



# BUY (유지)

# CJ (001040)

목표주가(12M) 240,000원  
 현재주가(3.18) 200,000원

## 푸드빌 호실적. 올리브영 가치도 multiple에 온전히 반영 예상

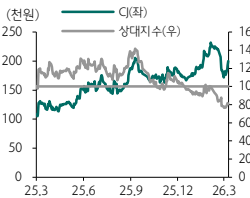
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,925.03
52주 최고/최저(원)	232,000/113,500
시가총액(십억원)	5,835.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	141.8
60일 평균 거래대금(십억원)	27.7
외국인지분율(%)	15.89
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7인	47.59
국민연금공단	13.40

### Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	44,835.6	47,332.1
영업이익(십억원)	2,495.7	2,901.4
순이익(십억원)	946.3	1,188.7
EPS(원)	12,151	15,049
BPS(원)	169,649	183,734

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025	2026F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,018.8	47,317.3
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,523.7	2,867.3
세전이익	985.9	708.8	593.3	731.6
순이익	194.8	100.5	149.4	216.9
EPS	5,462	2,817	4,189	6,083
증감율	(3.60)	(48.43)	48.70	45.21
PER	17.28	35.18	41.06	32.88
PBR	0.59	0.63	1.13	1.20
EV/EBITDA	5.80	4.85	5.48	5.11
ROE	3.64	1.83	2.78	3.91
BPS	158,764	157,224	152,696	166,938
DPS	3,000	3,000	3,300	3,300

### 제일제당 부진했지만 그 외 상장자회사들 영업이익 개선. 올리브영은 다소 미뒀

CJ에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 240,000원으로 상향. 목표주가 상향 배경은 올리브영 IPO 리스크가 완전히 소멸되었다고 판단해 지분가치에 대한 할인 폭을 제거했기 때문. 4분기 CJ의 연결 매출은 YoY 1.6% 증가한 11.4조원, 영업이익은 13.6% 증가한 7,123억원을 시현. 주요 상장사 중에서는 제일제당 영업이익이 큰폭 감소한 반면 대한통운과 ENM, CGV 등 그 외 상장사들의 영업이익은 상당폭 개선되었음. 1) CJ제일제당은 해외식품 매출 성장에도 불구하고 국내식품 매출이 역성장했고, 라이신 경쟁 심화로 바이오 부문 수익성이 크게 하락하면서 영업이익이 YoY 15.0% 감소한 반면 2) CJ대한통운은 택배 물동량 증가에 힘입어 영업이익이 YoY 3.4% 증가했으며, 3) CJ ENM은 해외 브랜드관 진출 효과로 티빙의 영업이익 적자폭이 크게 축소되면서 미디어플랫폼 부문에서 두드러진 실적 개선이 나타남. 4) CJ CGV는 해외 극장사업 성장 등으로 영업이익이 큰폭 개선. 비상장사인 올리브영은 매출이 YoY 31.6% 증가했음에도 인센티브 지급에 따른 계절성으로 영업이익률은 10% 초반대로 하락했으며, 푸드빌은 해외점포 성장에 힘입어 12%대의 매출성장률을 기록

### 올해 올리브영과 푸드빌 등 비상장자회사들의 성장세는 시장기대치를 상회할 전망

4분기 올리브영 매출은 15.8조원으로 YoY 31.6% 성장했는데 이는 대부분 온라인 성장에 기인. 오프라인은 매출이 오히려 QoQ 1% 감소했는데 외국인 매출은 소폭 늘었지만 내국인 매출이 감소. 오프라인 매출 감소는 홈플러스 폐점 등으로 점포 수가 줄어들었기 때문임. 다만 2월 춘절 연휴 효과로 1분기 중국인 인바운드 매출이 큰폭으로 증가할 것으로 예상되고, 향후 미국 점포 출점과 세포라 매장 입점 효과 등으로 글로벌 매출도 크게 성장할 것으로 기대되어 올리브영 실적 개선 추세는 계속 이어질 전망. 푸드빌도 연말 조지아 생지 공장이 완공되면서 해외점포가 눈에 띄게 증가하고 있고, 영업이익률도 7% 내외까지 상승한 것으로 추정. 4분기 중 글로벌 베이커리 매출은 450억원으로 QoQ 23%, YoY 50% 가량 성장했으며, OPM이 매우 높은 글로벌 베이커리 성장으로 인해 가맹점 가속화를 위한 인력 및 조직 투자 등에도 불구하고 연간 500억원 내외의 영업이익 시현이 충분히 가능할 전망. 올해 올리브영과 푸드빌 등 비상장자회사들의 성장세는 시장기대치를 상회할 것으로 판단

