



# BUY (유지)

# CJ (001040)

목표주가(12M) 240,000원  
 현재주가(5.15) 217,000원

## 예상보다 미땀했지만 2분기 이후를 기대

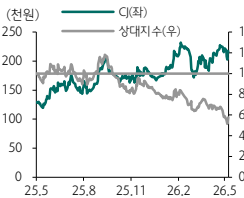
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,493.18
52주 최고/최저(원)	232,000/119,500
시가총액(십억원)	6,331.4
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	138.8
60일 평균 거래대금(십억원)	28.3
외국인지분율(%)	16.63
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7인	47.59
국민연금공단	12.81

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	45,312.8	47,729.7
영업이익(십억원)	2,744.4	3,039.4
순이익(십억원)	603.5	790.0
EPS(원)	9,518	12,365
BPS(원)	162,354	168,353

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	43,646.7	45,018.8	47,321.8	50,628.3
영업이익	2,532.3	2,527.7	2,475.6	2,740.1
세전이익	693.6	578.4	621.4	765.8
순이익	94.3	143.3	233.2	244.9
EPS	2,643	4,019	6,539	6,868
증감율	(51.61)	52.06	62.70	5.03
PER	37.50	42.80	33.19	31.60
PBR	0.63	1.15	1.41	1.38
EV/EBITDA	4.89	5.48	5.91	5.80
ROE	1.72	2.69	4.42	4.54
BPS	157,036	150,211	153,644	157,285
DPS	3,000	3,300	3,500	3,500

### 대부분 자회사들이 양호한 매출에도 불구하고 영업이익 감소로 수익성 다소 악화

CJ에 대한 투자의견 매수와 목표주가 240,000원을 유지. 1분기 CJ의 연결 매출은 YoY 8.0% 증가한 11.5조원, 영업이익은 13.2% 감소한 4,607억원을 시현해 매출은 컨센서스를 상회했지만 영업이익은 컨센서스를 크게 하회. 계열사들 대부분이 양호한 매출에도 영업이익이 감소해 수익성이 악화되는 모습이었음. 1) CJ제일제당은 국내와 해외 식품 매출 성장에도 불구하고 바이오부문 수익성 부진 지속에 따라 영업이익이 YoY 26% 감소했으며, 2) CJ대한통운은 택배 물동량 증가에 힘입어 영업이익이 YoY 7.9% 증가했지만 컨센서스를 하회. 3) CJ CGV도 <왕사남> 흥행에 따른 국내 관람객 증가로 영업이익이 개선됐음에도 기대치에는 미치지 못했음. 4) 특히 CJ ENM은 티빙 가입자 증가에도 불구하고 TV 광고 부진으로 예상을 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록. 5) 주요 비상장사인 올리브영도 온라인 성장세를 기반으로 매출이 YoY 24.5% 증가했지만 해외진출과 관련한 초기 투자비용 증가로 영업이익률이 11%대로 낮아졌고, 푸드빌은 물류창고 임대 및 미국 베이커리 사업 확대를 위한 광고선전비 증가로 영업이익률이 1%대로 낮아지고, 순익은 YoY 71.8% 감소한 23억원에 그쳤음

### 올리브영은 2분기 이후 높은 성장세 기대. 푸드빌은 미국 점포 수 증가 속도가 관건

1분기 올리브영의 외국인 인바운드 매출은 YoY 50% 증가했지만 QoQ로는 5~6% 감소. 이는 중국인 입국자 수는 증가했지만 타지역 입국자 수 감소로 전체 외국인 입국자 수가 QoQ 3% 줄었기 때문. 4분기 쇼핑 성수기에 따른 기저효과도 일부 작용. 그러나 온라인 매출 비중이 33.1%로 높아지는 등 온라인 매출 증가로 인해 총매출은 YoY 24.5% 증가해 나름 선방한 수준이었음. 특히 올해 선보인 올리브베리의 온라인 매출이 월 수백억원에 달해 전체 온라인 매출의 10%대를 상회한 것으로 추정. 다만 1분기 영업이익률이 11%대로 하락한 이유는 올리브베리 영업이익률이 낮은데다 미국 진출에 따른 초기 투자비용 때문. 그러나 4월 매출 성장률이 상당히 높은 것으로 알려지고 있고, 5월 중 미국 LA 점포와 현지 전용 온라인몰을 오픈할 계획이며 8월부터 500개 이상의 세포라 매장에 입점이 예정되어 있어 의미있는 매출 성장 기여 기대. 한편 푸드빌은 1분기 매출이 11.4% 증가했음에도 순익이 71.8% 급감해 영업이익률이 1%대를 기록한 것으로 보임. 이는 미국 가맹점주 모집을 위한 광고선전비 증가에 주로 기인. 올해 영업이익률은 2025년의 4.9%보다는 하락하겠지만 미국 점포 수 증가 속도에 따라서 매출과 영업이익 성장세가 높게 나타날 여지는 있음

