

CJ (001040)

불확실성 계속되고 있지만 기대 요인도 상존

4분기 컨센서스 하회했지만 NAV 확대 반영해 목표가 상향

CJ에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 123,000원으로 12.8% 상향. 목표가 상향은 자회사 주가 상승에 따른 NAV 확대를 반영했기 때문. CJ의 4분기 영업이익은 3,380억원으로 컨센서스를 크게 하회. 이는 주요 자회사들의 실적 부진 때문. CJ제일제당은 4분기 영업이익이 전년 동기 대비 10% 증가한 2,966억원을 기록했지만 판매비 증가 및 원화 강세로 인해 컨센서스를 9% 하회. CJ CGV는 -935억원으로 영업 적자가 지속됐는데 판매비를 전년대비 30%나 줄였음에도 역부족인 실정. CJ프레시웨이도 외식산업 침체로 인해 4분기 영업이익이 -55억원으로 다시 적자전환. 물론 CJ ENM이 광고·미디어 부문 수익성 개선에 따라 879억원의 영업이익을 실현해 선방했지만 티빙(TVING)에 향후 3년간 4천억원 이상의 투자가 예정되어 있어 충분한 유로구독자 확보전까지는 단기적 비용 부담이 상당할 것으로 전망

일부 자회사들의 사업구조 개편 관련 불확실성 지속 중

CJ푸드빌은 푸레쥬르 매각 없이는 재무구조 개선이 어려운 상태지만 문제는 푸레쥬르 매각시 외식사업이 유명무실화될 수 밖에 없음. 푸레쥬르 매각 이후의 회사 방향성도 제시하지 못하는 상태. CJ CGV도 매각 및 합병 무리가 무성하지만 아직 현실화 조짐 없음. CGV의 현 부채비율이 1,380%에 달하고 2020년 영업적자는 -3,925억원으로 이는 2015~2019년 5년간의 누적 영업이익과 비슷한 규모. 게다가 향후 코로나 상황이 진정된다고 해도 OTT 서비스 확산에 따라 앞으로의 사업전망 자체가 밝지 않다는 점이 문제가 될 수 있음

올리브영 통한 기업가치 상승 가능성은 계속적인 기대 요인

올리브영은 지난 12월 Pre IPO에서 시장의 expectations을 뛰어넘는 약 1.8조원의 기업가치를 인정받음. 코로나 상황 속에서도 경쟁자들이 불황을 겪는 와중에 견조한 오프라인 유지, 온라인 매출 확대 등으로 호실적을 실현 중. 게다가 올리브영은 경영권 승계 과정에서 핵심적인 역할이 계속될 공산이 큼. 이러한 점은 IPO 이후에도 주가 상승 기대감을 높이는 요인. 오히려 4세대의 안정적인 경영 승계를 위해서는 2022년 중 상장 목표 예정인 올리브영의 기업가치 제고를 위해 더욱 적극적인 행보와 노력을 보일 여지가 높다고 판단

Update

BUY

| TP(12M): 123,000원(상향) | CP(2월 16일): 98,600원

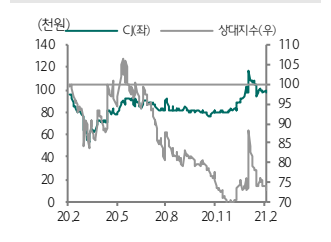
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,163.25
52주 최고/최저(원)	116,500/53,100
시가총액(십억원)	2,876.9
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	178.4
60일 평균 거래대금(십억원)	17.1
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	2.2
외국인지분율(%)	19.76
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 6인	47.05
국민연금공단	7.56
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(15.4) 10.5 3.2
상대	(17.4) (15.9) (26.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	33,050.2	35,281.2
영업이익(십억원)	1,438.4	1,800.3
순이익(십억원)	583.9	700.2
EPS(원)	7,506	10,072
BPS(원)	141,331	149,423

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	29,523.4	33,779.7	31,999.1	34,641.0	37,509.5
영업이익	십억원	1,332.5	1,509.2	1,390.3	1,489.1	1,608.1
세전이익	십억원	1,319.7	597.1	513.7	986.1	968.8
순이익	십억원	276.1	267.1	104.2	264.4	273.5
EPS	원	7,741	7,491	2,923	7,415	7,670
증감율	%	(40.46)	(3.23)	(60.98)	153.68	3.44
PER	배	15.70	12.90	31.51	13.43	12.99
PBR	배	1.01	0.74	0.64	0.66	0.64
EV/EBITDA	배	7.54	6.77	6.95	6.32	6.00
ROE	%	6.91	6.24	2.19	5.19	5.16
BPS	원	120,167	130,603	144,324	149,849	155,630
DPS	원	1,450	1,850	2,000	2,000	2,000



