

CJ (001040)

2024.05.13

화장품 유통채널인 CJ올리브영으로 밸류 레벨업

[지주/ESG/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@hi-ib.com

배당확대 및 자사주 소각 등 주주환원 확대 기대됨

동사의 주주구성을 살펴보면 이재현 외 특수관계인 47.8%, 국민연금 12.9%, 자사주 7.3%, 기타 32.0% 등으로 분포되어 있다. 지난해 2월 동사는 2023~25년 사업연도에 대해 별도재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상 배당정책을 시행할 계획을 공시하였다. 이에 따라 2023년 회계연도 주당배당금을 전년대비 20% 증가한 3,000원으로 상향하였다.

최근 정부의 기업 밸류업 프로그램, 자사주 제도 개선 등의 핵심은 대주주의 사익추구를 근절하고 지배구조를 개선하겠다는 의지가 담긴 것이며 이런 기조가 결국에는 기업들의 고배당, 자사주 소각 등 주주환원정책 확대로 옮겨갈 가능성이 크다. 이에 따라 동사의 경우도 배당확대 및 자사주 소각 등 주주환원정책 등을 기대할 수 있을 것이다.

화장품 소비 트렌드 변화로 CJ올리브영이 내국인 및 방한 관광객의 화장품 주요 오프라인 유통채널로 부상 ⇒ 지속적인 매출성장의 원동력 마련

지난해 CJ올리브영의 경우 연결기준 매출액 38,682억원(YoY +39.1%), 영업이익 4,607억원(YoY +69.7%), 순이익 3,606억원(YoY +75.4%)으로 실적이 대폭 개선되었다. 이는 경쟁사들의 잇따른 사업 철회에 따른 국내 H&B 스토어 시장내에서 CJ올리브영의 점유율이 대폭적으로 상승하는 등 독주체제가 강화되는 환경하에서 화장품 소비 트렌드 변화로 CJ올리브영이 화장품 오프라인 유통 채널로 부상하였기 때문이다.

즉, 화장품에 대하여 개인 취향이 다양해질 뿐만 아니라 가성비 있으면서도 새롭고 신선한 브랜드에 대한 수요가 많아짐에 따라 화장품 소비 트렌드가 기존 단일 브랜드숍(로드숍)에서 온라인과 H&B 스토어 중심의 편집숍으로 바뀌면서 CJ올리브영이 화장품 주요 오프라인 유통 채널로 부상하고 있는 중이다.

다른 한편으로는 K뷰티 브랜드가 트렌드를 빠르게 읽고 상품화할 뿐만 아니라 합리적인 가격에 품질은 좋다는 인식이 글로벌 시장에서 확산되는 분위기하에서 국내 중소·인디 브랜드 상품을 한 곳에서 편리하게 쇼핑할 수 있다는 점에서 CJ올리브영을 찾는 방한 관광객이 크게 늘어나고 있는 중이다.

이에 따라 CJ올리브영의 경우 서울 명동·홍대·동대문·강남 등을 비롯하여 인천, 부산, 제주 등 지역 60여개점의 외국인 매출이 올해 들어서 급증하고 있는 중이다. 이렇듯 화장품 소비 트렌드 변화로 CJ올리브영이 내국인 및 방한 관광객의 화장품 주요 오프라인 유통채널로 부상함에 따라 매출 성장이 가시화 될 뿐만 아니라 지속성 등도 높아질 수 있을 것이다.

목표주가 180,000원으로 상향

동사의 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 180,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다. 다만, CJ올리브영의 경우 장부가 대신에 2024년 예상 순이익에 Target PER 17.0배를 적용하여 산출하였다.

Buy (Maintain)

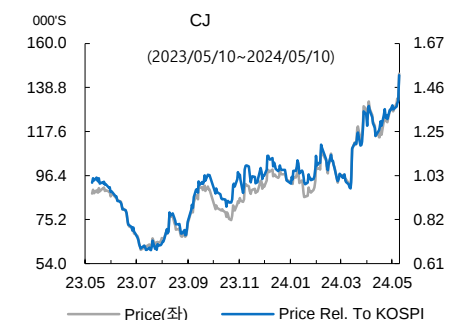
목표주가(12M)	180,000원(상향)
종가(2024.05.10)	145,500원
상승여력	23.7%

Stock Indicator

자본금	179십억원
발행주식수	2,918만주
시가총액	4,245십억원
외국인지분율	12.2%
52주 주가	60,600~145,500원
60일평균거래량	203,124주
60일평균거래대금	23.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.0	35.0	58.7	65.7
상대수익률	18.1	30.9	45.5	56.5

