

CJ001040

올리브영 지분구조 변화 임박했나?

추론 1: 올리브영은 신한 SPC에게도 매년 배당을 지급하고 싶을까?

글렌우드 엑시트 이후 CJ 올리브영의 외부 주주는 SPC (코리아뷰티 파이오니어)로 지분율은 11.3%다. 언론보도에 따르면 이 SPC 지분은 파킹딜 형태로 신한은행이 SPC에 지분 담보 대출 형태로 매입 대금을 제공했다. 이 지분은 추후 올리브영이 콜옵션을 행사해 자사주로 되사올 수 있다.

문제는 올리브영이 지급하는 배당이다. 24년 올리브영이 배당 성향 30%를 지급할 경우 SPC에만 170억원이 지급된다. 여기에 이자까지 감안하면 연간 350억원 이상의 비용이 소요될 것으로 추정된다. (대출 3,900억원의 8.9% 이자율 수준).

추론 2. 따라서 최대한 빠른 기간 내에 자사주 형태로 매입 인센티브 높아

따라서 올리브영은 최대한 빠른 기간 내에 SPC 지분 11.3% (규모 3,900억원)를 자사주로 매입할 인센티브가 존재한다.

추론 3. 그렇다면 올리브영 자사주 매입 한도는 충분한가?

결론적으로 배당 성향 40% 이상을 계획한다면 자사주 매입한도는 충분하다고 말하기 어렵다. 24년 4분기말 자사주 매입 한도 (배당 가능 이익)는 6,400억원을 넘어설 것으로 추정된다 (그림4참고). 배당 성향 30%를 가정하면 자사주 매입 한도는 약 5,000억원 전후가 예상된다. 배당 성향 40~50% 가정하면 자사주 매입 한도는 4,000~4,500억원이다. SPC가 보유한 지분 3,900억원을 자사주로 사오면 사실상 이익 잉여금 대부분이 소진된다. 자사주 매입과 기타 투자 등을 고려해서 이익 잉여금 규모를 늘려야 하는 상황으로 보인다. 참고로 올리브영은 글렌우드 지분을 되사 온 23년을 제외하고 매년 순이익의 30~70% 이상을 배당했다. 올리브영 배당은 이제 CJ의 중요한 수입원이다.

추론 4. 그럼 최근 CJ 주가는 왜 상승했나?

올리브영 홈페이지에 일시적으로 올라왔던 임시 주총 공고 이후 주 CJ 주가는 단기간에 20% 상승했다. 올리브영과 주 CJ 합병설이 돌았던 올해 초 수준의 주가 상승 강도다. 내년 3월 정기주총이 있음에도 불구하고 열린 이번 올리브영 임시 주총안건에 대해 시장은 이익 잉여금 증가와 관련이 있다고 추측하고 있다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	34,484	40,925	41,353	43,363	44,543
영업이익	1,882	2,154	2,039	2,826	3,871
영업이익률(%)	5.5	5.3	4.9	6.5	8.7
세전이익	1,301	1,056	986	671	1,025
지배주주지분순이익	275	202	195	162	196
EPS(원)	8,910	6,367	6,007	5,270	6,495
증감률(%)	253.3	-28.5	-5.7	-12.3	23.2
ROE(%)	5.7	3.9	3.6	2.9	3.5
PER(배)	9.4	13.2	15.7	21.0	17.1
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.7	3.4	3.4	2.8	2.2

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

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

2024.12.18

매수(유지)

목표주가(유지)	180,000원
현재주가(12/17)	110,900원
상승여력	62.3%

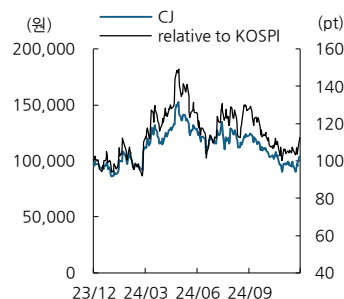
Stock Data

KOSPI	2,456.8pt
시가총액(보통주)	3,236십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	82천주
60일 평균거래대금	8,649백만원
외국인 지분율	15.6%
52주 최고가	152,900원
52주 최저가	84,600원
주요주주	
이재현(외 8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	12.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	23.2	21.6
3M	-8.7	-4.1
6M	-13.6	-3.1

