

CJ001040

올리브영 지배구조 변화 추진

올리브영 신한 SPC로부터 자사주 조기 매입

전일 언론보도에 따르면 올리브영은 한국뷰티파이오니아(신한 SPC)로부터 지분 11.3%를 자사주로 매입하기로 결정할 전망이다. 올리브영은 SPC가 보유한 지분을 3년 내 매입할 수 있는 콜옵션을 가지고 있다. 하지만 여러 정황상 1년 만에 조기 행사 가능성이 높았었으며 실제 3월말 이사회를 통해 결정될 전망이다. (12/18 '올리브영 지배구조 변화 임박했다' 당사 보고서 참조)

올리브영 자사주 소각 가능성과 기업가치 제고 전망

지난 12월 올리브영의 임시 주총 이후 세 가지 큰 변화가 있었다. 1) 올리브영은 자본 준비금 2,500억원을 이익 잉여금으로 전입했다(언론보도). 2) 정관의 사업 내용이 추가됐다(물류센터 운영 및 관련 서비스업 / 운송 및 운송 관련 서비스업 등). 3) 용산 노른자 땅에 6,800억 규모의 사옥 매입을 결정했다. 이익 잉여금의 증가는 배당과 이번 자사주 매입 한도 증가와 연결된다. 자사주를 전량 소각할 경우 올리브영 각 주주의 주식가치가 증가한다. 사업내용 추가는 잠재적 사업 영역 확장(해외 진출 본격화 등)으로 올리브영의 수익가치 제고로 연결된다. 사옥 매입은 향후 자산 재평가 과정을 통해 자산가치 제고로 연결된다.

결론적으로 최근의 세 가지 이벤트는 1) 올리브영 주주들의 보유 주식 가치 제고, 2) 기업가치 제고를 동시에 이룰 수 있는 변화다.

중복 상장 피하는 올리브영 + CJ 합병설 힘 얻어

외부주주가 전부 Exit하게되는 올리브영은 이제 주 CJ 51.3%, 특수 관계인 25.5%, 자사주 22.6%로 구성된다. 올리브영의 이번 자사주 매입에 따른 최종적인 지분구조 변화는 CJ 그룹의 최상위 지배구조 변화와 관련이 있으며 우리는 과정의 복잡성과 세금 이슈 등을 고려할 때 올리브영의 IPO 보다는 시장에서 기대하는 CJ와의 포괄적 주식 교환을 통한 합병 가능성을 좀 더 높게 전망한다. 올리브영의 적정 가치는 최소 6~7조원 이상으로 평가될 전망이다(표1). K-Beauty 플랫폼의 절대 강자인 올리브영의 중복 상장이 아닌 사업 지주회사 혹은 100% 자회사 형태의 구조 가능성을 고려하면 현재 주가는 크게 저평가된 상태다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	34,484	40,925	41,353	43,363	44,543
영업이익	1,882	2,154	2,039	2,826	3,871
영업이익률(%)	5.5	5.3	4.9	6.5	8.7
세전이익	1,301	1,056	986	671	1,025
지배주주지분순이익	275	202	195	162	196
EPS(원)	8,910	6,367	6,007	5,270	6,495
증감률(%)	253.3	-28.5	-5.7	-12.3	23.2
ROE(%)	5.7	3.9	3.6	2.9	3.5
PER(배)	9.4	13.2	15.7	24.2	19.7
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	3.7	3.4	3.4	2.9	2.3

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

강태호 RA
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2025.03.17

매수(유지)

목표주가(유지)	180,000원
현재주가(03/14)	127,800원
상승여력	40.8%

Stock Data

KOSPI	2,566.4pt
시가총액(보통주)	3,729십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	109천주
60일 평균거래대금	11,543백만원
외국인 지분율	15.6%
52주 최고가	152,900원
52주 최저가	89,400원
주요주주	
이재현(외 8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	12.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	31.5	32.4
3M	29.7	26.9
6M	5.2	5.5

