

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(001040)

CJ

BUY(유지)

하반기 실적 개선 가능할 것

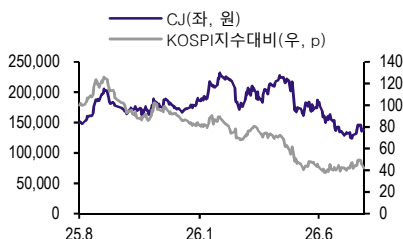
목표주가	180,000원(하향)
현재주가(08/14)	138,100원
상승여력	30.3%
시가총액	4,029십억원
발행주식수	29,177천주
52주 최고가 / 최저가	232,000 / 124,200원
3개월 일평균거래대금	25십억원
외국인 지분율	17.4%
주요주주	
이재현 (외 8인)	47.6%
국민연금공단 (외 1인)	13.0%
자사주 (외 1인)	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.7	-35.2	-39.4	-4.4
상대수익률(KOSPI)	0.9	-22.6	-66.1	-120.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	43,647	45,019	48,060	51,088
영업이익	2,532	2,528	2,518	2,907
EBITDA	6,268	6,048	6,288	6,614
지배주주순이익	94	143	251	520
EPS	2,562	4,176	8,493	18,377
순차입금	15,013	15,441	17,199	16,901
PER	38.7	41.2	16.3	7.5
PBR	0.6	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	2.9	3.5	3.5	3.3
배당수익률	3.0	1.9	2.4	2.5
ROE	1.7	2.7	4.8	9.6
컨센서스 영업이익	-	-	2,682	0
컨센서스 EPS	-	-	9,390	0

주가추이



비록 상반기까지는 부진했지만, 하반기에는 CJ제일제당과 CJ올리브영이 견인하면서 연결 실적 모멘텀은 점진적으로 개선될 전망이다.

2Q26 Review: OP 0.5조원(-14% YoY), 전망치 하회

2분기 연결기준 매출액 11.5조원(+3.7% YoY), 영업이익 5,318억원(-14.0% YoY)으로 전분기에 이어 부진한 영업실적을 기록함. 외형 성장률은 비교적 견조했는데, CJ ENM을 제외하고, CJ제일제당(대한통운 포함)과 CJ 올리브영이 주도하는 가운데 연결 자회사 대부분 견조한 외형성장을 기록했기 때문임. 반면, 영업이익은 당초 예상보다 부진했는데, CJ ENM과 CJ CGV를 제외하고 대부분 자회사들의 수익성이 부진했기 때문임. CJ제일제당(환율 영향 곡물가 부담에도 주요 제품 판가 회복 지연), CJ대한통운(경쟁우위 강화 위한 투자 집행과 대외 원가 부담 증가) 등의 부진을 기록함. 한편, CJ올리브영(방한 외국인 및 온라인 성장으로 외형 증가에도 올리브베러 광고, 해외 유통페스타 등 광고선전비 증가와 전년 일회성 부가세 환급에 따른 기저효과)은 다소 부진한 실적을 기록함.

2026년: 하반기 점진적 실적 개선 전망

올해는 긍정적인 자산효과와 방한 외국인 증가, 소비심리 회복 등으로 국내 소비지출 증가율의 점진적 개선이 가능할 전망이다. CJ의 사업구조는 식품, 생명공학, 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 48.0조원(+6.8% YoY), 영업이익 2.5조원(-2.4% YoY)으로 수정 전망함.

투자의견 BUY, 목표주가 180,000원 하향

수익예상 하향과 함께 상장 자회사들의 기업가치 하락을 반영해 목표주가를 하향 조정함. 목표주가 산정 실적과 주주환원, 지배구조 등을 감안해 NAV 대비 할인율은 45.0%를 적용함. 지난 5월 이후 주가 하락으로 NAV 대비 할인율은 57.4%이고, 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 11.1배, 0.9배로 여전히 저평가된 상태임.

