

CJ (001040)

기업구조개편 가시화로 동사 기업가치 제고 될 듯

동사와 CJ올리브영 합병을 통하여 승계를 위한 기업구조개편 가시화 될 듯⇒합병이후 CJ올리브영 기업가치 반영되면서 동사 기업가치 제고될 듯

PBR이 낮은 상장기업들은 대부분 ROE가 낮기 때문이다. 즉 ROE가 높으면 PBR이 낮은 상장기업은 없다.

이와 같이 대부분의 PBR이 낮은 상장기업들의 경우 이익 증가의 지속성이 현저히 떨어지기 때문에 ROE가 낮은 것이다. 이에 따라 하루 아침에 지속적인 이익 증가를 이뤄 내기가 여간 힘든 것이 아니다. 무엇보다 PBR이 낮은 상장기업들의 경우 주주환원 재원이 충분하지 못한 경우가 많다.

특히 지주회사의 경우 지주회사와 자회사의 중복상장으로 인하여 유동성 할인이 불가피한 상황에서 상장 모회사 주주와 상장 자회사 주주간에 이해상충 등이 발생할 가능성이 높아짐에 따라 할인율이 적용되면서 PBR이 낮아지는 경우가 많다. 이에 따라 비상장회사 가치 상승 및 자체사업의 이익 성장이 지주회사 밸류에이션에 중요하게 영향을 미친다.

한편, 지난 2021년 글랜우드PE는 4,140억원을 투자해 CJ올리브영 지분 22.6%를 확보하였다. 이후 CJ올리브영이 상장 작업을 중단함에 따라 지난해 4월 글랜우드PE의 지분 11.3%를 CJ올리브영에 매각하고 나머지는 신한은행과 신한투자증권이 만든 SPC인 한국뷰티파이오니아에 넘겼다.

이어서 지난해 12월 CJ올리브영은 임시주주총회를 열고 정관변경의 건과 자본준비금 감액의 건 등을 처리하였다. 정관변경의 건은 임원직급체계를 변경하는 내용 등을 포함되어 있으며, 자본준비금 감액 건은 자본준비금 중 주식발행초과금에서 2,500억원을 감액해 이익잉여금으로 전입하는 것이다. 이는 상법상 배당가능이익이 있어야 자사주를 매입할 수 있기 때문에 이렇게 이익잉여금을 늘리면 자사주 매입한도를 확대할 수 있다.

이러한 환경하에서 올해 4월 CJ올리브영은 한국뷰티파이오니아 보유 지분에 대하여 3년 내 매입 가능한 콜옵션을 행사함에 따라 자사주는 총 22.6%로 늘어났다.

이에 따라 올해 5월 9일 기준으로 CJ올리브영 주주 구성은 CJ 51.2%, 자사주 22.6%, 이재현 CJ 회장의 장남인 이선호 실장 11.0%, 딸 이경후 CJ ENM 브랜드전략실장 4.2%, 이재환 4.6%, 이소혜 2.8%, 이호준 2.8%, 기타 친족 0.1%, 기타 0.6% 등으로 분포되어 있다.

CJ올리브영이 자사주를 취득하는 일련의 과정 등을 살펴보았을 때 향후 CJ올리브영이 상장하기 보다는 동사와의 합병 등을 추진할 것으로 예상된다. 왜냐하면 결과적으로 외부지분을 모두 회수함으로써 동사와의 합병 기반을 마련하였을 뿐만 아니라 오너 3세대들이 동사 지분을 매입하는 승계측면에서도 합병이 상장보다는 세금부담을 완화시킬 수 있기 때문이다.

이렇듯 CJ올리브영이 상장하지 않는다면 중복상장 할인에 대한 불확실성이 해소될 수 있을 것이다. 물론 동사와 CJ올리브영 합병 추진과정에서 합병비율에 대한 불확실성이 존재하지만 결국에는 합병이후 CJ올리브영 기업가치가 온전하게 반영되면서 동사의 기업가치가 제고될 수 있을 것이다.

