

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	1579 억원
발행주식수	2,918 만주
자사주	326 만주
액면가	5,000 원
시가총액	36,471 억원
주요주주	
이재현(외7)	43.28%
CJ 자사주	11.17%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	12.0%

## Stock Data

주가(18/11/17)	125,000 원
KOSPI	20924 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	206,500 원
52주 최저가	107,500 원
60일 평균 거래대금	99 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.7%	11.4%
6개월	-23.8%	-10.4%
12개월	-36.4%	-22.9%

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 160,000 원(하향))

## 과도기의 불확실성이 마무리되어 가는 국면

CJ는 2018년 지주회사 내 주가 하락폭이 가장 컸다. 그룹 포트폴리오 조정 과정에서 불확실성이 부각되었으며, 타 지주사 대비 높은 밸류에이션도 부담으로 작용하였음. 또한 1.1%에 불과한 18년 배당수익률도 방어주로의 역할을 하지 못하게 한 요인임. 반면 그룹 포트폴리오 조정이 마무리되고, 그 성과가 차츰 확인된다면 낙폭이 컸던 CJ 주가의 반등 가능성도 높음

## 지주사 중 18년 주가 하락폭 최대

2018년 CJ의 주가는 31% 하락하면서 대형 지주회사 중 낙폭이 가장 컸다. 특이한 점은 NAV 하락폭은 2.1%에 불과하다는 점이다. CJ CGV와 CJ 프레시웨이의 하락폭은 컸지만 NAV에서 차지하는 비중이 크지 않다. CJ 제일제당은 오히려 연초 대비 10%가량 주가가 상승했으며, CJ ENM(CJ 오쇼핑+CJ E&M)도 주가는 견조했다. 핵심 비상장 자회사인 CJ 올리브네트웍스도 지속적인 외형성장을 이룩하고 있다. 그럼에도 불구하고 18년 CJ의 주가가 부진했던 이유는 높은 밸류에이션과 지배구조 개편 과정에서의 불확실성을 들 수 있다. 하지만 CJ의 현주가는 NAV 대비 할인율 32% 수준으로 경쟁 지주회사 대비 높은 편이 아니다. 과거 CJ는 NAV 대비 할인이 아닌 프리미엄을 받았는데 안정적인 그룹 포트폴리오가 부각되었기 때문이다. 이제 CJ는 그룹 포트폴리오를 재편하고 있으며, 재편 이후 다시 한번 포트폴리오 측면의 매력에 부각될 수 있을 전망이다.

## M&A와 지배구조 개편으로 그룹 포트폴리오 강화

최근 CJ는 M&A와 지배구조 개편을 통해 그룹 포트폴리오를 조정하고 있다. CJ 제일제당은 최근 쉬완스를 CJ 역사상 최대 규모인 2조 881억 원에 인수하며, 미국 유통망 확대를 위한 기반을 마련하였다. CJ 대한통운은 CJ 제일제당의 단독자회사가 됐으며, 미국 DSC 로지스틱스를 인수하였다. CJ 오쇼핑과 CJ E&M도 합병을 통해 CJ ENM을 출범하였다. 반면 CJ 제일제당은 CJ 헬스케어를 한국콜마에 매각하였다. 이재현 회장 복귀 이후 선택과 집중을 통해 그룹 포트폴리오가 강력해지고 있으며, 2019년부터 가시적인 성과가 차츰 확인될 수 있을 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	211,667	239,542	268,986	291,484	308,939	324,037
yoy	%	8.2	13.2	12.3	8.4	6.0	4.9
영업이익	억원	12,253	12,529	13,260	13,680	15,145	16,088
yoy	%	22.2	2.3	5.8	3.2	10.7	6.2
EBITDA	억원	25,595	27,149	28,349	29,958	34,544	34,143
세전이익	억원	7,349	7,953	15,752	17,356	10,692	11,830
순이익(지배주주)	억원	2,058	2,230	4,637	4,964	4,090	4,953
영업이익률%	%	5.8	5.2	4.9	4.7	4.9	5.0
EBITDA%	%	12.1	11.3	10.5	10.3	11.2	10.5
순이익률	%	2.6	2.4	4.2	4.3	2.6	2.8
EPS	원	6,559	7,099	14,750	15,789	13,009	15,754
PER	배	38.3	26.3	12.3	7.9	9.6	7.9
PBR	배	2.2	1.6	1.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	8.2	7.9	8.1	7.2	5.7	5.2
ROE	%	5.9	6.1	12.1	12.3	9.7	11.4
순차입금	억원	67,530	80,475	91,593	92,302	72,282	52,966
부채비율	%	138.9	140.0	144.5	161.7	166.9	171.1

