SK COMPANY Analysis

SK securities

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

상장시기와 무관하게 기업가치 상승중인 CJ 올리브영

CJ 의 자회사 CJ 올리브영은 국내 IPO 시장의 불황으로 금년 상장추진을 철회했음. 상장 시기와 무관하게 CJ 올리브영은 옴니채널 전략과 차별화된 서비스를 중심으로 2 분기 사상 최대의 실적을 기록하며 기업가치가 지속적으로 상승하고 있음. 별도순이익의 70% 이상을 배당할 계획인 CJ 는 올해 실적개선을 바탕으로 5 년 연속 배당금 증가가 유력해 주주환원에 대한 시장의 신뢰가 상승할 것으로 전망

급할 게 없는 CJ 올리브영 상장

CJ 올리브영은 지난해 상장을 위해 주관사를 선정했으나, 지난 8 월 상장철회를 결정하였다. IPO 시장의 불황 속에 적당한 기업가치를 인정받기 어렵다는 판단 때문이다. 상장은 연기됐지만 CJ 올리브영의 2 분기 매출과 당기순이익이 사상 최대치를 기록하는 등 성장세가 이어지고 있다. 코로나 19 영향에도 불구하고 온라인과 오프라인이 통합된 옴니채널 라이프 스타일 플랫폼 전략이 유효했고, 온라인에서 주문 후 오프라인에서 수령하는 오늘드림 등 차별화된 서비스가 실적개선을 견인했다. 실적성장세가 지속될 것으로 예상되는 만큼 IPO 시기에 상관없이 CJ 올리브영의 기업가치는 지속적으로 증가할 전망이며, 양호한 실적에 따라 투자에 필요한 재원조달도 문제가 없을 것이다.

올해도 배당 확대 전망

CJ 의 주당배당금은 2018 년 1,450 원에서 꾸준히 증가해 전년에는 2,300 원을 지급했다. CJ 는 2022 년 사업연도까지 별도재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상 이익 제외)의 70% 이상을 배당할 계획인데, 올해 상반기 별도 순이익이 전년동기 대비 54.7% 증가해 2022 년 배당금도 증가할 전망이다. 올해 주당 배당금은 2,500 원으로 예상되며, 현주가 대비 배당수익률은 3.3%로 절대 수익률이 높진 않으나 매년 배당을 확대하며, 주주환원에 대한 시장의 신뢰가 상승한다는 점은 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 113,000 원(유지)

CJ 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. CJ 올리브영의 상장 철회에도 불구하고 실적개선을 바탕으로 기업가치는 지속적으로 상승하고 있으며, 올해도 배당 확대가 유력해 주주환원에 대한 시장의 신뢰가 상승할 것으로 예상하기 때문이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	337,797	319,991	344,840	400,426	422,693	471,292
yoy	%	14.4	-5.3	7.8	16.1	5.6	11.5
영업이익	억원	15,092	13,903	18,818	22,601	23,211	24,327
yoy	%	13.3	-7.9	35.4	20.1	2.7	4.8
EBITDA	억원	41,481	38,644	43,294	51,977	55,624	53,556
세전이익	억원	5,971	5,137	13,008	11,877	12,642	12,866
순이익(지배주주)	억원	2,671	867	2,750	3,884	4,288	5,294
영업이익률%	%	4.5	4.3	5.5	5.6	5.5	5.2
EBITDA%	%	12.3	12.1	12.6	13.0	13.2	11.4
순이익률	%	1.0	0.6	2.3	2.0	2.1	2.0
EPS(계속사업)	원	7,491	2,430	7,710	10,890	12,025	14,845
PER	배	12.9	37.9	10.8	6.9	6.3	5.1
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	6.8	7.1	6.4	5.5	4.7	4.6
ROE	%	6.2	1.9	5.7	7.3	7.3	8.2
순차입금	억원	148,218	131,887	132,428	134,366	103,230	78,000
부채비율	%	176.3	160.0	154.8	173.6	163.1	156.0

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	21,912 억원
주요주주	
이재현(외7)	47.26%
국민연금공단	7.61%
외국인지분률	17.40%
배당수익률	3.10%

