COMPANY INITIATION

2025. 12. 2.

금융/소비재팀

박세웅 Analyst

sewoong.park@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

CJ (001040)

수익성과 주주 환원 종합선물세트

- 목표주가 240,000원으로 BUY 투자의견 제시하며 커버리지 개시.
- CJ올리브영 등 핵심 자회사 이익 성장 및 수익성 개선에 따른 NAV 회귀선 기울기 향상 기대.
- 높은 주주 환원 예측 가능성과 '26년 새로운 환원 정책 감안 시 Y절편 상승 기대.

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	240,000원	37.2%
현재주가	174,900원	
시가총액	5.1조원	
주식수 (유동주식 비중)	29,176,998주 (45.1%)	
52주 최저/최고	90,500원/205,500원	
60일-평균거래대금	329.9억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
CJ (%)	2.5	28.3	82.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	7.4	-11.7	14.1

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	8
목표주가	222,500
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

수익성과 주주 환원 종합선물세트: CJ에 대한 커버리지를 개시. 동사는 1) 주요 사업 부문의 이익 증가 및 수익성 개선에 따라 NAV 회귀선 기울기가 양호한 수준을 지속할 것으로 전망되며, 2) 기존의 높은 주주 환원 예측 가능성에 더해 '26년 환원 정책 강화에 따른 Y절편 상승 효과도 기대.

- **① 수익성 개선에 따라 양호한 NAV 기울기 지속:** 동사는 핵심 자회사의 이익 증가 및 수익성 개선에 힘입어 '26년 연결 영업이익 2.96조원(+17% y-y), 연결 지배 ROE 9% (+0.5%pts y-y)를 기록할 전망. 이는 CJ올리브영의 온/오프라인 채널 성장세를 필두로, 핵심 4대 사업 부문 공히 이익 성장 전망되기 때문.
- **② 예측 가능한 주주 환원으로 Y절편 상승:** CJ는 '26년 주주 환원의 예측 가능성에 힘입어 Y절편 상승 효과를 향유할 것으로 기대. 이는 동사가 이미 progressive DPS를 도입하는 등 예측 가능성 높은 환원 정책을 보유했으며, '26년 이전 대비 강화된 주주 환원 정책 발표 또한 기대되기 때문.

목표주가 240,000원으로 BUY 투자의견 제시: 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 NAV를 적정 NAV-시가총액 회귀식에 대입하여 산정. 회귀선 기울기는 '24~25년 기울기인 1.78을, Y절편은 동 기간 Y절편에 5% 할증한 -5,985.3을 적용.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	43,647	44,986	44,665	45,889
영업이익 (십억원)	2,547	2,499	2,904	3,189
순이익 (십억원)	151	883	1,066	1,252
EPS (adj) (원)	2,817	12,163	14,681	17,235
EPS (adj) growth (%)	-48.4	331.7	20.7	17.4
EBITDA margin (%)	14.4	13.5	13.9	13.6
ROE (%)	1.8	7.9	9.2	10.0
P/E (adj) (배)	35.2	14.4	11.9	10.1
P/B (배)	0.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	4.8	6.0	5.5	5.2
Dividend yield (%)	3.0	1.8	1.8	1.9

자료: CJ, 삼성증권 추정

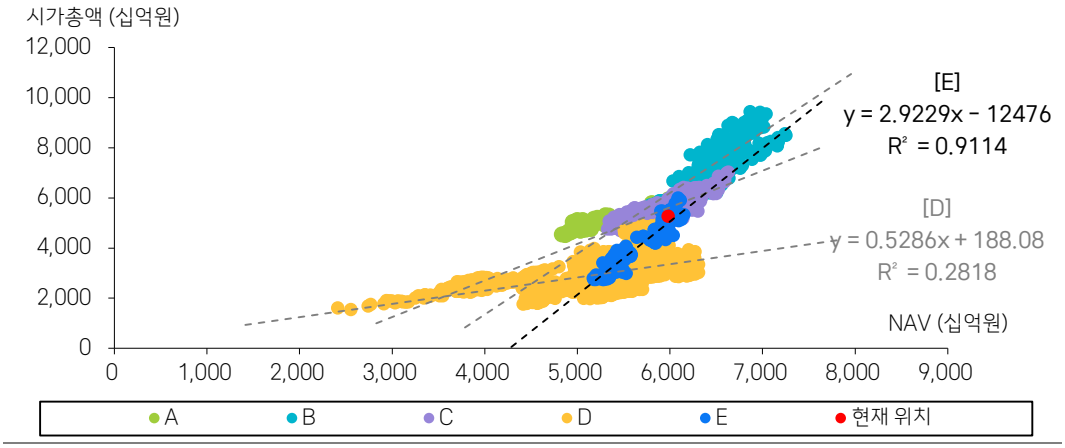
CJ: 수익성과 주주 환원 종합선물세트

CJ 목표주가 240,000원 제시 – 수익성 개선과 주주 환원 강화 모두 기대된다

CJ의 목표주가를 240,000원으로, BUY 투자의견 제시하며 커버리지를 개시한다. 이는 세 가지 투자 포인트에 기인한다. 우선, 동사는 2026년 1) 주요 사업 부문의 이익 증가 및 수익성 개선에 따라 NAV 회귀선 기울기가 양호한 수준을 지속할 것으로 전망된다. 특히, 주요 자회사의 이익 성장 및 수익성 개선이 지주회사 CJ의 수익성 지표(Roe 등) 개선으로 연결되는 것이 향후 기울기 향방의 핵심이 될 것이다.

이에 더해, 2) 주주 환원 정책 강화에 따라 NAV 회귀선의 Y절편 증가 효과도 예상된다. CJ는 2026년부터 새로운 중기 주주 환원 정책을 발표할 예정인데, 주요 자회사의 이익 증가 및 수익성 개선과 상법 및 세법 등 개정 국면이 맞물리는 시점이기 때문에 이전 대비 강화된 환원 정책이 기대되는 상황이다.

CJ: NAV-시가총액 상관관계



자료: 삼성증권 추정

CJ: NAV-시가총액 회귀 분석 수치 분석

	A	B	C	D	E	F
구간 시작일	2015-01-01	2015-05-04	2016-05-03	2018-03-02	2025-01-01	2024-01-01
구간 종료일	2015-04-30	2016-05-02	2018-03-01	2024-12-31	2025-12-01	2025-12-01
NAV 회귀선 기울기	0.90	2.44	1.46	0.53	2.91	1.78
Y절편	329.9	-8,453.6	-3,136.6	188.1	-12,419.6	-6,300.4
비고	CGV 등 자회사 주가 랠리 이전	주가 호조 이후 4Q15 어닝쇼크로 상승폭 반납		'18.03.02에 KX홀딩스를 CJ제일제당이 합병	'25년 법 개정 기대감으로 NAV 기울기 개선	

