지주/유통/상사
박종렬
02)6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

R.A
김지은
02)739-5938
qet3474@heungkuksec.co.kr

(001040)

CJ

BUY(유지)

실적 개선과 자회사 가치 제고

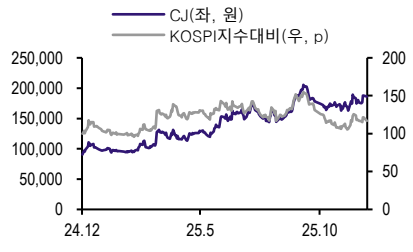
목표주가	230,000원(유지)
현재주가(12/10)	180,100원
상승여력	27.7%
시가총액	5,255십억원
발행주식수	29,177천주
52주 최고가 / 최저가	205,500 / 93,400원
3개월 일평균거래대금	29십억원
외국인 지분율	14.3%
주요주주	
이재현 (외 8인)	47.6%
국민연금공단 (외 1인)	12.9%
자사주 (외 1인)	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.0	-3.1	20.3	92.8
상대수익률(KOSPI)	0.5	-27.9	-23.7	21.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	41,353	43,647	45,290	48,313
영업이익	2,039	2,547	2,501	2,846
EBITDA	5,099	6,268	6,180	6,629
지배주주순이익	195	100	389	535
EPS	6,007	2,774	13,650	19,015
순차입금	14,018	14,739	19,855	18,687
PER	15.7	35.7	13.2	9.5
PBR	0.6	0.6	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.4	2.9	4.3	3.8
배당수익률	3.2	3.0	1.7	1.8
ROE	3.6	1.8	7.2	9.6
컨센서스 영업이익	-	-	2,513	2,852
컨센서스 EPS	-	-	11,777	15,085

주가추이



올해의 부진에서 벗어나 2026년은 소비 환경 개선으로 연간 연결 EBIT은 증익 추세로 전환할 전망임. 자회사 기업가치 상승도 가능할 것이며, 이를 통한 CJ의 주가 재평가가 지속될 것임.

4Q Preview: EBIT 6,859억원(+8.9% YoY), 증익 반전

4분기 연결기준 매출액 12.1조원(+3.9% YoY), 영업이익 6,859억원(+8.9% YoY)으로 전분기의 부진을 만회하는 양호한 영업실적을 기록할 전망임. 매출액은 CJ ENM(전년의 높은 기저효과)을 제외하고, CJ제일제당(대한통운 포함)과 CJ올리브영이 주도하는 가운데 연결 자회사 대부분 견조한 외형성장을 기록할 것이기 때문임. 영업이익은 CJ올리브영(방한 외국인 및 온라인 성장으로 외형 증가 및 수익성 증대)이 EBIT 증가를 견인하는 가운데, 주력 자회사인 CJ제일제당(대한통운 포함)은 그동안의 감익 추세에서 벗어나 견조한 EBIT 창출이 가능하고, CJ프레시웨이와 CJ CGV 등 자회사들의 실적도 개선될 것이기 때문임.

2026년: 소비 환경 개선, 실적 호전과 자회사 가치 상승

내년에는 긍정적인 자산효과와 실질임금 상승, 방한 외국인 증가, 소비심리 회복 등으로 국내 소비지출 증가율의 점진적 개선이 가능할 전망임. CJ의 사업구조는 식품, 생명공학, 물류/신유통, 엔터테인먼트/미디어로 소비경기 영향을 받고 있는데, 내수 회복에 따른 전반적인 실적 개선이 가능할 것임. 또한 해외 비중 확대 지속으로 성장 동력도 추가적으로 확보하고 있음. 2026년 연간 연결 기준 매출액 48.3조원(+6.6% YoY), 영업이익 2.8조원(+12.4% YoY)으로 수정 전망함.

