



## 믿을맨, 올리브영

### 1Q25 Review: 상장 자회사 부진

1Q25 연결 매출액은 10.6조원(+1.6% YoY), 영업이익은 5,350억원(-7.2% YoY), 별도 매출액은 507억원(-42.3% YoY), 영업이익 274억원(-59.4% YoY)을 기록했다. CJ제일제당, CJ대한통운, CJ ENM, CJCGV 등 상장 자회사의 이익이 전반적으로 부진하면서 영업이익은 감소했다. CJ제일제당(CJ대한통운 제외)의 매출액은 4.4조원(-1.8% YoY), 영업이익은 2,463억원(-7.8% YoY)을 시현했다. 해외식품은 견조한 성장을 보였으나 국내 수익성 부진과 바이오 부문 기저효과로 이익이 감소했다. CJ ENM은 매출액 1.1조원(-1.4% YoY), 영업이익 7억원(-94.3% YoY)을 기록했다. CJ CGV는 국내 멀티플렉스 매출 감소에도 ONS 연결 편입된 영향으로 매출액이 5,336억원(+35.8% YoY)으로 증가했다. CJ프레시웨이는 매출액 7,986억원(+9.2% YoY), 영업이익 106억원(+1.0% YoY)으로 성장했다.

### 끝나지 않는 성장

비상장 자회사인 CJ올리브영과 CJ푸드빌은 견조한 외형성장이 지속될 전망이다. 1Q25 CJ올리브영은 매출액 1.2조원(+14.4% YoY), 순이익 1,263억원(+19.3% YoY)으로 고성장을 이어갔다. 관광상권의 대형 점포 중심으로 방한 외국인수를 상회하는 외국인 매출 증가세가 지속되면서 오프라인 매출은 +15% YoY를 기록했다. 온라인 매출액도 +14% YoY로 증가세를 유지하며 매출액 비중 28.9% 수준을 유지했다. CJ푸드빌은 매출액 2,298억원(+5.6% YoY), 순이익 82억원(-12.8% YoY)이다. 1Q25말 북미 뚜레쥬르 점포수는 155개(23년말 108개, 24년말 150개)로 확장세를 이어갔다. 25년말 현지 생지공장 준공 예정으로 북미 점포 확장세가 중장기적으로 계속될 전망이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 157,000원 제시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 157,000원으로 커버리지를 재개한다. 비상장 자회사인 CJ올리브영의 실적 고성장이 지속되고 있다. CJ올리브영의 가치를 온전히 반영할 것으로 예상돼 주가의 우상향 가능성에 무게를 둔다.



이승웅 통신/지주/방산/우주항공  
seungwoong.lee@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **157,000원 (M)**

직전 목표주가 **157,000원**

현재주가 (5/27) **134,000원**

상승여력 **17%**

시가총액	39,097억원
총발행주식수	35,663,733주
60일 평균 거래대금	210억원
60일 평균 거래량	171,138주
52주 고/저	141,000원 / 90,000원
외인지분율	11.64%
배당수익률	3.03%
주요주주	이재현 외 7인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.0	23.2	(5.0)
상대	3.3	22.4	(1.9)
절대 (달러환산)	12.3	29.8	(5.4)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,600	-5.4	3.3	10,905	2.9
영업이익	535	-84.7	-146.8	623	16.5
세전계속사업이익	269	44.9	흑전	264	-2.0
지배순이익	70	1,392.3	-209.6	25	-64.1
영업이익률 (%)	5.0	-0.5%pt	-0.4%pt	5.7	-0.7%pt
지배순이익률 (%)	0.7	-0.02%pt	+0.59%pt	0.2	+0.4%pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	41,353	43,647	45,321	47,722
영업이익	2,039	2,547	2,734	3,134
지배순이익	195	100	340	415
PER	14.1	40.6	12.2	9.9
PBR	0.5	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.7	4.9	4.9	4.6
ROE	3.6	1.8	6.1	7.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표 1] CJ 연결 매출액 및 영업이익 추이