목표주가 160,000원으로 상향

동사의 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 160,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다. 다만, CJ올리브영의 경우 장부가 대신에 2025년 예상 순이익에 Target PER 10.0배를 적용하여 산출하였다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000원(상향)
증가(2025.05.09)	128,400원
상승여력	24.6%

Stock Indicator

자본금	179십억원
발행주식수	2,918만주
시가총액	3,746십억원
외국인지분율	11.4%
52주 추가	90,000~152,700원
60일평균거래량	162,690주
60일평균거래대금	19.5십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.8	35.0	24.9	-3.3
상대수익률	-2.5	32.8	24.3	1.7

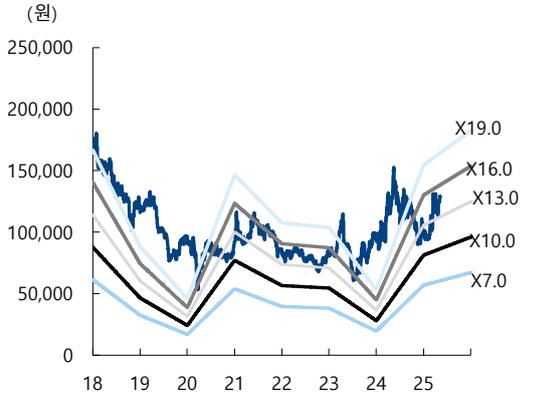
Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	43,647	45,683	48,051	50,051
영업이익(십억원)	2,547	2,764	2,951	3,220
순이익(십억원)	100	290	343	410
EPS(원)	2,817	8,134	9,604	11,499
BPS(원)	153,068	166,023	187,417	211,643
PER(배)	35.2	15.8	13.4	11.2
PBR(배)	0.6	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	1.8	4.9	5.1	5.4
배당수익률(%)	3.0	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	4.8	4.3	4.0	3.8

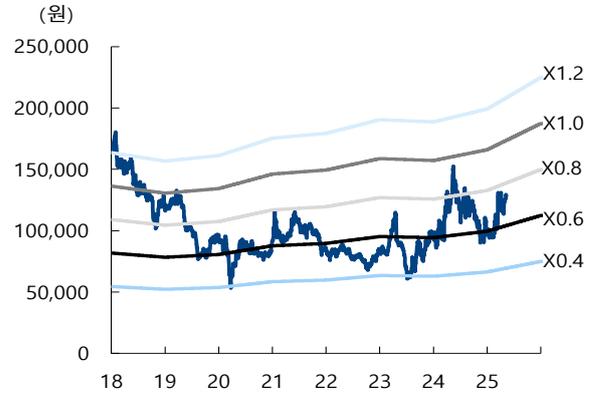
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. CJ PER 밴드



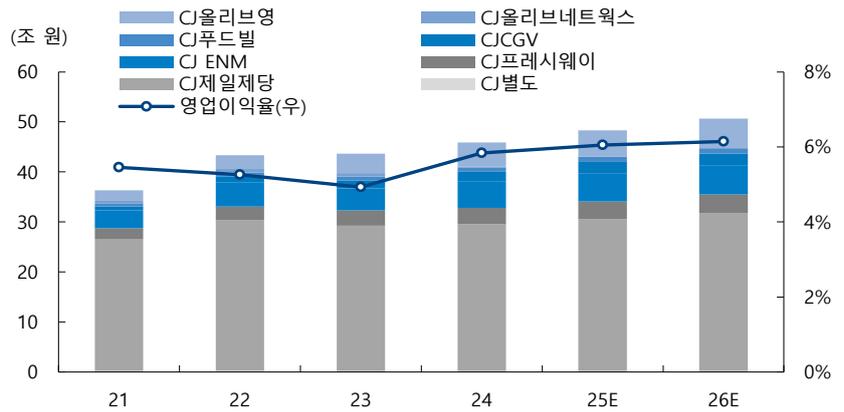
자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림2. CJ PBR 밴드



