

상반기 Review 및 목표주가 하향

2Q 매출 8.45조원(YoY +19.7%), 영업이익 3,652억원(YoY +21%)

CJ 2분기 매출은 전년 동기 대비 19.7% 증가한 8.45조원, 영업이익은 21% 증가한 3,652억원, 지배순익은 41% 감소한 2,151억원을 기록했다. 매출 고성장은 제일제당의 미국 슈완스 인수에 따른 외형 확대효과가 주효했고 영업의 측면에서는 제일제당 부진을 대한통운, CGV, ENM 호조로 상쇄했다. 지배순익 단에서는 CJ푸드빌의 투썸플레이스 지분 매각의 세후 1,700억원이 반영되었다. CJ올리브네트웍스는 IT사업을 영위하는 CJ올리브네트웍스와 신설회사(올리브영)로 분할 후 IT부문을 12/27일 100% 자회사할 예정인데, 양사 모두 전년 대비 실적 개선을 나타냈다. 올리브영은 전년 상반기 영업이익 187억원 대비 151.3% 증가한 470억원, IT부문은 전년 상반기 영업이익 163억원 대비 24% 성장한 203억원을 시현했다.

올리브영 개선, IT부문 성장 을 하반기에도 지속될 전망

지난 상반기 빠른 회복을 보인 올리브영은 하반기에도 실적 개선을 예상한다. 지난 '15년 이후 매년 100~200개 이상의 출점을 진행했던 올리브영은 올 상반기 국내 매장 35개 출점에 그쳤고 해외매장 감소를 고려시 올해 매장 순증은 64개로 추정된다. 더더진 출점 속도에도 불구하고, 경쟁사들의 이탈로 H&B스토어 업계 내 점유율은 68%까지 상승했고 인건비/ 임차료 비용 효율화, 고효율 뷰티 MD 확대, 수익성 중심 점포 전략 추진으로 영업이익률은 5.0%, 영업이익은 97.6% 증가한 958억원으로 추정한다. IT부문 또한 전년도 발생했던 1회성 손실(국방부 프로젝트) 해소와 제일제당 및 올리브영 온라인몰 및 대한통운 양지허브 인프라 등 신규 SI 수주로 매출 및 영업이익의 투자지수 성장 가능성이 높은 상황이다. 지난 상반기 분할 과정에서 IT부문 고평가에 대한 노이즈가 불거진 바 있으나 올해 순익은 484억원, P/E는 11.2배로 추정되어 Peer group 대비 높지 않은 수준이다.

목표주가 11만원 하향조정

4우선주 발행에 따른 주식수 증가 및 상장지분가치 하락 반영

투자 의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 기존 16만원에서 11만원으로 하향한다. 목표가 하향은 향후 보통주로 전환될 4우선주 발행으로 자사주 제외 총 발행주식수가 15% 증가했고 상장 지분가치가 대폭 하락했기 때문이다. 올리브영 및 IT부문 실적 개선이 눈에 띄나, 그룹 전반의 실적 부진이 그를 상쇄하였다.

Issue Comment

BUY

| TP(12M): 110,000원(하향) | CP(8월23일): 80,100원

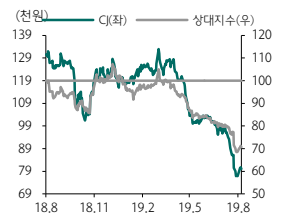
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,948.30
52주 최고/최저(원)	133,000/76,900
시가총액(십억원)	2,337.1
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	29,177.0
60일 평균 거래량(천주)	67.8
60일 평균 거래대금(십억원)	6.2
19년 배당금(예상, 원)	1,450
19년 배당수익률(예상, %)	1.8
외국인지분율(%)	19.64
주요주주 지분율(%)	
이재연 외 7인	43.28
국민연금공단	7.48
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(18.7) (35.9) (37.5)
상대	(12.3) (26.6) (26.8)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	33,778.0	36,236.6
영업이익(십억원)	1,524.5	1,733.4
순이익(십억원)	667.6	788.5
EPS(원)	8,779	9,626
BPS(원)	131,975	139,716

