

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**

**최관순**

ks1.choi@sk.com  
02-3773-8812

## Company Data

자본금	1,579 억원
발행주식수	2,918 만주
자사주	297 만주
액면가	5,000 원
시가총액	57,770 억원
주요주주	
이재현(와4)	43.22%
CJ 자사주	10.18%
외국인지분율	19.20%
배당수익률	0.70%

## Stock Data

주가(17/11/28)	198,000 원
KOSPI	2507.81 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	220,000 원
52주 최저가	161,000 원
60일 평균 거래대금	150 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.9%	5.4%
6개월	-9.6%	-15.1%
12개월	20.4%	-5.2%

**CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 245,000 원(유지))**

**17년 주가 부진했으나, 18년에는 반등 여지 높음**

CJ는 2017년 지주회사 내 가장 부진한 수익률(5.6%)을 기록하였음. 이는 시장 상승을 주도한 IT, 에너지, 금융 등의 산업과 동떨어진 내수 중심의 사업 포트폴리오를 보유하였기 때문. 하지만 CJ 제일제당, CJ E&M 등 상장 자회사의 주가 상승분이 지주회사에 점진적으로 반영될 것이고, CJ 올리브네트웍스의 성장세가 유효해 18년 주가 반등 여지는 충분한 것으로 판단함.

**2017년 주가 부진했으나, 상장 자회사 주가 상승분만 반영해도 상승여력 충분**

2017년 CJ의 주가는 5.6% 오르는 데 그치며 SK 증권 커버 지주회사 중 가장 낮은 주가 상승률을 기록하였다. 2017년 KOSPI는 IT, 에너지, 금융 등의 섹터가 지수 상승을 주도하며 25.6% 상승하였지만, 사업 포트폴리오가 내수 중심인 CJ는 여기서 소외되었다. 하지만, CJ 제일제당(14.5%), CJ E&M(33.1%) 등 주요 자회사 주가 상승에 따른 NAV 증가분이 아직 CJ 주가에 충분히 반영되지 않았기 때문에, 자회사의 주가 상승분만 고려하더라도 CJ의 주가는 상승이 가능할 것으로 예상한다.

**CJ 올리브네트웍스 성장세 유효**

3Q17 CJ 올리브네트웍스는 매출액 5,038 억원(37.6% YoY), 순이익 203 억원(-10.0% YoY)를 기록하였다. 올리브영은 점포 수 1,000 개를 돌파하며 외형 성장을 지속하여 전년 대비 35.6% 증가한 3,958 억원의 매출을 올렸다. IT 부문에서도 분기 매출 1,000 억원을 돌파하며 호조를 보이고 있다. 3분기 당기순이익 감소는 법인세 이연의 효과로 본업의 성장 기조는 유효하다. 2018년 예상순이익은 1,091 억원으로 예상하며, Target PER 20 배 적용 시 기업가치는 2.7 조원(지분율 55%: 1.5 조원)으로 예상된다.

**투자의견 매수, 목표주가 24.5 만원(유지)**

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 지수 상승에서 소외된 포트폴리오를 보유하여 지주회사 내 가장 낮은 주가 수익률 기록하였으나, CJ 제일제당, CJ E&M의 상장자회사 주가 상승만을 고려해도 추가적인 주가 상승여력이 충분하기 때문이다. 또한 비상장자회사인 CJ 올리브네트웍스의 지분가치 상승에도 주목할 필요가 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	195,723	211,667	239,542	270,499	291,939	323,465
YoY	%	3.8	8.2	13.2	12.9	7.9	10.8
영업이익	억원	10,031	12,253	12,529	14,507	17,563	18,361
YoY	%	27.6	22.2	2.3	15.8	21.1	4.5
EBITDA	억원	22,422	25,595	27,149	29,740	36,226	35,667
세전이익	억원	7,973	7,349	7,953	15,710	17,958	18,947
순이익(지배주주)	억원	2,092	2,058	2,230	5,323	7,341	8,085
영업이익률%	%	5.1	5.8	5.2	5.4	6.0	5.7
EBITDA%	%	11.5	12.1	11.3	11.0	12.4	11.0
순이익률	%	2.6	2.6	2.4	4.2	4.6	4.4
EPS	원	6,678	6,559	7,099	16,933	23,353	25,717
PER	배	23.4	38.3	26.3	11.7	8.5	7.7
PBR	배	1.4	2.2	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	7.9	8.2	7.9	7.7	5.9	5.5
ROE	%	6.3	5.9	6.1	13.6	16.6	16.1
순차입금	억원	70,898	67,530	80,475	84,151	61,477	40,459
부채비율	%	154.0	138.9	140.0	151.2	141.9	134.9

