

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sks.co.kr

02-3773-8812

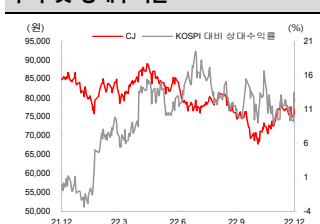
Company Data

자본금	1,790 억원
발행주식수	3,566 만주
자사주	213 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,116 억원
주요주주	
이재현(외)	47.26%
국민연금공단	7.61%
외국인지분율	17.90%
배당수익률	3.00%

Stock Data

주가(22/12/07)	75,800 원
KOSPI	2382.81 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	89,000 원
52주 최저가	67,800 원
60일 평균 거래대금	23 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	1.8%
6개월	-10.0%	-0.8%
12개월	-10.7%	12.1%

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

높은 밸류에이션 매력과 올리브영 지분가치 증대 가능성

주요 자회사의 탑라인 성장과 CJ CGV의 적자축소에 따라 CJ의 22년 연간 매출액과 영업이익은 모두 사상 최대치를 기록할 것으로 전망됨. 특히 CJ 올리브영은 성공적인 옴니 채널 강화 전략으로 온라인과 오프라인이 모두 성장세를 보이고 있음. 올리브영의 연간 순이익은 2,000 억원을 예상하는데, IPO 시장이 안정된다면 20년 12월 인정받은 기업 가치 1.8조원 대비 높은 밸류로 상장 가능할 전망. CJ의 NAV 대비 할인율은 58.1%로 CJ 올리브영 가치의 추가 상승가능성 높아 밸류에이션 매력 높다 판단

2022년 사상최대 매출과 영업이익 전망

22년 3분기 누적 CJ의 연결 매출액과 영업이익은 각각 30조 3,190 억원(20.3% yoy), 1조 8,258 억원(20.7% yoy)이다. CJ 제일제당, CJ ENM, CJ 프레시웨이 등 주요 자회사 매출 성장세가 이어진 가운데 CJ CGV의 영업적자가 대폭 축소되며 영업이익도 성장세를 이어갔다. 자회사 호조속에 CJ의 연간 매출과 영업이익도 각각 19.0%, 21.5% 증가하며 모두 사상 최대치를 기록할 것으로 예상된다.

CJ 올리브영 성장세 지속

CJ 올리브영 2022년 3분기 누적 매출액과 순이익은 전년동기 대비 각각 33.0%, 32.1% 증가하며 성장세가 이어지고 있다. 오프라인 점포수가 전년동기 대비 29개 증가했으며, 점포당 매출액도 거리두기 해제 영향으로 30% 가량 증가하면서 호실적이 이어졌다. 온라인도 서비스 강화 및 앱고도화를 통해 전년동기 대비 31.6% 증가했다. 코로나 이후 옴니채널(온라인과 오프라인 결합) 강화 전략이 유효했다. 상장을 연기했지만, 올해 예상 순이익이 2,000 억원 이룰 것으로 전망되는 만큼 IPO 시장의 상황이 안정된다면 최근 인정받은 기업가치 1.8조원보다는 높은 밸류에 상장이 유력해 CJ의 보유 지분가치가 부각될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 113,000(유지)

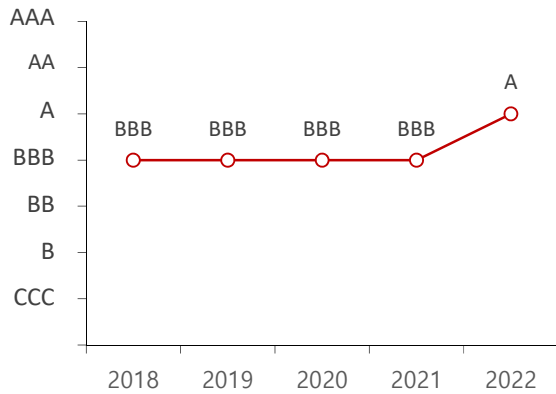
CJ의 NAV 대비 할인율은 58.1%로 지주회사 내에서도 높은 편이다. CJ 올리브영의 추가적인 지분가치 상승 가능성이 높은 만큼 밸류에이션 매력 충분해 CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	337,797	319,991	344,840	410,297	437,983	469,660
yoy	%	14.4	-5.3	7.8	19.0	6.8	7.2
영업이익	억원	15,092	13,903	18,818	22,868	24,053	27,441
yoy	%	13.3	-7.9	35.4	21.5	5.2	14.1
EBITDA	억원	41,481	38,644	43,294	53,675	60,333	60,415
세전이익	억원	5,971	5,137	13,008	11,786	9,351	14,634
순이익(지배주주)	억원	2,671	867	2,750	2,970	1,543	5,071
영업이익률%	%	4.5	4.3	5.5	5.6	5.5	5.8
EBITDA%	%	12.3	12.1	12.6	13.1	13.8	12.9
순이익률	%	1.0	0.6	2.3	1.9	1.5	2.1
EPS(계속사업)	원	7,491	2,430	7,710	8,328	4,328	14,220
PER	배	12.9	37.9	10.8	9.1	17.5	5.3
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	6.8	7.1	6.4	5.8	4.8	4.4
ROE	%	6.2	1.9	5.7	5.6	2.7	7.6
순차입금	억원	148,218	131,887	132,428	148,891	115,788	86,225
부채비율	%	176.3	160.0	154.8	174.8	162.3	150.5

