

CJ001040

올리브영 피크아웃 우려...아직 한참 멀었다

자회사들의 턴어라운드 확인

그룹의 2분기 연결 매출 10.7조원 (+3.8% YoY), 영업이익 6,660억원 (+33.6% YoY) 양호한 실적을 기록했다. 계열사들의 체질 개선 효과가 이번 실적에서 수익성 개선으로 이어졌다. 영업이익 기준 전년 대비 제일제당 +11.4% YoY, ENM 흑전 (+654억 YoY), CGV +41% YoY를 기록했다. 그 외 비상장 자회사 순이익도 개선세를 이어갔다. 올리브영 +22% YoY, 푸드빌 +12.3% YoY의 순이익 성장을 기록했다. 특히 요인으로 올리브네트웍스 보통주 100% 현물 출자에 따른 처분 이익 1,642억원을 기타 순이익으로 인식했다.

올리브영, K-beauty 인지도 최대 수혜 확인

올리브영 매출액 1.2조원 (+24.8% YoY, +11.9% QoQ)로 역대 최대 실적을 경신 중이다. 순이익도 1,249억원 (+22% YoY, 17.9% QoQ)으로 설립 이래 최대 실적이다. 2분기 매출액 중 외국인 비중은 약 14~15% 내외로 추정되는데 이를 가정하면 2분기 외국인 매출 성장률은 약 +60% QoQ 이상 성장한 것으로 추산된다. 2분기 외국인 관광객 입국자 성장률은 +26.3% QoQ 증가한 것을 감안하면 상당한 성과다. 이는 플래그십 매장 운영 확대와 K-Beauty 인지도 증가 등에 기인한 것으로 분석된다. 해외 역직구 수요가 크게 증가하면서 온라인 매출은 약 3,298억원 (+35% YoY)의 높은 성장을 기록했다. 온라인 매출 비중은 27.3% 증가 추세를 이어갔다.

올리브영 상당 기간 성장 지속될 전망 → 향후 자사주 처리 방안도 관심

단기적으로 자체 (PB)브랜드를 통한 일본 진출과 중기적으로는 미국과 일본 중심 마케팅 강화를 통한 역직구물 강화 등 상당 기간 높은 성장이 지속될 전망이다. 신한 SPC 지분 11%를 포함 궁극적으로 올리브영 자사주는 약 22%로 추정된다. 향후 소각을 포함 활용 방안도 관심 대상이다. 북미에서 고성장 중인 푸드빌의 가치도 재평가될 수 있다. 푸레쥬르는 북미 23년 매장 108개, 24년 163개까지 증가했으며 30년 1,000개를 목표로 한다. 우리는 푸드빌을 장부가치로 1,000억원으로 평가했으나 최근 펀딩 과정에서 6,000억 밸류를 인정받은 바 있다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	34,484	40,925	41,353	43,872	45,067
영업이익	1,882	2,154	2,039	2,882	3,916
영업이익률(%)	5.5	5.3	4.9	6.6	8.7
세전이익	1,301	1,056	986	2,045	1,739
지배주주지분순이익	275	202	195	480	332
EPS(원)	8,910	6,367	6,007	17,020	11,537
증감률(%)	253.3	-28.5	-5.7	183.3	-32.2
ROE(%)	5.7	3.9	3.6	8.4	5.5
PER(배)	9.4	13.2	15.7	6.9	10.1
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.7	3.4	3.4	2.7	2.1

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2024.08.16

매수(유지)

목표주가(상향)	180,000원
현재주가(08/14)	116,800원
상승여력	54.1%

Stock Data

KOSPI	2,644.5pt
시가총액(보통주)	3,408십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	138천주
60일 평균거래대금	17,476백만원
외국인 지분율	14.8%
52주 최고가	152,900원
52주 최저가	66,000원
주요주주	
이재현(외 8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	12.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-2.7	4.7
3M	-21.8	-18.6
6M	17.4	16.5

주가차트

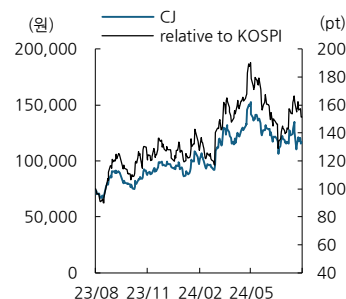


표1 CJ 2Q24 실적 Vs. 컨센서스

(십억원, %)	2Q24 실적	YoY	QoQ	2Q24 DS추정치	차이 (%)	2Q24 컨센서스	차이 (%)
매출액	10,683	3.8	2.4	11,010	(3.0)	10,864	(1.7)
영업이익	666	33.6	15.7	577	15.5	586	13.7