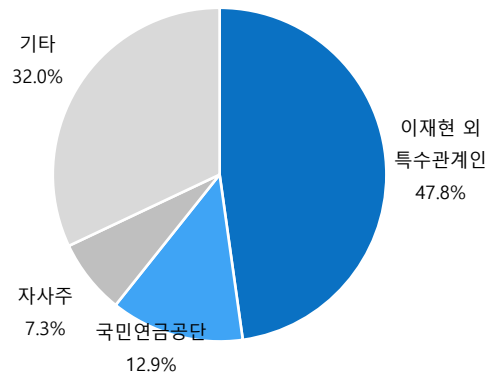
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	41,353	43,605	45,730	46,782
영업이익(십억원)	2,039	2,583	2,893	3,045
순이익(십억원)	195	400	454	493
EPS(원)	5,462	11,221	12,733	13,832
BPS(원)	154,609	165,355	177,612	190,969
PER(배)	17.3	13.0	11.4	10.5
PBR(배)	0.6	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	3.6	7.0	7.4	7.5
배당수익률(%)	3.2	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	5.7	5.1	4.8	4.3

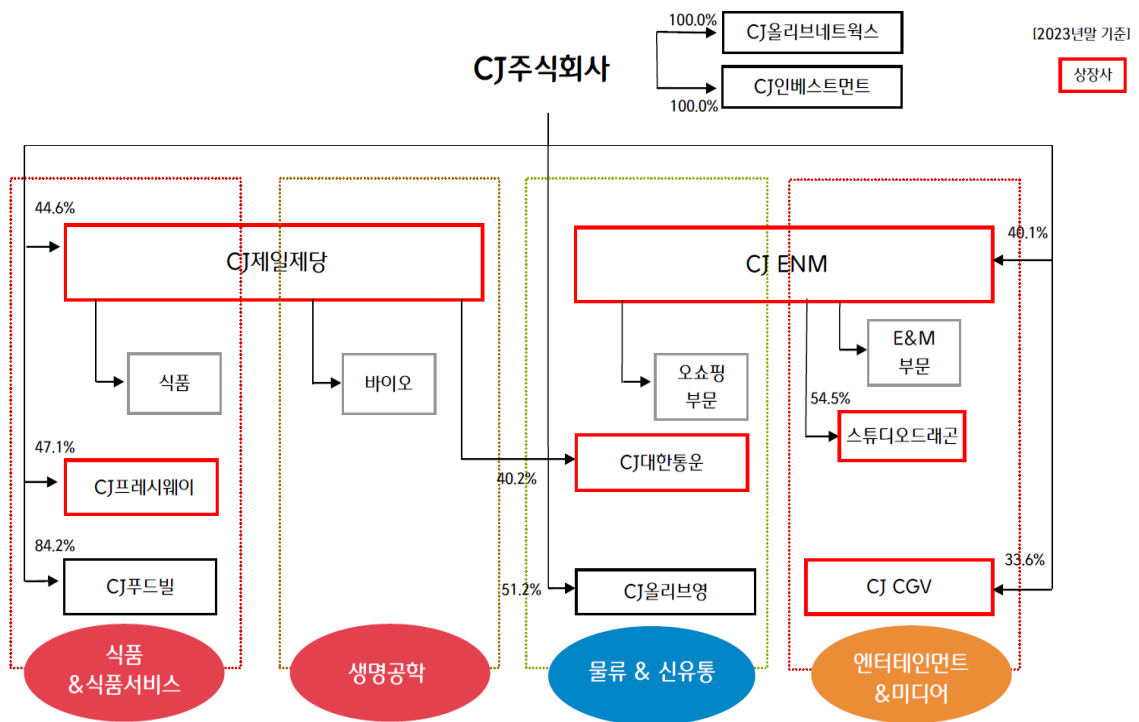
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. CJ 주주 분포(2023년 12월 31일 기준)



