

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sks.co.kr

02-3773-8812

Company Data

자본금	1,790 억원
발행주식수	2,918 만주
자사주	327 만주
액면가	5,000 원
시가총액	28,010 억원
주요주주	
이재현(외7)	43.28%
자사주	11.17%
외국인지분률	18.70%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(19/12/11)	96,000 원
KOSPI	2,105.62 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	133,000 원
52주 최저가	76,900 원
60일 평균 거래대금	61 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.9%	7.8%
6개월	-7.2%	-7.0%
12개월	-19.5%	-22.1%

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 118,000 원(하향))

2020 년 수익성 개선 기대

3Q19 주요 계열사 실적이 부진했던 CJ는 4Q19 부터 수익성 개선 전망

- 4Q19 CJ제일제당, CJ ENM, CJ 올리브네트웍스 등 주요 계열사 실적 개선

- 그룹 차원의 수익성 중심 경영 기조로 지주회사인 CJ의 2020년 영업이익은 2015년 이후 처음으로 두 자릿수 증가 전망

- 주요 계열사 주가 하락에 따른 NAV 하락 반영하여 목표주가 118,000 원으로 하향

4Q19 부터 실적 개선 전망

3Q19 는 CJ 의 주요 계열사인 CJ 제일제당, CJ ENM 등이 부진한 실적을 보였으나, 4Q19 에는 실적 개선 가능성이 높다. CJ 제일제당, CJ ENM, CJ CGV 가 전년 동기 대비 영업이익 증가가 예상되는 가운데, 작년 4 분기 순손실을 기록한 CJ 올리브네트웍스 도 올해 4Q19 에는 흑자전환이 예상되기 때문이다.

수익성 중심 경영 기조로 2020년 수익성 개선 전망

CJ 그룹은 수익성 중심의 비상경영을 선포하였다. CJ는 2015년부터 2018년까지 매출이 연 평균 11.7% 성장하며 높은 성장세를 유지해 왔으나, 동일 기간 영업이익은 2.8% 증가하는 데 그쳤다. 수익성이 높은 매출 성장세를 따라가지 못한 것이다. 이에 추가도 같은 기간에 22% 이상 하락했으며, 올해에도 25% 이상 하락하였다. 2020년부터는 CJ 그룹 차원에서 수익성 중심의 경영이 강조되며 지주회사인 CJ의 수익성 개선이 예상된다. 2020년 매출액 성장률은 8.9%로 과거 대비 다소 하락하겠으나, 영업이익은 12.6% 증가하며 2015년 이후 처음으로 두 자릿수 증가를 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 118,000 원(하향)

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다. CJ 그룹의 비상경영 선포 이후 2020년 지주회사 CJ의 수익성 개선이 예상되기 때문이다. 이에 최근 주가 반등세가 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 목표주가는 주요 상장계열사 지분가치 하락에 따른 NAV 하락을 반영하여 기존 140,000 원에서 118,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	239,542	268,986	295,234	336,537	366,472	395,202
yoy	%	13.2	12.3	9.8	14.0	8.9	7.8
영업이익	억원	12,529	13,260	13,325	14,616	16,458	17,468
yoy	%	2.3	5.8	0.5	9.7	12.6	6.1
EBITDA	억원	27,149	28,349	30,243	39,977	47,427	45,198
세전이익	억원	7,953	15,752	13,197	5,709	6,007	7,888
순이익(지배주주)	억원	2,230	4,637	2,761	3,645	3,865	5,252
영업이익률%	%	5.2	4.9	4.5	4.3	4.5	4.4
EBITDA%	%	11.3	10.5	10.2	11.9	12.9	11.4
순이익률	%	2.4	4.2	3.0	1.3	1.2	1.5
EPS(계속사업)	원	6,257	13,002	7,741	10,220	10,838	14,727
PER	배	28.2	13.2	15.7	9.4	8.9	6.5
PBR	배	1.7	1.6	1.1	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	7.9	8.1	7.7	6.6	4.9	4.5
ROE	%	6.1	12.1	6.9	8.5	8.1	10.0
순차입금	억원	80,475	91,593	107,506	129,116	93,563	58,662
부채비율	%	140.0	144.5	153.4	190.3	187.4	182.4

CJ 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	69,742	70,625	76,861	78,006	77,949	84,537	86,797	87,253	295,234	336,536	366,472
매출원가	49,103	50,753	54,595	57,252	56,399	61,340	63,636	64,044	211,702	245,419	265,009
매출총이익	20,639	19,872	22,266	20,754	21,550	23,197	23,161	23,209	83,532	91,117	101,463
판매비	17,224	16,859	18,202	17,921	18,117	19,544	18,893	19,946	70,207	76,500	85,005
영업이익	3,415	3,013	4,064	2,833	3,433	3,652	4,268	3,263	13,325	14,616	16,458
영업이익률	4.9%	4.3%	5.3%	3.6%	4.4%	4.3%	4.9%	3.7%	4.5%	4.3%	4.5%

