



2019년 1월 21일 | Equity Research

CJ(001040)

그룹의 실적체력이 확인될 2019년

4분기 지배순익 391억원(YoY 흑자전환) 추정

CJ의 4분기 영업익은 3,221억원(YoY +21.7%), 지배순익은 391억원(YoY 흑자전환)으로 전년 동기 대비 개선될 전망이다. 핵심 상장 자회사인 제일제당 및 E&M이 컨센서스에 부합하는 동시에 비상장 계열사인 올리브네트웍스 또한 전년 동기 부진에서 탈피하며 순익 흑자전환이 추정된다. 2018년 CJ의 지배순익은 4,963억원(YoY +7.0%)으로 증가하였는데, CJ제일제당의 헬스케어 매각이익, 푸드빌의 투섬플레이스 매각이익 등 1회성 증익 요인이 포함된 실적이다. 2019년은 1회성 요인이 제거되고, 그간의 E&M-오쇼핑 통합 및 제일제당의 대한통운 자회사화 등 그룹의 굵직한 계열사 재편이 마무리된 이후 그룹 본연의 실적 체력이 확인될 전망이다.

CJ올리브네트웍스 매장당 매출액 회복세

지난 2016년 하반기 이후 분기 평균 70개 이상의 공격적인 점포 확장을 이어가던 올리브네트웍스 내 올리브영 부문은 2017년 하반기 이후 점포당 매출액 감소와 판관비 증가로 마진 악화가 가파르게 진행되었다. 사드 여파가 커던 4Q17 적자를 비롯하여 '18년 상반기 올리브네트웍스 순이익률은 3.6%로 '17년 상반기 대비 2.8%p 악화되었다. 한편 분기별로 보면, '18년 2분기 이후 점포당 매출액의 점진적 회복세가 감지되고 있다. 점포별 분기 매출은 지난 4Q17 2.9억원을 기록한 이후 3Q18 3.7억원으로 회복되었고 4분기 또한 유사한 수준의 매출이 추정된다. '18년 실적 부진에는 100% 자회사인 파워캐스트의 서울시 버스광고 수입 감소 또한 반영되었다. 올리브네트웍스는 '16년 연결 매출 1.56조원에서 '18년 예상 매출 2.37조원으로 52% 성장했으나 마진 악화로 순익은 0.1% 증가한 812억원에 그칠 것으로 추정된다. 2019년은 점포당 매출액 회복세, IT부문 감익요인 제거, 출점속도 제한을 바탕으로 14.4% 성장한 929억원의 순익을 전망한다.

목표주가 16만원 하향조정.

주주환원 확대 및 올리브네트웍스 실적 회복 예상

CJ 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 16만원으로 하향 조정한다. 목표주가 하향은 상장 지분가치 조정폭 반영 및 올리브네트웍스 P/E 배수(기준 20배에서 15배로 변경) 하향에 기인한다. CJ올리브네트웍스 실적의 바닥 탈피, CJ의 주주환원 확대 기조 선회로 주가 회복을 예상한다.

Update

BUY

| TP(12M): 160,000원(하향) | CP(1월18일): 118,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,124.28		
52주 최고/최저(원)	180,578/101,369	29,170.9	31,401.4
시가총액(십억원)	3,442.9	1,367.9	1,563.0
시가총액비중(%)	0.29	1,233.4	794.0
발행주식수(천주)	29,177.0	EPS(원)	15,332
60일 평균 거래량(천주)	71.8	BPS(원)	11,806
60일 평균 거래대금(십억원)	8.8		150,603
18년 배당금(예상,원)	1,450		159,035
18년 배당수익률(예상,%)	1.19		
외국인지분율(%)	18.87		
주요주주 지분율(%)			
이재현 외 7 인	43.28		
국민연금	7.48		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.7) (13.4) (29.9)		
상대	(6.6) (6.6) (17.0)		