참고: *본래 CJ가 지분 100% 보유했던 자회사로, CJ대한통운 지분 20% 보유(~2018.03.01); 자료: 삼성증권 추정

CJ 기업 개요

비즈니스 모델

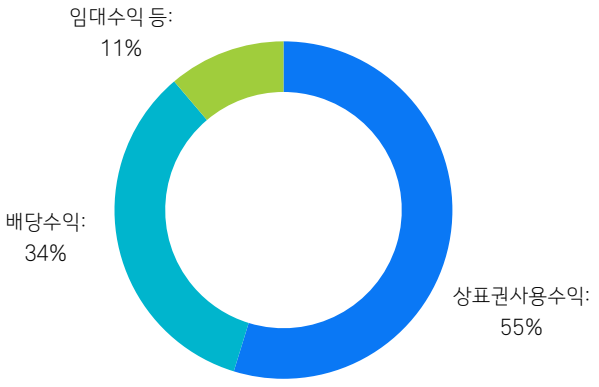
CJ는 순수 지주회사로서, 별도 기준의 수익 구조는 1) 자회사로부터 수취하는 배당 수익과 브랜드 로열티 수익 등으로만 구성되어 있다. 브랜드 로열티 수익은 계열회사 매출액(광고선전비 제외)의 0.4%를 수취하고 있다. 이외에는 자회사 지배를 통해 2) 식품 & 식품서비스, 3) 생명공학, 4) 물류 & 신유통, 5) 엔터테인먼트 & 미디어의 4대 주력 사업을 영위하고 있다.

식품 & 식품서비스 부문은 CJ제일제당의 식품 사업부와 CJ씨푸드, CJ프레시웨이, CJ푸드빌 등 식품 관련 계열회사를 통한 사업으로, 주된 실적은 CJ제일제당을 통해 창출되고 있다. 생명공학 부문은 CJ제일제당의 바이오 사업 부문과 자회사 피드앤케어를 통한 사료 및 축산 사업으로 구성되어 있는데, 피드앤케어의 경우 '25년 10월 매각되면서 현재는 CJ제일제당의 바이오 사업 부문이 절대적인 매출처이다. 물류 & 신유통 부문은 CJ올리브영과 CJ대한통운(CJ제일제당의 자회사), 그리고 CJ ENM의 유통 부문으로 구성되어 있다. 마지막으로, 엔터테인먼트 & 미디어는 CJ ENM과 그 자회사(티빙, 스튜디오드래곤 등), 그리고 CJ CGV로 구성되어 있다.

4대 주력 사업 중에선 물류&신유통 부문과 식품 & 식품서비스 부문이 각각 총 매출액의 41%, 33%를 차지하며 70% 이상을 구성하고 있고, 생명공학과 엔터 & 미디어 부문이 각 14%, 11%를 구성하고 있다 ('25년 3분기 누적 기준). 특히 '21년 이후로 CJ올리브영의 매출이 크게 성장함에 따라, 물류 & 신유통 부문의 매출 비중이 '22년 37%에서 '25년 9월 말 41%로 증가하였다.

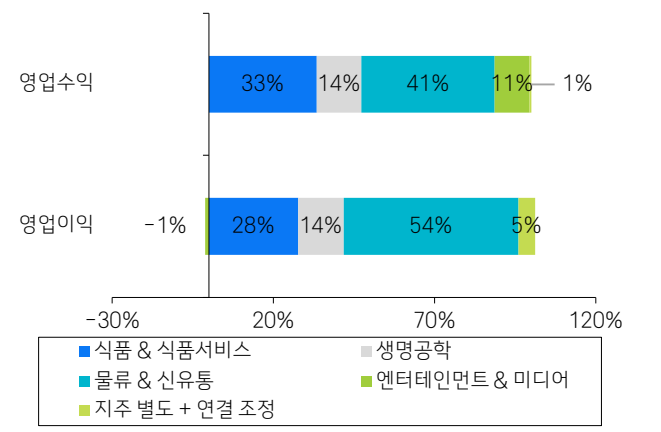
영업이익 측면에선, 물류 & 신유통 부문 비중이 54%로 절반 이상을 구성하고 있고, 식품&식품서비스 및 생명공학 부문 비중은 각 28%, 14% 수준이다. 식품&식품서비스 부문은 최근 내수 소비 부진 등 영향으로 영업이익 내 비중이 축소되는 상황이었으나, 해외 매출 호조에 따른 이익 회복세가 관찰되고 있다. 생명공학 부문은 바이오 부문 실적에 따라 이익 기여도 측면 변동성이 크게 나타난다. 엔터 & 미디어 부문은 높은 이익 변동성을 보이며 CJ의 연결 기준 수익 기여도가 미미한 수준이다. '25년 3분기 누적 기준으로는 적자를 기록 중이다.

CJ: 별도 기준 매출 비중 breakdown



참고: 2024년 기준
자료: CJ, 삼성증권

CJ: 연결 기준 매출 및 영업이익 비중 breakdown



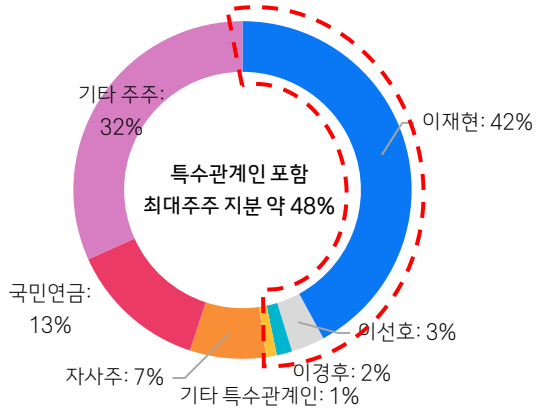
참고: '25년 3분기 누적 기준
자료: CJ, 삼성증권

지배 구조

CJ는 안정적인 지배 구조를 갖춘 지주회사라고 평가한다. 이는 최대 주주 1인의 지분율이 '25년 9월 말 기준 42%, 특수관계인까지 합산한 최대 주주 지분율이 48%로 높기 때문이다. 또한, CJ제일제당, CJ ENM, CJ올리브영 등 주요 자회사에 대한 지분율도 모두 40%를 상회하며 안정적인 지배력을 가졌기 때문이다.

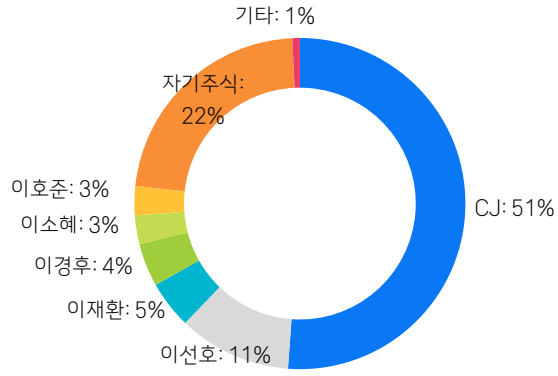
핵심 비상장 자회사인 CJ올리브영은 동사 지분이 51.1%로 과반을 차지하고 있으며, 오너 4세인 이선호 미래기획그룹장이 지분 11%로 2대 주주이다. 한편, 자사주 지분율은 '25년 3월 콜옵션 조기 행사를 통해 FI(한국뷰티파이오니어)가 보유했던 지분 11.28%를 매입하면서 연초 대비 확대되었다.