투자의견 BUY, 목표주가 230,000원 유지

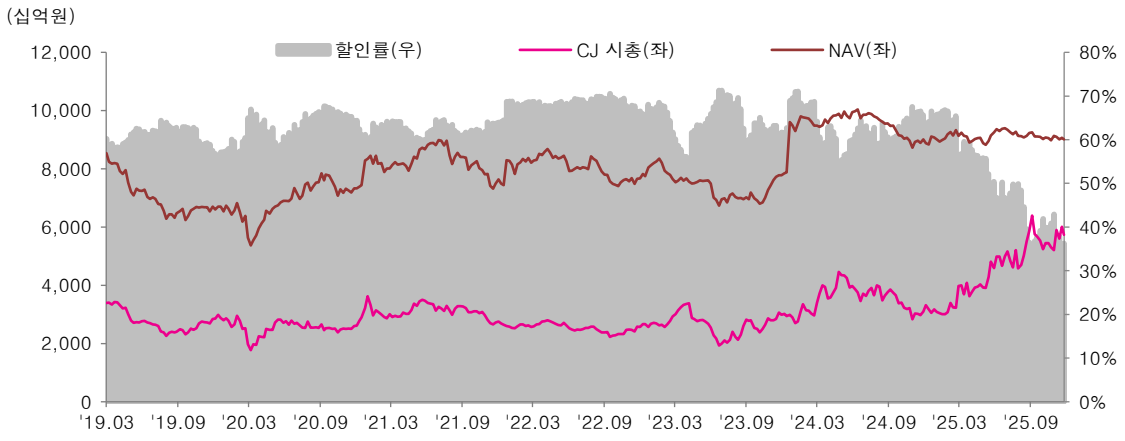
2025~2026년 수익예상 상향에도 상장 자회사 기업가치가 소폭 하락한 점을 감안해 기존 목표주가를 유지함. 지난 4월 이후 주가 상승에도 불구하고, NAV 대비 할인율은 41.1%이고, 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 10.1배, 1.2배로 밸류에이션 매력은 여전히 높은 수준임. 4대 사업(Culture, Platform, Wellness, Sustainability)을 통한 성장동력을 마련 중임. 기업가치 제고 및 주주환원 확대에 전향적인 자세로의 전환이 필요함.

표 1 CJ 적정주주가치 산출 근거 (단위: 십억원, 천주, 원, %)

내역		지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치				8,076	
1) 상장회사 가치				2,564	공정가치 평가
	CJ제일제당	44.6	3,161	1,410	
	CJ ENM	40.1	1,325	531	
	CJ프레시웨이	47.1	315	148	
	CJ CGV	50.9	932	474	
2) 비상장 회사 가치				5,512	
	CJ푸드빌	84.2	102	86	장부가액
	CJ올리브영	51.2	10,542	5,397	12M Forward 순이익 X PER 15배
	기타		29	29	
2. 자기주식	CJ	7.26	5,427	394	
3. 별도 영업가치				1,038	25E, EV/EBITDA 6.0배 적용
4. 기업가치(=1+2+3)				9,508	
5. 순차입금				291	별도 기준 (25/3Q)
6. 적정시가총액(=4-5)				9,217	
발행주식수				29,177	
주당 NAV (원)				315,893	
목표주가 (원)				230,000	
NAV 대비 할인율				30.0%	실적, 주주환원, 지배구조 감안
현재주가 (원)				186,000	
상승여력 (%)				23.7	