자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

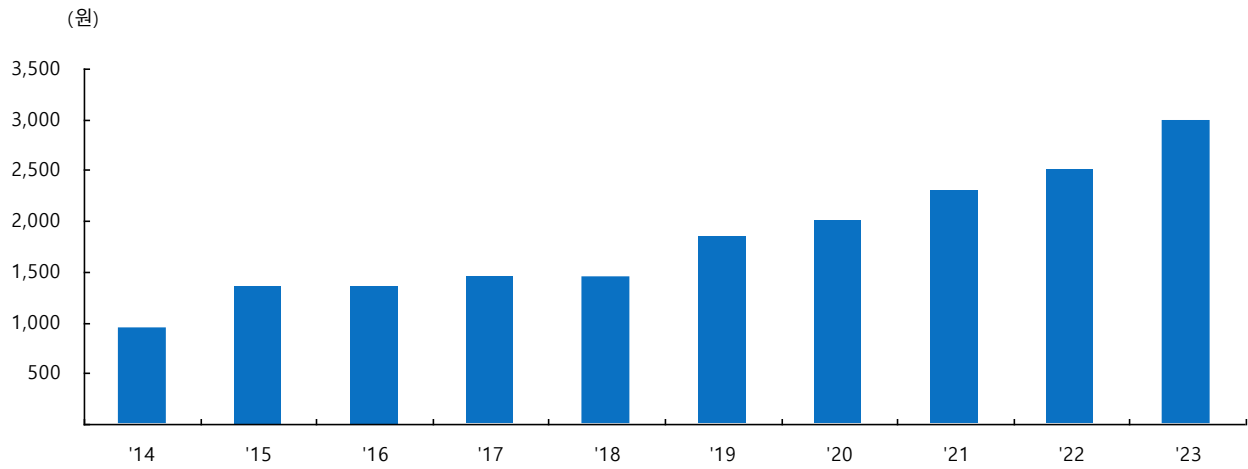
그림2. CJ 그룹 지분구조



*NOTE: 보통주 기준 지분율

자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

그림3. CJ 주당 배당금 추이



자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

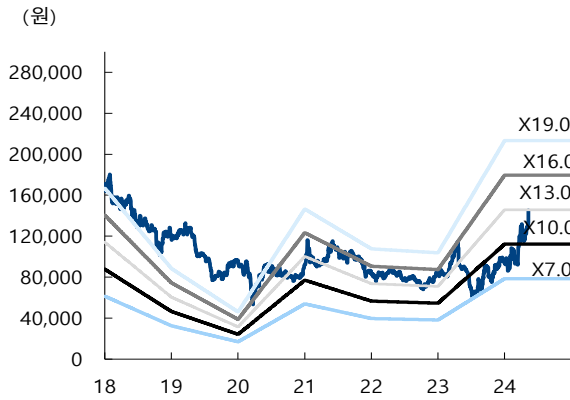
표 1. CJ 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	62,497
영업가치	4,553
순차입금	2,677
NAV	64,373
발행주식수	35,663,733
주당 NAV(원)	180,500

자회사	지분율	자회사 가치
CJ제일제당	45.6%	20,090
CJ프레시웨이	47.1%	1,079
CJ푸드빌	96.6%	1,016
CJ ENM	42.4%	6,590
CJ CGV	48.5%	2,468
CJ올리브영	51.2%	30,117
CJ올리브네트웍스	100.0%	809
기타		328

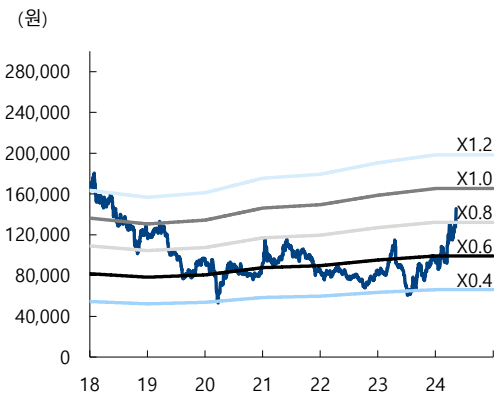
자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

그림4. CJ PER 밴드



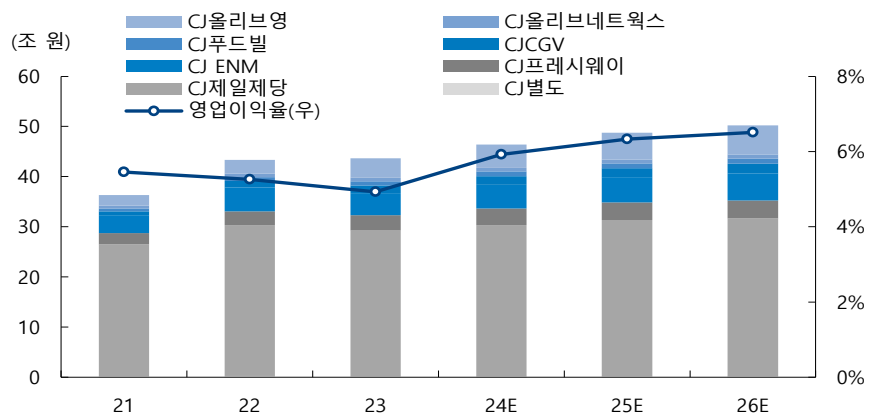
자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