## CJ 목표주가 산정

(단위: 억원 주, 원)

구분	내용
지분 가치	62,985
브랜드 가치*	9,721
순차입금**	659
적정 시가총액	72,047
발행주식수	29,176,998
목표주가	246,930

자료 SK 증권

\*: 18년 예상 브랜드 로열티 대비 10배 적용

\*\*: 3Q17 말 별도 기준

## CJ 보유 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	53,927	37.7%	20,352	
	CJ CGV	15,702	39.0%	6,127	
	CJ오쇼핑	12,823	41.2%	5,288	
	CJ프레시웨어	4,582	47.1%	2,158	
	CJ E&M	36,563	39.5%	14,450	
	CJ대한통운	34,333	20.1%	6,895	
	CJ자사주	57,625	10.2%	5,878	
비상장	CJ건설		99.9%	1,328	1,328
	CJ푸드빌		96.0%	1,219	1,219
	씨제이올리브네트웍스*		55.1%	918	15,037
합계					78,731
할인율					20%
지분 가치					62,985

자료: SK 증권

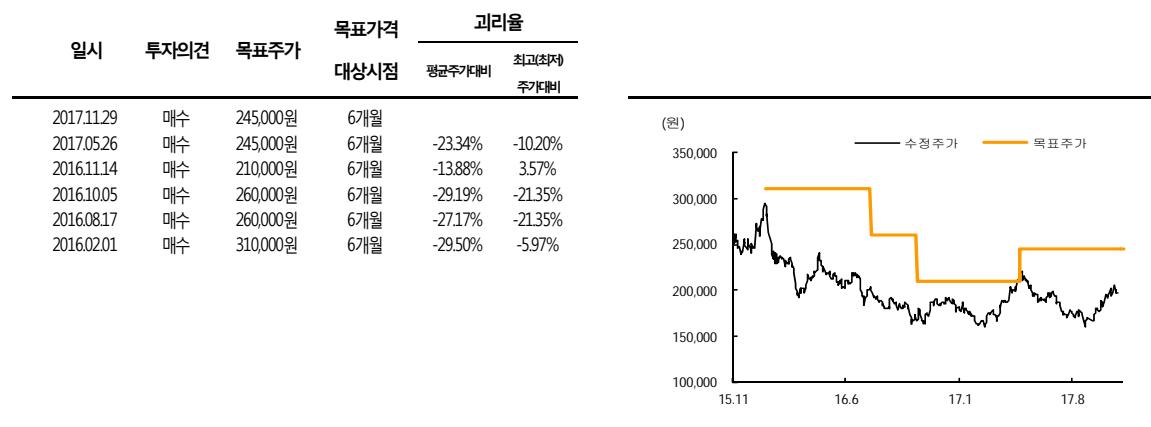
\*: 2018년 예상 당기순이익 대비 20배 적용

## CJ 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	56,875	58,788	61,073	62,806	63,497	65,050	70,651	71,302	239,542	270,499	291,939
CJ별도	542	220	230	252	567	235	250	260	1,244	1,312	1,389
CJ제일제당	35,340	36,096	36,790	37,406	38,665	39,089	44,107	42,291	145,633	164,152	173,964
CJ CGV	3,143	3,146	4,221	3,812	4,055	3,826	4,722	4,520	14,322	17,123	18,783
CJ E&M	3,135	3,573	3,788	4,888	3,942	4,254	4,401	5,101	15,384	17,698	19,526
CJ오쇼핑	2,642	2,709	2,579	3,029	2,749	2,904	2,590	3,451	10,959	11,695	12,213
CJ프레시웨이	5,358	5,970	6,065	5,886	5,948	6,346	6,620	6,461	23,279	25,376	28,412
CJ푸드빌	3,143	3,029	3,034	3,297	3,141	3,141	3,141	3,451	12,503	12,874	13,308
씨제이올리브네트웍스	3,189	3,442	3,662	4,097	4,130	4,130	4,130	5,077	14,390	17,467	20,534
CJ건설	1,531	1,397	1,923	1,569	2,071	2,071	2,071	1,915	6,420	8,128	8,767
영업이익	3,523	3,288	3,812	1,906	3,317	2,976	4,319	3,895	12,529	14,507	17,563
CJ별도	422	111	112	(57)	454	74	80	2	588	611	653
CJ제일제당	2,328	2,106	2,433	1,569	1,925	1,644	2,693	2,097	8,436	8,359	10,591
CJ CGV	177	8	340	178	146	(31)	322	273	703	710	965
CJ E&M	89	141	31	19	234	236	127	252	280	849	1,000
CJ오쇼핑	362	325	270	492	386	466	304	503	1,449	1,659	1,796
CJ프레시웨이	32	91	83	5	45	140	149	70	210	403	489
영업이익률	6.2%	5.6%	6.2%	3.0%	5.2%	4.6%	6.1%	5.5%	5.2%	5.4%	6.0%

자료 CJ, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 29일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	69,502	78,625	104,169	131,366	159,604
현금및현금성자산	11,951	11,693	29,412	52,086	73,104
매출채권및기타채권	29,042	35,823	40,669	43,314	47,548
재고자산	14,954	16,994	19,293	20,548	22,556
