



## ▲ 은행/지주

Analyst 윤경완  
02. 6098-6653  
kw.eun@meritz.co.kr

CJ 001040

## 부정적인 하반기 내수 경기 전망 투영

- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 195,000 원으로 하향
- ✓ CJ 신저가 기록 → 주력 자회사 주가 하락 + 내수 경기 모멘텀 둔화 선반영
- ✓ 다른 대기업들과 달리 지배구조 개편 이슈에서 자유롭다는 점은 그나마 위안 요인
- ✓ 올리브영 성장성, 수익성 본격 둔화 조짐 → Multiple 하향 조정 불가피
- ✓ NAV 대비 주가 할인율 역사적 최고치인 40% 상회 → 추가 하방 리스크 제한적

## Buy

적정주가 (12개월)	195,000 원
현재주가 (5.30)	146,000 원
상승여력	33.6%
KOSPI	2,409.03pt
시가총액	42,598억원
발행주식수	2,918만주
유동주식비율	46.53%
외국인비중	19.17%
52주 최고/최저가	215,000원/146,000원
평균거래대금	121.2억원
주요주주(%)	
이재현 외 7 인	43.28
국민연금	9.50
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-10.2 -25.3 -31.1
상대주가	-6.2 -23.2 -33.0

## 주가그래프



## 부정적 내수 경기 전망으로 신저가 기록

CJ 의 주가가 연일 하락하며 신저가를 기록했다. 주력 자회사인 CJ 제일제당의 주가 하락이 직접적인 원인이나, 본질적으로는 하반기로 갈수록 둔화되는 내수 경기 모멘텀이 투자 심리를 위축시키고 있다. 음식료, 유통 등 내수 소비자 중심의 사업 포트폴리오 보유상 후퇴하고 있는 소비자 심리 개선세와 고용여건 악화 등이 부담스럽다. 그나마 지배구조 개편 이슈에서 자유롭다는 점은 그나마 위안 요인이다.

## 올리브영 성장성에 대한 의구심

제조업과 달리 내수산업은 초기 투자(신규 점포 출점)를 통한 즉각적인 이익 창출보다는 시장 경쟁력을 확보한 뒤 중장기적으로 이익을 회수하는 것이 일반적이다. 비교적 낮은 수익성을 유지하고 있던 올리브영의 성장성을 인정하고 높은 밸류에이션을 부여했던 이유이다. 문제는 경쟁업체들의 공격적인 외형 확대 전략으로 신규 점포 출점 속도는 둔화되고 있으며, 수익성 역시 최저시급 인상 등의 영향으로 악화되고 있다는 것이다. 올리브영이 고성장 국면임을 감안해 적용했던 고 Multiple 은 더 이상 정당화되기 어려워 보인다.

## 적정주가 195,000 원으로 하향 조정

상장 지분가치 하락, 올리브영 가치 조정, 부정적 내수 경기 전망에 기인한 할인율 확대 등을 반영해 적정주가를 195,000 원으로 하향한다. 다만 현재 NAV 대비 주가 할인율이 역사적 최고치인 40%를 상회하고 있다는 점에서 추가적인 주가 하방 리스크는 제한적이다. 투자의견 Buy 를 유지한다.

