

# CJ(001040)

## 비 온 뒤에 별들 날을 기다린다

### 재무리스크 확대로 주가 약세 흐름을 보여온 CJ

CJ는 대한민국 대표 식품업체와 물류업체를 보유하고 있는 지주회사로 최근 주가가 약세를 보이면서 할인율이 상승해 왔는데 1) 이는 '그레이트 CJ'와 '월드베스트 CJ'를 선포하고 공격적인 글로벌 M&A를 단행하면서 지주사 부채비율이 176%까지 상승하는 등 그룹사 전반에 재무리스크가 부각되었고 2) CJ 올리브네트웍스 인적분할 과정에서 회사의 중장기 경영계획에 대한 주주들의 신뢰도가 약화되었으며 3) CJ제일제당의 영업 실적 호조에도 CJ 푸드빌, CJ CGV, CJ ENM 등이 코로나 확산에 따른 부정적 영향을 직접적으로 크게 받고 있기 때문

### NAV 할인 요인 해소 조짐 엿보임. 불확실성 완화도 기대

그러나 할인율 해소의 조짐들이 엿보이고 있는데 1) CJ제일제당을 필두로 적극적인 유휴자산 매각과 자본 확충으로 전 계열사를 아우르는 재무구조 개선 노력을 단행하고 있어 주가 할인 요인 중 하나였던 재무리스크가 차츰 완화될 조짐을 보이고 있는데다 2) CJ올리브영의 지분 매각 및 상장 등을 통한 투자금 회수 공산이 크다고 판단되는데 CJ올리브영의 기업가치 증대 노력이 예상되고, 매각 및 상장 과정에서 기업가치 제고 여지도 높으며(CJ올리브영은 H&B업체내 압도적인 점유율 1위로 오너 3세의 경영권 승계 과정에서도 핵심적인 역할 예상) 3) 푸레쥬르 등 알짜브랜드 외에도 불확실성 해소 측면에서 재무리스크가 상대적으로 큰 CJ CGV 등 부진한 계열사에 대해 전격적으로 매각에 나설 수도 있다고 추정되기 때문. 이 경우 CJ 주가에 상당한 호재로 작용할 전망이다. 물론 CJ CGV의 경우 매각타이밍에 대한 논란과 가격이 매력적일만큼 낮지 않을 경우 잠재 인수자를 찾기 어려울 것이라는 점은 고민 요인이 될 것

### 투자이견 매수와 목표주가 117,000원으로 커버리지 재개

CJ에 대한 투자이견 매수와 목표주가 117,000원을 제시하며 커버리지를 재개. 목표 시가총액(NAV)은 영업가치 0.7조원, 상장자회사가치 1.6조원, 비상장자회사가치 1.0조원에 순차입금 0.2조원을 차감한 SOTP valuation 방식을 적용해 산출. 현 CJ의 실질 NAV 대비 할인율은 59.0%로 커져 지난 8년간의 평균 할인율인 24.6%를 크게 상회. 한편 CJ의 올해 연간 매출액과 영업이익은 CJ제일제당의 실적 호조에 힘입어 전년과 비슷한 수준인 33.9조원과 1.5조원 예상. CJ제일제당의 약진이 여타 자회사들의 부진을 충분히 상쇄할 수 있을 것

Initiation

**BUY**

TP(12M): 117,000원(신규) | CP(8월 26일): 83,400원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,369.32
52주 최고/최저(원)	97,000/53,100
시가총액(십억원)	2,433.4
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	93.6
60일 평균 거래대금(십억원)	8.2
20년 배당금(예상, 원)	1,550
20년 배당수익률(예상, %)	1.86
외국인지분율(%)	18.98
주요주주 지분율(%)	
이재현 외 6인	47.05
국민연금공단	9.96
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.1) (1.7) 6.9
상대	(9.1) (13.8) (13.5)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	33,503.4	35,720.5
영업이익(십억원)	1,348.8	1,604.1
순이익(십억원)	619.2	594.9
EPS(원)	8,721	10,788
BPS(원)	143,579	153,937

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	29,523.4	33,779.7	33,820.0	36,811.4	37,547.6
영업이익	십억원	1,332.5	1,509.2	1,436.7	1,800.1	1,925.4
세전이익	십억원	1,319.7	597.1	1,159.7	1,125.6	1,299.7
순이익	십억원	276.1	267.1	392.8	419.4	485.2
EPS	원	7,741	7,491	11,014	11,758	13,605
증감률	%	(40.5)	(3.2)	47.0	6.8	15.7
PER	배	15.70	12.90	7.57	7.09	6.13
PBR	배	1.01	0.74	0.59	0.55	0.51
EV/EBITDA	배	7.54	6.77	6.88	6.14	5.73
ROE	%	6.91	6.24	8.39	8.32	8.93
BPS	원	120,167	130,603	140,300	150,538	162,547
DPS	원	1,450	1,850	1,550	1,650	1,650



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

RA 강승원  
02-3771-3454  
seungwonkang@hanafn.com

# CONTENTS

---

<b>1. 재무리스크 확대로 주가 약세 흐름을 보여온 CJ</b>	<b>2</b>
1) 대한민국 대표 식품업체와 물류업체를 보유하고 있는 지주회사	2
2) CJ 주가가 약세를 보여 왔던 주요 배경들	3
<b>2. NAV 할인 요인 해소 조짐 엿보임. 불확실성 완화도 기대</b>	<b>5</b>
1) 할인을 상승 요인으로 작용했던 그룹 전반의 재무리스크 해소 노력 중	5
2) CJ올리브영의 기업가치 제고 가능성이 높다고 판단하는 이유	7
2) CJ CGV 등 부진한 계열사 매각에 따른 불확실성 완화 가능성 상존	10
<b>3. 목표주가 산출 및 실적 전망</b>	<b>12</b>
1) Valuation	12
2) 3분기 및 향후 실적 전망	13

