

지주/유통/상사 R.A
 박종렬 송지원
 02)6260-2466 02)739-5935
 jrpark@heungkuksec.co.kr bd21312@heungkuksec.co.kr

(001040)

CJ

BUY (유지)

글로벌 사업확장을 통한 성장동력 확보

목표주가	170,000원(상향)
현재주가(04/04)	131,100원
상승여력	29.7%
시가총액	3,825십억원
발행주식수	29,177천주
52주 최고가 / 최저가	152,700 / 90,000원
3개월 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	12.8%
주요주주	
이재현 (외 8인)	47.3%
국민연금공단 (외 1인)	12.7%
자사주 (외 1인)	7.3%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	29.8	35.0	11.7	-0.8
상대수익률(KOSPI)	32.3	34.1	15.7	9.3

연결 자회사인 CJ제일제당, CJ푸드빌, CJ ENM, CJ대한통운 등의 글로벌 사업 확장과 OTT·미디어 사업과 바이오·대체단백질 등 신성장 동력 확보

1Q 연결 OP 6,430억원(+11.6% YoY), 호실적 지속 전망

1분기 연결기준 매출액 11.0조원(+6.0% YoY), 영업이익 6,430억원(+11.6% YoY)으로 전분기에 이어 양호한 실적을 기록할 전망이다. 견조한 외형 성장이 가능한 것은 주력사인 CJ제일제당의 성장과 함께 모든 연결 자회사들이 고르게 증가했기 때문이다. CJ ENM과 CJ CGV, CJ올리브영의 높은 성장률이 돋보임. 영업이익의 경우 CJ푸드빌의 소폭 감익에도 불구하고, 대부분 연결 자회사들의 고른 이익 성장으로 양호한 증가세를 기록할 것임. 자회사별로는 CJ제일제당(바이오와 Feed & Care 수익성 개선, CJ대한통운 수익성 향상), CJ올리브영(방한 외국인 및 온라인 성장 지속에 따른 외형 증가 및 수익성 증대), CJ CGV(글로벌 멀티플렉스 사업 성장 및 ONS 연결 편입과 Screen X 확대 등에 따른 수익성 강화) 등이 돋보임.

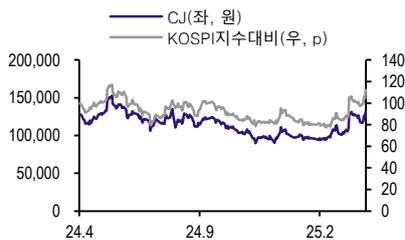
올해도 견조한 실적 모멘텀은 지속 가능할 전망

2025년 고금리와 고물가 현상 지속에 따른 가계의 실질소득 정체와 부정적인 자산효과 등으로 국내 소비지출 증가율의 둔화가 불가피한 상황이 지속될 전망이다. CJ도 내수 부문에서는 일정 부분 영향을 받을 것이지만, 해외 비중 확대 지속에 따라 전사적인 연결 기준 매출액과 영업이익의 추세는 큰 영향을 받지 않을 것으로 판단함. 2025년 연결 기준 매출액 45.7조원(+5.4% YoY), 영업이익 2.9조원(+12.6% YoY)으로 수정 전망함. 영업이익률도 6.3%로 전년비 0.4%p 호전될 것임. 사업 자회사별로는 CJ제일제당과 CJ올리브영이 영업이익 증가를 견인하는 가운데, 나머지 자회사 대부분 견조한 실적을 기록할 것이기 때문임.

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	41,353	43,647	45,973	47,970
영업이익	2,039	2,547	2,868	3,087
EBITDA	5,099	6,268	6,636	6,669
지배주주순이익	195	100	499	581
EPS	6,007	2,996	17,682	20,653
순차입금	14,018	14,739	14,984	13,806
PER	15.7	33.1	7.4	6.3
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.4	2.9	3.0	2.8
배당수익률	3.2	3.0	2.4	2.6
ROE	3.6	1.8	9.1	10.2
컨센서스 영업이익	-	-	2,869	3,078
컨센서스 EPS	-	-	11,244	13,501

추가추이



투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 상향

최근 추가 반등에도 12개월 Forward 기준 P/B는 0.8배 수준에 불과한 상태로 현 가격대 매수는 유효한 전략이라 판단함. 올해도 지속적인 우상향의 영업실적과 안정적인 재무구조, 4대 성장엔진(Culture, Platform, Wellness, Sustainability) 확보를 통한 성장가치주로의 변신 등이 투자 포인트임.

