

리서치센터장, 통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(001040)

**CJ**

**BUY**(유지)

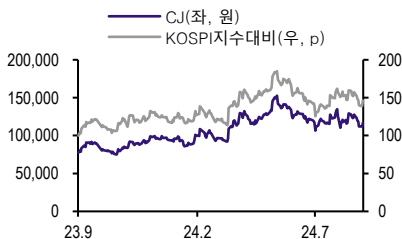
올리브영 성장 가속화

<b>목표주가</b>	<b>150,000원(유지)</b>			
<b>현재주가(09/03)</b>	<b>116,800원</b>			
<b>상승여력</b>	<b>28.4%</b>			
시가총액	34,079억원			
발행주식수	29,177천주			
52주 최고가 / 최저가	152,700 / 73,200원			
3개월 일평균거래대금	152억원			
외국인 지분율	14.7%			
주요주주				
이재현 (외 8인)	47.3%			
국민연금공단 (외 1인)	12.5%			
자사주 (외 1인)	7.3%			
<b>주가수익률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>3개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대수익률	-7.7	-12.8	20.5	59.6
상대수익률(KOSPI)	-7.2	-12.1	19.7	55.6

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	409,249	413,527	444,002	492,095
영업이익	21,542	20,391	26,316	27,171
EBITDA	53,621	50,988	59,595	59,319
지배주주순이익	2,021	1,948	4,859	5,222
EPS	6,367	6,007	17,226	18,546
순차입금	151,998	140,181	188,228	192,180
PER	13.2	15.7	6.8	6.3
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.4	3.4	3.9	3.9
배당수익률	3.0	3.2	2.6	2.7
ROE	3.9	3.6	8.6	8.8
컨센서스 영업이익	21,542	20,391	25,768	28,187
컨센서스 EPS	6,367	6,007	12,043	12,717

**주가추이**



**올리브영의 성장세는 더욱 가속화**

CJ 성장의 핵심축을 담당하고 있는 올리브영의 성장세가 가속도를 높이고 있음. 올리브영의 지난 2분기 매출은 1조 2,079억원(+24.8% YoY)을 기록하며 높은 성장세를 이어갔고, 순이익 역시 1,249억원(+13.3% YoY)을 기록하는 우수한 성과를 시현하였음. 외국인 관광객 증가에 따라 오프라인 매출의 증가세가 나타나는 가운데, 온라인 매출 비중(27.5%, +1.3%p YoY) 역시 꾸준히 증가하며 전 채널에서의 동반 성장세가 나타나고 있는 상황

1) 국내 H&B 시장에서 멀티숍 경쟁사들의 사업중단과 철수 등이 이어지면서 사실상 압도적인 점유율을 유지하고 있고, 2) K-뷰티 인지도 확대와 채널 다각화 영향에 따른 시장 확대가 이어지고 있을 뿐만 아니라, 3) 미국, 일본 등 주요 전략국가 중심의 글로벌화 강화 및 PB제품 수출(24년 5월 일본법인 설립)을 통한 글로벌 진출 시도 또한 이루어지고 있어 당분간 고성장은 지속될 것으로 전망

아직 올리브영의 IPO에 대한 계획은 정해진 바 없음. 당초 IPO를 추진했던 22년 당시보다 실적의 성장세는 더욱 크게 나타나고 있는 상황. 24년 매출액은 5조원, 순이익은 4,500억원 수준에 육박할 것으로 추정됨(22년 매출 2.77조원, 순이익 2,081억원 수준). 한편 지난 3월 글랜우드 PE가 보유했던 올리브영 지분 중 11.3%를 자사주 형태로 재매입했으며, 나머지 11.3%는 SPC가 인수한 바 있음

**물류 성장 지속, 미디어/엔터 턴어라운드 추세**

다른 핵심 계열사들의 성과 또한 견조한 모습. 물류 부문의 수주확대와 더불어 미디어/엔터테인먼트 부문의 턴어라운드 등을 통해 수익성 또한 개선 추세를 보이고 있음. 지난 2분기 매출액은 10조 6,829억원(+3.8% YoY), 영업이익은 6,664억원(+33.6% YoY)을 기록. 23년부터 DPS를 3,000원으로 확대(+500원) 하였는데, 23~25년 주주환원 원칙은 별도 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상을 배당하는 것임. 최근 밸류업 프로그램과 맞물려 기업가치 제고방안 또한 검토중인 상황. 핵심 자회사들의 안정적인 성장세는 물론, 올리브영의 폭발적인 성장세에 주목. 투자의견 BUY와 목표주가 15만원 유지