### 2027년 상반기 중에는 지배구조 개편 진행 가능성 높음. 중장기 주가 방향성 긍정적

2025년 DPS는 3,300원으로 YoY 10% 상향 결정. 한편 현 정부 정책 기조상 자회사 중복상장이 현실적으로 어려워지면서 향후 지배구조 개편은 합병 방식으로 진행 전망. 상법개정안 시행으로 CJ 7.3%, 올리브영 22.6%의 자사주가 1년 6개월내 소각되어야 한다는 점에서 적어도 내년 상반기 중에는 자사주 소각과 맞물려 지배구조 개편 작업이 이루어질 가능성이 높다고 판단. 올리브영과 합병시 CJ는 사업회사로서 올리브영 이익을 전부 향유할 수 있게 되며, 순차입금 또한 빠르게 축소 가능하다는 점에서 중장기 주가 방향성은 긍정적일 전망



Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com  
 RA 정소영 soyoungjung@hanafn.com

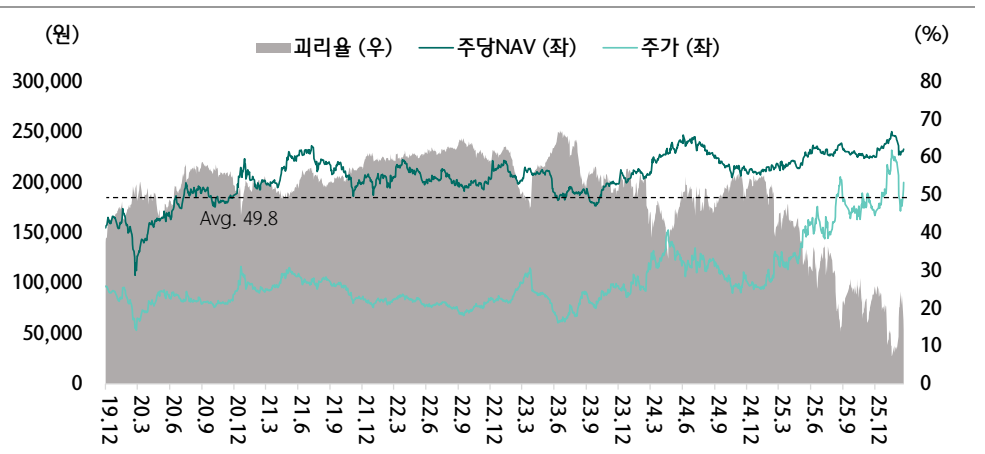
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분	항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고	
영업가치	로열티	154	5.0	770	9.5		
	임대료수익	27	5.0	136	1.7		
	소계			905	11.2		
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 제일제당	45.6	3,064	1,397	17.3	
		CJ ENM	42.4	1,403	595	7.4	
		CJ CGV	50.9	820	418	5.2	
		CJ 프레시웨이	47.1	374	176	2.2	
		소계			2,586	32.0	
		소계(상장자회사 50% 할인 적용)			1,293		
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 올리브영	51.2	54	4,327	53.5	
		CJ 푸드빌	84.7	102	86	1.1	
		기타 비상장		33	33	0.4	
		소계			4,446	55.0	
		자기주식			426	5.3	
		순차입금(별도)			-275	-3.4	
실질 NAV			8,088	100.0			
목표 NAV			6,796	84.0			
발행주식수			29,176,998				
목표주가			240,000				
현재주가(3/18)			200,000				
상승여력(%)			20.0				