주가차트

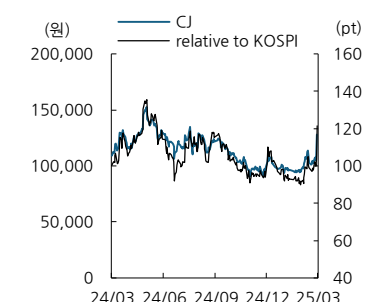


그림1 CJ올리브영 12월 임시주총 주요 내용

정관 변경	‘운송업 및 운송 관련 서비스업’ 사업 목적 추가 ‘물류센터 운용 및 관련 서비스업’ 등 사업목적 변경 ‘부동산임대업’ → ‘부동산업 및 부동산임대업’
주식발행초과금 전환	주식발행초과금 2,500억원을 이익잉여금으로 전환

자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

그림2 CJ올리브영이 매입한 KDB생명타워



자료: DS투자증권 리서치센터

그림3 KDB생명타워 주요 내용

구분	내용
위치	서울 용산구 한강대로 372 번지
건물명	KDB 생명 타워
인수가격	6,800 억원
면적 및 크기	지하 9 층 ~ 지상 30 층/ 연면적 82,000 여 m ²
기타사항	올리브영이 해당 건물 40% 임차해 사용 중 펀드, 리츠 없이 직접 투자

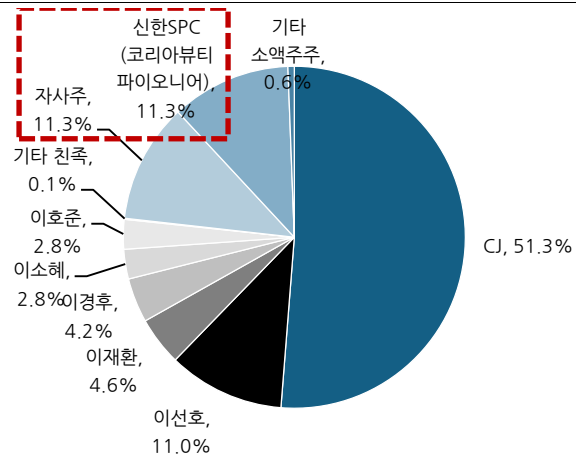
자료: DS투자증권 리서치센터

표1 CJ올리브영 합병가치 산정

순자산가치	9,933억원
사업가치	5조원~6조원 (순이익 5,000억원~6,000억원 * 10배)
전체가치	최소 6조원

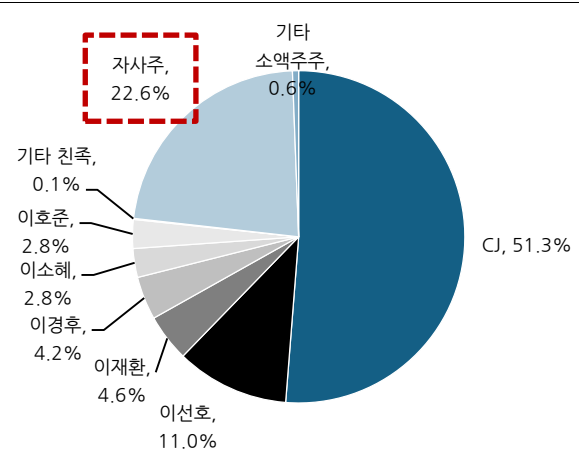
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 CJ 올리브영 기존 주주 구성



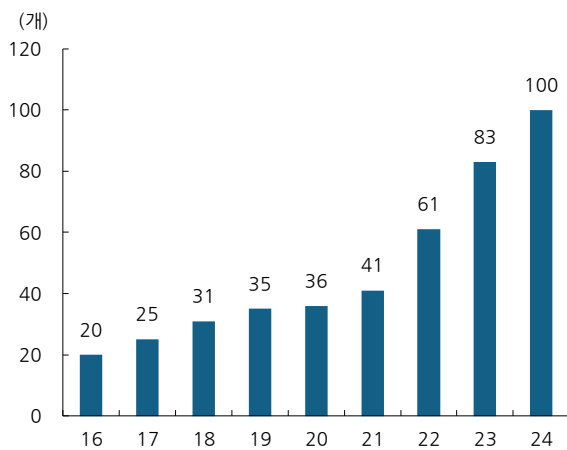
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림5 CJ 올리브영 변화될 주주 구성



