

CJ (001040/KS)

적수가 없는 올리브영

지주회사/ESG 터. 최관순 / ks1.choi@sks.co.kr / 3773-8812

Signal: NAV 업데이트

Key: 자회사 가치 상승분 목표주가에 반영

Step: 올리브영 호실적이 주가에 반영되는 시기

매수(유지)

목표주가: 205,000 원(상향)

현재주가: 169,400 원

상승여력: 21.0%

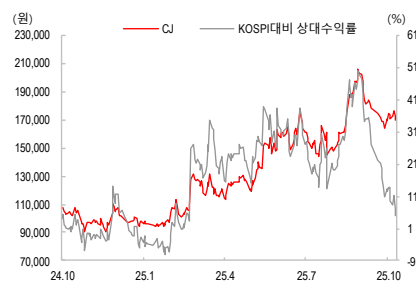
STOCK DATA

주가(25/10/30)	169,400 원
KOSPI	4,086.89 pt
52 주 최고가	205,500 원
60 일 평균 거래대금	33 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,918 만주
시가총액	4,943 십억원
주요주주	
이재현(외 7)	47.59%
국민연금공단	12.94%
외국인 지분율	14.12%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	44,988	47,569	50,264
영업이익	십억원	2,603	2,938	3,251
순이익(지배주주)	십억원	369	410	527
EPS	원	10,357	11,504	14,783
PER	배	16.4	14.7	11.5
PBR	배	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	5.3	4.4	3.7
ROE	%	6.9	7.5	9.1
배당성향	%	28.2	26.2	20.4

적수가 없는 올리브영

25 년 상반기 올리브영은 매출액 2 조 6,961억원(이하 YoY 17.9%), 순이익 2,703 억 원(17.1%, NPM: 10.0%)를 기록했다. 점포수 확대와 외국인 관광객 증가, 온라인 매출 확대에 따라 하반기에도 높은 실적 성장이 예상되며 25 년 연간 순이익은 5,492 억 원(+14.7%)으로 예상된다. 사실상 H&B 부문에서 경쟁자가 없는 올리브영의 실적개선세는 25 년 이후에도 지속될 가능성이 높다. 실적과 더불어 올리브영 지분구조 변화에 대한 시장의 관심도 높다. 올리브영은 FI 의 투자 지분을 사들이면서 자사주 비율이 22.6%까지 상승했다. 자사주 매입으로 최대주주인 CJ(51.2% 보유)의 올리브영에 대해 지배력이 강화되었으며 나아가 CJ 와 올리브영과의 합병가능성도 제기되었다. 현재 합병, 상장 등 구체적인 지배구조 개편안은 확정된 바 없는 것으로 확인되는데, 당분간 올리브영의 가치 상승이 지주회사 주가로 전이되는 과정은 지속될 것으로 예상된다.

자사주 7.3%, 배당 중심의 주주환원 정책 유력

CJ 는 자사주 7.3%를 보유하고 있다. 이 중 4.9%는 배당가능이익 내 범위에서 직접 취득한 주식이며, 2.4%는 합병 등 기타취득분으로 정해진 소각 계획은 없다. CJ 의 가장 최근 자사주 매입은 2018 년으로 그 동안 배당중심으로 주주환원 정책을 펼쳐 왔기 때문이다. 2019 년부터 5 년 연속 DPS 가 상승했으며 지난해 별도 배당성향은 100%를 기록하였다. 25 년까지 별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상을 배당하는 정책을 유지하고 있는데 올해도 주주환원은 현금배당이 유력한 상황이다. 일부 자회사의 재무구조가 악화가 우려되지만 올리브영의 실적개선을 고려할 경우 CJ 의 주당배당금도 점진적인 증가가 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 205,000 원(상향)

CJ 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 올리브영 실적개선이 지주회사 주가 상승으로 이어지는 국면이기 때문이다. 단기적으로 CJ와 올리브영의 합병을 기대하기 보다는 올리브영 기업가치 상승에 주목할 시점이다. 점진적인 배당확대와 더불어 7.3%의 자사주 소각이 현실화 될 경우 주가의 탄력성도 증가할 것이다. 목표주가는 Target 할인을 5%(올리브영 유상증자 가치: 3.5 조원 기준)를 적용하여 산정한 21 만원을 제시한다. 만약 25 년 올리브영 예상 순이익에 15 배, Target 할인을 50% 적용 시 목표주가는 22 만원으로 주가 상승여력은 충분하다는 판단이다.