주가차트



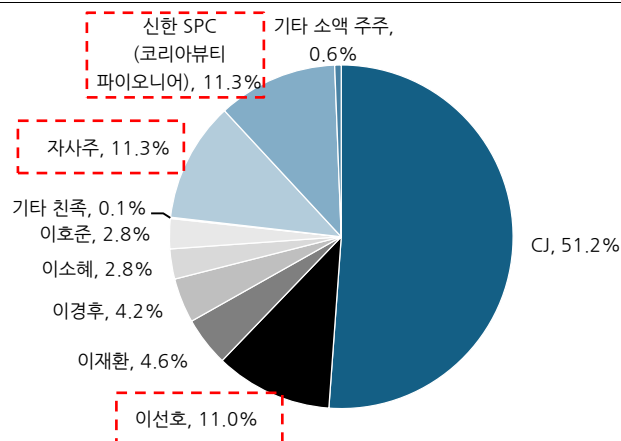
올리브영은 신한 SPC에게도 매년 배당을 지급하고 싶을까?

올리브영이 SPC에 지급해야하는 배당 감안하면 빠른 기간 내에 지분을 사오는 것이 유리

글렌우드 엑시트 이후 CJ 올리브영의 유일한 외부 주주는 SPC (코리아뷰티 파이오니아)로 지분율은 11.3%다. 언론보도에 따르면 이 SPC 지분은 파킹딜 형태로 신한은행이 SPC에 지분 담보 대출 형태로 매입 대금을 제공했다. 이 지분은 추후 올리브영이 콜옵션을 행사해 자사주로 되사올 수 있다.

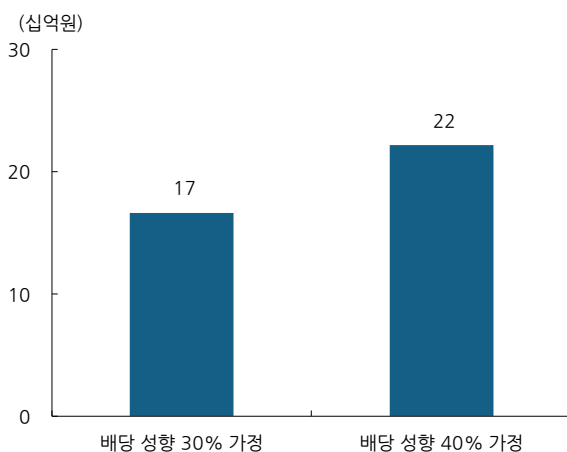
문제는 올리브영이 지급하는 배당이다. 24년 올리브영이 배당 성향 30%를 지급할 경우 SPC에만 170억원이 지급된다. 여기에 이자까지 감안하면 연간 350억원 이상의 비용이 소요될 것으로 추정된다. (대출 3,900억원의 8.9% 이자율 수준). 따라서 올리브영은 최대한 빠른 기간 내에 SPC 지분 11.3% (규모 3,900억원)를 자사주로 매입할 인센티브가 존재한다. 여기에는 올리브영의 성장성에 대한 부분도 고려된다.

그림1 CJ 올리브영 주주 구성



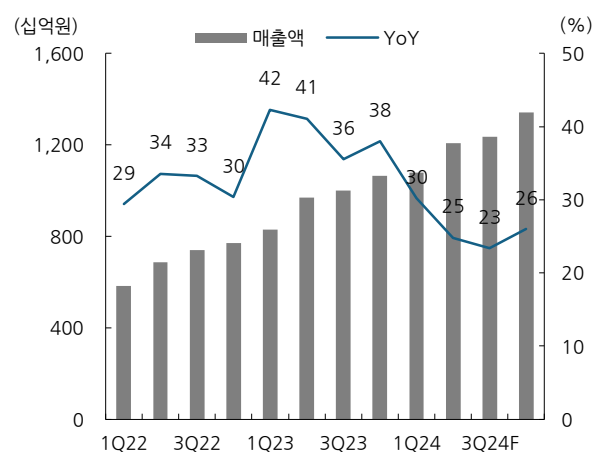
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림2 올리브영이 SPC에 지급해야하는 배당 규모