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	A	D-	24.8
환경(Environment)	11.7	D-	11.6
사회(Social)	52.4	D-	28.1
지배구조(Governance)	54.5	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

CJ의 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

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
2022.06.16	지배구조 (Governance)	회사돈으로 요트·캠핑카 산 CJ 그룹 이재환 前 부회장 2심도 집유
2021.12.02	지배구조 (Governance)	이재환 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 실적전망

(단위: 억원)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22F	2021A	2022F	2023F
매출액	80,117	83,362	88,527	92,834	91,180	103,095	108,915	107,107	344,840	410,297	437,983
매출원가	57,135	59,039	63,884	67,822	65,574	73,811	78,946	77,974	247,880	296,305	314,844
매출총이익	22,982	24,323	24,643	25,013	25,606	29,284	29,969	29,133	96,961	113,992	123,139
판매비	18,507	18,648	19,667	21,320	20,628	22,404	23,569	24,524	78,142	91,125	99,086
영업이익	4,475	5,675	4,976	3,693	4,978	6,880	6,400	4,609	18,819	22,867	24,053
영업이익률	5.6%	6.8%	5.6%	4.0%	5.5%	6.7%	5.9%	4.3%	5.5%	5.6%	5.5%

자료: SK 증권

CJ NAV 대비 할인율

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ제일제당	62,550	45.6%	14,741	28,548
	CJ프레시웨이	3,840	47.1%	430	1,809
	CJ ENM	17,368	42.4%	7,591	7,362
	CJ CGV	7,491	48.5%	4,225	3,634
	CJ 자사주	22,495	7.3%		1,633
비상장사	CJ올리브네트웍스		100.0%	809	809
	CJ올리브영		51.2%	545	9,391
	C푸드빌		96.6%	1,016	3,585
	기타			99	99
자회사 가치 합계				29,456	56,871
순차입금					3,126
CJ NAV					53,745
CJ 시가총액					22,495
NAV 대비 할인율					58.1%

자료: SK 증권

주: CJ 올리브영 가치는 2020년 12월 유상증자 당시 기업가치 기준

CJ 올리브영 점포당 매출액 추이

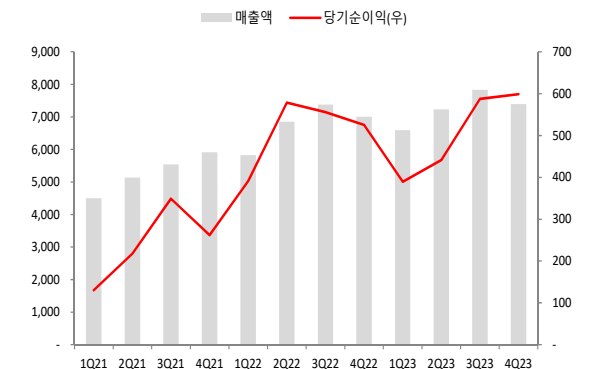
(단위: 백만원)



자료: SK 증권

CJ 올리브영 실적전망

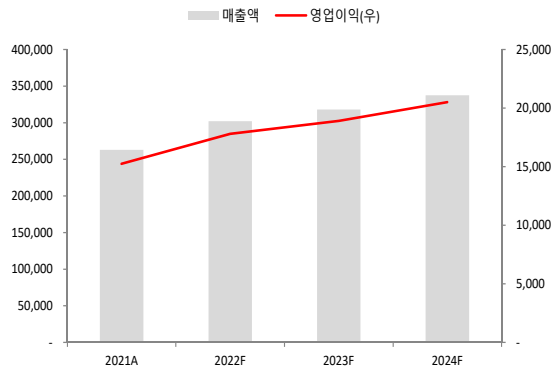
(단위: 억원)