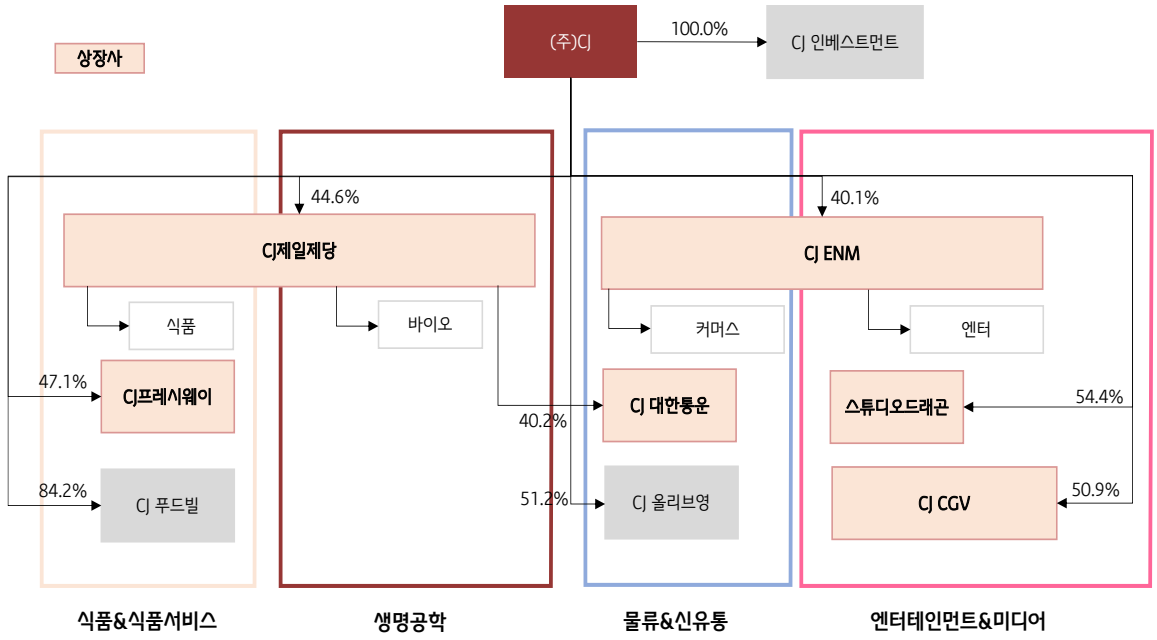
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 CJ 및 주요 자회사(상장/비상장) 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이



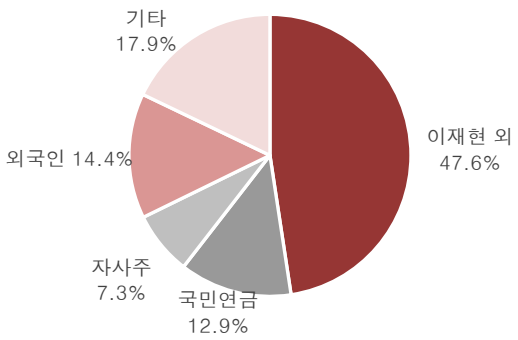
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 2 CJ 지배구조



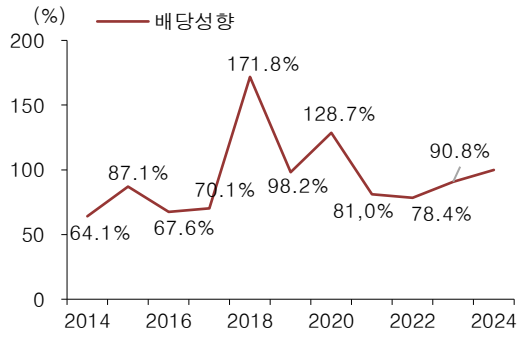
주: CJ CGV 지분 50.9%(24년 6월 올리브네트웍스 현물출자 완료)
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 3 CJ 주주구성



자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 4 CJ 배당성향



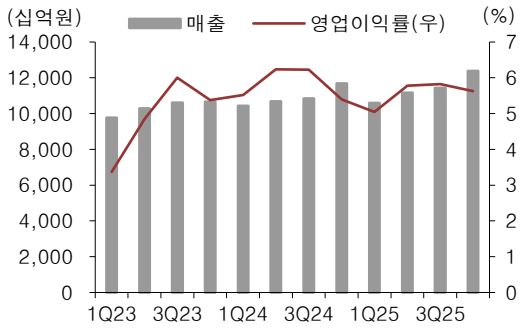
주: 별도재무제표 기준
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

