

CJ(001040)

매수(신규) / TP: 300,000원

주가(5/31, 원)	217,000
시가총액(십억원)	6,325
발행주식수(백만)	29
52 주 최고/최저가(원)	324,000/192,000
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	20,893
유동주식비율(%)	46.5
외국인지분율(%)	18.8
주요주주(%)	이재현 외 4 인 43.3
	국민연금 8.5

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2014A	19,572	1,003	209	7,375	39.7	2,242	21.2	7.7	1.4	6.3	0.6
2015A	21,167	1,225	206	7,242	(1.8)	2,564	34.7	8.0	2.1	5.9	0.5
2016F	23,374	1,393	216	7,633	5.4	2,836	28.6	7.0	1.7	5.9	0.6
2017F	25,634	1,582	257	9,112	19.4	3,119	23.9	6.6	1.7	6.7	0.6
2018F	28,189	1,789	301	10,659	17.0	3,442	20.5	6.3	1.6	7.4	0.6

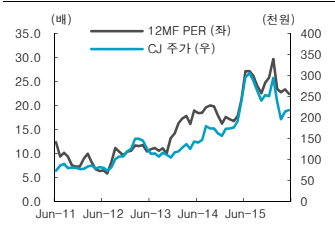
주: 순이익은 지분법적용 순이익

First Mover 가 세상을 바꾼다

주가상승률

	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가(%)	1.4	(14.2)	(9.6)
상대주가(%p)	1.9	(13.8)	(3.4)

12MF PER 추이



목표주가 300,000원으로 커버리지 개선: CJ에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 300,000원을 제시한다. 상장 자회사의 지분가치는 4.8조원, 비상장사인 CJ올리브네트웍스, CJ푸드빌의 지분가치는 공정가치로 전환한 2.9조원으로 평가했다. 연내 상장이 예정된 CJ헬스케어와 넷마블게임즈 가치는 NAV에 반영하지 않았으나 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다. 산출된 적정 NAV는 300,000원이지만 상장 자회사의 목표 시가총액 적용, 비상장사에 대한 최대 공정가 전환을 가정한 낙관적 시나리오의 NAV는 385,000원이다.

NAV 재평가의 핵심은 CJ올리브네트웍스: CJ올리브네트웍스는 지배구조상 핵심계열사이거나 성장기라는 점을 고려 시 소비재 기업의 밸류에이션을 넘어 SK C&C, 현대글로비스 등에 적용되었던 지배구조 프리미엄 부여가 가능할 것이다. 1) 경쟁사 대비 차별화되는 신규 매장 출점 속도, 2) 편의점 및 동종업체를 압도하는 수익성(영업이익률, 점포당 매출, 점포당 이익), 3) 영업이익의 43%를 차지하는 안정적인 그룹 SI 캡티브를 가정 시 단순 소비재 기업을 넘어 차별화된 접근이 필요하다. 우리는 동종업체 PER을 적용해 CJ올리브네트웍스의 기업가치를 1.5조원으로 산출했지만 반영했지만, CJ올리브영 사업부에는 동종업체의 밸류에이션을 적용, CJ시스템 사업부에는 고성장 시기 SK C&C의 밸류에이션을 적용 시 상시 기준을 적용 시 기업가치는 1.9조원으로 높아진다. 지분 재평가에 따른 NAV 변동 폭은 15.5~20.8%이다.

하반기 자회사 실적 호조, 핵심계열사 상장으로 모멘텀 구간 진입: 1분기에는 지배구조 노이즈 및 실적 우려로 주가가 부진했지만 CJ 계열사의 1분기 실적은 시장의 우려를 해소하는 계기가 됐다. 1) 상장 자회사의 어닝 추정치가 상향 조정되고 있고, 2) 하반기에는 CJ헬스케어와 CJ E&M이 대거 지분을 보유한 넷마블게임즈의 상장이 예정되어 있으며, 3) 올해부터 CJ프레시웨이, CJ대한통운의 해외사업 성과가 본격적으로 반영되는 등 NAV 개선 요인이 다분하다는 점에서 모멘텀 구간에 진입했다.

