

## CJ (001040/KS)

## 올리브영, 분기사상 최대이익 달성

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 140,000 원(유지)

현재주가: 116,800 원

상승여력: 19.9%

Analyst  
최관순ks1.choi@sks.co.kr  
3773-8812

## Company Data

발행주식수	2,918 만주
시가총액	3,408 십억원
주요주주	
이재현(외7)	47.26%
국민연금공단	12.48%

## Stock Data

주가(24/08/14)	116,800 원
KOSPI	2,644.50pt
52주 최고가	152,700 원
52주 최저가	66,900 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

## 주가 및 상대수익률



## 2Q24: 올리브영, 분기사상 최대 이익달성

CJ 2Q24 실적은 매출액 10.6 조원(3.8% 이하 YoY), 영업이익 6,664 억원(33.6%, OPM: 6.2%)이다. CJ제일제당(+11.1%), CJ CGV(+41.6%), CJENM(흑자전환) 등 주요 상장자회사 영업이익이 개선되었으며, CJ 올리브영, CJ푸드빌 등 비상장 자회사의 호조로 영업이익 컨센서스(5,865 억원)를 상회하는 양호한 실적을 기록하였다. 특히 CJ 올리브영의 2분기 매출액과 순이익은 각각 1조 2,079 억원(+24.8%), 1,249 억원(+22.0%, NPM: 10.3%)을 기록하며 분기사상 최대 순이익을 기록했다. 오프라인 점포 증가 및 점포당 매출 증가세가 이어졌으며, 온라인 매출도 견조하게 유지되며 국내 H&B 시장에서 독보적인 위치를 굳건히 하고 있다.

## CJ 올리브영의 호조는 온전히 CJ 주가에 반영될 것

CJ 올리브영의 24년 상반기 누적 순이익은 2,308 억원(+28.4%)이다. 하반기에도 오프라인 외국인 관광객 증가와 편의성을 강화한 온라인 매출 확대가 유효하다. 또한 지난 5월부터 일본법인을 신설함에 따라 기존의 성장세가 유지될 가능성이 높다. 이에 CJ 올리브영의 24년 연간 매출액은 4조 8,289(+25.1%), 순이익 4,380 억원(+26.1%)으로 예상된다. 단기간에 CJ와의 합병이나 상장 가능성은 낮다고 판단하기 때문에 당분간 CJ 올리브영 기업가치 상승분은 온전히 CJ 주가 상승으로 이어질 것이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 14만원(유지)

CJ에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 상장자회사의 점진적인 실적개선세가 이어지고 있는 가운데 CJ 올리브영의 기업가치가 본격적으로 부각될 시기가 판단하기 때문이다. 목표주가는 기존 14만원을 유지한다. 이는 CJ 올리브영의 20년 유상증자 시 기업가치(1.8조원)를 반영한 것으로 현재 실적을 고려한다면 충분히 추가적인 목표주가 상향 여지가 존재한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	34,484	40,925	41,353	44,057	47,216	50,484
영업이익	십억원	1,882	2,154	2,039	2,456	2,532	2,707
순이익(지배주주)	십억원	275	202	195	524	526	586
EPS	원	7,710	5,666	5,462	14,693	14,745	16,423
PER	배	10.8	14.8	17.3	7.9	7.9	7.1
PBR	배	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.3	5.7	5.8	5.1	4.8	4.0
ROE	%	5.7	3.9	3.6	9.1	8.4	8.7

	1Q24A	2Q24A	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	104,358	106,829	113,939	115,442	112,003	114,319	122,341	123,493	440,568	472,156	504,837
매출원가	74,335	74,863	81,949	83,961	81,314	82,096	88,125	89,683	315,108	341,218	364,835
매출총이익	30,023	31,966	31,990	31,481	30,689	32,223	34,215	33,811	125,460	130,938	140,002
판매비	24,261	25,302	25,093	26,242	25,439	25,177	27,199	27,802	100,898	105,618	112,928
영업이익	5,762	6,664	6,897	5,239	5,249	7,046	7,016	6,008	24,562	25,320	27,074
영업이익률	5.5%	6.2%	6.1%	4.5%	4.7%	6.2%	5.7%	4.9%	5.6%	5.4%	5.4%