### 올리브영 글로벌 진출의 성과 가시화 여부가 지배구조 개편 시기에 영향 미칠 듯

상법 개정안 시행으로 CJ 7.3%, 올리브영 22.6%의 자사주가 내년 하반기내에는 소각되어야 한다는 점에서 자사주 소각 시기에 투자자들의 관심이 집중. 아무래도 자사주 소각과 맞물려 지배구조 개편 작업이 진행될 공산이 크기 때문. 올리브영의 글로벌 진출과 이에 따른 성과 가시화 여부도 지배구조 개편 시기에 영향을 미칠 수 있는 주요 관전포인트로 판단



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

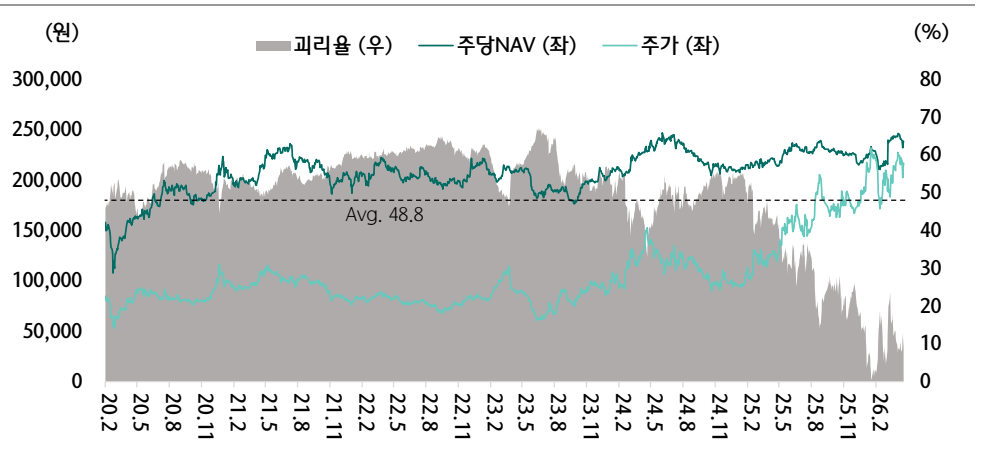
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분	항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고	
영업가치	로열티	154	5.0	785	9.7		
	임대료수익	27	5.0	135	1.7		
	소계			920	11.4		
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 제일제당	45.6	3,440	1,569	19.4	
		CJ ENM	42.4	963	408	5.0	
		CJ CGV	50.9	811	413	5.1	
		CJ 프레시웨이	47.1	309	145	1.8	
		소계			2,535	31.3	
	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			460	5.7			
순차입금(별도)			-274	-3.4			
실질 NAV			8,090	100.0			
목표 NAV			6,822	84.3			
발행주식수			29,176,998				
목표주가			240,000				
현재주가(5/15)			217,000				
상승여력(%)			10.6				

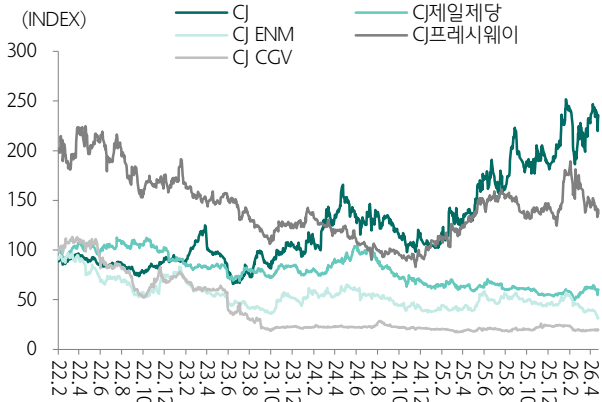
주: 상장자회사 시가총액은 2026년 5월 15일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이



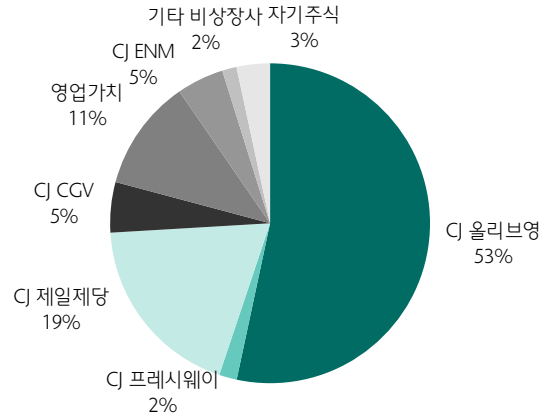
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이



