

통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(001040)

**CJ**

**BUY**(유지)

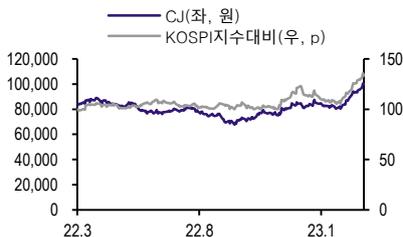
올리브영 성장과 IPO 재추진 기대감

<b>목표주가</b>	<b>120,000원(유지)</b>
<b>현재주가(03/22)</b>	<b>99,600원</b>
<b>상승여력</b>	<b>20.5%</b>
시가총액	29,060억원
발행주식수	29,177천주
52주 최고가 / 최저가	100,400 / 67,800원
3개월 일평균거래대금	60억원
외국인 지분율	18.5%
주요주주	
이재현 (외 8인)	47.3%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
자사주 (외 1인)	7.3%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	22.5 17.5 30.4 23.0
상대수익률(KOSPI)	22.5 14.9 26.7 33.3

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	319,991	344,840	409,249	419,423
영업이익	13,903	18,818	21,542	22,254
EBITDA	38,644	43,294	52,259	51,478
지배주주순이익	867	2,750	2,020	2,987
EPS	2,522	8,910	6,854	10,408
순차입금	130,767	130,862	193,365	198,731
PER	36.5	9.4	14.5	9.6
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.2	3.7	4.4	4.6
배당수익률	2.2	2.8	2.5	2.6
ROE	1.9	5.7	4.1	6.0
컨센서스 영업이익	13,903	18,818	22,832	24,960
컨센서스 EPS	2,522	8,910	8,476	10,571

**주가추이**



**22년 그룹 연매출 40조원 돌파**

22년 4분기 매출액은 12조 6,059억원(+14.2% YoY), 영업이익은 3,284억원(-11.1% YoY, OPM 3.1%)을 기록하며 계절적 요인이 작용하는 모습. 22년 연간 매출액은 40조 9,249억원(+18.7% YoY), 영업이익은 2조 1,542억원(+14.5% YoY, OPM 5.3%)을 기록하며 성장세 지속. 제일제당, ENM, 올리브영 등이 사상 최대 매출을 기록하며 Top-Line 성장을 견인한 가운데, 제일제당, 대한통운, 올리브영 등의 이익 성장과 CGV, 푸드빌의 이익 회복세가 수익성 확대를 견인. 콘텐츠 투자 부담 확대에 따른 ENM의 수익성 부진은 다소 아쉬운 부분

**올리브영의 높은 성장세, IPO 재추진 기대감 상조**

주목할만한 부분은 비상장 자회사 중 올리브영의 높은 성장세가 지속되면서 연기했던 IPO의 재추진 가능성이 높아지고 있다는 점. 올리브영은 온라인과 오프라인의 공격적인 동시 확장 전략이 성공적으로 수행되면서, Post-Covid 19 시대의 새로운 소비 트렌드를 견인하고 있음.

올리브영의 4분기 매출액은 7,710억원(+30.4% YoY), 순이익은 555억원(+111.8% YoY)을 기록하는 폭발적인 성장세 시현중. 22년 연간으로도 매출 31.7% 성장, 순이익 117.0% 성장하는 호조세 지속중. 거리두기 해제에 따른 리오픈 기조, 경쟁업체들의 철수 등 우호적 영업환경과 매분기 30% 수준의 매출 증가로 입증되고 있는 경쟁력을 감안할 때, 당분간 올리브영의 성장세는 지속될 것으로 전망. 아울러 지난 해 철회했던 IPO 시도 또한 재추진될 가능성이 높은 것으로 판단되며, 성공 가능성 역시 높아지고 있는 것으로 평가

**22년 DPS 2,500원 확정, 별도 당기순이익 70% 배당계획**

22년 DPS는 2,500원으로 전년 대비 200원 증가함. 23년부터 25년까지의 배당 가이드는 별도 기준 일회성 이익을 제외한 당기순이익의 70% 이상을 기준으로 삼음. 그룹 전반적인 성장 흐름이 지속되는 가운데, 상장/비상장 자회사들의 배당 여력 증가 기조를 감안하면, 성장과 연동되는 DPS의 점진적인 증가세 기대해 볼만 할 것