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 올리브영 매출액 추이 및 전망



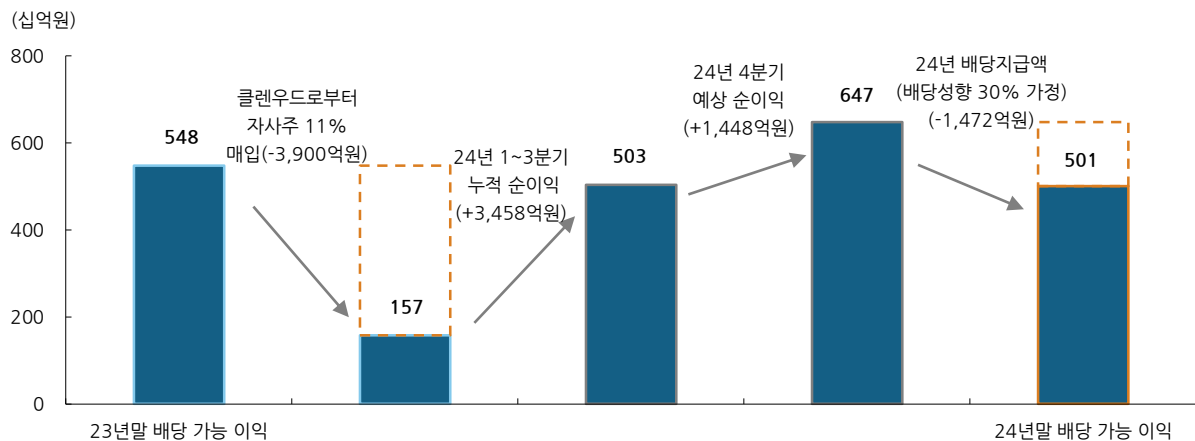
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그렇다면 올리브영 자사주 매입 한도는 충분한가?

추후 SPC 지분 사오기 위한 자사주 매입 한도 충분치 않기 때문에 이익 잉여금 증가 필요

결론적으로 배당 성향 40% 이상을 계획한다면 자사주 매입한도는 충분하다고 말하기 어렵다. 24년 4분기말 자사주 매입 한도 (배당 가능 이익)는 6,400억원을 넘어설 것으로 추정된다. 배당 성향 30%시 자사주 매입 한도는 약 5,000억원 전후가 예상된다. 배당 성향 40~50% 가정하면 자사주 매입 한도는 4,000~4,500억이다. SPC가 보유한 지분 3,900억원을 자사주로 사오면 사실상 이익 잉여금 대부분이 소진된다. 자사주 매입과 기타 투자 등을 고려해서 이익 잉여금 규모를 늘려야 하는 상황으로 보인다. 참고로 올리브영은 글렌우드 지분을 되사 온 23년을 제외하고 매년 순이익의 30~70% 이상을 배당했다. 올리브영 배당은 이제 CJ의 중요한 수입원이다.

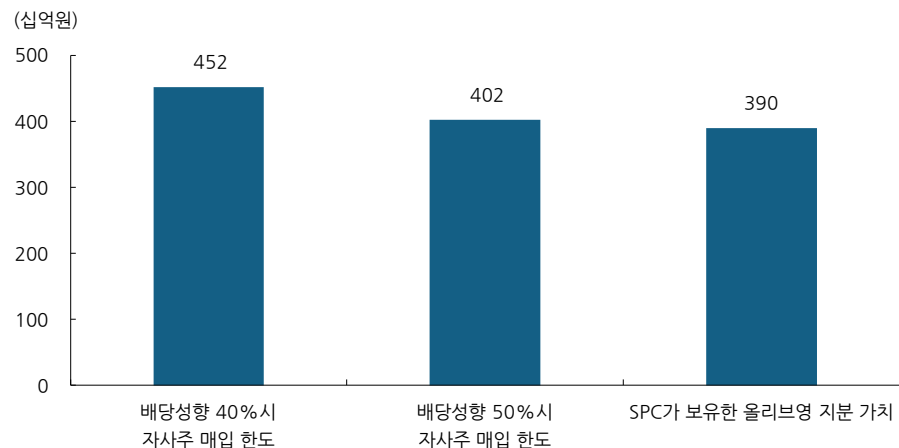
그림4 24년말 배당 가능 이익 추정치 (자사주 매입 한도)