표 2 CJ 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	10,599	11,168	11,429	12,142	11,339	12,037	12,247	12,690	43,647	45,337	48,313
별도	51	112	43	59	52	114	44	60	246	264	269
CJ제일제당	7,205	7,220	7,440	7,724	7,472	7,679	7,877	7,900	29,359	29,589	30,928
CJ프레시웨이	799	883	901	898	851	943	956	954	3,225	3,481	3,704
CJ ENM	1,138	1,313	1,246	1,586	1,163	1,341	1,273	1,624	5,231	5,283	5,401
CJ CGV	534	492	583	599	548	518	610	616	1,958	2,207	2,293
CJ푸드빌	230	239	265	265	239	248	277	276	909	999	1,040
CJ올리브영	1,234	1,462	1,557	1,632	1,611	1,752	1,821	1,886	4,790	5,885	7,070
연결조정	-592	-553	-606	-621	-597	-557	-610	-627	-2,239	-2,371	-2,391
매출총이익	3,067	3,216	3,285	3,412	3,328	3,672	3,655	3,600	12,624	12,980	14,257
영업이익	535	646	666	686	631	732	741	742	2,547	2,533	2,846
별도	27	62	21	36	28	64	21	37	136	147	151
CJ제일제당	327	343	347	373	345	371	375	387	1,548	1,390	1,478
CJ프레시웨이	11	27	34	27	11	30	36	29	94	99	106
CJ ENM	1	29	18	40	36	51	19	46	104	87	151
CJ CGV	3	2	23	27	3	2	25	28	76	55	58
CJ푸드빌	13	11	12	18	13	11	13	19	58	54	57
CJ올리브영	126	144	212	182	168	175	252	214	542	665	809
연결조정	27	28	0	-18	27	28	0	-19	-22	36	36
세전이익	269	519	534	41	169	428	425	867	709	1,364	1,890
지배주주순이익	70	164	144	12	48	121	120	246	100	389	535
수익성 (%)											
GPM	28.9	28.8	28.7	28.1	29.4	30.5	29.8	28.4	28.9	28.6	29.5
OPM	5.0	5.8	5.8	5.6	5.6	6.1	6.0	5.8	5.8	5.6	5.9
별도	54.0	55.9	48.6	62.0	54.5	56.4	48.9	62.4	55.4	55.7	56.2
CJ제일제당	4.5	4.8	4.7	4.8	4.6	4.8	4.8	4.9	5.3	4.7	4.8
CJ프레시웨이	1.3	3.1	3.7	3.0	1.3	3.1	3.8	3.0	2.9	2.8	2.9
CJ ENM	0.1	2.2	1.4	2.6	3.1	3.8	1.5	2.8	2.0	1.7	2.8
CJ CGV	0.6	0.3	4.0	4.5	0.6	0.4	4.1	4.6	3.9	2.5	2.5
CJ푸드빌	5.5	4.5	4.6	6.9	5.6	4.5	4.6	7.0	6.3	5.4	5.4
CJ올리브영	10.2	9.9	13.6	11.2	10.4	10.0	13.8	11.4	11.3	11.3	11.4
RPM	2.5	4.6	4.7	0.3	1.5	3.6	3.5	6.8	1.6	3.0	3.9
NPM	0.7	1.5	1.3	0.1	0.4	1.0	1.0	1.9	0.2	0.9	1.1
성장성 (% YoY)											
매출액	1.6	4.5	5.4	3.9	7.0	7.8	7.2	4.5	5.5	3.9	6.6
영업이익	-7.1	-3.1	-1.3	8.9	18.0	13.3	11.2	8.2	24.9	-0.6	12.4
세전이익	-12.9	18.7	1,330.2	흑전	-37.2	-17.6	-20.3	2,000	-28.1	92.4	38.6
순이익	-1.6	-13.5	흑전	흑전	-31.1	-26.1	-16.1	2,000	-48.4	286.9	37.7
기본가정											
세계GDP (%, YoY)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.6	2.9	2.9
국제유가 ($/bbl)	71.4	63.7	65.0	59.0	58.0	60.0	60.0	62.0	75.8	64.8	60.0
한국GDP (%, YoY)	0.0	0.6	1.0	1.6	2.0	2.0	1.7	1.8	2.0	0.8	1.9
민간소비 (%, YoY)	0.6	0.9	1.3	1.6	1.8	1.8	1.5	1.4	1.1	1.1	1.6
소비자물가 (%, YoY)	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0	2.4	2.1	1.9
원/달러 (평균)	1,452	1,399	1,387	1,415	1,405	1,385	1,378	1,375	1,364	1,413	1,386
WTI*FX (%, YoY)	1.4	-19.5	-11.7	-15.2	-21.4	-6.8	-8.3	2.1	2.3	-11.2	-8.6