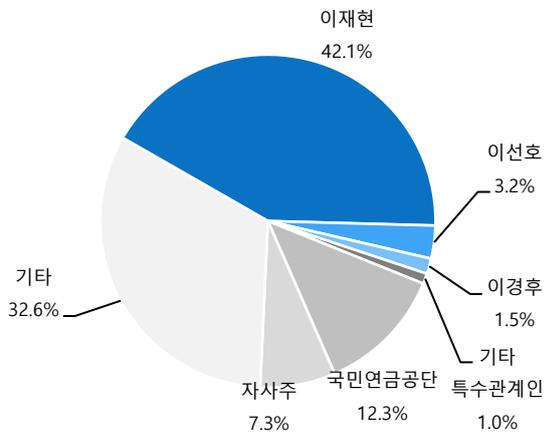
자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림3. CJ 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



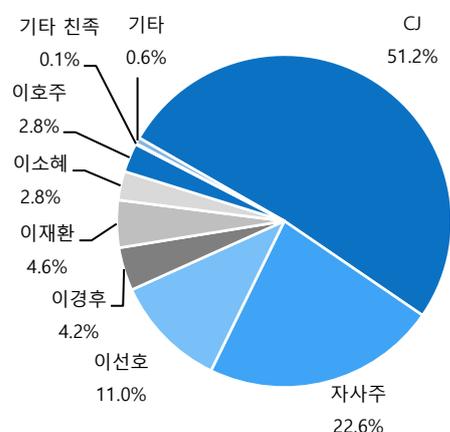
자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림4. CJ 주주 분포(2024년 12월 31일 기준)



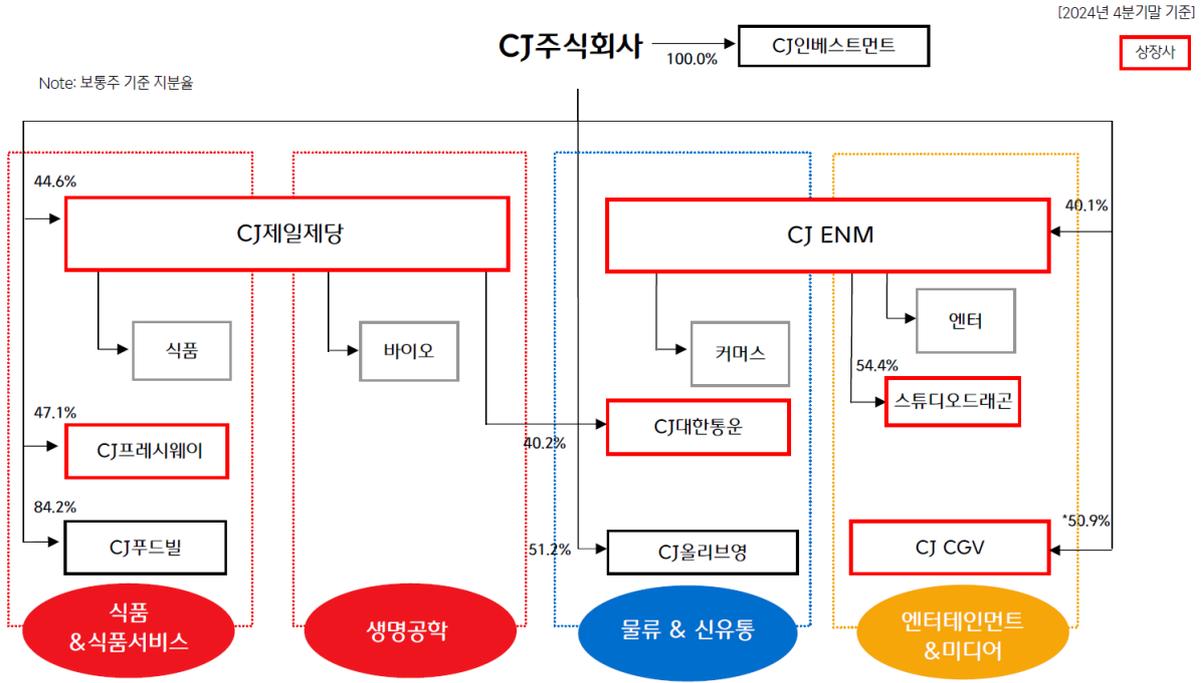
자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림5. CJ올리브영 주주 분포(2025년 5월 9일 기준)