Stock Data	
주가(22/09/19)	75,100 원
KOSPI	2355.66 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	102,500 원
52주 최저가	74,400 원
60일 평균 거래대금	25 억원

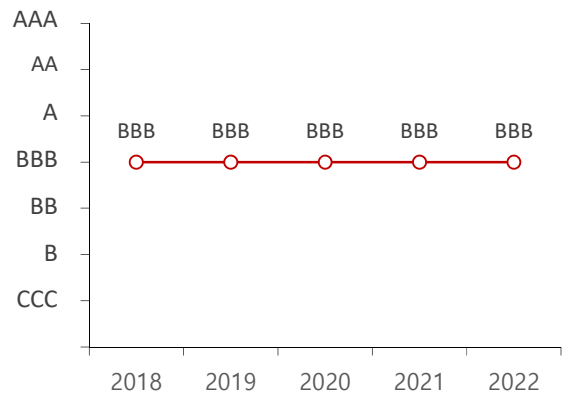
주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.3%	-1.9%
6개월	-8.1%	5.6%
12개월	-27.8%	-3.7%

Analyst **최관순** ks1.choi@sks.co.kr / 02-3773-8812

ESG 하이라이트

CJ 의 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)	9.3	D-	11.6
사회(Social)	40.8	D-	28.1
지배구조(Governmnance)	58.8	C-	51.8
<비교업체 종합 등급>			
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

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

다만 오너리스크 등 지배구조 차원에서는 좀 더 높은 수준의 관리가 필요할 것으로 판단

자료: SK 증권

CJ 의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N.A	N.A	N.A	N.A

자료: KRX, SK 증권

CJ 의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.06.16	지배구조 (Governmnance)	회삿돈으로 요트·캠핑카 산 CJ 그룹 이재환 前 부회장 2 심도 집유
2021.12.02	지배구조 (Governmnance)	이재현 CJ 회장, 미등기임원으로 124 억 수령...이사회 거수기도 여전
2021.11.30	지배구조 (Governmnance)	"CJ 이재환 회장 지시로 대마오일 구입"...경찰 수사중
2021.10.16	지배구조 (Governmnance)	회삿돈 횡령 CJ 이재환 전 부회장, 1 심서 징역형 집행유예
2020.09.04	사회 (Social)	"뚜레쥬르 일방매각 금지" 점주협의회, 가처분 신청

자료: 주요 언론사, SK 증권

CJ 분기별 실적전망

(단위: 억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
매출액	80,117	83,362	88,527	92,834	91,180	103,095	103,023	103,129	344,840	400,427	422,693
매출원가	57,135	59,039	63,884	67,822	65,574	73,811	73,971	75,078	247,880	288,433	303,850
매출총이익	22,982	24,323	24,643	25,013	25,606	29,284	29,053	28,051	96,961	111,993	118,843
판관비	18,507	18,648	19,667	21,320	20,628	22,404	22,747	23,613	78,142	89,393	95,632
영업이익	4,475	5,675	4,976	3,693	4,978	6,880	6,305	4,438	18,819	22,601	23,211
영업이익률	5.6%	6.8%	5.6%	4.0%	5.5%	6.7%	6.1%	4.3%	5.5%	5.6%	5.5%

자료: CJ, SK 증권)

CJ NAV 대비 할인율

(단위: 억원)

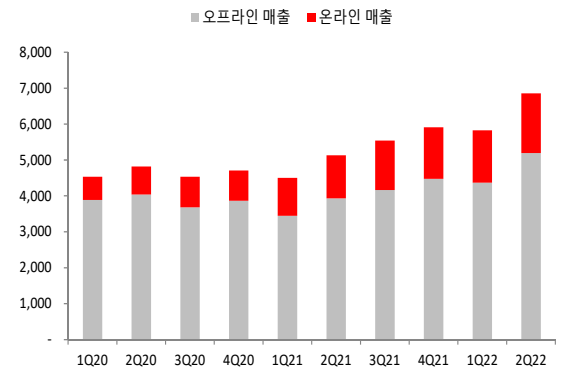
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	58,636	45.6%	14,741	26,761
	CJ프레시웨이	3,953	47.1%	430	1,862
	CJ ENM	19,956	42.4%	7,591	8,459
	CJ CGV	9,252	40.0%	4,225	3,697
	CJ 자사주	21,912	7.3%		1,591
비상장사	CJ올리브네트웍스		100.0%	809	809
	CJ올리브영		51.1%	545	9,391
	CJ푸드빌		96.6%	1,016	3,585
	기타			106	106
자회사 가치 합계				29,462	56,262
순차입금					2,926
CJ NAV					53,336
CJ 시가총액					21,912
NAV 대비 할인율					58.9%