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
<b>매출액</b>	<b>10,436</b>	<b>10,683</b>	<b>10,845</b>	<b>11,683</b>	<b>10,600</b>	<b>11,109</b>	<b>11,549</b>	<b>12,063</b>	<b>43,647</b>	<b>45,321</b>
CJ 별도	88	62	39	58	51	44	42	60	246	196
연결 자회사	10,791	11,072	11,368	12,240	11,143	11,676	12,137	12,661	45,472	47,616
<b>영업이익</b>	<b>576</b>	<b>666</b>	<b>675</b>	<b>630</b>	<b>535</b>	<b>679</b>	<b>737</b>	<b>783</b>	<b>2,547</b>	<b>2,734</b>
CJ 별도	68	26	8	36	27	16	10	34	136	87
연결 자회사	552	636	660	635	518	674	739	761	2,482	2,693
<b>YoY %</b>										
<b>매출액</b>	<b>6.7</b>	<b>3.8</b>	<b>2.1</b>	<b>9.5</b>	<b>1.6</b>	<b>4.0</b>	<b>6.5</b>	<b>3.3</b>	<b>5.5</b>	<b>3.8</b>
CJ 별도	-19.5	72.3	3.0	8.4	-42.3	-29.5	8.8	3.9	4.4	-20.2
연결 자회사	4.9	2.5	2.0	9.5	3.3	5.5	6.8	3.4	4.8	4.7
<b>영업이익</b>	<b>74.9</b>	<b>33.6</b>	<b>5.9</b>	<b>9.9</b>	<b>-7.1</b>	<b>1.9</b>	<b>9.3</b>	<b>24.2</b>	<b>24.9</b>	<b>7.3</b>
CJ 별도	-19.1	114.9	-25.6	32.2	-59.3	-36.5	29.7	-5.5	2.9	-36.0
연결 자회사	70.3	26.4	8.5	14.9	-6.1	6.0	12.0	19.9	24.9	8.5
<b>Margin %</b>										
<b>영업이익률</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>	<b>5.4</b>	<b>5.0</b>	<b>6.1</b>	<b>6.4</b>	<b>6.5</b>	<b>5.8</b>	<b>6.0</b>
CJ 별도	76.9	41.2	19.6	61.8	54.2	37.1	23.4	56.3	55.4	44.4
연결 자회사	5.1	5.7	5.8	5.2	4.7	5.8	6.1	6.0	5.5	5.7

자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

[표 1] CJ 목표주가 산정

(단위: 십억원, %)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
<b>A. 사업 가치</b>			<b>1,413</b>	
로열티 수익			1,413	12M fwd 예상치에 10x 적용
<b>B. 자회사 가치</b>			<b>3,441</b>	<b>B=a+b</b>
<b>a. 상장 자회사 가치</b>			<b>1,177</b>	<b>a=@*47.8%(지배주주 지분율)</b>
@ 상장 자회사 총 지분가치			2,464	
CJ 제일제당	3387	40.9	1,387	전일 기준
CJ 프레스웨이	312	47.1	147	
CJ CGV	755	40.1	303	
CJ ENM	1232	50.9	627	
<b>b. 비상장 자회사 가치</b>			<b>2,264</b>	
CJ 올리브영	3,500	51.2	1,790	24년 글렌우드 PE 지분 22.6% 매각 기준
CJ 푸드빌	500	88.1	440	23년 Pre-Money 5,000억원 적용
기타			33	장부가
<b>C. 순차입금(순현금)</b>			<b>255</b>	<b>4Q24말 별도 기준</b>
<b>D. 적정 기업가치</b>			<b>4,599</b>	<b>D=A+B-C</b>
E. NAV 순자산가치			5,886	E=A+(@+B)-C
F. 발행주식수(백만주)			29	
G. 적정주가(원)			157,626	G=D/F
<b>목표주가(원)</b>			<b>157,000</b>	