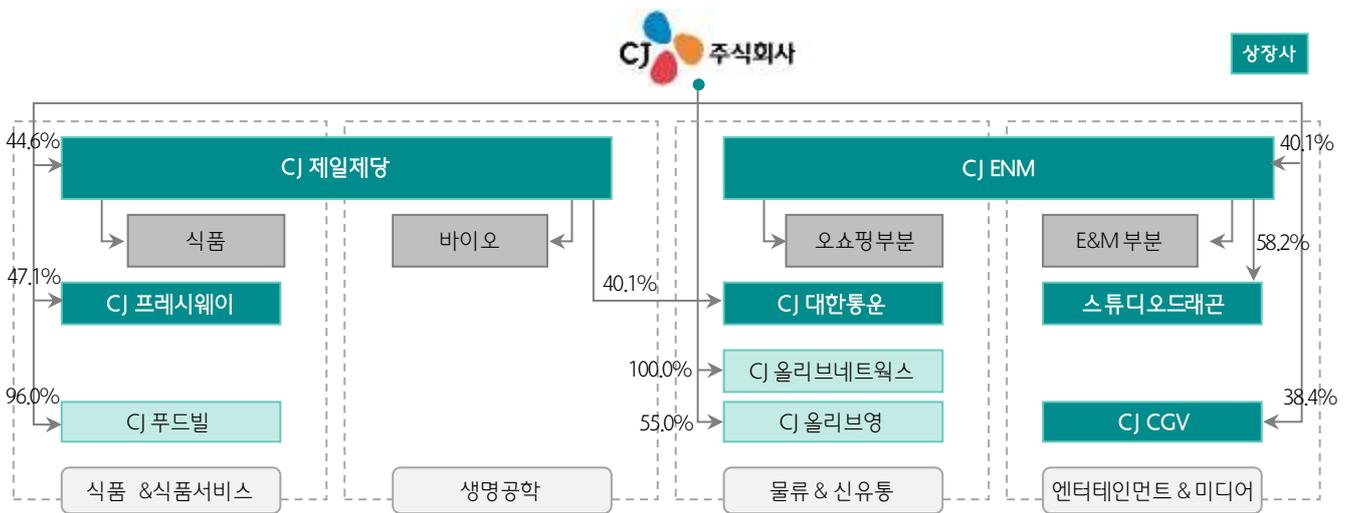
# 1. 재무리스크 확대로 주가 약세 흐름을 보여온 CJ

## 1) 대한민국 대표 식품업체와 물류업체를 보유하고 있는 지주회사

CJ는 식품·식품서비스, 생명공학, 물류·신유통, 엔터테인먼트·미디어 등 4가지 주력 사업군을 영위하고 있는 지주회사

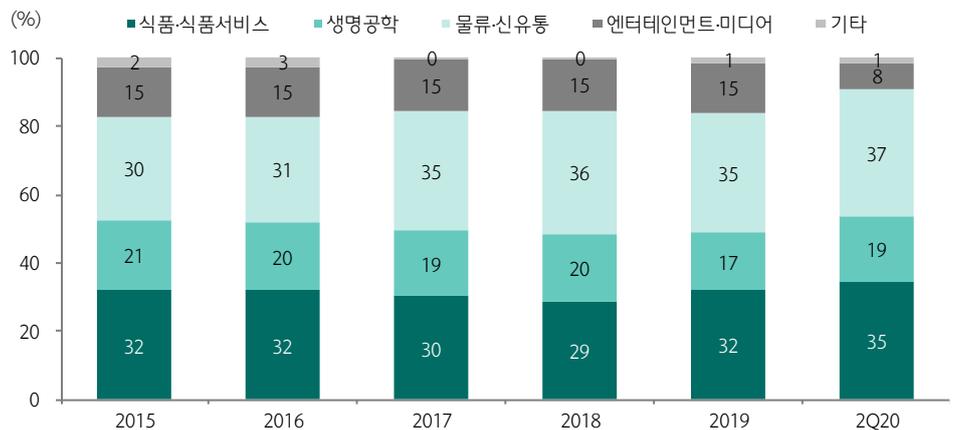
CJ는 식품·식품서비스(CJ제일제당, CJ푸드빌, CJ프레시웨이), 생명공학(CJ제일제당), 물류·신유통(CJ ENM 오쇼핑 부분, CJ대한통운, CJ올리브영), 엔터테인먼트·미디어(CJ ENM E&M 부분, CJ CGV, 스튜디오드래곤) 등 4가지 주력 사업군을 영위하고 있는 지주회사이다. 각 사업군별 매출액 비중은 2020년 2분기 연결조정 제거전 기준 식품·식품서비스와 물류·신유통 사업군이 각각 34.5%와 37.4%로 가장 높으며 생명공학 사업군이 18.9%, 엔터테인먼트·미디어 사업군이 7.8%로 그 뒤를 잇는다. 특히 CJ제일제당과 CJ올리브영(구 CJ올리브네트웍스의 올리브영 부문)을 필두로 한 식품·식품서비스와 물류·신유통 사업군 매출액 비중은 2015년 이후 각각 2.7%p와 7.4%p 가량 상승하며 지주 매출액에 대한 기여도가 계속 확대되고 있다.

그림 1. CJ 지배구조



주: 2020년 2분기말 기준, 지분율은 보통주 기준, CJ CGV 지분율은 유상증자분 반영

그림 2. CJ 사업부문별 매출액 비중 추이



주: 연결조정 제거전 기준  
자료: CJ, 하나금융투자

## 2) CJ 주가가 약세를 보여 왔던 주요 배경들

CJ는 지난 5년간 주가가 추세적으로 하락.

최근에는 2019년 4월 CJ올리브네트웍스 인적분할 당시에도 주가가 큰폭 하락한 사례 있음

CJ는 CJ CGV의 중국 상영권 확대에 따른 중국 모멘텀과 H&B산업 활성화에 따른 올리브영 고성장 기대감으로 2015년 주가가 급등했고, 8월 중 305,000원대의 가격을 고점으로 지난 5년간 주가가 추세적으로 하락해 왔다. 최근 2년간으로 시야를 좁혀보면 2019년 4월 이후 주가가 급락하면서 2019년 8월까지 4개월만에 주가가 약 40% 하락해 NAV 대비 할인율이 37.6%에서 49.1%로 11.6%p나 확대된 바 있다. 당시 주가 하락으로 할인율이 급등했던 이유는 1) 2019년 4월 CJ올리브네트웍스를 CJ올리브네트웍스(IT사업부문)과 CJ올리브영(H&B사업부문)으로 인적분할하는 과정에서 CJ올리브네트웍스 기업가치는 상대적으로 과대평가된 반면 IPO 기대감이 컸던 CJ올리브영의 기업가치는 상대적으로 과소평가되면서 투자자들의 아쉬움이 컸던데다(투자자들 사이에서 기업가치 산정 과정에 대한 불만과 논란) 2) 유통과 IT 부문간의 시너지 극대화를 이유로 2014년 12월 중 합병했던 양사를 합병한 지 불과 4년여만에 다시 분할하는 등 기존의 결정을 뒤엎으며 회사의 중장기 경영 계획에 대한 주주들의 신뢰도가 약화되었기 때문이다.

표 1. CJ올리브네트웍스-CJ올리브영 인적분할 개요

(단위: 주, 백만원)

1. 분할 전	회사명	CJ올리브네트웍스
	발행주식수	18,229,650
	자사주	42,650
	자본금	9,432
2. 분할방법	인적분할	
	존속회사	CJ올리브네트웍스
	신설회사	CJ올리브영
3. 분할비율	존속회사:신설회사=45:55	
4. 분할 후 존속회사 (CJ올리브네트웍스)	발행주식수	8,203,342
	자사주	19,192
	자본금	4,419
	주요사업	IT 시스템 구축 및 운영 사업
5. 분할 후 신설회사 (CJ올리브영)	발행주식수	10,026,308
	자사주	23,457
	자본금	5,013
	주요사업	Health & Beauty 사업

주: CJ올리브네트웍스 분할 후 개요는 감사 전 기준  
 자료: CJ, 하나금융투자

표 2. CJ올리브네트웍스와 CJ올리브영 기업가치 산정

(단위: 십억원)

회사	구분	금액	비고
CJ올리브네트웍스	① 수익가치	743.4	현금흐름법 적용
	② 자산가치	238.4	18년말 순자산가치 반영
	기업가치	542.4	수익가치 60%, 자산가치 40% 반영
CJ올리브영		662.9	

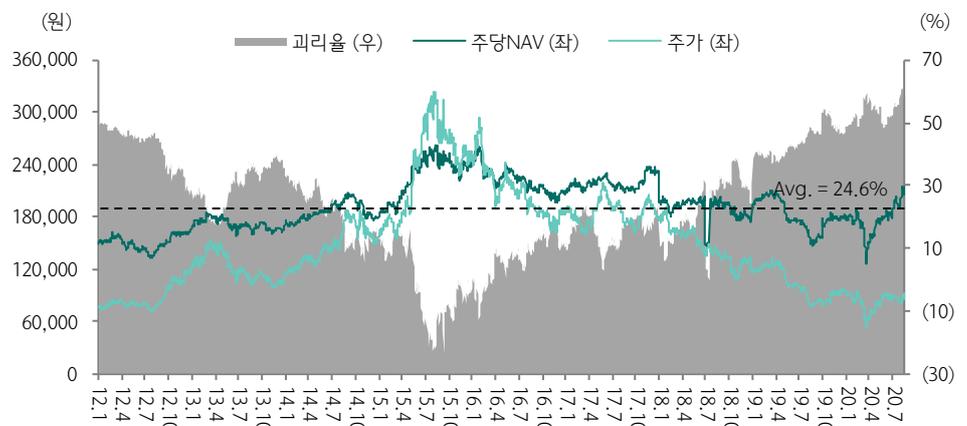
자료: CJ, 하나금융투자

할인율 상승의 근본적인 배경은 공격적인 글로벌 M&A에 따른 CJ 그룹사 전반의 재무리스크 부각.