## 실적전망

3Q18 CJ 실적은 매출액 7조 6,861억원(8.8% yoy), 영업이익 4,064억원(-5.9% yoy, OPM: 5.3%)이다. CJ 제일제당 등 주요 계열사 매출이 증가하면서 매출은 전년 동기 대비 증가했다. CJ 올리브네트웍스는 지속적인 외형성장이 진행 중에 있으며, CJ 제일제당도 쉬완스 인수 효과가 2019년 본격화 될 전망이다. CJ ENM도 베트남 진출로 성장 기반이 확장될 전망이다.

### CJ 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	63,497	65,050	70,651	69,789	69,742	70,625	76,861	74,256	268,986	291,484	308,939
CJ별도	567	235	250	531	605	242	262	314	1,583	1,423	1,480
CJ제일제당	38,665	39,089	44,107	42,911	43,486	44,537	49,456	45,249	164,772	182,728	188,636
CJ CGV	4,055	3,826	4,722	4,541	4,412	4,048	4,730	4,929	17,144	18,119	20,512
CJ ENM	5,464	5,634	5,407	6,096	5,647	5,852	10,963	6,388	22,600	28,851	29,852
CJ프레시웨이	5,948	6,346	6,620	6,129	6,758	7,286	7,043	6,987	25,044	28,075	29,188
C푸드빌	3,141	3,106	3,106	3,236	3,110	3,032	2,987	3,208	12,589	12,337	12,434
C올리브네트웍스	4,130	4,718	5,038	4,342	4,653	5,245	5,384	4,771	18,228	20,053	21,967
영업이익	3,317	2,976	4,319	2,648	3,415	3,013	4,064	3,188	13,260	13,680	15,145
CJ별도	454	74	80	77	475	114	113	47	685	750	753
CJ제일제당	1,925	1,644	2,693	1,504	2,103	1,846	2,652	1,737	7,766	8,337	8,768
CJ CGV	146	-31	322	426	192	3	327	331	862	852	1,072
CJ ENM	535	647	492	571	555	496	765	613	2,245	2,430	3,226
CJ프레시웨이	45	140	149	105	60	138	133	118	439	449	490
영업이익률	5.2%	4.6%	6.1%	3.8%	4.9%	4.3%	5.3%	4.3%	4.9%	4.7%	4.9%

자료: CJ, SK 증권

## Valuation 및 NAV 점검

CJ에 대한 목표주가를 16만원으로 하향한다. CJ 올리브네트웍스 가치는 올해 예상 순이익에 20 배를 적용하여 산정하였다. 지난 보고서 대비 상장 자회사의 주가 하락분도 반영하였다. 지분가치에 대한 할인율은 40%를 적용하였다. CJ 올리브네트웍스의 외형 성장이 지속되고 있지만 점포 증가에 따른 비용 증가로 수익성 둔화가 우려되며, 단기 간에 기업공개 등의 가능성이 낮다고 판단되어 단기 비상장 자회사 모멘텀이 부족하다고 판단한 결과이다.

### CJ 지분가치 산정

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	C제일제당	54,421	45.6%	14,741	24,838
	CJ CGV	8,316	39.0%	698	3,245
	CJ ENM	48,896	44.8%	7,591	21,886
	C프레시웨이	2,564	47.1%	430	1,208
	C자사주	36,471	11.2%		4,074
비상장	C푸드빌		96.0%	1,219	1,219
	씨제이올리브네트웍스		55.1%	918	8,358
	기타 자회사			76	76
합계			25,674	64,903	
할인율					40%
지분 가치					38,942

자료: SK 증권

주 1) 씨제이올리브네트웍스 18년 예상 순이익 758 억원 대비 20 배 적용

주 2) 나머지 비상장 자회사 장부가 적용

주 3) 할인율: 비상장 자회사 상장 등 단기 자회사 모멘텀 부족 고려하여 적용

### CJ 목표주가 산정

(단위: 억원)