CJ: 주주 구성



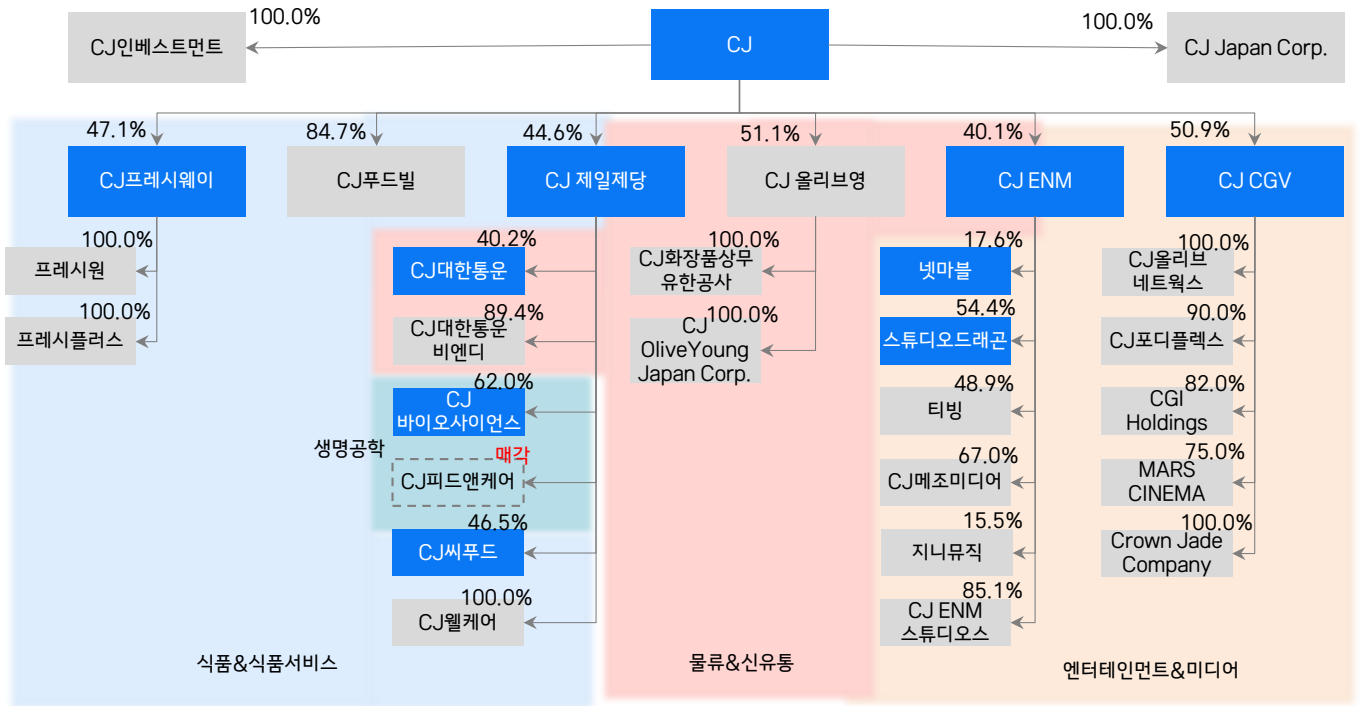
참고: '25년 9월 말 기준
자료: CJ, 삼성증권

CJ올리브영: 주주 구성



참고: '25년 9월 말 기준
자료: CJ올리브영, 삼성증권

CJ: 지배 구조도 및 사업 부문 분류



참고: 파란색 테두리 박스는 상장회사
자료: CJ, 삼성증권

투자 포인트 ① - 수익성 개선에 따라 양호한 NAV 기울기 지속

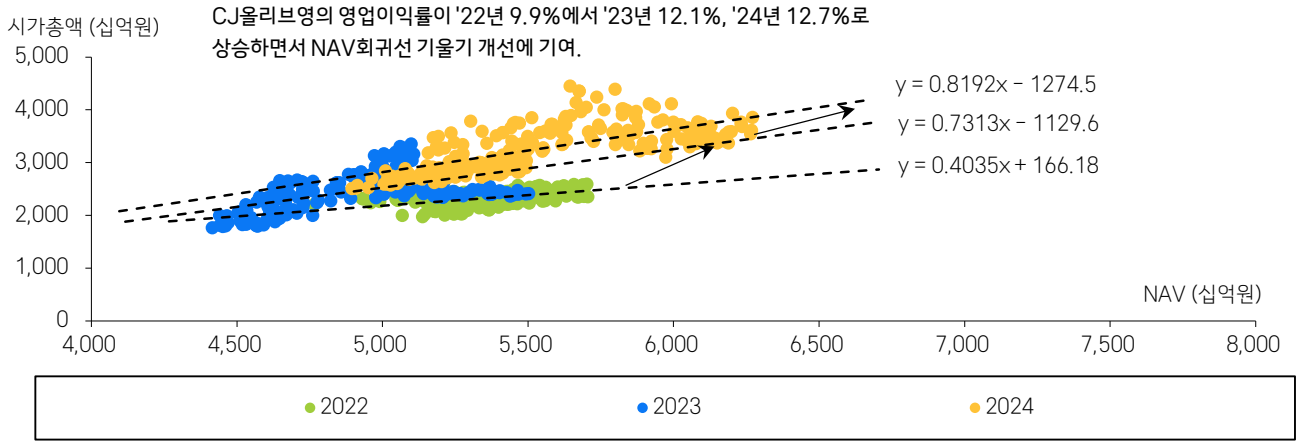
CJ는 핵심 자회사의 이익 증가 및 수익성 개선에 힘입어 '26년에도 NAV 회귀선 기울기가 양호한 상태를 지속할 것으로 전망한다. '26년 동사의 연결 영업이익은 2조 9,041원으로 y-y 16% 증가하고, 연결 지배 ROE는 8.9%로 y-y +1%pts 개선될 것이라 추정되기 때문이다. 1) 비상장 자회사 CJ올리브영이 '26년 영업이익률(OPM) 13.8%를 기록하면서 견조한 이익세를 보이는 가운데, 2) 식품&식품서비스 부문, 생명공학 부문, 엔터테인먼트&미디어 부문의 OPM이 y-y 개선될 것으로 기대한다.