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정치

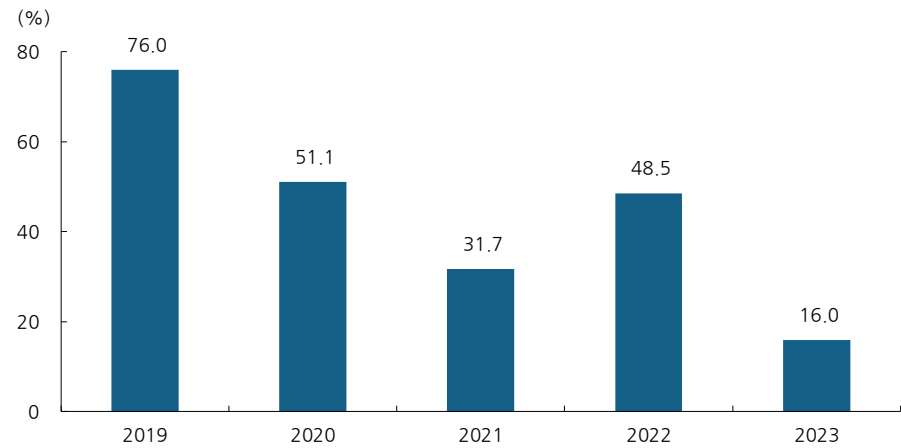
주: 1) 개별 재무제표 기준, 2) 임의 적립금 포함

그림5 배당성향 40~50%시 자사주 매입 한도 vs. SPC가 보유한 올리브영 지분 가치



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 CJ 올리브영 배당성향 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그럼 최근 CJ 주가는 왜 상승했나?

올리브영 홈페이지에 임시 주총 공고가 일시적으로 올라왔다 내려간 이후 주 CJ의 주가는 20% 상승했다. 올리브영과 주 CJ 합병설이 돌았던 올해 초 수준의 주가 상승 강도다. 내년 3월 정기주총이 있음에도 불구하고 열린 이번 올리브영 임시 주총 안전에 대해서 시장은 이익 잉여금 증가와 관련이 있다고 추측하고 있다.

표1 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
상장회사 가치 (a)			640	13.4	80% 할인
CJ 제일제당	45%	4,065	1,811		
CJ ENM	40%	1,342	538		
CJ CGV	37%	901	329		
CJ 프레시웨이	47%	220	103		
비상장회사 가치 (b)			3,844	80.6	
CJ푸드빌	96%	102	98		장부가액
CJ 올리브영	51%	491	3,746		24F 순이익*시장가격 적용 (15배 적용)
기타자산 (c)			555	11.6	개별 순이익 * 5배 적용 (브랜드 로열티/ 임대수익 등)
순차입금 (d)			270	(5.7)	
Target NAV (a+b+c-d)			4,768	100	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
주당 NAV(원)			180,000		
전일 종가			110,900		
상승여력 (%)			62.3		

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 CJ 및 상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	증감률 (%, %p)
매출액	9,777	10,290	10,619	10,666	10,436	10,683	10,845	11,399	41,353	43,363	4.9
CJ제일제당	7,071	7,219	7,443	7,289	7,216	7,239	7,414	7,617	29,023	29,486	1.6
CJ ENM	949	1,049	1,111	1,260	1,154	1,165	1,125	1,397	4,368	4,841	10.8
CJ CGV	394	402	408	343	393	430	547	512	1,546	1,881	21.7
CJ프레시웨이	697	779	809	788	732	811	832	848	3,074	3,223	4.8
영업이익	329	499	638	573	576	666	675	909	2,039	2,826	38.6
CJ제일제당	253	345	396	298	376	384	416	405	1,292	1,581	22.4
CJ ENM	(50)	(30)	7	59	12	35	16	96	(15)	158	흑전
CJ CGV	(14)	16	31	17	5	22	32	38	49	97	96.7
CJ프레시웨이	13	32	30	24	105	30	28	27	99	190	91.8
지배순이익	11	12	137	34	71	190	-167	69	195	162	-16.7
영업이익률	3.4	4.8	6.0	5.4	5.5	6.2	6.2	8.0	4.9	6.5	1.6
CJ제일제당	3.6	4.8	5.3	4.1	5.2	5.3	5.6	5.3	4.5	5.4	0.9
CJ ENM	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	1.0	3.0	1.4	6.8	(0.3)	3.3	3.6
CJ CGV	(3.6)	3.9	7.5	4.9	1.1	5.2	5.9	7.4	3.2	5.1	1.9
CJ프레시웨이	1.8	4.1	3.7	3.1	14.4	3.7	3.4	3.2	3.2	5.9	2.7
순이익률	0.1	0.1	1.3	0.3	0.7	1.8	-1.5	0.6	0.5	0.4	-0.1