자료: CJ, SK 증권

CJ 주요 계열사 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
CJ제일제당												
매출액	43,486	44,537	49,456	49,221	50,178	52,947	55,652	56,136	56,993	59,084	63,078	62,793
영업이익	2,103	1,846	2,652	1,727	1,791	1,753	2,727	1,971	2,347	2,212	2,989	2,282
순이익	722	7,834	1,208	-509	409	395	171	468	779	662	1,184	719
CJ ENM												
매출액	5,647	5,852	10,786	11,982	11,048	12,604	11,531	12,652	11,069	12,304	11,570	12,963
영업이익	555	496	765	694	921	968	641	848	853	970	828	1,005
순이익	627	277	542	396	490	658	309	648	589	627	671	760
CJ CGV												
매출액	4,412	4,048	4,730	4,504	4,646	4,819	4,975	5,142	5,011	4,777	5,282	5,194
영업이익	192	3	327	256	235	235	310	351	278	186	360	385
순이익	29	-199	-23	-1,693	-86	-98	-71	18	33	-43	58	42

자료: SK 증권

CJ 자회사 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	C제일제당	36,055	44.6%	14,741	16,063
	C프레시웨이	3,063	47.1%	430	1,443
	CJ ENM	32,762	40.1%	7,591	13,128
	CJ CGV	7,650	39.0%	698	2,985
	CJ 자사주	26,493	4.3%		1,135
비상장사	C올리브네트웍스		55.1%	918	5,637
	C푸드빌		96.0%	1,219	1,219
	기타			76	76
	합계			25,674	41,686
할인율					30%
자회사 지분가치					29180

자료 SK 증권

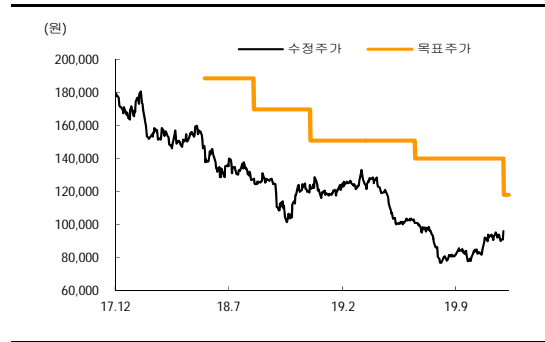
CJ 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 원)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	29,180	30% 할인
브랜드 가치	10,013	19년 예상 브랜드 수수료의 10배
순차입금	1,115	3Q19 별도 기준
우선주 가치(차감)	3,709	우선주 + 신형우선주
적정 시가총액	34,369	
발행주식수	29,176,998	
적정주가	117,793	
목표주가	118,000	

자료 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.12.12	매수	118,000원	6개월		
2019.06.28	매수	140,000원	6개월	-37.26%	-27.86%
2018.12.13	매수	150,875원	6개월	-21.96%	-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%



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 12월 12일 기준)

매수	84.83%	중립	15.17%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	83,333	88,694	149,910	192,575	231,424
현금및현금성자산	12,195	14,736	62,725	98,278	133,179
매출채권및기타채권	38,869	38,676	43,260	47,110	49,247
재고자산	17,330	20,237	22,635	24,650	25,768
비유동자산	209,921	228,602	274,581	252,688	234,281
장기금융자산	4,382	4,477	11,397	11,397	11,397
유형자산	114,929	129,702	143,726	124,672	108,143
무형자산	60,390	61,688	81,379	76,379	72,093
자산총계	293,254	317,295	424,491	445,263	465,704
유동부채	93,633	109,984	147,090	152,115	154,905
단기금융부채	45,545	59,497	90,618	90,618	90,618
매입채무 및 기타채무	33,741	32,258	36,082	39,293	41,076
단기충당부채	85	20	22	24	25
비유동부채	79,700	82,093	131,155	138,230	145,875
장기금융부채	63,400	65,234	108,484	108,484	108,484
장기매입채무 및 기타채무	299	370	370	370	370
장기충당부채	218	185	199	210	216
부채총계	173,332	192,077	278,245	290,346	300,781
지배주주지분	39,298	40,587	45,128	49,782	55,772
자본금	1,579	1,579	1,790	1,790	1,790
자본잉여금	9,930	9,930	9,928	9,928	9,928
기타자본구성요소	-2,236	-2,602	-2,525	-2,525	-2,525
자기주식	-1,863	-2,269	-2,276	-2,276	-2,276
이익잉여금	31,153	33,365	36,426	39,851	44,611
비지배주주지분	80,624	84,631	101,118	105,135	109,152
자본총계	119,922	125,218	146,246	154,918	164,924
부채외자본총계	293,254	317,295	424,491	445,263	465,704

