

SK COMPANY Analysis



Analyst
최관순

ks1.choi@sk.com
3773-8812

Company Data

자본금	179 십억원
발행주식수	2,918 만주
자사주	331 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,261 십억원
주요주주	
이재현(외)	47.26%
국민연금공단	7.70%
외국인지분율	16.92%
배당수익률	3.7%

Stock Data

주가(23/09/04)	77,500 원
KOSPI	2,584.55 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	114,900 원
52주 최저가	60,600 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	16.0%	16.8%
6개월	-11.8%	-17.0%
12개월	1.7%	-5.2%

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 95,000 원(유지))

주목하는 비상장 자회사 가치

- CJ CGV 2 차 발행가액 확정됨에 따라 CJ 올리브네트웍스 가치 현실화
- CJ는 현 주가 기준 CJ CGV 유상증자 참여는 NAV는 2,575 억원 상승요인
- CJ 올리브영은 하반기에도 고성장 전망. 특히 9월 이후 중국 관광객 유입 이후 오프라인 매출 추가상승 기대
- CJ 보유 비상장 자회사 가치 현실화는 CJ 주가의 상승요인

CJ 올리브네트웍스 현물출자로 지분가치 현실화

CJ의 자회사인 CJ CGV의 2차 발행가액이 확정되었다. 1차 발행가액(5,890 원)보다 소폭 하락한 5,560 원으로 결정되었다. 최종 유상증자 발행가액은 청약일 전 과거 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가의 60%와 5,560 원과 비교해 높은 가격으로 결정된다. 지주회사인 CJ는 CJ 올리브네트웍스 지분 100%를 4,444 억원의 가치로 현물출자(CJ CGV 주당 10,300 원)하게 되고, 1,000 억원 규모의 현금출자를 할 예정이다. 현물출자와 유상증자가 마무리 되면 CJ CGV의 지분율은 50.3%로 상승(기존: 48.5%)하게 된다. 장부가 809 억원의 CJ 올리브네트웍스가 4,444 억원(22년 실적 기준: PER 16.3 배, PBR 3.2 배)에 현물출자됨에 따라 현 주가 기준 CJ의 NAV는 2,575 억원 증가할 전망이다.

하반기에도 올리브영이 다 할 것

2Q23 CJ 올리브영 실적은 매출액 9,675 억원(41.1% 이하 YoY), 당기순이익 1,024(76.9%)을 기록하였다. 온라인 및 오프라인 매출이 각각 46.3%, 39.4% 증가하며 고성장세가 이어지고 있다. 특히 오프라인의 경우 전년 동기 매출액이 전기 대비 19.0% 증가하면서 CJ 올리브영 고성장이 단순한 엔데믹 효과가 아니라고 판단한다. 3분기부터 본격적인 중국 관광객 유입 증가가 기대되어 오프라인 매출 상승세가 이어질 전망이다. 23년 연간 순이익은 3,620 억원으로 예상하는데, PER 10 배 적용 시 기업가치는 3.6 조 원 규모이다. 상장 시기는 확정된 바 없으나 하반기에도 높은 성장세가 예상되는 CJ 올리브영 가치가 CJ 주가로 반영될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	31,999	34,484	40,925	42,782	47,148	50,413
yoy	%	-5.3	7.8	18.7	4.5	10.2	6.9
영업이익	십억원	1,390	1,882	2,154	1,932	2,479	2,702
yoy	%	-7.9	35.3	14.5	-10.3	28.3	9.0
EBITDA	십억원	3,864	4,329	5,362	4,969	5,568	5,790
세전이익	십억원	514	1,301	1,056	588	819	986
순이익(지배주주)	십억원	87	275	202	94	264	315
영업이익률%	%	4.3	5.5	5.3	4.5	5.3	5.4
EBITDA%	%	12.1	12.6	13.1	11.6	11.8	11.5
EPS(계속사업)	원	2,430	7,710	5,666	2,637	7,408	8,834
PER	배	37.9	10.8	14.8	27.8	9.9	8.3
PBR	배	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	7.0	6.3	5.7	6.1	5.3	4.9
배당수익률	%	2.2	2.8	3.0	3.7	3.8	4.1
ROE	%	1.9	5.7	3.9	1.8	4.9	5.6
순차입금	십억원	13,039	13,069	15,140	15,142	14,126	12,929
부채비율	%	160.0	154.8	172.0	188.7	189.5	188.4