CJ제일제당 영업실적 호조에도 CJ 푸드빌, CJ CGV, CJ ENM 등이 코로나 확산으로 인한 부정적 영향 불가피

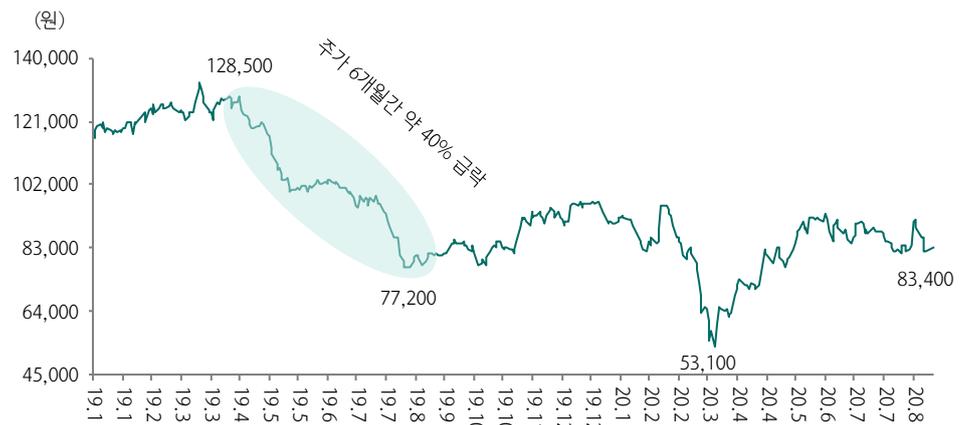
그러나 보다 근본적인 배경은 2017년 ‘그레이트 CJ’와 ‘월드베스트 CJ’를 선포하고 공격적인 글로벌 M&A를 단행하면서 CJ제일제당과 CJ CGV 등 주요 계열사들을 중심으로 재무리스크가 확대되었던 점 때문으로 추정된다. 그룹사 전반에 재무리스크가 부각되는 시기에는 주가가 아무래도 부정적으로 반응할 수 밖에 없다. 또한 최근 실적이 큰폭 개선되고 있는 CJ제일제당을 제외하면 CJ 푸드빌, CJ CGV, CJ ENM 등의 주요 계열사들이 코로나 확산에 따른 부정적인 영향을 크게 받는 업종에 속하고 있는 점도 주가 부진에 한몫 하고 있다. 따라서 현재 CJ의 NAV 대비 할인율은 59.0%로 2019년 CJ올리브네트웍스 인적분할 당시에 벌어졌던 할인율보다도 더 벌어져 있으며, 지금의 할인율은 지난 8년간 평균 할인율인 24.6%를 크게 상회해 역사적으로도 가장 큰폭 할인되어 있는 상태이다.

그림 3. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인율 추이



주: 상장자회사 지분가치를 할인하지 않은 실질 NAV 기준

그림 4. 2019년 이후 CJ 주가 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

엿보이는 할인율 해소의 조짐들

다만 1) CJ는 2019년 하반기 이후 비상경영을 선포하며 그룹 패러다임을 ‘양적성장’에서 ‘질적성장’으로 전환하고, 수익성 강화에 집중하면서 주가 할인 요인 중 하나였던 재무리스크가 차츰 개선될 조짐을 보이고 있고, 2) CJ올리브영의 기업가치 증대 노력 및 기업가치 제고 여지도 기대되는데다 3) CJ CGV 등 실적이 매우 부진한 자회사를 매각할 경우 불확실성이 크게 해소될 것으로 예상되는데 만약 상기 요인들이 현실화될 경우 현재 역사적 수준까지 낮아져 있는 할인율을 해소하는 데 상당히 긍정적으로 작용할 수 있을 전망이다.

## 2. NAV 할인 요인 해소 조짐 엿보임. 불확실성 완화도 기대

### 1) 할인을 상승 요인으로 작용했던 그룹 전반의 재무리스크 해소 노력 중

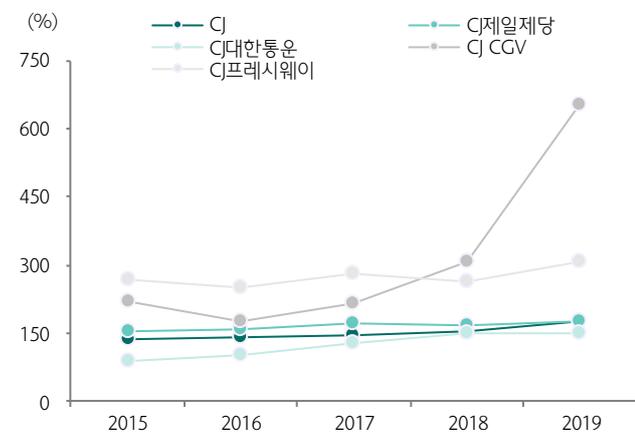
2017년 이후 CJ제일제당은 여러 글로벌업체들을 인수하는 등 그룹 '월드베스트 CJ' 전략을 가장 적극적으로 시행

CJ는 2030년까지 3개 이상의 사업에서 세계 1등이 되겠다는 '월드베스트 CJ'를 새로운 경영 목표로 공표한 2017년 이래로 매우 공격적인 해외 M&A 전략을 펼쳐왔다. 이러한 그룹의 전략을 가장 적극적으로 시행했던 CJ제일제당의 경우 2017년부터 2018년까지 브라질 식물성 고단백 소재 업체인 셀렉타사와 미국 식품업체 카히키, 독일 식품업체 마인프로스트를 잇달아 인수한 데 이어 2019년에는 그룹 역사상 사상 최대 규모의 M&A였던 미국 냉동 식품업체 슈완스컴퍼니 지분 70%를 2.1조원에 인수했다.

공격적인 M&A에 따라 각 계열사들 모두 재무 부담이 가중

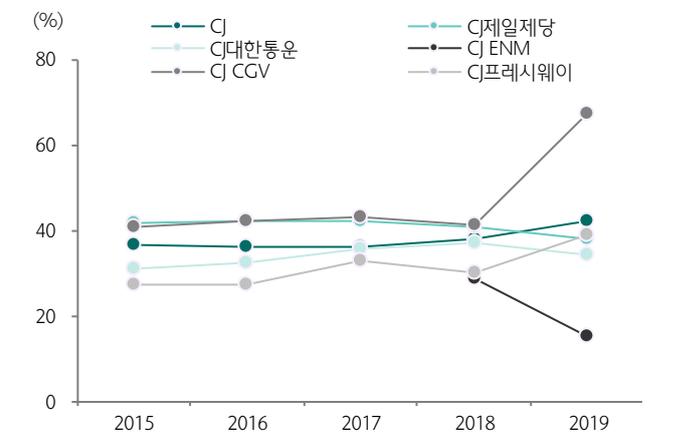
그러나 이렇듯 공격적인 M&A는 그룹계열사에 전사적인 재무 부담으로 이어졌고, 2015년말 140%를 하회했던 지주회사의 부채비율은 2019년말에는 176%로 4년간 약 37%p 상승했다. CJ제일제당은 슈완스컴퍼니 인수대금을 조달하기 위해 약 7,000억원 규모의 회사채를 발행하고 인수금용 5.0억달러(약 5,500억원)를 발행하는 등 차입 부담이 증가함에 따라 2019년말 부채비율이 177%로 치솟았고, CJ대한통운 역시 2018년 미국물류기업인 DSC로지스틱스를 2,300여억원에 인수하는 등 4년 사이에 부채비율이 약 1.7배 가까이 급증해 사정은 비슷했다. 특히 '월드베스트 CJ' 선포 이전부터 적극적인 해외 M&A를 단행했던 CJ CGV의 경우는 2015년 당시 이미 부채비율이 270%에 육박했었는데 리스회계기준 변경으로 극장 임대료가 리스부채로 계상됨에 따라 2019년말에는 부채비율이 약 653%까지 상승했다.

그림 5. CJ 주요 자회사 연간 부채비율 추이



주: 연결 기준

그림 6. CJ 주요 자회사 연간 차입금의존도 추이



주: 연결 기준

CJ제일제당은 적극적인 유휴자산 매각과 해외 자회사 자본 확충으로 재무리스크 완화

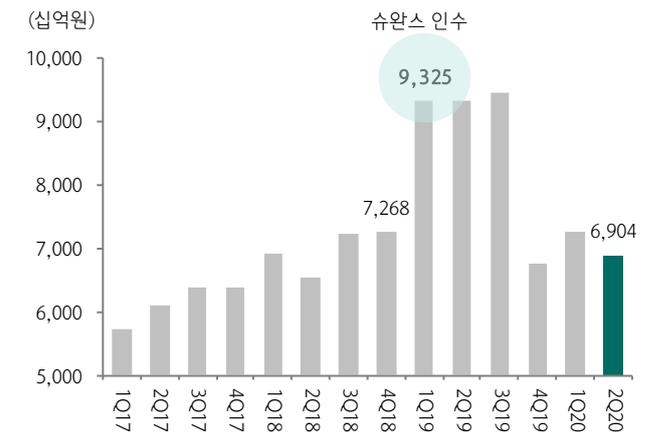
그러나 이제 CJ는 계열사 전반에 퍼진 재무리스크를 해소하기 위해 인수합병을 멈추고 사업 안정화를 그룹의 최대과제로 삼고 있다. 특히 슈완스 인수로 막대한 자금이 소요되면서 재무구조 우려가 가장 컸던 CJ제일제당은 지난해 적극적인 유휴자산 매각을 통해 약 1.1조원의 현금을 마련했으며 보호예수기간이 끝난 마니커 지분 12.3%도 약 198억원에 전량 처분했다. CJ제일제당의 해외 연결자회사인 CJ차이나와 CJ아메리카도 각각 영구채 2,000억원과 상환전환우선주 3,000억원을 발행해 결과적으로 CJ제일제당의 재무구조를 개선하는 효과를 꾀하였다. 이로써 CJ제일제당은 약 1년여만에 1.7조원의 현금을 확보했으며 이로 인해 슈완스 인수 당시 9.3조원까지 증가했던 순차입금은 6.9조원으로 감소했다. 2분기말 부채비율 또한 슈완스 인수 이전 수준인 160%대로 하락해 재무 부담이 다소 완화되는 중이다.