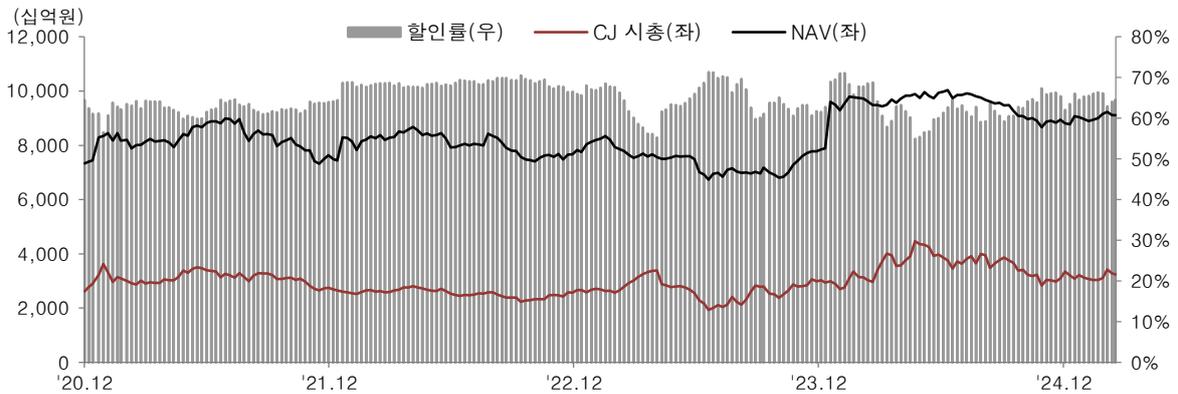
표 1 CJ 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

내역	지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치			6,751	
1) 상장회사 가치			2,704	공정가치 평가
CJ제일제당	44.6	3,696	1,648	
CJ ENM	40.1	1,325	531	
CJ프레시웨이	47.1	275	130	
CJ CGV	50.9	776	395	
2) 비상장 회사 가치			4,047	
CJ푸드빌	84.2	102	86	장부가액
CJ올리브영	51.2	7,736	3,961	25E 순이익 X PER 14배
2. 자기주식	CJ	7.3	2,891	211
3. 별도 영업가치			826	25E, EV/EBITDA 5.0배 적용
4. 기업가치(=1+2+3)			7,788	
5. 순차입금			315	별도기준 (24/4Q)
6. 적정시가총액(=4-5)			7,473	
발행주식수			29,177	
주당 NAV (원)			256,128	
목표주가 (원)			170,000	
NAV 대비 할인율			34.0%	실적, 주주환원, 히든밸류 감안
현재주가 (원)			131,000	
상승여력 (%)			29.8	

