

**BUY (유지)**

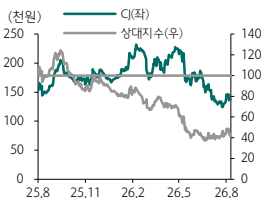
목표주가(12M) 200,000원(하향)
현재주가(8.14) 138,100원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,977.94
52주 최고/최저(원)	232,000/124,200
시가총액(십억원)	4,029.3
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	137.0
60일 평균 거래대금(십억원)	21.5
외국인지분율(%)	17.53
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 7인	47.59
국민연금공단	13.02

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	47,343.3	49,830.7
영업이익(십억원)	2,700.7	3,013.6
순이익(십억원)	724.6	868.7
EPS(원)	10,862	13,344
BPS(원)	161,544	168,436

Stock Price**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	43,646.7	45,018.8	47,823.9	49,668.1
영업이익	2,532.3	2,527.7	2,729.7	3,303.1
세전이익	693.6	578.4	1,080.9	1,378.1
순이익	94.3	143.3	348.5	473.9
EPS	2,643	4,019	9,771	13,288
증감율	(51.61)	52.06	143.12	35.99
PBR	37.50	42.80	14.13	10.39
PBR	0.63	1.15	0.86	0.80
EV/EBITDA	4.89	5.48	4.61	4.08
ROE	1.72	2.69	6.44	8.18
BPS	157,036	150,211	161,503	171,564
DPS	3,000	3,300	3,500	3,500



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

하나증권 리서치센터**CJ (001040)****그룹 계열사 전반의 수익성 개선 필요****컨센서스를 크게 하회한 실적. 매출 성장에도 비용 부담 확대로 인해 수익성 악화**

CJ에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 200,000원으로 하향. 목표가 하향은 1) 주요 상장자회사들의 주가 하락에 따른 지분가치 감소와 2) 비상장사인 올리브영과 푸드빌도 수익성 저하로 지분가치가 감소한 점 등을 valuation에 반영했기 때문. 2분기 CJ 연결 매출은 11.5조원으로 YoY 3.7% 증가했지만 영업이익은 5,318억원으로 14.1% 감소해 컨센서스를 큰폭 하회. 1) CJ제일제당은 매출이 YoY 10.2% 증가한 4.2조원을 기록했지만 영업이익은 18.4% 감소한 1,619억원을 시현(대한통운 및 F&C 제외 기준). 국내 가공식품 및 글로벌 식품 매출 성장에도 유가 상승에 따른 물류·포장비 부담으로 수익성이 예상보다 부진했던 영향. 2) CJ대한통운도 매일 O-NE 경쟁력 강화에 힘입어 택배 물량은 YoY 12.1% 증가했지만 택배 단가 하락과 서비스 고도화를 위한 비용 투입, 중동발 원가 부담 등으로 영업이익이 11.8% 감소했음. 3) CJ프레시웨이는 외형과 시장점유율 확대는 긍정적이었지만 신규 고객 확보를 위한 온라인 광고·판촉비 집행으로 영업이익이 YoY 14.2% 감소. 4) 반면 CJ ENM은 티빙이 출범 이후 처음으로 분기 영업이익 60억원을 기록하며 흑자전환한데 힘입어 영업이익이 YoY 16.9% 증가했고, CJ CGV도 국내 영화시장 회복과 극장사업의 적자 축소로 영업이익이 576.5% 증가. 상장사 외에 CJ올리브영과 CJ푸드빌도 기대치를 하회했는데 전반적으로 자회사 대부분이 외형은 성장하고 있지만 비용부담 확대로 인해 수익성이 악화 중

