

2019. 8. 16



▲ 은행/지주

Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **110,000 원**

현재주가 (8.14) **77,200 원**

상승여력 **42.5%**

KOSPI	1,938.37pt
시가총액	22,525억원
발행주식수	2,918만주
유동주식비율	45.54%
외국인비중	19.37
52주 최고/최저가	134,373원/76,900원
평균거래대금	64.3억원

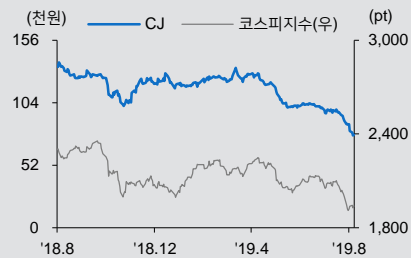
주요주주(%)

이재현 외 7인	43.28
국민연금공단	7.48

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.5	-38.7	-42.5
상대주가	-15.5	-29.6	-33.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	26,898.6	1,326.0	463.7	15,777	100.0	110,189	10.8	1.6	8.0	12.1	144.5
2018	29,523.4	1,332.5	276.1	8,621	-24.6	113,806	14.1	1.1	7.5	6.9	153.4
2019E	34,089.9	1,581.8	439.7	14,955	0.7	125,579	5.2	0.6	6.9	10.3	149.3
2020E	36,489.8	1,797.3	387.3	13,159	13.6	135,291	5.9	0.6	6.7	8.3	142.0
2021E	39,132.3	2,022.6	439.8	14,959	13.8	146,475	5.2	0.5	6.3	8.8	135.5

CJ 001040

모멘텀 부재 구간 지속

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 110,000 원으로 하향
- ✓ 지주회사 투자 매력도 저하와 그룹사 전반의 계열사 주가 부진으로 신저가 지속
- ✓ 모멘텀에 집착하는 국내 증시 특성상 순수 지주회사가 부각 받긴 어려운 국면
- ✓ 내수소비재 중심의 사업 포트폴리오로 부정적인 경기 전망과 소비심리 위축도 부담
- ✓ 하반기에도 주력 자회사인 CJ제일제당에 동행 또는 후행하는 주가 흐름 예상

모멘텀 부재 구간 지속

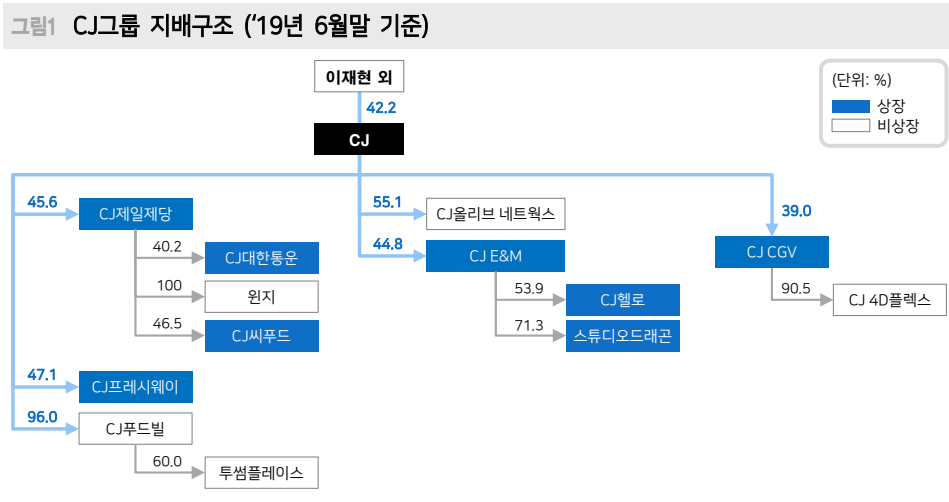
CJ 의 주가가 연일 신저가를 기록하고 있다. 주식시장 조정애 따른 지주회사 투자 매력도 저하와 그룹사 전반의 계열사(CJ 제일제당 등) 주가 부진이 맞물린 결과다. 특히 내수 소비재 중심의 사업 포트폴리오로 하반기 국내 경기 악화 우려와 소비 심리 위축 등도 주가의 발목을 잡고 있다. 그나마 상기 요인이 현 주가에 상당 부분 반영되어 있다는 점이 위안이나 본격적인 투심 회복은 쉽지 않은 상황이다.