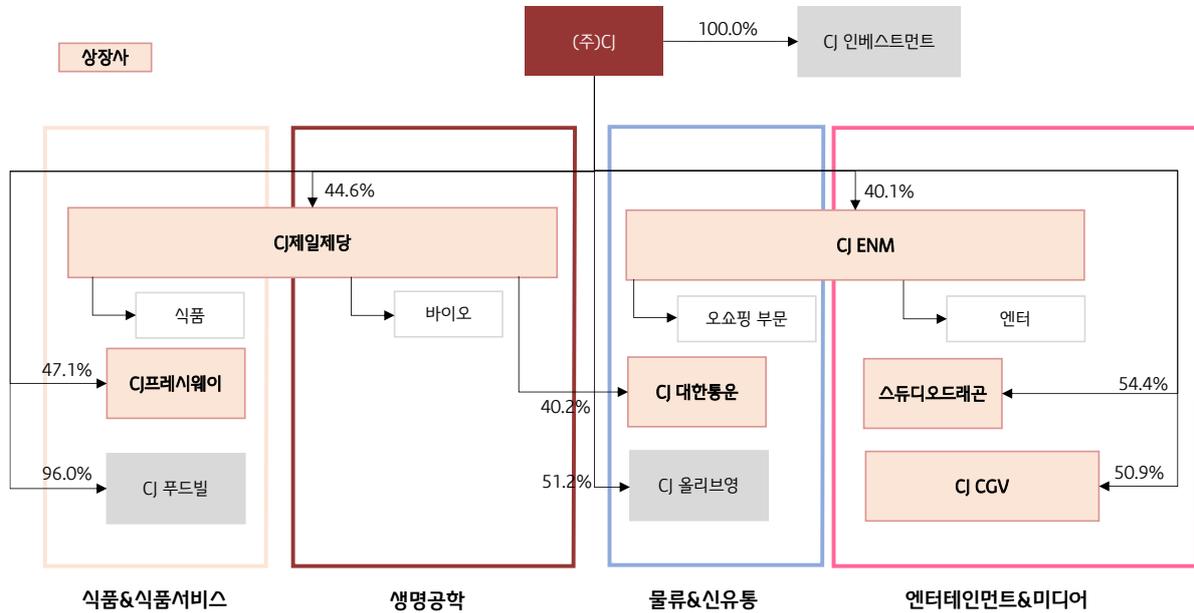
자료: 흥국증권 리서치센터

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



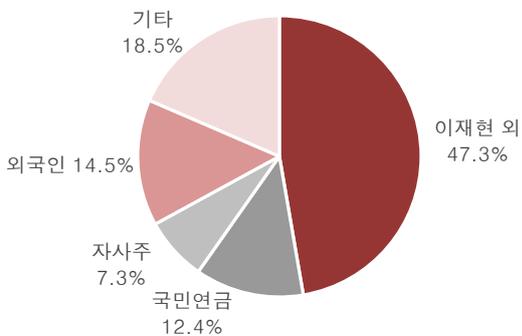
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 2 CJ 지배구조



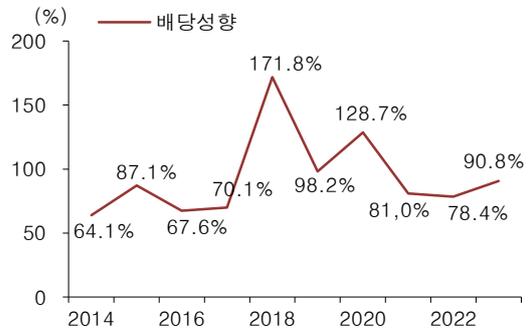
주: CJ CGV 지분 50.9%(24년 6월 올리브네트웍스 현물출자 완료)
 자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