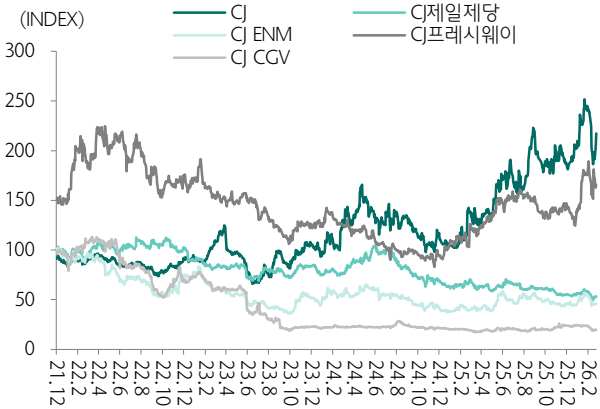
주: 상장자회사 시가총액은 2026년 3월 18일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이



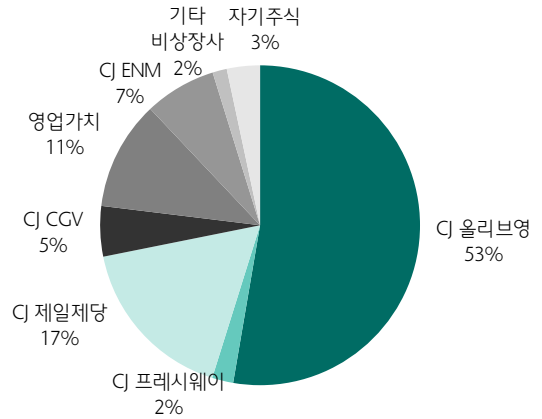
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이



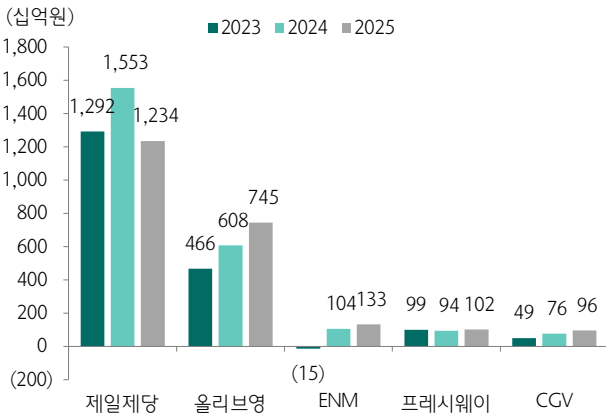
주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준  
 자료: Quantiwise, 하나증권

도표 4. 실질 NAV 구성 요소



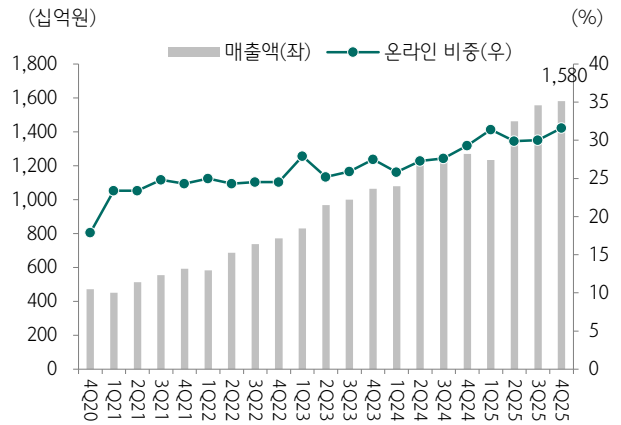
주: 상장회사 가치는 2026년 3월 18일 기준  
 자료: Quantiwise, 하나증권

