702
FCF	2,320	3,672	3,900	1,821	3,903

자료 : CJ, SK증권 추정

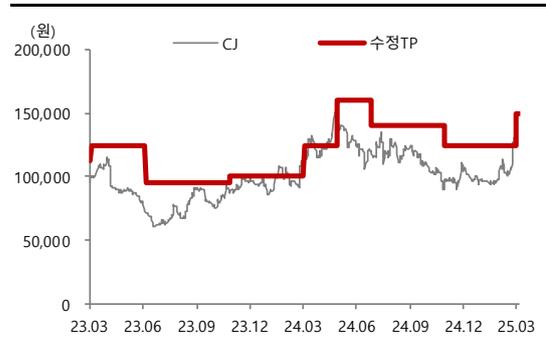
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	40,925	41,353	43,647	45,745	48,544
매출원가	29,696	29,955	31,023	32,512	34,793
매출총이익	11,229	11,397	12,624	13,233	13,751
매출총이익률(%)	27.4	27.6	28.9	28.9	28.3
판매비와 관리비	9,075	9,358	10,076	10,531	10,756
영업이익	2,154	2,039	2,547	2,702	2,995
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.8	5.9	6.2
비영업손익	-1,098	-1,053	-1,839	-1,600	-1,640
순금융손익	-580	-757	0	0	0
외환관련손익	-133	-21	0	0	0
관계기업등 투자손익	-163	-52	53	0	0
세전계속사업이익	1,056	986	709	1,102	1,355
세전계속사업이익률(%)	2.6	2.4	1.6	2.4	2.8
계속사업법인세	369	461	558	353	435
계속사업이익	687	525	151	748	920
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	687	525	151	748	920
순이익률(%)	1.7	1.3	0.3	1.6	1.9
지배주주	202	195	100	486	598
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	0.5	0.2	1.1	1.2
비지배주주	485	330	51	262	322
총포괄이익	733	609	223	748	920
지배주주	245	253	92	330	406
비지배주주	488	356	131	418	515
EBITDA	5,362	5,099	5,833	5,857	6,150

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	18.7	1.0	5.5	4.8	6.1
영업이익	14.5	-5.3	24.9	6.1	10.9
세전계속사업이익	-18.8	-6.7	-28.1	55.4	23.0
EBITDA	23.9	-4.9	14.4	0.4	5.0
EPS	-26.5	-3.6	-48.4	384.4	23.0
수익성 (%)					
ROA	1.5	1.1	0.3	1.5	1.8
ROE	3.9	3.6	1.9	8.9	10.2
EBITDA마진	13.1	12.3	13.4	12.8	12.7
안정성 (%)					
유동비율	89.5	93.3	83.8	93.3	113.8
부채비율	172.0	163.8	184.1	178.4	172.5
순차입금/자기자본	85.4	78.3	87.9	75.2	51.8
EBITDA/이자비용(배)	7.9	5.6	0.0	0.0	0.0
배당성향	41.5	51.7	100.5	20.7	16.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,666	5,462	2,816	13,639	16,776
BPS	149,477	158,764	151,398	162,208	176,154
CFPS	95,613	91,257	94,949	102,113	105,250
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER	14.8	17.3	35.2	9.3	7.6
PBR	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
PCR	0.9	1.0	1.0	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.7	5.8	5.2	5.1	4.3
배당수익률	3.0	3.2	3.0	2.4	2.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.03.20	매수	150,000원	6개월		
2024.11.18	매수	125,000원	6개월	-19.06%	4.96%
2024.07.15	매수	140,000원	6개월	-17.89%	-3.64%
2024.05.17	중립	160,000원	6개월	-20.85%	-11.88%
2024.03.21	중립	125,000원	6개월	1.04%	22.16%
2023.11.15	중립	100,000원	6개월	-4.07%	12.30%
2023.06.23	매수	95,000원	6개월	-20.65%	-2.84%
2023.03.22	매수	125,000원	6개월	-24.74%	-8.08%



Compliance Notice

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 20일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------