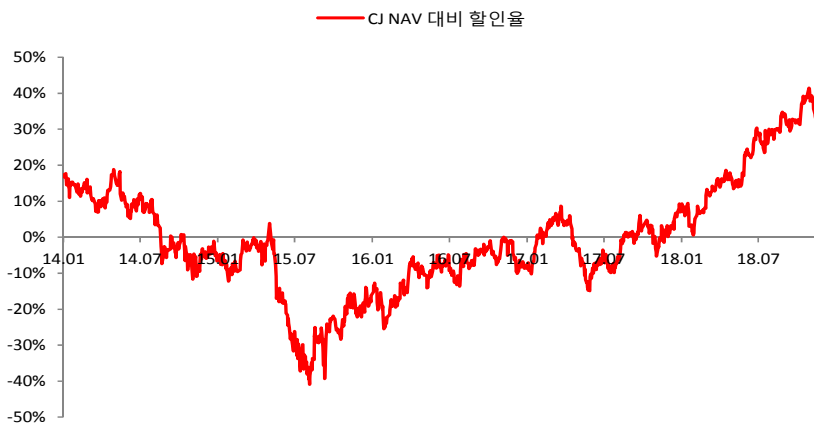
구분	내용
브랜드가치	9,352
지분가치	38,942
순차입금	152
적정 시가총액	46,847
발행주식수	29,176,998
적정주가	160,560
목표주가	160,000

자료: SK 증권

주: 브랜드 가치는 예상 브랜드 로열티 대비 10 배 적용

CJ의 NAV 대비 할인율은 33%로 역사적 최고 수준이다. 또한 2018년 상장사 NAV가 2.1% 하락한데 비해 CJ의 주가는 31.1% 하락해 주가하락 수준이 과도하지만 타 지주사와 비교 시 NAV 대비 할인율 측면에서 밸류에이션 매력은 떨어진다. 다만 18년 NAV 하락 대비 CJ 주가 낙폭이 과도했고, 그룹 포트폴리오 조정과정에서 불확실성이 마무리되어 간다는 측면에서 단기 주가 반등 가능성도 높다

**CJ NAV 대비 할인율은 사상 최고 수준이나 타 지주사 대비는 여전히 낮음**



자료: SK 증권

**CJ 시총 및 상장자회사 NAV**

(단위: 억원)

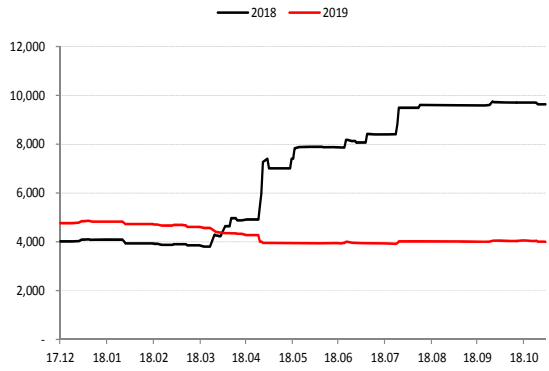
	CJ	상장사 NAV 합산	C제일제당	CJ CGV	CJ ENM	C프레시웨이
17년말	52,956	51,016	22,011	6,127	20,653	2,226
18년 현재	36,471	49,940	24,116	3,253	21,326	1,244
YTD	-31.1%	-2.1%	9.6%	-46.9%	3.3%	-44.1%

자료: Quantwise

**주요 자회사 실적 전망**

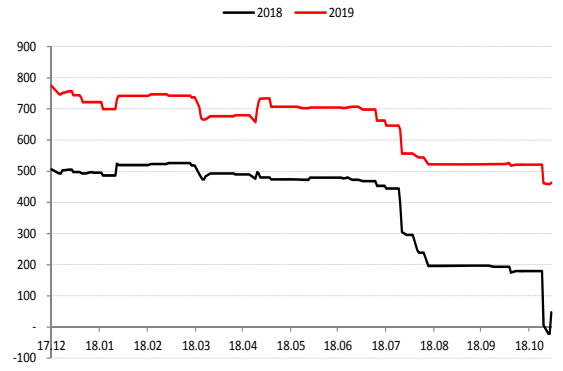
CJ 주요 상장 자회사 순이익 전망은 대체로 밝지 않다. CJ 제일제당은 헬스케어 매각 차익이 2Q18 반영되면서 기고효과로 2019년 순이익은 감소가 예상된다. 다만 쉬완스 인수 이후 미국 시장으로 적극적인 진출이 기대되는 점은 긍정적이다. 국내에서 부진한 CJ CGV의 2019년 실적도 최근 크게 하향 조정되었다. 외식업 경기 악화로 인한 영업환경이 불안한 CJ 프레시웨이의 19년 이익 전망치도 하향 조정되고 있다. CJ ENM은 콘텐츠 경쟁력이 강화되며 2019년에도 견조한 실적이 예상되며, 비상장 자회사인 CJ 올리브네트웍스는 외형성장과 수익성 개선이 2019년에도 지속될 것으로 예상된다.