도표 5. CJ 주요 자회사 영업이익 추이



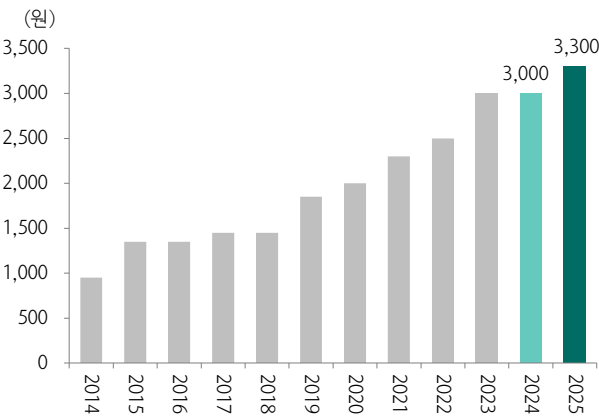
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이



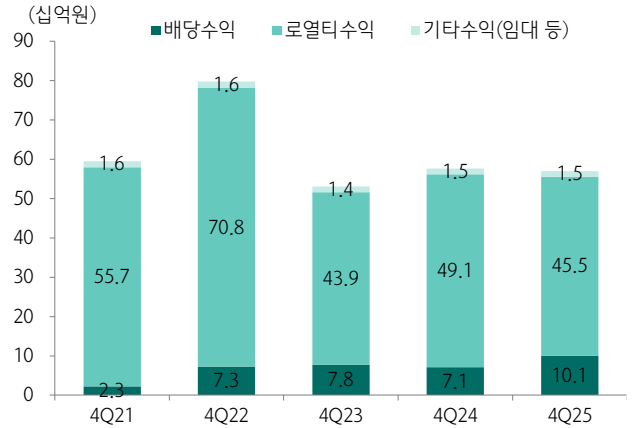
자료: 하나증권

도표 7. CJ 배당추이



자료: 하나증권

도표 8. CJ 별도부문 영업수익추이



자료: 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>41,352.7</b>	<b>43,646.7</b>	<b>45,018.8</b>	<b>47,317.3</b>	<b>50,328.9</b>
매출원가	29,955.3	31,022.8	32,053.7	34,030.9	36,268.7
매출총이익	11,397.4	12,623.9	12,965.1	13,286.4	14,060.2
판매비	9,358.3	10,076.3	10,441.4	10,419.1	10,873.6
<b>영업이익</b>	<b>2,039.1</b>	<b>2,547.5</b>	<b>2,523.7</b>	<b>2,867.3</b>	<b>3,186.6</b>
금융손익	(824.3)	(878.3)	(724.7)	(759.3)	(807.9)
중속/관계기업손익	(52.0)	34.9	40.6	37.7	39.1
기타영업외손익	(176.8)	(995.2)	(1,246.3)	(1,414.2)	(1,330.3)
<b>세전이익</b>	<b>985.9</b>	<b>708.8</b>	<b>593.3</b>	<b>731.6</b>	<b>1,087.6</b>
법인세	461.3	557.6	451.4	249.5	313.4
계속사업이익	524.7	151.2	141.9	482.1	774.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>524.7</b>	<b>151.2</b>	<b>141.9</b>	<b>482.1</b>	<b>774.2</b>
비배주주지분 손이익	329.9	50.7	(7.5)	265.2	425.8
<b>지배주주순이익</b>	<b>194.8</b>	<b>100.5</b>	<b>149.4</b>	<b>216.9</b>	<b>348.4</b>
지배주주지분포괄이익	253.0	313.2	94.9	342.5	300.6
NOPAT	1,085.1	543.4	603.7	1,889.4	2,268.3
EBITDA	5,098.8	6,268.3	6,086.5	6,003.6	5,877.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	1.05	5.55	3.14	5.11	6.36
NOPAT증가율	(22.54)	(49.92)	11.10	212.97	20.05
EBITDA증가율	(4.91)	22.94	(2.90)	(1.36)	(2.10)
영업이익증가율	(5.34)	24.93	(0.93)	13.61	11.14
(지배주주)순이익증가율	(3.61)	(48.41)	48.66	45.18	60.63
EPS증가율	(3.60)	(48.43)	48.70	45.21	60.58
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	27.56	28.92	28.80	28.08	27.94
EBITDA이익률	12.33	14.36	13.52	12.69	11.68
영업이익률	4.93	5.84	5.61	6.06	6.33
계속사업이익률	1.27	0.35	0.32	1.02	1.54