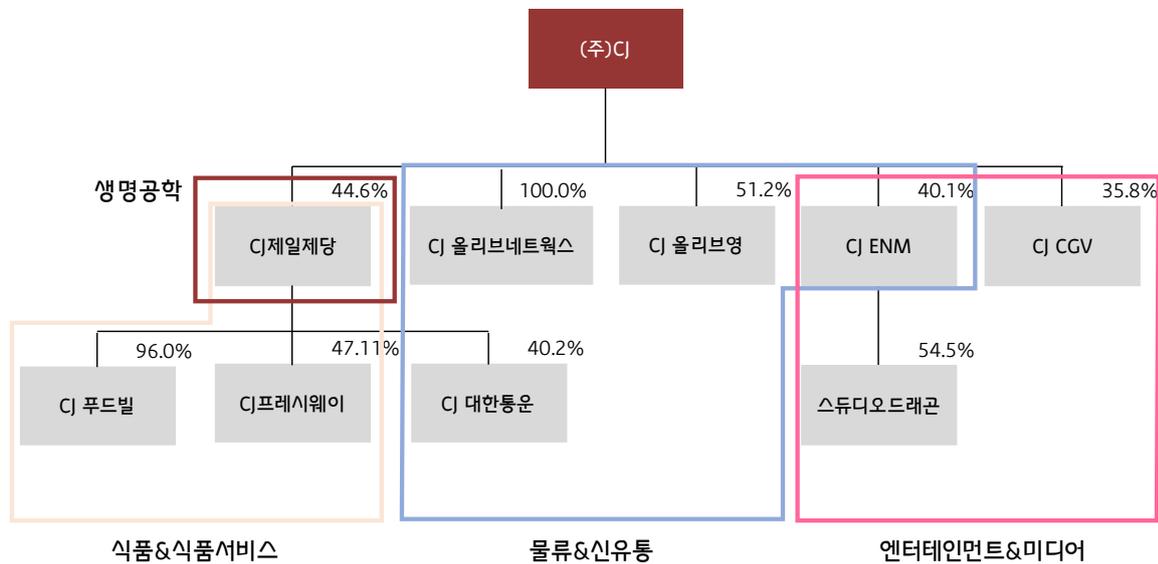
표 1 CJ 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
<b>매출액</b>	80,117	83,362	88,526	92,835	91,180	103,095	108,915	106,059
<b>식품/서비스</b>	27,624	27,068	30,348	29,651	30,248	32,047	37,339	33,645
<b>생명공학</b>	13,625	15,411	16,431	16,222	17,064	20,386	20,279	18,917
<b>물류/신유통</b>	31,569	33,217	34,193	38,352	34,917	38,762	38,388	39,034
<b>엔터/미디어</b>	6,325	7,431	7,229	8,702	8,583	11,463	12,499	13,999
<b>기타</b>	974	235	325	-91	368	437	411	463
<b>영업이익</b>	4,475	5,675	4,976	3,693	4,978	6,880	6,400	3,284
<b>영업이익률</b>	5.6%	6.8%	5.6%	4.0%	5.5%	6.7%	5.9%	3.1%
<b>식품/서비스</b>	1,689	1,576	1,876	1,428	1,948	2,079	2,539	1,361
<b>생명공학</b>	1,625	2,610	1,390	1,015	2,105	2,626	1,355	114
<b>물류/신유통</b>	1,016	1,542	1,719	1,719	1,363	2,123	1,858	1,967
<b>엔터/미디어</b>	-3	79	-25	-393	-149	201	273	-410
<b>기타</b>	148	-132	16	-77	-289	-149	376	251
<b>세전이익</b>	2,701	4,618	3,032	2,657	3,026	4,285	3,937	-686
<b>세전이익률</b>	3.4%	5.5%	3.4%	2.9%	3.3%	4.2%	3.6%	-0.6%
<b>순이익</b>	1,715	2,761	1,604	1,990	2,056	2,960	2,450	-598
<b>순이익률</b>	2.1%	3.3%	1.8%	2.1%	2.3%	2.9%	2.2%	-0.6%