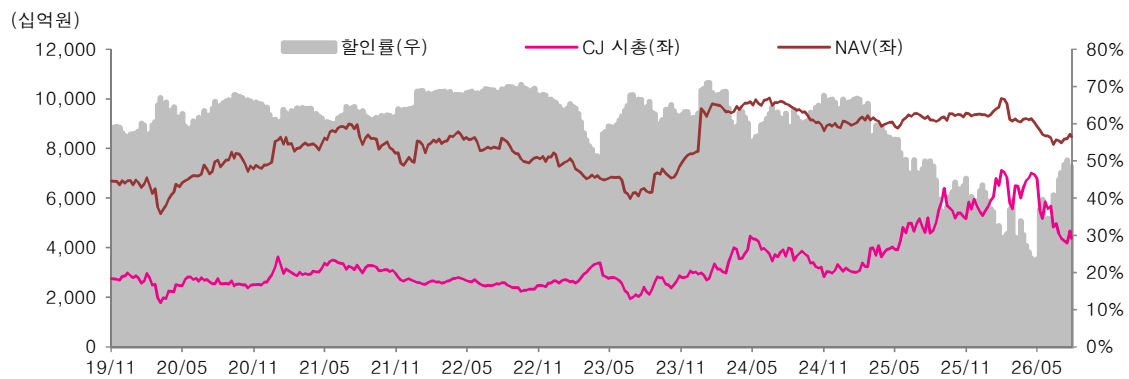
표 1 CJ 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

내역	지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치			7,930	
1) 상장회사 가치			2,145	공정가치 평가
CJ제일제당	44.6	2,791	1,245	
CJ ENM	40.1	754	302	
CJ프레시웨이	47.1	295	139	
CJ CGV	50.9	901	459	
2) 비상장 회사 가치			5,785	장부가액
CJ푸드빌	84.2	102	86	26E 순이익XPER 18배
CJ올리브영	51.2	11,075	5,671	
기타		29	29	
2. 자기주식	CJ	7.26	4,029	293
3. 별도 영업가치			1,532	26E, EV/EBITDAX8.0배 적용
4. 기업가치(=1+2+3)			9,755	
5. 순차입금			334	별도 기준 (26/1Q)
6. 적정시가총액(=4-5)			9,421	
발행주식수			29,177	
주당 NAV (원)			322,882	
목표주가 (원)			180,000	
NAV 대비 할인율			45.0%	실적, 주주환원, 지배구조 감안
현재주가 (원)			138,100	
상승여력 (%)			30.3	