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	26,898.6	29,523.4	34,307.6	34,810.7	34,909.2
영업이익	십억원	1,326.0	1,332.5	1,589.0	1,708.2	1,714.3
세전이익	십억원	1,575.2	1,319.7	1,114.6	1,109.6	1,115.7
순이익	십억원	463.7	276.1	434.2	170.3	197.1
EPS	원	13,002	7,741	12,176	4,776	5,528
증감률	%	107.8	(40.5)	57.3	(60.8)	15.7
PER	배	13.16	15.70	6.58	16.77	14.49
PBR	배	1.48	1.01	0.61	0.59	0.58
EV/EBITDA	배	7.98	7.54	7.43	7.60	8.30
ROE	%	12.10	6.91	10.19	3.76	4.24
BPS	원	115,413	120,167	131,486	135,113	138,271
DPS	원	1,450	1,450	1,450	1,550	1,650



Analyst 오진원
02-3771-7525
jvw.oh@hanafn.com

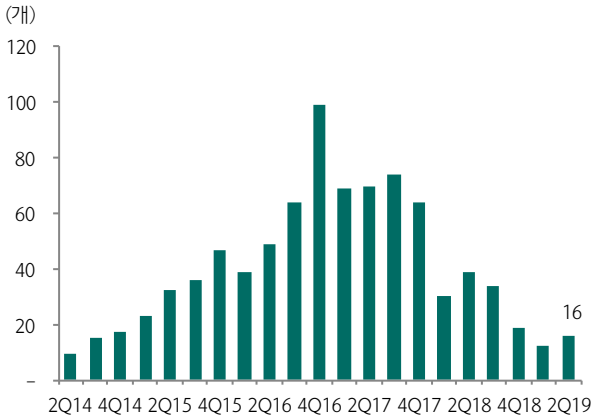
RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