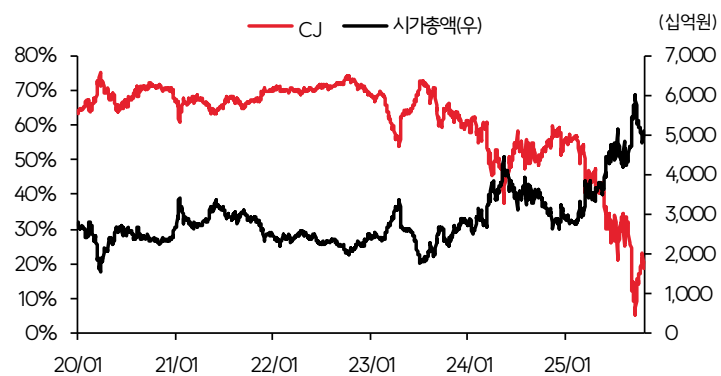
CJ 목표주가 산정

(단위: 십억원, 주, 원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	CJ 제일제당	3,470	45.6%	1,474	1,584	
	CJ 프레시웨이	301	47.1%	43	142	
	CJ ENM	1,524	42.4%	759	646	
	CJ CGV	827	50.9%	718	421	
	CJ	4,943	7.3%		359	
비상장사	CJ 올리브영		51.2%	54	1,767	유상증자 가치(20.12.24)
	CJ 푸드빌		92.0%	102	480	유상증자 가치(23.11.03)
	기타			30	302	
합계				3,180		
지분가치					5,700	
순차입금					298	
사업가치					0	
브랜드가치					1,659	24년 브랜드 수수료 10배
우선주차감					824	
NAV					6,237	
CJ 시가총액					4,943	
현재 NAV 대비 할인율					20.8%	
Target NAV 대비 할인율					5%	
목표 시가총액					5,925	
발행주식수					29,176,998	
적정주가					203,082	
목표주가					205,000	
현재주가					169,400	
상승여력					21.0%	

자료: SK 증권

CJ NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

CJ 분기별 실적전망									(단위: 억원)		
	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25E	4Q25E	2024A	2025E	2026E
매출액	10,436	10,683	10,845	11,683	10,600	11,119	11,387	11,882	43,647	44,988	47,569
매출원가	7,434	7,486	7,670	8,433	7,534	7,900	8,028	8,460	31,023	31,921	34,093
매출총이익	3,002	3,197	3,175	3,250	3,067	3,220	3,359	3,422	12,624	13,067	13,477
판매비	2,426	2,530	2,500	2,620	2,532	2,601	2,653	2,675	10,077	10,461	10,539
영업이익	576	666	675	630	535	619	706	747	2,548	2,607	2,938
영업이익률	10,436	10,683	10,845	11,683	10,600	11,119	11,387	11,882	43,647	44,988	47,569