자료: CJ, SK 증권

구분	내용	비고
자회사 지분가치	35,929	35% 할인
브랜드 가치	12,600	23년 브랜드 수수료의 10배
순차입금	3,081	1Q24 별도 기준
우선주 가치(차감)	4,943	
적정 시가총액	40,506	
발행주식수	29,176,998	보통주
적정주가	138,829	
목표주가	140,000	
현재주가	116,800	
상승여력	19.9%	

자료: SK 증권

구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV	비고
상장사	CJ제일제당	55,098	45.6%	14,741	25,147	
	CJ프레시웨이	2,362	47.1%	430	1,113	
	CJENM	16,622	42.4%	7,591	7,046	
	CJ CGV	9,753	51.0%	7,675	4,974	
	CJ 자사주	34,079	7.3%		2,474	
비상장사	CJ 올리브영		51.2%	545	9,391	유상증자 가치(20.12.24)
	CJ푸드빌		92.0%	1,016	4,801	유상증자 가치(23.11.03)
	기타			330	330	
자회사 가치 합계				32,328	55,276	
브랜드 가치					12,600	23년 브랜드 수수료의 10배
순차입금					3,081	1Q24 별도 기준
우선주 가치(차감)					4,943	
CJNAV					59,853	
CJ 시가총액					34,079	
CJNAV 대비 할인율					43.1%	

자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 Target PER 에 따른 CJ 목표주가 변동 내용

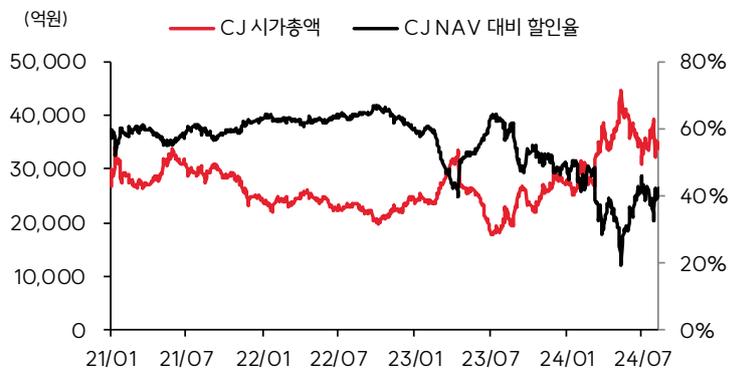
(단위: 억원, 원)

CJ 올리브영 Target PER	CJ 올리브영 기업가치	CJ 올리브영 지분가치	CJ 적정 시가총액	목표주가
10	43,804	22,406	38,722	132,714
15	65,706	33,608	44,323	151,912
20	87,608	44,811	49,925	171,110
25	109,509	56,014	55,526	190,308
30	131,411	67,217	61,128	209,506

자료: SK 증권

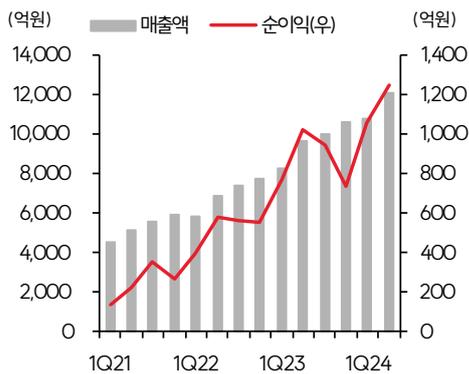
주: CJ 올리브영 24년 예상 순이익 기준. Target NAV 대비 할인율은 50% 적용 가정