표 1. CJ 실적 추정 상세

연결											
(단위: 십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	6,974	7,063	7,686	7,801	7,795	8,454	8,935	9,124	26,899	29,523	34,308
YoY	9.8%	8.6%	8.8%	11.8%	11.8%	19.7%	16.2%	17.0%	12.3%	9.8%	16.2%
QoQ	-0.1%	1.3%	8.8%	1.5%	-0.1%	8.5%	5.7%	2.1%			
제일제당	4,349	4,454	4,946	4,922	5,018	5,515	5,994	6,003	16,477	18,670	22,531
E&M 및 오쇼핑	1,041	585	1,079	1,198	1,105	1,260	1,157	1,283	4,010	3,903	4,805
CGV	441	405	473	450	465	482	530	501	1,714	1,769	1,978
프레시웨이	676	729	704	719	748	757	764	784	2,504	2,828	3,052
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
영업익	342	301	406	283	343	365.2	476	404	1,326	1,332	1,589
YoY	3.0%	1.2%	-5.9%	7.0%	0.5%	21.2%	17.2%	42.7%	5.8%	0.5%	19.3%
QoQ	29.0%	-11.8%	34.9%	-30.3%	21.2%	6.4%	30.4%	-15.1%			
OPM	4.9%	4.3%	5.3%	3.6%	4.4%	4.3%	5.3%	4.4%	4.9%	4.5%	4.6%
제일제당	210	185	265	173	179	175	293	221	777	833	869
E&M 및 오쇼핑	90	50	77	69	92	97	86	90	288	285	365
CGV	19	0	33	26	24	23	38	29	86	78	114
프레시웨이	6	14	13	18	7	19	18	20	44	51	64
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
지배순이익	87	363	7	-181	48	215	76	95	464	276	434
YoY	42.1%	84.8%	-96.7%	적지	-44.2%	-40.8%	970.5%	흑전	107.9%	-40.5%	57.3%
QoQ	흑전	319.4%	-98.1%	적전	흑전	344.9%	-64.8%	25.2%			
NPM	1.2%	5.1%	0.1%	-2.3%	0.6%	2.5%	0.8%	1.0%	1.7%	0.9%	1.3%
제일제당	63	758	108	-54	41	16	115	67	370	875	240
E&M 및 오쇼핑	92	24	42	37	43	63	60	61	559	195	226
CGV	-	5	-	17	1	-	120	-	7	-	9
프레시웨이	1	2	4	6	-	2	7	7	-2	14	19
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
비상장 계열사(별도)											
올리브네트웍스	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	465	525	538	556	558	610	599	634	1,824	2,084	2,401
YoY	12.7%	11.2%	6.9%	27.5%	20.0%	16.2%	11.3%	14.0%	26.8%	14.2%	15.2%
QoQ	6.8%	12.7%	2.6%	3.2%	0.4%	9.2%	-1.7%	5.8%			
순이익	18	17	22	-6	26	30	26	28	71	52	109.6
YoY	-7.5%	-53.2%	-7.7%	적지	43.3%	73.7%	14.4%	흑전	-1.4%	-27.3%	112.3%
QoQ	흑전	-7.5%	31.8%	적전	흑전	12.1%	-13.1%	8.5%			
NPM	4.0%	3.2%	4.2%	-1.1%	4.7%	4.9%	4.3%	4.4%	3.9%	2.5%	4.6%
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
푸드빌	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	311	303	299	339	301	288	290	329	1,259	1,252	1,208
YoY	-1.0%	-2.4%	-3.8%	4.7%	-3.2%	-4.9%	-3.0%	-3.0%	4.4%	-0.6%	-3.5%
QoQ	-3.9%	-2.5%	-1.5%	13.4%	-11.1%	-4.3%	0.6%	13.4%			
순이익	124	-34	1	-74	14	178	-24	21	-37	16	189
YoY	흑전	적전	흑전	적지	-88.6%	흑전	적전	흑전	적전	흑전	1062.2%
QoQ	흑전	적전	흑전	적전	흑전	1163.1%	적전	흑전			
NPM	39.9%	-11.2%	0.2%	-21.9%	4.7%	61.8%	-8.4%	6.5%	-2.9%	1.3%	15.7%
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
CJ 별도											
매출액	60	24	26	59	69	25	27	27	158	170	148
YoY	6.7%	3.0%	5.0%	11.1%	13.4%	4.3%	1.6%	-54.0%	27.2%	7.4%	-13.1%
QoQ	13.8%	-60.0%	8.3%	125.2%	16.2%	-63.2%	5.5%	2.0%			
영업익	48	11	11	9	46	7	11	-24	69	79	40
YoY	4.7%	53.5%	40.8%	13.8%	-3.0%	-40.2%	1.2%	적전	16.6%	15.2%	-49.1%
QoQ	519.1%	-76.0%	-1.2%	-22.5%	427.6%	-85.2%	67.2%	적전			
OPM	78.6%	47.1%	43.0%	14.8%	67.2%	27.0%	42.8%	-88.8%	43.3%	46.5%	27.2%
순이익	4	19	4	9	43	8	9	-18	59	36	25
YoY	-89.7%	253.1%	-31.0%	40.7%	909.0%	적전	118.0%	적전	3.5%	-38.8%	-29.9%
QoQ	-30.2%	349.0%	-79.4%	117.8%	400.5%	적전	흑전	적전			
NPM	7.1%	79.5%	15.1%	14.6%	63.1%	-32.8%	32.5%	-67.3%	37.3%	21.3%	17.2%