그림 7. CJ제일제당 분기별 부채비율 추이



주: 연결 기준

그림 8. CJ제일제당 분기별 순차입금 추이



주: 연결 기준

CJ CGV와 CJ푸드빌도 재무 구조 개선 노력 지속 중

이외에 CJ CGV는 지난해 11월 중국·베트남·인도네시아 통합 법인인 CGI홀딩스를 설립 하고, 기존에 CJ CGV가 보유하고 있던 베트남 법인 지분 100%와 인도네시아 법인 지분 23%를 각각 CGI홀딩스에 매각한 후 CGI홀딩스에 약 3,336억원 규모의 제3자 배정 유상증자를 실시한 데 이어 지난 6월에는 현지 부동산 투자 관련 법인인 CJ베트남컴퍼니 보유 지분 전량(25%)를 324억원에 처분했다. 또한 지난 7월에는 1,394만주 규모의 유상증자를 실시해(CJ 출자분 약 552만주, 약 937억원) 약 2,209억원의 자본을 확충했다. 한편 CJ푸드빌은 2019년 4월과 올해 6월에 투썸플레이스 지분을 45%와 15%를 나누어 매각해 총 2,736억원의 현금을 확보했다. 게다가 최근 주요 언론에 따르면 CJ푸드빌은 외식 사업에 집중하기 위한 목적으로 국내 베이커리 프랜차이즈 2위 브랜드인 푸레쥬르를 매각하기 위해 국내 외 PEF 등에 투자 안내문을 발송한 것으로 알려지고 있다.

표 3. CJ 주요 계열사들의 2019년 이후 현금 확보 내역

(단위: 십억원)

회社	구분	내역	액 (십억원)
CJ제일제당	유형자산 매각	가양동 공장 매각	850.0
		영등포 공장 세일앤리스백	230.0
		CJ인재원 매각	52.8
	지분 처분	마니커 지분 12% 매각	19.8
		CJ차이나 영구채 발행	200.0
	자회사 현금 투입	CJ아메리카 상환전환우선주 발행	300.0
<b>계</b>			<b>1,652.6</b>
CJ CGV	지분 처분	CJ CGV 베트남홀딩스 지분 100% 매각	99.5
		그라하라아르프리마 지분 23% 매각	85.1
		CJ베트남컴퍼니 지분 25%	32.4
	자회사 현금 투입	CGI홀딩스 제3자 배정 유상증자	333.6
		유상증자	1,394만주 유상증자
<b>계</b>			<b>771.4</b>
CJ푸드빌	지분 처분	투썸플레이스 지분 60% 매각	273.6
		<b>계</b>	<b>273.6</b>

자료: 하나금융투자

재무리스크 점차 완화 기대. 각 계열사들의 노력이 가시화된다면 할인 요소가 제거될 공산이 큼

지주 차원에서 전 계열사를 아우르는 재무구조 개선 노력을 단행하고 있다는 점에서 재무리스크는 점차 완화될 수 있을 것으로 전망된다. 특히 CJ제일제당의 사례처럼 CJ CGV와 CJ프레시웨이 등의 주요 자회사들도 부채비율 완화 등 재무구조 개선 노력의 성과가 가시화된다면 그동안 CJ 주가에 부정적으로 작용했던 할인 요소가 제거될 공산이 크다.

## 2) CJ올리브영의 기업가치 제고 가능성이 높다고 판단하는 이유

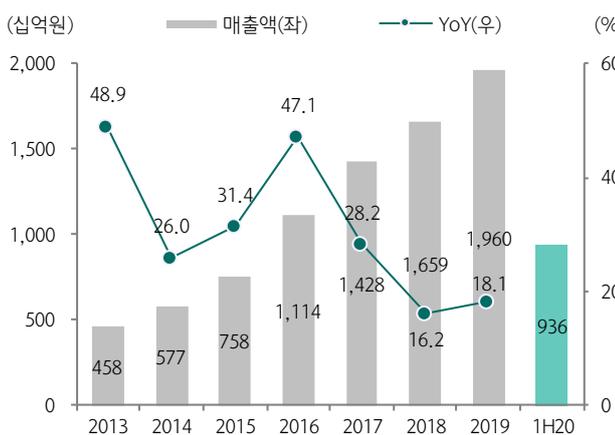
### CJ올리브영의 기업가치 제고 가능성

CJ올리브영은 CJ올리브네트웍스가 지난해 H&B(Health&Beauty)사업부를 인적분할하는 과정에서 독립법인으로 탄생했다. CJ올리브영의 기업가치 제고 가능성은 CJ올리브영 지분 약 55%를 보유하고 있는 지주회사인 CJ 주가에 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다. 올리브영이 고성장했던 시절에 IPO 가능성 등이 종종 제기되었었고, CJ올리브네트웍스 매각 당시에도 CJ올리브영 매각 가능성 등이 간접적으로 공유되었지만 IPO 방식이든 지분매각 방식이든 궁극적으로 CJ는 CJ올리브영에 대한 투자금 회수를 단행할 것으로 추정한다. 따라서 결국 그 과정에서 선행되어야 하는 것은 CJ올리브영의 기업가치 제고 가능성일 것이다.

### CJ올리브영은 H&B 업계내 압도적인 점유율 1위 업체로서 현 시점에서도 상장 또는 매각시 상당한 기업가치 평가 가능

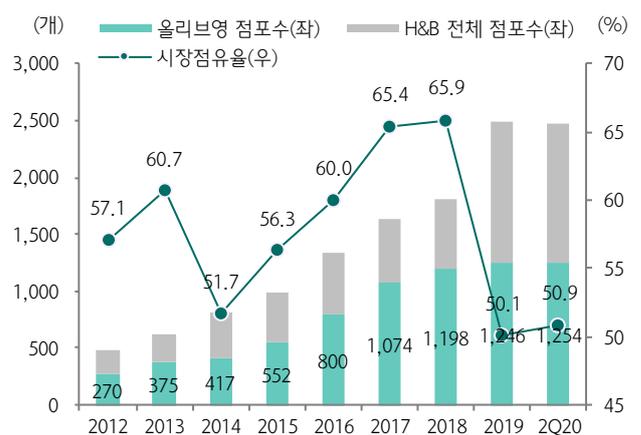
CJ올리브영의 기업가치 제고 가능성이 높다고 판단하는 이유는 첫째, CJ올리브영은 H&B 업계내 압도적인 점유율 1위의 업체로서 현 시점에서 상장 혹은 지분 매각 작업시에도 상당한 기업가치를 적용받을 수 있을 것으로 예상된다. 2020년 2분기말 기준 올리브영의 운영점포수는 1,254개로 운영점포수 기준 시장점유율은 50%를 상회한다. 물론 66%에 달했던 2018년에 비해서는 시장점유율이 큰폭 감소했지만 여전히 압도적인 수준이다. 게다가 시장 점유율 2위 업체인 GS리테일의 띠라블라의 경우 오프라인 점포수를 줄이면서 철수 움직임을 보이고 있고, 롯데쇼핑의 롬스 역시 롯데쇼핑의 구조조정 리스트에 오르며 오프라인 점포수를 축소하고 있다는 점을 감안하면 올리브영의 시장점유율은 다시 회복될 수 있을 전망이다. 또한 코로나 영향으로 2분기 매출액이 전년동기대비 37.5%나 감소한 H&B업계 2위 업체인 띠라블라와는 달리 올리브영의 경우 온라인 매출 고성장으로 인해 매출액 감소 폭이 전년동기대비 0.5%에 그치고 있다. 따라서 부동산의 업계 1위인 CJ올리브영의 기업가치는 CJ올리브네트웍스 인적분할 당시 산정되었던 기업가치 6,629억원을 크게 상회하는 약 9,000억 원~1조원 수준은 평가받을 수 있을 것으로 추정된다.