윤태호 3276-5956
taeho3123@truefriend.com

김서연 3276-6246
seoyeon.kim@truefriend.com

<표 25> CJ NAV 산출

(단위: 십억원, %, 원)

	시총	지분율	Worst	Base	Best	Assumption
(A) 영업가치			753	753	753	
(1) 브랜드 수수료 현가			705	705	705	WACC 10%, 10년 브랜드수수료 합계의 현재가치
(2) 임대수익 현가			48	48	48	WACC 10%, 10년 임대수익 합계의 현재가치
(3) 배당수입 현가			578	578	578	지주 브랜드가치에 더해주지 않음
(B) 투자자산가치			6,377	8,313	10,803	
(1) 상장 관계회사 주식			4,761	4,761	6,464	
<i>CJ 제일제당</i>	5,034	36.8	1,852	1,852	2,421	Base: 현재 시가총액 Best: 한국투자증권 목표주가 기준
<i>CJ 오쇼핑</i>	1,200	40.1	480	480	622	Base: 현재 시가총액 Best: 한국투자증권 목표주가 기준
<i>CJ 프레시웨이</i>	659	51.5	339	339	339	
<i>CJ E&M</i>	2,917	39.4	1,148	1,148	1,677	Base: 현재 시가총액 Best: 한국투자증권 목표주가
<i>CJ CGV</i>	2,412	39.0	941	941	1,404	Base: 현재 시가총액 Best: 한국투자증권 목표주가
(2) 비상장 관계회사 주식			970	2,906	3,694	할인 적용하지 않음
<i>CJ 푸드빌</i>	122	96.0	122	1,008	1,430	Base: global peer 평균 PER Best: global peer group 내 최대값
<i>CJ 건설</i>	133	99.9	133	133	133	
<i>KX 홀딩스</i>	624	100.0	624	624	624	
<i>CJ 올리브네트웍스</i>	92	76.1	92	1,141	1,507	Base: 편의점 평균 PER, Best: 시스템사업부는 SK 합병 전 고성장 시기 평균 PER, 올리브영사업부는 BGF 리테일 2016F PER 적용
(3) 유형자산가치			645	645	645	
(C) 기타 차감항목			240	240	240	
우선주			240	240	240	
(D) 순차입금			99	99	99	1Q16 개별기준
(1) 차입금			250	250	250	
단기차입금			0	0	0	
유동성장기부채			150	150	150	
장기차입금			0	0	0	
사채			100	100	100	
(2) 현금성자산			150	150	150	
현금 및 현금성자산			53	53	53	
단기금융상품			98	98	98	
(A)+(B)-(C)-(D) NAV			6,791	8,727	11,217	
(1) 보통주식수			29,146,498	29,146,498	29,146,498	
(2) 보통주 자사주			2,971,567	2,971,567	2,971,567	
NAV/(1)			233,000	300,000	385,000	
보통주 기준일 종가			217,000	217,000	217,000	20160531
상승여력			7.4%	38.2%	77.4%	

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1953년 8월 1일에 설립된 CJ그룹의 지주회사로 CJ제일제당, CJ오쇼핑, CJ E&M, CJ CGV 등 10개 자회사의 지분을 보유하고 있음. 2007년 9월 지주회사 제도를 도입하면서 신규 사업회사 CJ제일제당을 분할, 존속회사인 현재의 CJ를 순수 지주회사로 전환

- NAV(Net asset value): 주당순자산가치. 투자기업의 자산의 총시장가치 및 영업가치에서 순부채를 차감한 금액을 발행 주식수로 나눈 값

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	6,994	6,950	7,312	7,891	8,677
현금성자산	991	1,195	1,262	1,384	1,522
매출채권및기타채권	2,963	2,909	2,922	3,076	3,383
재고자산	1,422	1,495	1,636	1,794	1,973
비유동자산	16,045	16,612	17,578	18,798	20,061
투자자산	1,690	1,963	2,168	2,378	2,614
유형자산	9,109	9,476	9,949	10,688	11,227
무형자산	4,313	4,250	4,441	4,614	4,990
자산총계	23,039	23,562	24,890	26,689	28,738
유동부채	7,201	7,685	8,488	9,410	10,183
매입채무및기타채무	3,035	3,249	3,588	3,935	4,327
단기차입금및단기사채	2,164	2,051	1,937	1,823	1,710
유동성장기부채	1,438	1,984	2,529	3,074	3,620
비유동부채	6,769	6,014	6,055	6,337	6,901
사채	2,938	3,161	3,324	3,620	3,916
장기차입금및금융부채	2,464	1,428	1,158	991	1,087
부채총계	13,969	13,699	14,543	15,747	17,084
지배주주지분	3,405	3,601	3,758	3,956	4,198
자본금	157	158	158	158	158
자본잉여금	984	989	989	989	989
기타자본	(286)	(250)	(250)	(250)	(250)
이익잉여금	2,361	2,525	2,702	2,921	3,183
비지배주주지분	5,664	6,262	6,589	6,986	7,457
자본총계	9,070	9,863	10,347	10,942	11,654