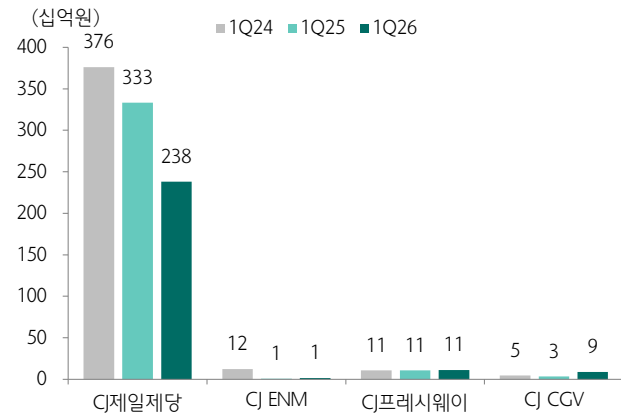
주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준  
 자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. 실질 NAV 구성 요소



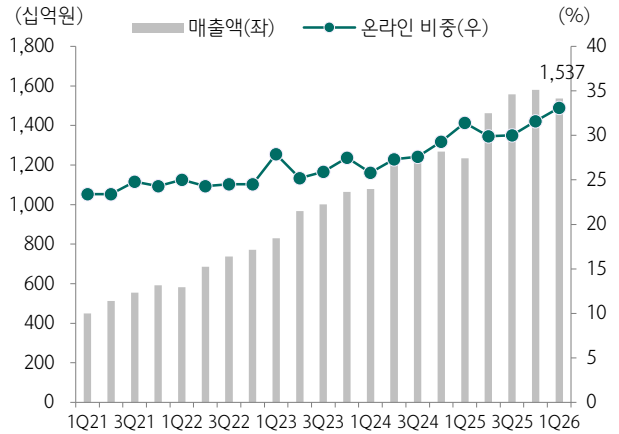
주: 상장회사 가치는 2026년 5월 15일 기준  
 자료: Quantwise, 하나증권

도표 5. CJ 주요 자회사 영업이익 추이



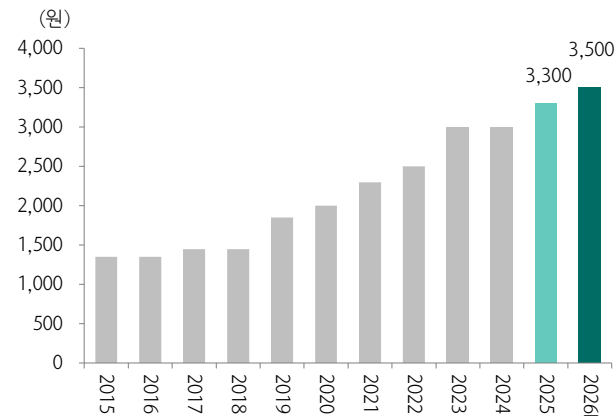
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이