<b>비유동자산</b>	166,119	191,471	205,587	194,903	185,974
장기금융자산	6,891	7,492	3,156	3,156	3,156
유형자산	94,756	103,728	109,412	98,936	89,463
무형자산	42,496	57,361	62,411	59,653	57,248
<b>자산총계</b>	235,621	270,096	309,756	326,268	345,577
<b>유동부채</b>	76,845	86,622	105,971	109,226	114,437
단기금융부채	40,415	42,529	55,913	55,913	55,913
매입채무 및 기타채무	23,191	28,889	32,797	34,930	38,344
단기충당부채	98	85	96	102	112
<b>비유동부채</b>	60,142	70,930	80,458	82,165	84,049
장기금융부채	45,893	55,691	63,267	63,267	63,267
장기매입채무 및 기타채무	346	278	278	278	278
장기충당부채	179	191	216	230	253
<b>부채총계</b>	136,987	157,551	186,429	191,391	198,486
<b>지배주주지분</b>	36,012	37,358	41,171	47,074	53,641
자본금	1,577	1,579	1,579	1,579	1,579
자본잉여금	9,889	9,930	9,930	9,930	9,930
기타자본구성요소	-2,501	-2,566	-2,672	-2,672	-2,672
자기주식	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863
이익잉여금	25,247	26,995	31,931	38,853	46,440
비자본주주지분	62,623	75,186	82,156	87,803	93,451
<b>자본총계</b>	98,635	112,545	123,327	134,877	147,092
<b>부채와자본총계</b>	235,621	270,096	309,756	326,268	345,577

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	20,354	19,896	33,890	31,656	29,887
당기순이익(순실)	7,349	7,953	15,631	13,486	14,230
비현금성항목등	16,896	17,631	13,088	22,740	21,437
유형자산감가상각비	7,568	8,321	9,413	10,476	9,473
무형자산상각비	5,774	6,299	5,820	8,187	7,834
기타	2,109	1,194	-3,144	-5,496	-5,496
운전자본감소(증가)	-1,435	-3,335	6,835	-1,176	-2,139
매출채권및기타채권의 감소증가)	-1,522	-3,080	-4,177	-2,645	-4,234
재고자산감소(증가)	-675	-1,523	-800	-1,255	-2,008
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	1,237	1,564	4,591	2,133	3,414
기타	-475	-297	7,220	591	689
법인세납부	-2,456	-2,352	-1,664	-3,394	-3,641
<b>투자활동현금흐름</b>	-12,673	-32,456	-22,250	-4,988	-4,795
금융자산감소(증가)	4,273	1,037	1,528	0	0
유형자산감소(증가)	-10,799	-13,125	-14,349	0	0
무형자산감소(증가)	-5,067	-5,383	-5,429	-5,429	-5,429
기타	-1,079	-14,986	-4,000	442	634
<b>재무활동현금흐름</b>	-5,710	12,336	6,191	-3,995	-4,073
단기금융부채증가(감소)	-16,026	-10,918	452	0	0
장기금융부채증가(감소)	10,169	19,781	11,059	0	0
자본의증가(감소)	37	30	0	0	0
배당금의 지급	-773	-1,144	-385	419	-498
기타	883	4,587	-4,935	-3,575	-3,575
<b>현금의 증가(감소)</b>	2,039	-258	17,719	22,674	21,018
<b>기초현금</b>	9,912	11,951	11,693	29,412	52,086
<b>기말현금</b>	11,951	11,693	29,412	52,086	73,104
<b>FCF</b>	6,601	1,842	3,089	24,819	23,098