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	23,401	14,180	74,966	47,167	45,697
당기순이익(손실)	15,752	13,197	6,439	4,431	5,818
비현금성항목등	11,552	14,972	32,067	42,997	39,380
유형자산감가상각비	9,222	9,980	17,014	19,054	16,528
무형자산감가상각비	5,867	6,938	8,347	11,916	11,201
기타	-103	4,124	327	6,853	6,853
운전자본감소(증가)	-1,699	-11,217	41,005	-2,067	-814
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,673	-3,427	-5,683	-3,850	-2,137
재고자산감소(증가)	717	-4,185	-345	-2,014	-1,118
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5,627	-2,357	3,341	3,211	1,783
기타	-3,371	-1,248	43,691	586	658
법인세납부	-2,203	-2,771	-4,545	1,807	1,314
투자활동현금흐름	-29,172	-21,295	-39,699	-5,447	-4,577
금융자산감소(증가)	2,513	1,541	2,392	0	0
유형자산감소(증가)	-21,834	-24,157	-17,228	0	0
무형자산감소(증가)	-5,518	-6,395	-6,915	-6,915	-6,915
기타	-4,334	7,716	-17,947	1,468	2,338
재무활동현금흐름	6,719	9,539	12,767	-6,166	-6,218
단기금융부채증가(감소)	-12,486	-2,602	-4,010	0	0
장기금융부채증가(감소)	21,429	17,399	20,035	0	0
자본의증가(감소)	0	-406	-7	0	0
배당금의 지급	-1,194	-1,343	-410	-441	-492
기타	-1,030	-3,509	-1,784	-5,726	-5,726
현금의 증가(감소)	503	2,540	47,989	35,553	34,901
기초현금	11,693	12,195	14,736	62,725	98,278
기말현금	12,195	14,736	62,725	98,278	133,179
FCF	-3,051	-10,942	6,384	33,378	32,135

자료 : CJ, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	268,986	295,234	336,537	366,472	395,202
매출원가	186,086	211,702	245,420	265,009	286,931
매출총이익	82,900	83,532	91,117	101,463	108,271
매출총이익률 (%)	30.8	28.3	27.1	27.7	27.4
판매비와관리비	69,641	70,207	76,501	85,005	90,803
영업이익	13,260	13,325	14,616	16,458	17,468
영업이익률 (%)	4.9	4.5	4.3	4.5	4.4
비영업손익	2,492	-128	-8,908	-10,450	-9,580
순금융비용	2,759	3,159	5,132	4,264	3,394
외환관련손익	702	-612	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	5,771	9,814	2,772	666	666
세전계속사업이익	15,752	13,197	5,709	6,007	7,888
세전계속사업이익률 (%)	5.9	4.5	1.7	1.6	2.0
계속사업법인세	4,375	4,396	1,498	1,576	2,070
계속사업이익	11,377	8,800	4,211	4,431	5,818
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	11,377	8,800	4,211	4,431	5,818
순이익률 (%)	4.2	3.0	1.3	1.2	1.5
지배주주	4,637	2,761	3,645	3,865	5,252
지배주주귀속 순이익률(%)	1.72	0.94	1.08	1.05	1.33
비지배주주	6,740	6,040	566	566	566
총포괄이익	4,646	6,689	8,892	9,112	10,499
지배주주	2,065	2,059	4,875	5,095	6,482
비지배주주	2,580	4,630	4,017	4,017	4,017
EBITDA	28,349	30,243	39,977	47,427	45,198

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	12.3	9.8	14.0	8.9	7.8
영업이익	5.8	0.5	9.7	12.6	6.1
세전계속사업이익	98.1	-16.2	-56.7	5.2	31.3
EBITDA	4.4	6.7	32.2	18.6	-4.7
EPS(계속사업)	107.8	-40.5	32.0	6.0	35.9
수익성 (%)					
ROE	12.1	6.9	8.5	8.1	10.0
ROA	4.0	2.9	1.1	1.0	1.3
EBITDA마진	10.5	10.2	11.9	12.9	11.4
안정성 (%)					
유동비율	89.0	80.6	101.9	126.6	149.4
부채비율	144.5	153.4	190.3	187.4	182.4
순차입금/자기자본	76.4	85.9	88.3	60.4	35.6
EBITDA/이자비용(배)	8.9	8.2	7.0	8.3	7.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,002	7,741	10,220	10,838	14,727
BPS	110,189	113,806	126,538	139,588	156,382
CFPS	55,311	55,178	81,330	97,676	92,479
주당 현금배당금	1,450	1,450	1,700	1,900	2,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.0	23.3	13.0	12.3	9.0
PER(최저)	11.7	13.1	7.5	7.1	5.2
PBR(최고)	1.9	1.6	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	1.4	0.9	0.6	0.6	0.5
PCR	3.1	2.2	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA(최고)	8.5	8.4	6.9	5.1	4.7
EV/EBITDA(최저)	7.9	7.5	6.5	4.8	4.4