#1. CJ올리브영 이익 성장세 지속

CJ올리브영은 CJ의 핵심 비상장 자회사로, CJ의 주요 NAV 구성 요소 중 하나이다. 2025년 현재 CJ가 보유한 CJ올리브영의 수익 기준 지분 가치는 약 3조원 수준으로 추산되는데, 이는 총 NAV의 40~50%에 육박한다. CJ올리브영의 '25년 매출액과 영업이익은 각각 5.79조원(y-y +20.9%)과 7,817억원(y-y +28.6%), '26년 매출액과 영업이익은 각각 6.50조원(y-y +12.3%)과 8,938억원(y-y +14.3%)을 전망한다. 이는 온라인-오프라인 양 채널 모두에서 실적 성장세가 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

CJ올리브영의 이익 성장은 CJ의 NAV 회귀선 기울기 개선에 핵심 요소로 작용할 것이다. 기본적으로 CJ올리브영은 비사장 자회사이기 때문에 여타 상장 자회사 대비 NAV 합산 시 적용되는 할인율이 적으므로, 이익 성장에 따른 기업 가치 상승이 CJ 기업 가치 상승으로 적절하게 반영될 수 있다. 또한, 지주회사 CJ의 '25년 예상 OPM(연결)이 5.6%임을 감안 시, 비교적 이익 기여도가 높은 CJ올리브영('25년 예상 OPM 13.0%)의 이익 성장세가 지속되는 것은 수익성 제고를 통한 기울기 개선을 위해 필수적이다. 실제로, CJ의 핵심 4대 사업 부문별 이익 변동성이 존재했던 2022~2024년 당시, CJ올리브영은 지속적으로 이익 개선세를 시현하며 지주회사 CJ의 NAV 회귀선 기울기 개선에 기여한 바 있다.

CJ: NAV-시가총액 회귀 분석 (2022~2024)



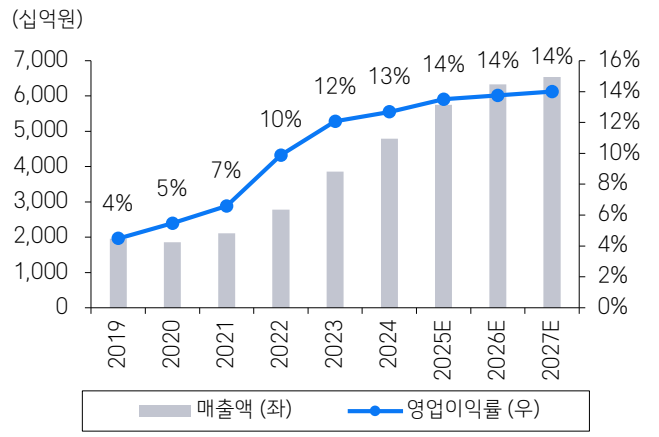
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

CJ올리브영은 온/오프라인 고루 실적 성장을 시현하며 '26년에도 이익 성장세를 지속할 것이라 전망한다. 동사의 온라인 채널의 경우, '오늘드림' 등 온라인 주문 수요 증가에 발맞춰 4분기 도심형 물류거점 3곳 (청주, 서울 서초, 서울 종로)을 추가로 오픈하는 등 퀵커머스 경쟁력을 강화 중이다. 고객 수요에 효과적으로 대응 가능한 인프라를 확충함으로써 매출 증가 및 비용 효율화가 가능할 것으로 기대된다. 또한, K-뷰티 역직구 플랫폼 '올리브영 글로벌몰'은 스킨케어, 선케어 등 K-뷰티 대표 상품 주문량 증가에

따라 '25년 상반기 매출이 y-y 70% 증가하는 등 성장세를 보이고 있다. 8월 미국 소액관세 면제 폐지로 3분기에는 소폭 악영향 있었으나, '26년 미국 현지 사업 본격화에 따라 매출 회복을 전망한다.

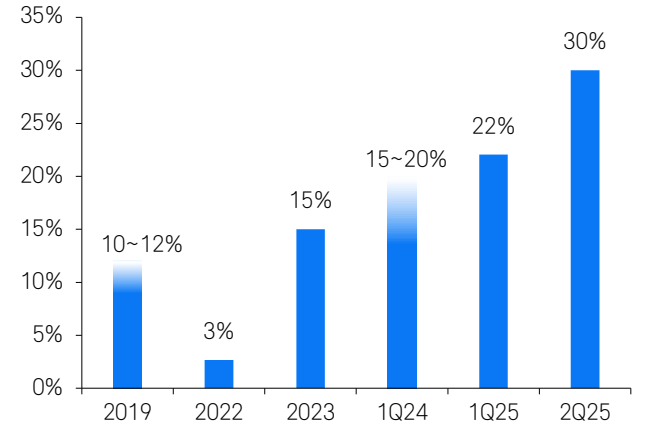
오프라인 채널의 경우, 9/29부터 중국인 무비자 입국이 시행됨에 따라 중국인 관광객 수가 4분기 본격 증가하면서, 매출 증가를 견인할 것으로 기대된다. 실제로 무비자 입국 효과가 미미한 9월에 이미 중국인 관광객 수가 y-y 16% 증가했고, 중국 국경절 연휴 기간(10/1~8)엔 중국인 관광객 수가 13.5만명 (y-y +31%)을 기록한 것으로 추산된다. '25년 한국을 방문한 외국인의 약 83%가 올리브영 매장을 방문함을 고려할 시, 관광객 수 증가에 따른 매출 증대 효과가 기대된다 (출처: 한국관광데이터랩). 1) 압구정로데오점 등 관광객 이용이 많은 지역에 미용관광 특화 매장 등 대형 점포를 신규 출점하는 한편, 2) 매출이 비교적 저조한 매장의 리로케이션, 3) 직영점 확대 등 점포 효율화도 진행 중이다. 이를 통해, 1) 고객 접점 확대에 따른 매출 외형 성장은 물론, 2) 점포당 수익성 개선도 기대된다.

CJ올리브영: 매출액 및 영업이익률 추이



자료: CJ, 삼성증권

CJ올리브영: 오프라인 매장 외국인 매출 비중 추이



자료: 언론 보도, 삼성증권

CJ올리브영: 손익 추정

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총 매출액	1,960.0	1,860.3	2,109.1	2,777.5	3,861.2	4,790.0	5,790.6	6,500.0	6,834.9
온라인 매출	207.8	333.0	512.5	680.5	1,035.6	1,354.0	1,737.8	1,998.4	2,238.2
오프라인 매출	1,752.2	1,527.3	1,596.6	2,097.0	2,825.6	3,436.0	4,052.8	4,501.6	4,596.7
올리브영 점포 수 (개)	1,246	1,259	1,265	1,298	1,338	1,371	1,396	1,408	1,420
점포 당 매출 (십억원)	1.4	1.2	1.3	1.6	2.1	2.5	2.9	3.2	3.2
영업이익	87.9	101.8	139.0	274.5	466.0	607.7	781.7	893.8	956.9
영업이익률 (%)	4.5%	5.5%	6.6%	9.9%	12.1%	12.7%	13.5%	13.8%	14.0%
순이익		61.0	95.9	208.1	347.3	478.9	571.6	672.8	714.3
순이익률 (%)		3.3%	4.5%	7.5%	9.0%	10.0%	9.9%	10.4%	10.5%
영업이익 성장률		15.8%	36.5%	97.5%	69.8%	30.4%	28.6%	14.3%	7.1%
순이익 성장률			57.2%	117.0%	66.9%	37.9%	19.4%	17.7%	6.2%

