

# CJ001040

## 외국인 인바운드 수혜인 올리브영 성장 확인

### 1Q23 매출 9.8조원(+7.2% YoY), 영업이익 3,290억원(-33.9% YoY)

그룹의 연결 매출액은 9.8조원으로 전년 동기 대비 7.2% 증가하였으나 영업이익은 33.9% 감소한 3,290억원 (영업이익률 3.4%)로 다소 저조한 수익성을 보였다. 그룹의 핵심 자회사 CJ제일제당의 소비침체, 고환율 및 원재료 투입가 상승에 따른 수익성 부진과 티빙 오리지널 콘텐츠 확대로 제작비 부담이 증가한 ENM의 적자전환 등이 그룹의 영업이익 감소로 이어졌다. 다만 이번 실적으로 확인된 긍정적인 부분은 1) 올리브영의 리오프닝 효과에 따른 오프라인 회복세 확인과 영업 효율화에 따른 이익률 증가 (1Q22 6.7% → 9.3%), 2) 수익성 중심 수주 활동과 사업 구조 효율화로 CJ프레시웨이의 영업이익 증가 (19.3% YoY)이다.

### 올리브영 매출 성장률 42.3% YoY로 고성장 유지

팬데믹 이전과 달리 외국인 인바운드의 소비패턴이 다소 변화한 것으로 판단되는데 1) 1인당 소비액의 증가, 2) 비중국인 (동남아, 미국, 일본 등)의 비중 증가, 3) 인바운드 연령층이 낮아지면서 고가 제품의 면세점 소비보다는 일반 프랜차이즈 매장 이용이 크게 증가한 것으로 파악된다. 특히 올리브영의 경우 외국인 인바운드 영향에 따른 오프라인 매출 증가가 확인됐다. 이번 1분기 오프라인 매출 성장률은 +36.7% YoY 높은 성장을 유지했으며 이는 국내 거리두기 해제 영향과 더불어 외국인 인바운드 증가도 기여한 것으로 파악된다. 팬데믹 이전인 2018년 올리브영 전체 매출 내 외국인 관광객 소비 비중 5%인 반면 이번 1분기 그 비중은 10% 수준까지 증가했다. 1분기 올리브영의 매출액은 8,291억원 (+42.3% YoY), 순이익 773억원 (+104% YoY)를 기록했다. 점포당 매출액도 39.4% YoY 증가했다.

### 수급요인에 의한 과도한 주가 하락

최근 수급 요인에 의한 과도한 주가 하락 이후 주가 흐름은 부진했다. 1) 2분기부터 제일제당과 ENM의 실적 회복, 2) 올리브영의 인바운드 수혜에 따른 고성장 지속 등을 감안하면 주가 측면에서의 downside risk는 제한적이다. '매수' 의견을 유지한다.

#### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	31,999	34,484	40,925	42,914	45,627
영업이익	1,390	1,882	2,154	2,180	2,802
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.3	5.1	6.1
세전이익	514	1,301	1,056	1,097	1,478
지배주주지분순이익	87	275	202	234	322
EPS(원)	2,522	8,910	6,367	8,055	11,296
증감률(%)	-71.1	253.3	-28.5	26.5	40.2
ROE(%)	1.9	5.7	3.9	4.5	5.9
PER (배)	36.5	9.4	13.2	10.9	7.8
PBR (배)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	4.2	3.7	3.4	3.2	2.8

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2023.05.18

### 매수(유지)

목표주가(유지)	110,000원
현재주가(05/17)	88,200원
상승여력	24.7%

#### Stock Data

KOSPI	2,494.7pt
시가총액(보통주)	2,573십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	160천주
60일 평균거래대금	15,420백만원
외국인 지분율	19.8%
52주 최고가	115,100원
52주 최저가	67,300원
주요주주	
이재현(외 8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	7.7%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-20.7	-17.5
3M	9.0	7.3
6M	13.5	11.4