자료: CJ올리브영, iM증권 리서치본부

그림6. CJ 그룹 소유구조



*올리브네트웍스 현물출자 안료('24.6월)
 자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

표1. CJ 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	46,932
영업가치	4,753
순차입금	2,400
우선주	5,964
NAV	43,321
발행주식수(자사주 제외)	27,058,455
주당 NAV(원)	160,102

자회사	지분율	자회사 가치
CJ제일제당	45.6%	15,769
CJ프레시웨이	47.1%	867
CJ푸드빌	84.7%	1,016
CJ ENM	42.4%	4,745
CJ CGV	50.9%	4,046
CJ올리브영	51.2%	20,187
기타		302

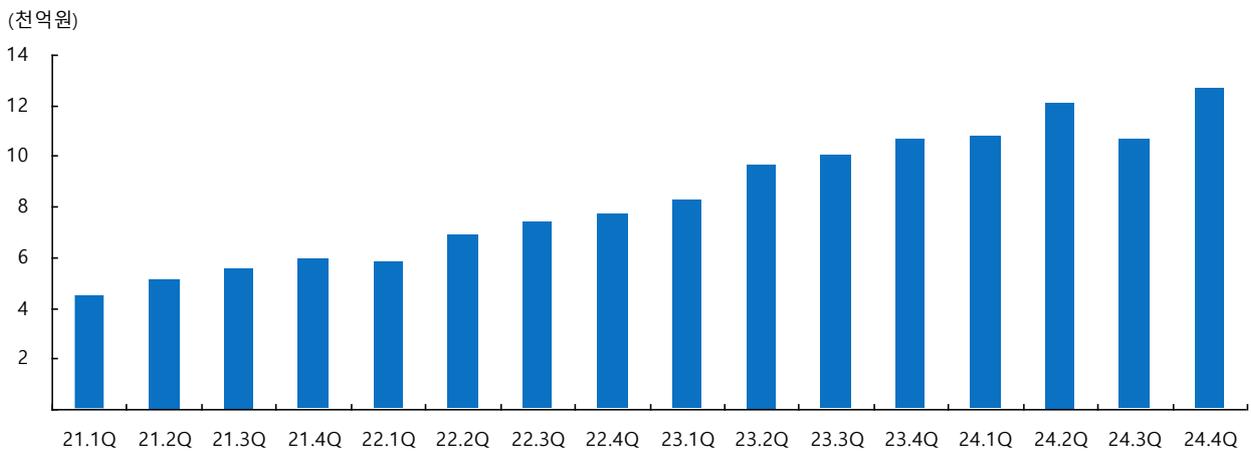
자료: CJ, iM증권 리서치본부

표2. CJ 올리브영 국내 분기별 점포수 추이

구분	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
점포수(국내)	1,298	1,298	1,320	1,339	1,338	1,338	1,354	1,369	1,371
직영점	1,065	1,065	1,090	1,111	1,112	1,114	1,131	1,146	1,148
가맹점	233	233	230	228	226	224	223	223	223