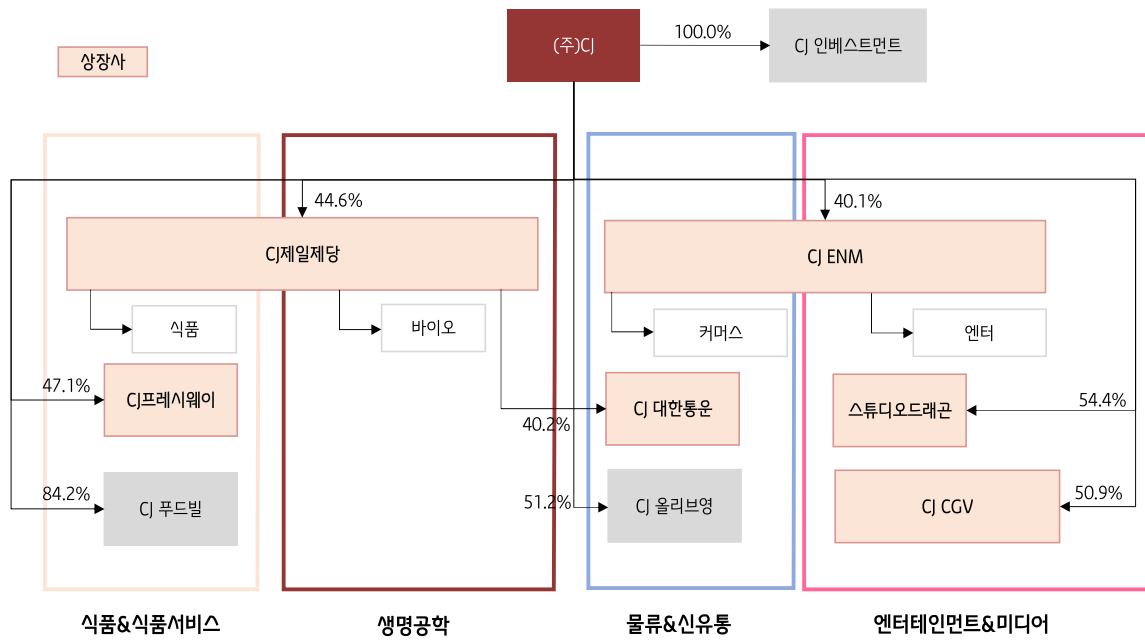
자료: 흥국증권 리서치센터

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



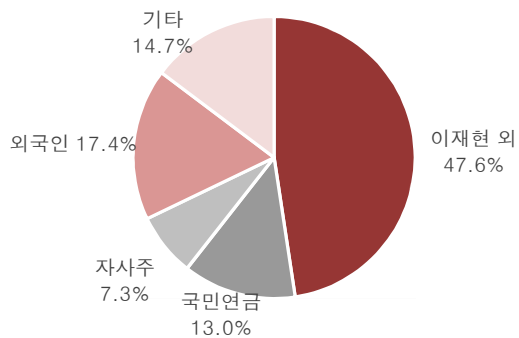
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 2 CJ 지배구조



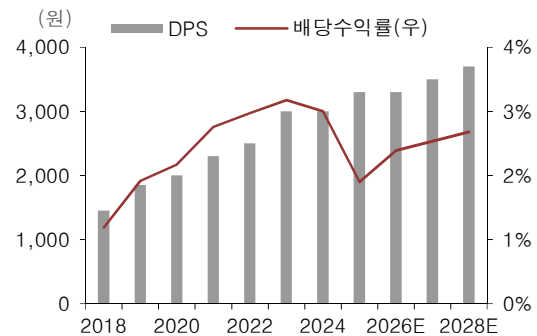
주: CJ CGV 지분 50.9%(24년 6월 올리브네트웍스 현물출자 완료)
 자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 3 CJ 주주 구성