그림5. CJ PBR 밴드



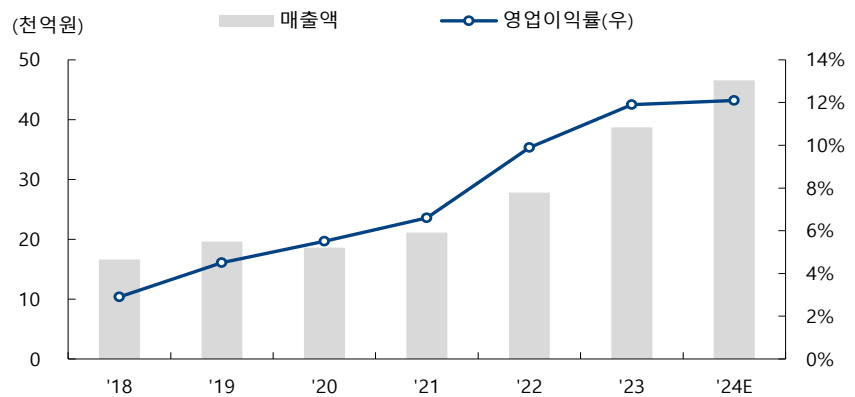
자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

그림6. CJ 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

그림7. CJ 올리브영 실적 추이



자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

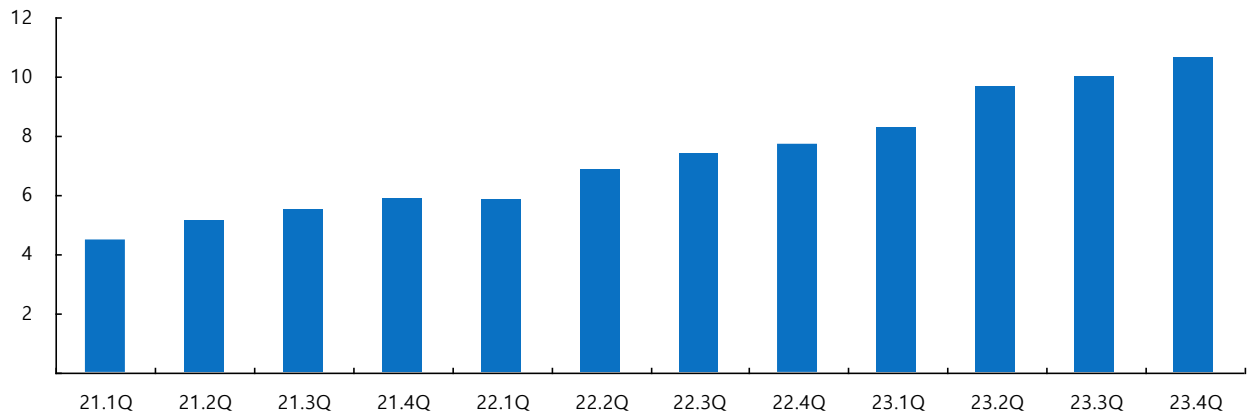
표 2. CJ 올리브영 국내 분기별 점포수 추이

구분	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
점포수(국내)	1,265	1,272	1,275	1,289	1,298	1,298	1,320	1,339	1,338
직영점	1,032	1,038	1,041	1,056	1,065	1,065	1,090	1,111	1,112
가맹점	233	234	234	233	233	233	230	228	226

자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

그림8. CJ 올리브영 분기별 매출액 추이

(천억원)



자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

표 3. CJ푸드빌 분기별 점포수 추이

구분	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
점포수	1,570	1,580	1,582	1,585	1,587	1,583	1,574	1,585	1,607
직영	106	102	87	82	65	77	76	78	79
가맹	1,282	1,294	1,304	1,308	1,313	1,294	1,295	1,298	1,305
해외점포	182	184	191	195	209	212	203	209	223

