



CJ

(001040KS)

가장 중요한 변화는 CJ올리브영 지분구조

Plan's Opinion

목표주가	235,000
현재주가	159,900
상승여력	45.96%

Stock Price



Key Information

KOSPI 지수(pt)	8,394.65
52주 최고(원)	235,000
시가총액(억 원)	46,654
발행주식수(주)	29,176,998
25년 배당 수익률(%)	1.92
주요주주 지분율(%)	47.59

Consensus

매출액(억 원)	450,188
영업이익(억 원)	25,277
영업이익률(%)	5.62
순이익(억 원)	1,426
EPS(원)	4,019
PER(배)	37.32

Company Overview

CJ, 지주회사 할인 해소의 열쇠는 CJ올리브영

CJ에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 235,000원을 제시한다. CJ는 단기 실적 성장주라기보다 구조 변화주로 봐야 한다. 핵심은 CJ올리브영이다. CJ올리브영은 국내 H&B 시장의 압도적 플랫폼이며, 최근 지분구조 변화와 제도 변화가 맞물리면서 그 가치가 CJ 주가에 더 직접적으로 반영될 가능성이 커지고 있다.

기존 CJ의 약점은 명확했다. 연결 매출과 영업이익 규모는 크지만, 지주회사 특성상 자회사 가치가 주가에 충분히 반영되지 않았다. 이른바 지주회사 할인이다. 특히 CJ올리브영처럼 성장성과 수익성을 갖춘 비상장 자회사의 가치가 CJ 주가에 온전히 반영되기 어려웠다.

그러나 최근 상황은 달라지고 있다. 첫째, CJ올리브영의 외부 투자자 지분이 자사주 형태로 회수되면서 주주구성이 단순화됐다. 둘째, 자사주 소각 의무화와 중복상장 규제는 CJ올리브영의 단독 IPO보다 CJ와의 합병 또는 구조 개편 가능성을 부각시킨다. 셋째, 합병 공정가액 도입은 향후 구조 개편 과정에서 소액주주 우려를 낮추는 장치가 될 수 있다.

즉, CJ의 투자 포인트는 “얼마나 벌었는가”보다 “숨겨진 자산가치가 어떻게 열리는가”에 있다. 지금 시장이 CJ를 다시 볼 수 있는 이유도 바로 여기에 있다.

단기 실적보다 구조 변화가 핵심

CJ의 2026년 1분기 실적만 보면 강한 실적주라고 말하기는 어렵다. 연결 매출은 11.5조 원으로 전년동기 대비 증가했지만, 영업이익은 4,607억 원으로 감소했고 영업이익률도 4.02%로 낮아졌다. 2025년 1분기 영업이익률 5.05%와 비교하면 수익성은 둔화됐다.

2025년 연간 실적도 비슷하다. 연결 매출은 45.0조 원으로 2023년 41.4조 원, 2024년 43.6조 원에서 꾸준히 증가했다. 영업이익도 2.5조 원 수준을 유지했다. 그러나 지배주주 순이익과 ROE는 낮다. 2025년 순이익은 1,426억 원, ROE는 0.82% 수준이다.

이 숫자만 보면 CJ는 고성장 실적주가 아니다. 하지만 지주회사는 일반 제조업체처럼 손익계산서만 보고 판단하면 핵심을 놓친다. 지주회사의 가치는 보유 자회사, 배당, 자사주, 지배구조 개편 가능성에서 나온다. CJ의 경우 가장 중요한 자회사는 CJ올리브영이다.

따라서 CJ 리포트의 중심은 실적 개선이 아니라 구조 변화다. 1분기 실적은 주가의 하방을 설명하는 재료이고, CJ올리브영의 지분구조 변화와 주주환원 가능성은 주가의 상단을 여는 재료다.

CJ올리브영은 CJ의 핵심 자산

CJ올리브영은 국내 H&B 시장의 대표 플랫폼이다. 단순히 화장품을 판매하는 유통점이 아니다. 소비자에게는 K-뷰티 제품을 찾는 입구이고, 브랜드에게는 시장 진입의 관문이다.

