

2020. 2. 27



▲ 은행/지주

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

RA **오형근**
02. 6454-4885
hg.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **110,000 원**

현재주가 (2.26) **84,800 원**

상승여력 **29.7%**

KOSPI	2,076.77pt
시가총액	24,742억원
발행주식수	2,918만주
유동주식비율	41.77%
외국인비중	18.72%
52주 최고/최저가	133,000원 /76,900원
평균거래대금	68.0억원

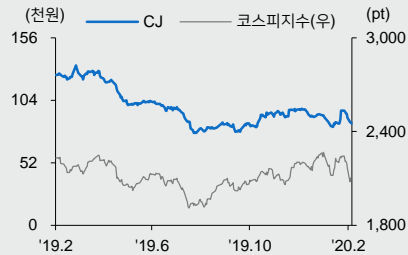
주요주주(%)

이재현 외 6인	47.05
국민연금공단	8.48
	0.0

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	8.7	-33.0
상대주가	1.9	0.3	-28.1

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	33,779.7	1,283.1	181.7	6,113	-69.5	118,055	15.8	0.8	8.1	4.4	202.1
2020E	36,514.5	1,650.7	248.5	8,401	117.9	123,511	10.2	0.7	7.3	5.8	198.8
2021E	39,079.3	1,850.3	258.3	8,736	3.0	129,168	9.8	0.7	7.2	5.7	196.2

CJ 001040

코로나 19 확산의 여파

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 110,000원 유지
- ✓ 코로나19 확산으로 내수 경기 침체 우려 심화
- ✓ 내수 산업 중심의 사업 포트폴리오가 주는 불편함 증대로 투자심리 훼손 불가피
- ✓ 코로나 공포가 걷힌 뒤 수익성 중심의 체질 개선 노력 부각 예상
- ✓ NAV 할인을 추가 확대 가능성은 낮으나 NAV 하락에 따른 하방 리스크는 경계

코로나19 확산으로 투자심리 위축

소비재 관련 주식 급락이 대변하듯 코로나19가 빠르게 확산되며 내수 경기 침체에 대한 우려가 깊다. 주력 자회사인 CJ제일제당의 재무구조 개선 및 연속된 호실적의 반사효과로 반등을 예상했던 CJ 주주 입장에선 아쉬울 수 밖에 없는 상황이다. 내수 산업 중심의 사업 포트폴리오가 주는 불편함이 증대된 만큼 투자심리 회복을 위해선 코로나19 극복 및 내수 경기 회복 시그널 등이 전제조건으로 필요하다.

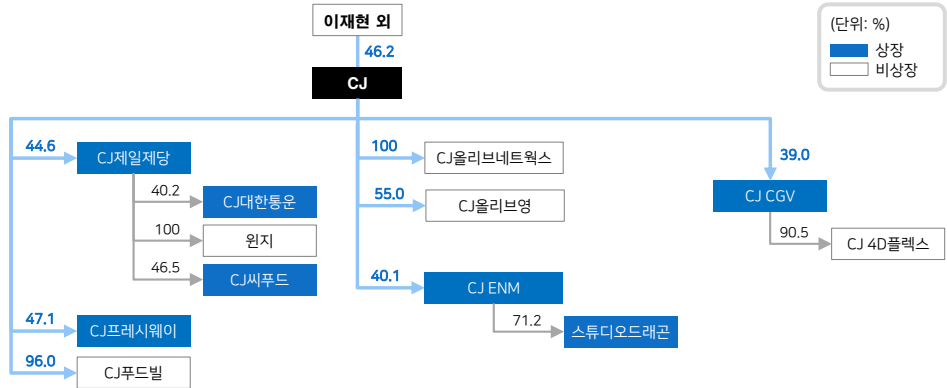
긍정적인 그룹 체질 개선 노력

코로나 공포가 걷힌 뒤 '20년 CJ에 거는 기대는 그 어느 해 보다 크다. 우선 성장성 보단 수익성에 방점을 둔 경영전략의 결과물이다. 당장에 투자자들이 느끼는 체감적인 변화는 크지 않으나 CJ제일제당의 자산 유동화, CJ CGV 해외 투자 유치 등의 노력 등은 분명 긍정적으로 평가 가능하다. 여기에 지난 연말 완전자회사로 편입한 CJ올리브네트웍스의 성장성 확보 여부, CJ푸드빌의 실적 정상화 등도 주목해 볼 만하다. 전술한 내용이 실적으로 이어질 경우 CJ제일제당 주가에 동행 또는 후행 하는 관성적인 움직임에서 벗어날 수 있다.