올리브영도 외국인 인바운드 매출 급증했지만 영업이익률 하락으로 기대치를 하회

비상장자회사인 CJ올리브영은 2분기 매출이 1.8조원으로 YoY 23.0% 증가해 높은 성장률이 계속되고 있는데 이는 큰폭의 외국인 입국자 수 증가에 힘입어 외국인 인바운드 매출이 급증했기 때문(QoQ 50% 내외 증가 추정). 내국인 매출 성장률은 YoY 19% 내외였던 것으로 보임. 그러나 매출 고성장에도 2분기 순이익은 1,300억원에 그쳐 순이익률이 7.5%에 불과했는데 150억원의 법인세 부담 증가를 감안해도 실질 순이익률은 8.4% 수준. 따라서 영업이익률은 11%를 하회했을 것으로 추정됨. 최근 눈에 띄게 발생하고 있는 영업이익률 하락은 미국사업 확대와 올리브베리 마케팅 등의 판관비 증가 영향이 일부 작용했겠지만 상품믹스 변화와 수수료 하락 등으로 GPM(매출총이익률) 자체도 상당폭 하락했기 때문인 듯. 2분기 중에 미국 오프라인 매장 및 전용 온라인몰 런칭이 완료되었고, 8월부터 세포라 협업 B2B 사업을 시작하는 등 글로벌 확장 전략은 분명 추가적인 성장 동력이 될 수 있을 것으로 판단. 다만 GPM 하락과 판관비 증가가 동반되는 상황이 계속될 경우 실적 부진 우려가 장기화될 수 있는 만큼 비용효율화 노력을 통한 영업이익률 회복에도 어느정도 신경을 써야 한다고 판단. CJ푸드빌 역시 2분기 매출이 YoY 16.2% 증가했지만 미국 점포수가 계속 늘어나면서 투자비용이 크게 발생하고 있는데 2분기 순익 증가는 법인세수익 발생에 따른 것으로 영업이익률은 1~2%대에 불과한 낮은 수준으로 추정됨. 결국 글로벌 확장 정책이 비용 부담을 상쇄하면서 이익 성장이 본격화될 국면이 언제 도래할 수 있을지가 주요 관심사 될 듯

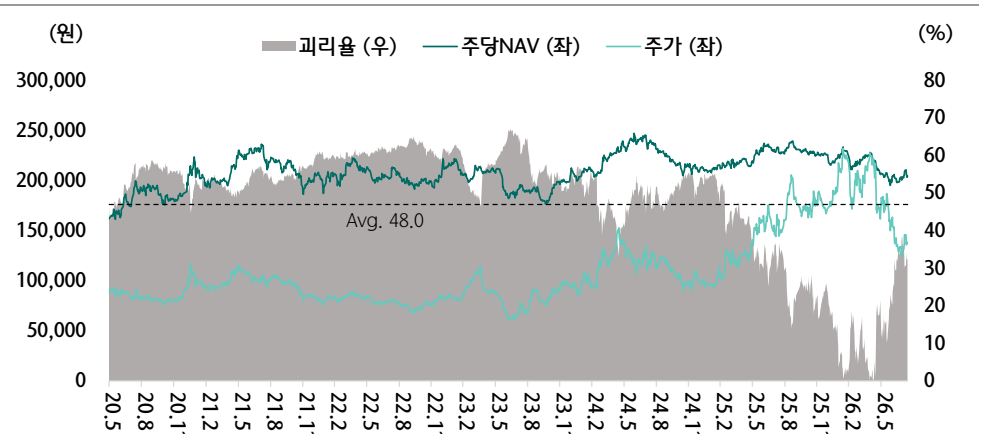
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

구분		항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고
영업가치		로열티	158	5.0	789	11.3	
		임대료수익	27	5.0	136	2.0	
		소계			925	13.3	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 제일제당	45.6	2,791	1,273	18.3	
		CJ ENM	42.4	754	320	4.6	
		CJ CGV	50.9	901	458	6.6	
		CJ 프레시웨이	47.1	295	138	2.0	
		소계			2,190	31.4	
		소계(상장자회사 50% 할인 적용)			1,095		상장사 지분가치 50% 할인 적용
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 올리브영	51.2	54	3,716	53.3	Peer기업 ULTA(NASDAQ) PER 14 배 적용 (20% 할인 수치)
		CJ 푸드빌	84.7	102	86	1.2	
		기타 비상장		33	33	0.5	
		소계			3,835	55.0	
자기주식				294	4.2		
순차입금(별도)				-277	-4.0		
실질 NAV				6,967	100.0		
목표 NAV				5,872	84.3		
발행주식수				29,176,998			
목표주가				200,000			
현재주가(8/14)				138,100			
상승여력(%)				44.8			

주: 상장자회사 시가총액은 2026년 8월 14일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인을 추이