올리브영의 경쟁력은 세 가지다.

첫째, 전국적인 점포망이다. 소비자는 온라인에서 제품 정보를 얻더라도 실제 구매 전 테스트를 원한다. 올리브영은 이 오프라인 경험을 장악하고 있다.

둘째, 큐레이션 능력이다. 올리브영은 브랜드별 진열보다 피부 고민, 성분, 카테고리 중심으로 제품을 제안한다. 이는 소비자의 탐색 비용을 줄이고, 신생 브랜드가 대중 시장에 진입하는 통로가 된다.

셋째, K-뷰티 글로벌 확장성이다. K-뷰티 수요는 미국과 일본, 동남아 등에서 커지고 있다. 올리브영은 단일 브랜드가 아니라 K-뷰티 생태계 전체를 유통하는 플랫폼이라는 점에서 가치가 크다.

최근 미국 진출도 이 흐름을 강화한다. 패서디나 1호점 이후 LA 샌추리시티, 토런스 등으로 확장 계획이 나오고 있고, 세포라와의 협업을 통해 북미 유통망에도 진입하고 있다. 이는 CJ올리브영을 국내 H&B 1위에서 글로벌 K-뷰티 플랫폼으로 재평가하게 만드는 요인이다.

가장 중요한 변화는 CJ올리브영 지분구조

이번 CJ 투자 아이디어에서 가장 중요한 대목은 CJ올리브영의 지분구조 변화다. 2021년 글랜우드PE는 4,140억 원을 투자해 CJ올리브영 지분 22.6%를 확보했다. 당시 시장은 CJ올리브영의 IPO를 주요 회수 경로로 해석했다. 외부 재무적 투자자가 들어왔고, CJ올리브영이 고성장 비상장 자회사였기 때문에 상장은 자연스러운 시나리오였다. 하지만 상장 작업이 중단되면서 흐름이 바뀌었다. 2024년 4월 글랜우드PE는 보유 지분 중 11.3%를 CJ올리브영에 매각했고, 나머지 지분은 신한은행과 신한투자증권이 만든 SPC인 한국뷰티파이오니어로 이전됐다. 이후 CJ올리브영은 한국뷰티파이오니어 보유 지분에 대해 3년 내 매입 가능한 콜옵션을 행사했고, 그 결과 CJ올리브영의 자사주는 총 22.6%로 확대됐다.

이 변화는 단순한 지분 이동이 아니다. 외부 재무적 투자자의 회수 부담이 완화됐고, CJ올리브영의 주주구성이 단순해졌다. 현재 CJ올리브영의 주요 주주는 CJ 51.2%, 자사주 22.6%, 이선호 11.0%, 이경후 4.2%, 이재환 4.6% 등으로 구성된다.

이 구조가 중요한 이유는 분명하다. 외부 투자자 지분이 남아 있었다면 CJ올리브영의 IPO가 가장 쉬운 출구였을 수 있다. 그러나 외부 지분이 자사주 형태로 회수되면, 단독 상장보다 CJ와의 합병 또는 그룹 구조 개편 가능성이 더 부각될 수 있다.

CJ 투자 아이디어의 핵심은 바로 여기다. CJ올리브영이 좋은 회사라는 사실만으로는 부족하다. 중요한 것은 그 좋은 회사의 가치가 CJ 주주에게 어떻게 귀속되느냐다. 지분 회수와 콜옵션 행사는 그 귀속 가능성을 높이는 구조적 사건이다.

중복상장 규제는 CJ에 유리한 변수

CJ올리브영이 별도 상장하면 기업가치는 시장에서 명확해질 수 있다. 그러나 CJ 주주 입장에서는 반드시 좋은 것만은 아니다. 자회사가 별도로 상장되면 투자자들은 CJ를 통해 간접 투자하기보다 CJ올리브영을 직접 사려 할 수 있다. 이 경우 CJ의 지주회사 할인은 오히려 유지되거나 확대될 수 있다.

