

# CJ001040

## 올리브영, 24년이 지배구조 변화의 원년

### 올리브영의 지속되는 성장과 핵심 자회사들의 턴어라운드 기대

올리브영의 23년 매출액은 약 3,86조원(+39% YoY)로 추정되며 영업 이익률은 10.7% 수준의 역대 최대 실적이 예상된다. 24년도 또한 기존 점포의 내실 강화 및 수익성 확대, 온라인 비중 확대 및 해외 사업 강화 등을 통해 약 38% 수준의 매출 성장을 기대할 수 있다.

제일제당을 필두로 핵심 자회사 대부분 23년 4분기를 기점으로 업황 바닥 확인 혹은 체질 개선(ENM과 CGV)을 통한 수익성 제고의 시그널을 보여주고 있다.

### 올리브영 2대주주 글렌우드 PE의 Exit 여부가 쟁점

시장의 관심은 올리브영의 2대주주 코리아에이치엔비 홀딩스(글렌우드 PE)의 Exit 방법으로 쏠린다. 글렌우드는 프리 IPO 당시 20년 1.8조원 밸류에 신주와 특수 관계인 지분을 매입한 바 있다. 일반적으로 펀드 만기가 5년인데 올해가 5년차에 접어든다. 계약 조건에 따라 다를 수는 있다. 다만 시장은 올해 글렌우드 exit 여부와 그 방식에 관심이 높아진 상황이다.

특히 올리브영의 IPO가 철회된다고 가정하면 글렌우드의 exit 방법에 대한 고민도 깊어질 수 밖에 없다. 올리브영의 배당 가능 재원이 약 5,000억원으로 추정되는데 이 중 일부 자금을 통해 글렌우드의 지분 일부를 자사주 형태의 지분 매입이 가능하다고 판단된다. 3월 올리브영 주총이 매우 중요한 분기점이 될 전망이다.

### 지주회사 내 Top pick 유지, 목표주가 140,000원

주요 투자 포인트는 1) 24년 제일제당을 필두로 핵심 자회사들의 본격적인 턴어라운드, 2) 올리브영의 지속되는 고성장과 높아지는 밸류, 3) 올리브영의 IPO보다는 100% 자회사화 가능성과 이를 통한 사업 지주회사 형태로의 프리미엄 등이다. IPO 철회는 지주회사 특유의 중복상장 리스크를 줄여준다는 측면에서 최근 정부의 코리아 디스카운트 해소 정책에도 부합한다. 지주회사 Top pick과 목표주가 140,000원을 유지한다.

#### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023P	2024F
매출액	31,999	34,484	40,925	41,353	44,977
영업이익	1,390	1,882	2,154	2,039	2,718
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.3	4.9	6.0
세전이익	514	1,301	1,056	995	1,705
지배주주지분순이익	87	275	202	266	689
EPS(원)	2,522	8,910	6,367	9,202	24,859
증감률(%)	-71.1	253.3	-28.5	44.5	170.1
ROE(%)	1.9	5.7	3.9	5.0	12.1
PER(배)	36.5	9.4	13.2	10.4	3.9
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	3.4	3.9	3.2

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2024.03.15

### 매수(유지)

목표주가(유지)	140,000원
현재주가(03/14)	95,800원
상승여력	46.1%

#### Stock Data

KOSPI	2,718.8pt
시가총액(보통주)	2,795십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	108천주
60일 평균거래대금	10,486백만원
외국인 지분율	12.7%
52주 최고가	115,100원
52주 최저가	60,300원
주요주주	
이재현(외 8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	12.9%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.7	-7.5
3M	-1.0	-7.9
6M	5.3	-0.4

#### 주가차트

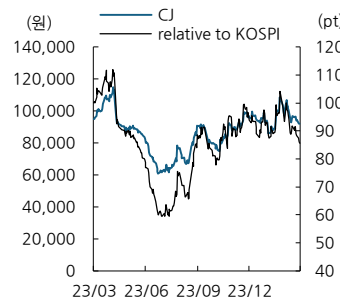
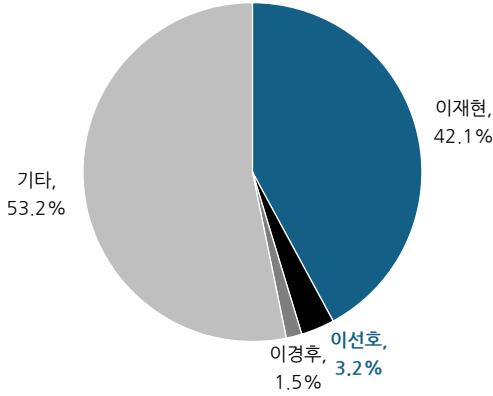
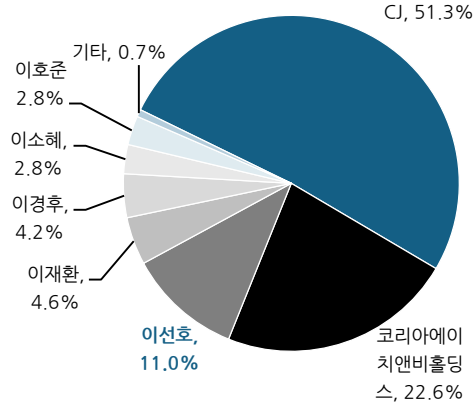