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 3. CJ 및 상장 계열사 주가 추이

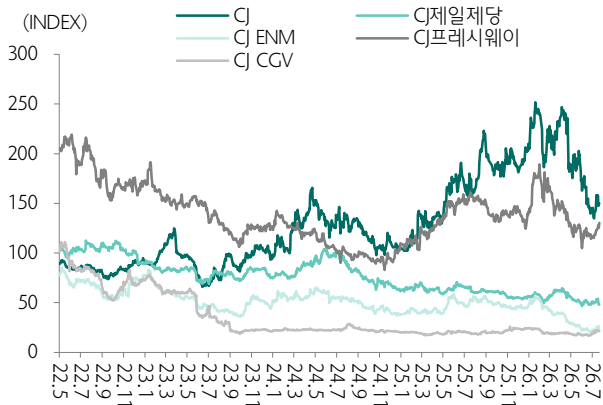


도표 4. 실질 NAV 구성 요소

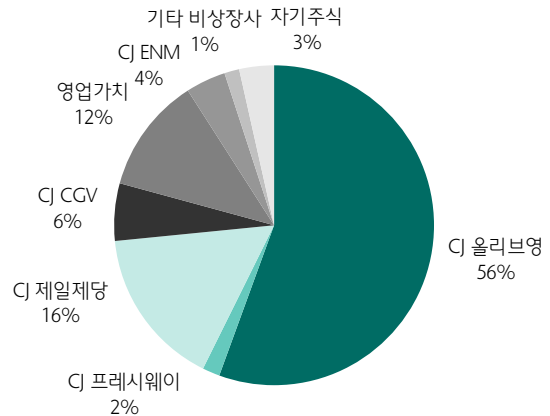


도표 5. CJ 주요 자회사 영업이익 추이

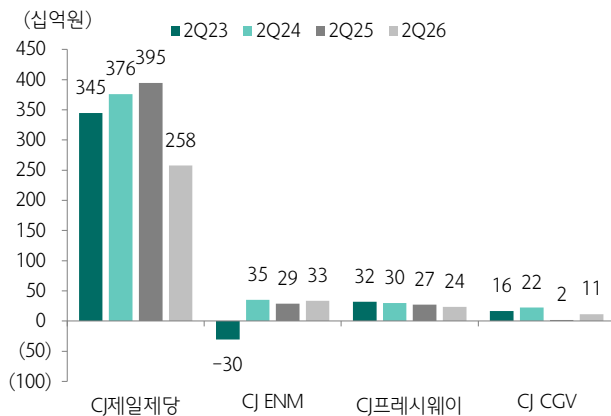


도표 6. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이

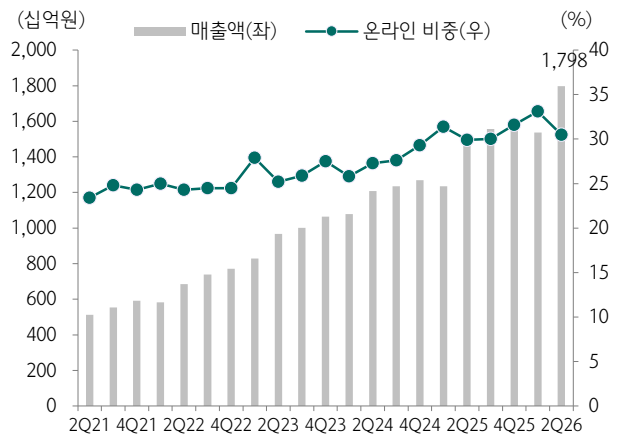


도표 7. CJ 배당추이

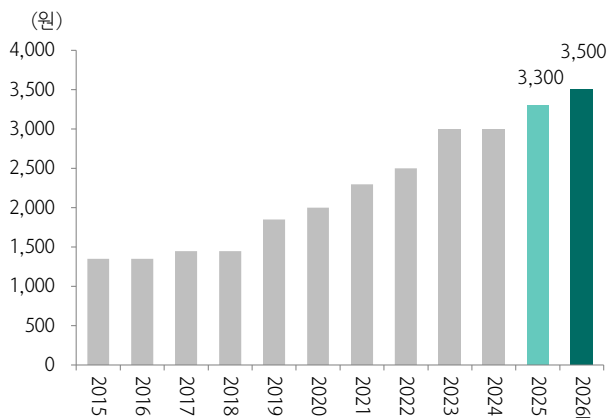
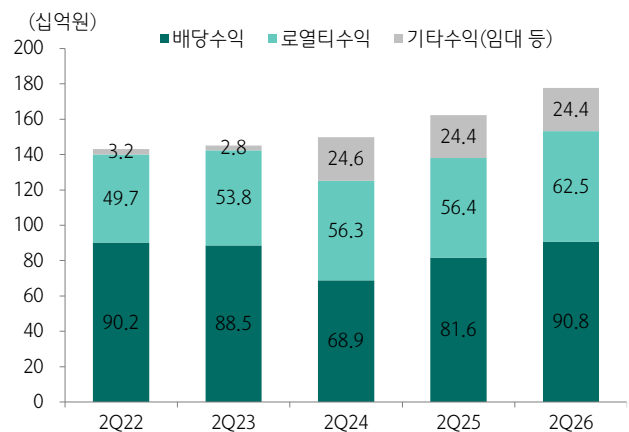