#### 주가차트

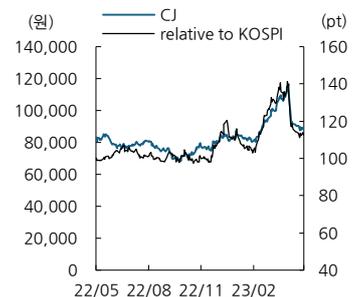


표1 CJ 1Q23 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	1Q23 실적	YoY	QoQ	1Q23 DS 추정치	차이 (%)	1Q23 컨센서스	차이 (%)
매출액	9,777	7.2	-7.8	10,159	-3.8	10,150	-3.7
영업이익	329	-33.9	0.4	481	-31.5	658.1	-50.0

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 CJ 및 상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	증감률 (% , %p)
<b>매출액</b>	<b>9,118</b>	<b>10,309</b>	<b>10,892</b>	<b>10,606</b>	<b>9,777</b>	<b>10,623</b>	<b>11,339</b>	<b>11,175</b>	<b>40,925</b>	<b>42,914</b>	<b>4.9</b>
CJ 제일제당	6,980	7,517	8,012	7,571	7,071	7,617	8,148	7,886	30,080	30,723	2.1
CJ ENM	957	1,192	1,179	1,464	949	1,236	1,337	1,527	4,792	5,049	5.4
CJ CGV	223	318	405	334	394	327	327	327	1,281	1,374	7.3
CJ 프레시웨이	564	721	752	711	697	795	816	765	2,748	3,073	11.8
<b>영업이익</b>	<b>498</b>	<b>688</b>	<b>640</b>	<b>328</b>	<b>329</b>	<b>458</b>	<b>706</b>	<b>686</b>	<b>2,154</b>	<b>2,180</b>	<b>1.2</b>
CJ 제일제당	436	504	484	241	253	356	462	366	1,665	1,436	-13.8
CJ ENM	50	56	26	7	-50	15	53	72	137	90	-34.3
CJ CGV	-55	-16	8	-13	-14	-15	-15	-15	-77	-59	-23.4
CJ 프레시웨이	11	35	35	17	13	37	39	25	98	114	16.3
<b>지배순이익</b>	<b>83</b>	<b>112</b>	<b>79</b>	<b>-72</b>	<b>11</b>	<b>91</b>	<b>102</b>	<b>30</b>	<b>202</b>	<b>234</b>	<b>15.8</b>
<b>영업이익률</b>	<b>5.5</b>	<b>6.7</b>	<b>5.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>	<b>4.3</b>	<b>6.2</b>	<b>6.1</b>	<b>5.3</b>	<b>5.1</b>	<b>-0.2</b>
CJ 제일제당	6.2	6.7	6.0	3.2	3.6	4.7	5.7	4.6	5.5	4.7	-0.9
CJ ENM	5.2	4.7	2.2	0.5	-5.3	1.2	4.0	4.7	2.9	1.8	-1.1
CJ CGV	-24.7	-5.0	2.0	-3.9	-3.6	-4.6	-4.6	-4.6	-6.0	-4.3	1.7
CJ 프레시웨이	2.0	4.9	4.7	2.4	1.9	4.7	4.8	3.3	3.6	3.7	0.1
<b>순이익률</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 비상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	증감률 (% , %p)
<b>매출액</b>											
CJ푸드빌	142	154	155	191	199	154	155	191	642	700	9.0
CJ 올리브네트웍스	146	125	169	226	145	132	177	214	665	669	0.6
CJ 올리브영	583	686	738	771	829	754	834	810	2,778	3,227	16.2
<b>순이익</b>											
CJ푸드빌	6	6	1	0	5	7	78	-61	17	29	70.6
CJ 올리브네트웍스	7	8	10	2	5	6	13	14	27	38	40.7
CJ 올리브영	39	58	56	56	77	64	63	58	208	262	26.0
<b>순이익률</b>											
CJ푸드빌	4.0	4.0	0.8	0.2	2.7	4.3	50.1	-31.7	2.6	4.1	1.5
CJ 올리브네트웍스	4.8	6.6	5.9	0.7	3.3	4.3	7.5	6.4	4.1	5.7	1.6
CJ 올리브영	6.7	8.4	7.5	7.2	9.3	8.4	7.5	7.2	7.5	8.1	0.6

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 CJ의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	44,106	45,078	42,914	45,627	-2.7	1.2
영업이익	2,419	2,410	2,180	2,802	-9.9	16.3