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,462	2,817	4,189	6,083	9,768
BPS	158,764	157,224	152,696	166,938	173,631
CFPS	146,632	174,358	161,384	138,137	135,754
EBITDAPS	142,970	175,762	170,663	168,340	164,810
SPS	1,159,517	1,223,839	1,262,314	1,326,763	1,411,206
DPS	3,000	3,000	3,300	3,300	3,300
<b>주가지표(배)</b>					
PER	17.28	35.18	41.06	32.88	20.48
PBR	0.59	0.63	1.13	1.20	1.15
PCFR	0.64	0.57	1.07	1.45	1.47
EV/EBITDA	5.80	4.85	5.48	5.11	4.75
PSR	0.08	0.08	0.14	0.15	0.14
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	3.64	1.83	2.78	3.91	5.88
ROA	0.41	0.21	0.31	0.44	0.69
ROIC	3.74	1.91	2.15	7.13	9.41
부채비율	163.81	167.64	185.91	179.62	177.26
순부채비율	78.31	83.02	94.00	68.13	48.15
이자보상비율(배)	2.24	2.65	2.39	2.71	3.00

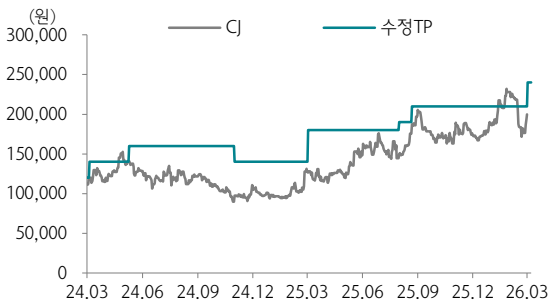
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	<b>14,584.1</b>	<b>14,689.6</b>	<b>14,740.1</b>	<b>18,893.3</b>	<b>22,818.3</b>
금융자산	4,510.2	4,177.8	5,010.4	8,863.8	12,088.8
현금성자산	3,646.5	3,156.4	3,978.1	7,799.5	10,949.8
매출채권	4,114.8	4,511.9	4,584.6	4,726.7	5,058.5
재고자산	3,169.9	3,082.4	3,132.0	3,229.1	3,455.8
기타유동자산	2,789.2	2,917.5	2,013.1	2,073.7	2,215.2
<b>비유동자산</b>	<b>32,619.7</b>	<b>32,807.4</b>	<b>33,609.6</b>	<b>30,555.2</b>	<b>28,055.2</b>
투자자산	3,851.5	3,771.3	4,229.5	4,311.4	4,502.6
금융자산	1,917.2	2,077.7	2,508.6	2,537.1	2,603.8
유형자산	14,306.2	14,312.8	14,402.6	12,489.3	10,830.2
무형자산	<b>8,143.7</b>	<b>8,226.2</b>	<b>7,833.8</b>	<b>6,610.8</b>	<b>5,578.8</b>
기타비유동자산	<b>6,318.3</b>	<b>6,497.1</b>	<b>7,143.7</b>	<b>7,143.7</b>	<b>7,143.6</b>
<b>자산총계</b>	<b>47,203.8</b>	<b>47,497.0</b>	<b>48,349.6</b>	<b>49,448.4</b>	<b>50,873.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>15,637.2</b>	<b>17,297.4</b>	<b>17,797.4</b>	<b>18,032.5</b>	<b>18,581.6</b>
금융부채	7,484.1	9,333.3	10,186.6	10,191.7	10,203.6
매입채무	2,931.2	2,703.4	2,746.9	2,832.0	3,030.8
기타유동부채	5,221.9	5,260.7	4,863.9	5,008.8	5,347.2
<b>비유동부채</b>	<b>13,673.7</b>	<b>12,453.2</b>	<b>13,641.3</b>	<b>13,731.9</b>	<b>13,943.4</b>
금융부채	<b>11,038.7</b>	<b>9,577.5</b>	<b>10,719.4</b>	<b>10,719.4</b>	<b>10,719.4</b>
기타비유동부채	2,635.0	2,875.7	2,921.9	3,012.5	3,224.0
<b>부채총계</b>	<b>29,310.9</b>	<b>29,750.6</b>	<b>31,438.7</b>	<b>31,764.4</b>	<b>32,525.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,513.9</b>	<b>5,459.0</b>	<b>5,297.5</b>	<b>5,805.4</b>	<b>6,044.1</b>
자본금	179.0	179.0	179.0	179.0	179.0
자본잉여금	992.8	992.8	992.8	992.8	992.8
자본조정	121.9	(137.8)	(375.5)	(375.5)	(375.5)
기타포괄이익누계액	157.5	387.1	421.8	821.8	821.8