자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 4 CJ DPS와 배당수익률 추이 및 전망



주: 별도재무제표 기준
 자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

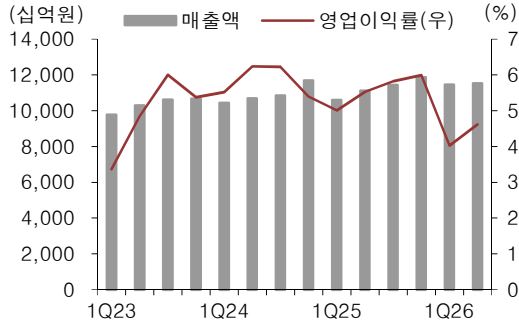
표 2 CJ 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	10,600	11,119	11,429	11,871	11,451	11,528	12,362	12,718	45,018	48,059	51,088
별도	51	112	43	59	52	67	44	61	264	223	229
CJ제일제당	6,706	6,720	7,440	7,567	7,111	7,362	7,873	7,938	28,432	30,283	31,247
CJ프레시웨이	799	883	901	898	834	923	994	995	3,481	3,747	4,249
CJ ENM	1,138	1,313	1,246	1,438	1,330	1,203	1,301	1,494	5,134	5,328	5,707
CJ CGV	534	492	583	667	573	594	626	632	2,275	2,425	2,446
CJ푸드빌	230	239	265	287	256	278	276	297	1,021	1,107	1,156
CJ올리브영	1,234	1,462	1,557	1,580	1,537	1,798	1,862	1,932	5,834	7,129	8,265
연결조정	-91	-102	-606	-624	-242	-697	-613	-632	-1,423	-2,184	-2,210
매출총이익	3,064	3,220	3,285	3,400	3,186	3,444	3,605	3,690	12,968	13,925	15,085
영업이익	531	619	666	712	461	532	767	758	2,527	2,518	2,959
별도	27	62	21	36	88	19	22	37	147	166	173
CJ제일제당	288	316	347	339	238	258	360	371	1,289	1,225	1,434
CJ프레시웨이	11	27	34	30	11	24	37	34	102	106	128
CJ ENM	1	29	18	86	15	33	42	79	133	168	207
CJ CGV	3	2	23	68	9	12	34	44	96	98	113
CJ푸드빌	7	11	12	20	3	9	13	21	50	45	48
CJ올리브영	168	203	212	162	168	192	259	202	745	821	969
연결조정	25	-31	0	-28	-69	-14	0	-28	-34	-111	-112
세전이익	265	523	534	-744	282	234	792	-484	578	824	1,621
지배주주순이익	68	166	144	-234	76	62	263	-149	143	251	537
수익성 (%)											
GPM	28.9	29.0	28.7	28.6	27.8	29.9	29.2	29.0	28.8	29.0	29.5
OPM	5.0	5.6	5.8	6.0	4.0	4.6	6.2	6.0	5.6	5.2	5.8
별도	54.0	55.9	48.6	60.9	169.0	28.5	49.0	61.8	55.5	74.1	75.5
CJ제일제당	4.3	4.7	4.7	4.5	3.3	3.5	4.6	4.7	4.5	4.0	4.6
CJ프레시웨이	1.3	3.1	3.7	3.3	1.3	2.5	3.8	3.4	2.9	2.8	3.0
CJ ENM	0.1	2.2	1.4	6.0	1.1	2.8	3.2	5.3	2.6	3.2	3.6
CJ CGV	0.6	0.3	4.0	10.2	1.5	1.9	5.5	6.9	4.2	4.1	4.6
CJ푸드빌	3.2	4.5	4.6	6.9	1.2	3.1	4.6	7.0	4.9	4.1	4.1
CJ올리브영	13.6	13.9	13.6	10.2	10.9	10.7	13.9	10.4	12.8	11.5	11.7
RPM	2.5	4.7	4.7	-6.3	2.5	2.0	6.4	-3.8	1.3	1.7	3.2
NPM	0.6	1.5	1.3	-2.0	0.7	0.5	2.1	-1.2	0.3	0.5	1.1
성장성 (% YoY)											
매출액	1.6	4.1	5.4	1.6	8.0	3.7	8.2	7.1	3.1	6.8	6.3
영업이익	-7.9	-7.2	-1.4	15.8	-13.1	-14.0	15.2	6.5	-0.2	-0.4	17.5
세전이익	-14.2	19.7	1,330.2	흑전	6.3	-55.3	48.3	-35	-16.6	42.4	96.8
순이익	-3.9	-12.6	흑전	흑전	11.4	-62.8	83.4	-36	52.0	75.5	113.7
기본가정											
세계GDP (% YoY)	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0
국제유가 (\$/bbl)	71.4	63.7	65.0	59.1	72.7	92.7	85.0	80.0	64.8	82.6	73.8
한국GDP (% YoY)	0.2	0.7	2.1	1.6	3.8	3.7	2.6	2.9	1.2	3.3	3.1
민간소비 (% YoY)	0.5	1.0	2.0	2.4	2.7	2.5	2.2	2.4	1.5	2.5	2.4
소비자물가 (% YoY)	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	3.0	2.9	2.6	2.2	2.7	2.3
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,452	1,467	1,502	1,475	1,445	1,423	1,472	1,435
WTI*FX (% YoY)	1.4	-19.3	-11.7	-12.8	2.8	56.0	39.1	34.7	-10.6	33.1	-12.1

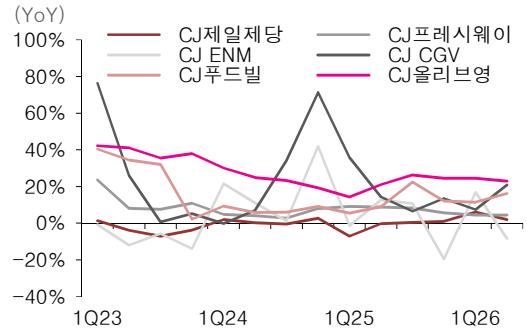
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 5 연결 매출액 및 영업이익 추이



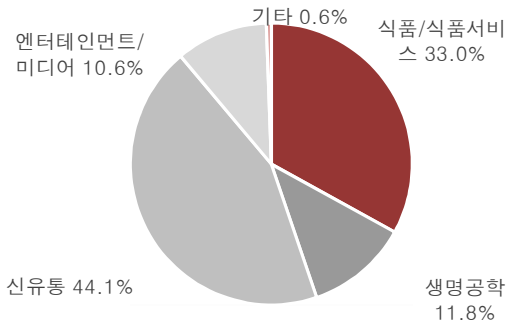
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 6 자회사별 매출 성장률 추이