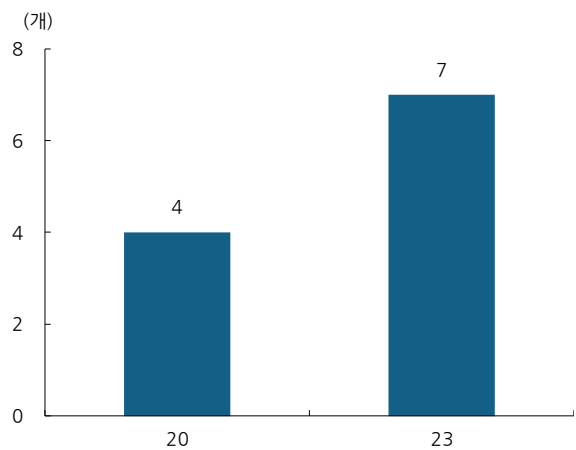
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 올리브영 내에서 100억원 이상 매출 달성한 브랜드 수



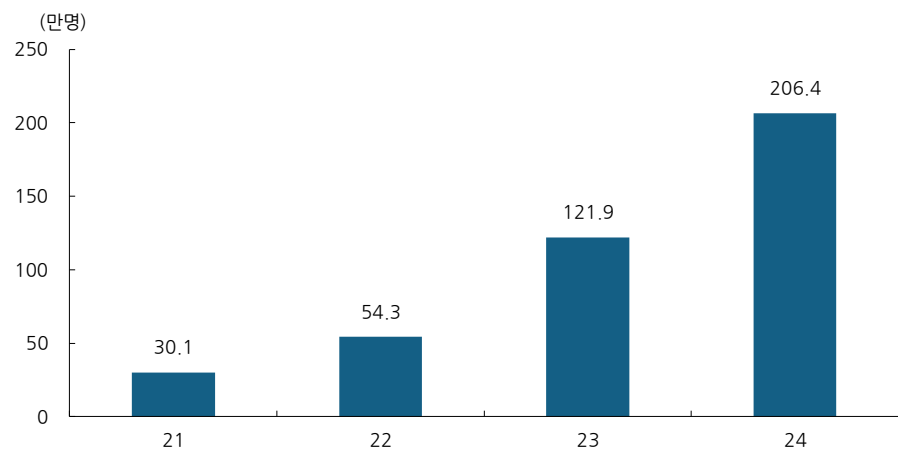
자료: CJ올리브영, DS투자증권 리서치센터

그림7 올리브영 매출 상위 10개 중 인디브랜드 비중



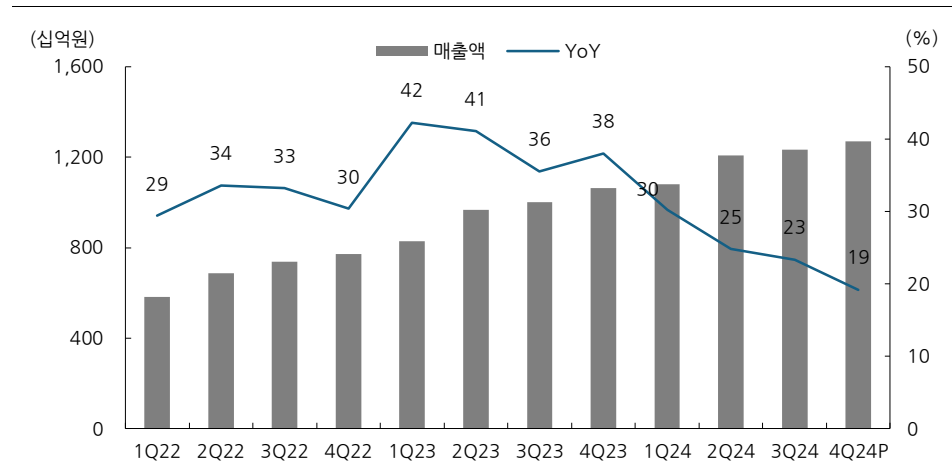
자료: CJ올리브영, DS투자증권 리서치센터

그림8 올리브영 글로벌몰 회원 수 추이



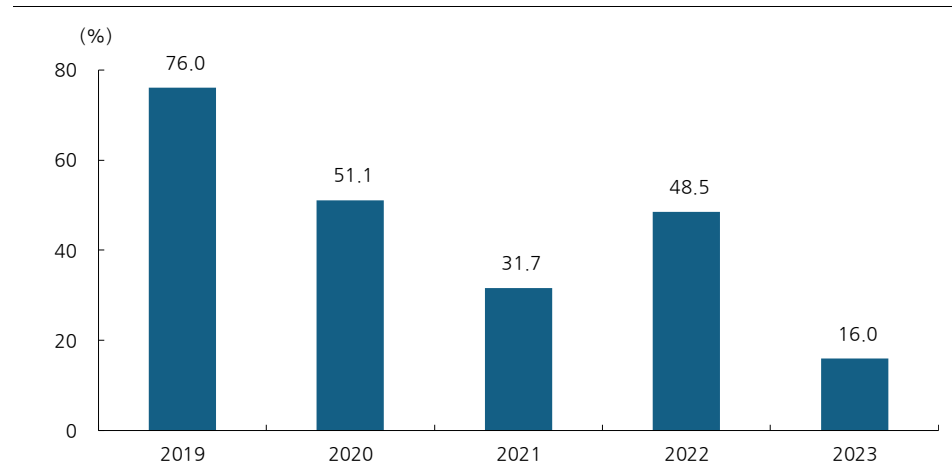
자료: CJ올리브영, DS투자증권 리서치센터

그림9 CJ올리브영 매출액 추이 및 전망



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림10 CJ 올리브영 배당성향 추이



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표2 CJ 및 상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	증감률 (%, %p)
매출액	9,777	10,290	10,619	10,666	10,436	10,683	10,845	11,399	41,353	43,363	4.9
CJ 제일제당	7,071	7,219	7,443	7,289	7,216	7,239	7,414	7,617	29,023	29,486	1.6