CJNAV 대비 할인율 추이



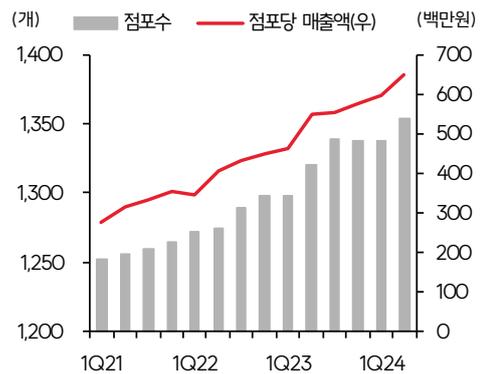
자료: SK 증권

CJ 올리브영 분기별 실적 추이



자료: CJ, SK 증권

CJ 올리브영 점포수 및 점포당 매출액 추이



자료: CJ, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	15,174	14,584	19,953	22,570	27,308
현금및현금성자산	4,021	3,646	8,775	10,752	14,809
매출채권 및 기타채권	4,822	4,587	5,019	5,369	5,741
재고자산	3,707	3,170	3,605	3,856	4,124
<b>비유동자산</b>	33,067	32,620	32,582	31,134	27,686
장기금융자산	2,027	2,026	1,920	1,920	1,920
유형자산	14,277	14,306	14,930	14,926	12,922
무형자산	8,334	8,144	7,203	5,759	4,314
<b>자산총계</b>	48,240	47,204	52,535	53,704	54,994
<b>유동부채</b>	16,950	15,637	20,129	20,550	20,997
단기금융부채	9,233	7,484	11,558	11,558	11,558
매입채무 및 기타채무	4,825	4,234	6,030	6,451	6,898
단기충당부채	78	94	89	89	89
<b>비유동부채</b>	13,556	13,674	13,682	13,682	13,682
장기금융부채	11,062	11,039	11,756	11,756	11,756
장기매입채무 및 기타채무	336	900	115	115	115
장기충당부채	137	155	150	150	150
<b>부채총계</b>	30,507	29,311	33,811	34,232	34,679
<b>지배주주지분</b>	5,183	5,514	6,050	6,468	6,943
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	993	993	993	993	993
기타자본구성요소	-14	122	120	120	120
자기주식	-148	-148	-148	-148	-148
이익잉여금	3,963	4,063	4,486	4,904	5,379
비지배주주지분	12,551	12,379	12,674	13,004	13,372
<b>자본총계</b>	17,734	17,893	18,724	19,472	20,315
<b>부채외자본총계</b>	48,240	47,204	52,535	53,704	54,994

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,045	5,017	6,400	4,124	4,210
당기순이익(손실)	687	525	889	856	954
비현금성항목등	4,315	4,244	4,213	4,165	4,243
유형자산감가상각비	1,830	1,982	2,004	2,004	2,004
무형자산상각비	1,378	1,078	1,444	1,444	1,444
기타	1,107	1,184	765	716	794
운전자본감소(증가)	-786	249	1,649	-181	-192
매출채권및기타채권의감소(증가)	-622	124	-324	-350	-372
재고자산의감소(증가)	-897	277	-415	-251	-267
매입채무및기타채무의증가(감소)	589	-299	3,065	421	447
기타	-710	-461	-861	-1,432	-1,588
법인세납부	-540	-461	-510	-716	-794
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,611	-2,365	-2,758	-2,000	-0
금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의감소(증가)	-1,725	-1,345	-2,202	-2,000	0
무형자산의감소(증가)	-1,514	-1,458	-504	0	0
기타	-1,371	437	-52	-0	-0
<b>재무활동현금흐름</b>	1,379	-2,974	429	-108	-111
단기금융부채의증가(감소)	-1,344	-4,312	25	0	0
장기금융부채의증가(감소)	3,155	2,350	850	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-345	-316	-18	-108	-111
기타	-87	-696	-429	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	827	-375	5,129	1,977	4,057
기초현금	3,194	4,021	3,646	8,775	10,752
기말현금	4,021	3,646	8,775	10,752	14,809
FCF	2,320	3,672	4,198	2,124	4,210