**CJ 제일제당 지배주주 순이익 전망 추이** (단위: 억원)



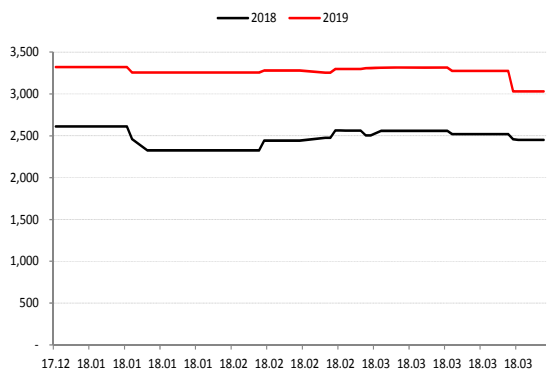
자료: Quantwise

**CJ CGV 지배주주 순이익 전망 추이** (단위: 억원)



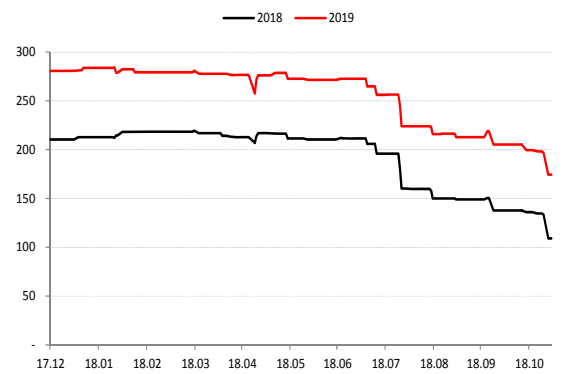
자료: Quantwise

**CJ ENM 지배주주 순이익 전망 추이** (단위: 억원)



자료: Quantwise

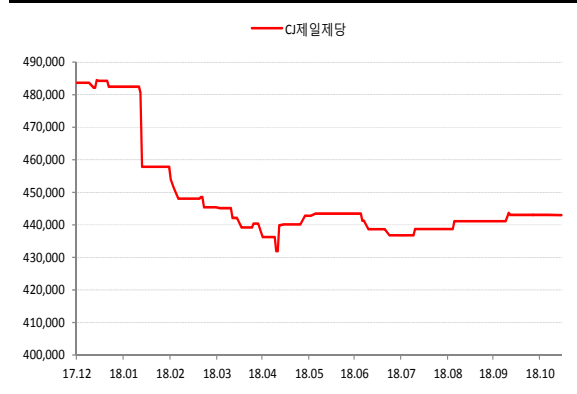
**CJ 프레시웨어 지배주주 순이익 전망 추이** (단위: 억원)



자료: Quantwise

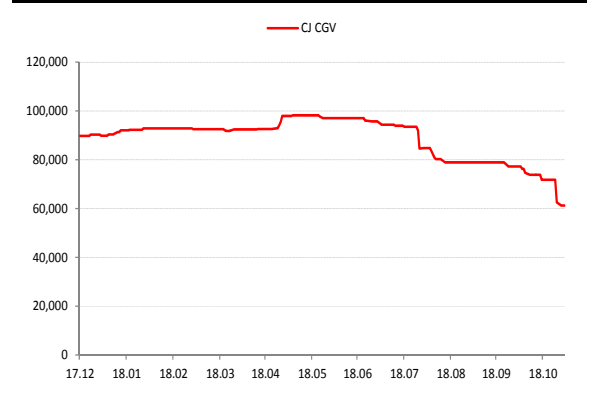
CJ NAV 중 가장 큰 비중을 차지하는 CJ 제일제당과 CJ ENM의 주가 전망은 밝다. CJ 제일제당은 쉬완스 인수 이후 미국시장 진출, CJ ENM은 미디어와 커머스에 대한 시너지 발생이 각각 기대되기 때문이다. 다만 국내 영화시장의 불황에 따른 실적개선이 제한적인 CJ CGV의 목표주가는 지속적으로 하향 조정되고 있다.