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 CJ 및 상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률 (%, %p)
매출액	9,777	10,290	10,619	10,666	10,436	10,683	11,354	11,399	41,353	43,872	6.1
CJ제일제당	7,071	7,219	7,443	7,289	7,216	7,239	7,675	7,617	29,023	29,747	2.5
CJ ENM	949	1,049	1,111	1,260	1,154	1,165	1,240	1,397	4,368	4,956	0.0
CJ CGV	394	402	408	343	393	430	573	512	1,546	1,907	23.4
CJ프레시웨이	697	779	809	788	732	811	862	848	3,074	3,253	5.8
영업이익	329	499	638	573	576	666	731	909	2,039	2,882	41.4
CJ제일제당	253	345	396	298	376	384	460	405	1,292	1,625	25.8
CJ ENM	(50)	(30)	7	59	12	35	56	96	(15)	199	흑전
CJ CGV	(14)	16	31	17	5	22	49	38	49	114	131.7
CJ프레시웨이	13	32	30	24	105	30	32	27	99	195	96.1
지배순이익	11	12	137	34	71	190	151	69	195	480	146.6
영업이익률	3.4	4.8	6.0	5.4	5.5	6.2	6.4	8.0	4.9	6.6	1.6
CJ제일제당	3.6	4.8	5.3	4.1	5.2	5.3	6.0	5.3	4.5	5.5	1.0
CJ ENM	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	1.0	3.0	4.5	6.8	(0.3)	4.0	4.3
CJ CGV	(3.6)	3.9	7.5	4.9	1.1	5.2	8.6	7.4	3.2	6.0	2.8
CJ프레시웨이	1.8	4.1	3.7	3.1	14.4	3.7	3.8	3.2	3.2	6.0	2.8
순이익률	0.1	0.1	1.3	0.3	0.7	1.8	1.3	0.6	0.5	1.1	0.6

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 CJ 비상장 자회사 영업실적 및 추이 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감률 (%, %p)
매출액											
CJ푸드빌	199	207	204	234	218	220	241	281	845	959	14
CJ올리브네트웍스	145	173	165	194	168	0	0	0	677	168	(75)
CJ올리브영	829	968	1,001	1,064	1,079	1,208	1,281	1,341	3,861	4,909	27
순이익											
CJ푸드빌	5	11	6	14	9	12	7	8	36	37	3
CJ올리브네트웍스	9	13	10	6	0	0	0	0	36	6	(83)
CJ올리브영	77	102	95	73	106	125	134	145	459	510	11
순이익률											
CJ푸드빌	2.7	5.1	2.9	5.9	4.3	2.0	3.0	3.0	4.2	3.9	(0.4)
CJ올리브네트웍스	3.3	5.2	7.6	5.1	3.6	0.0	0.0	0.0	5.3	3.6	(1.8)
CJ올리브영	9.3	10.6	9.4	6.9	9.8	10.3	10.5	10.8	11.9	10.4	(1.5)

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 CJ 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전 2024F	변경후 2024F	차이 (%) 2024F
매출액	44,844	43,872	(2.2)
영업이익	2,652	2,882	6.1

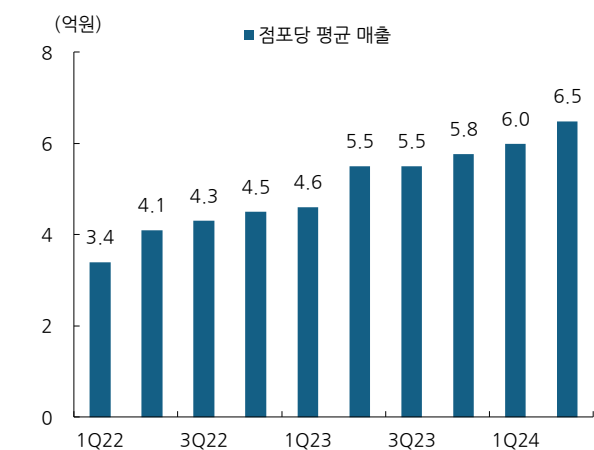
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 올리브영 분기별 점포수 및 점포당 평균 매출