자료 : CJ, SK증권 추정

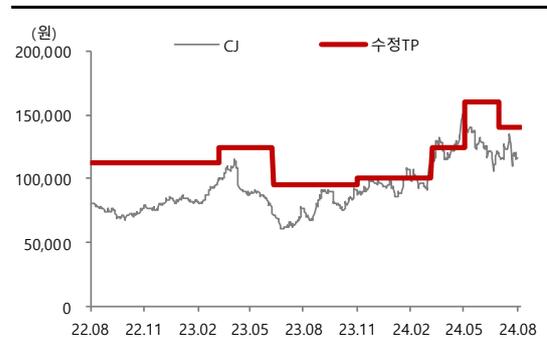
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	40,925	41,353	44,057	47,216	50,484
<b>매출원가</b>	29,696	29,955	31,511	34,122	36,484
<b>매출총이익</b>	11,229	11,397	12,546	13,094	14,000
매출총이익률(%)	27.4	27.6	28.5	27.7	27.7
<b>판매비와 관리비</b>	9,075	9,358	10,090	10,562	11,293
<b>영업이익</b>	2,154	2,039	2,456	2,532	2,707
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.6	5.4	5.4
<b>비영업손익</b>	-1,098	-1,053	-956	-960	-960
순금융손익	-580	-757	0	0	0
외환관련손익	-133	-21	0	0	0
관계기업등 투자손익	-163	-52	-2	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,056	986	1,500	1,572	1,747
세전계속사업이익률(%)	2.6	2.4	3.4	3.3	3.5
<b>계속사업법인세</b>	369	461	611	716	794
<b>계속사업이익</b>	687	525	889	856	954
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	687	525	889	856	954
순이익률(%)	1.7	1.3	2.0	1.8	1.9
지배주주	202	195	524	526	586
지배주주귀속 순이익률(%)	0.5	0.5	1.2	1.1	1.2
비지배주주	485	330	365	330	368
총포괄이익	733	609	1,214	856	954
지배주주	245	253	474	335	373
비지배주주	488	356	739	521	581
<b>EBITDA</b>	5,362	5,099	5,904	5,980	6,156

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	18.7	1.0	6.5	7.2	6.9
영업이익	14.5	-5.3	20.5	3.1	6.9
세전계속사업이익	-18.8	-6.7	52.1	4.8	11.2
EBITDA	23.9	-4.9	15.8	1.3	2.9
EPS	-26.5	-3.6	169.0	0.4	11.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	1.5	1.1	1.8	1.6	1.8
ROE	3.9	3.6	9.1	8.4	8.7
EBITDA마진	13.1	12.3	13.4	12.7	12.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	89.5	93.3	99.1	109.8	130.1
부채비율	172.0	163.8	180.6	175.8	170.7
순차입금/자기자본	85.4	78.3	72.4	59.5	37.1
EBITDA/이자비용(배)	7.9	5.6	0.0	0.0	0.0
배당성향	41.5	51.7	20.5	21.1	19.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,666	5,462	14,693	14,745	16,423
BPS	149,477	158,764	173,800	185,527	198,838
CFPS	95,613	91,257	111,381	111,433	113,111
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,200	3,300	3,400
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	14.8	17.3	7.9	7.9	7.1
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
PCR	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	5.7	5.8	5.1	4.8	4.0
배당수익률	3.0	3.2	2.8	2.9	2.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.15	매수	140,000원	6개월		
2024.05.17	중립	160,000원	6개월	-20.85%	-11.88%
2024.03.21	중립	125,000원	6개월	1.04%	22.16%
2023.11.15	중립	100,000원	6개월	-4.07%	12.30%
2023.06.23	매수	95,000원	6개월	-20.65%	-2.84%
2023.03.22	매수	125,000원	6개월	-24.74%	-8.08%
2022.02.24	매수	113,000원	6개월	-28.67%	-11.15%



### Compliance Notice

작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 16일 기준)

매수	97.48%	중립	2.52%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------