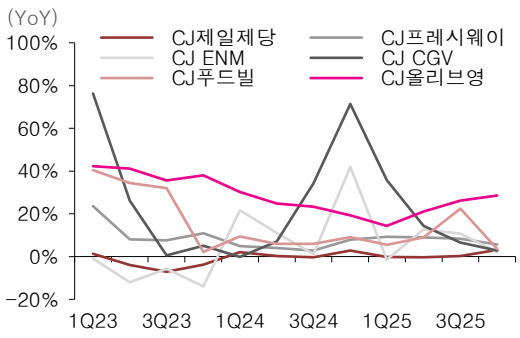
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 5 연결 매출액 및 영업이익 추이



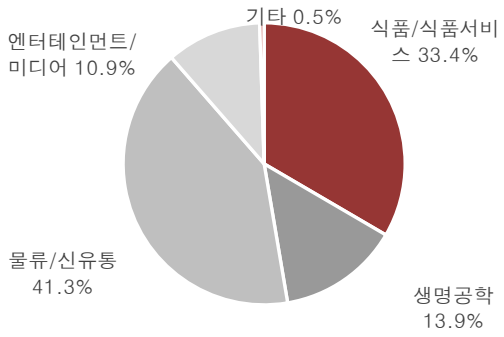
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 6 자회사별 매출 성장률 추이



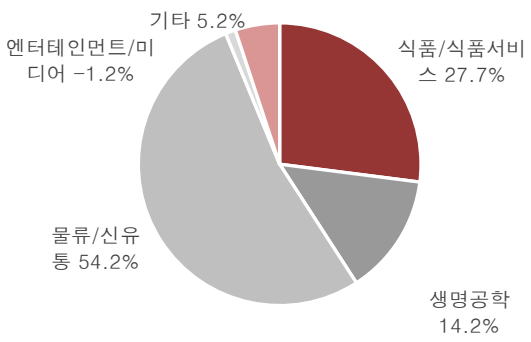
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 7 사업부문별 매출액 비중 (2025년 3분기 누계)