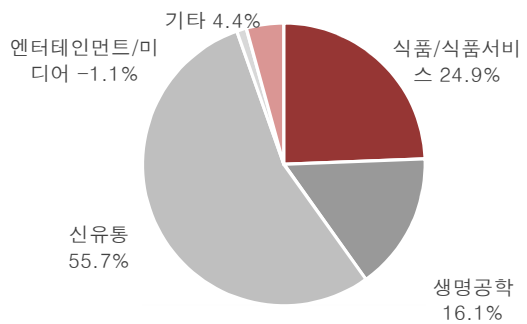
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 7 사업부문별 매출액 비중 (2026년 상반기)



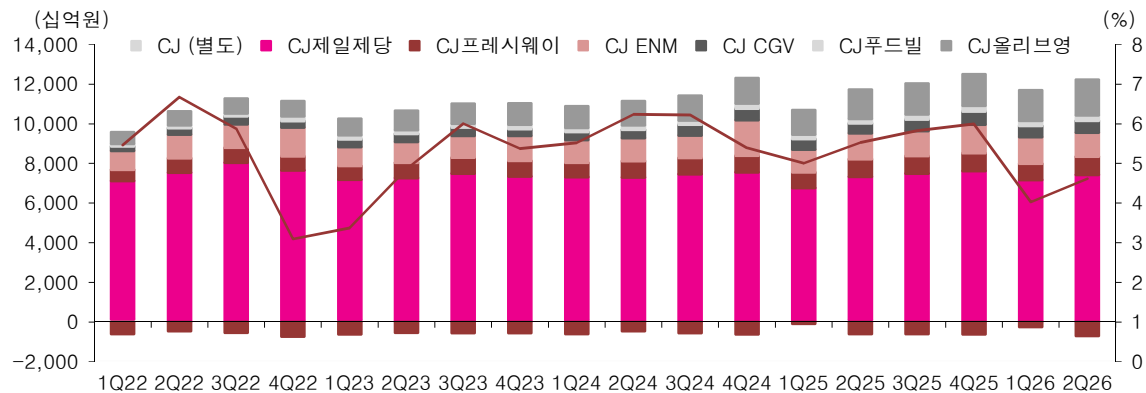
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 8 사업부문별 영업이익 비중 (2026년 상반기)



자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 9 부문별 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



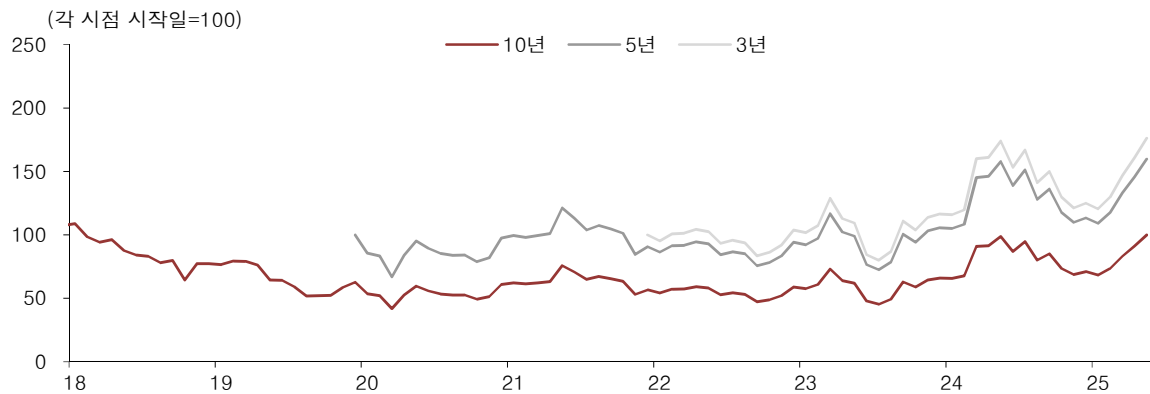
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