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	1,761	2,296	2,546	2,768	2,751
당기순이익	509	551	577	689	806
유형자산감가상각비	734	761	844	915	980
무형자산상각비	505	577	599	622	673
자산부채변동	(129)	117	233	186	(135)
기타	142	290	293	356	427
투자활동현금흐름	(1,933)	(1,461)	(2,395)	(2,737)	(2,893)
유형자산투자	(1,011)	(1,128)	(1,366)	(1,701)	(1,567)
유형자산매각	71	48	48	48	48
투자자산순증	(744)	163	(161)	(160)	(180)
무형자산순증	(566)	(507)	(790)	(795)	(1,048)
기타	317	(37)	(126)	(129)	(146)
재무활동현금흐름	(73)	(637)	(84)	91	280
자본의증가	183	387	0	0	0
차입금의순증	67	(637)	317	561	824
배당금지급	(71)	(77)	(38)	(38)	(38)
기타	(252)	(310)	(363)	(432)	(506)
기타현금흐름	(4)	7	0	0	0
현금의증가	(249)	204	67	122	138

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	19,572	21,167	23,374	25,634	28,189
매출원가	13,482	14,474	16,399	18,126	19,914
매출총이익	6,090	6,693	6,975	7,509	8,275
판매관리비	5,087	5,468	5,582	5,927	6,486
영업이익	1,003	1,225	1,393	1,582	1,789
금융수익	262	290	291	295	300
이자수익	70	47	48	52	57
금융비용	587	606	604	619	641
이자비용	334	287	286	300	323
기타영업외손익	94	(339)	(374)	(410)	(451)
관계기업관련손익	24	163	64	71	77
세전계속사업이익	797	735	770	919	1,075
법인세비용	289	184	193	230	269
연결당기순이익	509	551	577	689	806
지배주주지분순이익	209	206	216	257	301
기타포괄이익	29	(55)	(55)	(55)	(55)
총포괄이익	537	496	522	634	751
지배주주지분포괄이익	218	182	195	237	280
EBITDA	2,242	2,564	2,836	3,119	3,442

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	7,375	7,242	7,633	9,112	10,659
BPS	114,587	120,645	125,576	131,886	139,583
DPS	950	1,350	1,350	1,350	1,350
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.8	8.1	10.4	9.7	10.0
영업이익증가율	27.6	22.2	13.7	13.6	13.1
순이익증가율	39.8	(1.6)	4.8	19.4	16.9
EPS 증가율	39.7	(1.8)	5.4	19.4	17.0
EBITDA 증가율	16.4	14.3	10.6	10.0	10.4
수익성(%)					
영업이익률	5.1	5.8	6.0	6.2	6.3
순이익률	1.1	1.0	0.9	1.0	1.1
EBITDA Margin	11.5	12.1	12.1	12.2	12.2
ROA	2.3	2.4	2.4	2.7	2.9
ROE	6.3	5.9	5.9	6.7	7.4
배당수익률	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
배당성향	12.9	18.7	17.9	15.0	12.8
안정성					
순차입금(십억원)	7,011	6,705	6,878	7,231	7,833
차입금/자본총계비율(%)	99.5	87.5	86.5	86.8	88.6
Valuation(X)					
PER	21.2	34.7	28.6	23.9	20.5
PBR	1.4	2.1	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.7	8.0	7.0	6.6	6.3

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 5월 31일 현재 CJ, CJ CGV, CJ E&M 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 CJ 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 CJ 발행주식에 기타이해관계가 있습니다.

■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.