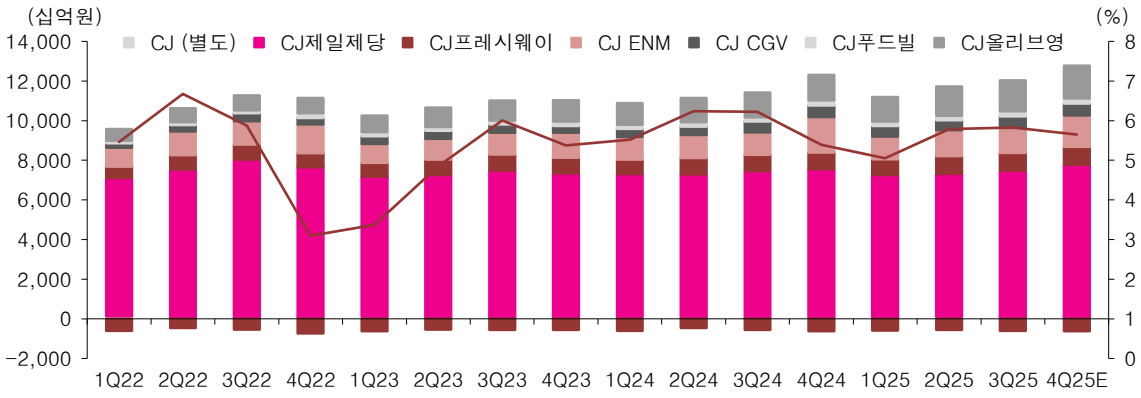
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 8 사업부문별 영업이익 비중 (2025년 3분기 누계)



자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 9 부문별 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



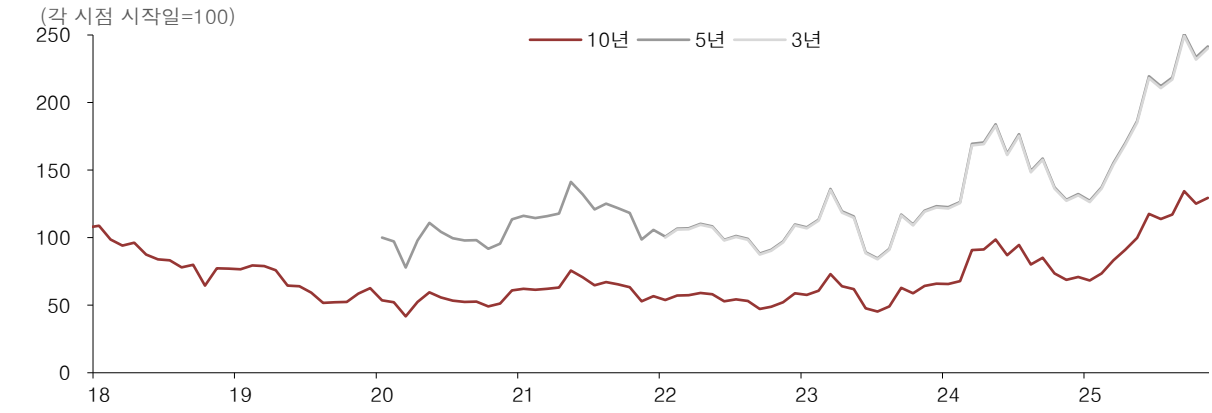
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

표 3 CJ 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총차입금	17,069	20,296	18,523	18,911	23,181	23,061	22,941
순차입금	13,086	15,200	14,018	14,739	19,855	18,687	17,752
부채비율(%)	154.8%	172.0%	163.8%	167.6%	176.3%	172.5%	168.4%
차입금의존도 (%)	40.7%	42.1%	39.2%	39.8%	48.2%	47.5%	46.7%
순차입금의존도 (%)	31.2%	31.5%	29.7%	31.0%	41.3%	38.5%	36.1%
총차입금/EBITDA (배)	3.9	3.8	3.6	3.0	3.8	3.5	3.4
순차입금/EBITDA (배)	3.0	2.8	2.7	2.4	3.2	2.8	2.7
단기유동성	1.4	1.5	1.3	1.1	0.9	1.1	1.2
당좌비율	90.4%	77.3%	78.0%	69.2%	66.8%	73.7%	79.3%
유동비율	96.1%	89.5%	93.3%	84.9%	79.4%	87.1%	93.6%
자기자본비율	39.2%	36.8%	37.9%	37.4%	36.2%	36.7%	37.3%
현금성자산 (A)	3,982	5,096	4,505	4,172	3,326	4,374	5,189
단기성차입금 (B)	6,260	9,233	7,484	9,333	12,461	12,421	12,381
A/B (%)	63.6	55.2	60.2	44.7	26.7	35.2	41.9
단기성차입금/총차입금 (%)	36.7	45.5	40.4	49.4	53.8	53.9	54.0
영업이익	1,882	2,154	2,039	2,547	2,501	2,846	3,065
EBITDA	4,329	5,362	5,099	6,268	6,180	6,629	6,678
순이자비용	463	580	757	796	952	745	738
이자보상배율 (영업이익 대비)	4.1	3.7	2.7	3.2	2.6	3.8	4.2
이자보상배율 (EBITDA 대비)	9.3	9.2	6.7	7.9	6.5	8.9	9.1