Analyst 최정욱, CFA
02-3771-3643
cuchoi@hanafn.com

RA 정진용
02-3771-3126
jinyong.jung@hanafn.com

표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

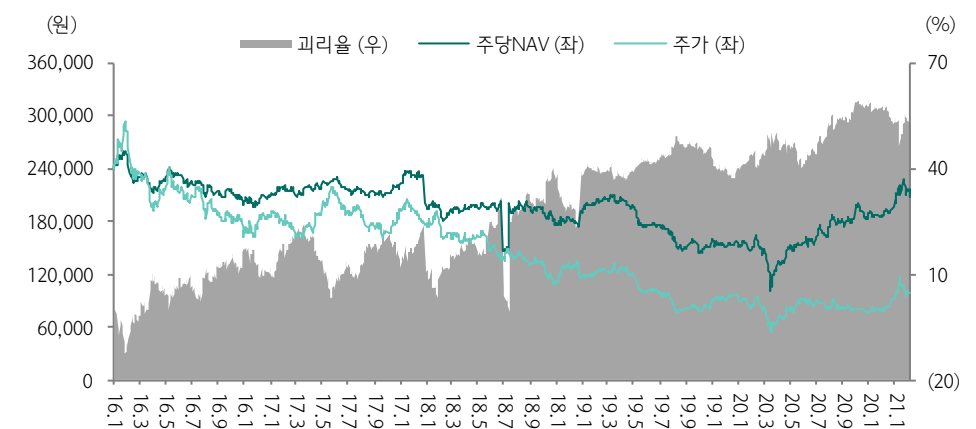
구분	항목	12M Forward	적용배수	Value	NAV 비중	비고
영업가치	로열티	110	5.0	552	8.7	
	임대료수익	41	5.0	204	3.2	
	소계			756	11.8	
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	NAV 비중
	CJ 제일제당					
	CJ ENM					
	CJ CGV					
	CJ 프레스웨이					
	비상장자회사					
	CJ 올리브영					
	CJ 올리브네트웍스					
	CJ 푸드빌					
	기타 비상장					
	소계					
	상장자회사 60% 할인 적용					
자기주식				212	3.3	
순차입금(별도)				189	-3.0	
실질 NAV				6,383	100.0	
목표 NAV				3,600	56.4	상장자회사 가치 60% 할인 적용
발행주식수				29,176,998		
목표주가					123,000	
현재주가					98,600	
상승여력(%)					24.7%	

주: 상장자회사 시가총액은 2021년 2월 15일 기준

자료: 하나금융투자

그림 1. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이

2020년 7월 이후 CJ의 NAV 대비
괴리를 계속 50% 안팎 기록 중



자료: Quantwise, 하나금융투자

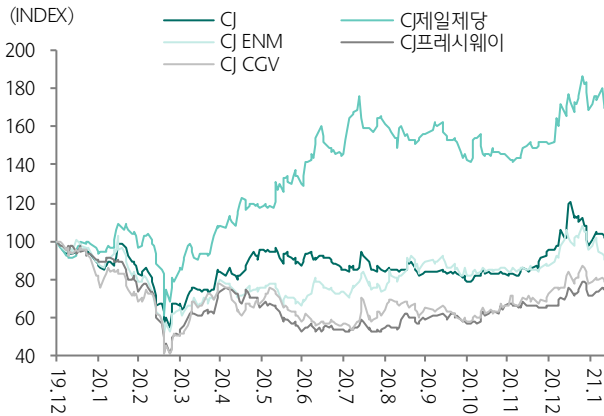
표 2. CJ 상장 계열사 전년동기 대비 4Q20 주요 실적 비교

(십억원)

	4Q19			4Q20		
	매출액	영업이익	당기순이익	매출액	영업이익	당기순이익
CJ제일제당	5,961.29	269.8	93.52	6,151.44	296.62	32.19
CJ ENM	271.43	16.38	-87.09	944.27	87.91	-22.98
CJ프레시웨이	780.81	14.54	2.16	600.27	-5.46	-15.57
CJ CGV	498.26	44.03	-213.54	143.35	-93.54	-320.27
합계	7,511.79	344.75	-204.95	7,839.33	285.53	-326.63