최근 중복상장 규제가 강화되는 환경에서는 CJ올리브영의 단독 IPO 가능성이 낮아질 수 있다. 상장사의 비상장 자회사가 상장하려면 영업 독립성, 경영 독립성, 투자자 보호 요건 등을 더 엄격하게 심사받을 가능성이 크다. 이 경우 CJ올리브영의 가치를 시장에 반영하는 방법은 단독 상장이 아니라 CJ와의 합병 또는 구조 개편이 될 수 있다. 이는 CJ 주주에게 긍정적인 시나리오다. CJ올리브영이 CJ 안으로 더 직접적으로 편입되면, 그 가치가 CJ 주가에 더 크게 반영될 수 있기 때문이다.

즉, 중복상장 규제는 CJ올리브영의 IPO 가능성을 낮추는 동시에 CJ와의 구조 개편 가능성을 높이는 변수다. CJ 입장에서는 지주회사 할인 축소의 촉매가 될 수 있다.

자사주 소각은 주당가치를 높이는 직접 변수

CJ와 CJ올리브영 모두 의미 있는 자사주를 보유하고 있다. CJ 자사주는 약 7.3%, CJ올리브영 자사주는 22.6%다. 자사주는 보유만 하고 있을 때는 시장에서 크게 인정받기 어렵다. 하지만 소각되면 의미가 달라진다. 자사주 소각은 발행주식수를 줄이고 주당가치를 높인다. 같은 기업가치를 더 적은 주식 수로 나누는 효과가 생긴다.

특히 CJ올리브영의 자사주 22.6%는 단순한 자사주가 아니다. 과거 외부 투자자 지분을 회수한 결과물이다. 향후 자사주 소각이 진행되면 CJ올리브영의 주주구성은 더 단순해지고, CJ가 보유한 지분의 경제적 의미도 커질 수 있다.

다만 현재 단계에서 자사주 소각을 확정된 이벤트로 단정해서는 안 된다. 핵심은 “소각 가능성이 커지는 환경”이다. 주가가 기대감으로 움직일 수는 있지만, 리레이팅이 유지되려면 실제 소각 공시와 실행이 필요하다.

합병 공정가액 도입은 구조 개편의 신뢰를 높인다

CJ와 CJ올리브영의 합병 가능성을 논할 때 가장 민감한 부분은 합병가액이다. 계열회사 간 합병에서는 항상 소액주주 피해 논란이 발생할 수 있다. 합병비율이 특정 주주에게 유리하게 산정될 수 있다는 우려 때문이다.

합병 공정가액 도입은 이 문제를 완화할 수 있는 제도적 장치다. 기존에는 상장법인의 합병가액을 일정 기간 주가 평균에 기반해 산정하는 방식이 중심이었다. 그러나 주가가 저평가된 상태에서는 소액주주에게 불리한 합병비율이 나올 수 있다는 비판이 있었다.

공정가액 방식은 시장가격뿐 아니라 자산가치, 수익가치, 미래가치를 종합적으로 반영하는 방향이다. 만약 CJ와 CJ올리브영의 합병이 추진된다면, 공정가액 도입은 합병가액 불확실성을 낮추고 소액주주 보호 논리를 강화하는 역할을 할 수 있다. 이는 CJ 주가에 긍정적이다. 구조 개편은 기대감만으로는 오래가기 어렵다. 실제 추진 과정에서 주주 간 이해상충 우려가 낮아져야 한다. 합병 공정가액 도입은 그 신뢰를 높이는 장치로 볼 수 있다.

배당과 밸류업은 하방을 지지한다

CJ는 배당 측면에서도 일정한 주주환원 의지를 보여주고 있다. 2025년 결산 배당은 보통주 기준 주당 3,300원으로, 2023년과 2024년의 3,000원에서 증가했다.

또한 CJ는 기업가치제고계획을 통해 예측 가능한 주주환원 정책, IR 소통 강화, 사업 경쟁력 강화를 제시했다. 2023~2025년 별도 기준 당기순이익의 70% 이상 배당정책을 이행했고, 2026년 이후 신규 주주환원 정책을 수립·발표할 예정이라고 밝혔다.