자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 10 CJ TSR 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**41,353**	**43,647**	**45,290**	**48,313**	**50,676**
증가율 (Y-Y,%)	1.0	5.5	3.8	6.7	4.9
영업이익	**2,039**	**2,547**	**2,501**	**2,846**	**3,065**
증가율 (Y-Y,%)	(5.3)	24.9	(1.8)	13.8	7.7
EBITDA	5,099	6,268	6,180	6,629	6,678
영업외손익	(1,053)	(1,839)	(1,138)	(956)	(937)
순이자수익	(757)	(796)	(952)	(745)	(738)
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	255	47	81	44	44
세전계속사업손익	986	709	1,364	1,890	2,128
당기순이익	**525**	**151**	**822**	**1,115**	**1,234**
지배기업당기순이익	**195**	**100**	**389**	**535**	**592**
증가율 (Y-Y,%)	(3.6)	(48.4)	286.9	37.7	10.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.9	8.2	3.4	5.3	5.1
영업이익증가율(3Yr)	13.6	10.6	5.1	11.8	6.4
EBITDA증가율(3Yr)	9.7	13.1	4.8	9.1	2.1
순이익증가율(3Yr)	37.0	(42.8)	6.2	28.6	101.4
영업이익률(%)	4.9	5.8	5.5	5.9	6.0
EBITDA마진(%)	12.3	14.4	13.6	13.7	13.2
순이익률 (%)	1.3	0.3	1.8	2.3	2.4
NOPLAT	**1,085**	**543**	**1,509**	**1,679**	**1,778**
(+) Dep	3,060	3,721	3,679	3,783	3,612
(-) 운전자본투자	(435)	627	2,912	262	301
(-) Capex	1,479	1,345	2,094	1,489	1,561
OpFCF	3,101	2,292	181	3,711	3,528

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	14,584	14,690	14,119	15,611	16,929
현금성자산	4,505	4,172	3,326	4,374	5,189
매출채권	4,587	4,925	5,341	5,582	5,857
재고자산	3,170	3,082	3,735	3,903	4,095
비유동자산	32,620	32,807	33,952	32,972	32,238
투자자산	10,170	10,268	11,162	11,297	11,433
유형자산	14,306	14,313	14,754	14,123	13,644
무형자산	8,144	8,226	8,036	7,552	7,160
자산총계	**47,204**	**47,497**	**48,071**	**48,584**	**49,167**
유동부채	15,637	17,297	17,790	17,931	18,093
매입채무	5,533	5,363	2,968	3,102	3,254
유동성이자부채	7,484	9,333	12,461	12,421	12,381
비유동부채	13,674	12,453	12,886	12,822	12,758
비유동이자부채	11,039	9,578	10,719	10,639	10,559
부채총계	**29,311**	**29,751**	**30,676**	**30,753**	**30,851**
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,063	4,038	4,319	4,753	5,239
자본조정	279	249	(137)	(137)	(137)
자기주식	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)
자본총계	**17,893**	**17,746**	**17,396**	**17,831**	**18,316**
투하자본	28,803	29,620	34,028	33,256	32,767
순차입금	14,018	14,739	19,855	18,687	17,752
ROA	0.4	0.2	0.8	1.1	1.2
ROE	3.6	1.8	7.2	9.6	9.8
ROIC	3.7	1.9	4.7	5.0	5.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	6,007	2,774	13,650	19,015	21,081
BPS	154,609	153,068	150,125	162,312	175,915
DPS	3,000	3,000	3,000	3,200	3,400
Multiples(x,%)					
PER	15.7	35.7	13.2	9.5	8.5
PBR	0.6	0.6	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	3.4	2.9	4.3	3.8	3.6
배당수익율	3.2	3.0	1.7	1.8	1.9
PCR	0.6	0.6	1.2	1.5	1.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	163.8	167.6	176.3	172.5	168.4
Net debt/Equity	78.3	83.1	114.1	104.8	96.9
Net debt/EBITDA	274.9	235.1	321.3	281.9	265.8
유동비율	93.3	84.9	79.4	87.1	93.6
이자보상배율	2.7	3.2	2.6	3.8	4.2
이자비용/매출액	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8
자산구조					
투하자본(%)	66.2	67.2	70.1	68.0	66.3
현금+투자자산(%)	33.8	32.8	29.9	32.0	33.7
자본구조					
차입금(%)	50.9	51.6	57.1	56.4	55.6
자기자본(%)	49.1	48.4	42.9	43.6	44.4