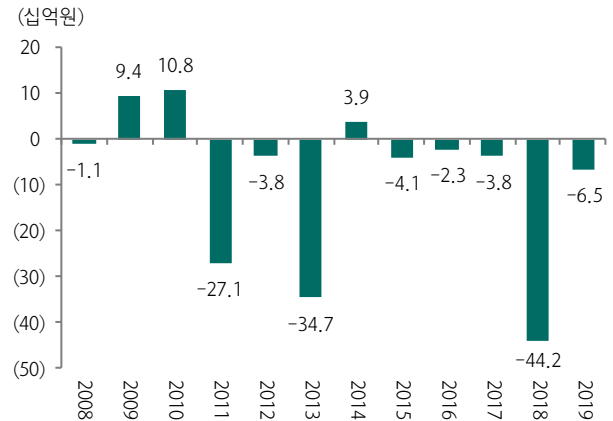
자료: 하나금융투자

그림 2. CJ 및 주요 상장 계열사 주가추이



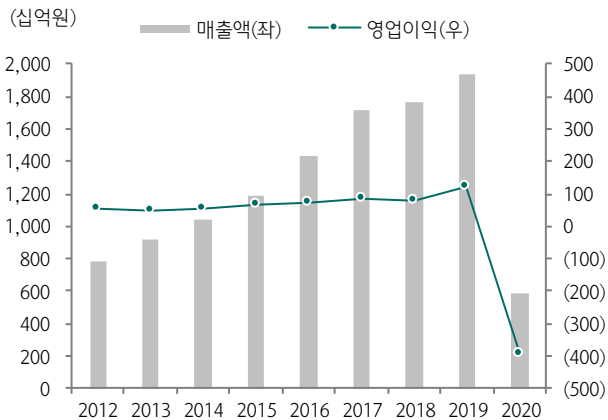
주: 2019년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
자료: 하나금융투자