표 3 CJ 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
총차입금	20,296	18,523	19,218	18,747	23,467	23,347	23,227
순차입금	15,200	14,018	15,013	15,441	17,199	16,884	16,654
부채비율(%)	172.0%	163.8%	167.8%	176.0%	194.4%	190.7%	186.6%
차입금의존도 (%)	42.1%	39.2%	40.5%	39.9%	46.8%	46.0%	45.1%
순차입금의존도 (%)	31.5%	29.7%	31.6%	32.9%	34.3%	33.2%	32.3%
총차입금/EBITDA (배)	3.8	3.6	3.1	3.1	3.7	3.5	3.4
순차입금/EBITDA (배)	2.8	2.7	2.4	2.6	2.7	2.5	2.4
단기유동성	1.5	1.3	1.2	0.9	1.6	1.5	1.5
당좌비율	77.3%	78.0%	70.8%	64.1%	72.8%	74.2%	75.2%
유동비율	89.5%	93.3%	82.1%	79.4%	81.9%	83.9%	85.6%
자기자본비율	36.8%	37.9%	37.3%	36.2%	34.0%	34.4%	34.9%
현금성자산 (A)	5,096	4,505	4,205	3,307	6,269	6,463	6,573
단기성차입금 (B)	9,233	7,484	9,633	8,729	11,872	11,832	11,792
A/B (%)	55.2	60.2	43.7	37.9	52.8	54.6	55.7
단기성차입금/총차입금 (%)	45.5	40.4	50.1	46.6	50.6	50.7	50.8
영업이익	2,154	2,039	2,532	2,528	2,518	2,959	3,210
EBITDA	5,362	5,099	6,268	6,048	6,288	6,665	6,904
순이자비용	580	757	796	817	1,143	798	792
이자보상배율 (영업이익 대비)	3.7	2.7	3.2	3.1	2.2	3.7	4.1
이자보상배율 (EBITDA 대비)	9.2	6.7	7.9	7.4	5.5	8.4	8.7

자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 10 CJ TSR 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	43,647	45,019	48,060	51,088	53,659
증가율 (Y-Y,%)	5.5	3.1	6.8	6.3	5.0
영업이익	2,532	2,528	2,518	2,907	3,158
증가율 (Y-Y,%)	24.2	(0.2)	(0.4)	15.5	8.6
EBITDA	6,268	6,048	6,288	6,614	6,852
영업외손익	(1,839)	(1,949)	(1,694)	(1,338)	(1,319)
순이자수익	(796)	(817)	(1,143)	(798)	(792)
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	47	178	120	120	120
세전계속사업손익	694	578	824	1,569	1,839
당기순이익	136	143	518	1,208	1,416
지배기업당기순이익	94	143	251	520	609
증가율 (Y-Y,%)	(51.6)	52.0	75.5	106.9	17.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.2	3.2	5.1	5.4	6.0
영업이익증가율(3Yr)	10.4	5.5	7.3	4.7	7.7
EBITDA증가율(3Yr)	13.1	4.1	7.2	1.8	4.2
순이익증가율(3Yr)	(44.7)	(40.8)	(0.4)	106.9	114.9
영업이익률(%)	5.8	5.6	5.2	5.7	5.9
EBITDA마진(%)	14.4	13.4	13.1	12.9	12.8
순이익률 (%)	0.3	0.3	1.1	2.4	2.6
NOPLAT	498	623	1,582	2,238	2,432
(+) Dep	3,736	3,520	3,770	3,707	3,693
(-) 운전자본투자	407	(480)	229	120	138
(-) Capex	1,345	2,336	2,211	2,650	2,784
OpFCF	2,482	2,287	2,912	3,175	3,204