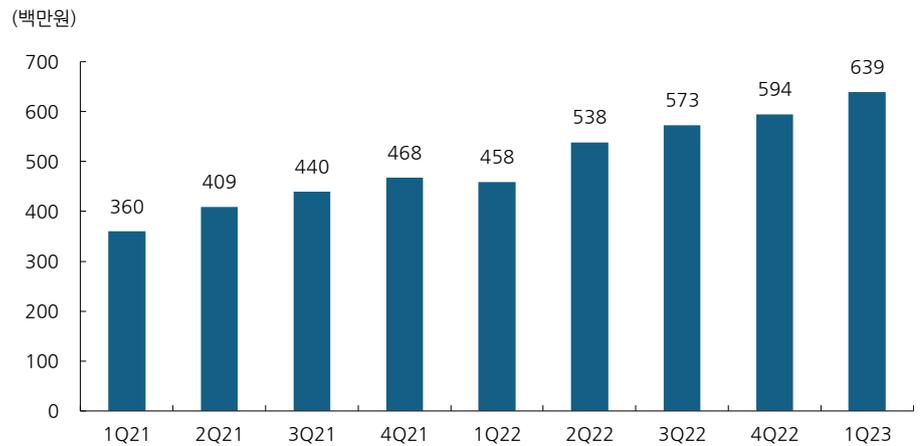
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
<b>상장회사 가치 (a)</b>			<b>867</b>	<b>27.2</b>	<b>70% 할인</b>
C제일제당	45%	4,810	2,143		
CJ ENM	40%	1,625	651		
CJ CGV	37%	715	261		
C프레시웨이	47%	330	155		
<b>비상장회사 가치 (b)</b>			<b>2,099</b>	<b>66.0</b>	
C푸드빌	96%	102	98		장부가액
C올리브영	51%	262	2,001		시장가격 적용
<b>기타자산 (c)</b>			<b>536</b>	<b>17</b>	<b>개별 순이익 * 5배 적용 (브랜드 로열티/ 임대수익 등)</b>
<b>순차입금 (d)</b>			<b>319</b>	<b>-10</b>	
<b>Target NAV (a+b+c-d)</b>			<b>3,182</b>	<b>100</b>	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
<b>주당 NAV (원)</b>			<b>110,000</b>		
<b>전일 증가</b>			<b>88,200</b>		
<b>상승여력 (%)</b>			<b>25</b>		

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 CJ 올리브영 점포당 매출액 추이



자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

## [CJ001040]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	11,118	12,052	15,174	13,983	14,090	매출액	31,999	34,484	40,925	42,914	45,627
현금 및 현금성자산	2,603	3,194	4,021	4,155	4,437	매출원가	23,392	24,788	29,696	30,964	32,437
매출채권 및 기타채권	3,679	4,007	4,822	3,062	2,589	매출총이익	8,608	9,696	11,229	11,950	13,190
재고자산	2,238	2,736	3,707	4,081	4,313	판매비 및 관리비	7,217	7,814	9,075	9,770	10,388
기타	2,597	2,116	2,623	2,686	2,751	영업이익	1,390	1,882	2,154	2,180	2,802
비유동자산	28,907	29,904	33,067	33,112	33,636	(EBITDA)	3,864	4,329	5,362	5,602	6,274
관계기업투자등	2,793	3,352	3,191	2,599	2,484	금융손익	-530	-463	-580	-2,412	-2,335
유형자산	13,003	13,453	14,277	14,337	14,506	이자비용	582	521	676	2,412	2,335
무형자산	6,562	6,742	8,334	8,617	8,781	관계기업등 투자손익	95	344	-148	0	0
자산총계	40,025	41,956	48,240	47,095	47,726	기타영업외손익	-442	-461	-370	1,329	1,010
유동부채	11,423	12,546	16,950	15,738	16,082	세전계속사업이익	514	1,301	1,056	1,097	1,478
매입채무 및 기타채무	4,578	5,197	6,198	4,924	5,204	계속사업법인세비용	310	494	369	371	369
단기금융부채	5,792	6,260	9,233	9,233	9,233	계속사업이익	204	807	687	727	1,108
기타유동부채	1,053	1,089	1,519	1,580	1,645	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	13,206	12,946	13,556	13,473	13,522	당기순이익	204	807	687	727	1,108
장기금융부채	11,286	10,809	11,062	10,912	10,892	지배주주	87	275	202	234	322
기타비유동부채	1,920	2,138	2,494	2,560	2,629	총포괄이익	150	984	745	727	1,108
부채총계	24,629	25,492	30,507	29,211	29,604	매출총이익률 (%)	26.9	28.1	27.4	27.8	28.9
지배주주지분	4,643	5,066	5,183	5,333	5,571	영업이익률 (%)	4.3	5.5	5.3	5.1	6.1
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	12.1	12.6	13.1	13.1	13.8
자본잉여금	993	993	993	993	993	당기순이익률 (%)	0.6	2.3	1.7	1.7	2.4
이익잉여금	3,605	3,810	3,963	4,113	4,351	ROA (%)	0.2	0.7	0.4	0.5	0.7
비지배주주지분(연결)	10,753	11,398	12,551	12,551	12,551	ROE (%)	1.9	5.7	3.9	4.5	5.9
자본총계	15,396	16,464	17,734	17,884	18,122	ROIC (%)	2.1	4.5	5.0	4.8	7.0