자료: SK 증권

주: CJ 올리브영의 가치는 2020 년 12 월 24 일 유상증자 당시 기업가치(1.8 조원) 기준

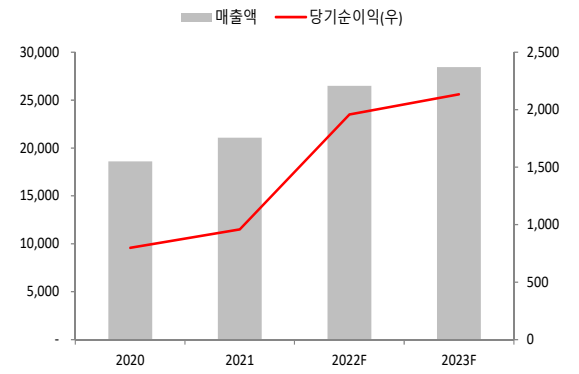
Analyst **최관순** ks1.choi@sks.co.kr / 02-3773-8812

CJ 올리브영 온/오프라인 매출 추이 (단위: 억원)



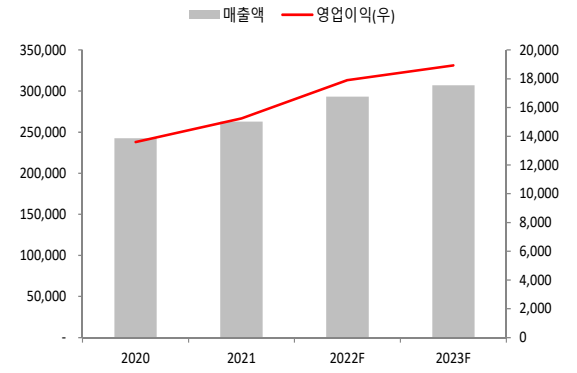
자료: CJ

CJ 올리브영 실적전망 (단위: 억원)



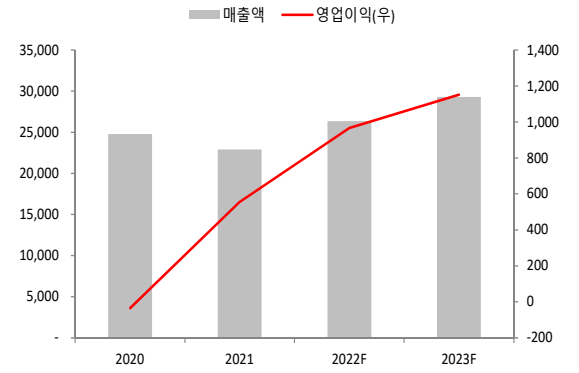
자료: CJ, SK 증권

CJ 제일제당 실적전망 (단위: 억원)



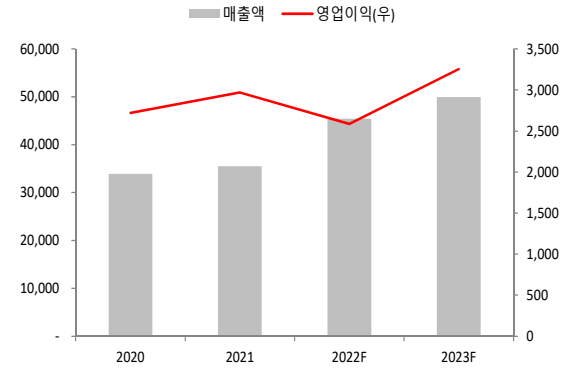
자료: FnGuide

CJ 프레시웨이 실적전망 (단위: 억원)