그림 3. CJ푸드빌 연간 영업이익 추이



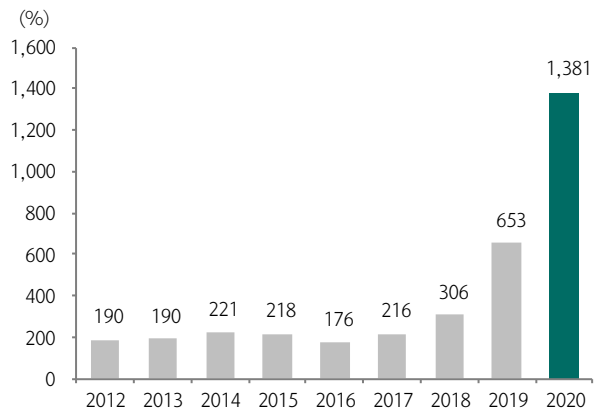
자료: CJ, 하나금융투자

그림 4. CGV 연간 실적 추이



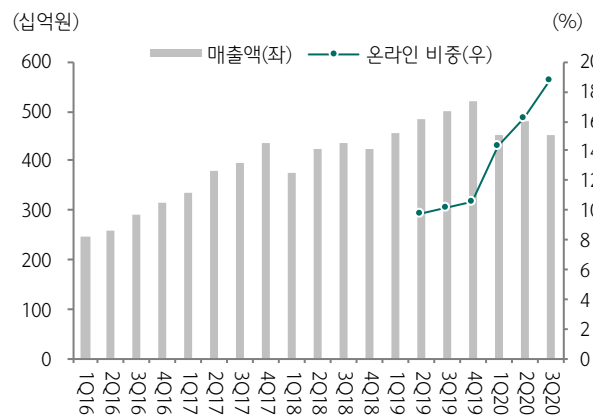
자료: CJ CGV, 하나금융투자

그림 5. CGV 부채비율 추이



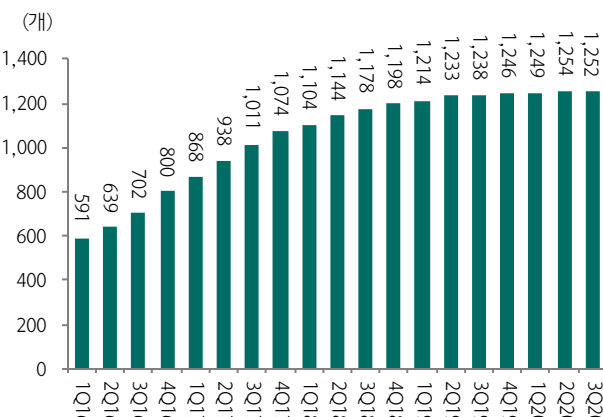
자료: CJ CGV, 하나금융투자

그림 6. 올리브영 매출액 및 온라인 비중 추이



주: 올리브영 매출액 온라인 비중은 2Q19부터 공시
자료: CJ, 하나금융투자

그림 7. 올리브영 국내 점포수 추이



자료: CJ, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	29,523.4	33,779.7	31,999.1	34,641.0	37,509.5
매출원가	21,170.2	24,634.4	23,382.4	24,831.4	26,890.2
매출총이익	8,353.2	9,145.3	8,616.7	9,809.6	10,619.3
판매비	7,020.7	7,636.2	7,226.4	8,320.6	9,011.2
영업이익	1,332.5	1,509.2	1,390.3	1,489.1	1,608.1
금융손익	(483.0)	(687.6)	(596.2)	(491.5)	(467.2)
종속/관계기업손익	56.4	54.7	62.2	57.7	58.2
기타영업외손익	413.8	(279.2)	(342.4)	(69.2)	(230.3)
세전이익	1,319.7	597.1	513.7	986.1	968.8
법인세	439.6	273.2	264.8	392.7	355.1
계속사업이익	880.0	323.8	248.9	593.4	613.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	880.0	323.8	248.9	593.4	613.8
비자배주주지분 순이익	604.0	56.7	144.6	328.9	340.2
지배주주순이익	276.1	267.1	104.2	264.4	273.5
지배주주지분포괄이익	205.9	309.4	(162.7)	857.1	886.6
NOPAT	888.6	818.5	673.4	896.0	1,018.8
EBITDA	3,024.3	4,142.6	3,840.9	3,841.8	3,689.1
성장성(%)					
매출액증가율	9.76	14.42	(5.27)	8.26	8.28
NOPAT증가율	(7.22)	(7.89)	(17.73)	33.06	13.71
EBITDA증가율	6.68	36.98	(7.28)	0.02	(3.97)
영업이익증가율	0.49	13.26	(7.88)	7.11	7.99
(지배주주)순이익증가율	(40.46)	(3.26)	(60.99)	153.74	3.44
EPS증가율	(40.46)	(3.23)	(60.98)	153.68	3.44
수익성(%)					
매출총이익률	28.29	27.07	26.93	28.32	28.31
EBITDA이익률	10.24	12.26	12.00	11.09	9.84
영업이익률	4.51	4.47	4.34	4.30	4.29
계속사업이익률	2.98	0.96	0.78	1.71	1.64

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	7,741	7,491	2,923	7,415	7,670
BPS	120,167	130,603	144,324	149,849	155,630
CFPS	66,656	102,068	81,265	107,326	98,171
EBITDAPS	84,800	116,157	107,697	107,722	103,441
SPS	827,828	947,172	897,242	971,324	1,051,754
DPS	1,450	1,850	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	15.70	12.90	31.51	13.43	12.99
PBR	1.01	0.74	0.64	0.66	0.64
PCR	1.82	0.95	1.13	0.93	1.01
EV/EBITDA	7.54	6.77	6.95	6.32	6.00
PSR	0.15	0.10	0.10	0.10	0.09
재무비율(%)					
ROE	6.91	6.24	2.19	5.19	5.16
ROA	0.90	0.74	0.26	0.65	0.66
ROIC	4.55	3.42	2.55	3.66	4.59
부채비율	153.39	176.30	159.47	158.10	157.02
순부채비율	85.29	100.75	88.39	68.22	50.88
이자보상배율(배)	3.62	2.26	2.37	2.65	2.84