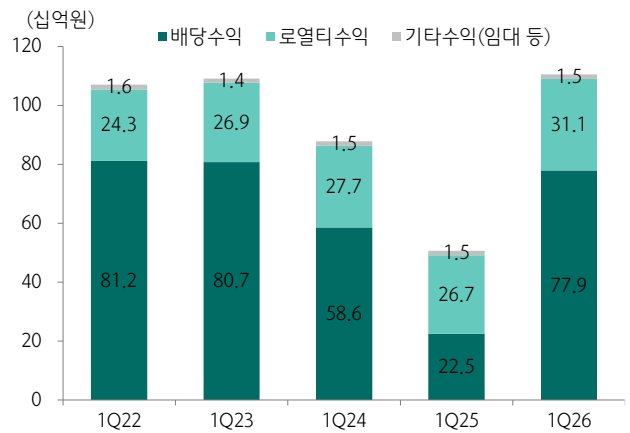
자료: 하나증권

도표 7. CJ 배당추이



자료: 하나증권

도표 8. CJ 별도부문 영업수익추이



자료: 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
<b>매출액</b>	<b>43,646.7</b>	<b>45,018.8</b>	<b>47,321.8</b>	<b>50,628.3</b>	<b>53,955.0</b>	
매출원가	31,033.9	32,050.6	34,281.4	36,878.2	39,626.2	
매출총이익	12,612.8	12,968.2	13,040.4	13,750.1	14,328.8	
판매비	10,080.5	10,440.5	10,564.8	11,010.0	11,343.6	
<b>영업이익</b>	<b>2,532.3</b>	<b>2,527.7</b>	<b>2,475.6</b>	<b>2,740.1</b>	<b>2,985.2</b>	
금융손익	(878.3)	(726.5)	(762.6)	(817.2)	(871.6)	
중속/관계기업손익	34.9	66.2	50.5	58.4	54.5	
기타영업외손익	(995.2)	(1,289.0)	(1,142.1)	(1,215.6)	(1,178.9)	
<b>세전이익</b>	<b>693.6</b>	<b>578.4</b>	<b>621.4</b>	<b>765.8</b>	<b>989.3</b>	
법인세	557.2	435.8	384.9	507.9	651.6	
계속사업이익	136.4	142.6	236.5	257.8	337.7	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>136.4</b>	<b>142.6</b>	<b>236.5</b>	<b>257.8</b>	<b>337.7</b>	
비배주주지분 손이익	42.1	(0.7)	3.4	12.9	16.9	
<b>지배주주순이익</b>	<b>94.3</b>	<b>143.3</b>	<b>233.2</b>	<b>244.9</b>	<b>320.8</b>	
지배주주지분포괄이익	306.5	78.3	90.1	98.2	128.6	
NOPAT	497.9	623.3	942.3	922.6	1,019.0	
EBITDA	6,268.3	6,047.6	5,346.2	5,056.4	4,854.5	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	5.5	3.1	5.1	7.0	6.6	
NOPAT증가율	(54.1)	25.2	51.2	(2.1)	10.4	
EBITDA증가율	22.9	(3.5)	(11.6)	(5.4)	(4.0)	
영업이익증가율	24.2	(0.2)	(2.1)	10.7	8.9	
(지배주주)순이익증가율	(51.6)	52.0	62.7	5.0	31.0	
EPS증가율	(51.6)	52.0	62.7	5.0	31.0	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	28.9	28.8	27.6	27.2	26.6	
EBITDA이익률	14.4	13.4	11.3	10.0	9.0	
영업이익률	5.8	5.6	5.2	5.4	5.5	
계속사업이익률	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	

투자지표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	2,643	4,019	6,539	6,868	8,995	
BPS	157,036	150,211	153,644	157,285	163,053	
CFPS	174,358	163,934	108,795	87,173	72,833	
EBITDAPS	175,762	169,574	149,905	141,779	136,120	
SPS	1,223,839	1,262,314	1,326,888	1,419,602	1,512,882	
DPS	3,000	3,300	3,500	3,500	3,500	
<b>주기지표(배)</b>						
PER	37.5	42.8	33.2	31.6	24.1	
PBR	0.6	1.1	1.4	1.4	1.3	
PCFR	0.6	1.0	2.0	2.5	3.0	
EV/EBITDA	4.9	5.5	5.9	5.8	5.6	
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	1.7	2.7	4.4	4.5	5.8	
ROA	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7	
ROIC	1.7	2.1	3.7	4.4	5.3	
부채비율	167.8	176.0	175.3	180.6	182.7	
순부채비율	84.6	90.7	72.7	58.8	46.8	
이자보상비율(배)	2.6	2.7	2.8	3.0	3.3	