그림 9. CJ올리브영 매출액과 성장률 추이



주: 별도 기준, CJ올리브네트웍스와 합병되었던 시기에는 올리브영사업부 별도 매출액 차용  
 자료: CJ, 하나금융투자

그림 10. CJ올리브영 시장점유율 추이



주: 운영점포수 기준  
 자료: CJ, 하나금융투자

CJ올리브영은 오너 3세의 경영권 승계 과정에서 핵심적인 역할을 할 가능성이 있음

둘째, 현재 오너 3세의 경영권 승계 시나리오 상으로도 CJ올리브영의 활용 가능성이 여전히 높다. CJ올리브네트웍스의 인적분할 당시 존속법인인 IT부문 자회사 CJ올리브네트웍스가 CJ의 100% 자회사로 편입됨에 따라 CJ와 CJ올리브네트웍스 주식은 1:0.54의 비율로 CJ 자사주와 교환되었는데, 이 과정에서 가장 유력한 그룹 후계자로 꼽히는 이재현 CJ그룹 회장의 장남 이선호 CJ제일제당 부장은 주식매수청구권을 행사하지 않고 CJ 자사주 약 2.8%를 취득했으며 이와 동시에 이재현 회장은 이선호 부장에게 신형우선주(2029년 3월 보통주 전환 예정) 약 21.8%를 증여했다. 그러나 신형우선주가 모두 보통주로 전환된다고 하더라도 이선호 부장이 확보할 수 있는 지분은 약 5.1%에 불과한 상황이다. 따라서 지주 지분 확보를 위해 이선호 부장이 기존에 보유하고 있던 CJ올리브영 지분 약 18.0%는 추후 CJ 주식과 교환하는 방식으로 활용될 공산이 크고, 혹은 해당 지분은 이선호 부장이 추후 이재현 회장으로부터 CJ 지분을 직접 증여받을 경우에 상속세 재원 확보를 위해 구주매출을 통한 활용도 가능하다는 점에서도 유용하다. 두가지 시나리오 모두 CJ올리브영의 가치가 지금보다 더욱 상승했을 때 승계 과정에서 유리하게 작용할 수 있기 때문에 향후 지주 차원에서 CJ올리브영의 기업가치를 적극적으로 제고시키는 노력을 보일 여지가 높다고 판단된다.

그림 11. CJ올리브네트웍스 분할 전 지배구조

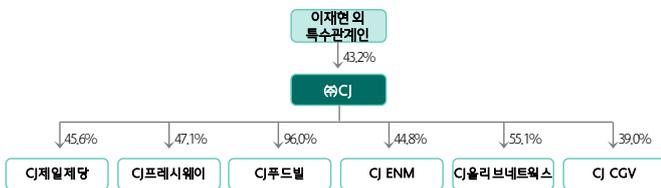
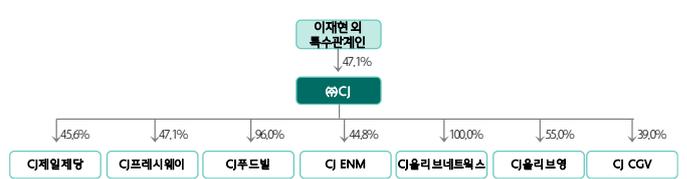


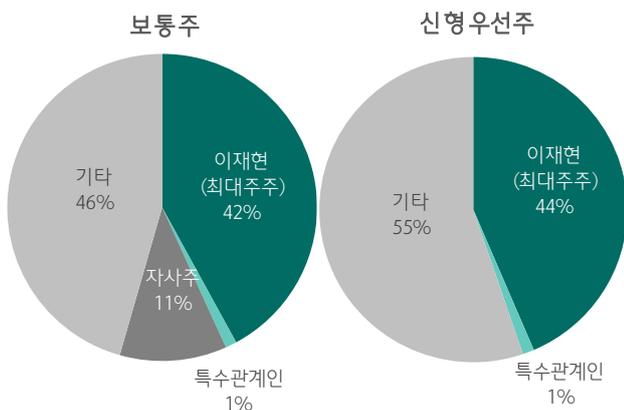
그림 12. CJ올리브네트웍스 분할 후 지배구조



주: 2019년 6월말 기준, 보통주 기준  
자료: CJ, 하나금융투자

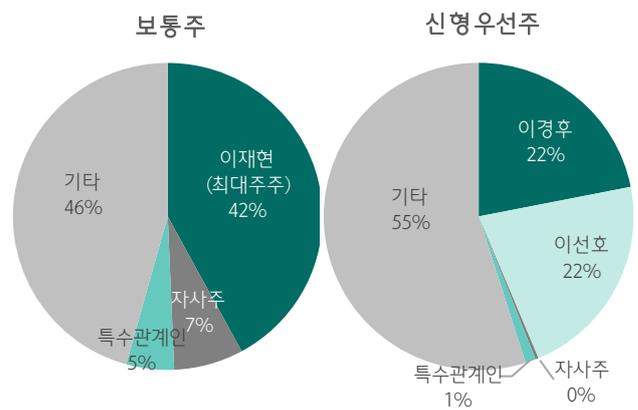
주: 2019년 6월말 기준, 보통주 기준  
자료: CJ, 하나금융투자

그림 13. CJ올리브네트웍스 분할 전 CJ 주요 주주 현황



주: 2019년 6월말 기준  
자료: CJ, 하나금융투자

그림 14. CJ올리브네트웍스 분할 후 CJ 주요 주주 현황



주: 2020년 6월말 기준  
자료: CJ, 하나금융투자

만약 CJ올리브영 상장시 구주매출을 할 경우 디는 자회사 재무구조 개선 혹은 신규 투자 자원 확보 가능

셋째, 현재 CJ의 CJ올리브영 보유 지분은 약 55%로 지주회사의 상장자회사 지분을 요건 20%를 상회하는 수준이므로 만약 CJ올리브영을 상장할 경우 신주발행으로 인한 지분 희석이 없다면 CJ는 이론적으로 CJ올리브영 구주를 약 30% 이상 매각할 수 있다. 만약 CJ가 CJ올리브영 지분 약 10%를 구주매출한다고 가정할 경우 CJ올리브네트웍스 인적분할 당시의 CJ올리브영 기업가치인 6,629억원을 적용해도 세후 약 500억원의 투자금을 회수할 수 있게 된다. 그러나 시장이 평가하고 있는 CJ올리브영의 기업가치는 이를 상당폭 상회하는 약 9,000억원~1조원 내외이므로 실제 회수 가능한 현금은 약 700억원에 달할 여지가 높다. 한편 상장 외에 일부 지분 매각 등의 방식으로도 현금을 확보할 수 있다. 이렇게 CJ가 확보하게 되는 현금의 신규 투자 자원으로 활용되거나 아니면 CJ CGV, CJ프레시웨이 등 추가적인 재무구조 개선이 필요한 자회사에 투입될 수도 있을 전망이다.

표 4. CJ올리브영 기업가치와 구주매출 비중별 세후 투자회수액

(단위: 십억원)

올리브영 기업가치	구주매출 5%	구주매출 10%	구주매출 15%	구주매출 20%	구주매출 25%	구주매출 30%	구주매출 35%
500	19	37	56	75	93	112	131
600	22	45	67	90	112	134	157
663	25	49	74	99	124	148	173
700	26	52	78	105	131	157	183
800	30	60	90	119	149	179	209
900	34	67	101	134	168	202	235
1,000	37	75	112	149	187	224	261

주: 법인세율은 CJ 2020년 6월말 반기보고서상 예상 연간 법인세율인 25.3% 적용  
 자료: 하나금융투자

CJ올리브영 상장에 대한 대내외적 요인은 충분. 적정 수준에서 기업가치가 형성된다면 CJ 주가에도 긍정적으로 작용할 것

이처럼 대외적으로는 업계내 CJ올리브영의 공고한 입지, 대내적으로는 경영권 승계 이슈 및 투자금 회수를 통한 재무구조 개선 또는 신규 M&A 등 CJ올리브영에 대한 투자금 회수 가능성을 정당화하는 다양한 이유들이 존재한다. 따라서 CJ는 비단 IPO뿐만 아니라 일부 지분 매각 등 다양한 방식 등으로 CJ올리브영에 대한 투자금을 현금화할 가능성이 높다고 판단되며 CJ올리브영의 기업가치가 시장에서 기대하는 적정 수준에서 형성된다면 CJ 주가에도 긍정적으로 작용할 수 있을 전망이다.

### 3) CJ CGV 등 부진한 계열사 매각에 따른 불확실성 완화 가능성 상존

투썸플레이스에 이어 투레쥬르까지 나름 알짜브랜드 연달아 매물화. CJ CGV 매각 가능성도 제기 중

CJ푸드빌이 투썸플레이스에 이어 투레쥬르까지 나름 알짜브랜드들을 연달아 매물로 내놓으면서 지주 차원에서 기업 규모의 슬림화를 꾀하고 있는 것이 아니냐는 해석이 나오고 있는 가운데 최근 실적 부진에 시달리고 있는 CJ CGV의 매각설 또한 제기되고 있다. CJ CGV 매각설을 그냥 흘려버릴 수만은 없는 것이 CJ CGV는 CJ의 포트폴리오 4가지인 식품·식품서비스, 생명공학, 물류·신유통, 엔터테인먼트·미디어 가운데 엔터테인먼트·미디어 부문의 주요 자회사이지만 동일 포트폴리오 내 다른 자회사인 CJ ENM과의 시너지가 그다지 크지는 않기 때문이다. CJ CGV는 단지 주요 유통채널의 하나일 뿐 상영작 중 CJ ENM 제작 영화가 차지하는 매출액 비중도 지난 7년간 평균 약 20% 내외로 그다지 크지는 않다.