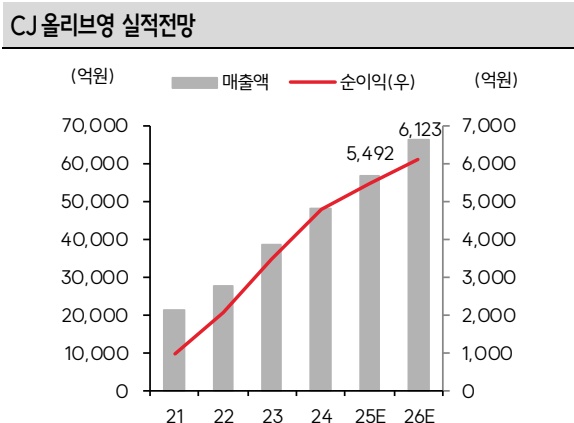
자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 분기별 실적전망									(단위: 십억원)		
	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25E	4Q25E	2024A	2025E	2026E
매출액	1,079	1,208	1,234	1,269	1,234	1,462	1,461	1,520	4,790	5,677	6,634
순이익	106	125	115	133	126	144	133	146	479	549	612
순이익률	9.8%	10.3%	9.3%	10.5%	10.2%	9.9%	9.1%	9.6%	10.0%	9.7%	9.2%

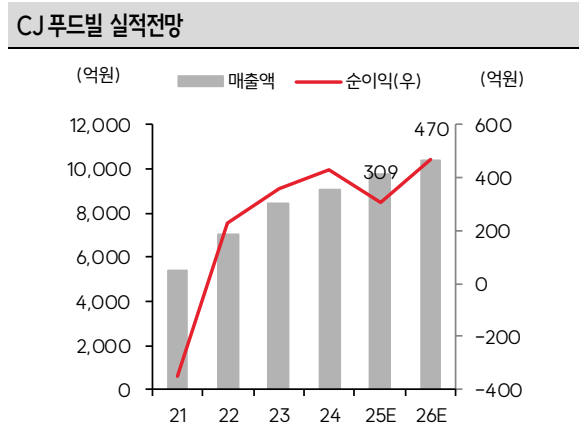
자료: CJ, SK 증권

CJ푸드빌 분기별 실적전망									(단위: 십억원)		
	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25E	4Q25E	2024A	2025E	2026E
매출액	218	220	217	255	230	239	233	272	909	974	1,042
순이익	9	12	8	14	8	4	8	11	43	31	47
순이익률	4.3%	5.4%	3.6%	5.4%	3.5%	1.5%	3.4%	4.1%	4.7%	3.2%	4.5%