CJ의 CJ CGV 유상증자 참여 후 NAV 변화

(단위: 억원, 주, 원)

	시가총액	주식수	주당가격	비고
CJ CGV 현재 시가총액	3,375	47,730,920	7,070	9월 4일 종가기준
CJ 올리브네트웍스 현물출자 가치	4,444	43,147,043	10,300	제 3자 배정
유상증자(현금)	4,153	74,700,000	5,560	2차 발행가액 기준
합계	11,972	165,577,963		
CJ의 유상증자 참여 후 CJ CGV 지분율	50.3%			
CJ의 유상증자 참여 후 CJ CGV 지분가치(1)	6,022			
CJ의 CJ 현재 지분가치(2)	1,638			9월 4일 종가 기준
CJ의 유출자산(3)	1,089			(a) + (b)
현금(a)	1,000			유상증자 참여 예정금액
CJ 올리브네트웍스 지분가치(b)	809			장부가
CJ의 NAV 증가분	2,575			(1)-(2)-(3)

자료: SK 증권

CJ 올리브영 Target PER에 따른 CJ 보유 NAV 증분

(단위: 억원)

Target PER	CJ 올리브영 기업가치*	CJ 보유 지분가치(51.2%)	기존 가치**	NAV 증분
10	36,196	18,514	9,391	9,123
12	43,435	22,217	9,391	12,826
14	50,674	25,920	9,391	16,529
16	57,913	29,622	9,391	20,231
18	65,152	33,325	9,391	23,934
20	72,391	37,028	9,391	27,637

자료: SK 증권

*: 23년 예상 순이익 3,620 억원 기준

** : 20년 12월 유상증자 당시 기업가치 기준

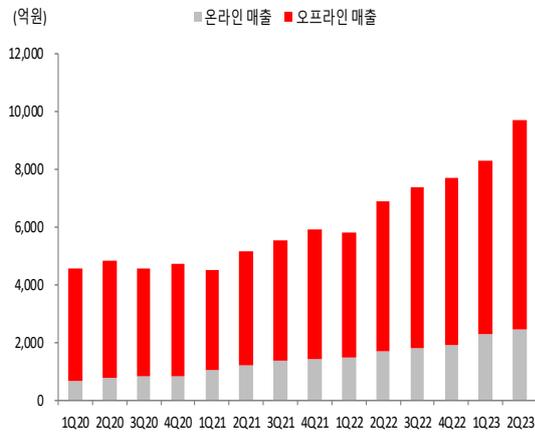
CJ NAV 대비 할인율

(단위: 억원)

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	CJ 제일제당	45,087	45.6%	14,741	20,578
	CJ 프레시웨이	2,920	47.1%	430	1,376
	CJ ENM	12,829	42.4%	7,591	5,438
	CJ CGV	3,375	48.5%	4,225	1,638
	CJ 자사주	21,358	7.3%		1,551
비상장사	CJ 올리브네트웍스		100.0%	809	809
	CJ 올리브영		51.2%	545	9,391
	CJ 푸드빌		96.6%	1,016	1,016
	기타			325	325
자회사 가치 합계			29,682	42,121	
순차입금					2,330
CJ NAV					39,791
CJ 시가총액					21,358
NAV 대비 할인율					46.3%