CJ CGV 관객수 급감했고, 향후 실적 전망 또한 밝지 않은 편

CJ CGV는 코로나 확산으로 인한 관객수 급감이 이어졌고, 향후 실적 전망 또한 밝지 않은 편이다. 한국은 물론이고 중국, 터키, 인도네시아 등 주요 국가들의 극장 휴업으로 2분기 실적은 모두 적자전환했으며 코로나 완화로 전화위복이 기대되었던 한국마저 최근에 다시 확진자 수가 급증하는 등 2차 펜데믹에 대한 우려가 커지고 있어 이를 감안하면 관람객 감소가 불가피해지고, 실적 정상화도 예상보다도 상당기간 지연될 것으로 추정되기 때문이다.

표 5. CJ CGV 주요 국가별 2분기 실적 현황

(단위: 십억원)

	한국			중국			터키			베트남			인도네시아		
	2Q19	2Q20	(YoY)	2Q19	2Q20	(YoY)	2Q19	2Q20	(YoY)	2Q19	2Q20	(YoY)	2Q19	2Q20	(YoY)
매출액	263.6	36	-86.3	84.7	0.8	-99.1	26.3	0	-100.0	53.4	6.3	-88.2	32.3	0	-100.0
영업이익	14	-70.1	적자전환	1.9	-29.8	적자전환	-2.9	-1.6	적자축소	6.4	-8.3	적자전환	6.4	-9.1	적자전환
EBITDA	61	-33.8	적자전환	24.8	-2.9	적자전환	4.4	4.9	11.4	15.8	1.4	-91.1	12.8	-3.7	적자전환

자료: 하나금융투자

그룹 재무구조 개선을 위한 자회사 매각 원칙은 일반적으로 알짜기업이거나 회복 여지가 가장 적은 업체

그룹 재무구조 개선을 위한 자회사 매각시 일반적인 원칙은 알짜기업이거나 또는 수익성이 크게 악화되어 회복 여지가 가장 적은 업체를 선택한다. 알짜기업은 적절한 매각대금을 통한 현금 유입으로 재무구조를 개선시킬 수 있고, 수익성이 악화되고 회복 여지가 적은 업체는 매각을 통해 추가 자본투입 가능성을 배제하고 불확실성을 줄일 수 있기 때문이다.

CJ CGV는 재무리스크 우려가 가장 큰 회사 중 하나. 불확실성 해소 측면에서라도 전격적으로 매각에 나설 수도 있다고 판단

CJ CGV는 CJ 주요 계열사 중 재무리스크 우려가 가장 큰 회사 중 하나로 리스회계기준 변경에 따라 2019년 중 부채비율이 약 653%까지 증가했는데 3년간 지속된 적자에 따른 자본 감소로 2020년 2분기말 부채비율이 1,353%까지 치솟은 상황이다. 코로나 영향으로 상반기 매출은 2,849억원에 그쳐 전년동기대비 69.9% 감소했고, 영업이익은 -2,022억원으로 적자전환했다. 최근 CJ그룹내 상장사 최초로 2,209억원 규모의 유상증자를 단행했음에도 불구하고 이를 감안한 부채비율은 773%로 여전히 높은 수준에 머물러 있어 코로나가 확산되기 시작한 지난 3월 이후 인건비 등의 고정비 부담을 절감하고, 유상증자를 실시하는 등 전사적인 재무구조 개선 노력을 하고 있음에도 불구하고 리스크가 좀처럼 해소되지 못하고 있다. 일각에서는 유상증자를 단행한지 얼마되지도 않았고, 매각 타이밍도 지금보다는 코로나 확산 국면이 다소 완화되고 수익성이 어느정도 회복되는 시점에서야 진행될 수 있을 것으로 보기도 하지만 코로나 펜데믹은 언제든 재발생이 가능하다는 점을 감안해야 할 뿐더러 불확실성 해소 측면에서라도 그룹측에서 전격적으로 매각에 나설 가능성을 배제하기 어렵다. 물론 매각가격이 매우 매력적일만큼 낮지 않을 경우 CJ CGV를 인수할 의지가 있는 곳이 그다지 많지 않을 것이라는 점이 고민 요인이 될 것이다.

TRS 계약 부담 요인이지만 계약 연장 가능성이 높은 것으로 추정

CJ CGV는 2016년에 약 8,000억원을 투입해 인수한 터키 법인 M&A 당시 FI들과 체결했던 TRS 계약과 영업권 상각 규모도 부담 요인으로 작용하고 있는데 TRS의 경우 이미 2017~2019년 중 3,000여억원을 파생상품평가손실로 기인식했기 때문에 향후 손익 영향은 크지 않을 전망이다. 물론 2021년 4월 TRS 계약 만기에 따른 현금 상환 부담이 발생할 수는 있지만 상기 계약은 연장 협의 중이고, 추가 연장될 가능성이 높은 것으로 추정된다.

그림 15. CJ CGV 부채비율 추이



자료: CJ CGV, Quantwise, 하나금융투자

### 3. 목표주가 산출 및 실적 전망

#### 1) Valuation

투자의견 매수,  
 목표주가 117,000원 제시

CJ에 대한 투자의견 매수와 목표주가 117,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 SOTP Valuation 방식을 적용해 산출한 목표 NAV 3.4조원을 기준으로 한 1주당 가치이다.

목표 NAV 3.4조원은  
 영업가치 0.7조원, 상장자회사 가치 1.6조원, 비상장자회사 가치 1.0조원,  
 자사주 가치 0.2조원에  
 순차입금 0.2조원을 차감해 산출

목표 NAV 3.4조원은 영업가치 0.7조원, 상장자회사 가치 1.6조원(실제 지분가치 4.1조원 대비 60% 할인 적용. 주요 상장 자회사들이 코로나 영향에 취약한 업종이라는 점에서 타지주회사 자회사 대비 할인을 조정), 비상장자회사 가치 1.0조원, 자사주 가치 0.2조원에 순차입금 0.2조원을 차감해 산출했다. 영업가치는 로열티수익 0.5조원과 임대료수익 0.2조원을 합산했으며, 상장자회사 가치는 CJ제일제당, CJ ENM, CJ CGV, CJ프레시웨이 등 CJ의 4개 주요 상장자회사 시가총액을 지분율만큼 반영해 합산가액을 60% 할인 적용했다. 비상장자회사 가치는 CJ올리브네트웍스와 CJ올리브영의 경우 CJ올리브네트웍스 인적분할 당시 회사가 산정한 기업가치를 반영했으며 여타 비상장자회사들은 장부가액을 적용했다.

표 5. CJ SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 주, %)

구분	지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고			
영업가치	로열티		549	9.3				
	임대료		198	3.3				
	소계		747	12.6				
지분가치	계열사명		지분율	시가총액	Value	NAV 비중	비고	
	상장자회사	CJ제일제당	44.6	5,977	2,663	44.9		
		CJ ENM	40.1	2,636	1,056	17.8		
		CJ CGV	38.4	713	274	4.6		
		CJ 프레시웨이	47.1	178	84	1.4		
		소계			4,076	68.8		
	비상장자회사	계열사명		지분율	장부가액	Value	NAV 비중	비고
		CJ 올리브네트웍스	100.0	151	542	9.2	CJ올리브네트웍스 인적분할 당시 회사가 평가한 기업가치	
		CJ 올리브영	55.0	50	365	6.2	CJ올리브네트웍스 인적분할 당시 회사가 평가한 기업가치	
		CJ 푸드빌	96.0	122	122	2.1		
		기타		5	5	0.1		
	소계			1,034	17.4			
	지분가치 합계			5,110	86.2			
	자기주식			175	3.0			
순차입금(별도)			166	-2.8				
실질 NAV			5,867	100.0				
목표 NAV			3,421	58.3	상장자회사 가치 60% 할인 적용			
발행주식수			29,176,998					
목표주가			117,000					
현재가 (8/26)			83,400					
Upside Potential			40.3					