자료: CJ, SK 증권

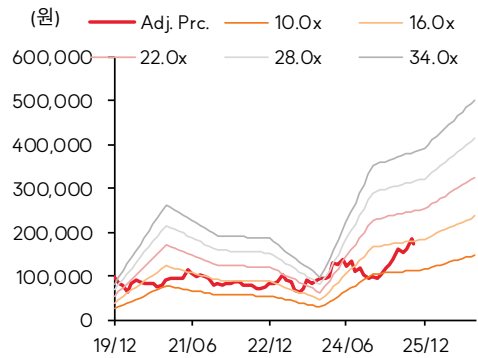


자료: CJ, SK 증권



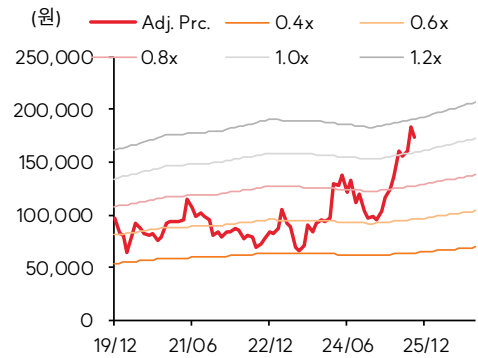
자료: CJ, SK 증권

CJ 12MF PER 밴드차트



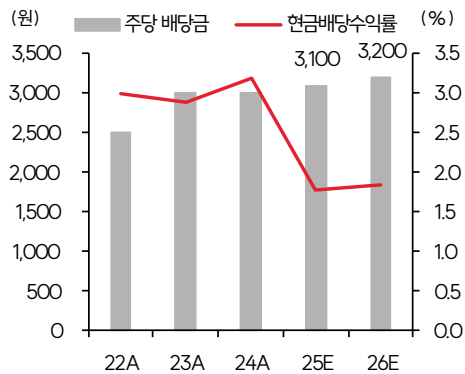
자료: FnGuide, SK 증권

CJ 12MF PBR 밴드차트



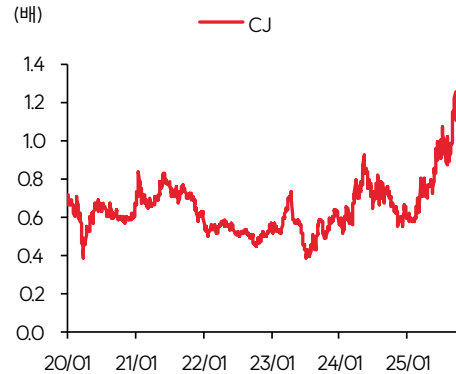
자료: FnGuide, SK 증권

CJ 주당 현금배당 전망



자료: CJ, SK 증권

CJPBR 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	14,584	14,690	16,258	21,000	25,970
현금및현금성자산	3,646	3,156	6,321	10,542	14,960
매출채권 및 기타채권	4,587	4,925	5,067	5,355	5,659
재고자산	3,170	3,082	3,653	3,861	4,080
비유동자산	32,620	32,807	33,481	29,701	25,921
장기금융자산	2,026	2,125	2,063	2,063	2,063
유형자산	14,306	14,313	15,356	13,166	10,976
무형자산	8,144	8,226	7,297	5,707	4,117
자산총계	47,204	47,497	49,740	50,701	51,891
유동부채	15,637	17,297	20,441	20,761	21,100
단기금융부채	7,484	9,333	12,786	12,786	12,786
매입채무 및 기타채무	4,234	3,962	5,637	5,957	6,295
단기충당부채	94	239	257	257	257
비유동부채	13,674	12,453	12,077	12,077	12,077
장기금융부채	11,039	9,578	9,979	9,979	9,979
장기매입채무 및 기타채무	900	931	123	123	123
장기충당부채	155	122	121	121	121
부채총계	29,311	29,751	32,518	32,838	33,176
지배주주지분	5,514	5,459	5,293	5,599	6,018
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
기타자본구성요소	122	-138	-358	-358	-358
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
이익잉여금	4,063	4,038	4,300	4,606	5,025
비지배주주지분	12,379	12,287	11,929	12,264	12,696
자본총계	17,893	17,746	17,222	17,863	18,714
부채와자본총계	47,204	47,497	49,740	50,701	51,891

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	5,017	4,831	6,378	4,351	4,554
당기순이익(손실)	525	151	743	746	959
비현금성항목등	4,705	6,067	4,474	4,132	4,233
유형자산감가상각비	1,982	2,040	2,181	2,190	2,190
무형자산감가상각비	1,078	1,681	1,514	1,590	1,590
기타	1,645	2,346	779	352	453
운전자본감소(증가)	249	-967	1,670	-175	-185
매출채권및기타채권의감소(증가)	124	-397	-31	-288	-304
재고자산의감소(증가)	277	386	-654	-207	-219
매입채무및기타채무의증가(감소)	-299	-449	3,019	320	338
기타	-923	-841	-1,018	-703	-905
법인세납부	-461	-420	-509	-352	-453
투자활동현금흐름	-2,365	-2,188	-3,902	-0	-0
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,345	-973	-3,074	0	0
무형자산의감소(증가)	-1,458	-1,302	-585	0	0
기타	437	87	-243	-0	-0
재무활동현금흐름	-2,974	-3,217	-591	-104	-108
단기금융부채의증가(감소)	-4,210	-1,860	-696	0	0
장기금융부채의증가(감소)	2,277	880	1,036	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-316	-264	-218	-104	-108
기타	-725	-1,972	-713	0	0
현금의 증가(감소)	-375	-490	3,136	4,220	4,418
기초현금	4,021	3,646	3,156	6,321	10,542
기말현금	3,646	3,156	6,321	10,542	14,960
FCF	3,672	3,858	3,304	4,351	4,554