그림1 CJ 주주 구성



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림2 CJ올리브영 주주 구성



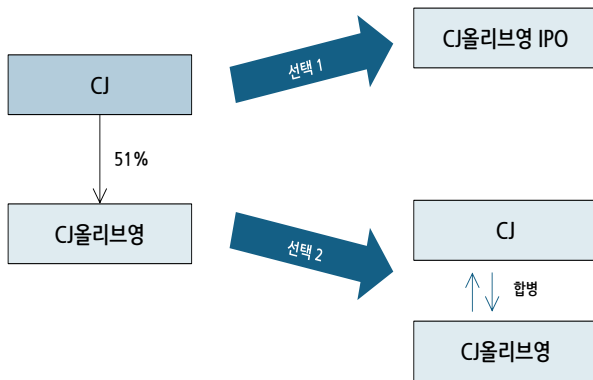
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표1 올리브영 분기별 점포수 및 점포당 매출 평균

(억원, 개)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
올리브영 매출액	4,503	5,133	5,541	5,914	5,827	6,856	7,382	7,710	8,291	9,675	10,005
온라인 비중	23.4%	23.4%	24.8%	25.3%	25.0%	24.3%	24.5%	24.3%	27.9%	25.2%	25.9%
온라인 매출액	1,054	1,201	1,374	1,496	1,457	1,666	1,809	1,874	2,313	2,438	2,591
오프라인 매출액	3,449	3,932	4,167	4,418	4,370	5,190	5,573	5,836	5,978	7,237	7,414
국내 점포수	1,252	1,256	1,260	1,265	1,272	1,275	1,289	1,298	1,298	1,320	1,339
직영점	1016	1,021	1,025	1,032	1,038	1,041	1,056	1,065	1,065	1,090	1,111
가맹점	236	235	235	233	234	234	233	233	233	230	228
점포당 평균 매출	2.8	3.1	3.3	3.5	3.4	4.1	4.3	4.5	4.6	5.5	5.5

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 올리브영 IPO 외 합병 옵션



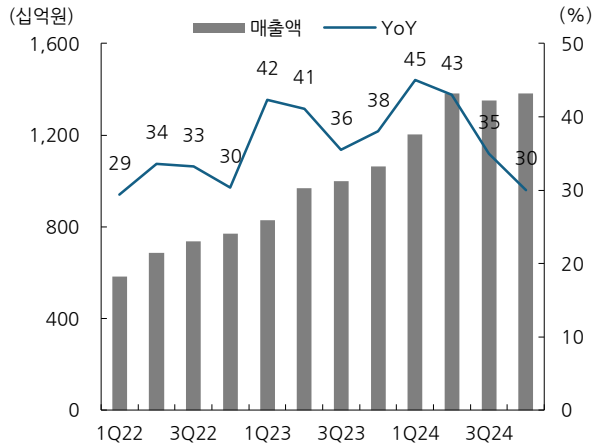
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 CJ와 올리브영의 합병 시 민감도 분석

(조원, %)	CJ 올리브영 가치 4 조원	4.5 조원	5 조원
CJ 시총 (a)	2.7	2.7	2.7
CJ 올리브영 가치 (b)	4	4.5	5
이선호 지분율 (c)	11	11	11
지분 가치 (d) = (b) * (c)	0.44	0.495	0.55
이선호의 CJ 확보 지분율 (d/a) * 100	16.9	19.0	21.2