자료: CJ, 삼성증권 추정

#2. 핵심 4대 사업 부문의 수익성 개선

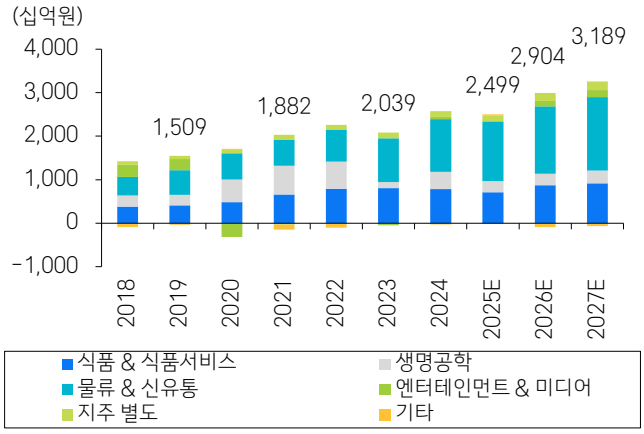
CJ는 '25년 하반기부터 핵심 사업부의 본격적인 수익성 개선과 더불어, 북미(CJ제일제당, 올리브영), 유럽(CJ제일제당), 아시아(CJ ENM) 등 해외시장 이익 volume이 확대되면서 전반적인 이익 체력이 향상될 것으로 전망한다. 동사는 '25년 영업이익 2.50조원(y-y -1.9%), '26년 영업이익 2.90조원(y-y +16.2%)을 기록할 전망이다. 이에 따라 동사의 연결 기준 ROE는 '25년 7.9%, '26년 8.9%로 우상향 할 것이라 전망한다.

우선, '22년을 기점으로 '25년 상반기까지 영업이익률이 우하향 했던 식품&식품서비스 부문의 이익률 개선세가 반가운 상황이다. '25년 3분기 식품&식품서비스 부문은 영업이익 2,248억원을 기록하면서 q-q +70%, y-y +7% 증가했다. 이익 개선세가 본격화됨에 따라 동 부문의 '26년 영업이익은 8,712억원으로 y-y 23% 증가할 것이라 전망한다. CJ제일제당의 경우, K-푸드 인기에 힘입어 식품 부문 해외사업이 안정적 성장세를 보이고 있고, '26년부터는 지난 9월 발표된 F&C 사업 부문 매각 효과에 따라 추가적인 수익성 개선도 가능할 것으로 기대된다. 이는 1) F&C 부문 관련 차입금 감소(약 8,000억원)에 따른 이자비용 감소 및 2) 곡물 등 원자재 가격 변동에 따른 이익 변동성 축소가 전망되기 때문이다.

물류&신유통 부문은 CJ의 연결 기준 이익 증가에 기여할 것으로 전망한다. 동 부문의 '26년 영업이익은 1.55조원으로 y-y 13% 증가가 기대된다. 우선, CJ올리브영은 온라인 매출 성장 효과에 더해, 외국인 인바운드 관광객 수 증가에 따른 오프라인 매출 mix 개선 효과에 따라 동 부문 이익 개선에 기여할 것으로 전망된다. 물류&신유통 부문의 도 다른 축인 CJ대한통운의 경우, 매일O-NE 론칭 등에 따른 물동량 성장과 더불어, CL 부문 신규 수주 확대 등에 힘입어 이익 개선세가 지속될 것으로 예상한다.

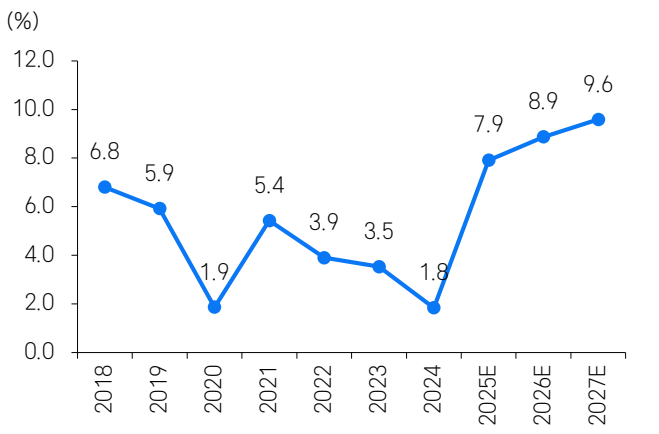
엔터테인먼트&미디어 부문은 '26년 영업이익 1,209억원을 기록하며 y-y 흑자 전환할 것으로 예상한다. 이는 CJ ENM이 콘텐츠, 미디어플랫폼, 음악 등 전 부문에서의 수익성 개선세가 '26년부터 본격화할 것으로 기대되며, CJ CGV가 〈아바타 3〉 등 주요 기대작 개봉에 따른 관객 수 증가와 지속된 비용 효율화 효과로 영업이익 증가가 예상되기 때문이다.

CJ: 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ, 삼성증권 추정

CJ: 연결 ROE 추이 및 전망



자료: CJ, 삼성증권 추정

CJ 별도 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
영업수익	87.8	62.0	38.6	57.6	50.7	111.7	42.8	50.2	246.1	255.4	292.5	305.2
상표권 사용 수익	33.7	33.7	33.7	33.7	26.7	29.7	31.2	34.0	134.7	139.0	137.4	144.5
용역제공수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당 수익	58.6	10.3	7.8	7.1	22.5	52.0	10.1	4.4	83.8	86.7	107.8	113.5
임대수익 등	-4.5	18.1	-2.8	16.9	1.5	29.9	1.5	11.8	27.6	27.7	47.2	47.2
영업비용	20.3	36.5	31.1	22.0	23.2	49.3	22.0	22.1	109.8	116.6	107.9	108.5
영업이익	67.5	25.6	7.6	35.6	27.4	62.4	20.8	28.2	136.3	138.8	184.6	196.7
영업이익률 (%)	76.9%	41.2%	19.6%	61.8%	54.2%	55.9%	48.6%	56.0%	55.4%	54.4%	63.1%	64.5%
금융손익	-2.5	-3.1	-2.6	-2.1	-2.4	-2.7	-2.7	-2.7	-10.4	-10.4	-10.7	-10.7
기타손익	0.0	164.2	-1.5	-2.6	0.1	-1.0	0.5	-1.0	160.1	-1.4	-4.0	-4.0
세전이익	65.0	186.7	3.4	30.9	25.1	58.8	18.6	24.5	285.9	127.0	169.9	182.1
당기순이익(손실)	62.6	146.0	3.0	13.8	23.8	56.5	18.0	22.0	225.3	120.4	152.9	163.9

