

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	29,469 억원

주요주주

이재현(외7)	43.28%
CJ 자사주	11.17%
외국인지분률	19.30%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(19/06/27)	101,000 원
KOSPI	2,121.32 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	140,030 원
52주 최저가	100,000 원
60일 평균 거래대금	63 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.5%	-3.9%
6개월	-16.2%	-21.4%
12개월	-21.5%	-12.7%

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(하향))

CJ 올리브네트웍스 분할 이후 방향성에 주목

상장 자회사 가치 하락으로 주가 연초 대비 15.6% 하락

- CJ ENM, CJ CGV의 2분기 이익 규모도 전기보다 작을 것으로 예상

- CJ 올리브네트웍스 분할을 경영권 승계 과정으로 이해한다면 단기적으로 지주회사 주가에 부정적

- CJ 올리브네트웍스 분할 이후 H&B 부문의 성장 스토리는 유효

NAV 감소 대비 큰 폭의 주가 하락

CJ의 주가는 연초 대비 15.6% 하락하였다. CJ ENM(-15.8%), CJ CGV(-10.2%), CJ 제일제당(-9.1%) 등 주요 상장 자회사의 주가가 하락한 것이 이유이다. NAV 감소폭 대비 CJ의 주가 하락폭이 컸는데, 이는 CJ 올리브네트웍스 분할과 주식교환이 경영권 승계 과정으로 이해되며 지주회사 주가에 부정적인 영향을 미친 것으로 판단된다.

지배구조 개편 이후의 방향성에 주목

CJ는 올해 4월 CJ 올리브네트웍스의 분할과 주식교환을 결정하였다. CJ 올리브네트웍스를 IT 부문과 H&B 사업부를 분할하고 주요주주가 보유하고 있는 IT 부문의 주식을 CJ의 자사주와 교환한다. 이로 인해 CJ의 자사주는 11.2%에서 4.3%로 감소하게 되고 CJ는 IT 부문에 대한 지분을 100% 보유하게 되며, 이재현 회장의 장남 이선호 CJ 제일제당 부장은 CJ 지분 2.8%를 신규로 확보하게 되었다. 장기적으로 경영권 승계를 대비하기 위한 지배구조 개편으로 판단하는데, 분할 이후에도 이선호 부장은 H&B 사업부의 지분을 여전히 18.0% 보유하고 있어 승계 과정에서 활용될 여지가 높다. 따라서 분할된 H&B 사업부의 성장스토리는 여전히 유효하다.

투자의견 매수, 목표주가 140,000 원(하향)

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다. NAV 감소분 대비 CJ의 주가 하락폭이 과도하며, CJ 올리브네트웍스 분할 이후 H&B 부문의 성장 가능성이 높기 때문이다. 다만 상장 자회사의 주가 하락을 반영하여 목표주가는 14만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	239,542	268,986	295,234	330,116	368,741	388,292
yoy	%	13.2	12.3	9.8	11.8	11.7	5.3
영업이익	억원	12,529	13,260	13,325	13,955	16,351	16,822
yoy	%	2.3	5.8	0.5	4.7	17.2	2.9
EBITDA	억원	27,149	28,349	30,243	35,109	41,893	40,113
세전이익	억원	7,953	15,752	13,197	8,115	8,907	10,072
순이익(지배주주)	억원	2,230	4,637	2,761	3,262	3,790	4,568
영업이익률%	%	5.2	4.9	4.5	4.2	4.4	4.3
EBITDA%	%	11.3	10.5	10.2	10.6	11.4	10.3
순이익률	%	2.4	4.2	3.0	1.6	1.6	1.7
EPS	원	7,099	14,750	8,781	10,377	12,057	14,531
PER	배	24.8	11.6	13.8	9.8	8.5	7.0
PBR	배	1.5	1.4	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	7.9	8.1	7.7	7.1	5.4	5.0
ROE	%	6.1	12.1	6.9	7.8	8.5	9.5
순차입금	억원	80,475	91,593	107,506	118,534	92,746	66,479
부채비율	%	140.0	144.5	153.4	196.1	199.4	198.8

CJ 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	69,742	70,625	76,861	78,006	77,949	80,547	85,576	86,044	295,234	330,116	368,741
매출원가	49,103	50,753	54,595	57,252	56,399	57,994	61,187	63,242	211,702	238,822	265,582
매출총이익	20,639	19,872	22,266	20,754	21,550	22,553	24,389	22,802	83,532	91,294	103,159
판매비	17,224	16,859	18,202	17,921	18,117	19,090	20,256	19,876	70,207	77,338	86,808
영업이익	3,415	3,013	4,064	2,833	3,433	3,464	4,133	2,925	13,325	13,955	16,351
영업이익률	4.9%	4.3%	5.3%	3.6%	4.4%	4.3%	4.8%	3.4%	4.5%	4.2%	4.4%