자료 : CJ, SK증권 추정

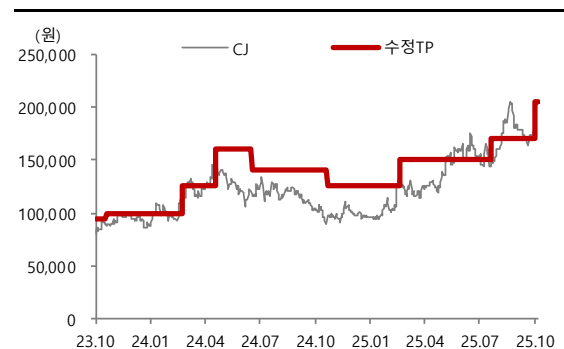
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	41,353	43,647	44,988	47,569	50,264
매출원가	29,955	31,023	31,924	34,093	35,922
매출총이익	11,397	12,624	13,064	13,477	14,341
매출총이익률(%)	27.6	28.9	29.0	28.3	28.5
판매비와 관리비	9,358	10,076	10,462	10,539	11,090
영업이익	2,039	2,547	2,603	2,938	3,251
영업이익률(%)	4.9	5.8	5.8	6.2	6.5
비영업손익	-1,053	-1,839	-1,461	-1,840	-1,840
순금융손익	-757	-796	0	0	0
외환관련손익	-21	-190	0	0	0
관계기업등 투자손익	-52	35	59	0	0
세전계속사업이익	986	709	1,142	1,098	1,411
세전계속사업이익률(%)	2.4	1.6	2.5	2.3	2.8
계속사업법인세	461	558	399	352	453
계속사업이익	525	151	743	746	959
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	525	151	743	746	959
순이익률(%)	1.3	0.3	1.7	1.6	1.9
지배주주	195	100	369	410	527
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	0.2	0.8	0.9	1.0
비지배주주	330	51	374	336	431
총포괄이익	609	898	132	746	959
지배주주	253	313	66	124	159
비지배주주	356	585	66	622	800
EBITDA	5,099	6,268	6,298	6,718	7,031

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	1.0	5.5	3.1	5.7	5.7
영업이익	-5.3	24.9	2.2	12.9	10.7
세전계속사업이익	-6.7	-28.1	61.1	-3.8	28.6
EBITDA	-4.9	22.9	0.5	6.7	4.7
EPS	-3.6	-48.4	267.6	11.1	28.5
수익성 (%)					
ROA	1.1	0.3	1.5	1.5	1.9
ROE	3.6	1.8	6.9	7.5	9.1
EBITDA마진	12.3	14.4	14.0	14.1	14.0
안정성 (%)					
유동비율	93.3	84.9	79.5	101.2	123.1
부채비율	163.8	167.6	188.8	183.8	177.3
순차입금/자기자본	78.3	83.0	91.4	64.5	38.0
EBITDA/이자비용(배)	5.6	6.5	0.0	0.0	0.0
배당성향	51.7	100.2	28.2	26.2	20.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,462	2,817	10,357	11,504	14,783
BPS	158,764	157,224	152,563	161,142	172,908
CFPS	91,257	107,149	113,964	117,497	120,776
주당 현금배당금	3,000	3,000	3,100	3,200	3,200
Valuation지표 (배)					
PER	17.3	35.2	16.4	14.7	11.5
PBR	0.6	0.6	1.1	1.1	1.0
PCR	1.0	0.9	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.8	4.8	5.3	4.4	3.7
배당수익률	3.2	3.0	1.8	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.10.31	매수	205,000원	6개월		
2025.08.18	매수	170,000원	6개월	290%	20.88%
2025.03.20	매수	150,000원	6개월	-6.24%	17.27%
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%



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 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 10월 31일 기준)

매수 91.93% 중립 8.07% 매도 0.00%