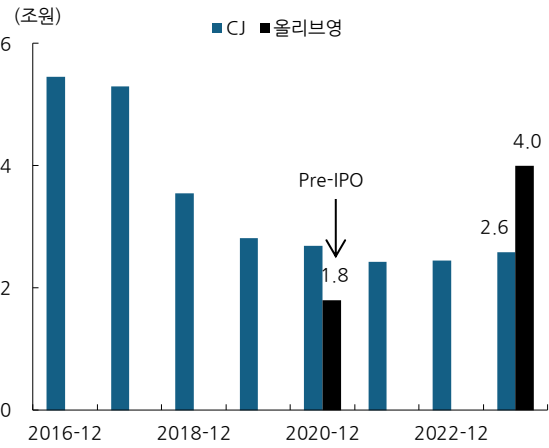
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 올리브영 매출액 추이 및 전망



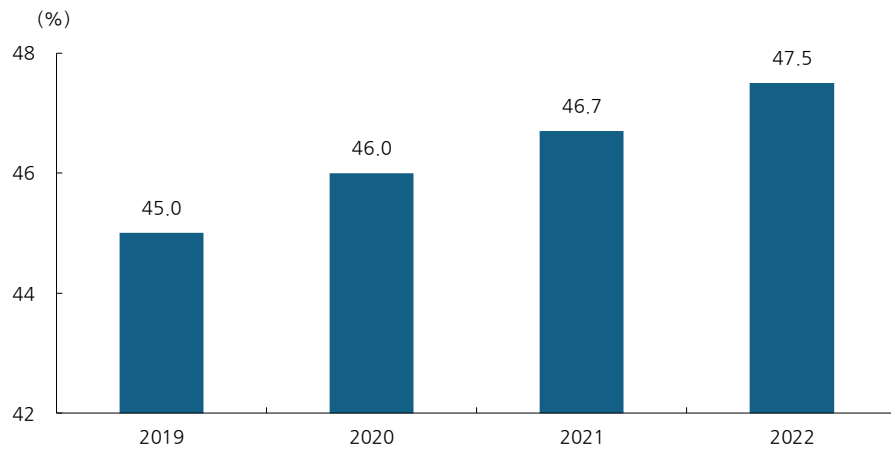
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 주 CJ와 올리브영의 기업가치 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 올리브영 GPM 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표2 CJ 4Q23P 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	4Q23P 실적	YoY	QoQ	4Q23P DS 추정치	차이 (%)	4Q23P 컨센서스	차이 (%)
매출액	10,666	0.6	0.4	11,633	(8.3)	10,842	(1.6)
영업이익	573	74.6	(10.1)	900	(36.3)	560	2.4

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 CJ 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023P	2024F	2023P	2024F	2023P	2024F
매출액	42,193	47,656	41,353	44,977	(2.0)	(5.6)
영업이익	2,189	3,036	2,039	2,718	(6.9)	(10.5)

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 CJ 및 상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	증감률 (%, %p)
<b>매출액</b>	<b>9,777</b>	<b>10,290</b>	<b>10,619</b>	<b>10,666</b>	<b>10,627</b>	<b>11,194</b>	<b>11,524</b>	<b>11,633</b>	<b>41,353</b>	<b>44,977</b>	<b>8.8</b>
CJ 제일제당	7,071	7,219	7,443	7,289	7,207	7,385	7,723	7,638	29,023	29,953	3.2
CJ ENM	949	1,049	1,111	1,260	1,086	1,207	1,245	1,449	4,368	4,988	14.2
CJ CGV	394	402	408	343	465	405	427	412	1,546	1,709	10.6
CJ 프레시웨이	697	779	809	788	763	848	882	855	3,074	3,349	8.9
<b>영업이익</b>	<b>329</b>	<b>499</b>	<b>638</b>	<b>573</b>	<b>538</b>	<b>596</b>	<b>684</b>	<b>900</b>	<b>2,039</b>	<b>2,718</b>	<b>33.3</b>
CJ 제일제당	253	345	396	298	334	356	442	361	1,292	1,493	15.6
CJ ENM	(50)	(30)	7	59	26	38	46	65	(15)	176	흑전
CJ CGV	(14)	16	31	17	17	17	26	22	49	82	66.5
CJ 프레시웨이	13	32	30	24	15	34	34	28	99	112	12.5
<b>지배순이익</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>137</b>	<b>105</b>	<b>229</b>	<b>107</b>	<b>134</b>	<b>219</b>	<b>266</b>	<b>689</b>	<b>159.6</b>
<b>영업이익률</b>	<b>3.4</b>	<b>4.8</b>	<b>6.0</b>	<b>5.4</b>	<b>5.1</b>	<b>5.3</b>	<b>5.9</b>	<b>7.7</b>	<b>4.9</b>	<b>6.0</b>	<b>1.1</b>
CJ 제일제당	3.6	4.8	5.3	4.1	4.6	4.8	5.7	4.7	4.5	5.0	0.5
CJ ENM	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	2.4	3.2	3.7	4.5	(0.3)	3.5	3.9
CJ CGV	(3.6)	3.9	7.5	4.9	3.7	4.1	6.2	5.2	3.2	4.8	1.6
CJ 프레시웨이	1.8	4.1	3.7	3.1	1.9	4.1	3.9	3.3	3.2	3.3	0.1
<b>순이익률</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.9</b>	<b>0.6</b>	<b>1.5</b>	<b>0.9</b>