자료: CJ, SK 증권

CJ 주요 상장자회사 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19F	3Q19F	4Q19F
CJ제일제당								
매출액	43,486	44,537	49,456	49,221	50,178	52,452	56,678	56,390
영업이익	2,103	1,846	2,652	1,727	1,791	2,165	3,225	2,317
순이익	722	7,834	1,208	-509	409	904	1,633	702
CJ ENM								
매출액	5,647	5,852	10,786	11,982	11,048	11,404	11,402	12,718
영업이익	555	496	765	694	921	882	845	913
순이익	627	277	542	396	490	656	665	703
CJ CGV								
매출액	4,412	4,048	4,730	4,504	4,646	4,438	5,173	4,925
영업이익	192	3	327	256	235	135	385	335
순이익	29	-199	-23	-1,693	-86	-93	123	86

자료: SK 증권

CJ 목표주가 산정

(단위: 억원 주, 원)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	32,528	30% 할인
브랜드 가치	10,006	19년 예상 브랜드 수수료의 10배
순차입금	1,013	1Q19 별도 기준
우선주 가치(차감)	1,250	
적정 시가총액	40,271	
발행주식수	29,176,998	
적정주가	138,022	
목표주가	140,000	
현재주가	103,500	
상승여력	35.3%	

자료: SK 증권

CJ 지분가치 산정

(단위: 억원)

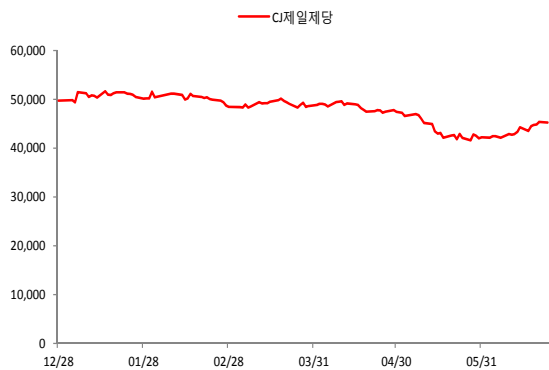
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	45,238	44.6%	14,741	20,155
	CJ프레시웨이	3,722	47.1%	430	1,753
	CJ ENM	37,258	40.1%	7,591	14,930
	CJ CGV	7,787	39.0%	698	3,039
	CJ 자사주	29,906	4.3%		1,281
비상장사	CJ올리브네트웍스				
	IT사업부문		100.0%	5,424	5,424
	H&B 사업부문		55.1%	3,655	3,655
	CJ푸드빌		96.0%	1,219	1,219
	기타			-8,085	-8,085
	합계			25,674	43,370
할인율					25%
자회사 지분가치					32,528

자료: SK 증권

주: CJ 올리브네트웍스 가치는 분할 시 적용된 가치 인용

CJ 제일제당 시가총액 추이

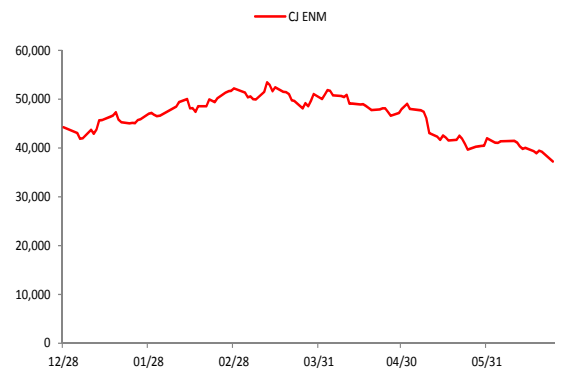
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ ENM 시가총액 추이

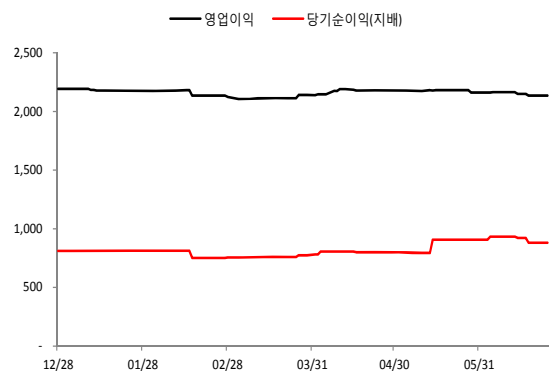
(단위: 억원)