자료: SK 증권

CJ 제일제당 23 년 영업이익 6.2% 증가전망

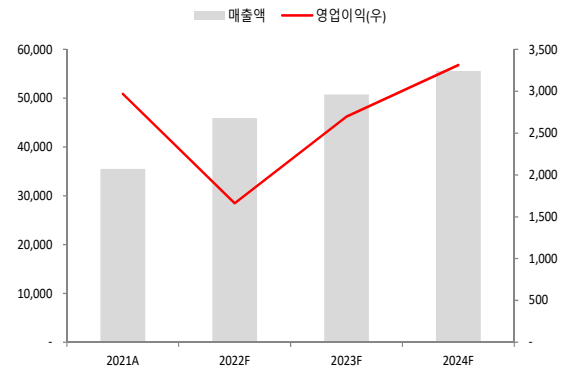
(단위: 억원)



자료: SK 증권

CJ ENM 23 년 영업이익 62.3% 증가전망

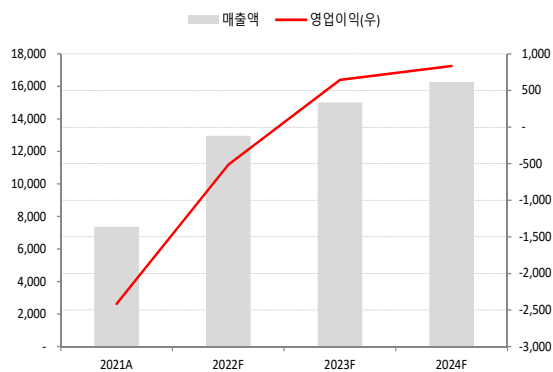
(단위: 억원)



자료: SK 증권

CJ CGV 23 년 영업이익 흑자전환 전망

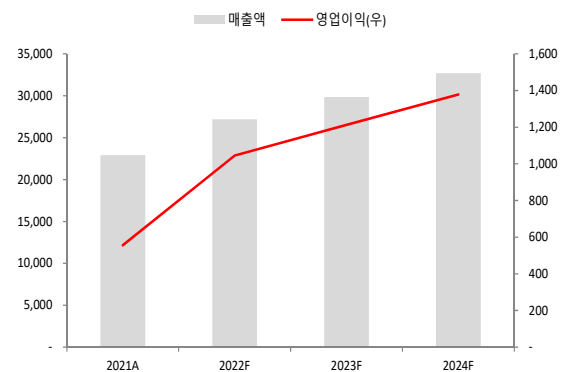
(단위: 억원)



자료: SK 증권

CJ 프레시웨이 23 년 영업이익 15.9% 증가전망

(단위: 억원)



자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.12.08	매수	113,000원	6개월		
2022.09.20	매수	113,000원	6개월	-29.98%	-21.24%
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 정확히 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 (2022 년 12 월 8 일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	111,181	120,524	177,909	215,815	252,955
현금및현금성자산	26,031	31,939	73,385	106,488	136,051
매출채권및기타채권	36,693	39,747	45,858	48,188	51,863
재고자산	22,381	27,359	31,565	33,169	35,698
비유동자산	289,069	299,036	338,499	324,241	316,561
장기금융자산	11,200	14,110	13,218	13,218	13,218
유형자산	130,025	134,535	141,694	121,705	104,535
무형자산	65,620	67,419	86,686	83,991	81,780
자산총계	400,250	419,560	516,407	540,056	569,517
유동부채	114,226	125,461	182,196	185,880	191,692
단기금융부채	57,920	62,599	109,670	109,670	109,670
매입채무 및 기타채무	35,314	39,461	45,528	47,840	51,489
단기충당부채	846	783	903	948	1,020
비유동부채	132,061	129,464	146,263	148,241	150,440
장기금융부채	112,857	108,087	122,290	122,290	122,290
장기매입채무 및 기타채무	393	236	236	236	236
장기충당부채	790	1,047	1,157	1,198	1,264
부채총계	246,287	254,925	328,459	334,122	342,132
지배주주지분	46,435	50,660	55,593	60,440	72,258
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	-599	-599	-599
자기주식	-1,482	-1,482	-1,482	-1,482	-1,482
이익잉여금	36,046	38,097	40,292	40,998	45,160
비지배주주지분	107,527	113,975	132,356	145,495	155,127
자본총계	153,962	164,635	187,948	205,934	227,384
부채외자본총계	400,250	419,560	516,407	540,056	569,517