주: 상장자회사 시가총액은 8월 21일 종가 기준  
 자료: 하나금융투자

### 2) 3분기 및 향후 실적 전망

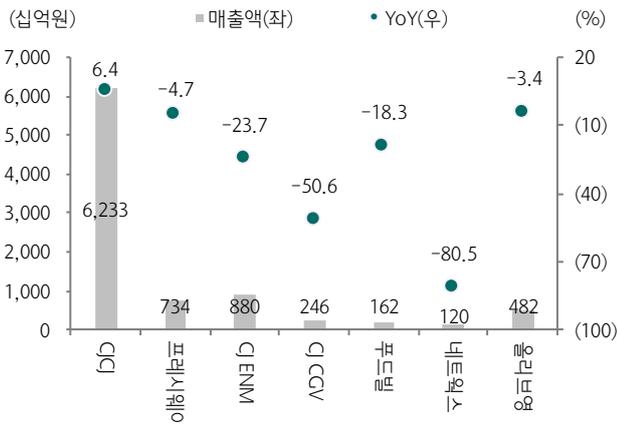
CJ 3분기 매출액은 8.5조원, 영업이익은 4.5조원으로 추정

CJ의 3분기 매출액은 전년동기대비 2.1% 감소에 그친 8조 4,992억원, 영업이익은 전년동기대비 5.5% 증가한 4,504억원으로 추정된다. CJ ENM과 CJ CGV이 3분기에도 부진한 실적을 이어갈 것으로 예상됨에도 불구하고 CJ제일제당이 지난 1~2분기에 이어 하반기에도 호실적 시현에 따라 지주 전체의 실적을 견인할 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 비상장 자회사 중에서는 CJ푸드빌의 경우 하반기까지는 실적 개선이 다소 요원해 보이는 반면 CJ 올리브영은 온라인 매출 비중이 커지며 점포 증가수의 둔화에도 불구하고 비교적 안정적인 실적 흐름을 이어갈 수 있을 것으로 예상된다.

CJ 연간 매출액은 33.9조원, 영업이익은 1.5조원 전망

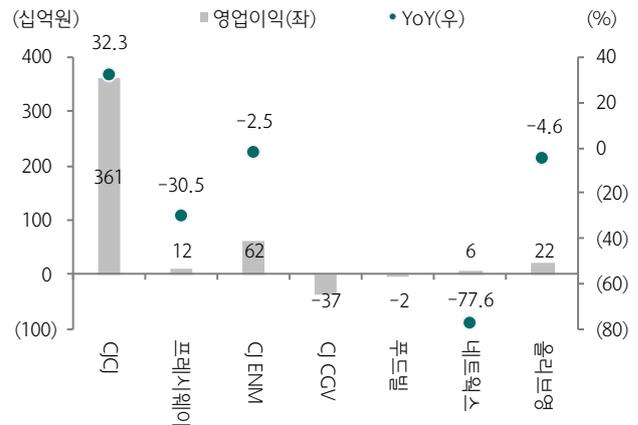
CJ의 올해 연간 매출액과 영업이익은 전년과 비슷한 수준인 33조 8,512억원과 1조 5,136억원으로 추정된다. 비교적 양호한 실적을 시현할 것이라고 판단하는 배경에는 역시나 CJ제일제당이 자리하고 있는데 2019년 기준 연간 지주 매출액의 66%, 영업이익의 59%를 차지하는 CJ제일제당의 약진이 CJ ENM과 CJ CGV, CJ푸드빌 등 여타 자회사들의 부진을 상쇄할 수 있을 전망이다. 이처럼 CJ제일제당의 실적 호조가 계속됨에 따라 2020년 지주 별도 로열티수익은 전년대비 소폭 증가한 1,045억원 가량을 시현할 수 있을 것으로 예상된다.

그림 15. CJ 주요 자회사 3분기 매출액 및 증감율 전망



주: 연결 기준, CJ제일제당과 CJ ENM을 제외한 상장자회사들은 애널리스트 컨센서스  
자료: 하나금융투자

그림 16. CJ 주요 자회사 3분기 영업이익 및 증감율 전망



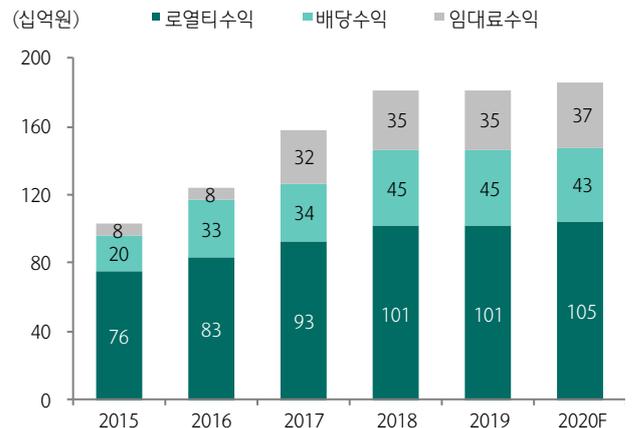
주: 연결 기준, CJ제일제당과 CJ ENM을 제외한 상장자회사들은 애널리스트 컨센서스  
자료: 하나금융투자

그림 17. CJ제일제당 2020년 연간 매출액과 영업이익 전망



자료: 하나금융투자

그림 18. CJ 별도 기준 매출액 구성 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

표 6. CJ 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
<b>매출액</b>	<b>7,840</b>	<b>7,794</b>	<b>8,499</b>	<b>9,718</b>	<b>8,559</b>	<b>8,375</b>	<b>9,203</b>	<b>10,603</b>
Change(% yoy)	0.6	-7.8	-2.1	9.8	9.2	7.5	8.3	9.1
매출원가	5,769	5,682	6,096	7,054	6,055	5,923	6,474	7,559
% of 매출액	73.6	72.9	71.7	72.6	70.7	70.7	70.3	71.3
Change(% yoy)	2.3	-7.4	-4.2	8.6	4.9	4.2	6.2	7.2
매출총이익	2,071	2,112	2,403	2,664	2,504	2,452	2,730	3,045
GPM	26.4	27.1	28.3	27.4	29.3	29.3	29.7	28.7
Change(% yoy)	-3.9	-9.0	3.8	13.2	20.9	16.1	13.6	14.3
판매비	1,806	1,753	1,955	2,235	2,191	1,981	2,192	2,546
% of 매출액	23.0	23.0	23.0	23.0	25.6	23.7	23.8	24.0
Change(% yoy)	-0.3	-10.3	3.5	12.8	21.3	13.0	12.1	13.9
<b>영업이익</b>	<b>264</b>	<b>359</b>	<b>448</b>	<b>429</b>	<b>313</b>	<b>471</b>	<b>538</b>	<b>498</b>
OPM	3.4	4.6	5.3	4.4	3.7	5.6	5.8	4.7
Change(% yoy)	-23.0	-1.8	5.0	14.8	18.3	31.3	20.1	16.1

## I. 부문별 매출액

CJ (별도)	1. 상표권	22	21	26	36	24	23	28	38
	2. 배당	43	0	0	0	46	0	0	0
	3. 임대	2	2	2	33	2	2	2	35
	소계	67	23	28	68	72	25	30	73
상장자회사	C제일제당	5,831	5,921	6,233	6,279	6,235	6,331	6,665	6,714
	C프레시웨이	602	624	734	784	663	688	808	863
	CJ ENM	811	838	880	977	917	948	995	1,106
	CJ CGV	243	42	246	344	385	66	389	544
	소계	7,488	7,424	8,092	8,384	8,201	8,032	8,857	9,227
비상장자회사	C푸드빌	153	139	162	248	127	117	130	234
	C올리브네트웍스	104	104	120	127	112	109	129	125
	C올리브영	454	482	482	486	492	496	498	497
	소계	711	725	763	860	732	722	757	857
기타 및 연결조정	-425	-378	-384	405	-446	-404	-440	447	
<b>연결매출액</b>	<b>7,840</b>	<b>7,794</b>	<b>8,499</b>	<b>9,718</b>	<b>8,559</b>	<b>8,375</b>	<b>9,203</b>	<b>10,603</b>	

## II. 부문별 영업이익

CJ (별도)		54	6	27	11	53	7	21	12
상장자회사	C제일제당	276	385	361	279	313	436	409	316
	C프레시웨이	-13	3	12	16	-28	6	27	35
	CJ ENM	40	73	62	69	55	102	87	95
	CJ CGV	-72	-131	-37	4	-65	-118	-33	4
	소계	231	330	398	367	276	426	489	449
비상장자회사	C푸드빌	0	0	0	-1	0	0	0	-1
	C올리브네트웍스	2	2	6	6	5	6	6	6
	C올리브영	21	22	22	22	23	23	23	23
	소계	23	24	28	28	28	28	29	29
기타 및 연결조정	-44	-2	-6	23	-44	10	-1	8	
<b>연결영업이익</b>	<b>264</b>	<b>359</b>	<b>448</b>	<b>429</b>	<b>313</b>	<b>471</b>	<b>538</b>	<b>498</b>	

