

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sks.co.kr

02-3773-8812

Company Data

자본금	1,790 억원
발행주식수	3,566 만주
자사주	213 만주
액면가	5,000 원
시가총액	24,129 억원
주요주주	
이재현(외6)	47.05%
자사주	7.26%
외국인지분률	17.60%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(22/02/23)	82,700 원
KOSPI	2719.53 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	115,500 원
52주 최저가	75,800 원
60일 평균 거래대금	46 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.4%	7.7%
6개월	-15.2%	-3.6%
12개월	-13.9%	-2.7%

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 113,000 원(하향))

자회사에 대한 기대와 우려의 공존

CJ 4Q21 실적은 CJ 제일제당, CJ ENM 등 주요 자회사의 일회성 비용증가로 영업이익 예상치를 30% 가량 하회하는 부진한 실적. 최근 CJ의 손자회사 티빙이 2 조원의 기업가치 인정받으며 자회사 CJ ENM의 지분가치가 부각되고 있으나, 티빙 상장 시 CJ ENM 주가 하락우려도 있는 점은 우려요인. 다만 최근 CJ 주가하락에 따라 밸류에이션 매력 높고, 주주친화정책이 강화되고 있어 CJ에 대한 투자의견은 매수를 유지함

4Q21: 주요 자회사 실적부진으로 컨센서스 하회

CJ 4Q21 실적은 매출액 9 조 2,834 억원(14.0% yoy), 영업이익 3,692 억원(9.2% yoy, OPM: 4.0%)이다. 주요 자회사가 부진한 실적을 기록함에 따라 CJ의 연결 영업이익도 컨센서스 대비 30% 가량 하회하였다. CJ 제일제당은 700 억원대의 일회성 인센티브가 지급되며 영업이익 시장 예상치를 하회했으며, CJ ENM도 제작비 증가, 인센티브가 반영되며 영업이익 예상치를 70% 가량 하회하는 어닝쇼크를 기록한 영향이다.

자회사에 대한 기대와 우려 공존

CJ의 자회사인 CJ ENM(CJ NAV 중 20% 차지)은 최근 티빙이 유상증자를 통해 2 조원의 기업가치를 인정받았다. 탁월한 성장성으로 높은 기업가치를 인정받은 점은 긍정적이다. 향후 일본 등의 진출로 기업가치는 지속적으로 상승 가능성이 높다. 다만 CJ ENM(시가총액: 2.8 조원) 주주 입장에서는 티빙 상장(CJ의 손자회사) 시 티빙으로 수급이 쏠려 CJ ENM 주가 하락 가능성도 있다. 지주회사의 NAV는 자회사의 가치로만 산정되기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 113,000 원(하향)

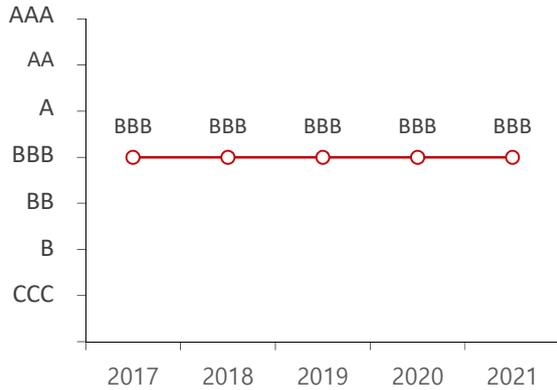
CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 현 주가는 NAV 대비 할인율이 62%까지 증가하며 밸류에이션 매력이 높기 때문이다. 또한 2021년 주당 배당금도 전년 대비 12.2% 증가한 2,300 원을 결정하면서 주주친화적인 배당정책이 긍정적이 판단하기 때문이다. 목표주가는 자회사 시가총액 변화에 따라 기존 128,000 원에서 113,000 원으로 11.7% 하향하나 현주가 대비 상승여력은 충분하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	295,234	337,797	319,991	344,840	373,258	408,464
yoy	%	9.8	14.4	-5.3	7.8	8.2	9.4
영업이익	억원	13,325	15,092	13,903	18,817	19,703	22,958
yoy	%	0.5	13.3	-7.9	35.3	4.7	16.5
EBITDA	억원	30,243	41,481	38,644	42,872	45,314	45,813
세전이익	억원	13,197	5,971	5,137	13,008	10,047	12,632
순이익(지배주주)	억원	2,761	2,671	867	3,432	4,421	6,057
영업이익률%	%	4.5	4.5	4.3	5.5	5.3	5.6
EBITDA%	%	10.2	12.3	12.1	12.4	12.1	11.2
순이익률	%	3.0	1.0	0.6	2.3	1.9	2.2
EPS(계속사업)	원	7,741	7,491	2,430	9,622	12,398	16,983
PER	배	15.7	12.9	37.9	8.7	6.7	4.9
PBR	배	1.1	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	7.7	6.8	7.1	6.4	5.6	5.1
ROE	%	6.9	6.2	1.9	6.9	8.0	9.9
순차입금	억원	107,506	148,218	131,887	132,463	108,079	85,550
부채비율	%	153.4	176.3	160.0	167.3	161.9	157.1