CJ 제일제당 목표주가 추이 (단위: 억원)



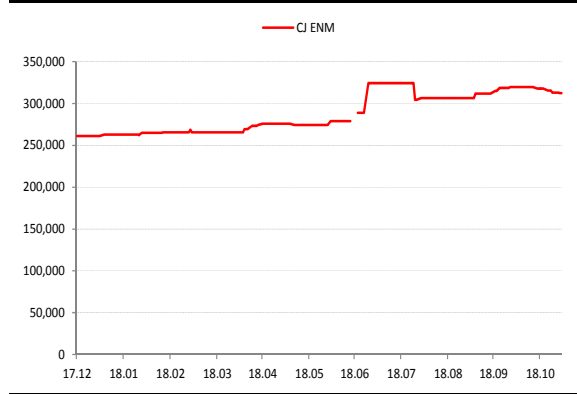
자료: Quantwise

CJ CGV 목표주가 추이 (단위: 억원)



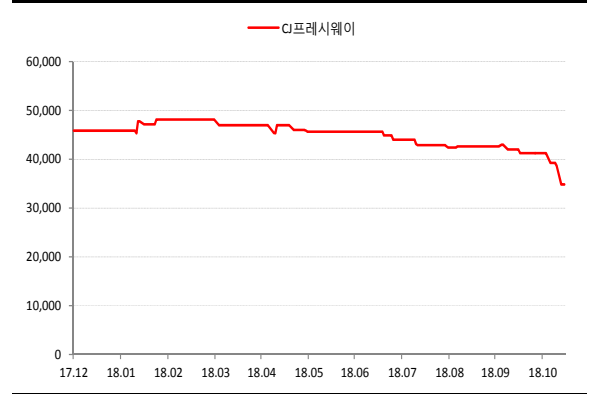
자료: Quantwise

CJ ENM 목표주가 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ 프레시웨어 목표주가 추이 (단위: 억원)



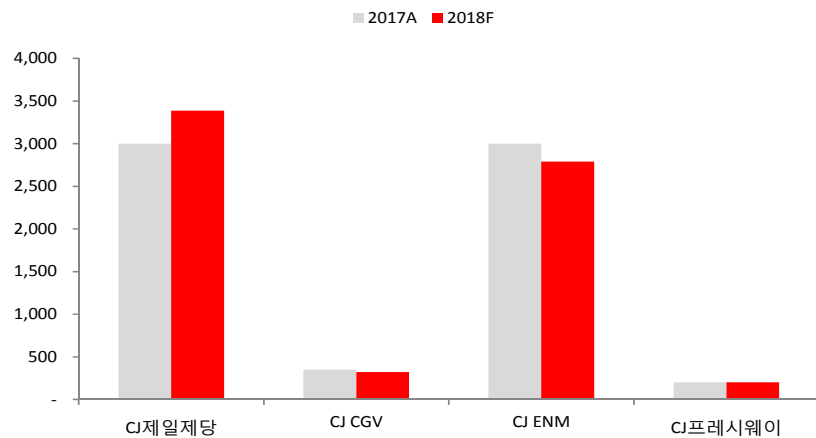
자료: Quantwise

## 배당

CJ의 2018년 기대 배당수익률은 1% 초반으로 매력적이지 않다. 상장 자회사도 올해 배당이 크게 늘 요인이 없다. 배당 매력이 없는 CJ는 약세장이 예상되는 2019년 주가 하방 경직성이 약화될 가능성이 높은 점은 불안요인이다

## CJ 주요 상장 자회사 주당 배당금 전망

(단위: 원)



자료: Quantwise

## CJ 올리브네트웍스 실적 및 배당금 추이

(단위: 백만원)

구분	CJ에게 지급한 배당금	현금배당금 총액	연결 당기순이익	배당성향
2016	7,721	12,120	81,133	14.9%
2017	11,794	15,459	81,335	19.0%