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	14,184	13,735	15,934	16,531	17,097
현금성자산	4,205	3,307	6,269	6,446	6,539
매출채권	5,154	4,813	5,018	5,258	5,532
재고자산	3,175	2,949	3,066	3,213	3,381
비유동자산	33,297	33,231	34,223	34,231	34,388
투자자산	10,334	10,538	11,276	11,412	11,549
유형자산	14,431	14,831	15,355	15,603	15,938
무형자산	8,532	7,862	7,592	7,216	6,900
자산총계	47,481	46,966	50,157	50,762	51,485
유동부채	17,278	17,303	19,454	19,714	20,010
매입채무	5,414	5,184	5,296	5,550	5,840
유동성이자부채	9,633	8,729	11,872	11,832	11,792
비유동부채	12,472	12,646	13,664	13,600	13,536
비유동이자부채	9,585	10,019	11,595	11,515	11,435
부채총계	29,750	29,949	33,118	33,314	33,546
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,032	4,060	4,200	4,609	5,100
자본조정	249	(23)	(165)	(165)	(165)
자기주식	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)
자본총계	17,730	17,017	17,039	17,448	17,939
투자자본	29,878	29,479	31,362	31,439	31,682
순차입금	15,013	15,441	17,199	16,901	16,688
ROA	0.2	0.3	0.5	1.0	1.2
ROE	1.7	2.7	4.8	9.6	10.4
ROIC	1.7	2.1	5.2	7.1	7.7

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	2,562	4,176	8,493	18,377	21,601
BPS	152,881	146,056	145,984	157,459	171,229
DPS	3,000	3,300	3,300	3,500	3,700
Multiples(x,%)					
PER	38.7	41.2	16.3	7.5	6.4
PBR	0.6	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	2.9	3.5	3.5	3.3	3.2
배당수익율	3.0	1.9	2.4	2.5	2.7
PCR	0.6	1.0	1.2	1.2	1.2
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	167.8	176.0	194.4	190.9	187.0
Net debt/Equity	84.7	90.7	100.9	96.9	93.0
Net debt/EBITDA	239.5	255.3	273.5	255.6	243.6
유동비율	82.1	79.4	81.9	83.9	85.4
이자보상배율	3.2	3.1	2.2	3.6	4.0
이자비용/매출액	2.2	2.1	2.6	1.8	1.7
자산구조					
투자자본(%)	67.3	68.0	64.1	63.8	63.7
현금+투자자산(%)	32.7	32.0	35.9	36.2	36.3
자본구조					
차입금(%)	52.0	52.4	57.9	57.2	56.4
자기자본(%)	48.0	47.6	42.1	42.8	43.6

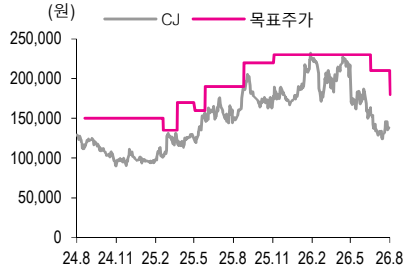
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	4,831	4,987	6,202	4,002	4,060
당기순이익	136	143	518	1,208	1,416
자산상각비	3,736	3,520	3,770	3,707	3,693
운전자본증감	(967)	(298)	2,179	(120)	(138)
매출채권감소(증가)	(397)	172	161	(241)	(274)
재고자산감소(증가)	386	7	500	(147)	(167)
매입채무증가(감소)	(449)	289	2,390	254	289
투자현금	(2,188)	(3,323)	(3,371)	(3,606)	(3,741)
단기투자자산감소	0	0	(9)	(12)	(12)
장기투자증권감소	306	(64)	14	86	85
설비투자	(1,345)	(2,336)	(2,211)	(2,650)	(2,784)
유무형자산감소	(930)	(856)	(911)	(928)	(928)
재무현금	(3,217)	(2,117)	(206)	(231)	(238)
차입금증가	(981)	(784)	211	(120)	(120)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(264)	(286)	(111)	(111)	(118)
현금 증감	(495)	(598)	2,685	165	81
총현금흐름(Gross CF)	6,218	5,847	4,096	4,122	4,197
(-) 운전자본증가(감소)	407	(480)	229	120	138
(-) 설비투자	1,345	2,336	2,211	2,650	2,784
(+) 자산매각	(930)	(856)	(911)	(928)	(928)
Free Cash Flow	3,536	3,134	745	424	348
(-) 기타투자	(306)	64	(14)	(86)	(85)
잉여현금	3,842	3,071	759	509	433

CJ - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-09-04	Buy	150.000	(30.9)	(16.9)
2025-03-06	담당자 변경			
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	(17.1)	0.9
2026-07-03	Buy	210.000	(34.7)	(26.1)
2026-08-18	Buy	180.000		

투자 의견(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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 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 중간사로 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, 대어, 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.



<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