ESG 하이라이트

CJ의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
CJ 종합 등급	BBB	D-	24.8
환경(Environment)	9.33	D-	11.6
사회(Social)	40.76	D-	28.1
지배구조(Governance)	58.83	C-	51.8
<비교업체 종합 등급>			
SK	BBB	B	33.9
LG	BBB	B-	25.2
한화	A	C+	27.3
LS	BBB	B-	19.0

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 CJ ESG 평가

CJ의 주요 자회사인 CJ 제일제당이 2050 탄소중립 중장기 로드맵을 발표하고 CJ 대한통운이 친환경 전기화물차 사용을 늘리는 등 환경적인 요소에서 두각을 드러내고 있음.

다만 CJ 택배 파업, 오너리스크 등 사회적 차원과 지배구조 차원에서는 좀 더 높은 수준의 관리가 필요할 것으로 판단

자료: SK 증권

CJ의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

CJ의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.12.02	지배구조 (Governance)	이재현 CJ 회장, 미등기임원으로 124억 수령...이사회 거수기도 여전
2021.11.30	지배구조 (Governance)	"CJ 이재환 회장 지시로 대마오일 구입" ...경찰 수사중
2021.10.16	지배구조 (Governance)	회사돈 횡령 CJ 이재환 전 부회장, 1심서 징역형 집행유예
2020.09.04	사회 (Social)	"뚜레쥬르 일방매각 금지" 점주협의회, 가처분 신청

자료: 주요 언론사, SK 증권

CJ 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21P	2020A	2021P	2022F
매출액	78,400	77,940	82,244	81,407	80,117	83,362	88,527	92,834	319,991	344,840	373,258
영업이익	2,643	3,588	4,291	3,382	4,475	5,675	4,976	3,692	13,904	18,818	19,703
영업이익률	3.4%	4.6%	5.2%	4.2%	5.6%	6.8%	5.6%	4.0%	4.3%	5.5%	5.3%
순이익	3,633	552	1,419	-3,563	1,715	2,761	1,604	1,990	2,040	8,070	7,103
순이익률	4.6%	0.7%	1.7%	-4.4%	2.1%	3.3%	1.8%	2.1%	0.6%	2.3%	1.9%

자료: CJ, SK 증권

CJ 목표주가 산정

(단위: 억원, 주, 원)

구분	내용	비고
자회사 지분가치	30,330	50% 할인
브랜드 가치	10,137	22년 예상 브랜드 수수료의 10배
순차입금	3,202	3Q21 별도 기준
우선주 가치(차감)	4,204	
적정 시가총액	33,061	
발행주식수	29,176,998	보통주
적정주가	113,311	
목표주가	113,000	

자료: SK 증권

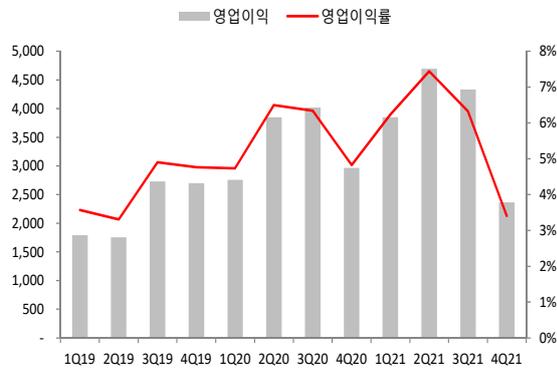
CJ 자회사 지분가치

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	C제일제당	57,808	45.6%	14,741	26,384
	C프레시웨이	4,559	47.1%	430	2,148
	CJ ENM	28,552	42.4%	7,591	12,103
	CJ CGV	10,488	35.8%	3,526	3,754
	CJ 자사주	24,159	7.3%		1,754
비상장사	C올리브네트웍스		100.0%	1,513	1,513
	C올리브영		51.1%	545	9,391
	C푸드빌		96.6%	1,016	3,585
	기타			28	28
합계			29,390	60,659	
할인율					50%
자회사 지분가치					30,330