도표 8. CJ 별도부문 영업수익추이



추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	43,646.7	45,018.8	47,823.9	49,668.1	52,617.5
매출원가	31,033.9	32,050.6	33,847.0	34,808.7	36,879.3
매출총이익	12,612.8	12,968.2	13,976.9	14,859.4	15,738.2
판매비	10,080.5	10,440.5	11,247.2	11,556.3	11,831.9
영업이익	2,532.3	2,527.7	2,729.7	3,303.1	3,906.3
금융손익	(878.3)	(726.5)	(680.2)	(706.8)	(745.0)
중속/관계기업손익	34.9	66.2	173.7	129.6	145.6
기타영업외손익	(995.2)	(1,289.0)	(1,142.3)	(1,347.8)	(1,256.1)
세전이익	693.6	578.4	1,080.9	1,378.1	2,050.7
법인세	557.2	435.8	360.9	430.3	492.2
계속사업이익	136.4	142.6	720.0	947.8	1,558.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	136.4	142.6	720.0	947.8	1,558.6
비지배주주지분 손이익	42.1	(0.7)	371.5	473.9	779.3
지배주주순이익	94.3	143.3	348.5	473.9	779.3
지배주주지분포괄이익	306.5	78.3	446.5	367.4	604.2
NOPAT	497.9	623.3	1,818.2	2,271.7	2,968.8
EBITDA	6,268.3	6,047.6	6,362.2	6,369.6	6,498.1
성장성(%)					
매출액증가율	5.55	3.14	6.23	3.86	5.94
NOPAT증가율	(54.11)	25.19	191.71	24.94	30.69
EBITDA증가율	22.94	(3.52)	5.20	0.12	2.02
영업이익증가율	24.19	(0.18)	7.99	21.01	18.26
(지배주주)순이익증가율	(51.59)	51.96	143.20	35.98	64.44
EPS증가율	(51.61)	52.06	143.12	35.99	64.44
수익성(%)					
매출총이익률	28.90	28.81	29.23	29.92	29.91
EBITDA이익률	14.36	13.43	13.30	12.82	12.35
영업이익률	5.80	5.61	5.71	6.65	7.42
계속사업이익률	0.31	0.32	1.51	1.91	2.96

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,643	4,019	9,771	13,288	21,851
BPS	157,036	150,211	161,503	171,564	190,188
CFPS	174,358	163,934	167,193	152,605	158,242
EBITDAPS	175,762	169,574	178,395	178,603	182,204
SPS	1,223,839	1,262,314	1,340,966	1,392,677	1,475,378
DPS	3,000	3,300	3,500	3,500	3,500
주가지표(배)					
PER	37.50	42.80	14.13	10.39	6.32
PBR	0.63	1.15	0.86	0.80	0.73
PCFR	0.57	1.05	0.83	0.90	0.87
EV/EBITDA	4.89	5.48	4.61	4.08	3.50
PSR	0.08	0.14	0.10	0.10	0.09
재무비율(%)					
ROE	1.72	2.69	6.44	8.18	12.36
ROA	0.20	0.30	0.72	0.95	1.51
ROIC	1.73	2.14	6.47	8.87	13.02
부채비율	167.79	176.00	179.56	173.33	162.89
순부채비율	84.64	90.74	70.50	46.58	23.34
이자보상배율(배)	2.63	2.69	2.74	3.31	3.90