Stock Price



표 1. CJ 연결 실적 추정

연결												
(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F	
매출액	6,350	6,505	7,065	6,979	6,974	7,063	7,686	7,614	26,899	29,337	32,403	
YoY	11.6%	10.7%	15.7%	11.1%	9.8%	8.6%	8.8%	9.1%	12.3%	9.1%	10.4%	
QoQ	1.1%	2.4%	8.6%	-1.2%	-0.1%	1.3%	8.8%	-0.9%				
제일제당	3,867	3,909	4,411	4,291	4,349	4,454	4,946	4,662	16,477	18,410	20,210	
E&M 및 오피스	941	989	981	1,100	1,041	585	1,079	1,150	4,010	3,855	4,578	
CGV	406	383	472	454	441	405	473	468	1,714	1,787	1,935	
프레시웨이	595	635	662	613	676	729	704	689	2,504	2,798	2,971	
영업익	332	298	432	265	342	301	406	322.1	1,326	1,371	1,582	
YoY	-5.8%	-9.5%	13.3%	38.9%	3.0%	1.2%	-5.9%	21.7%	5.8%	3.4%	15.3%	
QoQ	74.0%	-10.3%	45.1%	-38.7%	29.0%	-11.8%	34.9%	-20.7%				
OPM	5.2%	4.6%	6.1%	3.8%	4.9%	4.3%	5.3%	4.2%	4.9%	4.7%	4.9%	
제일제당	192	164	269	150	210	185	265	180	777	840	968	
E&M 및 오피스	77	88	62	61	90	50	77	82	288	298	378	
CGV	15	-3	32	43	19	0	33	28	86	80	104	
프레시웨이	4	14	15	11	6	14	13	12	44	45	53	
지배순이익	61	197	215	-	9	87	363	7	39	464	496	297
YoY	-19.8%	195.4%	115.1%	적지	42.1%	84.8%	-96.7%	흑전	107.9%	7.0%	-40.1%	
QoQ	흑전	222.6%	9.4%	적전	흑전	319.4%	-98.1%	451.6%				
NPM	1.0%	3.0%	3.0%	-0.1%	1.2%	5.1%	0.1%	0.5%	1.7%	1.7%	0.9%	
제일제당	82	21	256	11	63	758	108	50	370	979	405	
E&M 및 오피스	62	438	37	23	92	24	42	59	559	216	229	
CGV	-	4	-	11	29	-	5	-	17	1	8	-1
프레시웨이	-	0	6	-	8	0	1	2	4	5	-2	12
비상장 계열사(별도)												
올리브네트웍스	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F	
매출액	413	472	504	436	465	525	538	558	1,824	2,086	2,286	
YoY	29.5%	37.1%	37.6%	6.4%	12.7%	11.2%	6.9%	27.9%	26.8%	14.3%	9.6%	
QoQ	0.8%	14.2%	6.8%	-13.5%	6.8%	12.7%	2.6%	3.6%				
순이익	20	36	24	-	10	18	17	23	71	81	92.9	
YoY	-20.0%	63.7%	7.6%	적전	-7.5%	-53.2%	-7.7%	흑전	-1.4%	14.3%	14.4%	
QoQ	787.0%	82.9%	-33.2%	적전	흑전	-7.5%	31.8%	3.6%				
NPM	4.8%	7.7%	4.8%	-2.2%	4.0%	3.2%	4.2%	4.2%	3.9%	3.9%	4.1%	
푸드빌	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F	
매출액	314	311	311	324	267	233	227	250	1,259	978	1,007	
YoY	-0.1%	2.5%	2.4%	13.6%	-15.0%	-25.0%	-26.8%	-22.7%	4.4%	-22.3%	3.0%	
QoQ	10.3%	-1.1%	0.0%	4.2%	-17.5%	-12.8%	-2.3%	10.0%				
순이익	-	2	4	-	0	-	39	120	-	41	-	
YoY	적지	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	흑전	적전	
QoQ	적지	흑전	적전	적지	흑전	적전	적지	적지				
NPM	-0.6%	1.2%	-0.1%	-12.0%	45.0%	-17.7%	-7.7%	-7.7%	-2.9%	4.3%	-7.0%	
CJ 별도												
매출액	57	23	25	53	60	24	26	27	158	138	165	
YoY	4.5%	6.9%	8.6%	110.8%	6.7%	3.0%	5.0%	-48.5%	27.2%	-12.6%	19.4%	
QoQ	124.8%	-58.5%	6.2%	112.9%	13.8%	-60.0%	8.3%	4.4%				
영업익	45	7	8	8	48	11	11	-	69	63	88	
YoY	7.7%	-33.1%	-28.5%	흑전	4.7%	53.5%	40.8%	적전	16.6%	-8.7%	40.4%	
QoQ	흑전	-83.6%	7.7%	-4.1%	519.1%	-76.0%	-1.2%	적전				
OPM	80.1%	31.6%	32.1%	14.4%	78.6%	47.1%	43.0%	-27.9%	43.3%	45.3%	53.2%	
순이익	42	5	6	6	4	19	4	-	59	22	79	
YoY	11.9%	-28.8%	-25.8%	41.2%	-89.7%	253.1%	-31.0%	적전	3.5%	-63.2%	262.1%	
QoQ	858.8%	-86.9%	5.4%	6.8%	-30.2%	349.0%	-79.4%	적전				
NPM	73.5%	23.2%	23.0%	11.6%	7.1%	79.5%	15.1%	-21.1%	37.3%	15.7%	47.6%	