(억원, 개)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
올리브영 매출액	5,827	6,856	7,382	7,710	8,291	9,675	10,005	10,641	10,793	12,079
온라인 비중	25.0%	24.3%	24.5%	24.3%	27.9%	25.2%	25.9%	27.5%	25.8%	27.3%
온라인 매출액	1,457	1,666	1,809	1,874	2,313	2,438	2,591	2,926	2,785	3,298
오프라인 매출액	4,370	5,190	5,573	5,836	5,978	7,237	7,414	7,715	8,008	8,781
국내 점포수	1,272	1,275	1,289	1,298	1,298	1,320	1,339	1,338	1,338	1,354
직영점	1,038	1,041	1,056	1,065	1,065	1,090	1,111	1,112	1,114	1,131
가맹점	234	234	233	233	233	230	228	226	224	223
점포당 평균 매출	3.4	4.1	4.3	4.5	4.6	5.5	5.5	5.8	6.0	6.5

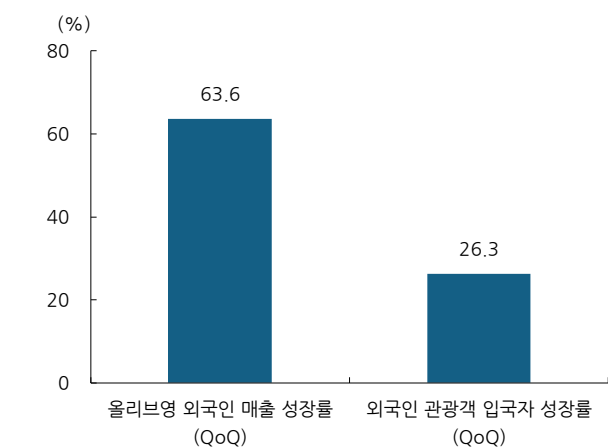
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터

그림1 올리브영 점포당 평균 매출



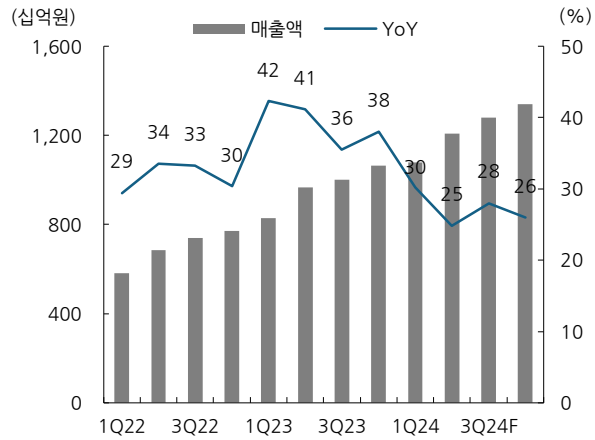
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터

그림2 2분기 올리브영 외국인 매출 성장률 vs. 입국자 성장률



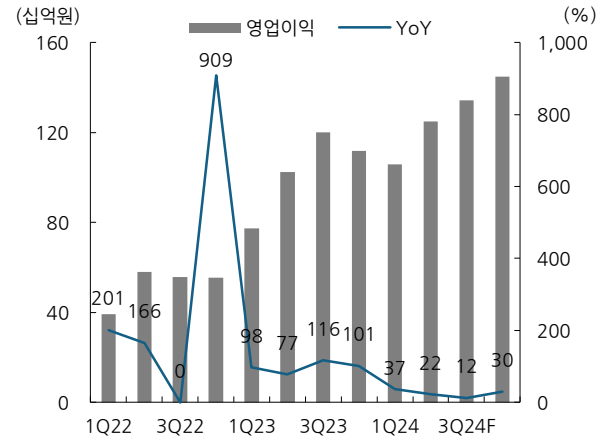
자료: 한국관광공사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 올리브영 매출액 추이 및 전망



자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 올리브영 영업이익 추이 및 전망



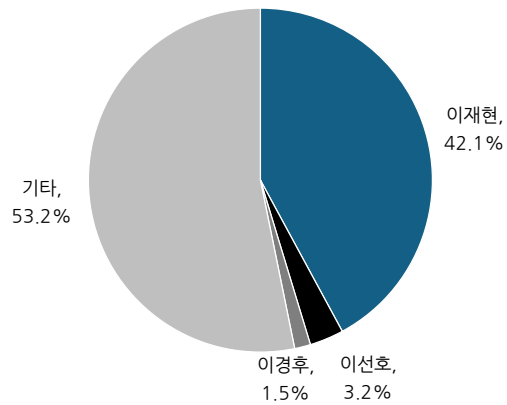
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
상장회사 가치 (a)			718	14.4	80% 할인
CJ제일제당	45%	5,510	2,455		
CJ ENM	40%	1,662	666		
CJ CGV	37%	975	356		
CJ프레시웨이	47%	236	111		
비상장회사 가치 (b)			3,992	79.9	
CJ푸드빌	96%	102	98		장부가액
CJ올리브영	51%	510	3,894		24F 순이익*시장가격 적용 (15배 적용)
기타자산 (c)			555	11.1	개별 순이익 * 5배 적용 (브랜드 로열티/ 임대수익 등)
순차입금 (d)			270	(5.4)	
Target NAV (a+b+c-d)			4,994	100	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
주당 NAV (원)			180,000		
전일 종가			116,800		
상승여력 (%)			54.1		