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 비상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률 (%, %p)
<b>매출액</b>											
CJ푸드빌	199	207	204	226	239	239	241	271	836	989	18
CJ 올리브네트웍스	145	173	165	214	153	181	173	225	697	732	5
CJ 올리브영	829	968	1,001	1,064	1,202	1,384	1,351	1,383	3,861	5,320	38
<b>순이익</b>											
CJ푸드빌	5	11	6	7	7	5	7	8	29	27	(5)
CJ 올리브네트웍스	9	13	7	8	14	6	12	0	33	39	17
CJ 올리브영	77	102	95	101	112	146	128	131	375	517	38
<b>순이익률</b>											
CJ푸드빌	4.4	4.3	50.1	3.0	3.0	2.0	3.0	3.0	3.4	2.8	(0.7)
CJ 올리브네트웍스	3.3	5.2	7.6	3.3	5.2	7.6	3.3	5.2	4.8	5.3	0.5
CJ 올리브영	9.3	10.6	9.4	9.5	9.3	10.6	9.4	9.5	9.7	9.7	0.0

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
<b>상장회사 가치 (a)</b>			595	15.6	80% 할인
CJ제일제당	45%	4,328	1,928		
CJ ENM	40%	1,640	657		
CJ CGV	37%	699	255		
CJ프레시웨이	47%	285	134		
<b>비상장회사 가치 (b)</b>			2,963	77.8	
C푸드빌	96%	102	98		장부가액
C올리브영	51%	375	2,865		23P 순이익*시장가격 적용 (15배 적용)
<b>기타자산 (c)</b>			508	13.3	개별 순이익 * 5배 적용 (브랜드 로열티/ 임대수익 등)
<b>순차입금 (d)</b>			258	(6.8)	
<b>Target NAV (a+b+c-d)</b>			3,808	100.0	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
<b>주당 NAV(원)</b>			140,731		140,000 원
전일 증가			95,800		
<b>상승여력 (%)</b>			46.1		

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

## [CJ001040]

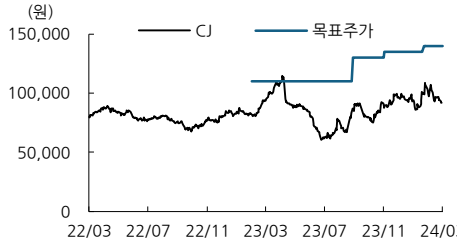
재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023P	2024F		2020	2021	2022	2023P	2024F
유동자산	11,118	12,052	15,174	14,465	15,059	매출액	31,999	34,484	40,925	41,353	44,977
현금 및 현금성자산	2,603	3,194	4,021	4,783	5,318	매출원가	23,392	24,788	29,696	29,865	32,077
매출채권 및 기타채권	3,679	4,007	4,822	2,922	2,550	매출총이익	8,608	9,696	11,229	11,488	12,901
재고자산	2,238	2,736	3,707	3,892	4,245	판매비 및 관리비	7,217	7,814	9,075	9,449	10,183
기타	2,597	2,116	2,623	2,867	2,946	영업이익	1,390	1,882	2,154	2,039	2,718
비유동자산	28,907	29,904	33,067	33,914	34,351	(EBITDA)	3,864	4,329	5,362	5,291	6,265
관계기업투자등	2,793	3,352	3,191	2,873	2,746	금융손익	-530	-463	-580	-1,369	-2,679
유형자산	13,003	13,453	14,277	14,527	14,643	이자비용	582	521	676	1,369	2,679
무형자산	6,562	6,742	8,334	8,934	9,074	관계기업등 투자손익	95	344	-148	-7	0
자산총계	40,025	41,956	48,240	48,379	49,410	기타영업외손익	-442	-461	-370	332	1,666
유동부채	11,423	12,546	16,950	16,123	16,497	세전계속사업이익	514	1,301	1,056	995	1,705
매입채무 및 기타채무	4,578	5,197	6,198	3,154	3,440	계속사업법인세비용	310	494	369	471	426
단기금융부채	5,792	6,260	9,233	10,797	10,797	계속사업이익	204	807	687	525	1,279
기타유동부채	1,053	1,089	1,519	2,172	2,260	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	13,206	12,946	13,556	14,306	14,358	당기순이익	204	807	687	525	1,279
장기금융부채	11,286	10,809	11,062	12,320	12,300	지배주주	87	275	202	266	689
기타비유동부채	1,920	2,138	2,494	1,987	2,058	총포괄이익	150	984	745	525	1,279
부채총계	24,629	25,492	30,507	30,429	30,855	매출총이익률 (%)	26.9	28.1	27.4	27.8	28.7
지배주주지분	4,643	5,066	5,183	5,410	6,015	영업이익률 (%)	4.3	5.5	5.3	4.9	6.0
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	12.1	12.6	13.1	12.8	13.9
자본잉여금	993	993	993	1,019	1,019	당기순이익률 (%)	0.6	2.3	1.7	1.3	2.8
이익잉여금	3,605	3,810	3,963	4,164	4,769	ROA (%)	0.2	0.7	0.4	0.5	1.4
비지배주주지분(연결)	10,753	11,398	12,551	12,540	12,540	ROE (%)	1.9	5.7	3.9	5.0	12.1
자본총계	15,396	16,464	17,734	17,950	18,555	ROIC (%)	2.1	4.5	5.0	3.5	6.3