주: 2Q18 CJ E&M 및 오피스 합병. 전후 비교를 위해 이전 실적은 양자 단순 합산 실적 표기

자료: CJ, 하나금융투자

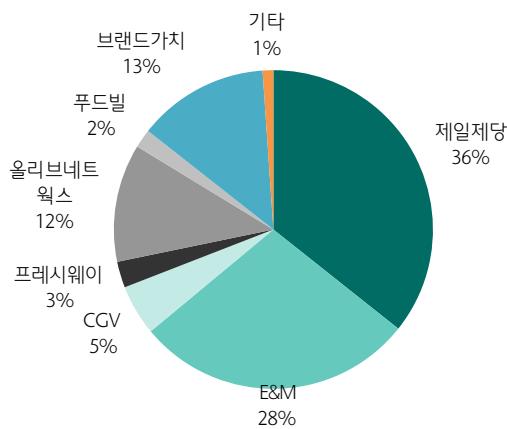
표 2. CJ SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 원)

	지분율	평가액	비고
투자자산가치		5,502	
상장사		4,604	2019-1-18 종가 기준
제일제당	46%	2,290	
E&M	45%	1,815	
CGV	39%	329	
프레시웨이	47%	170	
비상장사		898	
올리브네트웍스	55%	768	2019년 예상 순익 대비 15배 P/E 적용
푸드빌	96%	122	장부가 반영
기타		8	장부가 반영
영업가치		-	순수지주회사
부동산가치		62	2019년 예상 세후 임대료수익 대비 10배
브랜드가치		854	2019년 예상 로열티 손익 대비 15배 적용
순차입금		41	3분기 별도 순차입금
총 기업가치		6,377	
상장사 40% 할인을 적용시 기업가치		4,535	
주식수(천주)		28,177	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)		160,000	
현재주가(원)		118,000	2019-1-18 종가 기준
상승여력		35.6%	