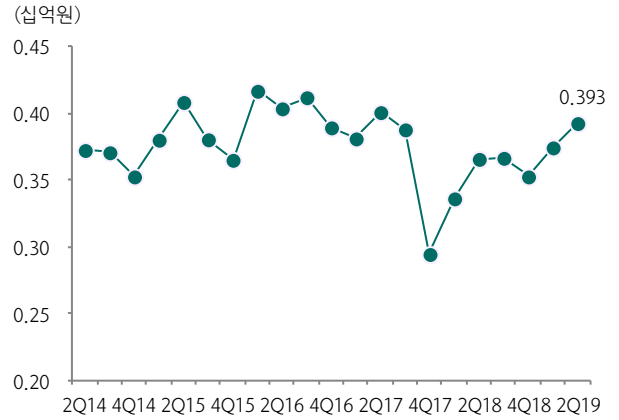
주: 2Q18 CJ E&M 및 오쇼핑 합병. 전후 비교를 위해 이전 실적은 양사 단순 합산 실적 표기
 자료: CJ, 하나금융투자

그림 1. 올리브영 분기별 매장 순증 추이



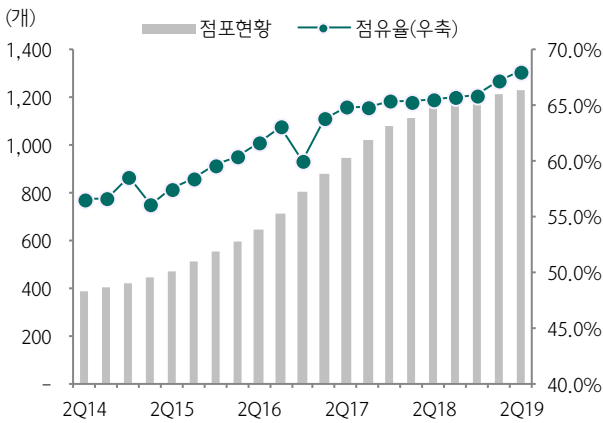
주: 국내/해외 합산
자료: CJ 하나금융투자

그림 2. 올리브영 매장당 매출액 추이



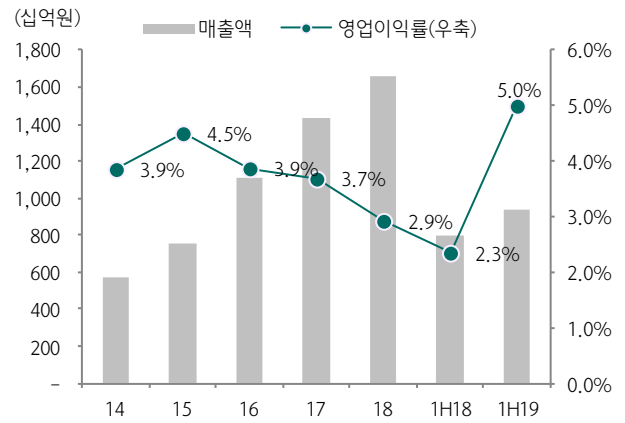
자료: CJ 하나금융투자

그림 3. 올리브영 매장수 및 H&B 업계 시장 점유율 추이



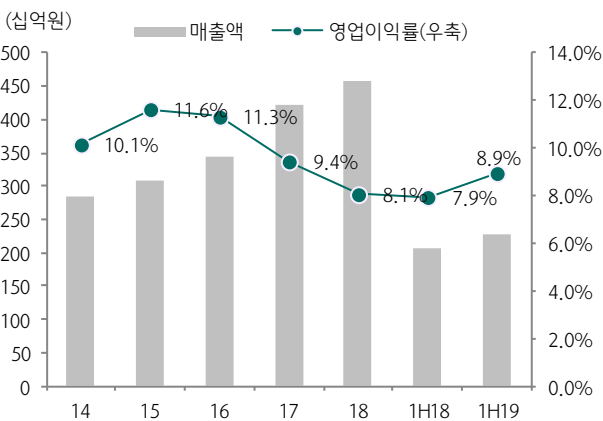
자료: CJ 하나금융투자

그림 4. 올리브영 매출 및 영업이익률 추이



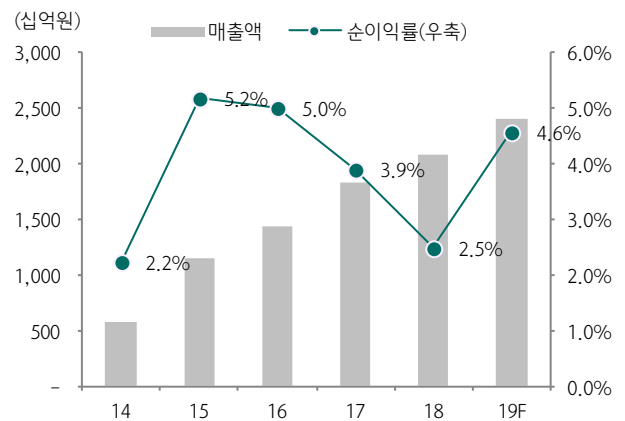
자료: CJ 하나금융투자

그림 5. 올리브네트웍스(IT부문) 매출 및 영업이익률 추이 I