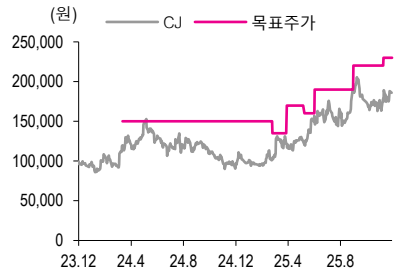
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**5,017**	**4,831**	**3,800**	**4,028**	**3,876**
당기순이익	525	151	822	1,115	1,234
자산상각비	3,060	3,721	3,679	3,783	3,612
운전자본증감	249	(967)	(1,152)	(262)	(301)
매출채권감소(증가)	124	(397)	(263)	(241)	(275)
재고자산감소(증가)	277	386	(685)	(168)	(192)
매입채무증가(감소)	(299)	(449)	285	134	153
투자현금	**(2,365)**	**(2,188)**	**(3,502)**	**(2,769)**	**(2,844)**
단기투자자산감소	0	0	(8)	(10)	(10)
장기투자증권감소	(26)	306	(56)	5	5
설비투자	(1,479)	(1,345)	(2,094)	(1,489)	(1,561)
유무형자산감소	(1,324)	(930)	(1,080)	(1,180)	(1,180)
재무현금	**(2,974)**	**(3,217)**	**(949)**	**(221)**	**(227)**
차입금증가	(1,933)	(981)	195	(120)	(120)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(316)	(264)	(101)	(101)	(107)
현금 증감	(375)	(490)	(669)	1,038	805
총현금흐름(Gross CF)	**5,229**	**6,218**	**5,467**	**4,290**	**4,177**
(-) 운전자본증가(감소)	(435)	627	2,912	262	301
(-) 설비투자	1,479	1,345	2,094	1,489	1,561
(+) 자산매각	(1,324)	(930)	(1,080)	(1,180)	(1,180)
Free Cash Flow	2,861	3,316	(619)	1,359	1,134
(-) 기타투자	26	(306)	56	(5)	(5)
잉여현금	2,835	3,622	(674)	1,364	1,139

CJ - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-03-22	Buy	150,000	(24.0)	1.8
2025-03-06	담당자변경			
2025-03-06	Buy	135,000	(11.2)	(2.8)
2025-04-08	Buy	170,000	(28.2)	(23.4)
2025-05-19	Buy	160,000	(14.7)	(2.0)
2025-06-12	Buy	190,000	(16.8)	(1.4)
2025-09-10	Buy	220,000	(18.9)	(6.6)
2025-11-19	Buy	230,000	(21.2)	(17.7)
2025-12-11	Buy	230,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286