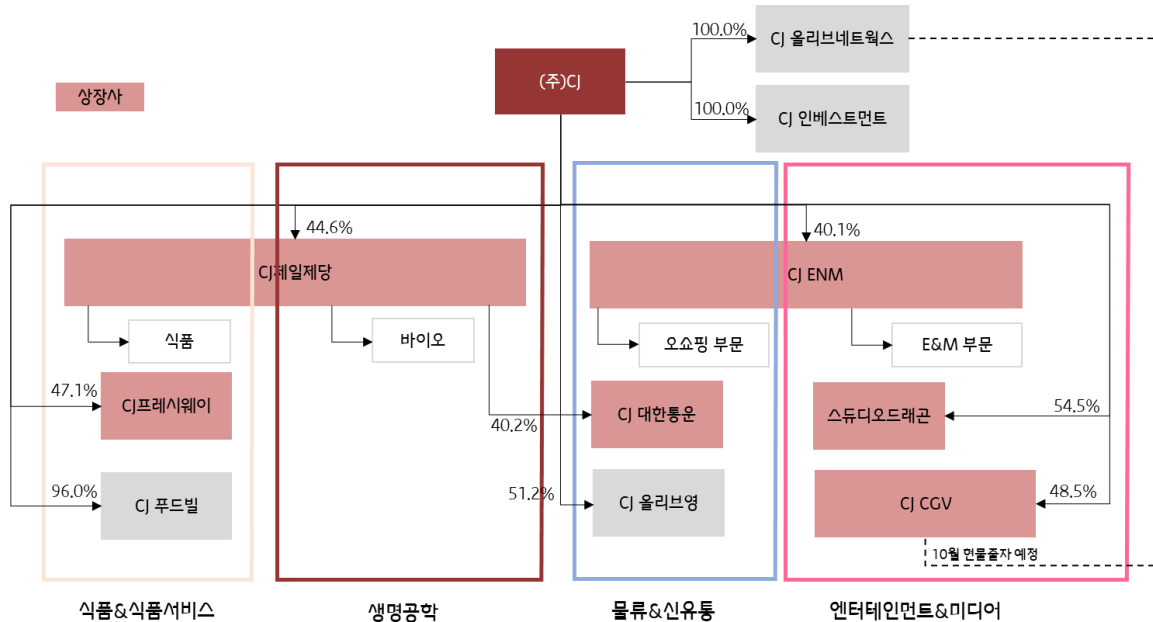
표 1 CJ 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	QoQ	YoY
매출액	97,774	102,903	106,190	106,659	104,358	106,829	2.4%	3.8%
식품/서비스	33,767	34,109	37,162	35,658	34,964	34,729	-0.7%	1.8%
생명공학	16,452	17,112	16,720	15,859	16,135	16,228	0.6%	-5.2%
물류/신유통	37,186	40,148	39,823	42,396	39,083	43,770	12.0%	9.0%
엔터/미디어	10,011	10,952	12,017	12,135	11,726	11,583	-1.2%	5.8%
기타	358	582	468	612	2,450	519	-78.8%	-10.8%
영업이익	3,293	4,989	6,375	5,734	5,762	6,664	15.7%	33.6%
영업이익률	3.4%	4.8%	6.0%	5.4%	5.5%	6.2%		
식품/서비스	1,583	1,858	2,778	1,879	2,165	1,807	-16.5%	-2.7%
생명공학	-75	793	331	319	1,145	1,226	7.1%	54.6%
물류/신유통	2,153	2,604	2,553	2,766	2,735	3,139	14.8%	20.5%
엔터/미디어	-809	-342	232	461	-118	149	흑전	흑전
기타	441	76	481	309	-165	343	흑전	351.3%
세전이익	1,272	1,577	5,075	1,934	3,094	4,371	41.3%	177.2%
세전이익률	1.3%	1.5%	4.8%	1.8%	3.0%	4.1%		
순이익	117	348	3,569	1,213	1,508	3,085	104.6%	786.5%
순이익률	0.1%	0.3%	3.4%	1.1%	1.4%	2.9%		