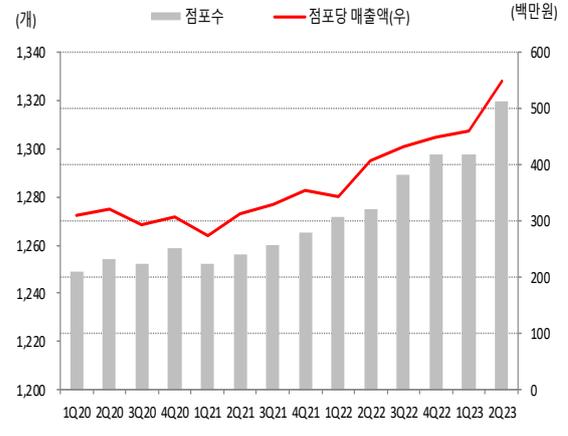
자료: SK 증권

CJ 올리브영 온/오프라인 매출액 추이



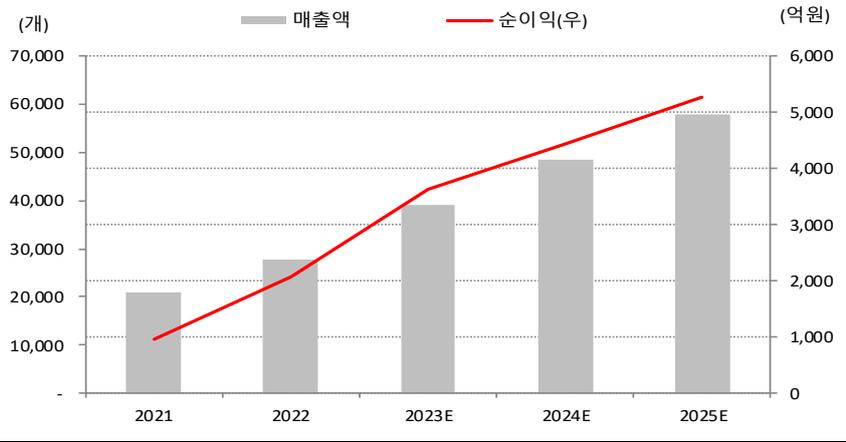
자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 점포수와 점포당 매출액 추이



자료: CJ, SK 증권

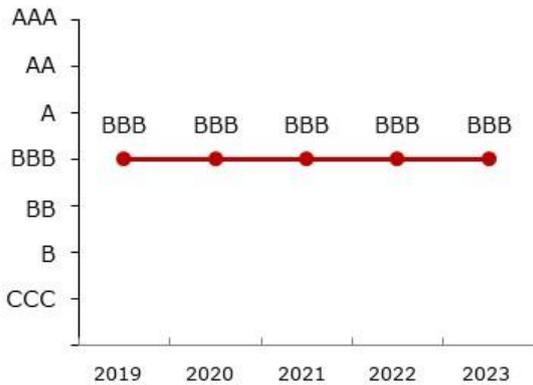
CJ 올리브영 실적 전망



자료: CJ, SK 증권

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	B-	N/A
환경(Environment)	11.7	B+	N/A
사회(Social)	52.4	C-	N/A
지배구조(Governance)	51.5	B+	N/A
<비교업체 종합 등급>			
LG	BBB	C	N/A
한화	A	B	N/A
LS	BBB	C+	33.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 CJ ESG 평가

CJ는 체계적인 ESG 전략 수립 및 성과 관리를 위해 이사회 및 경영진 주도의 ESG 의사결정 체계를 구축했으며, ESG 위원회를 신설하여 주요 상장사의 ESG 경영 실행력을 제고함.

특히 2050 탄소중립 및 ZERO WASTE 목표와 기후변화 대응 전략을 수립하는 등 친환경 경영을 위해 노력하는 중.