CJ를 고배당주로만 볼 필요는 없다. 배당수익률이 압도적으로 높은 종목은 아니다. 그러나 지주회사 투자에서 배당은 기다릴 수 있는 근거가 된다. 구조 개편에는 시간이 걸릴 수 있기 때문이다.

배당은 하방을 지지하고, 자사주 소각과 CJ올리브영 가치 반영은 상단을 연다. 이 둘이 함께 작동할 때 CJ의 리레이팅 논리는 강해진다.

목표주가 235,000원 산정 논리

CJ에 대해 목표주가 235,000원을 제시한다. 목표주가 235,000원은 2027년 예상 BPS 148,989원에 목표 PBR 1.58배를 적용한 값이다. $235,000\text{원} \div 148,989\text{원} = \text{약 } 1.58\text{배}$

기존 증권사 목표주가 215,000원은 CJ의 자사주 소각 가능성, 중복상장 규제, 합병 공정가액 도입에 따른 리레이팅을 상당 부분 반영한 수준이다. 215,000원은 2027년 예상 BPS 기준 약 1.44배 수준이다. 이번 목표주가 235,000원은 여기에 약 9%의 구조개편 프리미엄을 추가한 것이다. 프리미엄을 부여하는 이유는 세 가지다.

첫째, CJ올리브영의 지분 회수와 쿠팡션 행사로 외부 투자자 부담이 줄었고, CJ와의 합병 또는 구조 개편 가능성이 더 현실적인 시나리오가 됐다. 둘째, CJ올리브영의 미국 진출과 세포라 협업으로 글로벌 K-뷰티 플랫폼으로서의 가치 상단이 높아졌다. 이는 단순 국내 유통회사 밸류에이션보다 높은 평가를 정당화할 수 있다.

셋째, CJ와 CJ올리브영 모두 의미 있는 자사주를 보유하고 있어 자사주 소각이 현실화될 경우 주당가치 상승 효과가 발생할 수 있다. 다만 235,000원은 확정 이벤트를 전제로 한 보수적 목표가라기보다, 구조개편 가능성을 선반영한 적극적 목표가다. 따라서 실제 주가가 해당 목표가에 접근하려면 자사주 소각, 신규 주주환원 정책, CJ올리브영 구조 개편 관련 공시가 필요하다.

투자의견은 BUY로 제시한다. CJ는 단기 실적만 보면 강한 실적주는 아니지만, CJ올리브영 가치 반영 가능성과 지주회사 할인 축소 가능성을 감안하면 현 주가 수준에서는 상승여력이 충분하다고 판단한다.

투자 포인트

첫째, CJ올리브영은 CJ의 핵심 비상장 자산이다. 국내 H&B 시장의 압도적 플랫폼이며, 미국 진출과 세포라 협업으로 글로벌 K-뷰티 플랫폼으로 확장 중이다. **둘째**, CJ올리브영의 지분구조 변화가 중요하다. 글랜우드PE 지분 회수와 콜옵션 행사로 CJ올리브영 자사주가 22.6%까지 확대되면서, 단독 IPO보다 CJ와의 합병 또는 구조 개편 가능성이 부각된다. **셋째**, 자사주 소각 가능성이 주당가치 상승 재료다. CJ 자사주 7.3%, CJ올리브영 자사주 22.6%는 향후 리레이팅의 핵심 연료다. **넷째**, 중복상장 규제와 합병 공정가액 도입은 CJ에 유리한 제도 변화다. 중복상장 규제는 CJ올리브영 단독 IPO 가능성을 낮추고, 합병 공정가액 도입은 구조 개편 과정의 신뢰를 높일 수 있다. **다섯째**, 배당과 밸류업 정책은 하방을 지지한다. CJ는 2025년 DPS를 3,300원으로 상향했고, 2026년 이후 신규 주주환원 정책 발표 가능성을 열어두고 있다.