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 CJ 비상장 자회사 영업실적 및 추이 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	증감률 (%, %p)
매출액											
CJ푸드빌	199	207	204	234	218	220	217	281	845	935	11
CJ올리브네트웍스	145	173	165	194	168	0	0	0	677	168	(75)
CJ올리브영	829	968	1,001	1,064	1,079	1,208	1,234	1,341	3,861	4,862	26
순이익											
CJ푸드빌	5	11	6	14	9	12	8	8	36	38	5
CJ올리브네트웍스	9	13	10	6	0	0	0	0	36	6	(83)
CJ올리브영	77	102	95	73	106	125	115	145	459	491	7
순이익률											
CJ푸드빌	2.7	5.1	2.9	5.9	4.3	5.4	3.6	3.0	4.2	4.0	(0.2)
CJ올리브네트웍스	3.3	5.2	7.6	5.1	3.6	0.0	0.0	0.0	5.3	3.6	(1.7)
CJ올리브영	9.3	10.6	9.4	6.9	9.8	10.3	9.3	10.8	11.9	10.1	(1.8)

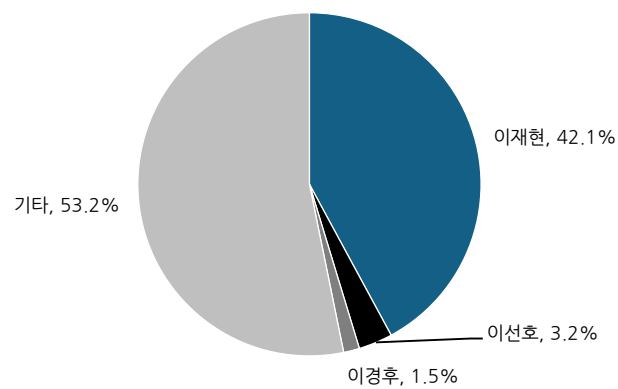
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 올리브영 분기별 점포수 및 점포당 평균 매출

(억원, 개)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
올리브영 매출액	5,827	6,856	7,382	7,710	8,291	9,675	10,005	10,641	10,793	12,079	12,342
온라인 비중	25.0%	24.3%	24.5%	24.3%	27.9%	25.2%	25.9%	27.5%	25.8%	27.3%	27.6%
온라인 매출액	1,457	1,666	1,809	1,874	2,313	2,438	2,591	2,926	2,785	3,298	3,406
오프라인 매출액	4,370	5,190	5,573	5,836	5,978	7,237	7,414	7,715	8,008	8,781	8,936
국내 점포수	1,272	1,275	1,289	1,298	1,298	1,320	1,339	1,338	1,338	1,354	1,369
직영점	1,038	1,041	1,056	1,065	1,065	1,090	1,111	1,112	1,114	1,131	1,146
가맹점	234	234	233	233	233	230	228	226	224	223	223
점포당 평균 매출	3.4	4.1	4.3	4.5	4.6	5.5	5.5	5.8	6.0	6.5	6.5

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터

그림7 주 CJ 지분구조



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

[CJ001040]