자료: SK 증권

CJ의 ESG 채권 발행 내역

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

자료: KRX, SK 증권

CJ의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2023.04.18	사회(Social)	고인모독 쇼호스트 논란...CJ 온스타일 법정제재 위기
2023.02.21	지배구조(Governance)	검찰, 국회 소통관 압수수색...취업 청탁 의혹 이학영 보좌진 대상
2022.11.30	사회(Social)	유통 라이벌 CJ롯데 온스타일 두고 상표권 분쟁
2022.06.16	지배구조(Governance)	회사돈으로 요트캠핑가 산 CJ 그룹 이재환 前 부회장 2심도 집유
2022.03.07	지배구조(Governance)	주주 보호책 없으면 물적분할 못한다..SSG-CJ 어쩌나
2021.12.02	지배구조(Governance)	"재벌 총수일가, 계열사 미등기임원 수두룩... 막대한 보수 챙겨"

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	12,052	15,174	18,321	20,386	22,306
현금및현금성자산	3,194	4,021	7,194	8,210	9,407
매출채권 및 기타채권	4,007	4,822	5,200	5,749	6,127
재고자산	2,736	3,707	4,237	4,684	4,992
비유동자산	29,904	33,067	33,534	32,446	31,358
장기금융자산	1,958	2,027	2,032	2,032	2,032
유형자산	13,453	14,277	14,519	14,513	14,508
무형자산	6,742	8,334	8,291	7,208	6,125
자산총계	41,956	48,240	51,855	52,832	53,664
유동부채	12,546	16,950	19,469	20,159	20,635
단기금융부채	6,260	9,233	10,797	10,797	10,797
매입채무 및 기타채무	3,946	4,825	6,543	7,233	7,709
단기충당부채	78	78	91	91	91
비유동부채	12,946	13,556	14,422	14,422	14,422
장기금융부채	10,809	11,062	12,470	12,470	12,470
장기매입채무 및 기타채무	444	863	224	224	224
장기충당부채	105	137	140	140	140
부채총계	25,492	30,507	33,890	34,581	35,057
지배주주지분	5,066	5,183	5,296	5,469	5,690
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	1,019	1,019	1,019
기타자본구성요소	81	-14	-14	-14	-14
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
이익잉여금	3,810	3,963	3,993	4,166	4,387
비지배주주지분	11,398	12,551	12,669	12,782	12,917
자본총계	16,464	17,734	17,965	18,251	18,607
부채외자본총계	41,956	48,240	51,855	52,832	53,664

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	2,052	2,989	5,989	3,161	3,328
당기순이익(손실)	807	687	246	377	450
비현금성항목등	3,168	4,315	3,742	3,531	3,625
유형자산감가상각비	1,801	1,830	1,983	2,006	2,006
무형자산상각비	647	1,378	1,054	1,083	1,083
기타	720	1,107	705	442	536
운전자본감소(증가)	-572	-786	2,414	-305	-210
매출채권및기타채권의감소(증가)	-476	-622	-237	-549	-378
재고자산의감소(증가)	-406	-897	-561	-447	-308
매입채무및기타채무의증가(감소)	472	589	3,201	691	476
기타	-161	143	12	0	-0
법인세납부	-543	-540	-367	-442	-536
투자활동현금흐름	-1,594	-4,509	-2,728	-2,000	-2,000
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,314	-1,725	-1,687	-2,000	-2,000
무형자산의감소(증가)	-841	-1,514	-1,010	0	0
기타	561	-1,270	-31	-0	-0
재무활동현금흐름	-1,002	1,393	-1,298	-91	-94
단기금융부채의증가(감소)	-2,136	-1,344	-2,771	0	0
장기금융부채의증가(감소)	2,109	3,155	2,154	0	0
자본의증가(감소)	0	0	26	0	0
배당금지급	-257	-345	-227	-91	-94
기타	-718	-73	-480	0	0
현금의 증가(감소)	591	827	3,173	1,016	1,197
기초현금	2,603	3,194	4,021	7,194	8,210
기말현금	3,194	4,021	7,194	8,210	9,407
FCF	739	1,263	4,302	1,161	1,328