자료: Quantwise

CJ 제일제당 2Q19 이익전망치 추이

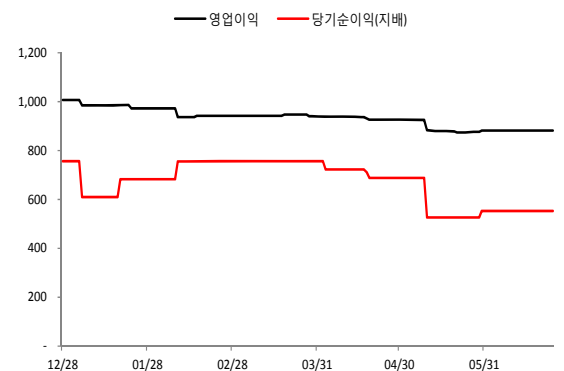
(단위: 억원)



자료: Quantwise

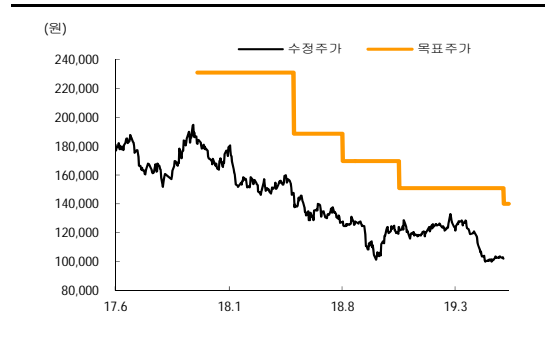
CJ ENM 2Q19 이익전망치 추이

(단위: 억원)



자료: Quantwise

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.06.28	매수	140,000원	6개월		
2018.12.13	매수	150,875원	6개월	-21.87%	-11.85%
2018.08.29	매수	169,734원	6개월	-30.15%	-22.78%
2018.06.18	매수	188,593원	6개월	-28.60%	-22.75%
2018.05.29	매수	188,593원	6개월	-24.96%	-22.75%
2017.11.29	매수	231,027원	6개월	-30.28%	-20.20%



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 (2019년 6월 28일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	83,333	88,694	153,227	188,324	218,840
현금및현금성자산	12,195	14,736	66,524	92,312	118,580
매출채권및기타채권	38,869	38,676	42,661	47,700	50,000
재고자산	17,330	20,237	22,322	24,958	26,162
비유동자산	209,921	228,602	254,440	237,910	222,730
장기금융자산	4,382	4,477	12,530	12,530	12,530
유형자산	114,929	129,702	129,732	115,857	103,467
무형자산	60,390	61,688	76,808	71,640	67,238
자산총계	293,254	317,295	407,667	426,233	441,570
유동부채	93,633	109,984	139,868	146,446	149,448
단기금융부채	45,545	59,497	84,179	84,179	84,179
매입채무 및 기타채무	33,741	32,258	35,582	39,785	41,703
단기충당부채	85	20	22	25	26
비유동부채	79,700	82,093	130,102	137,404	144,326
장기금융부채	63,400	65,234	108,765	108,765	108,765
장기매입채무 및 기타채무	299	370	370	370	370
장기충당부채	218	185	197	212	218
부채총계	173,332	192,077	269,970	283,850	293,774
지배주주지분	39,298	40,587	43,123	46,338	50,279
자본금	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579
자본잉여금	9,930	9,930	9,930	9,930	9,930
기타자본구성요소	-2,236	-2,602	-2,602	-2,602	-2,602
자기주식	-1,863	-2,269	-2,269	-2,269	-2,269
이익잉여금	31,153	33,365	36,007	39,357	43,432
비지배주주지분	80,624	84,631	94,574	96,046	97,517
자본총계	119,922	125,218	137,697	142,384	147,796
부채외자본총계	293,254	317,295	407,667	426,233	441,570