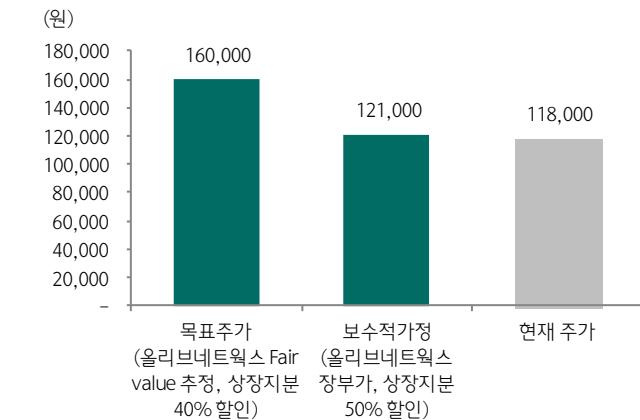
자료: CJ, 하나금융투자

그림 1. CJ NAV 내 기여도 현황



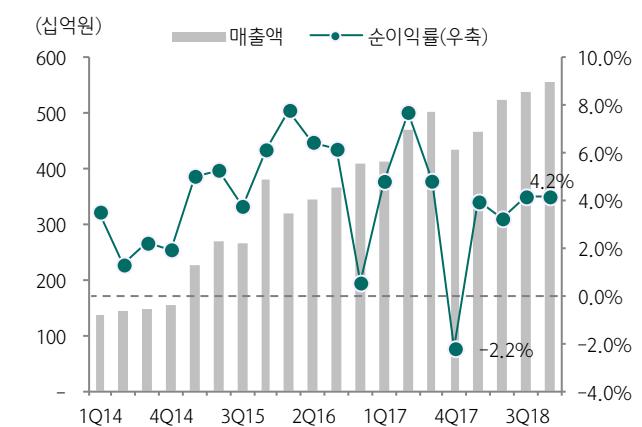
자료: CJ, 하나금융투자

그림 2. 올리브네트웍스 장부가 적용 및 상장지분 할인율 50% 적용해도 현 주가보다 높은 주당 NAV 추정



자료: CJ, 하나금융투자

그림 3. 올리브네트웍스 실적 추이



주:별도

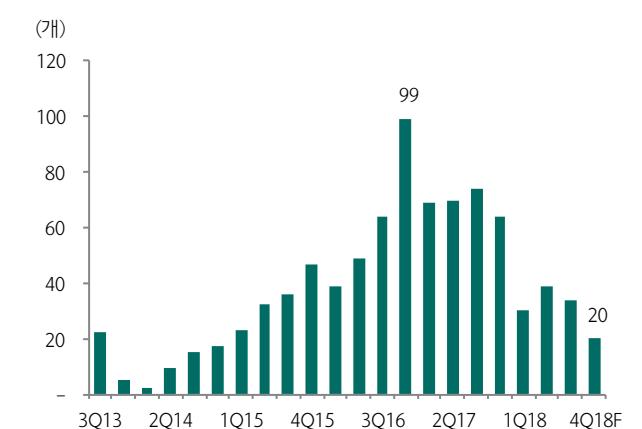
자료: CJ, 하나금융투자

그림 4. 올리브영 점포당 매출액 추이



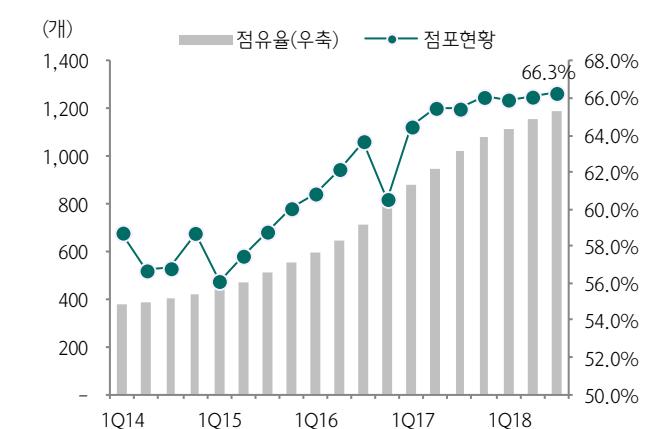
자료: CJ, 하나금융투자

그림 5. 올리브영 분기별 점포 순증 추이



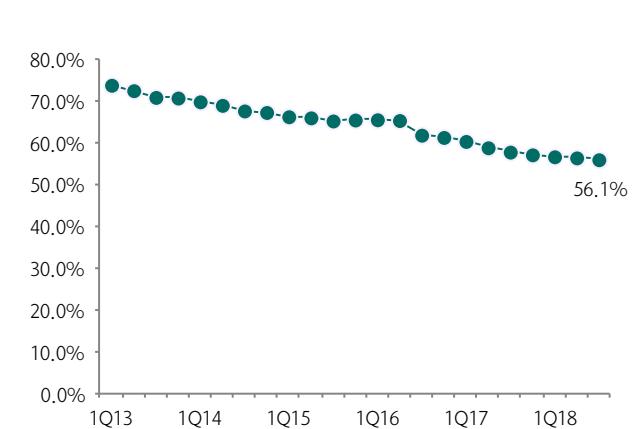
자료: CJ, 하나금융투자

그림 6. 올리브영 점포 및 H&B업계 내 점유율 추이



자료: CJ, 하나금융투자

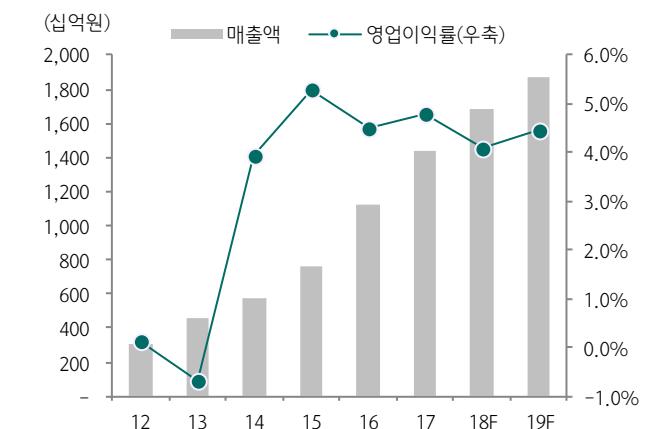
그림 7. 올리브영 점포 내 수도권 비중 추이



주: 올리브영 점포 내 서울/경기/인천 합산 비중 추이

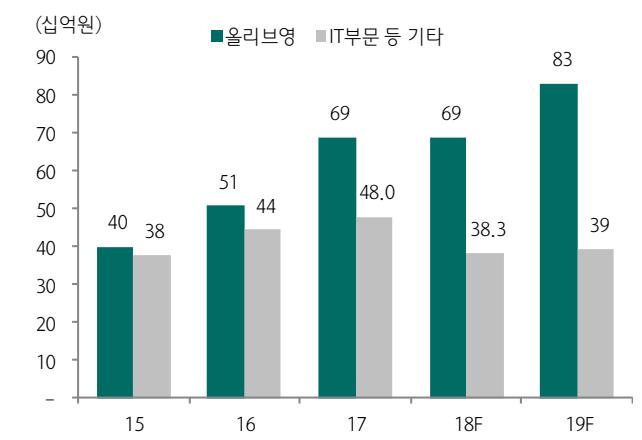
자료: CJ, 하나금융투자

그림 8. 올리브영 실적 추이



자료: CJ, 하나금융투자

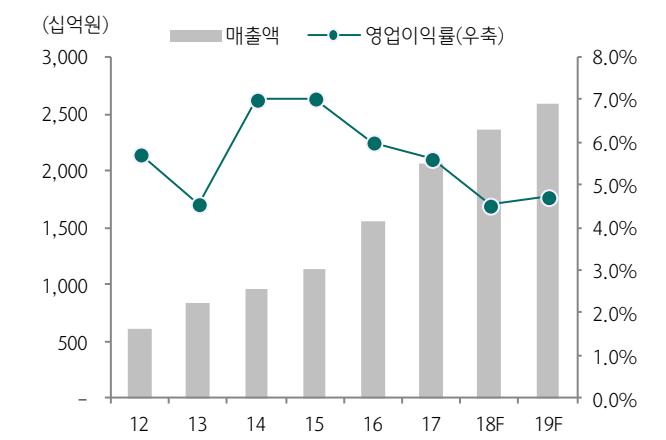
그림 9. 올리브네트웍스 내 올리브영/IT부문 등 기타 영업익 추이