자료: CJ, 삼성증권 추정

CJ 연결 실적 추정

(십억원)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
영업수익	10,845.2	11,682.7	10,600.4	11,119.0	11,428.5	11,838.0	43,646.7	44,986.0	44,664.6	45,889.4
식품 & 식품서비스	3,741.5	3,693.3	3,662.9	3,548.6	3,864.7	3,557.7	14,404.1	14,633.9	14,977.6	15,218.8
생명공학	1,641.5	1,617.5	1,430.5	1,637.0	1,545.3	1,633.7	6,495.3	6,246.5	4,399.2	4,577.8
물류 & 신유통	4,274.7	4,555.2	4,357.0	4,630.2	4,686.9	5,156.4	17,308.4	18,830.5	20,191.9	21,074.5
CJ올리브영	1,234.2	1,268.5	1,234.2	1,461.9	1,557.0	1,537.5	4,790.0	5,790.6	6,500.0	6,834.9
엔터테인먼트 & 미디어	1,134.3	1,711.9	1,095.9	1,244.5	1,275.2	1,436.1	5,177.0	5,051.7	4,835.4	4,745.1
지주 별도 + 연결 조정	53.1	104.8	54.1	58.8	56.4	54.2	261.8	223.5	260.6	273.2
매출원가	7,665.3	8,432.5	7,533.6	7,902.6	8,143.6	8,523.4	31,022.8	32,103.2	31,538.4	32,198.2
판매관리비	2,497.6	2,620.1	2,531.8	2,601.6	2,619.2	2,631.2	10,076.3	10,383.9	10,222.1	10,501.7
영업이익	682.2	630.1	535.0	614.8	665.7	683.4	2,547.5	2,498.8	2,904.1	3,189.5
식품 & 식품서비스	210.4	175.5	145.1	132.3	224.8	206.9	783.1	709.1	871.2	913.1
생명공학	80.0	79.7	139.1	116.2	1.9	1.6	396.7	258.8	264.0	297.6
물류 & 신유통	311.3	308.9	280.9	328.3	374.0	391.9	1,211.6	1,375.1	1,554.8	1,686.0
CJ올리브영	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	607.7	781.7	893.8	956.9
엔터테인먼트 & 미디어	22.9	25.5	-29.6	-10.1	18.1	20.4	51.4	-1.2	120.9	166.1
지주 별도 + 연결 조정	57.6	40.6	-0.5	48.0	46.9	70.2	104.7	164.6	119.1	61.3
세전이익	44.7	-75.0	269.5	519.1	533.7	131.3	708.8	1,453.6	1,640.3	1,925.6
순이익	-288.0	-13.0	136.4	359.4	302.2	85.3	151.2	883.4	1,066.2	1,251.7
지배주주순이익	-164.1	7.3	69.6	163.9	143.6	56.7	100.5	433.8	523.6	614.7
이익률 (%)										
영업이익	6.3%	5.4%	5.0%	5.5%	5.8%	5.8%	5.8%	5.6%	6.5%	7.0%
식품 & 식품서비스	5.6%	4.8%	4.0%	3.7%	5.8%	5.8%	5.4%	4.8%	5.8%	6.0%
생명공학	4.9%	4.9%	9.7%	7.1%	0.1%	0.1%	6.1%	4.1%	6.0%	6.5%
물류 & 신유통	7.3%	6.8%	6.4%	7.1%	8.0%	7.6%	7.0%	7.3%	7.7%	8.0%
CJ올리브영	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	12.7%	13.5%	13.8%	14.0%
엔터테인먼트 & 미디어	2.0%	1.5%	nm	nm	1.4%	1.4%	1.0%	nm	2.5%	3.5%
지주 별도 + 연결 조정							40.0%	73.6%	45.7%	22.4%
세전이익	0.4%	-0.6%	2.5%	4.7%	4.7%	1.1%	1.6%	3.2%	3.7%	4.2%
순이익	-2.7%	-0.1%	1.3%	3.2%	2.6%	0.7%	0.3%	2.0%	2.4%	2.7%

자료: CJ, 삼성증권 추정

투자 포인트 ② – 예측 가능한 주주 환원으로 Y절편 증가 기대

CJ는 2026년 주주 환원의 예측 가능성에 힘입어 NAV-시가총액 회귀선의 Y절편 증가 효과를 향유할 것으로 기대된다. 이는 업종 내 가장 예측 가능성이 높은 주주 환원 정책을 보유했기 때문이며, 이 예측 가능성을 뒷받침할 수 있는 수익성의 개선 또한 2026년부터 본격화될 것이라 예상하기 때문이다.

'25년 현시점 기준, CJ는 이미 주주 환원의 예측 가능성이 가장 높은 지주회사 중 하나이다. 이는 동사가 1) 별도 기준 순이익의 70%를 배당 성향 target으로 설정하고, 2) 매년 주당배당금을 유지 또는 상향하는 progressive DPS를 도입함으로써 배당 수준에 대한 예측 가능성을 제고하고 있기 때문이다.

2026년은 주주 환원 강화를 위한 최적 타이밍

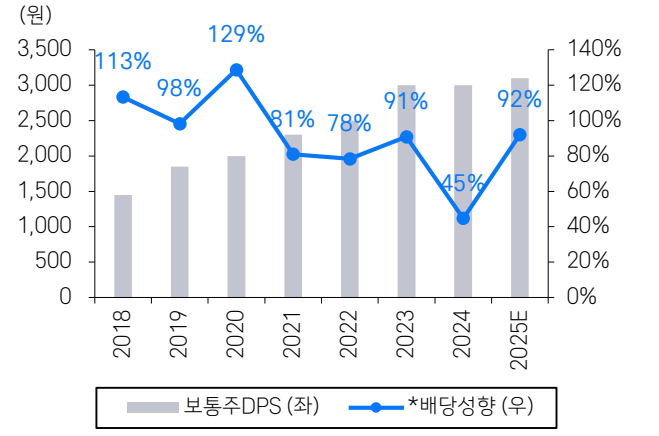
동사의 NAV 회귀선 Y절편의 증가 효과는 '25년 배당 수준과 새로운 중기 주주 환원 정책('26~'28년)이 발표되는 시점에 맞춰 실현될 것으로 전망한다. '25년 배당 수준은 4분기 실적발표 시점, 새로운 중기 주주 환원 정책은 '26년 연중에 공개될 것으로 예상한다. 특히 '26년은 1) CJ의 이익 성장 및 수익성 개선이 본격화되는 시점이라는 점에서, 주주 환원 정책 강화를 통한 배당의 예측 가능성을 높일 수 있는 기회라고 판단한다. 이에 더해, 고배당 기업에 대한 투자자 관심이 높아지는 상황에서, 동사 주주 환원 정책의 예측 가능성이 보다 강화될 경우, '26년 Y절편의 증가 효과가 크게 나타날 가능성이 존재한다.