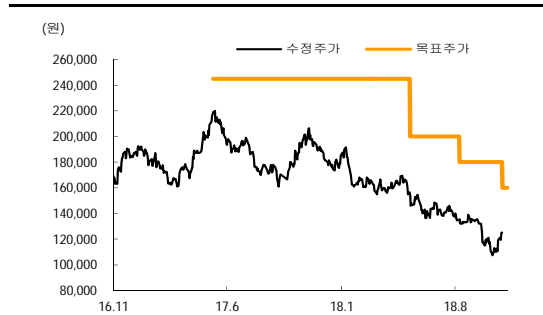
자료: CJ 올리브네트웍스

## 2019년 관전포인트

## 불확실성의 마무리 국면

CJ의 지배구조 개편이 마무리되어 가는 가운데 발생했던 불확실성은 이미 CJ의 주가에 충분히 반영되었다. 지주회사 내에서도 주가 낙폭이 가장 컸다는 측면에서 불확실성 제거 이후 주가 반등 여지가 있으며, 이재현 회장의 경영 복귀 이후 그룹 포트폴리오 조정이 있었고, 선택과 집중을 통해 포트폴리오에 대한 매력도 부각될 가능성이 있다. 상장자회사의 NAV 비중이 높는데, 주력 계열사인 CJ제일제당과 CJENM의 주가 상승 가능성이 높아 CJ의 주가도 점진적으로 상승 가능성이 있다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.21	매수	160,000원	6개월		
2018.08.29	매수	180,000원	6개월	-30.82%	-22.78%
2018.06.18	매수	200,000원	6개월	-28.60%	-22.75%
2018.05.29	매수	200,000원	6개월	-24.96%	-22.75%
2017.11.29	매수	245,000원	6개월	-26.73%	-10.20%
2017.05.26	매수	245,000원	6개월	-23.32%	-10.20%



**Compliance Notice**

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

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 11월 21일 기준)**

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	78,625	83,333	103,780	126,519	149,094
현금및현금성자산	11,693	12,195	26,805	46,825	66,141
매출채권및기타채권	35,823	38,869	41,357	43,002	44,973
재고자산	16,994	17,330	18,439	19,173	20,052
<b>비유동자산</b>	191,471	209,921	219,959	207,592	196,659
장기금융자산	7,492	4,382	10,053	10,053	10,053
유형자산	103,728	114,929	117,115	106,179	96,264
무형자산	57,361	60,390	61,107	58,718	56,652
<b>자산총계</b>	270,096	293,254	323,739	334,112	345,753
<b>유동부채</b>	86,622	93,633	109,767	111,802	114,241
단기금융부채	42,529	45,545	58,601	58,601	58,601
매입채무 및 기타채무	28,889	33,741	35,901	37,329	39,041
단기충당부채	85	85	91	94	99
<b>비유동부채</b>	70,930	79,700	90,260	97,102	103,985
장기금융부채	55,691	63,400	69,087	69,087	69,087
장기매입채무 및 기타채무	278	299	299	299	299
장기충당부채	191	218	230	237	247
<b>부채총계</b>	157,551	173,332	200,027	208,904	218,226
<b>지배주주지분</b>	37,358	39,298	41,549	42,566	44,408
자본금	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579
자본잉여금	9,930	9,930	9,930	9,930	9,930
기타자본구성요소	-2,566	-2,236	-1,987	-1,987	-1,987
자기주식	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863
이익잉여금	26,995	31,153	35,864	39,552	44,064
비지배주주지분	75,186	80,624	82,163	82,641	83,120
<b>자본총계</b>	112,545	119,922	123,712	125,208	127,528
<b>부채외자본총계</b>	270,096	293,254	323,739	334,112	345,753