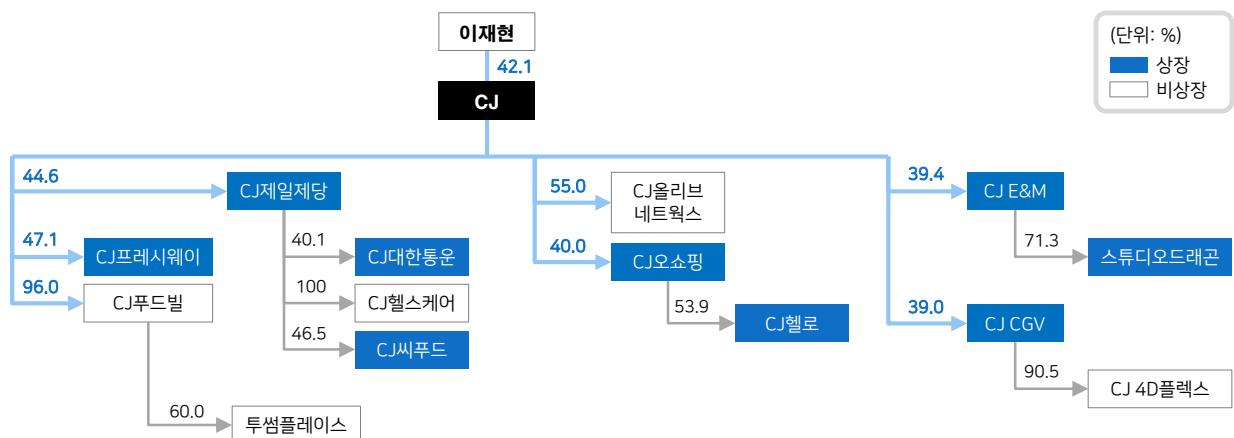
(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	23,954.2	1,252.9	223.0	7,541	3.3	118,834	24.8	1.6	7.8	6.1	140.0
2017	26,898.6	1,326.0	463.7	15,777	100.0	125,004	11.5	1.5	8.0	12.1	144.5
2018E	28,820.7	1,422.7	550.2	18,740	22.1	141,188	7.8	1.0	7.2	13.1	133.2
2019E	30,789.7	1,639.1	388.4	13,196	-33.2	152,226	11.1	1.0	7.0	8.4	128.2
2020E	33,055.4	1,826.3	437.5	14,877	12.8	164,825	9.8	0.9	7.0	8.8	122.3

표1 NAV Valuation Table

(심의원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 상장사 지분가치				4,982	5월 30일 종가
CJ 제일제당	44.6	5,125.6	2,284		
CJ 프레시웨이	47.1	414.3	195		
CJ 오쇼핑	40.0	1,398.5	559		
CJ E&M	39.4	3,559.5	1,401		
CJ CGV	39.0	1,390.3	542		
2) 비상장사 지분가치				1,259	
올리브네트웍스	55.1	91.8	1,128	18년 예상 순이익 PER 25배 적용	
CJ 푸드빌	96.0	121.9	122	18년 3월말 기준	
기타		8.7	9	18년 3월말 기준	
3) 영업가치				1,046	
브랜드로열티				976	영구성장률 3%, WACC 10% 가정
임대료				70	영구성장률 0%, WACC 10% 가정
4) 순차입금				-5	별도기준
5) NAV				7,292	
6) 할인율 (%)				30%	30% 할인율 적용
7) Target NAV				5,105	
7) 유통주식수 (주)	26,205,428				보통주 기준
8) 주당 NAV				194,793	
9) 적정주가 (원)				195,000	
10) 현재주가 (원)				146,000	5월 30일 종가
11) 상승여력 (%)				33.6	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 CJ그룹 지배구조 ('18년 4월말 기준)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