CJ: 주주 환원 정책

	내용
주주 환원 정책 (2023-2025)	- 별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상 배당 - 예측 가능하고 안정적인 배당 지급 원칙을 바탕으로 DPS를 유지 또는 상향

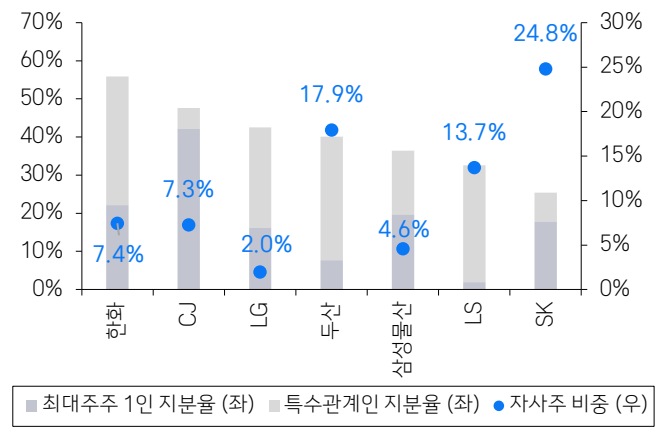
자료: CJ, 삼성증권

CJ: 주주 환원 추이



참고: *별도 재무제표 기준
자료: CJ, 삼성증권

주요 지주회사 보유 자사주 지분율



자료: 각 사, 삼성증권

Valuation

CJ에 대해 목표주가 240,000원으로 BUY 투자의견을 제시한다 (상승 여력 37.2%). 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 NAV를 적정 NAV-시가총액 회귀식에 대입하여 산정하였다.

적정 NAV-시가총액 회귀선 기울기는 2024~2025년 회귀선 기울기 1.78을 적용하였다. 현재 동사의 '25년 NAV 회귀선은 주가 상승에 따라 기울기 2.91, Y절편 -12,419.6으로 가팔라져 있는 상태인데, 시간이 지남에 따라 1) 기울기는 안정화되며 다소 감소하는 한편, 2) 기울기 상승분이 Y절편에 반영되면서 Y절편은 증가할 것이라 전망하기 때문이다.

Y절편은 2024~2025년 회귀선의 Y절편에 5% 할증한 -5,985.3을 적용하였다. 이는 CJ가 2026년에 새로운 주주 환원 정책을 발표함에 따라, 동사의 주주 환원 예측 가능성이 강화되는 등 배당 메리트가 부각되면서 Y절편 상승 효과를 향유할 것으로 전망하기 때문이다.

CJ: SOTP Valuation

		지분율 (%)	시가총액 (십억원)	장부 가치 (십억원)	평가방식	공정 가치 (십억원)	할인/할증 (%)	목표 가치 (십억원)	비고
투자자산 지분가치	[A = B+C]							7,362.5	
투자자산	[B]							6,992.1	
상장자회사						2,628.7		3,200.8	
CJ제일제당		44.6%	3,168.9	1,474.1	당사 전망	1,411.7	26%	1,777.3	당사 목표주가 적용
CJ프레시웨이		47.1%	306.9	43.0	시가평가	144.6	0%	144.6	
CJ ENM		40.1%	1,407.9	759.1	당사 전망	564.1	37%	773.3	당사 목표주가 적용
CJ CGV		50.9%	998.5	717.5	당사 전망	508.2	0%	505.7	당사 목표주가 적용
비상장자회사 및 비계열 상장사	[C]							3,791.3	
CJ푸드빌		84.2%	n/a	101.6	장부가			101.6	
CJ올리브영		51.2%	n/a	54.5	P/E valuation			3,667.5	p.31 참고
CJ인베스트먼트		100.0%	n/a	22.1	장부가			22.1	
기타자산								370.5	
자기주식					시가평가			370.5	
별도 영업가치								213.6	
브랜드가치 (로열티수익)					EV/EBITDA			213.6	EV/EBITDA 6.2배 적용
차감항목	[D]							263.1	
우선주				0.0	시가평가			0.0	
순차입금 (별도 기준)				263.1	장부가			263.1	
현금				36.9				36.9	
차입금				300.0				300.0	
Estimated NAV	[E = A-D]							7,313.0	
NAV 대비 할인율 (%)								-30.2%	
NAV 기울기								1.78	
Y 절편								-5,985.3	
표준오차 조정									
예상 시가총액 (십억원)								7,003.4	
Target 시가총액 (십억원)								7,000.0	NAV 대비 4.28% 할인
발행주식수 (천주)								29,177	
Target price (원)								240,000	
현재 주가 (원)								174,900	
상승여력 (%)								37.2%	

참고: *KOSPI 1년 평균 EV/EBITDA 멀티플: 11/28 종가 기준
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

CJ올리브영 valuation

P/E valuation에 기반하여 산출한 CJ올리브영의 '26년 예상 기업 가치는 7.2조원으로 추정된다. 해당 valuation을 위해 peer로 미국의 ULTA Beauty(이하 ULTA)를 선정하였다. ULTA는 1) 동사와 유사하게 H&B 유통업을 영위하고 있으며, 2) 프리미엄과 매스 브랜드 제품을 함께 취급하고 있고, 3) 최근 3년('22~24년) OPM이 15% 수준을 기록하는 등 양호한 마진을 기록하고 있다는 점에서 적합한 peer라고 판단한다. 다만, 미국 시장에서 사업을 영위 중이며, 매출 및 이익 volume이 CJ올리브영보다 크다는 점을 고려하여 30%의 할인을 적용했다. 또한, 비상장사임을 감안하여 30%의 추가 할인을 적용했다.

이를 뒷받침하기 위해 CJ올리브영의 DCF Valuation 결과를 보조 지표로 제시한다. 조정 베타를 활용해 계산한 CJ올리브영의 예상 기업 가치는 9.4조원 수준이며, 이에 유동성 할인 30%를 적용할 시 CJ올리브영의 예상 기업 가치는 6.6조원 수준이다.

CJ올리브영: P/E valuation

(십억원)	2026E	비고
CJ올리브영 '26년 예상 순이익	672.8	[A]
Target P/E (배)	15.2	[B]; ULTA의 '26E P/E에 30% 할인 적용
ULTA US의 P/E (배)	21.7	
Target 시가총액	7,163.2	[C] = [A]*[B]*70%; 유동성 할인 30% 적용

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

CJ올리브영: 수익가치 산정 (DCF valuation)

(KRWb)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Long-term
당기순이익	208.1	347.3	478.9	571.6	672.8	714.3	746.4	780.0	
성장률 (%, y-y)		66.9%	37.9%	19.4%	17.7%	6.2%	4.5%	4.5%	
감가 및 감모상각비	186.3	201.4	237.3	249.1	261.6	274.7	288.4	302.8	
이자비용	11.9	14.4	20.9	21.9	23.0	24.2	25.4	26.6	
유효세율 (%)	22.6%	24.3%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	
순운전자본 증감	-4.1	-2.5	179.3	192.8	212.0	233.2	256.6	282.2	
CAPEX 증감	67.5	96.1	152.9	168.2	185.0	203.6	223.9	246.3	
FCFF	**340.1**	**465.9**	**399.6**	**476.3**	**554.6**	**570.3**	**573.4**	**574.3**	**9,399.3**
Time				0	1	2	3	4	
Time value				476.3	520.1	501.5	472.8	7,711.8	
순부채				264.0					
예상 기업 가치 (십억원)				9,418.4					
***Target 시가총액 (십억원)**				**6,592.9**					
WACC (%)				**6.6%**					
Cost of Equity (%)				11.32					
무위험수익률 (국고채 1년물 금리, %)				2.45					
**시장 위험 프리미엄 (%)				11.31					
조정 베타				0.78	[A] = [D] * {1 + [B] * (1-24.0%)}				
올리브영 부채 자본 비율				1.26	[B]				
해외 peer 베타				0.83	[C] 미국 ULTA 베타				
무차입 베타				0.40	[D] = [C] * {1 + [E] * (1-24.0%)}				
ULTA 부채 비율				1.41	[E]				
ULTA 유효세율				24.0%					
Cost of Debt (%)				2.94	CJ의 '24년 2월 발행 회사채 발행 이율				
영구 성장률 (%)				**0.5%**					