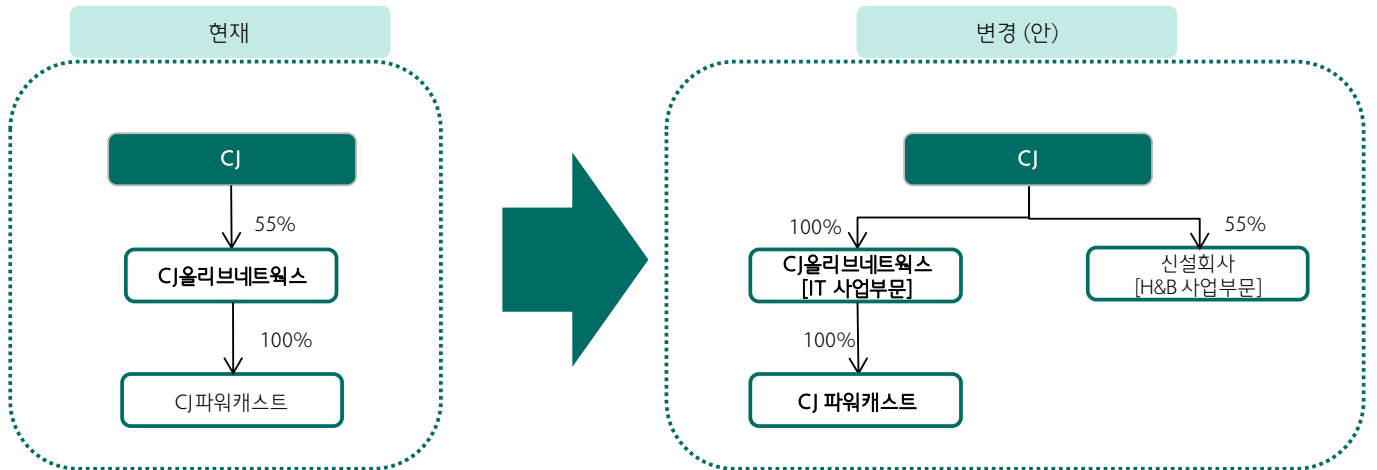
주: 파워캐스트 제외 IT부문 별도 기준
자료: CJ, 하나금융투자

그림 6. 올리브네트웍스 연도별 실적 추이



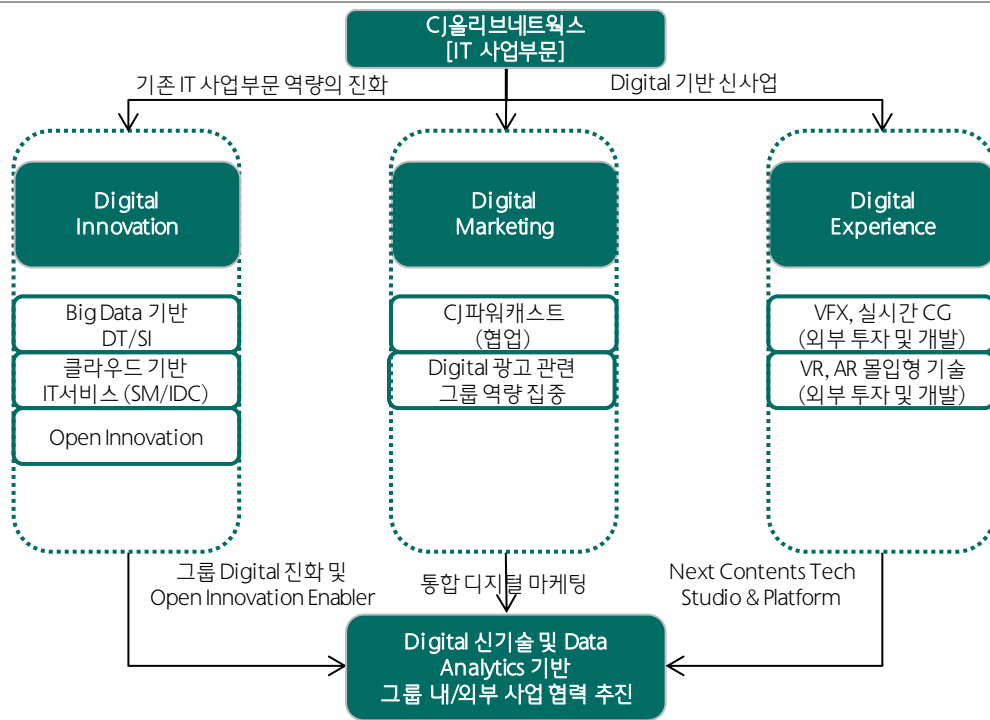
주: 비교가능성을 위해 분할 전 IT부문 및 올리브영 합산 추이
자료: CJ, 하나금융투자

그림 7. CJ올리브네트웍스 사업 구조 개편 개요



주: CJ올리브네트웍스 분할비율은 IT(45%, 존속), H&B(55%, 신설)로 인적분할 예정
 자료: CJ, 하나금융투자

그림 8. IT사업부문 향후 사업 구조 요약



자료: CJ, 하나금융투자

표 2. CJ SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 원)

	지분율	평가액	비고
투자자산가치		4,587	
상장사		3,374	2019-8-23 종가 기준
제일제당	46%	1,539	
E&M	45%	1,397	
CGV	39%	283	
프레시웨이	47%	154	
비상장사		1,214	
올리브영	55%	542	올리브영 별도 기준 향후 12개월 예상 순익 대비 15배 P/E
올리브네트웍스(IT부문)	100%	542	주식교환비율 산정시 IT법인 평가금액 총 5,424억원 적용
푸드빌	96%	122	장부가 반영
기타		7	장부가 반영
영업가치		-	순수지주회사
부동산가치		51	향후 12개월 예상 세후 임대료수익 대비 10배
브랜드가치		512	향후 12개월 예상 로열티 손익 대비 10배 적용
순차입금		86	2Q19 별도 순차입금
총 기업가치		5,064	
상장사 40% 할인율 적용시 기업가치		3,714	
주식수(천주)		32,403	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수(4우선주 포함)
주당 NAV(원)		110,000	
현재주가(원)		80,100	2019-8-23 종가 기준
상승여력		37.3%	