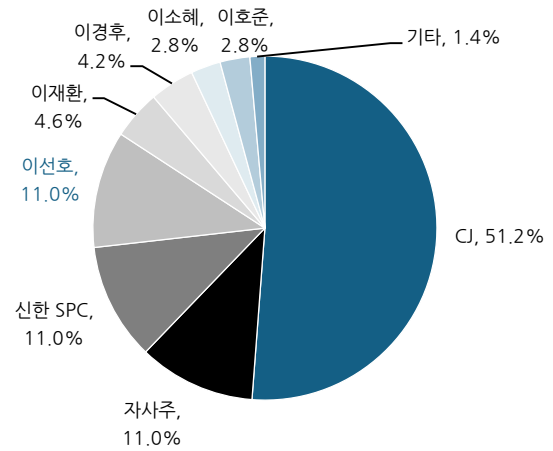
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 CJ 주주구성



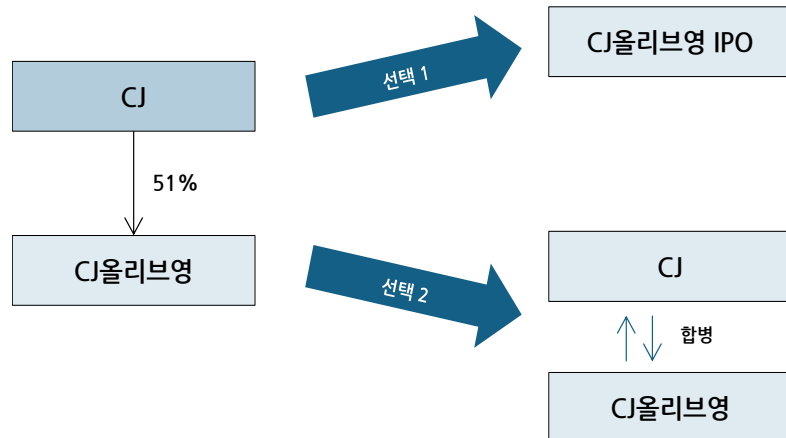
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 CJ올리브영 주주구성



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림7 올리브영 IPO 외 합병 옵션



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

[CJ001040]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	12,052	15,174	14,584	15,107	16,014	매출액	34,484	40,925	41,353	43,872	45,067
현금 및 현금성자산	3,194	4,021	3,646	5,201	6,574	매출원가	24,788	29,696	29,955	31,439	31,340
매출채권 및 기타채권	4,007	4,822	4,587	3,123	2,523	매출총이익	9,696	11,229	11,397	12,433	13,727
재고자산	2,736	3,707	3,170	3,508	3,543	판매비 및 관리비	7,814	9,075	9,358	9,551	9,811
기타	2,116	2,623	3,181	3,275	3,373	영업이익	1,882	2,154	2,039	2,882	3,916
비유동자산	29,904	33,067	32,620	31,547	31,081	(EBITDA)	4,329	5,362	5,099	5,981	6,916
관계기업투자등	3,352	3,191	3,108	2,532	2,420	금융손익	-463	-580	-757	-2,201	-2,129
유형자산	13,453	14,277	14,306	13,863	13,517	이자비용	521	676	909	2,201	2,129
무형자산	6,742	8,334	8,144	7,804	7,498	관계기업등 투자손익	344	-148	255	0	0
자산총계	41,956	48,240	47,204	46,654	47,095	기타영업외손익	-461	-370	-551	1,363	-48
유동부채	12,546	16,950	15,637	14,787	14,944	세전계속사업이익	1,301	1,056	986	2,045	1,739
매입채무 및 기타채무	5,197	6,198	5,533	4,577	4,623	계속사업법인세비용	494	369	461	877	435
단기금융부채	6,260	9,233	7,484	7,484	7,484	계속사업이익	807	687	525	1,167	1,305
기타유동부채	1,089	1,519	2,620	2,726	2,837	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	12,946	13,556	13,674	13,594	13,648	당기순이익	807	687	525	1,167	1,305
장기금융부채	10,809	11,062	11,039	10,889	10,869	지배주주	275	202	195	480	332
기타비유동부채	2,138	2,494	2,635	2,705	2,779	총포괄이익	984	745	620	1,167	1,305
부채총계	25,492	30,507	29,311	28,382	28,591	매출총이익률 (%)	28.1	27.4	27.6	28.3	30.5
지배주주지분	5,066	5,183	5,514	5,894	6,125	영업이익률 (%)	5.5	5.3	4.9	6.6	8.7
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	12.6	13.1	12.3	13.6	15.3
자본잉여금	993	993	993	993	993	당기순이익률 (%)	2.3	1.7	1.3	2.7	2.9
이익잉여금	3,810	3,963	4,063	4,442	4,673	ROA (%)	0.7	0.4	0.4	1.0	0.7
비지배주주지분(연결)	11,398	12,551	12,379	12,379	12,379	ROE (%)	5.7	3.9	3.6	8.4	5.5
자본총계	16,464	17,734	17,893	18,272	18,503	ROIC (%)	4.5	5.0	3.7	5.8	10.7