리스크 요인

첫째, CJ와 CJ올리브영의 합병은 아직 확정된 이벤트가 아니다. 현재 투자 아이디어는 가능성에 기반한다. 실제 공시가 나오지 않으면 기대감은 약해질 수 있다. **둘째**, 자사주 소각 규모와 시점이 불확실하다. 자사주가 많다는 점은 잠재 호재지만, 실제 소각 여부가 확인되어야 주가 재평가가 유지될 수 있다. **셋째**, CJ 본체의 실적 모멘텀은 강하지 않다. 2026년 1분기에는 매출이 증가했지만 영업이익률은 하락했다. 구조 변화 기대가 지연되면 시장은 다시 실적 둔화에 주목할 수 있다. **넷째**, CJ올리브영의 해외 진출은 초기 비용을 동반한다. 미국 매장 확대와 세포라 협업은 장기 성장 요인이지만, 단기적으로는 임차료, 인건비, 물류비, 마케팅비 부담이 생길 수 있다. **다섯째**, 제도 변화의 실제 적용 방식은 확인이 필요하다. 중복상장 규제와 합병 공정가액 도입이 CJ와 CJ올리브영에 어떤 방식으로 적용될지는 계속 점검해야 한다.

종합결론

CJ는 실적 성장주가 아니라 구조 변화주다. 2026년 1분기 실적만 보면 매출은 늘었지만 수익성은 둔화됐다. 그러나 CJ의 핵심은 단기 실적이 아니라 CJ올리브영의 가치가 CJ 주가에 어떻게 반영될 수 있는가다.

CJ올리브영은 국내 H&B 시장의 압도적 플랫폼이고, 미국 진출과 세포라 협업을 통해 글로벌 K-뷰티 플랫폼으로 확장 중이다. 여기에 지분구조 변화가 더해졌다. 외부 투자자 지분이 자사주 형태로 회수되면서 CJ올리브영의 단독 IPO보다 CJ와의 합병 또는 구조 개편 가능성이 부각되고 있다.

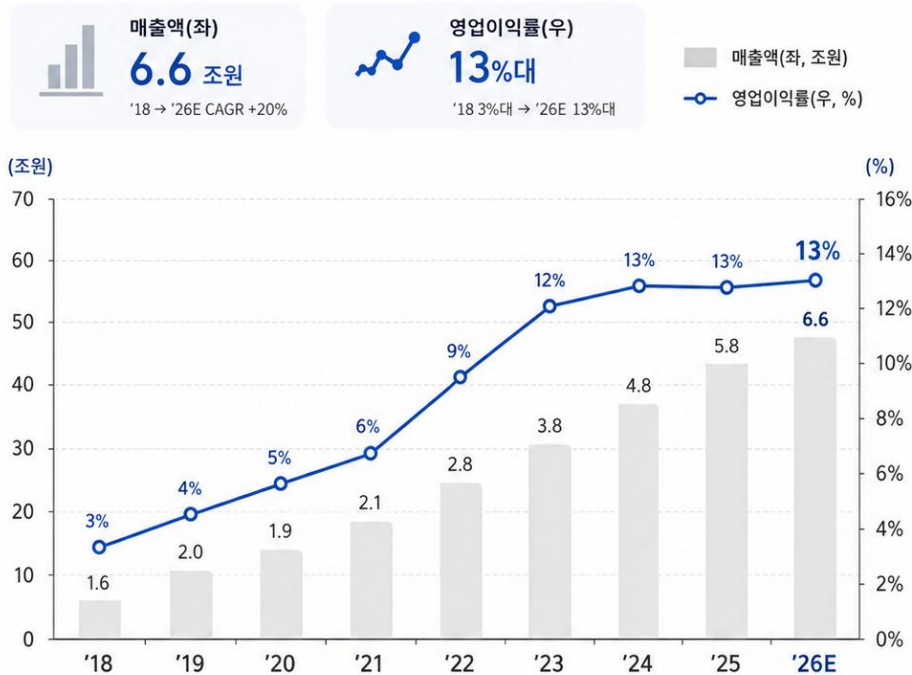
자사주 소각, 중복상장 규제, 합병 공정가액 도입은 모두 같은 방향을 가리킨다. CJ올리브영의 가치가 CJ 주주에게 더 직접적으로 귀속될 수 있는 환경이 만들어지고 있다는 점이다.