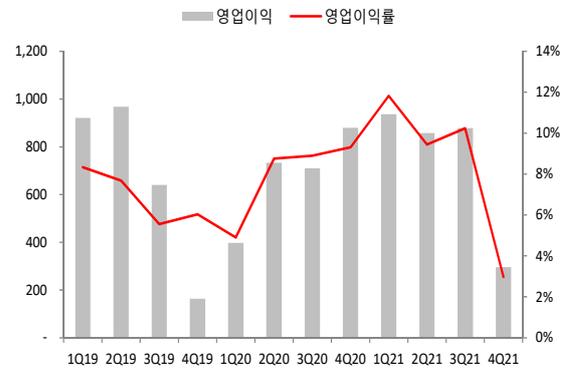
자료: CJ, SK 증권

CJ 제일제당 분기별 영업이익 추이 (단위: 억원)



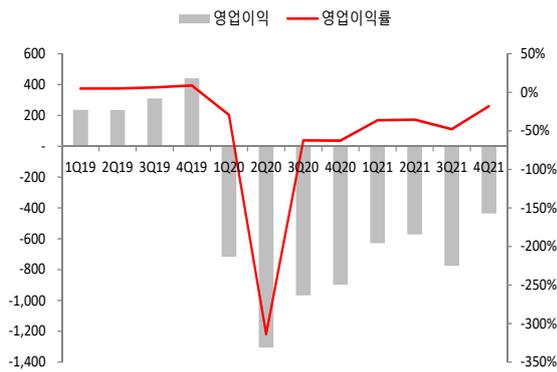
자료: CJ 제일제당

CJ ENM 분기별 영업이익 추이 (단위: 억원)



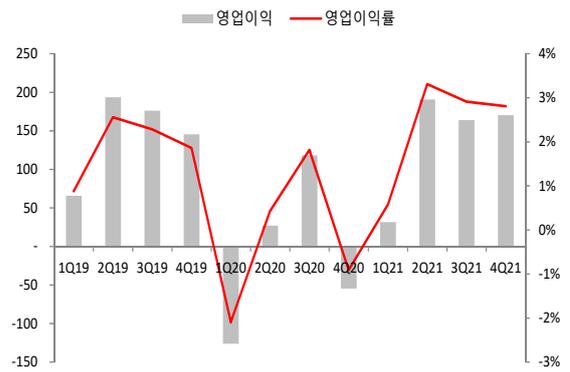
자료: CJ ENM

CJ CGV 분기별 영업이익 추이 (단위: 억원)



자료: CJ CGV

CJ 프레시웨어 분기별 영업이익 추이 (단위: 억원)



자료: CJ 프레시웨어

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.24	매수	113,000원	6개월		
2021.08.18	매수	128,000원	6개월	-25.14%	-9.77%
2021.05.18	매수	128,000원	6개월	-17.61%	-9.77%
2020.12.21	매수	118,000원	6개월	-24.48%	-1.27%
2020.06.25	매수	118,000원	6개월	-29.92%	-22.37%



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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 2월 24일 기준)

매수	93.55%	중립	6.45%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	111,527	111,181	136,967	169,448	202,176
현금및현금성자산	16,026	26,031	43,834	68,218	90,747
매출채권및기타채권	38,856	36,693	41,843	45,976	51,182
재고자산	25,490	22,381	25,523	28,044	31,220
비유동자산	292,287	289,069	298,203	287,479	281,169
장기금융자산	4,862	11,200	13,282	13,282	13,282
유형자산	135,173	130,025	127,370	108,904	93,115
무형자산	70,059	65,620	63,406	62,692	62,056
자산총계	403,814	400,250	435,170	456,926	483,345
유동부채	122,847	114,226	145,296	151,638	159,626
단기금융부채	61,491	57,920	81,086	81,086	81,086
매입채무 및 기타채무	41,567	35,314	40,271	44,249	49,259
단기충당부채	828	846	965	1,060	1,180
비유동부채	134,816	132,061	127,066	130,810	135,710
장기금융부채	114,673	112,857	105,737	105,737	105,737
장기매입채무 및 기타채무	392	393	393	393	393
장기충당부채	659	790	865	926	1,001
부채총계	257,663	246,287	272,361	282,448	295,336
지배주주지분	45,096	46,435	52,732	57,926	64,688
자본금	1,790	1,790	1,790	1,790	1,790
자본잉여금	9,928	9,928	9,928	9,928	9,928
기타자본구성요소	-770	401	2,422	2,422	2,422
자기주식	-1,482	-1,482	-1,482	-1,482	-1,482
이익잉여금	35,334	36,046	38,870	42,548	47,793
비지배주주지분	101,055	107,527	110,077	116,553	123,321
자본총계	146,151	153,962	162,809	174,479	188,010
부채외자본총계	403,814	400,250	435,170	456,926	483,345