이익잉여금	4,062.7	4,037.8	4,079.4	4,187.3	4,426.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>12,378.9</b>	<b>12,287.4</b>	<b>11,613.4</b>	<b>11,878.6</b>	<b>12,304.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>17,892.8</b>	<b>17,746.4</b>	<b>16,910.9</b>	<b>17,684.0</b>	<b>18,348.5</b>
순금융부채	14,012.6	14,733.0	15,895.5	12,047.3	8,834.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>5,017.0</b>	<b>4,830.8</b>	<b>8,348.8</b>	<b>4,754.7</b>	<b>4,709.6</b>
당기순이익	524.7	151.2	141.9	482.1	774.2
조정	4,243.4	5,646.6	5,171.2	4,194.9	3,753.9
감가상각비	3,059.8	3,720.9	3,562.7	3,136.3	2,691.2
외환거래손익	12.9	193.8	(93.0)	0.0	0.0
지분법손익	(230.9)	44.1	(176.9)	0.0	0.0
기타	1,401.6	1,687.8	1,878.4	1,058.6	1,062.7
영업활동 자산부채변동	248.9	(967.0)	3,035.7	77.7	181.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(2,365.3)</b>	<b>(2,188.2)</b>	<b>(3,148.5)</b>	<b>286.1</b>	<b>(265.9)</b>
투자자산감소(증가)	169.2	115.0	(388.2)	(81.9)	(191.2)
자본증가(감소)	(1,344.7)	(973.2)	(1,619.9)	0.0	0.0
기타	(1,189.8)	(1,330.0)	(1,140.4)	368.0	(74.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(2,973.5)</b>	<b>(3,217.1)</b>	<b>(4,279.2)</b>	<b>(1,162.5)</b>	<b>(1,160.5)</b>
금융부채증가(감소)	(1,772.8)	387.9	1,995.1	5.1	12.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(885.0)	(3,340.7)	(6,173.6)	(1,058.6)	(1,062.8)
배당지급	(315.7)	(264.3)	(100.7)	(109.0)	(109.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>(374.8)</b>	<b>(490.1)</b>	<b>852.3</b>	<b>3,821.4</b>	<b>3,150.3</b>
Unlevered CFO	5,229.4	6,218.3	5,755.6	4,926.5	4,841.5
Free Cash Flow	3,538.1	3,486.0	6,628.6	4,754.7	4,709.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.19	BUY	240,000		
25.9.8	BUY	210,000	-11.40%	10.48%
25.8.18	BUY	190,000	-17.12%	-7.58%
25.3.20	BUY	180,000	-21.87%	-2.28%
24.11.18	BUY	140,000	-27.73%	-6.29%
24.5.27	BUY	160,000	-26.45%	-13.06%
24.3.22	BUY	140,000	-8.37%	9.07%
23.10.5	BUY	120,000	-22.65%	-0.67%
26.3.19	BUY	240,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2026년 3월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2026년 3월 19일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- **투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**  
BUY(매수)\_ 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_ 목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_ 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**  
Overweight(비중확대)\_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.76%	3.24%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 3월 18일