주: 2014년 12월 올리브영과 CJ시스템즈 합병

자료: CJ, 하나금융투자

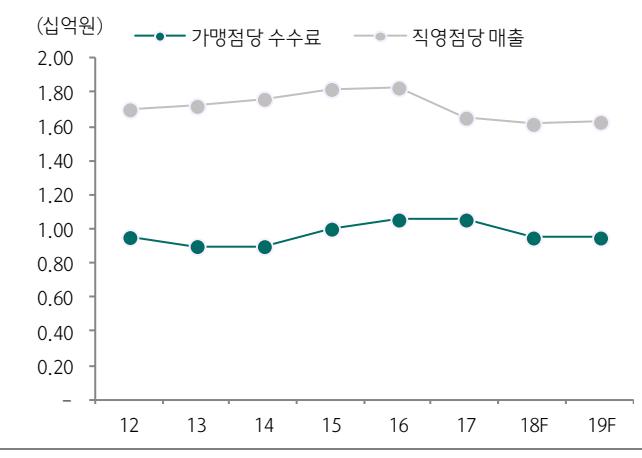
그림 10. 올리브네트웍스 실적 추이



주: 합병 이전 실적은 양사 단순 합산 기준

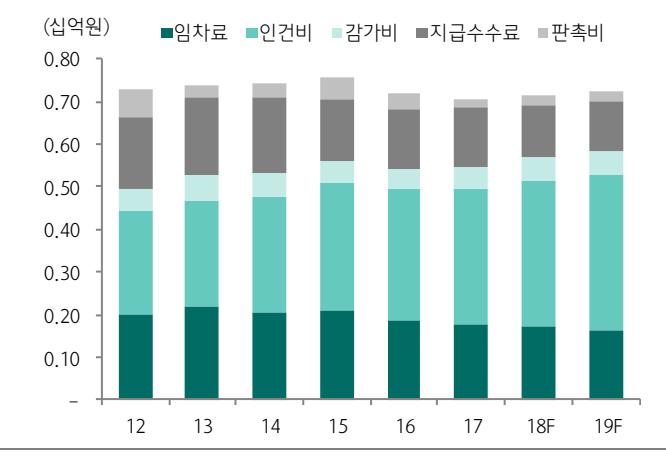
자료: CJ, 하나금융투자

그림 11. 올리브영 가맹점 및 직영점 당 매출 추이



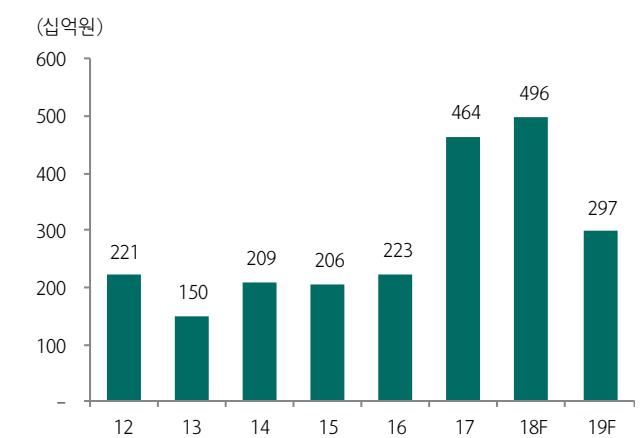
자료: CJ, 하나금융투자

그림 12. 올리브영 직영점 당 비용 추이



자료: CJ, 하나금융투자

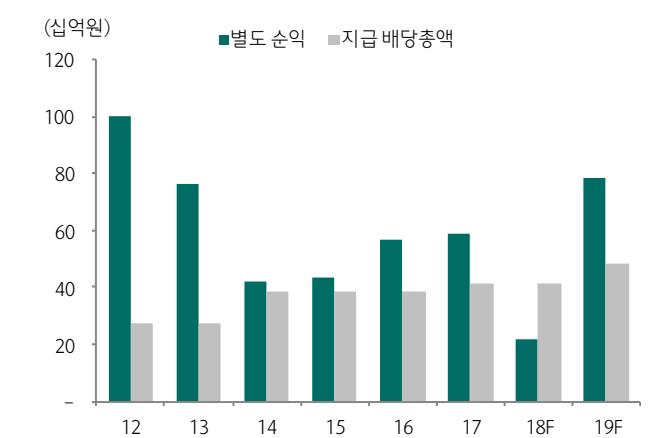
그림 13. CJ 지배순익 추이



주: '17년 E&M 넷마블 상장 차익, '18년 제일제당 헬스케어 및 푸드빌 투성 매각익 포함

자료: CJ, 하나금융투자

그림 14. CJ 별도 순익 및 배당총액 추이



주: 2018년 1분기 대한통운-건설 합병에 따른 종속기업처분순실 인식

자료: CJ, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	23,954.2	26,898.6	29,337.2	32,402.9	33,361.6
매출원가	16,502.0	18,608.6	20,775.5	22,683.0	23,490.3
매출총이익	7,452.2	8,290.0	8,561.7	9,719.9	9,871.3
판관비	6,199.3	6,964.1	7,190.4	8,138.4	8,164.6