모멘텀에 집착하는 국내 증시 특성상 순수 지주회사가 주목 받기 위해선 1) 비상장 자회사 히든밸류 재평가, 2) 지배구조 개편 과정에서의 투자 기회 제공, 3) 그룹 컨트롤 타워로서의 역할 부각 등이 필요하다. 우선 1) 과거 투자 포인트로 작용했던 올리브영의 성장성은 둔화되었고, CJ 푸드빌의 실적 부진은 지속되고 있다. 2) 각종 법안 개정, 정부 압박 등 외풍에 흔들리지 않는 안정적 지배구조는 역설적으로 투자자들의 무관심을 유발했다. 자체적으로 CJ 오쇼핑과 CJ E&M 의 합병, CJ 신형 우선주 상장, CJ 올리브네트웍스 분할 및 IT 부분 100% 자회사 추진, CJ 푸드빌의 투썸플레이스 매각 등 크고 작은 변화가 진행되고 있으나 투자자들의 관심을 환기시키기엔 역부족이다. 마지막으로 3) 그룹 컨트롤 타워로서의 역할은 계량화도 불가능 할 뿐더러 현재 증시 분위기에서 가치를 인정 받기 어렵다. 하반기에도 자체 주가 반등 트리거가 부재한 가운데 주력 자회사인 CJ제일제당에 동행 또는 후행하는 주가 흐름을 예상한다.

지분가치 하락과 NAV 할인을 확대 등을 근거로 적정주가를 110,000 원으로 하향한다. CJ 올리브네트웍스의 가치는 관련 작업이 끝나는 시점에 재조정할 예정이다. NAV 할인율의 추가 확대 가능성은 제한적이나 계열사 주가 부진이 지속되는 만큼 NAV 자체 감소에 따른 주가 하방 리스크는 경계할 필요가 있다.

(십억원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 상장사 지분가치				3,365	8월 14일 증가
CJ 제일제당	44.6		3,530.2	1,573	
CJ 프레시웨이	47.1		320.5	151	
CJ ENM	40.1		3,420.9	1,372	
CJ CGV	39.0		689.9	269	
2) 비상장사 지분가치				1,067	
올리브네트웍스	55.0	91.8		938	19년 예상 순이익 PER 20배 적용
CJ 푸드빌	96.0	121.9		122	19년 6월말 기준
기타		7.2		7	19년 6월말 기준
3) 영업가치				1,344	
브랜드로열티				1,274	영구성장률 4%, WACC 10% 가정
임대료				70	영구성장률 0%, WACC 10% 가정
4) 순차입금				69	2Q19 별도기준
5) NAV				5,708	
6) 할인율 (%)				50%	50% 할인율 적용
7) Target NAV				2,854	
8) 유통주식수 (주)	26,205,428				보통주 기준
9) 주당 NAV				110,119	
10) 적정주가 (원)				110,000	
11) 현재주가 (원)				77,200	8월 14일 증가
12) 상승여력 (%)				42.5	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	FY18	FY19E	FY20E
<b>매출액</b>	<b>6,974</b>	<b>7,063</b>	<b>7,686</b>	<b>7,801</b>	<b>7,795</b>	<b>8,454</b>	<b>8,844</b>	<b>8,997</b>	<b>29,523</b>	<b>34,090</b>	<b>36,490</b>
% YoY	9.8%	8.6%	8.8%	11.8%	11.8%	19.7%	15.1%	15.3%	9.8%	15.5%	7.0%
CJ 제일제당	4,349	4,454	4,946	4,922	5,018	5,515	6,001	6,013	18,670	22,547	24,564
CJ 프레스웨이	676	729	704	719	748	757	773	790	2,828	3,067	3,295
CJ ENM	1,041	1,170	1,079	1,198	1,105	1,260	1,157	1,283	4,489	4,805	4,988
CJ CGV	441	405	473	450	465	482	529	498	1,769	1,973	2,105
기타	-309	62	-353	-384	-399	-458	-479	-488	-983	-1,825	-1,978
매출원가	4,910	5,075	5,460	5,725	5,640	6,134	6,412	6,568	21,170	24,754	26,533
<b>매출총이익</b>	<b>2,064</b>	<b>1,987</b>	<b>2,227</b>	<b>2,075</b>	<b>2,155</b>	<b>2,320</b>	<b>2,432</b>	<b>2,429</b>	<b>8,353</b>	<b>9,336</b>	<b>9,957</b>
GP Margin	29.6%	28.1%	29.0%	26.6%	27.6%	27.4%	27.5%	27.0%	28.3%	27.4%	27.3%
판관비	1,722	1,686	1,820	1,792	1,812	1,954	1,955	2,033	7,021	7,754	8,159
% YoY	3.8%	1.1%	2.8%	-4.0%	5.2%	15.9%	7.4%	13.4%	0.8%	10.4%	5.2%
<b>영업이익</b>	<b>342</b>	<b>301</b>	<b>406</b>	<b>283</b>	<b>343</b>	<b>365</b>	<b>477</b>	<b>396</b>	<b>1,332</b>	<b>1,582</b>	<b>1,797</b>
% YoY	3.0%	1.2%	-5.9%	7.0%	0.5%	21.2%	17.4%	39.8%	0.5%	18.7%	13.6%
OP Margin	4.9%	4.3%	5.3%	3.6%	4.4%	4.3%	5.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.9%
CJ 제일제당	210	185	265	173	179	175	298	223	833	875	1,056
CJ 프레스웨이	6	14	13	18	7	19	18	20	51	63	69
CJ ENM	90	50	77	69	96	97	86	90	285	369	388
CJ CGV	19	0	33	26	24	23	38	29	78	115	126
기타	16	53	19	-2	38	50	37	35	86	160	159
영업외손익	-94	850	-148	-620	-172	-3	-122	-125	-13	-422	-461
<b>세전이익</b>	<b>248</b>	<b>1,151</b>	<b>258</b>	<b>-337</b>	<b>171</b>	<b>362</b>	<b>355</b>	<b>271</b>	<b>1,320</b>	<b>1,160</b>	<b>1,336</b>
법인세비용	57	297	115	-30	57	72	94	72	440	295	354
<b>당기순이익</b>	<b>191</b>	<b>854</b>	<b>143</b>	<b>-307</b>	<b>114</b>	<b>290</b>	<b>261</b>	<b>199</b>	<b>880</b>	<b>865</b>	<b>982</b>
지배주주	87	363	7	-181	48	215	101	75	276	440	387
% YoY	42.1%	84.8%	-96.7%	1867.6%	-44.2%	-40.8%	1332.4%	-141.3%	-40.5%	59.3%	-11.9%
NP Margin	1.2%	5.1%	0.1%	-2.3%	0.6%	2.5%	1.1%	0.8%	0.9%	1.3%	1.1%
비지배주주	104	490	135	-126	66	75	160	124	604	425	595