자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

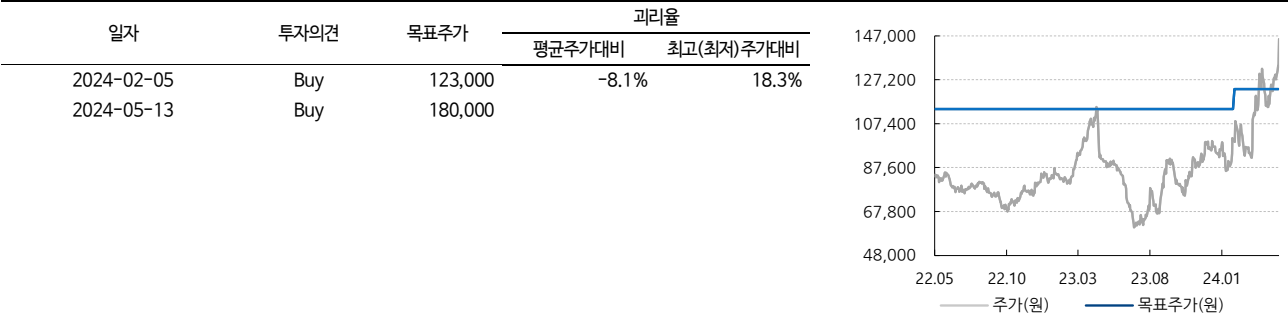
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	14,584	18,738	22,348	25,458	매출액	41,353	43,605	45,730	46,782
현금 및 현금성자산	3,646	6,351	7,870	8,113	증가율(%)	1.0	5.4	4.9	2.3
단기금융자산	812	623	479	368	매출원가	29,955	31,160	32,701	33,515
매출채권	4,888	5,138	5,374	5,491	매출총이익	11,397	12,445	13,029	13,267
재고자산	3,170	3,343	3,505	3,586	판매비와관리비	9,358	9,863	10,135	10,221
비유동자산	32,620	29,390	26,848	24,845	연구개발비	63	66	69	71
유형자산	14,306	12,229	10,572	9,250	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8,144	7,018	6,159	5,503	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	47,204	48,128	49,196	50,303	영업이익	2,039	2,583	2,893	3,045
유동부채	15,637	15,578	15,528	15,419	증가율(%)	-5.3	26.7	12.0	5.3
매입채무	2,931	3,091	3,241	3,316	영업이익률(%)	4.9	5.9	6.3	6.5
단기차입금	3,937	3,937	3,937	3,937	이자수익	152	237	284	289
유동성장기부채	3,226	3,226	3,226	3,226	이자비용	909	909	909	909
비유동부채	13,674	13,674	13,674	13,674	지분법이익(손실)	-52	-52	-52	-52
사채	4,784	4,784	4,784	4,784	기타영업외손익	-177	-253	-403	-409
장기차입금	2,503	2,503	2,503	2,503	세전계속사업이익	986	1,539	1,746	1,897
부채총계	29,311	29,252	29,201	29,092	법인세비용	461	538	611	664
자배주주지분	5,514	5,897	6,334	6,811	세전계속이익률(%)	2.4	3.5	3.8	4.1
자본금	179	179	179	179	당기순이익	525	1,001	1,135	1,233
자본잉여금	993	993	993	993	순이익률(%)	1.3	2.3	2.5	2.6
이익잉여금	4,063	4,362	4,715	5,108	자배주주귀속 순이익	195	400	454	493
기타자본항목	279	363	447	531	기타포괄이익	84	84	84	84
비자배주주지분	12,379	12,979	13,660	14,400	총포괄이익	609	1,085	1,219	1,317
자본총계	17,893	18,877	19,995	21,211	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	5,017	3,889	2,747	1,506	주당지표(원)				
당기순이익	525	1,001	1,135	1,233	EPS	5,462	11,221	12,733	13,832
유형자산감가상각비	1,982	2,078	1,657	1,322	BPS	154,609	165,355	177,612	190,969
무형자산상각비	1,078	1,126	859	655	CFPS	91,257	101,048	83,285	69,270
지분법관련손실(이익)	-52	-52	-52	-52	DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-2,365	300	256	223	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,345	-	-	-	PER	17.3	13.0	11.4	10.5
무형자산의 처분(취득)	-1,458	-	-	-	PBR	0.6	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	54	-26	-26	-26	PCR	1.0	1.4	1.7	2.1
재무활동 현금흐름	-2,974	-1,513	-1,514	-1,514	EV/EBITDA	5.7	5.1	4.8	4.3
단기금융부채의증감	-4,312	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,067	-	-	-	ROE	3.6	7.0	7.4	7.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	12.3	13.3	11.8	10.7
배당금지급	-316	-101	-101	-101	부채비율	163.8	155.0	146.0	137.2
현금및현금성자산의증감	-375	2,705	1,518	243	순부채비율	55.8	39.6	30.5	28.1
기초현금및현금성자산	4,021	3,646	6,351	7,870	매출채권회전율(x)	8.2	8.7	8.7	8.6
기말현금및현금성자산	3,646	6,351	7,870	8,113	재고자산회전율(x)	12.0	13.4	13.4	13.2

자료 : CJ, 하이투자증권 리서치본부

CJ 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. · Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	산업추천 투자등급 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 · Overweight(비중확대) · Neutral (중립) · Underweight (비중축소)
---	---

[투자등급 비율 : 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-