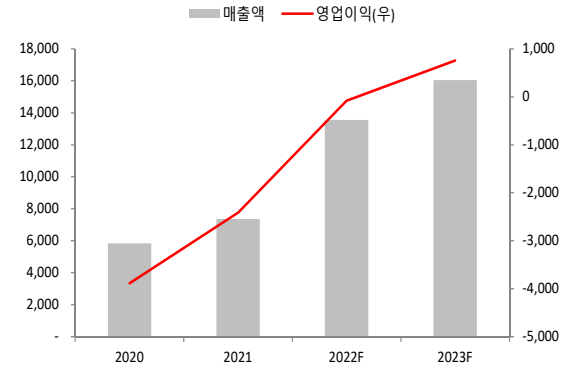
자료: FnGuide

CJ ENM 실적전망 (단위: 억원)



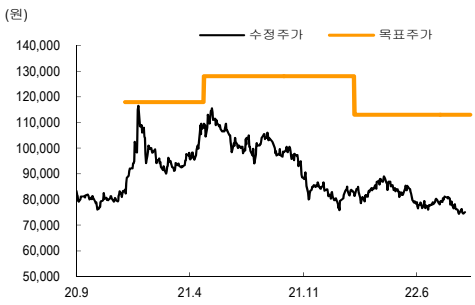
자료: FnGuide

CJ CGV 실적전망 (단위: 억원)



자료: FnGuide

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.09.20	매수	113,000원	6개월		
2022.05.17	매수	113,000원	6개월	-28.15%	-21.24%
2022.02.24	매수	113,000원	6개월	-25.36%	-21.24%
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	-17.78%	-1.27%



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 3 자에게 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 (2022 년 9 월 20 일 기준)

매수	94.21%	중립	5.79%	매도	0%

Analyst **최관순** ks1.choi@sks.co.kr / 02-3773-8812

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	111,181	120,524	173,904	209,112	243,362
현금및현금성자산	26,031	31,939	74,758	105,894	131,124
매출채권및기타채권	36,693	39,747	44,154	46,129	50,504
재고자산	22,381	27,359	30,392	31,752	34,763
비유동자산	289,069	299,036	315,267	299,463	288,895
장기금융자산	11,200	14,110	11,923	11,923	11,923
유형자산	130,025	134,535	129,797	111,352	95,528
무형자산	65,620	67,419	79,201	75,879	73,122
자산총계	400,250	419,560	489,171	508,575	532,257
유동부채	114,226	125,461	173,275	176,398	183,316
단기금융부채	57,920	62,599	103,443	103,443	103,443
매입채무 및 기타채무	35,314	39,461	43,836	45,797	50,140
단기충당부채	846	783	869	908	993
비유동부채	132,061	129,464	137,071	138,867	141,056
장기금융부채	112,857	108,087	113,501	113,501	113,501
장기매입채무 및 기타채무	393	236	236	236	236
장기충당부채	790	1,047	1,126	1,161	1,240
부채총계	246,287	254,925	310,346	315,265	324,372
지배주주지분	46,435	50,660	55,869	61,289	67,281
자본금	1,790	1,790	1,790	1,790	1,790
자본잉여금	9,928	9,928	9,928	9,928	9,928
기타자본구성요소	401	808	936	936	936
자기주식	-1,482	-1,482	-1,482	-1,482	-1,482
이익잉여금	36,046	38,097	41,210	44,660	49,046
비지배주주지분	107,527	113,975	122,955	132,021	140,605
자본총계	153,962	164,635	178,825	193,310	207,885
부채와자본총계	400,250	419,560	489,171	508,575	532,257