자료: 메리츠증권 리서치센터

## CJ (001040)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>26,898.6</b>	<b>29,523.4</b>	<b>34,089.9</b>	<b>36,489.8</b>	<b>39,132.3</b>
매출액증가율 (%)	12.3	9.8	15.5	7.0	7.2
매출원가	18,608.6	21,170.2	24,753.9	26,533.1	28,494.2
매출총이익	8,290.0	8,353.2	9,336.1	9,956.7	10,638.2
판매관리비	6,964.1	7,020.7	7,754.3	8,159.5	8,615.6
<b>영업이익</b>	<b>1,326.0</b>	<b>1,332.5</b>	<b>1,581.8</b>	<b>1,797.3</b>	<b>2,022.6</b>
영업이익률	4.9	4.5	4.6	4.9	5.2
금융손익	-3.4	-483.0	-558.8	-546.6	-619.5
종속/관계기업손익	86.6	56.4	48.0	48.3	48.5
기타영업외손익	166.0	413.8	88.6	37.1	68.3
세전계속사업이익	1,575.2	1,319.7	1,159.7	1,336.0	1,519.9
법인세비용	437.5	439.6	294.7	354.1	402.8
<b>당기순이익</b>	<b>1,137.7</b>	<b>880.0</b>	<b>865.0</b>	<b>982.0</b>	<b>1,117.1</b>
지배주주지분 순이익	463.7	276.1	439.7	387.3	439.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,240.4</b>	<b>1,541.1</b>	<b>2,171.0</b>	<b>2,587.4</b>	<b>2,817.8</b>
당기순이익(손실)	1,137.7	880.0	865.0	982.0	1,117.1
유형자산상각비	922.2	998.0	1,257.0	1,294.0	1,350.0
무형자산상각비	586.7	693.9	365.0	290.0	350.0
운전자본의 증감	-269.7	-998.7	-658.0	-319.0	-340.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,863.8</b>	<b>-2,126.0</b>	<b>-1,892.1</b>	<b>-1,978.3</b>	<b>-2,598.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-2,273.0	-2,458.3	-1,500.0	-1,832.0	-2,350.0
투자자산의감소(증가)	-216.5	-126.2	-99.0	-84.9	-89.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>718.2</b>	<b>827.4</b>	<b>-110.8</b>	<b>-329.6</b>	<b>-224.4</b>
차입금의 증감	1,072.6	1,578.6	307.3	116.4	227.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	50.3	254.0	207.3	279.6	-4.9
기초현금	1,169.3	1,219.6	1,473.6	1,680.9	1,960.5
기말현금	1,219.6	1,473.6	1,680.9	1,960.5	1,955.6