참고: *비상장사 유동성 할인 30% 적용; **WiseFn 제공;
자료: Bloomberg, WiseFn, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**41,353**	**43,647**	**44,986**	**44,665**	**45,889**
매출원가	29,955	31,023	32,103	31,538	32,198
매출총이익	**11,397**	**12,624**	**12,883**	**13,126**	**13,691**
(매출총이익률, %)	27.6	28.9	28.6	29.4	29.8
판매 및 일반관리비	9,358	10,076	10,384	10,222	10,502
영업이익	**2,039**	**2,547**	**2,499**	**2,904**	**3,189**
(영업이익률, %)	4.9	5.8	5.6	6.5	7.0
영업외손익	**-1,053**	**-1,839**	**-1,045**	**-1,264**	**-1,264**
금융수익	668	1,055	1,106	1,064	1,064
금융비용	1,493	1,933	1,818	1,637	1,637
지분법손익	-52	35	52	44	44
기타	-177	-995	-385	-735	-735
세전이익	**986**	**709**	**1,454**	**1,640**	**1,926**
법인세	461	558	570	574	674
(법인세율, %)	46.8	78.7	39.2	35.0	35.0
계속사업이익	525	151	883	1,066	1,252
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**525**	**151**	**883**	**1,066**	**1,252**
(순이익률, %)	1.3	0.3	2.0	2.4	2.7
지배주주순이익	195	100	434	524	615
비지배주주순이익	330	51	450	543	637
EBITDA	5,099	6,268	6,075	6,219	6,232
(EBITDA 이익률, %)	12.3	14.4	13.5	13.9	13.6
EPS (지배주주)	5,462	2,817	12,163	14,681	17,235
EPS (연결기준)	14,712	4,239	24,769	29,896	35,096
수정 EPS (원)*	5,462	2,817	12,163	14,681	17,235

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**14,584**	**14,690**	**15,556**	**18,433**	**21,594**
현금 및 현금등가물	3,646	3,156	3,969	7,048	9,959
매출채권	4,115	4,512	4,572	4,517	4,654
재고자산	3,170	3,082	3,123	3,086	3,179
기타	3,653	3,939	3,891	3,782	3,802
비유동자산	**32,620**	**32,807**	**33,886**	**31,837**	**30,154**
투자자산	3,851	3,771	4,222	4,191	4,269
유형자산	14,306	14,313	14,403	12,489	10,830
무형자산	8,144	8,226	8,147	8,043	7,940
기타	6,318	6,497	7,114	7,114	7,114
자산총계	**47,204**	**47,497**	**49,442**	**50,270**	**51,748**
유동부채	**15,637**	**17,297**	**18,256**	**18,158**	**18,404**
매입채무	2,931	2,703	2,739	2,707	2,788
단기차입금	3,937	4,923	5,623	5,623	5,623
기타 유동부채	8,769	9,671	9,894	9,828	9,992
비유동부채	**13,674**	**12,453**	**13,633**	**13,598**	**13,686**
사채 및 장기차입금	7,287	5,731	5,913	5,913	5,913
기타 비유동부채	6,387	6,722	7,720	7,685	7,772
부채총계	**29,311**	**29,751**	**31,889**	**31,756**	**32,089**
지배주주지분	**5,514**	**5,459**	**5,482**	**5,901**	**6,408**
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,063	4,038	4,364	4,783	5,290
기타	279	249	-54	-54	-54
비지배주주지분	**12,379**	**12,287**	**12,070**	**12,613**	**13,250**
자본총계	**17,893**	**17,746**	**17,552**	**18,514**	**19,658**
순부채	14,018	14,739	18,696	15,657	12,901

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**5,017**	**4,831**	**5,676**	**5,157**	**4,857**
당기순이익	525	151	883	1,066	1,252
현금유출입이없는 비용 및 수익	4,705	6,067	5,565	4,637	4,350
유형자산 감가상각비	1,982	2,040	2,149	1,913	1,659
무형자산 상각비	1,078	1,681	1,427	1,401	1,383
기타	1,645	2,346	1,988	1,322	1,307
영업활동 자산부채 변동	249	-967	-211	28	-71
투자활동에서의 현금흐름	**-2,365**	**-2,188**	**-3,182**	**-911**	**-821**
유형자산 증감	-1,345	-973	-1,620	0	0
장단기금융자산의 증감	251	-320	69	85	41
기타	-1,272	-895	-1,631	-996	-862
재무활동에서의 현금흐름	**-2,974**	**-3,217**	**-1,580**	**-1,188**	**-1,075**
차입금의 증가(감소)	-1,773	388	4,689	-34	86
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-316	-264	-252	-104	-108
기타	-885	-3,341	-6,018	-1,049	-1,053
현금증감	-375	-490	783	3,079	2,910
기초현금	4,021	3,646	3,156	3,969	7,048
기말현금	3,646	3,156	3,969	7,048	9,959
Gross cash flow	**5,229**	**6,218**	**6,448**	**5,703**	**5,602**
Free cash flow	**3,538**	**3,486**	**3,955**	**5,157**	**4,857**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	1.0	5.5	3.1	-0.7	2.7
영업이익	-5.3	24.9	-1.9	16.2	9.8
순이익	-23.6	-71.2	484.3	20.7	17.4
수정 EPS**	-3.6	-48.4	331.7	20.7	17.4
주당지표					
EPS (지배주주)	5,462	2,817	12,163	14,681	17,235
EPS (연결기준)	14,712	4,239	24,769	29,896	35,096
수정 EPS**	5,462	2,817	12,163	14,681	17,235
BPS	164,443	162,804	163,488	175,993	191,114
DPS (보통주)	3,000	3,000	3,100	3,200	3,300
Valuations (배)					
P/E***	17.3	35.2	14.4	11.9	10.1
P/B***	0.6	0.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.8	4.8	6.0	5.5	5.2
비율					
ROE (%)	3.6	1.8	7.9	9.2	10.0
ROA (%)	1.1	0.3	1.8	2.1	2.5
ROIC (%)	3.6	1.8	4.7	5.8	6.7
배당성향 (%)	41.7	80.8	19.3	16.5	14.5
배당수익률 (보통주, %)	3.2	3.0	1.8	1.8	1.9
순부채비율 (%)	78.3	83.1	106.5	84.6	65.6
이자보상배율 (배)	2.2	2.6	2.4	2.8	3.0

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: CJ, 삼성증권 추정