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

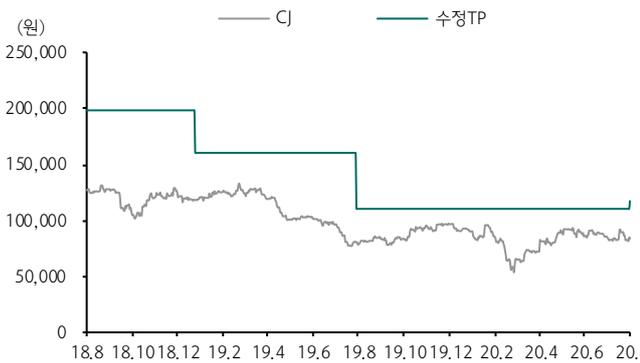
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	29,523.4	33,779.7	33,820.0	36,811.4	37,547.6
매출원가	21,170.2	24,634.4	24,641.1	26,084.1	26,605.8
매출총이익	8,353.2	9,145.3	9,178.9	10,727.3	10,941.8
판매비	7,020.7	7,636.2	7,742.3	8,927.2	9,016.5
영업이익	1,332.5	1,509.2	1,436.7	1,800.1	1,925.4
금융손익	(483.0)	(687.6)	(740.8)	(674.5)	(625.7)
중속/관계기업손익	56.4	54.7	13.1	0.0	0.0
기타영업외손익	413.8	(279.2)	450.8	0.0	0.0
세전이익	1,319.7	597.1	1,159.7	1,125.6	1,299.7
법인세	439.6	273.2	223.2	125.7	142.8
계속사업이익	880.0	323.8	936.5	999.8	1,156.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	880.0	323.8	936.5	999.8	1,156.9
비배주주지분 손이익	604.0	56.7	543.7	580.5	671.6
지배주주순이익	276.1	267.1	392.8	419.4	485.2
지배주주지분포괄이익	205.9	309.4	426.9	376.0	435.1
NOPAT	888.6	818.5	1,160.1	1,599.0	1,713.8
EBITDA	3,024.3	4,142.6	3,795.0	3,892.1	3,781.8
성장성(%)					
매출액증가율	9.8	14.4	0.1	8.8	2.0
NOPAT증가율	(7.2)	(7.9)	41.7	37.8	7.2
EBITDA증가율	6.7	37.0	(8.4)	2.6	(2.8)
영업이익증가율	0.5	13.3	(4.8)	25.3	7.0
(지배주주)순이익증가율	(40.5)	(3.3)	47.1	6.8	15.7
EPS증가율	(40.5)	(3.2)	47.0	6.8	15.7
수익성(%)					
매출총이익률	28.3	27.1	27.1	29.1	29.1
EBITDA이익률	10.2	12.3	11.2	10.6	10.1
영업이익률	4.5	4.5	4.2	4.9	5.1
계속사업이익률	3.0	1.0	2.8	2.7	3.1
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	7,741	7,491	11,014	11,758	13,605
BPS	120,167	130,603	140,300	150,538	162,547
CFPS	66,656	102,068	100,168	109,133	106,039
EBITDAPS	84,800	116,157	106,412	109,133	106,039
SPS	827,828	947,172	948,303	1,032,181	1,052,824
DPS	1,450	1,850	1,550	1,650	1,650
주가지표(배)					
PER	15.7	12.9	7.6	7.1	6.1
PBR	1.0	0.7	0.6	0.6	0.5
PCFR	1.8	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.5	6.8	6.9	6.1	5.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	6.9	6.2	8.4	8.3	8.9
ROA	0.9	0.7	0.9	1.0	1.1
ROIC	4.2	3.3	4.2	6.2	7.2
부채비율	153.4	176.3	176.0	171.0	161.4
순부채비율	85.3	100.8	80.7	59.2	39.0
이자보상배율(배)	3.6	2.3	1.9	2.3	2.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	8,869.4	11,152.7	14,310.6	17,941.3	21,033.3
금융자산	1,793.1	2,891.7	5,817.6	8,635.4	11,541.4
현금성자산	1,473.6	1,602.6	3,875.7	6,558.3	9,433.4
매출채권 등	3,872.0	3,895.4	4,267.1	4,675.8	4,769.4
재고자산	2,023.7	2,549.0	2,792.2	3,059.7	3,120.9
기타유동자산	1,180.6	1,816.6	1,433.7	1,570.4	1,601.6
비유동자산	22,860.2	29,228.7	28,712.2	26,868.8	25,069.2
투자자산	2,492.6	2,667.9	3,492.5	3,741.1	3,797.9
금융자산	759.7	729.7	799.3	875.9	893.4
유형자산	12,970.2	13,517.3	12,301.8	10,784.1	9,453.6
무형자산	6,168.8	7,005.9	6,819.8	6,245.6	5,719.6
기타비유동자산	1,228.6	6,037.6	6,098.1	6,098.0	6,098.1
자산총계	31,729.5	40,381.4	43,022.8	44,810.0	46,102.5
유동부채	10,998.4	12,284.7	13,521.9	14,152.3	14,296.5
금융부채	5,949.7	6,149.1	6,700.5	6,717.0	6,720.7
매입채무 등	4,042.4	5,154.6	5,646.4	6,187.3	6,311.0
기타유동부채	1,006.3	981.0	1,175.0	1,248.0	1,264.8
비유동부채	8,209.3	13,481.6	13,910.9	14,122.3	14,170.6
금융부채	6,523.4	11,467.3	11,704.4	11,704.4	11,704.4
기타비유동부채	1,685.9	2,014.3	2,206.5	2,417.9	2,466.2
부채총계	19,207.7	25,766.3	27,432.8	28,274.5	28,467.1
지배주주지분	4,058.7	4,509.6	4,855.4	5,220.6	5,648.8
자본금	157.9	179.0	179.0	179.0	179.0
자본잉여금	993.0	992.8	992.8	992.8	992.8
자본조정	(260.2)	(77.0)	(77.0)	(77.0)	(77.0)
기타포괄이익누계액	(168.4)	(118.7)	(59.9)	(59.9)	(59.9)
이익잉여금	3,336.5	3,533.4	3,820.5	4,185.6	4,613.9
비지배주주지분	8,463.1	10,105.5	10,734.5	11,314.9	11,986.6
자본총계	12,521.8	14,615.1	15,589.9	16,535.5	17,635.4
손금부채	10,680.1	14,724.7	12,587.4	9,786.0	6,883.7
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,541.1	3,864.6	4,110.6	3,778.7	3,641.8
당기순이익	880.0	323.8	936.5	999.8	1,156.9
조정	1,659.8	3,082.6	2,624.7	2,766.5	2,482.1
감가상각비	1,691.8	2,633.4	2,358.4	2,092.0	1,856.4
외환거래손익	58.5	(10.0)	40.6	0.0	0.0
지분법손익	(981.4)	(355.1)	(13.1)	0.0	0.0
기타	890.9	814.3	238.8	674.5	625.7
영업활동자산부채 변동	(998.7)	458.2	549.4	12.4	2.8
투자활동 현금흐름	(2,126.0)	(4,895.7)	(1,310.7)	(262.9)	83.4
투자자산감소(증가)	(126.2)	(120.6)	(811.5)	(248.6)	(56.9)
유형자산감소(증가)	(2,415.7)	(2,084.0)	(275.9)	0.0	0.0
기타	415.9	(2,691.1)	(223.3)	(14.3)	140.3
재무활동 현금흐름	827.4	1,167.1	(581.7)	(833.3)	(850.1)
금융부채증가(감소)	1,578.6	5,143.3	788.5	16.4	3.8
자본증가(감소)	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(616.9)	(3,816.1)	(1,308.1)	(795.5)	(797.0)
배당지급	(134.3)	(159.9)	(62.1)	(54.2)	(56.9)
현금의 증감	254.0	129.1	2,273.0	2,682.6	2,875.1
Unlevered CFO	2,377.2	3,640.1	3,572.4	3,892.1	3,781.8
Free Cash Flow	(917.2)	1,659.8	3,812.7	3,778.7	3,641.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.27	BUY	117,000		
20.8.27	담당자변경			
19.8.25	BUY	110,000	-23.22%	-11.82%
19.1.20	BUY	160,000	-31.20%	-16.88%
18.7.15	BUY	198,023	-38.14%	-29.52%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	92.2%	7.8%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 8월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)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 2020년 8월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정욱)는 2020년 8월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.