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023P	2024F		2020	2021	2022	2023P	2024F
영업활동 현금흐름	3,033	3,353	4,045	5,748	4,622	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	204	807	687	525	1,279	P/E	36.5	9.4	13.2	10.4	3.9
비현금수익비용가감	3,346	3,168	4,315	3,596	3,028	P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
유형자산감가상각비	1,843	1,801	1,830	1,972	1,990	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산감가상각비	631	647	1,378	1,281	1,556	EV/EBITDA	4.2	3.7	3.4	3.9	3.2
기타현금수익비용	872	720	1,107	-24	-518	P/CF	0.9	0.7	0.6	0.8	0.8
영업활동 자산부채변동	-374	-572	-786	1,652	315	배당수익률 (%)	2.2	2.8	3.0	2.6	2.6
매출채권 감소(증가)	143	-476	-622	2,040	373	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	241	-406	-897	-217	-353	매출액	-5.3	7.8	18.7	1.0	8.8
매입채무 증가(감소)	-359	472	589	-188	286	영업이익	-7.9	35.3	14.5	-5.3	33.3
기타자산 부채변동	-400	-161	143	17	10	세전이익	-14.0	153.2	-18.8	-5.8	71.3
투자활동 현금	-1,444	-1,623	-4,611	-3,394	-3,983	당기순이익	-37.0	295.6	-14.9	-23.6	143.7
유형자산처분(취득)	-966	-1,314	-1,725	-1,684	-2,107	EPS	-71.1	253.3	-28.5	44.5	170.1
무형자산 감소(증가)	-646	-841	-1,514	-1,864	-1,696	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	8	-64	-83	290	127	부채비율	160.0	154.8	172.0	169.5	166.3
기타투자활동	160	595	-1,289	-135	-308	유동비율	97.3	96.1	89.5	89.7	91.3
재무활동 현금	-537	-1,230	1,379	-1,570	-104	순차입금/자기자본(x)	84.9	79.5	85.7	97.0	90.8
차입금의 증가(감소)	-202	-251	1,811	-896	-20	영업이익/금융비용(x)	2.4	3.6	3.2	1.5	1.0
자본의 증가(감소)	-199	-257	-345	-84	-84	총차입금 (십억원)	17,078	17,069	20,296	23,116	23,096
배당금의 지급	199	257	345	84	84	순차입금 (십억원)	13,077	13,086	15,200	17,403	16,848
기타재무활동	-136	-722	-87	-590	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,000	591	827	762	535	EPS	2,522	8,910	6,367	9,202	24,859
기초현금	1,603	2,603	3,194	4,021	4,783	BPS	130,202	142,050	145,321	151,706	168,672
기말현금	2,603	3,194	4,021	4,783	5,318	SPS	897,245	966,921	1,147,521	1,159,519	1,261,154
NOPLAT	552	1,167	1,401	1,075	2,039	CFPS	99,542	111,446	140,254	115,551	120,770
FCF	1,732	1,779	-395	2,379	639	DPS	2,000	2,300	2,500	2,510	2,520

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	-29.5	-22.4	
2024-02-27	매수	140,000	-32.5	-30.8	
2024-03-15	매수	140,000			



## 투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 추가 등락 기준)

기업	산업	
매수	비중확대	업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	중립	
매도	비중축소	

## 투자이전 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	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 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.