영업이익	1,252.9	1,326.0	1,371.4	1,581.5	1,706.7
금융순이익	(311.0)	25.7	(260.2)	15.1	23.2
종속/관계기업순이익	70.0	86.6	33.9	(15.1)	(23.2)
기타영업외순이익	(216.7)	136.9	833.6	0.0	0.0
세전이익	795.3	1,575.2	1,978.7	1,581.5	1,706.7
법인세	225.4	437.5	558.0	434.9	469.3
계속사업이익	569.8	1,137.7	1,420.8	1,146.6	1,237.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	569.8	1,137.7	1,420.8	1,146.6	1,237.3
비자매주주지분 순이익	346.8	674.0	924.4	849.3	870.5
지배주주순이익	223.0	463.7	496.3	297.4	366.9
지배주주지분포괄이익	218.0	206.5	686.8	1,478.2	1,595.1
NOPAT	897.7	957.7	984.7	1,146.6	1,237.3
EBITDA	2,714.9	2,834.9	3,017.1	3,165.6	3,149.2
성장성(%)					
매출액증가율	13.2	12.3	9.1	10.4	3.0
NOPAT증가율	(2.3)	6.7	2.8	16.4	7.9
EBITDA증가율	6.1	4.4	6.4	4.9	(0.5)
영업이익증가율	2.3	5.8	3.4	15.3	7.9
(지배주주)순이익증가율	8.4	107.9	7.0	(40.1)	23.4
EPS증가율	8.2	107.8	7.0	(40.1)	23.4
수익성(%)					
매출총이익률	31.1	30.8	29.2	30.0	29.6
EBITDA이익률	11.3	10.5	10.3	9.8	9.4
영업이익률	5.2	4.9	4.7	4.9	5.1
계속사업이익률	2.4	4.2	4.8	3.5	3.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,099	14,750	15,788	9,459	11,670
BPS	124,760	130,930	143,806	151,961	162,328
CFPS	74,255	72,937	78,363	100,214	99,437
EBITDAPS	86,413	90,175	95,973	100,696	100,176
SPS	762,455	855,629	933,201	1,030,719	1,061,213
DPS	1,350	1,450	1,450	1,450	1,550
주가지표(배)					
PER	24.8	11.6	7.7	12.5	10.1
PBR	1.4	1.3	0.8	0.8	0.7
PCFR	2.4	2.3	1.6	1.2	1.2
EV/EBITDA	7.8	8.0	7.0	6.1	5.6
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	6.1	12.1	12.1	6.7	7.8
ROA	0.9	1.6	1.6	0.9	1.1
ROIC	5.3	5.0	4.9	5.8	6.7
부채비율	140.0	144.5	156.2	151.7	144.4
순부채비율	70.9	75.8	71.6	51.7	33.2
이자보상배율(배)	4.3	4.2	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