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)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	10,436	10,683	10,845	11,683	11,065	11,307	11,366	12,235	43,647	45,973	47,970
별도	88	62	39	58	90	63	39	59	246	251	256
CJ제일제당	7,216	7,239	7,414	7,490	7,594	7,529	7,604	7,678	29,359	30,404	31,030
CJ프레시웨이	731	811	832	850	763	857	881	910	3,225	3,411	3,651
CJ ENM	1,154	1,165	1,125	1,788	1,179	1,188	1,147	1,826	5,231	5,340	5,444
CJ CGV	393	430	547	588	534	505	595	606	1,958	2,240	2,302
CJ푸드빌	218	220	217	255	232	234	230	267	909	963	1,005
CJ올리브영	1,079	1,208	1,234	1,269	1,289	1,386	1,435	1,510	4,790	5,621	6,562
연결조정	-611	-451	-561	-615	-616	-455	-566	-621	-2,239	-2,258	-2,281
매출총이익	3,002	3,197	3,175	3,197	3,218	3,417	3,360	3,383	12,570	13,379	14,095
영업이익	576	666	675	630	643	796	749	680	2,547	2,868	3,087
별도	68	26	8	36	69	26	8	37	136	139	143
CJ제일제당	376	384	416	377	396	401	447	391	1,553	1,635	1,696
CJ프레시웨이	11	30	28	25	11	32	30	27	94	100	109
CJ ENM	12	35	16	41	34	51	23	43	104	150	154
CJ CGV	5	22	32	17	6	26	35	18	76	85	89
CJ푸드빌	42	-14	12	18	13	16	12	18	58	59	63
CJ올리브영	113	127	163	139	176	187	192	169	542	725	860
연결조정	-61	56	1	-23	-62	57	1	-23	-27	-27	-27
세전이익	309	437	37	-75	209	346	80	806	709	1,441	1,676
지배주주순이익	71	189	-167	7	72	120	28	279	100	499	581
수익성 (%)											
GPM	28.8	29.9	29.3	27.4	29.1	30.2	29.6	27.6	28.8	29.1	29.4
OPM	5.5	6.2	6.2	5.4	5.8	7.0	6.6	5.6	5.8	6.2	6.4
별도	76.9	41.2	19.7	61.8	76.4	41.4	19.8	62.4	55.4	55.4	56.0
CJ제일제당	5.2	5.3	5.6	5.0	5.2	5.3	5.9	5.1	5.3	5.4	5.5
CJ프레시웨이	1.4	3.7	3.4	3.0	1.4	3.7	3.4	3.0	2.9	2.9	3.0
CJ ENM	1.1	3.0	1.4	2.3	2.8	4.3	2.0	2.3	2.0	2.8	2.8
CJ CGV	1.2	5.2	5.9	2.9	1.2	5.2	5.9	2.9	3.9	3.8	3.9
CJ푸드빌	19.3	-6.1	5.3	6.9	5.5	6.8	5.4	6.9	6.3	6.2	6.2
CJ올리브영	10.5	10.5	13.2	11.0	13.7	13.5	13.4	11.2	11.3	12.9	13.1
RPM	3.0	4.1	0.3	-0.6	1.9	3.1	0.7	6.6	1.6	3.1	3.5
NPM	0.7	1.8	-1.5	0.1	0.7	1.1	0.2	2.3	0.2	1.1	1.2
성장성 (% YoY)											
매출액	6.7	3.8	2.1	9.5	6.0	5.8	4.8	4.7	5.5	5.3	4.3
영업이익	74.9	33.6	5.9	9.9	11.6	19.4	11.0	7.9	24.9	12.6	7.7
세전이익	143.2	177.1	-92.6	적전	-32.6	-20.8	113.2	흑전	-28.1	103.2	16.4
순이익	550.2	1,436.3	-221.7	적전	2.2	-36.7	-116.5	흑전	-48.4	396.8	16.4
기본가정											
세계GDP (% YoY)	2.3	2.6	2.8	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	2.6	3.0	3.1
국제유가 (\$/bbl)	76.9	80.7	75.3	70.0	71.0	67.0	66.0	65.0	75.7	67.3	71.0
한국GDP (% YoY)	3.3	2.3	1.5	1.2	1.1	1.6	1.7	2.1	2.1	1.6	2.1
민간소비 (% YoY)	1.0	0.9	1.4	1.2	1.1	1.5	1.6	1.8	1.1	1.5	2.0
소비자물가 (% YoY)	3.0	2.7	2.1	1.6	2.2	2.0	2.0	2.1	2.4	2.1	2.0
원/달러 (평균)	1,329	1,371	1,359	1,397	1,450	1,430	1,400	1,380	1,364	1,415	1,360
WTI*FX (% YoY)	5.3	14.1	-5.0	-5.8	0.7	-13.4	-9.7	-8.3	2.2	-7.7	1.7

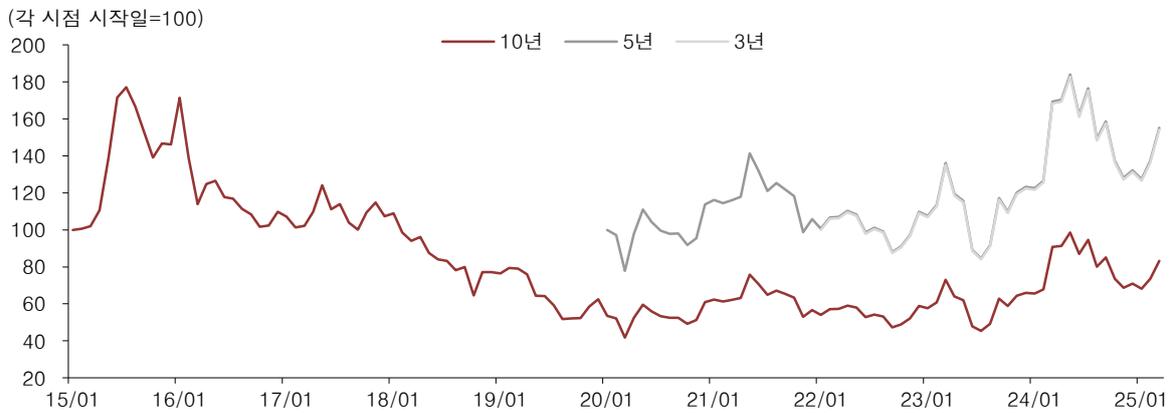
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