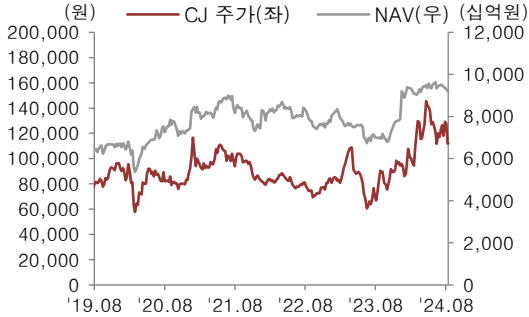
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 1 CJ 그룹 지배구조



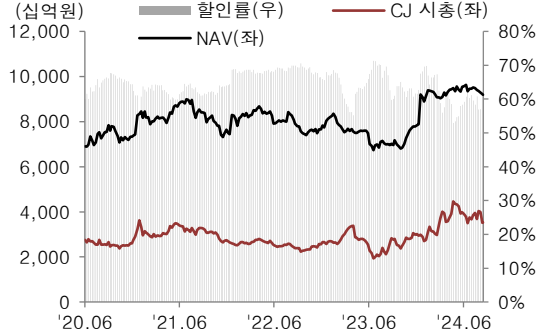
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 2 NAV와 주가 추이



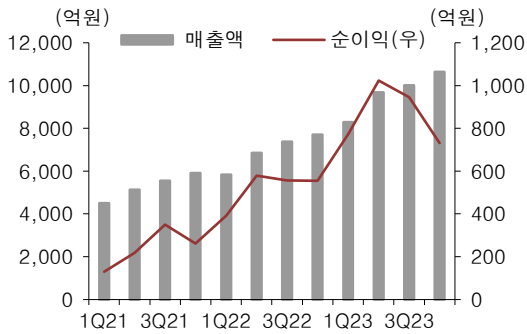
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 3 NAV와 할인율 추이



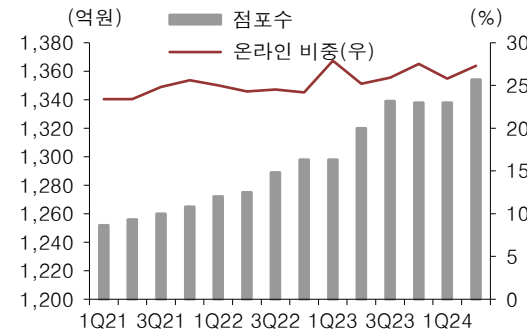
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 4 올리브영 분기별 영업성과



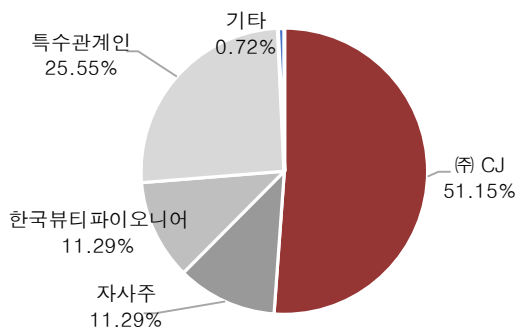
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 5 올리브영 점포수와 온라인 매출비중



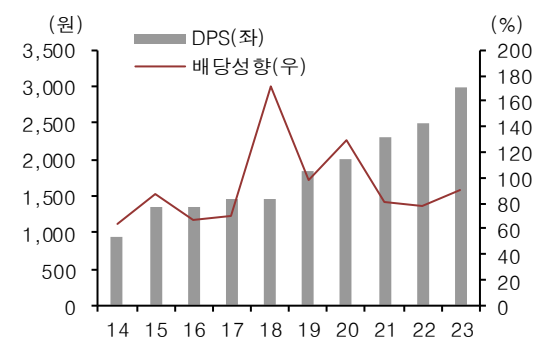
자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