투자의견 Buy, 적정주가 110,000원 유지

투자의견 Buy, 적정주가 110,000원을 유지한다. 비우호적인 외부환경에도 상장 지주사 중 가장 높은 수준의 할인율을 적용 받고 있는 만큼 NAV 할인율이 추가적으로 확대될 가능성은 크지 않다고 판단하기 때문이다. 다만 내수 경기 침체가 심해질 경우 상장 자회사 NAV 하락에 따른 주가 하방 리스크는 경계할 필요가 있다.

그림1 CJ그룹 지배구조 ('20년 2월말 기준)



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	FY18	FY19E	FY20E
매출액	7,795	8,454	8,454	9,077	8,654	8,982	9,411	9,468	29,523	33,780	36,514
% YoY	11.8%	19.7%	10.0%	16.4%	11.0%	6.2%	11.3%	4.3%	9.8%	14.4%	8.1%
CJ 제일제당	5,018	5,515	5,858	5,961	5,755	5,902	6,314	6,271	18,670	22,352	24,242
CJ 프레시웨이	748	757	770	781	804	829	856	867	2,828	3,055	3,355
CJ ENM	1,105	1,260	1,153	1,014	912	992	987	1,085	4,489	4,532	3,976
CJ CGV	465	482	497	498	401	491	535	553	1,769	1,942	1,980
기타	-399	-441	-628	43	-87	-91	-95	-96	-983	-1,425	-369
매출원가	5,640	6,134	6,364	6,672	6,270	6,526	6,889	6,968	21,170	24,809	26,653
매출총이익	2,155	2,320	2,090	2,406	2,384	2,456	2,522	2,500	8,353	8,970	9,861
GP Margin	27.6%	27.4%	24.7%	26.5%	27.5%	27.3%	26.8%	26.4%	28.3%	26.6%	27.0%
판관비	1,812	1,954	1,889	2,032	2,039	2,081	2,056	2,034	7,021	7,687	8,210
% YoY	5.2%	15.9%	3.8%	13.4%	12.5%	6.5%	8.8%	0.1%	0.8%	9.5%	6.8%
영업이익	343	365	427	374	345	374	466	465	1,332	1,509	1,651
% YoY	0.5%	21.2%	5.0%	32.0%	0.5%	2.5%	9.2%	24.4%	0.5%	13.3%	9.4%
OP Margin	4.4%	4.3%	5.0%	4.1%	4.0%	4.2%	5.0%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%
CJ 제일제당	179	175	273	270	238	223	308	278	833	897	1,046
CJ 프레시웨이	7	19	18	15	7	23	22	22	51	58	74
CJ ENM	92	97	64	43	67	82	68	84	285	296	301
CJ CGV	24	35	46	45	6	25	39	48	78	150	118
기타	42	39	26	2	27	23	29	33	86	109	112
영업외손익	-172	-3	-259	-478	-203	-218	-229	-234	-13	-912	-884
세전이익	171	362	168	-104	142	156	237	231	1,320	597	766
법인세비용	57	72	94	-50	36	40	61	59	440	172	195
당기순이익	114	290	73	-154	106	116	177	172	880	324	571
지배주주	48	215	32	-72	42	54	77	76	276	223	248
% YoY	-44.2%	-40.8%	352.3%	-60.0%	-13.9%	-75.0%	141.2%	-204.6%	-40.5%	-19.2%	11.4%
NP Margin	0.6%	2.5%	0.4%	-0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%
비지배주주	66	75	41	-82	64	62	99	96	604	101	323