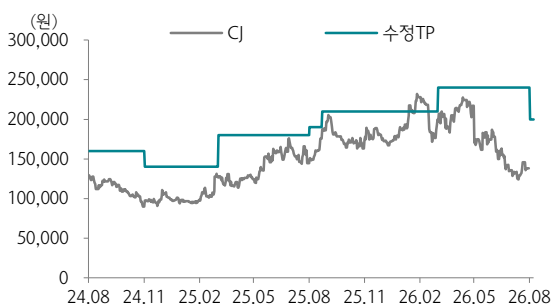
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	14,183.9	13,735.2	18,240.3	22,402.6	26,759.1
금융자산	4,210.8	3,306.9	8,483.3	12,338.3	16,319.6
현금성자산	3,185.8	2,587.3	7,715.0	11,545.8	15,497.5
매출채권	4,740.9	4,387.0	4,684.1	4,831.7	5,011.8
재고자산	3,174.5	2,948.9	3,148.6	3,247.8	3,368.9
기타유동자산	2,057.7	3,092.4	1,924.3	1,984.8	2,058.8
비유동자산	33,296.7	33,231.2	31,289.0	28,299.6	25,802.0
투자자산	3,771.4	3,682.3	3,642.7	3,719.8	3,814.0
금융자산	2,077.7	2,091.9	1,944.6	1,968.3	1,997.1
유형자산	14,430.7	14,831.1	13,722.6	11,936.2	10,382.4
무형자산	8,532.1	7,862.0	6,767.3	5,487.2	4,449.3
기타비유동자산	6,562.5	6,855.8	7,156.4	7,156.4	7,156.3
자산총계	47,480.6	46,966.4	49,529.3	50,702.2	52,561.1
유동부채	17,278.3	17,303.3	17,351.4	17,603.2	17,910.7
금융부채	9,633.1	8,728.8	9,317.7	9,323.4	9,330.3
매입채무	2,734.5	2,841.9	3,034.4	3,129.9	3,246.6
기타유동부채	4,910.7	5,732.6	4,999.3	5,149.9	5,333.8
비유동부채	12,471.9	12,646.1	14,460.8	14,549.1	14,657.0
금융부채	9,584.9	10,018.5	11,655.3	11,655.3	11,655.3
기타비유동부채	2,887.0	2,627.6	2,805.5	2,893.8	3,001.7
부채총계	29,750.2	29,949.3	31,812.1	32,152.4	32,567.8
지배주주지분	5,452.3	5,208.9	5,611.6	5,970.5	6,634.6
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)	(353.1)	(353.1)	(353.1)
기타포괄이익누계액	386.6	335.9	496.0	496.0	496.0
이익잉여금	4,031.6	4,059.9	4,296.8	4,655.6	5,319.8
비지배주주지분	12,278.1	11,808.2	12,105.5	12,579.4	13,358.7
자본총계	17,730.4	17,017.1	17,717.1	18,549.9	19,993.3
순금융부채	15,007.3	15,440.5	12,489.7	8,640.4	4,666.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	4,830.8	4,987.4	9,225.2	5,091.4	5,248.0
당기순이익	136.4	142.6	720.0	947.8	1,558.6
조정	5,661.4	5,143.1	4,916.4	4,064.4	3,592.7
감가상각비	3,736.1	3,519.9	3,632.5	3,066.5	2,591.8
외환거래손익	193.8	(125.5)	23.8	0.0	0.0
지분법손익	44.1	(164.5)	(30.1)	0.0	0.0
기타	1,687.4	1,913.2	1,290.2	997.9	1,000.9
영업활동 자산부채변동	(967.0)	(298.3)	3,588.8	79.2	96.7
투자활동 현금흐름	(2,188.2)	(3,322.7)	(160.7)	(101.3)	(123.7)
투자자산감소(증가)	115.0	155.3	69.7	(77.1)	(94.2)
자본증가(감소)	(973.2)	(2,190.9)	(301.2)	0.0	0.0
기타	(1,330.0)	(1,287.1)	70.8	(24.2)	(29.5)
재무활동 현금흐름	(3,217.1)	(2,117.3)	(3,694.8)	(1,107.3)	(1,109.1)
금융부채증가(감소)	695.2	(470.7)	2,225.6	5.7	6.9
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3,648.0)	(1,360.1)	(5,809.6)	(997.9)	(1,000.9)
배당지급	(264.3)	(286.5)	(110.8)	(115.1)	(115.1)
현금의 증감	(495.2)	(598.5)	5,041.8	3,830.8	3,951.7
Unlevered CFO	6,218.3	5,846.5	5,962.7	5,442.5	5,643.5
Free Cash Flow	3,486.0	2,651.8	8,913.3	5,091.4	5,248.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.18	BUY	200,000		
26.3.19	BUY	240,000	-27.13%	-5.21%
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%

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 8월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2026년 8월 18일 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 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	98.16%	1.84%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 8월 14일