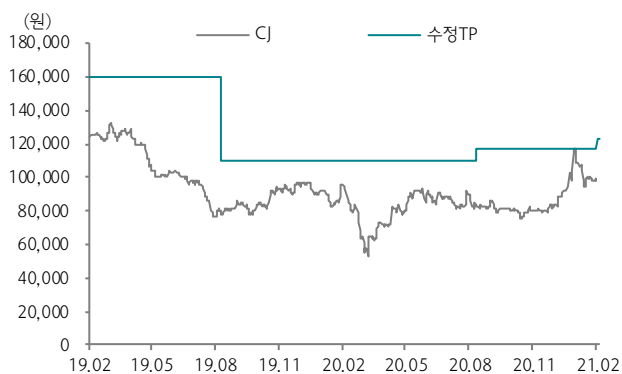
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	8,869.4	11,152.7	8,631.7	11,801.9	14,747.0
금융자산	1,793.1	2,891.7	4,795.4	7,560.2	10,061.8
현금성자산	1,473.6	1,602.6	2,229.9	4,870.5	7,234.9
매출채권	3,534.8	3,580.2	3,292.7	3,637.8	4,018.9
재고자산	2,023.7	2,549.0	2,344.4	2,590.0	2,861.4
기타유동자산	1,517.8	2,131.8	(1,796.9)	(1,986.1)	(2,195.1)
비유동자산	22,860.2	29,228.7	31,352.8	29,333.2	27,620.2
투자자산	2,492.6	2,667.9	4,134.0	4,467.1	4,835.0
금융자산	1,037.2	1,028.7	1,626.5	1,696.8	1,774.5
유형자산	12,970.2	13,517.3	14,282.4	12,478.3	10,902.2
무형자산	6,168.8	7,005.9	6,860.9	6,312.2	5,807.4
기타비유동자산	1,228.6	6,037.6	6,075.5	6,075.6	6,075.6
자산총계	31,729.5	40,381.4	39,984.5	41,135.1	42,367.2
유동부채	10,998.4	12,284.7	11,246.9	11,673.4	12,144.7
금융부채	5,949.7	6,149.1	6,939.7	6,954.8	6,971.5
매입채무	2,088.3	2,743.6	2,523.3	2,787.7	3,079.7
기타유동부채	2,960.4	3,392.0	1,783.9	1,930.9	2,093.5
비유동부채	8,209.3	13,481.6	13,330.2	13,524.3	13,738.7
금융부채	6,523.4	11,467.3	11,477.6	11,477.6	11,477.6
기타비유동부채	1,685.9	2,014.3	1,852.6	2,046.7	2,261.1
부채총계	19,207.7	25,766.3	24,577.0	25,197.7	25,883.4
지배주주지분	4,058.7	4,509.6	4,998.9	5,196.0	5,402.1
자본금	157.9	179.0	179.0	179.0	179.0
자본잉여금	993.0	992.8	1,039.8	1,039.8	1,039.8
자본조정	(260.2)	(77.0)	(77.0)	(77.0)	(77.0)
기타포괄이익누계액	(168.4)	(118.7)	(49.8)	(49.8)	(49.8)
이익잉여금	3,336.5	3,533.4	3,906.9	4,103.9	4,310.1
비지배주주지분	8,463.1	10,105.5	10,412.5	10,741.4	11,081.6
자본총계	12,521.8	14,615.1	15,407.5	15,937.4	16,483.7
순금융부채	10,680.1	14,724.7	13,621.9	10,872.1	8,387.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,541.1	3,864.6	2,713.7	3,179.7	3,138.7
당기순이익	880.0	323.8	248.9	593.4	613.8
조정	166	308	269	284	253
감가상각비	1,691.8	2,633.4	2,450.6	2,352.7	2,080.9
외환거래손익	58.5	(10.0)	32.4	27.0	16.5
지분법손익	(981.4)	(355.1)	(50.8)	(29.6)	(32.3)
기타	(602.9)	(1,960.3)	(2,163.2)	(2,066.1)	(1,812.1)
영업활동 자산부채 변동	(998.7)	458.2	(225.2)	(255.2)	(7.4)
투자활동 현금흐름	(2,126.0)	(4,895.7)	(4,049.5)	(2,969.7)	(2,851.3)
투자자산감소(증가)	(126.2)	(120.6)	(1,404.0)	(275.3)	(309.8)
자본증가(감소)	(2,415.7)	(2,084.0)	(1,309.7)	(1,936.5)	(1,776.8)
기타	415.9	(2,691.1)	(1,335.8)	(757.9)	(764.7)
재무활동 현금흐름	827.4	1,167.1	(1,941.0)	1,401.4	1,926.7
금융부채증가(감소)	1,578.6	5,143.3	800.8	15.1	16.7
자본증가(감소)	0.0	(0.2)	47.0	0.0	0.0
기타재무활동	(616.9)	(3,816.1)	(2,726.7)	1,453.7	1,977.4
배당지급	(134.3)	(159.9)	(62.1)	(67.4)	(67.4)
현금의 증감	254.0	129.1	627.2	2,640.7	2,364.3
Unlevered CFO	2,377.2	3,640.1	2,898.2	3,827.7	3,501.2
Free Cash Flow	(917.2)	1,659.8	1,256.4	1,139.6	1,237.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.17	BUY	123,000		
20.8.27	BUY	117,000	-25.85%	-0.43%
19.8.25	BUY	110,000	-23.23%	-11.82%
19.1.20	BUY	160,000	-31.20%	-16.88%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.42%	7.58%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 2월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 2월 17일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 2021년 2월 17일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.