CJ ENM	949	1,049	1,111	1,260	1,154	1,165	1,125	1,397	4,368	4,841	10.9
CJ CGV	394	402	408	343	393	430	547	512	1,546	1,881	21.7
CJ 프레시웨이	697	779	809	788	732	811	832	848	3,074	3,223	4.8
영업이익	329	499	638	573	576	666	675	909	2,039	2,826	38.6
CJ 제일제당	253	345	396	298	376	384	416	405	1,292	1,581	22.4
CJ ENM	(50)	(30)	7	59	12	35	16	96	(15)	158	흑전
CJ CGV	(14)	16	31	17	5	22	32	38	49	97	96.7
CJ 프레시웨이	13	32	30	24	105	30	28	27	99	190	91.8
지배순이익	11	12	137	34	71	190	-167	69	195	162	-16.7
영업이익률	3.4	4.8	6.0	5.4	5.5	6.2	6.2	8.0	4.9	6.5	1.6
CJ 제일제당	3.6	4.8	5.3	4.1	5.2	5.3	5.6	5.3	4.5	5.4	0.9
CJ ENM	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	1.0	3.0	1.4	6.8	(0.3)	3.3	3.6
CJ CGV	(3.6)	3.9	7.5	4.9	1.1	5.2	5.9	7.4	3.2	5.1	1.9
CJ 프레시웨이	1.8	4.1	3.7	3.1	14.4	3.7	3.4	3.2	3.2	5.9	2.7
순이익률	0.1	0.1	1.3	0.3	0.7	1.8	-1.5	0.6	0.5	0.4	-0.1