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	319,991	344,840	400,426	422,693	471,292
매출원가	233,915	247,879	288,433	303,850	340,165
매출총이익	86,076	96,961	111,993	118,843	131,126
매출총이익률 (%)	26.9	28.1	28.0	28.1	27.8
판매비와관리비	72,172	78,143	89,392	95,632	106,799
영업이익	13,903	18,818	22,601	23,211	24,327
영업이익률 (%)	4.3	5.5	5.6	5.5	5.2
비영업손익	-8,766	-5,810	-10,724	-10,569	-11,461
순금융비용	5,295	4,631	5,595	5,137	4,833
외환관련손익	-58	-799	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	947	3,436	265	265	265
세전계속사업이익	5,137	13,008	11,877	12,642	12,866
세전계속사업이익률 (%)	1.6	3.8	3.0	3.0	2.7
계속사업법인세	3,097	4,939	3,707	3,603	3,667
계속사업이익	2,040	8,070	8,170	9,039	9,199
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	2,040	8,070	8,170	9,039	9,199
순이익률 (%)	0.6	2.3	2.0	2.1	2.0
지배주주	867	2,750	3,884	4,288	5,294
지배주주귀속 순이익률(%)	0.27	0.8	0.97	1.01	1.12
비지배주주	1,174	5,320	4,287	4,751	3,905
총포괄이익	708	15,606	14,455	15,324	15,484
지배주주	952	4,258	5,853	6,258	6,900
비지배주주	-244	11,348	8,601	9,065	8,584
EBITDA	38,644	43,294	51,977	55,624	53,556

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	31,271	32,113	68,016	48,227	42,088
당기순이익(손실)	5,137	13,008	10,465	9,039	9,199
비현금성항목등	33,460	31,676	42,145	46,585	44,357
유형자산감가상각비	18,428	18,009	18,577	18,445	15,824
무형자산상각비	6,312	6,466	10,799	13,969	13,405
기타	4,379	4,679	2,582	5,696	6,892
운전자본감소(증가)	-2,802	-7,141	18,005	-4,037	-8,044
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,432	-4,764	491	-1,975	-4,375
재고자산감소(증가)	2,412	-4,065	-1,332	-1,359	-3,011
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,588	4,719	14,956	1,961	4,343
기타	-3,058	-3,032	3,890	-2,664	-5,001
법인세납부	-4,524	-5,431	-2,600	-3,360	-3,424
투자활동현금흐름	-14,086	-15,479	-27,447	-9,933	-9,630
금융자산감소(증가)	-20	6,786	-1,854	0	0
유형자산감소(증가)	-9,661	-13,135	-7,353	0	0
무형자산감소(증가)	-6,457	-8,410	-10,647	-10,647	-10,647
기타	2,051	-720	-7,592	714	1,018
재무활동현금흐름	-6,667	-11,638	1,643	-7,158	-7,228
단기금융부채증가(감소)	-18,307	-20,697	-11,117	0	0
장기금융부채증가(감소)	14,993	18,852	21,011	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,993	-2,568	-2,165	-838	-909
기타	-1,360	-7,225	-6,085	-6,319	-6,319
현금의 증가(감소)	10,005	5,908	42,819	31,136	25,230
기초현금	16,026	26,031	31,939	74,758	105,894
기말현금	26,031	31,939	74,758	105,894	131,124
FCF	19,357	14,822	19,573	35,065	28,671

자료 : CI, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-5.3	7.8	16.1	5.6	11.5
영업이익	-7.9	35.4	20.1	2.7	4.8
세전계속사업이익	-14.0	153.2	-8.7	6.4	1.8
EBITDA	-6.8	12.0	20.1	7.0	-3.7
EPS(계속사업)	-67.6	217.3	41.2	10.4	23.5
수익성 (%)					
ROE	1.9	5.7	7.3	7.3	8.2
ROA	0.5	2.0	1.8	1.8	1.8
EBITDA마진	12.1	12.6	13.0	13.2	11.4
안정성 (%)					
유동비율	97.3	96.1	100.4	118.6	132.8
부채비율	160.0	154.8	173.6	163.1	156.0
순차입금/자기자본	85.7	80.4	75.1	53.4	37.5
EBITDA/이자비용(배)	6.6	8.3	8.2	8.8	8.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,430	7,710	10,890	12,025	14,845
BPS	130,202	142,050	156,656	171,853	188,653
CFPS	71,800	76,339	93,259	102,912	96,802
주당 현금배당금	2,000	2,300	2,500	2,700	2,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	39.4	15.1	8.2	7.4	6.0
PER(최저)	21.9	10.4	6.8	6.2	5.0
PBR(최고)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
PCR	1.3	1.1	0.8	0.7	0.8
EV/EBITDA(최고)	7.2	6.6	5.6	4.8	4.6
EV/EBITDA(최저)	6.7	6.4	5.5	4.7	4.6