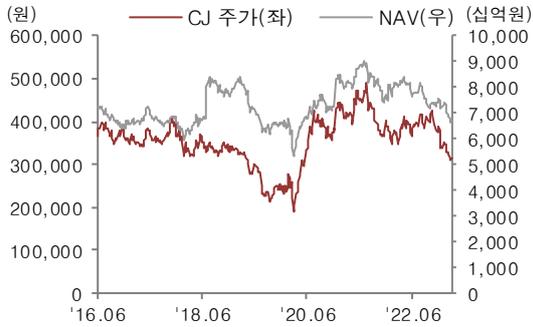
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 1 CJ 그룹 지배구조



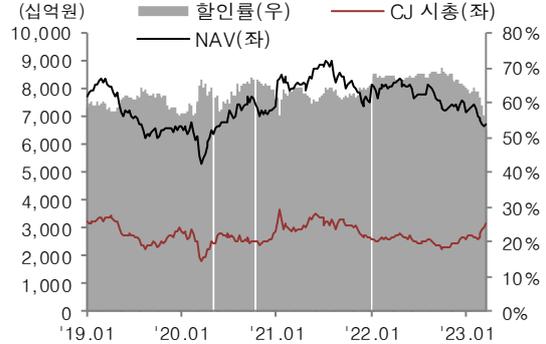
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 2 NAV와 주가 추이



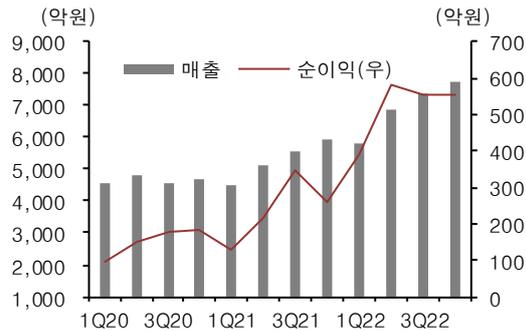
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 3 NAV와 할인율 추이



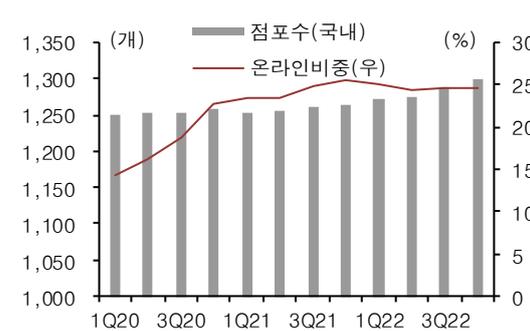
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 4 올리브영 분기별 영업성과



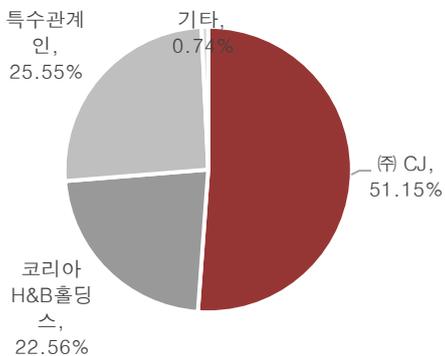
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 5 올리브영 점포수와 온라인 매출비중



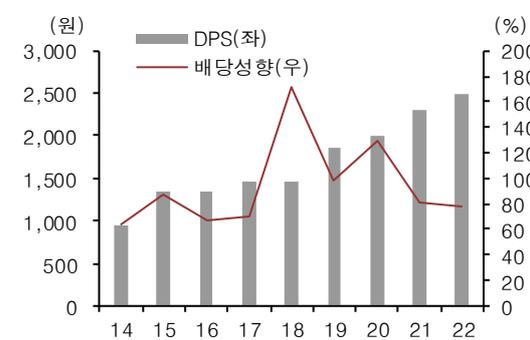
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 6 올리브영 지분구조