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,353	4,045	5,017	3,831	4,028	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	807	687	525	1,167	1,305	P/E	9.4	13.2	15.7	6.9	10.1
비현금수익비용가감	3,168	4,315	4,244	2,482	2,100	P/B	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
유형자산감가상각비	1,801	1,830	1,982	2,012	1,958	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	647	1,378	1,078	1,086	1,042	EV/EBITDA	3.7	3.4	3.4	2.7	2.1
기타현금수익비용	720	1,107	1,184	-616	-899	P/CF	0.7	0.6	0.7	1.1	1.2
영업활동 자산부채변동	-572	-786	249	182	623	배당수익률 (%)	2.8	3.0	3.2	2.6	2.6
매출채권 감소(증가)	-476	-622	124	1,464	600	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-406	-897	277	-338	-35	매출액	7.8	18.7	1.0	6.1	2.7
매입채무 증가(감소)	472	589	-299	-956	46	영업이익	35.3	14.5	-5.3	41.3	35.9
기타자산 부채변동	-161	143	148	12	13	세전이익	153.2	-18.8	-6.7	107.4	-14.9
투자활동 현금	-1,623	-4,611	-2,365	-2,026	-2,534	당기순이익	295.6	-14.9	-23.6	122.4	11.8
유형자산처분(취득)	-1,314	-1,725	-1,345	-1,569	-1,612	EPS	253.3	-28.5	-5.7	183.3	-32.2
무형자산 감소(증가)	-841	-1,514	-1,458	-746	-736	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-64	-83	-26	577	112	부채비율	154.8	172.0	163.8	155.3	154.5
기타투자활동	595	-1,289	463	-287	-298	유동비율	96.1	89.5	93.3	102.2	107.2
재무활동 현금	-1,230	1,379	-2,974	-251	-121	순차입금/자기자본(x)	79.5	85.7	78.3	67.4	59.0
차입금의 증가(감소)	-251	1,811	-1,961	-150	-20	영업이익/금융비용(x)	3.6	3.2	2.2	1.3	1.8
자본의 증가(감소)	-257	-345	-316	-101	-101	총차입금 (십억원)	17,069	20,296	18,523	18,373	18,353
배당금의 지급	257	345	316	101	101	순차입금 (십억원)	13,086	15,200	14,018	12,314	10,921
기타재무활동	-722	-87	-696	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	591	827	-375	1,554	1,373	EPS	8,910	6,367	6,007	17,020	11,537
기초현금	2,603	3,194	4,021	3,646	5,201	BPS	142,050	145,321	154,609	165,252	171,731
기말현금	3,194	4,021	3,646	5,201	6,574	SPS	966,921	1,147,521	1,159,517	1,230,150	1,263,657
NOPLAT	1,167	1,401	1,085	1,645	2,937	CFPS	111,446	140,254	133,698	102,322	95,476
FCF	1,779	-395	2,652	1,805	1,494	DPS	2,300	2,500	3,000	3,010	3,020

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

CJ (001040) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-02-13	담당자변경					
2023-02-13	매수	110,000	-24.3	4.5		
2023-05-18	매수	110,000	-33.3	-17.6		
2023-09-11	매수	130,000	-35.0	-29.0		
2023-10-11	매수	130,000	-36.5	-29.0		
2023-11-15	매수	135,000	-30.8	-25.3		
2023-11-27	매수	135,000	-30.2	-25.3		
2024-02-05	매수	140,000	-20.3	-5.6		
2024-02-27	매수	140,000	-18.2	-5.6		
2024-03-15	매수	140,000	-13.3	-5.6		
2024-05-08	매수	170,000	-25.6	-10.2		
2024-05-23	매수	170,000	-27.1	-17.1		
2024-08-07	매수	170,000	-30.4	-28.8		
2024-08-16	매수	180,000				

투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자이건은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	- 10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이건 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.