이에 따라 CJ에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 235,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS 148,989원에 목표 PBR 1.58배를 적용해 산정했다. 이는 기존 지주회사 할인보다 낮은 할인율을 적용한 적극적 목표가이며, CJ올리브영 가치 반영 가능성과 자사주 소각 가능성을 반영한 수준이다.

향후 주가의 핵심 체크포인트는 세 가지다. CJ 또는 CJ올리브영의 자사주 소각 공시, CJ올리브영 구조 개편 관련 공시, 그리고 CJ의 신규 주주환원 정책 발표다. 이 중 하나라도 구체화될 경우 CJ의 지주회사 할인 축소 논리는 더 강해질 수 있다.

CJ 올리브영 실적 추이

매출액 꾸준한 성장과 수익성 레버리지로 영업이익률 **우상향**



매출의 꾸준한 확대

온라인·오프라인 채널 경쟁력 강화와
신규 카테고리 확대로
매출이 지속적으로 성장



수익성 구조 개선

규모의 경제 및 운영 효율화로
영업이익률이 '18년 3%대에서
'26E 13%대까지 상승



독보적 플랫폼 파워

차별화된 고객 경험과 데이터 기반
MD·마케팅 역량을 바탕으로
뷰티·헬스 시장 리더십 강화



매출 성장과 수익성 개선이 동반되는 선순환 구조 지속

견고한 펀더멘털을 기반으로 중장기 기업가치 제고 기대

표1. 이재명 정부에서 추진한 상법 개정 주요 내용

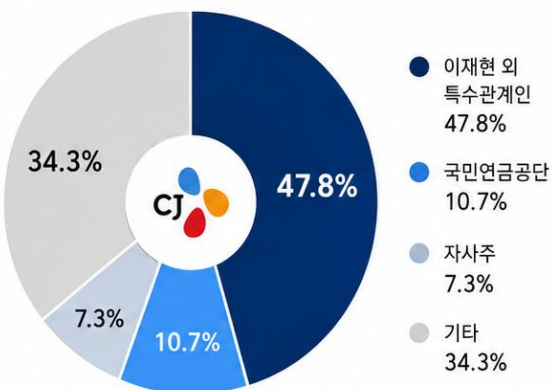
항목	기존	개정	시행시기
1 이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	25.7.22 시행
2 이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	25.7.22 시행
3 독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지시자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	26.7.23 시행
4 독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상(자산 2조 미만 상장회사)	26.7.23 시행 이후 1년 이내 요건을 갖춰야 함
5 전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	27.1.1 시행
6 사외이사인 감사위원 선임·해임시 '3%룰' 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%	26.7.23 시행
7 대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가(자산 2조 이상 상장회사)	26.9.10 시행
8 감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	26.9.10 시행
9 자사주 소각 의무화	-	신규 및 보유 자사주 소각 의무	26.3.6 시행

CJ / CJ올리브영 주주 분포 비교

• 기준 시점별 지분 구조 비교 •

CJ 주주 분포

2026년 3월 31일 기준

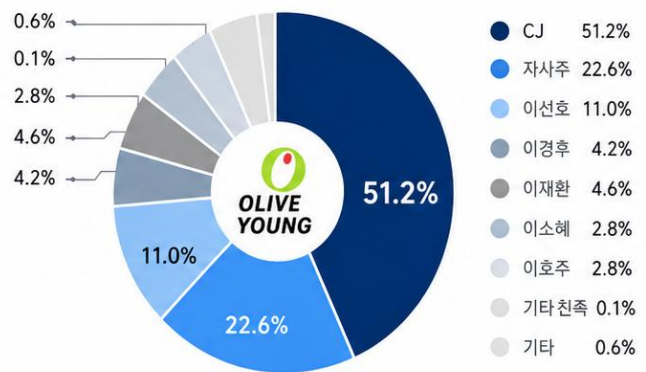


핵심 포인트

최대주주 및 특수관계인 지분이 47.8%로 가장 크며, 자사주 7.3% 보유

CJ올리브영 주주 분포

2025년 12월 31일 기준



핵심 포인트

CJ가 51.2%를 보유하고 있으며, 자사주 비중이 22.6%로 높아 지배구조 개편 논의의 핵심 변수