자료: CJ, 유안타증권 리서치센터

CJ (001040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	41,353	43,647	45,321	47,722	50,255
매출원가	29,955	31,023	32,643	34,287	36,007
매출총이익	11,397	12,624	12,678	13,435	14,247
판매비	9,358	10,076	9,944	10,301	10,856
영업이익	2,039	2,547	2,734	3,134	3,391
EBITDA	5,099	6,268	6,239	6,479	6,720
영업외손익	-1,053	-1,839	-1,634	-1,585	-1,536
외환관련손익	-21	-190	110	110	110
이자손익	-757	-796	-791	-742	-694
관계기업관련손익	-52	35	35	35	35
기타	-223	-887	-987	-987	-987
법인세비용차감전순손익	986	709	1,101	1,549	1,855
법인세비용	461	558	589	924	1,186
계속사업순손익	525	151	512	625	669
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	525	151	512	625	669
지배지분순이익	195	100	340	415	445
포괄순이익	609	898	512	625	669
지배지분포괄이익	253	313	179	218	233

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,017	4,831	4,908	4,803	4,831
당기순이익	525	151	512	625	669
감가상각비	1,982	2,040	2,001	1,921	1,885
외환손익	0	150	-110	-110	-110
중속, 관계기업관련손익	52	-35	-35	-35	-35
자산부채의 증감	249	-967	-610	-620	-571
기타현금흐름	2,210	3,492	3,149	3,021	2,992
투자활동 현금흐름	-2,365	-2,188	-2,871	-2,700	-3,156
투자자산	-46	36	-60	-67	-70
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,479	-1,345	-1,900	-1,550	-1,730
유형자산 감소	134	372	0	0	0
기타현금흐름	-975	-1,251	-910	-1,083	-1,356
재무활동 현금흐름	-2,974	-3,217	-3,669	-3,950	-3,974
단기차입금	-1,734	828	-98	-147	-198
사채 및 장기차입금	-38	-440	-77	-325	-324
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-316	-264	-101	-101	-101
기타현금흐름	-885	-3,341	-3,393	-3,377	-3,351
연결범위변동 등 기타	-53	84	2,501	2,641	2,660
현금의 증감	-375	-490	869	794	362
기초 현금	4,021	3,646	3,156	4,026	4,820
기말 현금	3,646	3,156	4,026	4,820	5,181
NOPLAT	2,039	2,547	2,734	3,134	3,391
FCF	3,538	3,486	3,008	3,253	3,101

자료: 유안타증권

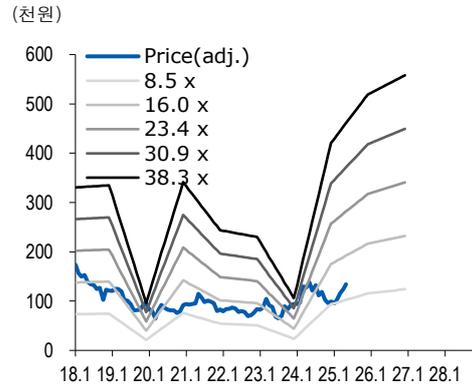
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	14,584	14,690	15,716	16,675	17,176
현금및현금성자산	3,646	3,156	4,026	4,820	5,181
매출채권 및 기타채권	4,587	4,925	5,017	5,110	5,181
재고자산	3,170	3,082	3,113	3,144	3,176
비유동자산	32,620	32,807	32,230	31,702	31,672
유형자산	14,306	14,313	14,211	13,840	13,685
관계기업 등 지분관련 자산	1,934	1,694	1,719	1,736	1,754
기타투자자산	1,917	2,078	2,112	2,162	2,215
자산총계	47,204	47,497	47,946	48,376	48,848
유동부채	15,637	17,297	17,274	17,253	17,223
매입채무 및 기타채무	5,533	5,363	5,438	5,571	5,738
단기차입금	3,937	4,923	4,823	4,673	4,473
유동성장기부채	3,226	4,248	4,148	3,998	3,848
비유동부채	13,674	12,453	12,514	12,441	12,375
장기차입금	2,503	1,411	1,511	1,411	1,311
사채	4,784	4,321	4,321	4,321	4,321
부채총계	29,311	29,751	29,788	29,694	29,598
지배지분	5,514	5,459	5,699	6,013	6,357
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,063	4,038	4,277	4,592	4,936
비지배지분	12,379	12,287	12,459	12,669	12,893
자본총계	17,893	17,746	18,158	18,682	19,250
순차입금	14,013	14,733	13,678	12,397	11,503
총차입금	18,523	18,911	18,735	18,263	17,741