자료 : CJ, SK증권 추정

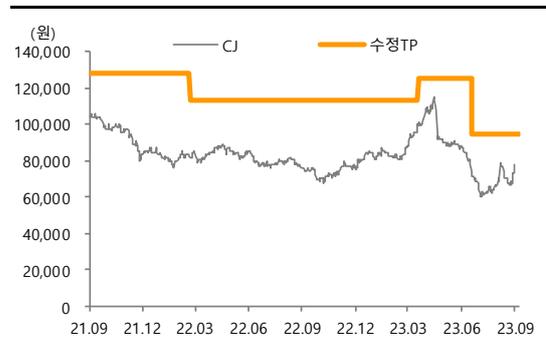
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	34,484	40,925	42,782	47,148	50,413
매출원가	24,788	29,696	31,129	34,094	36,434
매출총이익	9,696	11,229	11,653	13,054	13,979
매출총이익률(%)	28.1	27.4	27.2	27.7	27.7
판매비와 관리비	7,814	9,075	9,720	10,574	11,277
영업이익	1,882	2,154	1,932	2,479	2,702
영업이익률(%)	5.5	5.3	4.5	5.3	5.4
비영업손익	-581	-1,098	-1,344	-1,660	-1,716
순금융손익	-463	-580	0	0	0
외환관련손익	-80	-133	-0	-0	-0
관계기업등 투자손익	87	-163	-7	0	0
세전계속사업이익	1,301	1,056	588	819	986
세전계속사업이익률(%)	3.8	2.6	1.4	1.7	2.0
계속사업법인세	494	369	341	442	536
계속사업이익	807	687	246	377	450
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	807	687	246	377	450
순이익률(%)	2.3	1.7	0.6	0.8	0.9
지배주주	275	202	94	264	315
지배주주귀속 순이익률(%)	0.8	0.5	0.2	0.6	0.6
비지배주주	532	485	152	113	135
총포괄이익	1,561	733	497	377	450
지배주주	426	245	180	151	180
비지배주주	1,135	488	318	227	270
EBITDA	4,329	5,362	4,969	5,568	5,790

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	7.8	18.7	4.5	10.2	6.9
영업이익	35.3	14.5	-10.3	28.3	9.0
세전계속사업이익	153.2	-18.8	-44.4	39.4	20.3
EBITDA	12.0	23.9	-7.3	12.1	4.0
EPS	217.3	-26.5	-53.5	181.0	19.3
수익성 (%)					
ROA	2.0	1.5	0.5	0.7	0.8
ROE	5.7	3.9	1.8	4.9	5.6
EBITDA마진	12.6	13.1	11.6	11.8	11.5
안정성 (%)					
유동비율	96.1	89.5	94.1	101.1	108.1
부채비율	154.8	172.0	188.7	189.5	188.4
순차입금/자기자본	79.4	85.4	84.3	77.4	69.5
EBITDA/이자비용(배)	8.3	7.9	0.0	0.0	0.0
배당성향	28.1	41.5	96.6	35.7	31.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,710	5,666	2,637	7,408	8,834
BPS	146,205	149,477	152,653	157,513	163,706
CFPS	76,339	95,613	87,783	94,004	95,431
주당 현금배당금	2,300	2,500	2,700	2,800	3,000
Valuation지표 (배)					
PER	10.8	14.8	27.8	9.9	8.3
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.3	5.7	6.1	5.3	4.9
배당수익률	2.8	3.0	3.7	3.8	4.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.06.23	매수	95,000원	6개월		
2023.03.22	매수	125,000원	6개월	-24.74%	-8.08%
2022.02.24	매수	113,000원	6개월	-28.67%	-11.15%
2021.05.18	매수	128,000원	6개월	-25.20%	-9.77%



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(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 09월 05일 기준)

매수	94.65%	중립	5.35%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------