자료: CJ, 하나금융투자

추정 재무제표

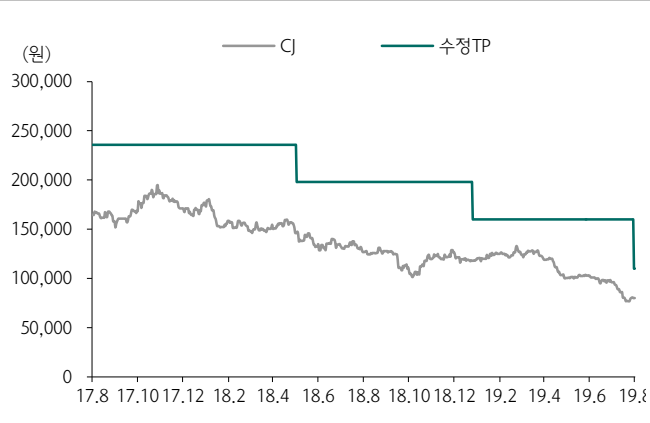
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	26,898.6	29,523.4	34,307.6	34,810.7	34,909.2
매출원가	18,608.6	21,170.2	24,538.3	24,858.8	24,874.0
매출총이익	8,290.0	8,353.2	9,769.3	9,951.9	10,035.2
판매비	6,964.1	7,020.7	8,180.2	8,243.8	8,320.9
영업이익	1,326.0	1,332.5	1,589.0	1,708.2	1,714.3
금융손익	(3.4)	(483.0)	(119.7)	0.0	0.0
종속/관계기업손익	86.6	56.4	(292.9)	(598.6)	(598.6)
기타영업외손익	166.0	413.8	(61.8)	0.0	0.0
세전이익	1,575.2	1,319.7	1,114.6	1,109.6	1,115.7
법인세	437.5	439.6	288.6	305.1	306.8
계속사업이익	1,137.7	880.0	826.1	804.5	808.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,137.7	880.0	826.1	804.5	808.9
비지배주주지분 손이익	674.0	604.0	391.8	634.1	611.7
지배주주순이익	463.7	276.1	434.2	170.3	197.1
지배주주지분포괄이익	206.5	205.9	377.5	313.9	315.6
NOPAT	957.7	888.6	1,177.6	1,238.4	1,242.8
EBITDA	2,834.9	3,024.3	3,976.2	3,872.4	3,652.4
성장성(%)					
매출액증가율	12.3	9.8	16.2	1.5	0.3
NOPAT증가율	6.7	(7.2)	32.5	5.2	0.4
EBITDA증가율	4.4	6.7	31.5	(2.6)	(5.7)
영업이익증가율	5.8	0.5	19.2	7.5	0.4
(지배주주)순이익증가율	107.9	(40.5)	57.3	(60.8)	15.7
EPS증가율	107.8	(40.5)	57.3	(60.8)	15.7
수익성(%)					
매출총이익률	30.8	28.3	28.5	28.6	28.7
EBITDA이익률	10.5	10.2	11.6	11.1	10.5
영업이익률	4.9	4.5	4.6	4.9	4.9
계속사업이익률	4.2	3.0	2.4	2.3	2.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	13,002	7,741	12,176	4,776	5,528
BPS	115,413	120,167	131,486	135,113	138,271
CFPS	64,293	66,656	100,167	91,797	85,628
EBITDAPS	79,489	84,800	111,492	108,581	102,412
SPS	754,228	827,828	961,974	976,081	978,842
DPS	1,450	1,450	1,450	1,550	1,650
주기지표(배)					
PER	13.2	15.7	6.6	16.8	14.5
PBR	1.5	1.0	0.6	0.6	0.6
PCFR	2.7	1.8	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.0	7.5	7.4	7.6	8.3
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	12.1	6.9	10.2	3.8	4.2
ROA	1.6	0.9	1.2	0.4	0.5
ROIC	5.0	4.2	4.6	4.2	4.2
부채비율	144.5	153.4	182.5	174.2	166.3
순부채비율	75.8	85.3	119.9	108.7	105.5
이자보상배율(배)	4.2	3.6	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	8,333.3	8,869.4	10,440.7	13,262.2	15,690.4
금융자산	1,801.8	1,793.1	1,597.4	2,363.0	2,083.3
현금성자산	1,219.5	1,473.6	1,220.5	1,978.7	1,698.1
매출채권 등	3,893.4	3,872.0	4,646.4	5,575.7	6,690.9
재고자산	1,733.0	2,023.7	2,428.4	2,671.2	2,938.4
기타유동자산	905.1	1,180.6	1,768.5	2,652.3	3,977.8
비유동자산	20,992.1	22,860.2	29,832.1	27,917.7	26,230.5
투자자산	2,310.0	2,492.6	3,666.6	3,916.5	4,167.4
금융자산	944.0	1,037.2	1,213.2	1,237.4	1,240.2
유형자산	11,492.9	12,970.2	13,569.3	12,065.9	10,729.0
무형자산	6,039.0	6,168.8	7,335.1	6,674.3	6,073.0