표3 CJ 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총차입금	17,069	20,296	18,523	18,911	18,791	18,671	18,551
순차입금	13,086	15,200	14,018	14,739	14,984	13,806	12,773
부채비율(%)	154.8%	172.0%	163.8%	167.6%	160.2%	156.8%	153.0%
차입금의존도 (%)	40.7%	42.1%	39.2%	39.8%	40.6%	39.9%	39.0%
순차입금의존도 (%)	31.2%	31.5%	29.7%	31.0%	32.4%	29.5%	26.9%
총차입금/EBITDA (배)	3.9	3.8	3.6	3.0	2.8	2.8	2.7
순차입금/EBITDA (배)	3.0	2.8	2.7	2.4	2.3	2.1	1.9
단기유동성	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0	1.2	1.4
당좌비율	90.4%	77.3%	78.0%	69.2%	72.4%	79.6%	85.8%
유동비율	96.1%	89.5%	93.3%	84.9%	90.5%	98.5%	105.5%
자기자본비율	39.2%	36.8%	37.9%	37.4%	38.4%	38.9%	39.5%
현금성자산 (A)	3,982	5,096	4,505	4,172	3,807	4,865	5,778
단기성차입금 (B)	6,260	9,233	7,484	9,333	9,293	9,253	9,213
A/B (%)	63.6	55.2	60.2	44.7	41.0	52.6	62.7
단기성차입금/총차입금 (%)	36.7	45.5	40.4	49.4	49.5	49.6	49.7
영업이익	1,882	2,154	2,039	2,547	2,868	3,087	3,337
EBITDA	4,329	5,362	5,099	6,268	6,636	6,669	6,770
순이자비용	463	580	757	796	660	653	645
이자보상배율 (영업이익 대비)	4.1	3.7	2.7	3.2	4.3	4.7	5.2
이자보상배율 (EBITDA 대비)	9.3	9.2	6.7	7.9	10.1	10.2	10.5

자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 5 CJ TSR 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

CJ (001040) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	41,353	43,647	45,973	47,970	50,303
증가율 (Y-Y,%)	1.0	5.5	5.3	4.3	4.9
영업이익	2,039	2,547	2,868	3,087	3,337
증가율 (Y-Y,%)	(5.3)	24.9	12.6	7.7	8.1
EBITDA	5,099	6,268	6,636	6,669	6,770
영업외손익	(1,053)	(1,839)	(1,427)	(1,411)	(1,394)
순이자수익	(757)	(796)	(660)	(653)	(645)
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	255	47	(24)	(24)	(24)
세전계속사업손익	986	709	1,441	1,676	1,943
당기순이익	525	151	1,109	1,291	1,496
지배기업당기순이익	195	100	499	581	673
증가율 (Y-Y,%)	(3.6)	(48.4)	396.8	16.4	15.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.9	8.2	4.0	5.1	4.8
영업이익증가율(3Yr)	13.6	10.6	10.0	14.8	9.4
EBITDA증가율(3Yr)	9.7	13.1	7.4	9.4	2.6
순이익증가율(3Yr)	37.0	(42.8)	17.3	35.0	114.7
영업이익률(%)	4.9	5.8	6.2	6.4	6.6
EBITDA마진(%)	12.3	14.4	14.4	13.9	13.5
순이익률 (%)	1.3	0.3	2.4	2.7	3.0
NOPLAT	1,085	543	2,208	2,377	2,570
(+) Dep	3,060	3,721	3,769	3,582	3,433
(-) 운전자본투자	(435)	627	1,399	187	204
(-) Capex	1,479	1,345	1,241	1,295	1,358
OpFCF	3,101	2,292	3,336	4,477	4,440