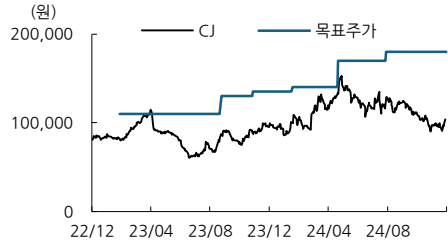
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	12,052	15,174	14,584	14,806	15,591	매출액	34,484	40,925	41,353	43,363	44,543
현금 및 현금성자산	3,194	4,021	3,646	4,900	6,152	매출원가	24,788	29,696	29,955	31,097	30,975
매출채권 및 기타채권	4,007	4,822	4,587	3,123	2,523	매출총이익	9,696	11,229	11,397	12,266	13,567
재고자산	2,736	3,707	3,170	3,508	3,543	판매비 및 관리비	7,814	9,075	9,358	9,440	9,697
기타	2,116	2,623	3,181	3,275	3,373	영업이익	1,882	2,154	2,039	2,826	3,871
비유동자산	29,904	33,067	32,620	31,530	31,049	(EBITDA)	4,329	5,362	5,099	5,923	6,867
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	13,846	13,485	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	46,336	46,640	기타영업외손익	-461	-370	-551	46	-717
유동부채	12,546	16,950	15,637	14,787	14,944	세전계속사업이익	1,301	1,056	986	671	1,025
매입채무 및 기타채무	5,197	6,198	5,533	4,577	4,623	계속사업법인세비용	494	369	461	235	256
단기금융부채	6,260	9,233	7,484	7,484	7,484	계속사업이익	807	687	525	436	768
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	436	768
장기금융부채	10,809	11,062	11,039	10,889	10,869	지배주주	275	202	195	162	196
기타비유동부채	2,138	2,494	2,635	2,705	2,779	총포괄이익	984	745	620	436	768
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	5,576	5,670	영업이익률 (%)	5.5	5.3	4.9	6.5	8.7
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	12.6	13.1	12.3	13.7	15.4
자본잉여금	993	993	993	993	993	당기순이익률 (%)	2.3	1.7	1.3	1.0	1.7
이익잉여금	3,810	3,963	4,063	4,124	4,219	ROA (%)	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4
비지배주주지분(연결)	11,398	12,551	12,379	12,379	12,379	ROE (%)	5.7	3.9	3.6	2.9	3.5
자본총계	16,464	17,734	17,893	17,954	18,049	ROIC (%)	4.5	5.0	3.7	6.5	10.6

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,353	4,045	5,017	3,512	3,888	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	807	687	525	436	768	P/E	9.4	13.2	15.7	21.0	17.1
비현금수익비용가감	3,168	4,315	4,244	2,894	2,497	P/B	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
유형자산감가상각비	1,801	1,830	1,982	2,011	1,954	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	2.8	2.2
기타현금수익비용	720	1,107	1,184	-203	-500	P/CF	0.7	0.6	0.7	1.2	1.2
영업활동 자산부채변동	-572	-786	249	182	623	배당수익률 (%)	2.8	3.0	3.2	2.7	2.7
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	4.9	2.7
매입채무 증가(감소)	472	589	-299	-956	46	영업이익	35.3	14.5	-5.3	38.6	37.0
기타자산 부채변동	-161	143	148	12	13	세전이익	153.2	-18.8	-6.7	-31.9	52.6
투자활동 현금	-1,623	-4,611	-2,365	-2,007	-2,515	당기순이익	295.6	-14.9	-23.6	-16.9	76.2
유형자산처분(취득)	-1,314	-1,725	-1,345	-1,551	-1,593	EPS	253.3	-28.5	-5.7	-12.3	23.2
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	158.1	158.4
기타투자활동	595	-1,289	463	-287	-298	유동비율	96.1	89.5	93.3	100.1	104.3
재무활동 현금	-1,230	1,379	-2,974	-251	-121	순차입금/자기자본(x)	79.5	85.7	78.3	70.3	62.8
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	12,615	11,343
기타재무활동	-722	-87	-696	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	591	827	-375	1,253	1,252	EPS	8,910	6,367	6,007	5,270	6,495
기초현금	2,603	3,194	4,021	3,646	4,900	BPS	142,050	145,321	154,609	156,337	158,991
기말현금	3,194	4,021	3,646	4,900	6,152	SPS	966,921	1,147,521	1,159,517	1,215,882	1,248,961
NOPLAT	1,167	1,401	1,085	1,837	2,903	CFPS	111,446	140,254	133,698	93,373	91,551
FCF	1,779	-395	2,652	1,504	1,372	DPS	2,300	2,500	3,000	3,010	3,020

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

CJ (001040) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	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	-39.7	-28.2	
2024-12-18	매수	180,000			



투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자이전 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	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 당사에 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.