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	31,271	32,113	71,001	53,132	49,220
당기순이익(손실)	5,137	13,008	11,613	6,490	10,024
비현금성항목등	33,460	31,676	43,266	53,843	50,391
유형자산감가상각비	18,428	18,009	18,833	19,990	17,170
무형자산감가상각비	6,312	6,466	11,974	16,290	15,805
기타	4,379	4,679	-137	8,843	7,390
운전자본감소(증가)	-2,802	-7,141	19,459	-4,632	-6,878
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1,432	-4,764	284	-2,330	-3,675
재고자산감소(증가)	2,412	-4,065	-1,214	-1,604	-2,530
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,588	4,719	15,538	2,313	3,649
기타	-3,058	-3,032	4,851	-3,011	-4,322
법인세납부	-4,524	-5,431	-3,337	-2,569	-4,317
투자활동현금흐름	-14,086	-15,479	-36,274	-12,434	-11,992
금융자산감소(증가)	-20	6,786	-3,631	0	0
유형자산감소(증가)	-9,661	-13,135	-11,857	0	0
무형자산감소(증가)	-6,457	-8,410	-13,594	-13,594	-13,594
기타	2,051	-720	-7,193	1,160	1,602
재무활동현금흐름	-6,667	-11,638	5,051	-7,595	-7,665
단기금융부채증가(감소)	-18,307	-20,697	-15,860	0	0
장기금융부채증가(감소)	14,993	18,852	28,450	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1,993	-2,568	-2,562	-838	-909
기타	-1,360	-7,225	-4,977	-6,757	-6,757
현금의 증가(감소)	10,005	5,908	41,446	33,103	29,563
기초현금	16,026	26,031	31,939	73,385	106,488
기말현금	26,031	31,939	73,385	106,488	136,051
FCF	19,357	14,822	10,398	35,489	32,042

자료 : CJ, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	319,991	344,840	410,297	437,983	469,660
매출원가	233,915	247,879	296,305	314,844	337,567
매출총이익	86,076	96,961	113,992	123,139	132,094
매출총이익률 (%)	26.9	28.1	27.8	28.1	28.1
판매비와관리비	72,172	78,143	91,124	99,086	104,653
영업이익	13,903	18,818	22,868	24,053	27,441
영업이익률 (%)	4.3	5.5	5.6	5.5	5.8
비영업손익	-8,766	-5,810	-11,082	-14,702	-12,807
순금융비용	5,295	4,631	6,068	5,557	5,114
외환관련손익	-58	-799	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	947	3,436	-302	-302	-302
세전계속사업이익	5,137	13,008	11,786	9,351	14,634
세전계속사업이익률 (%)	1.6	3.8	2.9	2.1	3.1
계속사업법인세	3,097	4,939	3,955	2,861	4,610
계속사업이익	2,040	8,070	7,831	6,490	10,024
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,040	8,070	7,831	6,490	10,024
순이익률 (%)	0.6	2.3	1.9	1.5	2.1
지배주주	867	2,750	2,970	1,543	5,071
지배주주귀속 순이익률(%)	0.27	0.8	0.72	0.35	1.08
비지배주주	1,174	5,320	4,861	4,946	4,953
총포괄이익	708	15,606	20,165	18,824	22,359
지배주주	952	4,258	7,112	5,685	12,727
비지배주주	-244	11,348	13,053	13,139	9,632
EBITDA	38,644	43,294	53,675	60,333	60,415

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-5.3	7.8	19.0	6.8	7.2
영업이익	-7.9	35.4	21.5	5.2	14.1
세전계속사업이익	-14.0	153.2	-9.4	-20.7	56.5
EBITDA	-6.8	12.0	24.0	12.4	0.1
EPS(계속사업)	-67.6	217.3	8.0	-48.0	228.6
수익성 (%)					
ROE	1.9	5.7	5.6	2.7	7.6
ROA	0.5	2.0	1.7	1.2	1.8
EBITDA마진	12.1	12.6	13.1	13.8	12.9
안정성 (%)					
유동비율	97.3	96.1	97.7	116.1	132.0
부채비율	160.0	154.8	174.8	162.3	150.5
순차입금/자기자본	85.7	80.4	79.2	56.2	37.9
EBITDA/이자비용(배)	6.6	8.3	7.9	8.9	8.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,430	7,710	8,328	4,328	14,220
BPS	130,202	142,050	155,880	169,471	202,609
CFPS	71,800	76,339	94,710	106,055	106,679
주당 현금배당금	2,000	2,300	2,500	2,700	2,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	39.4	15.1	10.7	20.6	6.3
PER(최저)	21.9	10.4	8.1	15.7	4.8
PBR(최고)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.4
PBR(최저)	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3
PCR	1.3	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(최고)	7.2	6.6	5.8	4.8	4.5
EV/EBITDA(최저)	6.7	6.4	5.7	4.7	4.4