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	14,584	14,690	14,541	16,032	17,414
현금성자산	4,505	4,172	3,807	4,865	5,778
매출채권	4,587	4,925	4,929	5,159	5,410
재고자산	3,170	3,082	3,245	3,396	3,561
비유동자산	32,620	32,807	31,690	30,814	30,152
투자자산	10,170	10,268	10,392	10,517	10,644
유형자산	14,306	14,313	13,508	12,862	12,361
무형자산	8,144	8,226	7,789	7,434	7,146
자산총계	47,204	47,497	46,231	46,846	47,566
유동부채	15,637	17,297	16,075	16,281	16,505
매입채무	5,533	5,363	4,128	4,320	4,530
유동성이자부채	7,484	9,333	9,293	9,253	9,213
비유동부채	13,674	12,453	12,389	12,325	12,260
비유동이자부채	11,039	9,578	9,498	9,418	9,338
부채총계	29,311	29,751	28,464	28,605	28,766
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
이익잉여금	4,063	4,038	4,436	4,910	5,469
자본조정	279	249	(129)	(129)	(129)
자기주식	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)
자본총계	17,893	17,746	17,767	18,241	18,800
투자자본	28,803	29,620	29,851	29,112	28,603
순차입금	14,018	14,739	14,984	13,806	12,773
ROA	0.4	0.2	1.1	1.2	1.4
ROE	3.6	1.8	9.1	10.2	10.8
ROIC	3.7	1.9	7.4	8.1	8.9

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	6,007	2,996	17,682	20,653	24,015
BPS	154,609	153,068	153,650	166,928	182,606
DPS	3,000	3,000	3,200	3,400	3,600
Multiples(x,%)					
PER	15.7	33.1	7.4	6.3	5.5
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	3.4	2.9	3.0	2.8	2.6
배당수익률	3.2	3.0	2.4	2.6	2.7
PCR	0.6	0.6	1.2	1.1	1.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	163.8	167.6	160.2	156.8	153.0
Net debt/Equity	78.3	83.1	84.3	75.7	67.9
Net debt/EBITDA	274.9	235.1	225.8	207.0	188.7
유동비율	93.3	84.9	90.5	98.5	105.5
이자보상배율	2.7	3.2	4.3	4.7	5.2
이자비용/매출액	2.2	2.2	1.8	1.7	1.6
자산구조					
투자자본(%)	66.2	67.2	67.8	65.4	63.5
현금+투자자산(%)	33.8	32.8	32.2	34.6	36.5
자본구조					
차입금(%)	50.9	51.6	51.4	50.6	49.7
자기자본(%)	49.1	48.4	48.6	49.4	50.3

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	5,017	4,831	2,530	4,015	3,941
당기순이익	525	315	1,109	1,291	1,496
자산상각비	3,060	3,721	3,769	3,582	3,433
운전자본증감	249	(967)	(1,399)	(187)	(204)
매출채권감소(증가)	124	(397)	(4)	(230)	(251)
재고자산감소(증가)	277	386	(162)	(151)	(165)
매입채무증가(감소)	(299)	(449)	(1,235)	192	210
투자현금	(2,365)	(2,188)	(2,687)	(2,742)	(2,807)
단기투자자산감소	0	0	(12)	(12)	(13)
장기투자증권감소	(26)	306	(58)	(59)	(59)
설비투자	(1,479)	(1,345)	(1,241)	(1,295)	(1,358)
유무형자산감소	(1,324)	(930)	(1,286)	(1,286)	(1,286)
재무현금	(2,974)	(3,217)	(221)	(227)	(234)
차입금증가	(1,933)	(981)	(120)	(120)	(120)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	(316)	(101)	(101)	(107)	(114)
현금 증감	(375)	(490)	(377)	1,046	900
총현금흐름(Gross CF)	5,229	6,382	3,929	4,202	4,145
(-) 운전자본증가(감소)	(435)	627	1,399	187	204
(-) 설비투자	1,479	1,345	1,241	1,295	1,358
(+) 자산매각	(1,324)	(930)	(1,286)	(1,286)	(1,286)
Free Cash Flow	2,861	3,480	3	1,434	1,297
(-) 기타투자	26	(306)	58	59	59
잉여현금	2,835	3,787	(55)	1,376	1,238