자료: 올리브영, 흥국증권 리서치센터

그림 7 주주환원정책의 확대



자료: CJ, 흥국증권 리서치센터  
 주 : 17년은 주식배당 포함

**포괄손익계산서**

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>319,991</b>	<b>344,840</b>	<b>409,249</b>	<b>419,423</b>	<b>430,505</b>
증가율 (Y-Y,%)	(5.3)	7.8	18.7	2.5	2.6
<b>영업이익</b>	<b>13,903</b>	<b>18,818</b>	<b>21,542</b>	<b>22,254</b>	<b>24,216</b>
증가율 (Y-Y,%)	(7.9)	35.3	14.5	3.3	8.8
EBITDA	38,644	43,294	52,259	51,478	53,649
영업외손익	(8,766)	(5,810)	(10,980)	(8,870)	(8,920)
순이자수익	(5,295)	(4,631)	169	692	720
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	947	3,436	(1,089)	(1,711)	(1,711)
세전계속사업손익	5,137	13,008	10,562	13,385	15,296
<b>당기순이익</b>	<b>2,040</b>	<b>8,070</b>	<b>6,868</b>	<b>8,299</b>	<b>9,484</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>867</b>	<b>2,750</b>	<b>2,020</b>	<b>2,987</b>	<b>3,414</b>
증가율 (Y-Y,%)	(67.6)	217.3	(26.6)	47.9	14.3
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	6.0	5.3	6.6	9.4	7.7
영업이익증가율(3Yr)	1.6	12.2	12.6	17.0	8.8
EBITDA증가율(3Yr)	10.9	12.7	8.0	10.0	7.4
순이익증가율(3Yr)	(43.6)	(2.8)	28.5	59.6	5.5
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.3	5.3	5.6
EBITDA마진(%)	12.1	12.6	12.8	12.3	12.5
순이익률 (%)	0.6	2.3	1.7	2.0	2.2
<b>NOPLAT</b>	<b>5,522</b>	<b>11,673</b>	<b>14,008</b>	<b>13,798</b>	<b>15,014</b>
(+) Dep	24,740	24,476	30,717	29,223	29,433
(-) 운전자본투자	(6,393)	2,972	40,816	1,206	1,290
(-) Capex	12,342	14,581	17,097	17,735	18,203
OpFCF	24,313	18,596	(13,188)	24,080	24,954

**재무상태표**

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	111,181	120,524	148,048	147,206	149,887
현금성자산	40,009	39,825	42,658	39,330	39,373
매출채권	36,795	40,071	47,860	48,817	49,843
재고자산	22,381	27,359	39,211	39,995	40,835
비유동자산	289,069	299,036	343,934	351,294	359,095
투자자산	93,424	97,082	110,682	115,176	119,853
유형자산	130,025	134,535	146,005	143,428	141,614
무형자산	65,620	67,419	87,247	92,689	97,628
<b>자산총계</b>	<b>400,250</b>	<b>419,560</b>	<b>491,982</b>	<b>498,499</b>	<b>508,982</b>
유동부채	114,226	125,461	152,315	142,116	132,421
매입채무	45,779	51,973	30,028	30,629	31,272
유동성이자부채	57,920	62,599	105,578	94,100	83,056
비유동부채	132,061	129,464	158,664	173,232	190,867
비유동이자부채	112,857	108,087	130,444	143,962	160,504
<b>부채총계</b>	<b>246,287</b>	<b>254,925</b>	<b>310,979</b>	<b>315,348</b>	<b>323,289</b>
자본금	1,790	1,790	1,790	1,790	1,790
자본잉여금	9,928	9,928	9,928	9,928	9,928
이익잉여금	36,046	38,097	39,342	41,491	44,033
자본조정	(1,329)	844	(2,045)	(2,045)	(2,045)
자기주식	(1,482)	(1,482)	(1,482)	(1,482)	(1,482)
<b>자본총계</b>	<b>153,962</b>	<b>164,635</b>	<b>181,003</b>	<b>183,151</b>	<b>185,693</b>
투자자본	256,796	261,973	340,630	346,775	353,348
순차입금	130,767	130,862	193,365	198,731	204,187
ROA	0.2	0.7	0.4	0.6	0.7
ROE	1.9	5.7	4.1	6.0	6.5
ROIC	2.1	4.5	4.6	4.0	4.3