그림 6 올리브영 지분구조



자료: 올리브영, 흥국증권 리서치센터

그림 7 주주환원정책 : 꾸준한 DPS의 성장세



자료: CJ, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>409,249</b>	<b>413,527</b>	<b>444,002</b>	<b>492,095</b>	<b>505,092</b>
증가율 (Y-Y,%)	18.7	1.0	7.4	10.8	2.6
<b>영업이익</b>	<b>21,542</b>	<b>20,391</b>	<b>26,316</b>	<b>27,171</b>	<b>39,001</b>
증가율 (Y-Y,%)	14.5	(5.3)	29.1	3.2	43.5
EBITDA	53,621	50,988	59,595	59,319	70,956
영업외손익	(10,980)	(10,531)	(5,203)	(3,774)	(3,783)
순이자수익	(5,800)	(7,569)	771	1,589	1,653
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	(1,477)	2,545	1,523	2,053	2,053
세전계속사업손익	10,562	9,859	21,114	23,398	35,217
<b>당기순이익</b>	<b>6,868</b>	<b>5,247</b>	<b>16,034</b>	<b>14,507</b>	<b>21,835</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>2,021</b>	<b>1,948</b>	<b>4,859</b>	<b>5,222</b>	<b>7,861</b>
증가율 (Y-Y,%)	(26.5)	(3.6)	149.4	7.5	50.5
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	6.6	8.9	8.8	6.3	6.9
영업이익증가율(3Yr)	12.6	13.6	11.8	8.0	24.1
EBITDA증가율(3Yr)	8.9	9.7	11.2	3.4	11.6
순이익증가율(3Yr)	28.5	37.0	25.7	28.3	60.9
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.9	5.5	7.7
EBITDA마진(%)	13.1	12.3	13.4	12.1	14.0
순이익률 (%)	1.7	1.3	3.6	2.9	4.3
<b>NOPLAT</b>	<b>14,008</b>	<b>10,851</b>	<b>19,985</b>	<b>16,846</b>	<b>24,181</b>
(+) Dep	32,079	30,598	33,279	32,147	31,956
(-) 운전자본투자	5,772	(4,347)	36,435	6,352	1,286
(-) Capex	19,167	14,789	13,171	17,599	18,064
OpFCF	21,147	31,006	3,658	25,042	36,786

**재무상태표**

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	151,737	145,841	162,201	174,348	187,389
현금성자산	50,959	45,048	48,070	49,274	59,138
매출채권	48,219	45,868	50,247	55,923	57,098
재고자산	37,075	31,699	36,930	41,103	41,966
비유동자산	330,668	326,197	335,068	337,653	341,069
투자자산	104,550	101,697	105,879	110,178	114,652
유형자산	142,774	143,062	143,576	140,840	138,890
무형자산	83,343	81,437	85,613	86,635	87,527
<b>자산총계</b>	<b>482,404</b>	<b>472,038</b>	<b>497,269</b>	<b>512,001</b>	<b>528,457</b>
유동부채	169,503	156,372	170,980	177,070	180,332
매입채무	61,981	55,331	30,653	34,116	34,832
유동성이자부채	92,335	74,841	112,546	114,045	115,417
비유동부채	135,564	136,737	143,904	148,333	154,710
비유동이자부채	110,622	110,387	123,752	127,409	132,982
<b>부채총계</b>	<b>305,068</b>	<b>293,109</b>	<b>314,884</b>	<b>325,403</b>	<b>335,041</b>
자본금	1,790	1,790	1,790	1,790	1,790
자본잉여금	9,928	9,928	9,928	9,928	9,928
이익잉여금	39,628	40,627	44,477	48,690	55,508
자본조정	480	2,794	1,312	1,312	1,312
자기주식	(1,482)	(1,482)	(1,482)	(1,482)	(1,482)
<b>자본총계</b>	<b>177,336</b>	<b>178,928</b>	<b>182,385</b>	<b>186,598</b>	<b>193,416</b>
투자자본	297,426	288,026	339,268	346,160	348,735
순차입금	151,998	140,181	188,228	192,180	189,261
ROA	0.4	0.4	1.0	1.0	1.5
ROE	3.9	3.6	8.6	8.8	12.1
ROIC	5.0	3.7	6.4	4.9	7.0