**표2 분기 실적 추이 및 전망**

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	FY17	FY18E	FY19E
<b>매출액</b>	<b>6,350</b>	<b>6,505</b>	<b>7,065</b>	<b>6,979</b>	<b>6,974</b>	<b>7,010</b>	<b>7,468</b>	<b>7,368</b>	<b>26,899</b>	<b>28,821</b>	<b>30,790</b>
% YoY	11.6%	10.7%	15.7%	11.1%	9.8%	7.8%	5.7%	5.6%	12.3%	7.1%	6.8%
CJ 제일제당	3,867	3,909	4,411	4,291	4,349	4,297	4,650	4,508	16,477	17,804	19,300
CJ 프레시웨이	595	635	662	613	676	708	751	706	2,504	2,840	2,802
CJ 오쇼핑	546	563	541	610	565	570	546	590	2,260	2,270	2,450
CJ E&M	394	425	440	490	477	472	491	542	1,750	1,982	2,138
CJ CGV	406	383	472	454	441	437	520	492	1,714	1,890	2,081
기타	-185	-192	-275	-237	-265	-254	-271	-267	-889	-1,057	-1,117
매출원가	4,359	4,540	4,862	4,847	4,910	4,859	5,103	5,158	18,609	20,030	21,349
<b>매출총이익</b>	<b>1,991</b>	<b>1,965</b>	<b>2,203</b>	<b>2,132</b>	<b>2,064</b>	<b>2,151</b>	<b>2,365</b>	<b>2,210</b>	<b>8,290</b>	<b>8,791</b>	<b>9,440</b>
GP Margin	31.3%	30.2%	31.2%	30.5%	29.6%	30.7%	31.7%	30.0%	30.8%	30.5%	30.7%
판관비	1,659	1,667	1,771	1,867	1,722	1,822	1,930	1,893	6,964	7,368	7,801
% YoY	14.1%	10.8%	11.9%	12.6%	3.8%	9.3%	9.0%	1.4%	12.3%	5.8%	5.9%
<b>영업이익</b>	<b>332</b>	<b>298</b>	<b>432</b>	<b>265</b>	<b>342</b>	<b>329</b>	<b>435</b>	<b>317</b>	<b>1,326</b>	<b>1,423</b>	<b>1,639</b>
% YoY	-5.8%	-9.5%	13.3%	38.9%	3.0%	10.7%	0.7%	19.7%	5.8%	7.3%	15.2%
OP Margin	5.2%	4.6%	6.1%	3.8%	4.9%	4.7%	5.8%	4.3%	4.9%	4.6%	5.3%
CJ 제일제당	192	164	269	150	210	188	271	177	777	847	962
CJ 프레시웨이	4	14	15	11	6	16	17	13	44	51	60
CJ 오쇼핑	54	65	49	57	55	64	57	47	224	223	256
CJ E&M	23	24	13	3	34	30	27	30	63	120	149
CJ CGV	15	-3	32	43	19	17	42	35	86	114	135
기타	43	34	54	1	16	16	21	15	132	67	77
영업외손익	-85	376	188	-230	-94	709	-97	-96	249	422	-400
<b>세전이익</b>	<b>247</b>	<b>674</b>	<b>620</b>	<b>35</b>	<b>248</b>	<b>1,038</b>	<b>338</b>	<b>221</b>	<b>1,575</b>	<b>1,845</b>	<b>1,239</b>
법인세비용	74	171	171	21	57	260	84	55	437	456	310
<b>당기순이익</b>	<b>173</b>	<b>502</b>	<b>449</b>	<b>14</b>	<b>191</b>	<b>779</b>	<b>253</b>	<b>166</b>	<b>1,138</b>	<b>1,389</b>	<b>929</b>
지배주주	61	197	215	-9	87	288	114	61	464	550	388
% YoY	-19.8%	195.4%	115.1%	-53.2%	42.1%	46.5%	-47.0%	-765.9%	107.9%	18.6%	-29.4%
NP Margin	1.0%	3.0%	3.0%	-0.1%	1.2%	4.1%	1.5%	0.8%	1.7%	1.9%	1.3%
비지배주주	112	306	234	23	104	491	139	104	674	838	541

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## CJ (001040)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	23,954.2	26,898.6	28,820.7	30,789.7	33,055.4
매출액증가율 (%)	13.2	12.3	7.1	6.8	7.4
매출원가	16,502.0	18,608.6	20,029.9	21,349.3	22,946.0
매출총이익	7,452.2	8,290.0	8,790.8	9,440.3	10,109.4
판매관리비	6,199.3	6,964.1	7,368.0	7,801.3	8,283.1
영업이익	1,252.9	1,326.0	1,422.7	1,639.1	1,826.3
영업이익률	5.2	4.9	4.9	5.3	5.5
금융손익	-311.0	25.7	114.2	-287.5	105.1
증속/관계기업손익	70.0	86.6	50.7	29.4	16.3
기타영업외손익	-216.7	136.9	257.2	-142.2	-551.1
세전계속사업이익	795.3	1,575.2	1,844.8	1,238.8	1,396.6
법인세비용	225.4	437.5	456.2	309.7	349.1
당기순이익	569.8	1,137.7	1,388.6	929.1	1,047.4
지배주주지분 순이익	223.0	463.7	550.2	388.4	437.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	2,091.8	2,240.4	3,045.9	2,541.9	2,583.1
당기순이익(순실)	569.8	1,137.7	1,388.6	929.1	1,047.4
유형자산상각비	832.1	922.2	1,212.0	1,257.0	1,294.0
무형자산상각비	629.9	586.7	425.0	365.0	227.0
운전자본의 증감	-231.4	-269.7	-270.1	-300.7	-281.3
투자활동 현금흐름	-3,344.7	-2,863.8	-2,429.7	-2,381.7	-2,312.1
유형자산의증가(CAPEX)	-1,374.4	-2,273.0	-1,742.0	-2,000.0	-2,132.0
투자자산의감소(증가)	26.3	-216.5	-93.4	-93.5	-87.3
재무활동 현금흐름	1,230.5	718.2	-141.6	-92.3	-273.1
차입금의 증감	1,191.2	1,072.6	237.5	295.0	120.5
자본의 증가	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-25.8	50.3	474.7	67.9	-2.1
기초현금	1,195.1	1,169.3	1,219.6	1,694.2	1,762.1
기말현금	1,169.3	1,219.6	1,694.2	1,762.1	1,760.0