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

CJ (001040)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	26,898.6	29,523.4	33,779.7	36,514.5	39,079.3
매출액증가율 (%)	12.3	9.8	14.4	8.1	7.0
매출원가	18,608.6	21,170.2	24,809.5	26,653.4	28,566.6
매출총이익	8,290.0	8,353.2	8,970.2	9,861.1	10,512.7
판매비와관리비	6,964.1	7,020.7	7,687.1	8,210.3	8,662.4
영업이익	1,326.0	1,332.5	1,283.1	1,650.7	1,850.3
영업이익률 (%)	4.9	4.5	3.8	4.5	4.7
금융수익	-3.4	-483.0	-690.5	-679.6	-737.9
중속/관계기업관련손익	86.6	56.4	66.8	67.1	67.4
기타영업외손익	166.0	413.8	-288.4	-271.7	-390.6
세전계속사업이익	1,575.2	1,319.7	371.0	766.5	789.2
법인세비용	437.5	439.6	107.1	195.5	201.3
당기순이익	1,137.7	880.0	263.9	571.0	588.0
지배주주지분 순이익	463.7	276.1	181.7	248.5	258.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	2,240.4	1,541.1	4,428.1	2,581.4	2,698.5
당기순이익(손실)	1,137.7	880.0	263.9	571.0	588.0
유형자산감가상각비	922.2	998.0	1,257.0	1,294.0	1,350.0
무형자산상각비	586.7	693.9	625.9	565.6	512.0
운전자본의 증감	-269.7	-998.7	1,888.7	-294.4	-205.8
투자활동 현금흐름	-2,863.8	-2,126.0	-7,350.7	-2,105.4	-2,729.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,273.0	-2,458.3	-3,000.0	-1,832.0	-2,350.0
투자자산의 감소(증가)	-216.5	-126.2	-1,853.2	-190.5	-196.2
재무활동 현금흐름	718.2	827.4	2,564.3	-357.6	-306.1
차입금증감	1,072.6	1,578.6	3,025.3	185.6	246.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	50.3	254.0	-319.1	118.4	-337.2
기초현금	1,169.3	1,219.6	1,473.6	1,154.5	1,272.9
기말현금	1,219.6	1,473.6	1,154.5	1,272.9	935.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	8,333.3	8,869.4	10,245.1	11,099.5	11,452.5
현금및현금성자산	1,219.6	1,473.6	1,154.5	1,272.9	935.7
매출채권	3,551.8	3,534.8	3,817.6	4,126.7	4,416.5
재고자산	1,733.0	2,023.7	2,630.8	2,843.7	3,043.5
비유동자산	20,992.1	22,860.2	28,291.3	28,554.2	29,438.4
유형자산	11,492.9	12,970.2	14,713.2	15,251.2	16,251.2
무형자산	6,039.0	6,168.8	8,042.9	7,577.3	7,265.3
투자자산	2,310.0	2,492.6	4,345.8	4,536.3	4,732.6
자산총계	29,325.4	31,729.6	38,536.4	39,653.7	40,890.9
유동부채	9,363.3	10,998.4	13,433.4	13,477.1	13,616.0
매입채무	2,035.0	2,088.3	2,389.4	2,582.8	2,764.2
단기차입금	2,920.1	4,106.7	5,172.7	5,252.7	5,252.7
유동성장기부채	1,402.9	1,653.6	2,705.6	2,487.6	2,457.6
비유동부채	7,970.0	8,209.3	12,347.5	12,904.0	13,470.9
사채	4,682.1	4,516.7	4,521.7	4,939.7	5,289.7
장기차입금	1,592.7	1,767.9	2,622.9	2,490.9	2,380.9
부채총계	17,333.2	19,207.7	25,780.9	26,381.1	27,086.8
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	3,466.9	3,661.5	3,863.3
비지배주주지분	8,062.4	8,463.1	8,545.2	8,867.7	9,197.4
자본총계	11,992.2	12,521.8	12,755.5	13,272.6	13,804.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	921,911	1,011,874	1,157,751	1,251,482	1,339,387
EPS(지배주주)	15,777	8,621	6,113	8,401	8,736
CFPS	78,587	81,476	90,705	105,261	106,437
EBITDAPS	97,161	103,653	108,509	120,313	127,234
BPS	110,189	113,806	118,055	123,511	129,168
DPS	1,450	1,450	1,850	1,950	2,050
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.9	2.3	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	10.8	14.1	15.8	10.2	9.8
PCR	2.2	1.5	1.1	0.8	0.8
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	1.6	1.1	0.8	0.7	0.7
EBITDA	2,834.9	3,024.3	3,166.0	3,510.4	3,712.3
EV/EBITDA	8.0	7.5	8.1	7.3	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.1	6.9	4.4	5.8	5.7
EBITDA 이익률	10.5	10.2	9.4	9.6	9.5
부채비율	144.5	153.4	202.1	198.8	196.2
금융비용부담률	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
이자보상배율(x)	4.2	3.6	2.9	3.4	3.7
매출채권회전율(x)	7.9	8.3	9.2	9.2	9.1
재고자산회전율(x)	15.7	15.7	14.5	13.3	13.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ (001040) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