**주요투자지표**

(단위:억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Per share Data</b>					
EPS	6,367	6,007	17,226	18,546	28,296
BPS	145,321	154,609	161,250	173,064	192,181
DPS	2,500	3,000	3,010	3,110	3,110
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	13.2	15.7	6.8	6.3	4.1
PBR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/ EBITDA	3.4	3.4	3.9	3.9	3.3
배당수익율	3.0	3.2	2.6	2.7	2.7
PCR	0.6	0.7	0.9	1.2	1.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	172.0	163.8	172.6	174.4	173.2
Net debt/Equity	85.7	78.3	103.2	103.0	97.9
Net debt/EBITDA	283.5	274.9	315.8	324.0	266.7
유동비율	89.5	93.3	94.9	98.5	103.9
이자보상배율	3.7	2.7	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.7	2.2	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조</b>					
투자자본(%)	65.7	66.2	68.8	68.5	66.7
현금+투자자산(%)	34.3	33.8	31.2	31.5	33.3
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	53.4	50.9	56.4	56.4	56.2
자기자본(%)	46.6	49.1	43.6	43.6	43.8

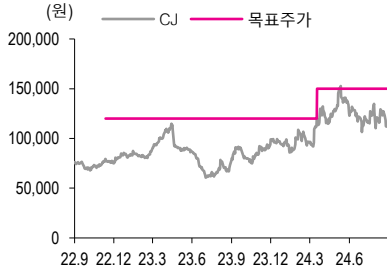
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업현금</b>	<b>40,450</b>	<b>50,170</b>	<b>33,530</b>	<b>29,737</b>	<b>37,280</b>
당기순이익	6,868	5,247	16,034	14,507	21,835
자산상각비	32,079	30,598	33,279	32,147	31,956
운전자본증감	(7,865)	2,489	(11,480)	(6,352)	(1,286)
매출채권감소(증가)	(6,220)	1,235	(4,314)	(5,677)	(1,174)
재고자산감소(증가)	(8,965)	2,765	(4,113)	(4,172)	(863)
매입채무증가(감소)	5,888	(2,989)	632	3,463	716
<b>투자현금</b>	<b>(46,108)</b>	<b>(23,653)</b>	<b>(27,835)</b>	<b>(33,040)</b>	<b>(33,695)</b>
단기투자자산감소	0	0	(175)	(361)	(376)
장기투자증권감소	(828)	(260)	314	780	728
설비투자	(19,167)	(14,789)	(13,171)	(17,599)	(18,064)
유무형자산감소	(13,226)	(13,238)	(12,926)	(12,834)	(12,834)
<b>재무현금</b>	<b>13,792</b>	<b>(29,735)</b>	<b>(3,414)</b>	<b>4,147</b>	<b>5,902</b>
차입금증가	18,107	(19,614)	9,187	5,156	6,945
자본증가	(3,446)	(3,157)	(1,007)	(1,009)	(1,043)
배당금지급	3,446	3,157	1,007	1,009	1,043
현금 증감	8,274	(3,748)	2,707	843	9,488
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>50,020</b>	<b>47,682</b>	<b>44,540</b>	<b>36,089</b>	<b>38,567</b>
(-) 운전자본증가(감소)	5,772	(4,347)	36,435	6,352	1,286
(-) 설비투자	19,167	14,789	13,171	17,599	18,064
(+) 자산매각	(13,226)	(13,238)	(12,926)	(12,834)	(12,834)
Free Cash Flow	11,854	24,002	(17,991)	(696)	6,383
(-) 기타투자	828	260	(314)	(780)	(728)
잉여현금	11,025	23,741	(17,677)	84	7,111

**CJ - 주가 및 당사 목표주가 변경**



**최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경**

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-25	담당자변경			
2022-11-16	Buy	120,000	(28.1)	(0.7)
2024-03-22	Buy	150,000	(16.7)	1.8
2024-09-04	Buy	150,000		

**투자이건(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 (2024년 06월 30일 기준)**

Buy (98.0%)	Hold (2.0%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 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 있으며 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 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)  
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286