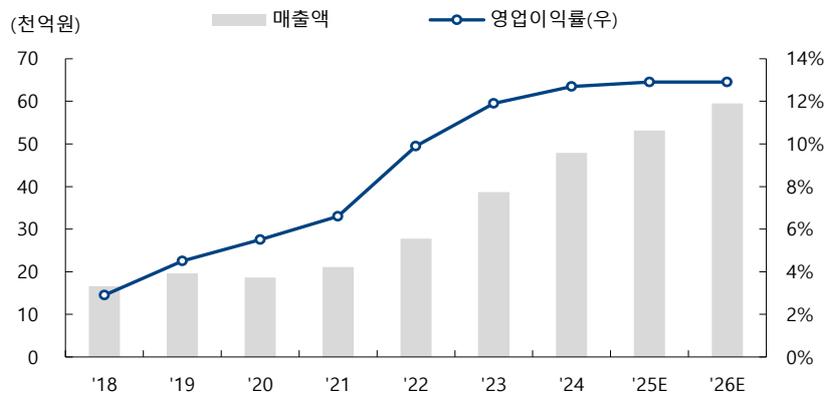
자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림7. CJ 올리브영 분기별 매출액 추이



자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림8. CJ 올리브영 실적 추이



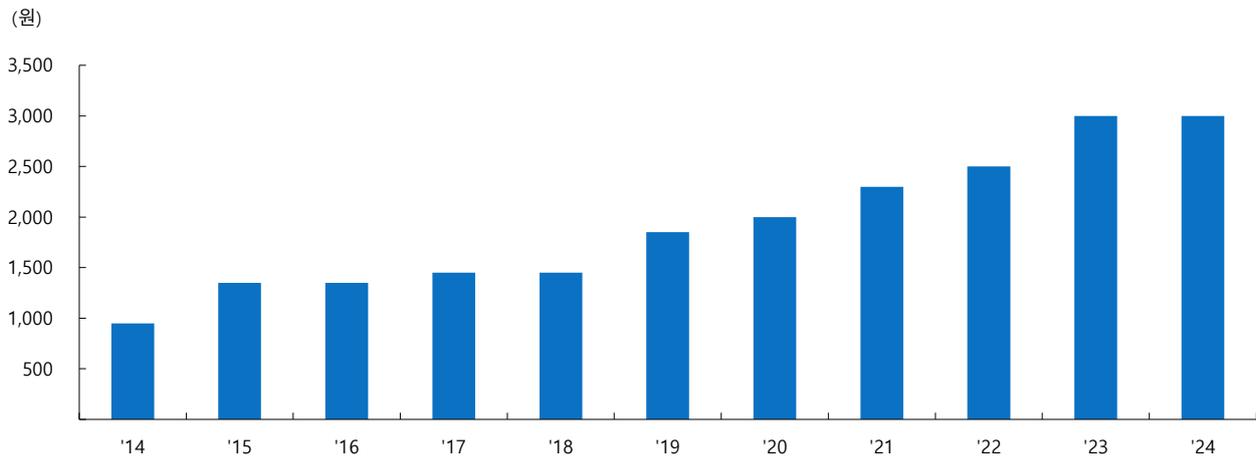
자료: CJ, iM증권 리서치본부

표3. CJ푸드빌 분기별 점포수 추이

구분	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
점포수	1,587	1,583	1,574	1,585	1,607	1,615	1,623	1,634	1,674
직영	65	77	76	78	79	78	79	80	83
가맹	1,313	1,294	1,295	1,298	1,305	1,303	1,299	1,299	1,305
해외점포	209	212	203	209	223	234	245	255	286