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	34,642	31,271	43,576	34,627	32,524
당기순이익(손실)	5,971	5,137	12,340	7,103	9,032
비현금성항목등	35,428	33,460	31,723	38,210	36,782
유형자산감가상각비	19,040	18,428	18,096	18,466	15,789
무형자산상각비	7,349	6,312	5,959	7,144	7,067
기타	6,638	4,379	979	8,057	9,043
운전자본감소(증가)	-1,687	-2,802	5,531	-9,000	-10,946
매출채권및기타채권의 감소(증가)	83	1,432	-12,002	-4,133	-5,206
재고자산감소(증가)	-2,896	2,412	-3,677	-2,521	-3,175
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6,384	-3,588	22,144	3,978	5,010
기타	-5,259	-3,058	-933	-6,323	-7,575
법인세납부	-5,070	-4,524	-6,019	-1,686	-2,343
투자활동현금흐름	-47,620	-14,086	-9,968	-6,324	-6,008
금융자산감소(증가)	-6,470	-20	-1,600	0	0
유형자산감소(증가)	-20,840	-9,661	-8,392	0	0
무형자산감소(증가)	-7,794	-6,457	-6,431	-6,431	-6,431
기타	-12,516	2,051	6,455	107	423
재무활동현금흐름	14,337	-6,667	-16,596	-3,920	-3,987
단기금융부채증가(감소)	-22,012	-18,307	-16,593	0	0
장기금융부채증가(감소)	25,478	14,993	14,682	0	0
자본의증가(감소)	-7	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,599	-1,993	-2,217	-744	-811
기타	12,478	-1,360	-12,467	-3,176	-3,176
현금의 증가(감소)	1,291	10,005	17,803	24,384	22,529
기초현금	14,736	16,026	26,031	43,834	68,218
기말현금	16,026	26,031	43,834	68,218	90,747
FCF	-37,555	19,357	11,518	25,611	23,394

자료 : CJ, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	337,797	319,991	344,840	373,258	408,464
매출원가	246,344	233,915	251,395	270,541	294,738
매출총이익	91,453	86,076	93,445	102,717	113,726
매출총이익률 (%)	27.1	26.9	27.1	27.5	27.8
판매비와관리비	76,362	72,172	74,627	83,014	90,768
영업이익	15,092	13,903	18,817	19,703	22,958
영업이익률 (%)	4.5	4.3	5.5	5.3	5.6
비영업손익	-9,121	-8,766	-5,809	-9,656	-10,326
순금융비용	6,051	5,295	2,749	2,433	2,118
외환관련손익	68	-58	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3,551	920	835	835	835
세전계속사업이익	5,971	5,137	13,008	10,047	12,632
세전계속사업이익률 (%)	1.8	1.6	3.8	2.7	3.1
계속사업법인세	2,732	3,097	4,939	2,944	3,600
계속사업이익	3,238	2,040	8,070	7,103	9,032
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,238	2,040	8,070	7,103	9,032
순이익률 (%)	1.0	0.6	2.3	1.9	2.2
지배주주	2,671	867	3,432	4,421	6,057
지배주주귀속 순이익률(%)	0.79	0.27	1	1.18	1.48
비지배주주	567	1,174	4,638	2,682	2,975
총포괄이익	4,681	708	13,380	12,414	14,342
지배주주	3,094	952	4,948	5,938	7,573
비지배주주	1,587	-244	8,432	6,476	6,769
EBITDA	41,481	38,644	42,872	45,314	45,813

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	14.4	-5.3	7.8	8.2	9.4
영업이익	13.3	-7.9	35.3	4.7	16.5
세전계속사업이익	-5.48	-14.0	153.2	-22.8	25.7
EBITDA	37.2	-6.8	10.9	5.7	1.1
EPS(계속사업)	-3.2	-67.6	296.0	28.8	37.0
수익성 (%)					
ROE	6.2	1.9	6.9	8.0	9.9
ROA	0.9	0.5	1.9	1.6	1.9
EBITDA마진	12.3	12.1	12.4	12.1	11.2
안정성 (%)					
유동비율	90.8	97.3	94.3	111.8	126.7
부채비율	176.3	160.0	167.3	161.9	157.1
순차입금/자기자본	101.4	85.7	81.4	61.9	45.5
EBITDA/이자비용(배)	6.2	6.6	13.5	14.3	14.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,491	2,430	9,622	12,398	16,983
BPS	126,448	130,202	147,859	162,423	181,383
CFPS	81,487	71,800	77,071	84,208	81,070
주당 현금배당금	1,850	2,000	2,200	2,400	2,600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.8	39.4	12.1	6.9	5.0
PER(최저)	10.3	21.9	8.3	6.1	4.5
PBR(최고)	1.1	0.7	0.8	0.5	0.5
PBR(최저)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
PCR	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(최고)	7.1	7.2	6.6	5.6	5.2
EV/EBITDA(최저)	6.7	6.7	6.3	5.5	5.1