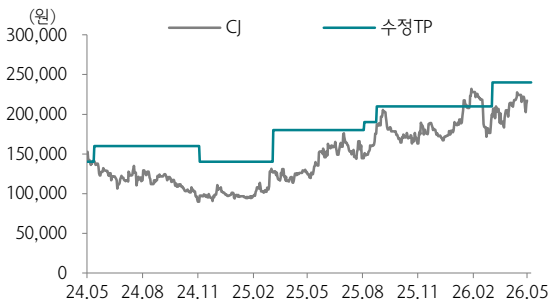
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
<b>유동자산</b>	<b>14,183.9</b>	<b>13,735.2</b>	<b>16,813.2</b>	<b>20,174.5</b>	<b>22,860.8</b>	
금융자산	4,210.8	3,306.9	6,289.5	8,596.8	10,588.8	
현금성자산	3,185.8	2,587.3	5,562.4	7,786.7	9,724.0	
매출채권	4,740.9	4,387.0	4,432.8	4,938.9	5,272.2	
재고자산	3,174.5	2,948.9	2,979.7	3,319.8	3,543.9	
기타유동자산	2,057.7	3,092.4	3,111.2	3,319.0	3,455.9	
<b>비유동자산</b>	<b>33,296.7</b>	<b>33,231.2</b>	<b>30,384.6</b>	<b>28,332.9</b>	<b>26,637.9</b>	
투자자산	3,771.4	3,682.3	3,706.2	3,970.8	4,145.1	
금융자산	2,077.7	2,091.9	2,099.3	2,180.4	2,233.8	
유형자산	14,430.7	14,831.1	12,865.1	11,263.8	9,959.6	
무형자산	8,532.1	7,862.0	6,957.4	6,242.5	5,677.4	
기타비유동자산	6,562.5	6,855.8	6,855.9	6,855.8	6,855.8	
<b>자산총계</b>	<b>47,480.6</b>	<b>46,966.4</b>	<b>47,197.8</b>	<b>48,507.4</b>	<b>49,498.7</b>	
<b>유동부채</b>	<b>17,278.3</b>	<b>17,303.3</b>	<b>17,381.5</b>	<b>18,245.3</b>	<b>18,814.3</b>	
금융부채	9,633.1	8,728.8	8,730.6	8,750.0	8,762.8	
매입채무	2,734.5	2,841.9	2,871.6	3,199.4	3,415.3	
기타유동부채	4,910.7	5,732.6	5,779.3	6,295.9	6,636.2	
<b>비유동부채</b>	<b>12,471.9</b>	<b>12,646.1</b>	<b>12,673.5</b>	<b>12,976.6</b>	<b>13,176.2</b>	
금융부채	9,584.9	10,018.5	10,018.5	10,018.5	10,018.5	
기타비유동부채	2,887.0	2,627.6	2,655.0	2,958.1	3,157.7	
<b>부채총계</b>	<b>29,750.2</b>	<b>29,949.3</b>	<b>30,055.0</b>	<b>31,221.9</b>	<b>31,990.5</b>	
<b>지배주주지분</b>	<b>5,452.3</b>	<b>5,208.9</b>	<b>5,331.3</b>	<b>5,461.2</b>	<b>5,666.9</b>	
자본금	179.0	179.0	179.0	179.0	179.0	
자본잉여금	992.8	992.8	992.8	992.8	992.8	
자본조정	(137.8)	(358.8)	(358.8)	(358.8)	(358.8)	
기타포괄이익누계액	386.6	335.9	335.9	335.9	335.9	
이익잉여금	4,031.6	4,059.9	4,182.3	4,312.2	4,517.9	
<b>비지배주주지분</b>	<b>12,278.1</b>	<b>11,808.2</b>	<b>11,811.5</b>	<b>11,824.4</b>	<b>11,841.3</b>	
<b>자본총계</b>	<b>17,730.4</b>	<b>17,017.1</b>	<b>17,142.8</b>	<b>17,285.6</b>	<b>17,508.2</b>	
순금융부채	15,007.3	15,440.5	12,459.6	10,171.8	8,192.6	

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>4,830.8</b>	<b>4,987.4</b>	<b>3,519.7</b>	<b>2,872.7</b>	<b>2,124.9</b>	
당기순이익	136.4	142.6	236.5	257.8	337.7	
조정	5,661.4	5,143.1	3,258.6	2,343.2	1,608.2	
감가상각비	3,736.1	3,519.9	2,870.5	2,316.2	1,869.3	
외환거래손익	193.8	(125.5)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	44.1	(164.5)	0.0	0.0	0.0	
기타	1,687.4	1,913.2	388.1	27.0	(261.1)	
영업활동 자산부채변동	(967.0)	(298.3)	24.6	271.7	179.0	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(2,188.2)</b>	<b>(3,322.7)</b>	<b>475.2</b>	<b>524.3</b>	<b>935.3</b>	
투자자산감소(증가)	115.0	155.3	(24.0)	(264.6)	(174.3)	
자본증가(감소)	(973.2)	(2,190.9)	0.0	0.0	0.0	
기타	(1,330.0)	(1,287.1)	499.2	788.9	1,109.6	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(3,217.1)</b>	<b>(2,117.3)</b>	<b>(1,003.8)</b>	<b>(994.5)</b>	<b>(1,005.5)</b>	
금융부채증가(감소)	695.2	(470.7)	1.8	19.4	12.8	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(3,648.0)	(1,360.1)	(894.8)	(898.8)	(903.2)	
배당지급	(264.3)	(286.5)	(110.8)	(115.1)	(115.1)	
<b>현금의 증감</b>	<b>(495.2)</b>	<b>(598.5)</b>	<b>2,889.2</b>	<b>2,224.3</b>	<b>1,937.3</b>	
Unlevered CFO	6,218.3	5,846.5	3,880.0	3,108.9	2,597.5	
Free Cash Flow	3,486.0	2,651.8	3,519.7	2,872.7	2,124.9	

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%

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 5월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2026년 5월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 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 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 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	97.26%	2.74%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 5월 15일