자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림9. CJ 주당 배당금 추이



자료: CJ, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

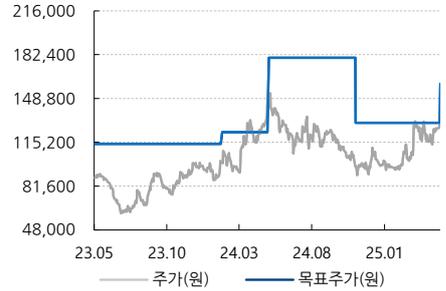
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	14,690	20,953	26,435	30,805	매출액	43,647	45,683	48,051	50,051
현금 및 현금성자산	3,156	8,659	13,317	17,946	증가율(%)	5.5	4.7	5.2	4.2
단기금융자산	792	774	755	737	매출원가	31,023	32,154	33,577	34,293
매출채권	5,288	5,509	5,730	5,238	매출총이익	12,624	13,452	13,985	15,758
재고자산	3,082	3,221	3,359	3,051	판매비와관리비	10,076	10,688	11,034	12,538
비유동자산	32,807	28,732	25,674	23,339	연구개발비	59	62	65	59
유형자산	14,313	12,194	10,496	9,136	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8,226	6,541	5,452	4,749	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	47,497	49,684	52,109	54,144	영업이익	2,547	2,764	2,951	3,220
유동부채	17,297	17,878	17,959	18,051	증가율(%)	24.9	8.5	6.8	9.1
매입채무	2,703	2,825	2,946	2,676	영업이익률(%)	5.8	6.0	6.1	6.4
단기차입금	4,923	4,923	4,923	4,923	이자수익	167	398	594	789
유동성장기부채	4,248	4,248	4,248	4,248	이자비용	963	963	963	963
비유동부채	12,453	12,753	13,353	13,453	지분이익(손실)	35	35	35	35
사채	4,321	4,321	4,321	4,321	기타영업외손익	-995	-225	-371	-566
장기차입금	1,411	1,411	1,411	1,411	세전계속사업이익	709	1,218	1,438	1,724
부채총계	29,751	30,631	31,312	31,504	법인세비용	558	390	460	552
자배주주지분	5,459	5,921	6,684	7,548	세전계속이익률(%)	1.6	4.6	5.2	5.7
자본금	179	179	179	179	당기순이익	151	828	978	1,172
자본잉여금	993	993	993	993	순이익률(%)	0.3	1.8	2.0	2.3
이익잉여금	4,038	4,353	4,769	5,386	자배주주귀속 순이익	100	290	343	410
기타자본항목	249	396	743	990	기타포괄이익	747	747	747	747
비자배주주지분	12,287	13,133	14,112	15,092	총포괄이익	898	1,188	1,241	1,308
자본총계	17,746	19,054	20,796	22,640	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,831	4,952	4,108	4,079	주당지표(원)				
당기순이익	151	828	978	1,597	EPS	2,817	8134	9,604	11,499
유형자산감가상각비	2,040	2,119	1,698	1,360	BPS	153,068	166,023	187,417	211,643
무형자산상각비	1,681	1,685	1,089	703	CFPS	107,149	121,122	95,448	75,184
지분법관련손실(이익)	35	35	35	35	DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-2,188	305	305	304	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-973	-	-	-	PER	35.2	15.8	13.4	11.2
무형자산의 처분(취득)	-1,302	-	-	-	PBR	0.6	0.8	0.7	0.6
금융상품의 증감	88	306	306	306	PCR	0.9	1.1	1.3	1.7
재무활동 현금흐름	-3,217	-2,888	-2,889	-2,889	EV/EBITDA	4.8	4.3	4.0	3.8
단기금융부채의증감	-1,860	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,695	-	-	-	ROE	1.8	4.9	5.1	5.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	14.4	14.8	12.7	12.3
배당금지급	-264	-101	-101	-101	부채비율	167.6	160.7	150.6	139.2
현금및현금성자산의증감	-490	5,503	4,658	4,629	순부채비율	61.7	60.7	59.8	58.2
기초현금및현금성자산	3,646	3,156	8,659	13,317	매출채권회전율(x)	8.6	8.4	8.5	7.9
기말현금및현금성자산	3,156	8,659	13,317	17,946	재고자산회전율(x)	14.0	14.5	14.5	13.5

자료 : CJ, iM증권 리서치본부

CJ 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-05	Buy	123,000	-8.1%	18.3%
2024-05-13	Buy	180,000	-33.2%	-15.2%
2024-11-12	Buy	130,000	-17.7%	0.9%
2025-05-12	Buy	160,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%