**주요투자지표**

(단위:억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Per share Data</b>					
EPS	2,522	8,910	6,854	10,408	11,985
BPS	130,202	142,050	137,438	143,463	150,591
DPS	2,000	2,300	2,500	2,600	2,600
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	36.5	9.4	14.5	9.6	8.3
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/ EBITDA	4.2	3.7	4.4	4.6	4.5
배당수익율	2.2	2.8	2.5	2.6	2.6
PCR	0.9	0.7	0.9	1.0	1.0
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	160.0	154.8	171.8	172.2	174.1
Net debt/Equity	84.9	79.5	106.8	108.5	110.0
Net debt/EBITDA	338.4	302.3	370.0	386.1	380.6
유동비율	97.3	96.1	97.2	103.6	113.2
이자보상배율	2.6	4.1	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.8	1.5	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조</b>					
투자자본(%)	65.8	65.7	69.0	69.2	68.9
현금+투자자산(%)	34.2	34.3	31.0	30.8	31.1
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	52.6	50.9	56.6	56.5	56.7
자기자본(%)	47.4	49.1	43.4	43.5	43.3

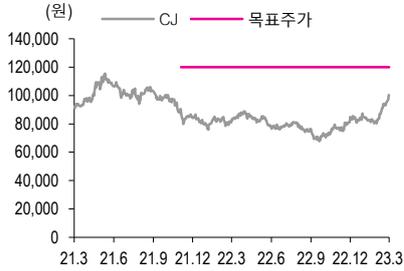
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업현금</b>	<b>30,328</b>	<b>33,532</b>	<b>25,665</b>	<b>33,766</b>	<b>34,361</b>
당기순이익	2,040	8,070	6,868	8,299	9,484
자산상각비	24,740	24,476	30,717	29,223	29,433
운전자본증감	(3,745)	(5,722)	(15,000)	(1,206)	(1,290)
매출채권감소(증가)	1,432	(4,764)	(1,588)	(957)	(1,025)
재고자산감소(증가)	2,412	(4,065)	(8,860)	(784)	(840)
매입채무증가(감소)	(3,588)	4,719	39	601	643
<b>투자현금</b>	<b>(14,438)</b>	<b>(16,235)</b>	<b>(43,340)</b>	<b>(38,773)</b>	<b>(39,444)</b>
단기투자자산감소	0	0	(117)	(480)	(499)
장기투자증권감소	77	(642)	(1,419)	(3,081)	(3,136)
설비투자	(12,342)	(14,581)	(17,097)	(17,735)	(18,203)
유무형자산감소	(3,776)	(6,964)	(13,136)	(14,354)	(14,354)
<b>재무현금</b>	<b>(5,372)</b>	<b>(12,302)</b>	<b>14,913</b>	<b>1,200</b>	<b>4,626</b>
차입금증가	(2,019)	(2,509)	15,931	2,039	5,499
자본증가	(1,993)	(2,568)	(772)	(839)	(872)
배당금지급	1,993	2,568	772	839	872
현금 증감	10,005	5,908	(1,093)	(3,807)	(457)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>35,500</b>	<b>39,746</b>	<b>40,374</b>	<b>34,972</b>	<b>35,651</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(6,393)	2,972	40,816	1,206	1,290
(-) 설비투자	12,342	14,581	17,097	17,735	18,203
(+) 자산매각	(3,776)	(6,964)	(13,136)	(14,354)	(14,354)
Free Cash Flow	25,776	15,228	(30,674)	1,677	1,804
(-) 기타투자	(77)	642	1,419	3,081	3,136
잉여현금	25,853	14,586	(32,093)	(1,404)	(1,333)

**CJ - 주가 및 당사 목표주가 변경**



**최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경**

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-25	담당자변경			
2021-11-25	Buy	120,000	(33.2)	(25.8)
2023-03-23	Buy	120,000		

**투자의견(향후 12개월 기준)**

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 12월 31일 기준)**

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

**흥국씨앗체**

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



---

<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)  
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286