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	23,401	14,180	67,688	35,800	35,636
당기순이익(손실)	15,752	13,197	5,985	5,944	6,721
비현금성항목등	11,552	14,972	28,677	35,950	33,392
유형자산감가상각비	9,222	9,980	12,571	13,875	12,391
무형자산감가상각비	5,867	6,938	8,582	11,667	10,901
기타	-103	4,124	970	4,930	4,930
운전자본감소(증가)	-1,699	-11,217	35,862	-2,905	-901
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,673	-3,427	-5,998	-5,039	-2,300
재고자산감소(증가)	717	-4,185	463	-2,637	-1,203
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5,627	-2,357	171	4,203	1,918
기타	-3,371	-1,248	41,226	568	684
법인세납부	-2,203	-2,771	-2,836	-3,188	-3,576
투자활동현금흐름	-29,172	-21,295	-30,594	-4,022	-3,327
금융자산감소(증가)	2,513	1,541	177	0	0
유형자산감소(증가)	-21,834	-24,157	-5,594	0	0
무형자산감소(증가)	-5,518	-6,395	-6,499	-6,499	-6,499
기타	-4,334	7,716	-18,679	2,476	3,172
재무활동현금흐름	6,719	9,539	14,625	-5,989	-6,041
단기금융부채증가(감소)	-12,486	-2,602	4,632	0	0
장기금융부채증가(감소)	21,429	17,399	13,328	0	0
자본의증가(감소)	0	-406	0	0	0
배당금의 지급	-1,194	-1,343	-410	-441	-492
기타	-1,030	-3,509	-3,154	-5,549	-5,549
현금의 증가(감소)	503	2,540	51,788	25,788	26,268
기초현금	11,693	12,195	14,736	66,524	92,312
기말현금	12,195	14,736	66,524	92,312	118,580
FCF	-3,051	-10,942	15,458	26,268	26,336

자료 : CJ, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	268,986	295,234	330,116	368,741	388,292
매출원가	186,086	211,702	238,822	265,582	280,281
매출총이익	82,900	83,532	91,294	103,159	108,011
매출총이익률 (%)	30.8	28.3	27.7	28.0	27.8
판매비와관리비	69,641	70,207	77,339	86,808	91,190
영업이익	13,260	13,325	13,955	16,351	16,822
영업이익률 (%)	4.9	4.5	4.2	4.4	4.3
비영업손익	2,492	-128	-5,840	-7,444	-6,749
순금융비용	2,759	3,159	3,703	3,029	2,334
외환관련손익	702	-612	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	5,771	9,814	515	515	515
세전계속사업이익	15,752	13,197	8,115	8,907	10,072
세전계속사업이익률 (%)	5.9	4.5	2.5	2.4	2.6
계속사업법인세	4,375	4,396	2,700	2,963	3,351
계속사업이익	11,377	8,800	5,415	5,944	6,721
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	11,377	8,800	5,415	5,944	6,721
순이익률 (%)	4.2	3.0	1.6	1.6	1.7
지배주주	4,637	2,761	3,262	3,790	4,568
지배주주귀속 순이익률(%)	1.72	0.94	0.99	1.03	1.18
비지배주주	6,740	6,040	2,153	2,153	2,153
총포괄이익	4,646	6,689	4,599	5,127	5,905
지배주주	2,065	2,059	3,127	3,656	4,433
비지배주주	2,580	4,630	1,471	1,471	1,471
EBITDA	28,349	30,243	35,109	41,893	40,113

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	12.3	9.8	11.8	11.7	5.3
영업이익	5.8	0.5	4.7	17.2	2.9
세전계속사업이익	98.1	-16.2	-38.5	9.8	13.1
EBITDA	4.4	6.7	16.1	19.3	-4.3
EPS(계속사업)	107.8	-40.5	18.2	16.2	20.5
수익성 (%)					
ROE	12.1	6.9	7.8	8.5	9.5
ROA	4.0	2.9	1.5	1.4	1.6
EBITDA마진	10.5	10.2	10.6	11.4	10.3
안정성 (%)					
유동비율	89.0	80.6	109.6	128.6	146.4
부채비율	144.5	153.4	196.1	199.4	198.8
순차입금/자기자본	76.4	85.9	86.1	65.1	45.0
EBITDA/이자비용(배)	8.9	8.2	6.3	7.6	7.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	14,750	8,781	10,377	12,057	14,531
BPS	125,004	129,106	137,172	147,398	159,934
CFPS	62,747	62,597	77,665	93,304	88,620
주당 현금배당금	1,450	1,450	1,700	1,900	2,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.1	20.6	12.8	11.0	9.2
PER(최저)	10.3	11.5	9.6	8.3	6.9
PBR(최고)	1.7	1.4	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	1.2	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	2.7	1.9	1.3	1.1	1.2
EV/EBITDA(최고)	8.5	8.4	7.3	5.6	5.2
EV/EBITDA(최저)	7.9	7.5	7.1	5.4	5.0