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	3,033	3,353	4,045	3,834	4,383	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	204	807	687	727	1,108	P/E	36.5	9.4	13.2	10.9	7.8
비현금수익비용가감	3,346	3,168	4,315	2,996	2,755	P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
유형자산감가상각비	1,843	1,801	1,830	1,950	1,968	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산감가상각비	631	647	1,378	1,472	1,504	EV/EBITDA	4.2	3.7	3.4	3.2	2.8
기타현금수익비용	872	720	1,107	-426	-717	P/CF	0.9	0.7	0.6	0.8	0.8
영업활동 자산부채변동	-374	-572	-786	112	520	배당수익률 (%)	2.2	2.8	3.0	2.8	2.9
매출채권 감소(증가)	143	-476	-622	1,760	473	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	241	-406	-897	-374	-232	매출액	-5.3	7.8	18.7	4.9	6.3
매입채무 증가(감소)	-359	472	589	-1,274	280	영업이익	-7.9	35.3	14.5	1.2	28.5
기타자산 부채변동	-400	-161	143	-1	-1	세전이익	-14.0	153.2	-18.8	3.9	34.6
투자활동 현금	-1,444	-1,623	-4,611	-3,467	-3,997	당기순이익	-37.0	295.6	-14.9	5.8	52.5
유형자산처분(취득)	-966	-1,314	-1,725	-2,010	-2,137	EPS	-71.1	253.3	-28.5	26.5	40.2
무형자산 감소(증가)	-646	-841	-1,514	-1,754	-1,668	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	8	-64	-83	592	115	부채비율	160.0	154.8	172.0	163.3	163.4
기타투자활동	160	595	-1,289	-295	-307	유동비율	97.3	96.1	89.5	88.8	87.6
재무활동 현금	-537	-1,230	1,379	-234	-104	순차입금/자기자본(x)	84.9	79.5	85.7	83.4	80.6
차입금의 증가(감소)	-202	-251	1,811	-150	-20	영업이익/금융비용(x)	2.4	3.6	3.2	0.9	1.2
자본의 증가(감소)	-199	-257	-345	-84	-84	총차입금 (십억원)	17,078	17,069	20,296	20,146	20,126
배당금의 지급	199	257	345	84	84	순차입금 (십억원)	13,077	13,086	15,200	14,916	14,614
기타재무활동	-136	-722	-87	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,000	591	827	133	282	EPS	2,522	8,910	6,367	8,055	11,296
기초현금	1,603	2,603	3,194	4,021	4,155	BPS	130,202	142,050	145,321	149,542	156,217
기말현금	2,603	3,194	4,021	4,155	4,437	SPS	897,245	966,921	1,147,521	1,203,287	1,279,363
NOPLAT	552	1,167	1,401	1,443	2,102	CFPS	99,542	111,446	140,254	104,386	108,319
FCF	1,732	1,779	-395	367	386	DPS	2,000	2,300	2,500	2,510	2,520

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## CI (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	-13.4	4.5	
2023-05-18	매수	110,000			

## 투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견

## 투자이전 비율

기준일 2023.03.31

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	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.