기타비유동자산	1,150.2	1,228.6	5,261.1	5,261.0	5,261.1
자산총계	29,325.4	31,729.5	40,272.8	41,179.9	41,920.9
유동부채	9,363.3	10,998.4	13,169.8	13,274.0	13,286.1
금융부채	4,554.5	5,949.7	7,813.1	7,817.5	7,818.0
매입채무 등	4,048.7	4,042.4	4,244.5	4,329.3	4,339.1
기타유동부채	760.1	1,006.3	1,112.2	1,127.2	1,129.0
비유동부채	7,970.0	8,209.3	12,848.5	12,887.9	12,892.4
금융부채	6,340.0	6,523.4	10,876.5	10,876.5	10,876.5
기타비유동부채	1,630.0	1,685.9	1,972.0	2,011.4	2,015.9
부채총계	17,333.2	19,207.7	26,018.3	26,161.9	26,178.5
지배주주지분	3,929.8	4,058.7	4,462.4	4,591.8	4,704.4
자본금	157.9	157.9	157.9	157.9	157.9
자본잉여금	993.0	993.0	993.0	993.0	993.0
자본조정	(223.6)	(260.2)	(260.2)	(260.2)	(260.2)
기타포괄이익누계액	(112.8)	(168.4)	(114.2)	(114.2)	(114.2)
이익잉여금	3,115.3	3,336.5	3,685.9	3,815.3	3,927.9
비지배주주지분	8,062.4	8,463.1	9,792.2	10,426.3	11,038.0
자본총계	11,992.2	12,521.8	14,254.6	15,018.1	15,742.4
순금융부채	9,092.8	10,680.1	17,092.2	16,331.0	16,611.3
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,240.4	1,541.1	2,561.1	1,052.0	55.2
당기순이익	1,137.7	880.0	826.1	804.5	808.9
조정	1,372.3	1,659.8	2,552.4	2,164.2	1,938.1
감가상각비	1,508.9	1,691.8	2,387.2	2,164.2	1,938.1
외환거래손익	(42.2)	58.5	(2.3)	0.0	0.0
지분법손익	(577.1)	(981.4)	(9.4)	0.0	0.0
기타	482.7	890.9	176.9	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(269.6)	(998.7)	(817.4)	(1,916.7)	(2,691.8)
투자활동 현금흐름	(2,863.8)	(2,126.0)	(4,364.6)	(257.3)	(251.8)
투자자산감소(증가)	(216.5)	(126.2)	(1,164.6)	(249.8)	(251.0)
유형자산감소(증가)	(2,183.4)	(2,415.7)	(1,559.4)	0.0	0.0
기타	(463.9)	415.9	(1,640.6)	(7.5)	(0.8)
재무활동 현금흐름	718.2	827.4	1,543.5	(36.5)	(84.0)
금융부채증가(감소)	1,072.6	1,578.6	6,216.5	4.4	0.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	(21.1)	0.0	0.0
기타재무활동	(235.0)	(616.9)	(4,610.9)	0.1	0.0
배당지급	(119.4)	(134.3)	(41.0)	(41.0)	(84.5)
현금의 증감	50.3	254.0	(253.0)	758.1	(280.6)
Unlevered CFO	2,292.9	2,377.2	3,572.3	3,273.8	3,053.8
Free Cash Flow	(32.5)	(917.2)	979.4	1,052.0	55.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.25	BUY	110,000	-31.20%	-16.88%
19.1.20	BUY	160,000	-40.26%	-29.73%
18.5.28	BUY	210,000	-34.71%	-22.11%
17.11.15	BUY	250,000	-36.40%	-29.63%
17.7.3	BUY	270,000		

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	88.2%	11.1%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 8월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)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 2019년 8월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 8월 26일 현재 해당 회사의 유가증권권을 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.