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,862.5	8,333.3	9,316.3	9,904.8	10,501.9
현금및현금성자산	1,169.3	1,219.6	1,694.2	1,762.1	1,760.0
매출채권	3,284.7	3,551.8	3,805.6	4,065.6	4,364.7
재고자산	1,699.4	1,733.0	1,856.8	1,983.7	2,129.7
비유동자산	19,147.1	20,992.1	21,790.5	22,562.0	23,360.3
유형자산	10,372.8	11,492.9	12,022.9	12,765.9	13,603.9
무형자산	5,736.1	6,039.0	6,214.0	6,149.0	6,022.0
투자자산	2,006.9	2,310.0	2,403.4	2,496.9	2,584.2
자산총계	27,009.6	29,325.4	31,106.7	32,466.8	33,862.2
유동부채	8,662.2	9,363.3	9,759.5	9,962.8	9,943.1
매입채무	1,763.0	2,035.0	2,180.4	2,329.4	2,500.8
단기차입금	2,882.2	2,920.1	3,052.1	3,118.1	3,151.1
유동성장기부채	1,350.9	1,402.9	1,559.9	1,611.9	1,393.9
비유동부채	7,093.0	7,970.0	8,007.9	8,277.0	8,686.0
사채	3,728.2	4,682.1	4,514.1	4,819.1	5,237.1
장기차입금	1,835.0	1,592.7	1,692.7	1,547.7	1,415.7
부채총계	15,755.1	17,333.2	17,767.4	18,239.8	18,629.1
자본금	157.9	157.9	157.9	157.9	157.9
자본잉여금	993.0	993.0	993.0	993.0	993.0
기타포괄이익누계액	142.1	-112.8	-112.8	-112.8	-112.8
이익잉여금	2,699.5	3,115.3	3,624.1	3,971.1	4,367.2
비지배주주지분	7,518.7	8,062.4	8,900.8	9,441.5	10,051.4
자본총계	11,254.5	11,992.2	13,339.3	14,227.1	15,233.1

## Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	821,560	921,911	987,787	1,055,272	1,132,926
EPS(지배주주)	7,541	15,777	18,740	13,196	14,877
CFPS	80,011	78,587	129,287	108,038	110,139
EBITDAPS	93,112	97,161	104,868	111,769	114,723
BPS	118,834	125,004	141,188	152,226	164,825
DPS	1,350	1,450	1,450	1,450	1,450
배당수익률(%)	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	24.8	11.5	7.8	11.1	9.8
PCR	2.3	2.3	1.1	1.4	1.3
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	1.6	1.5	1.0	1.0	0.9
EBITDA	2,714.9	2,834.9	3,059.7	3,261.1	3,347.3
EV/EBITDA	7.8	8.0	7.2	7.0	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	12.1	13.1	8.4	8.8
EBITDA 이익률	11.3	10.5	10.6	10.6	10.1
부채비율	140.0	144.5	133.2	128.2	122.3
금융비용부담률	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
이자보상배율(X)	4.3	4.2	4.2	4.7	5.2
매출채권회전율(X)	8.1	7.9	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율(X)	15.0	15.7	16.1	16.0	16.1

### Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### CJ (001040) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