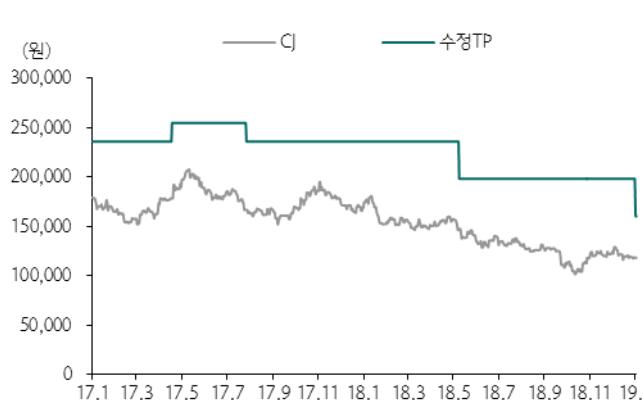
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,862.5	8,333.3	10,516.0	13,233.6	15,684.3
금융자산	1,837.4	1,801.8	3,527.6	5,679.9	7,893.2
현금성자산	1,169.3	1,219.5	2,892.3	4,992.9	7,184.4
매출채권 등	3,587.4	3,893.4	4,248.0	4,594.1	4,739.5
재고자산	1,699.4	1,733.0	1,890.8	2,044.9	2,109.6
기타유동자산	738.3	905.1	849.6	914.7	942.0
비유동자산	19,147.1	20,992.1	21,988.2	20,609.5	19,253.2
투자자산	2,006.9	2,310.0	2,520.4	2,725.8	2,812.0
금융자산	1,196.5	944.0	1,030.0	1,113.9	1,149.1
유형자산	10,372.8	11,492.9	12,266.3	11,345.0	10,492.9
무형자산	5,736.1	6,039.0	6,075.7	5,413.0	4,822.5
기타비유동자산	1,031.3	1,150.2	1,125.8	1,125.7	1,125.8
자산총계	27,009.6	29,325.4	32,504.2	33,843.1	34,937.5
유동부채	8,662.2	9,363.3	11,569.7	12,002.8	12,184.7
금융부채	4,252.9	4,554.5	6,137.8	6,158.4	6,167.0
매입채무 등	3,929.0	4,048.7	4,417.5	4,777.4	4,928.6
기타유동부채	480.3	760.1	1,014.4	1,067.0	1,089.1
비유동부채	7,093.0	7,970.0	8,249.6	8,394.4	8,455.3
금융부채	5,569.1	6,340.0	6,471.2	6,471.2	6,471.2
기타비유동부채	1,523.9	1,630.0	1,778.4	1,923.2	1,984.1
부채총계	15,755.1	17,333.2	19,819.2	20,397.2	20,640.0
지배주주지분	3,735.8	3,929.8	4,294.0	4,550.4	4,876.3
자본금	157.9	157.9	157.9	157.9	157.9
자본잉여금	993.0	993.0	993.0	993.0	993.0
자본조정	(256.6)	(223.6)	(260.9)	(260.9)	(260.9)
기타포괄이익누계액	142.0	(112.8)	(182.3)	(182.3)	(182.3)
이익잉여금	2,699.5	3,115.3	3,586.2	3,842.6	4,168.5
비자매주주지분	7,518.6	8,062.4	8,391.0	8,895.5	9,421.2
자본총계	11,254.4	11,992.2	12,685.0	13,445.9	14,297.5
순금융부채	7,984.5	9,092.8	9,081.4	6,949.7	4,745.0

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,091.7	2,240.4	2,640.1	2,707.7	2,653.4
당기순이익	569.8	1,137.7	1,420.8	1,146.6	1,237.3
조정	1,753.3	1,372.3	1,161.5	1,568.9	1,419.4
감가상각비	1,461.9	1,508.9	1,645.8	1,584.1	1,442.6
외환거래손익	38.6	(42.2)	60.7	0.0	0.0
지분법손익	(100.8)	(577.1)	(1,031.8)	0.0	0.0
기타	353.6	482.7	486.8	(15.2)	(23.2)
영업활동 변동	(231.4)	(269.6)	57.8	(7.8)	(3.3)
투자활동 현금흐름	(3,344.7)	(2,863.8)	(1,281.4)	(586.8)	(429.6)
투자자산감소(증가)	26.3	(216.5)	(173.8)	(205.4)	(86.3)
유형자산감소(증가)	(1,312.5)	(2,183.4)	(1,724.0)	0.0	0.0
기타	(2,058.5)	(463.9)	616.4	(381.4)	(343.3)
재무활동 현금흐름	1,230.5	718.2	305.7	(20.4)	(32.3)
금융부채증가(감소)	1,191.2	1,072.6	1,714.4	20.6	8.6
자본증가(감소)	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	149.4	(235.0)	(1,281.1)	0.0	0.1
배당지급	(114.4)	(119.4)	(127.6)	(41.0)	(41.0)
현금의 증감	(25.8)	50.3	1,672.7	2,100.6	2,191.5
Unlevered CFO	2,332.9	2,292.9	2,463.5	3,150.5	3,126.0
Free Cash Flow	717.4	(32.5)	856.0	2,707.7	2,653.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

CJ



날짜	투자의견	목표주가	평균		최고/최저
			평균	최고/최저	
19.1.20	BUY	160,000			
18.5.28	BUY	210,000	-40.26%	-29.73%	
17.8.15	BUY	250,000	-34.15%	-22.11%	
17.5.7	BUY	270,000	-30.67%	-23.17%	
17.1.22	BUY	250,000	-33.81%	-28.71%	
16.11.6	BUY	290,000	-41.19%	-37.41%	

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	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 01월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 01월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.