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>8,333.3</b>	<b>8,869.4</b>	<b>10,220.6</b>	<b>11,101.4</b>	<b>11,758.4</b>
현금및현금성자산	1,219.6	1,473.6	1,680.9	1,960.5	1,955.6
매출채권	3,551.8	3,534.8	4,081.6	4,368.9	4,685.3
재고자산	1,733.0	2,023.7	2,336.7	2,501.2	2,682.3
<b>비유동자산</b>	<b>20,992.1</b>	<b>22,860.2</b>	<b>23,097.9</b>	<b>23,530.8</b>	<b>24,469.9</b>
유형자산	11,492.9	12,970.2	13,213.2	13,751.2	14,751.2
무형자산	6,039.0	6,168.8	6,103.8	5,913.8	5,763.8
투자자산	2,310.0	2,492.6	2,591.6	2,676.5	2,765.6
<b>자산총계</b>	<b>29,325.4</b>	<b>31,729.6</b>	<b>33,318.5</b>	<b>34,632.2</b>	<b>36,228.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>9,363.3</b>	<b>10,998.4</b>	<b>11,380.3</b>	<b>11,351.9</b>	<b>11,497.5</b>
매입채무	2,035.0	2,088.3	2,411.3	2,581.1	2,768.0
단기차입금	2,920.1	4,106.7	4,172.7	4,205.7	4,205.7
유동성장기부채	1,402.9	1,653.6	1,705.6	1,487.6	1,457.6
<b>비유동부채</b>	<b>7,970.0</b>	<b>8,209.3</b>	<b>8,571.3</b>	<b>8,972.3</b>	<b>9,346.7</b>
사채	4,682.1	4,516.7	4,821.7	5,239.7	5,589.7
장기차입금	1,592.7	1,767.9	1,622.9	1,490.9	1,380.9
<b>부채총계</b>	<b>17,333.2</b>	<b>19,207.7</b>	<b>19,951.6</b>	<b>20,324.2</b>	<b>20,844.2</b>
자본금	157.9	157.9	179.1	179.1	179.1
자본잉여금	993.0	993.0	993.0	993.0	993.0
기타포괄이익누계액	-112.8	-168.4	-168.4	-168.4	-168.4
이익잉여금	3,115.3	3,336.5	3,735.3	4,081.6	4,480.5
비지배주주지분	8,062.4	8,463.1	8,888.3	9,483.0	10,160.2
<b>자본총계</b>	<b>11,992.2</b>	<b>12,521.8</b>	<b>13,366.9</b>	<b>14,308.0</b>	<b>15,384.1</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	921,911	1,011,874	1,168,384	1,250,636	1,341,205
EPS(지배주주)	15,777	8,621	14,955	13,159	14,959
CFPS	78,587	81,476	107,060	111,748	122,045
EBITDAPS	97,161	103,653	109,805	115,888	127,586
BPS	110,189	113,806	125,579	135,291	146,475
DPS	1,450	1,450	1,450	1,450	1,450
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.9	1.9	1.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.8	14.1	5.2	5.9	5.2
PCR	2.2	1.5	0.7	0.7	0.6
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	1.6	1.1	0.6	0.6	0.5
EBITDA	2,834.9	3,024.3	3,203.8	3,381.3	3,722.6
EV/EBITDA	8.0	7.5	6.9	6.7	6.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.1	6.9	10.3	8.3	8.8
EBITDA 이익률	10.5	10.2	9.4	9.3	9.5
부채비율	144.5	153.4	149.3	142.0	135.5
금융비용부담률	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
이자보상배율(x)	4.2	3.6	4.0	4.4	4.9
매출채권회전율(x)	7.9	8.3	9.0	8.6	8.6
재고자산회전율(x)	15.7	15.7	15.6	15.1	15.1

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**CJ (001040) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