자료 : CJ, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	211,667	239,542	270,499	291,939	323,465
<b>매출원가</b>	144,736	165,020	187,646	200,974	222,592
<b>매출총이익</b>	66,932	74,522	82,853	90,965	100,873
매출총이익률 (%)	31.6	31.1	30.6	31.2	31.2
<b>판매비와관리비</b>	54,678	61,993	68,346	73,402	82,512
영업이익	12,253	12,529	14,507	17,563	18,361
영업이익률 (%)	5.8	5.2	5.4	6.0	5.7
비영업순익	-4,904	-4,576	1,202	395	587
<b>순금융비용</b>	2,402	2,508	2,230	3,151	2,959
외환관련손익	-1,320	-652	-2,687	-2,687	-2,687
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1,614	983	752	737	737
세전계속사업이익	7,349	7,953	15,710	17,958	18,947
세전계속사업이익률 (%)	3.5	3.3	5.8	6.2	5.9
계속사업법인세	1,838	2,254	4,242	4,471	4,718
<b>계속사업이익</b>	5,511	5,698	11,468	13,486	14,230
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,511	5,698	11,468	13,486	14,230
<b>순이익률 (%)</b>	2.6	2.4	4.2	4.6	4.4
<b>지배주주</b>	2,058	2,230	5,323	7,341	8,085
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	0.97	0.93	1.97	2.51	2.5
<b>비지배주주</b>	3,453	3,468	6,145	6,145	6,145
<b>총포괄이익</b>	4,957	4,944	9,951	11,969	12,712
<b>지배주주</b>	1,823	2,180	4,304	6,322	7,065
<b>비지배주주</b>	3,133	2,764	5,647	5,647	5,647
<b>EBITDA</b>	25,595	27,149	29,740	36,226	35,667

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	8.2	13.2	12.9	7.9	10.8
영업이익	22.2	2.3	15.8	21.1	4.5
세전계속사업이익	-7.8	8.2	97.5	14.3	5.5
EBITDA	14.2	6.1	9.6	21.8	-1.5
EPS(계속사업)	-1.8	8.2	138.5	37.9	101
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.9	6.1	13.6	16.6	161
ROA	2.4	2.3	4.0	4.2	42
EBITDA/마진	12.1	11.3	11.0	12.4	11.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	90.4	90.8	98.3	120.3	139.5
부채비율	138.9	140.0	151.2	141.9	134.9
순자본/자기자본	68.5	71.5	68.2	45.6	27.5
EBITDA/이자비용(배)	8.9	9.3	11.3	10.1	10.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,559	7,099	16,933	23,353	25,717
BPS	114,710	118,834	130,962	149,738	170,629
CFPS	49,085	53,632	65,387	82,719	80,768
주당 현금배당금	1,350	1,350	1,600	1,900	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	49.4	41.4	13.0	9.4	8.6
PER(최저)	23.7	23.0	9.5	6.9	6.3
PBR(최고)	2.8	2.5	1.7	1.5	1.3
PBR(최저)	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
PCR	5.1	3.5	3.0	2.4	2.5
EV/EBITDA(최고)	9.0	9.1	7.9	6.1	5.7
EV/EBITDA(최저)	7.1	7.7	7.3	5.6	5.2