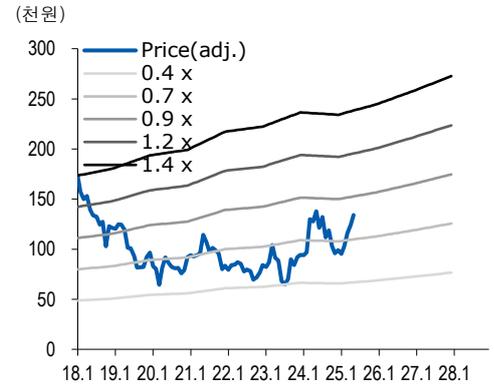
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,007	2,774	10,985	13,563	14,560
BPS	164,443	162,804	169,948	179,329	189,578
EBITDAPS	142,970	175,762	174,936	181,664	188,436
SPS	1,159,517	1,223,839	1,270,792	1,338,118	1,409,121
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
PER	14.1	40.6	12.2	9.9	9.2
PBR	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.7	4.9	4.9	4.6	4.3
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	1.0	5.5	3.8	5.3	5.3
영업이익 증가율 (%)	-5.3	24.9	7.3	14.6	8.2
지배순이익 증가율 (%)	-3.6	-48.4	238.7	22.1	7.0
매출총이익률 (%)	27.6	28.9	28.0	28.2	28.3
영업이익률 (%)	4.9	5.8	6.0	6.6	6.7
지배순이익률 (%)	0.5	0.2	0.8	0.9	0.9
EBITDA 마진 (%)	12.3	14.4	13.8	13.6	13.4
ROIC	4.4	2.2	5.3	5.6	5.5
ROA	0.4	0.2	0.7	0.9	0.9
ROE	3.6	1.8	6.1	7.1	7.2
부채비율 (%)	163.8	167.6	164.1	158.9	153.8
순차입금/자기자본 (%)	254.1	269.9	240.0	206.2	181.0
영업이익/금융비용 (배)	2.2	2.6	2.8	3.3	3.7

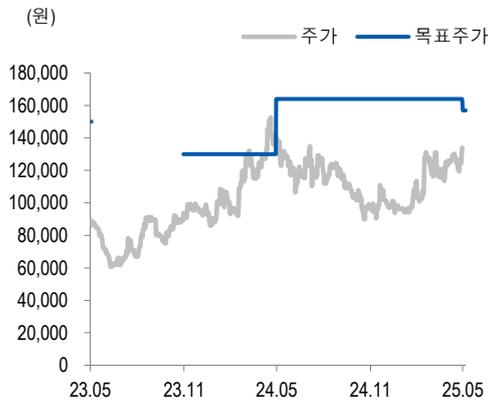
P/E band chart



P/B band chart



CJ (001040) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-29	BUY	157,000	1년		
2025-05-28	BUY	157,000	1년		
2025-05-27	1년 경과 이후		1년		
2024-05-27	BUY	164,000	1년	-31.02	-15.18
2023-11-27	BUY	130,000	1년	-17.00	17.46
2023-05-16	BUY	150,000	1년	-40.30	-39.53

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-28

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승웅)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.