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	19,896	23,401	16,949	29,765	28,904
당기순이익(손실)	7,953	15,752	16,034	8,116	8,979
비현금성항목등	17,631	11,552	13,287	26,428	25,165
유형자산감가상각비	8,321	9,222	10,016	10,936	9,915
무형자산감가상각비	6,299	5,867	6,262	8,462	8,141
기타	1,219	-42	869	1,752	1,752
운전자본감소(증가)	-3,335	-1,699	-8,328	-1,085	-1,271
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3,080	-4,673	-8,323	-1,645	-1,972
재고자산감소(증가)	-1,523	717	-1,918	-733	-879
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,564	5,627	1,865	1,428	1,711
기타	-297	-3,371	48	-135	-132
법인세납부	-2,352	-2,203	-4,043	-3,694	-3,968
<b>투자활동현금흐름</b>	-32,456	-29,172	-5,540	-5,512	-5,318
금융자산감소(증가)	1,037	2,513	240	0	0
유형자산감소(증가)	-13,125	-21,834	-11,082	0	0
무형자산감소(증가)	-5,383	-5,518	-6,074	-6,074	-6,074
기타	-14,986	-4,334	11,376	562	757
<b>재무활동현금흐름</b>	12,336	6,719	2,992	-4,232	-4,271
단기금융부채증가(감소)	-10,898	-12,486	402	0	0
장기금융부채증가(감소)	19,781	21,429	11,870	0	0
자본의증가(감소)	30	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,144	-1,194	-414	-402	-441
기타	4,567	-1,030	-8,081	-3,831	-3,831
<b>현금의 증가(감소)</b>	-258	503	14,610	20,020	19,315
기초현금	11,951	11,693	12,195	26,805	46,825
기말현금	11,693	12,195	26,805	46,825	66,141
FCF	1,842	-3,052	7,334	23,884	23,071

자료 : CJ, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	239,542	268,986	291,484	308,939	324,037
<b>매출원가</b>	165,020	186,086	204,354	214,174	224,868
<b>매출총이익</b>	74,522	82,900	87,130	94,765	99,169
매출총이익률 (%)	31.1	30.8	29.9	30.7	30.6
<b>판매비와관리비</b>	61,993	69,641	73,450	79,620	83,081
영업이익	12,529	13,260	13,680	15,145	16,088
영업이익률 (%)	5.2	4.9	4.7	4.9	5.0
<b>비영업손익</b>	-4,576	2,492	3,676	-4,453	-4,258
<b>순금융비용</b>	2,508	2,759	3,627	3,436	3,241
외환관련손익	-652	702	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	770	5,762	10,682	735	735
세전계속사업이익	7,953	15,752	17,356	10,692	11,830
세전계속사업이익률 (%)	3.3	5.9	6.0	3.5	3.7
계속사업법인세	2,254	4,375	4,860	2,577	2,851
<b>계속사업이익</b>	5,698	11,377	12,495	8,116	8,979
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,698	11,377	12,495	8,116	8,979
<b>순이익률 (%)</b>	2.4	4.2	4.3	2.6	2.8
지배주주	2,230	4,637	4,964	4,090	4,953
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.93	1.72	1.7	1.32	1.53
<b>비지배주주</b>	3,468	6,740	7,532	4,026	4,026
<b>총포괄이익</b>	4,944	4,646	6,277	1,897	2,760
<b>지배주주</b>	2,180	2,065	2,293	1,419	2,282
<b>비지배주주</b>	2,764	2,580	3,984	478	478
EBITDA	27,149	28,349	29,958	34,544	34,143

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.2	12.3	8.4	6.0	4.9
영업이익	2.3	5.8	3.2	10.7	6.2
세전계속사업이익	8.2	98.1	10.2	-38.4	10.6
EBITDA	6.1	4.4	5.7	15.3	-1.2
EPS(계속사업)	8.2	107.8	7.0	-17.6	21.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.1	12.1	12.3	9.7	11.4
ROA	2.3	4.0	4.1	2.5	2.6
EBITDA마진	11.3	10.5	10.3	11.2	10.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	90.8	89.0	94.6	113.2	130.5
부채비율	140.0	144.5	161.7	166.9	171.1
순차입금/자기자본	71.5	76.4	74.6	57.7	41.5
EBITDA/이자비용(배)	9.3	8.9	7.8	9.0	8.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,099	14,750	15,789	13,009	15,754
BPS	118,834	125,004	132,164	135,401	141,259
CFPS	53,632	62,747	67,569	74,715	73,188
주당 현금배당금	1,350	1,450	1,550	1,700	1,900
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	41.4	14.9	12.1	14.7	12.2
PER(최저)	23.0	10.9	6.8	8.3	6.8
PBR(최고)	2.5	1.8	1.5	1.4	1.4
PBR(최저)	1.4	1.3	0.8	0.8	0.8
PCR	3.5	2.9	1.9	1.7	1.7
EV/EBITDA(최고)	9.1	8.5	7.8	6.2	5.7
EV/EBITDA(최저)	7.7	7.9	7.0	5.5	5.0