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 CJ 비상장 자회사 영업실적 및 추이 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	증감률 (%, %p)
매출액											
CJ푸드빌	199	207	204	234	218	220	217	281	845	935	11
CJ 올리브네트웍스	145	173	165	194	168	0	0	0	677	168	(75)
CJ 올리브영	829	968	1,001	1,064	1,079	1,208	1,234	1,341	3,861	4,862	26
순이익											
CJ푸드빌	5	11	6	14	9	12	8	8	36	38	5
CJ 올리브네트웍스	9	13	10	6	0	0	0	0	36	6	(83)
CJ 올리브영	77	102	95	73	106	125	115	145	459	491	7
순이익률											
CJ푸드빌	2.7	5.1	2.9	5.9	4.3	5.4	3.6	3.0	4.2	4.0	(0.2)
CJ 올리브네트웍스	3.3	5.2	7.6	5.1	3.6	0.0	0.0	0.0	5.3	3.6	(1.7)
CJ 올리브영	9.3	10.6	9.4	6.9	9.8	10.3	9.3	10.8	11.9	10.1	(1.8)

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
상장회사 가치 (a)			515	10.2	80% 할인
CJ제일제당	45%	3,771	1,680		
CJ ENM	40%	1,213	486		
CJ CGV	37%	816	298		
CJ프레시웨이	47%	239	112		
비상장회사 가치 (b)			4,667	92.4	
C푸드빌	84%	102	86		장부가액
C올리브영	51%	600	4,581		자산가치 + 수익가치
기타자산 (c)			221	4.4	브랜드 로열티/ 임대수익 등
순차입금 (d)			350	(6.9)	
Target NAV (a+b+c-d)			5,053	100	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
주당 NAV (원)			180,000		
전일 종가			127,800		
상승여력 (%)			40.8		

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

[CJ001040]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	12,052	15,174	14,584	14,806	15,591	매출액	34,484	40,925	41,353	43,363	44,543
현금 및 현금성자산	3,194	4,021	3,646	4,900	6,152	매출원가	24,788	29,696	29,955	31,097	30,975
매출채권 및 기타채권	4,007	4,822	4,587	3,123	2,523	매출총이익	9,696	11,229	11,397	12,266	13,567
재고자산	2,736	3,707	3,170	3,508	3,543	판매비 및 관리비	7,814	9,075	9,358	9,440	9,697
기타	2,116	2,623	3,181	3,275	3,373	영업이익	1,882	2,154	2,039	2,826	3,871
비유동자산	29,904	33,067	32,620	31,530	31,049	(EBITDA)	4,329	5,362	5,099	5,923	6,867
관계기업투자등	3,352	3,191	3,108	2,532	2,420	금융손익	-463	-580	-757	-2,201	-2,129
유형자산	13,453	14,277	14,306	13,846	13,485	이자비용	521	676	909	2,201	2,129
무형자산	6,742	8,334	8,144	7,804	7,498	관계기업등 투자손익	344	-148	255	0	0
자산총계	41,956	48,240	47,204	46,336	46,640	기타영업외손익	-461	-370	-551	46	-717
유동부채	12,546	16,950	15,637	14,787	14,944	세전계속사업이익	1,301	1,056	986	671	1,025
매입채무 및 기타채무	5,197	6,198	5,533	4,577	4,623	계속사업법인세비용	494	369	461	235	256
단기금융부채	6,260	9,233	7,484	7,484	7,484	계속사업이익	807	687	525	436	768
기타유동부채	1,089	1,519	2,620	2,726	2,837	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	12,946	13,556	13,674	13,594	13,648	당기순이익	807	687	525	436	768
장기금융부채	10,809	11,062	11,039	10,889	10,869	지배주주	275	202	195	162	196
기타비유동부채	2,138	2,494	2,635	2,705	2,779	총포괄이익	984	745	620	436	768
부채총계	25,492	30,507	29,311	28,382	28,591	매출총이익률 (%)	28.1	27.4	27.6	28.3	30.5
지배주주지분	5,066	5,183	5,514	5,576	5,670	영업이익률 (%)	5.5	5.3	4.9	6.5	8.7
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	12.6	13.1	12.3	13.7	15.4
자본잉여금	993	993	993	993	993	당기순이익률 (%)	2.3	1.7	1.3	1.0	1.7
이익잉여금	3,810	3,963	4,063	4,124	4,219	ROA (%)	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4
비지배주주지분(연결)	11,398	12,551	12,379	12,379	12,379	ROE (%)	5.7	3.9	3.6	2.9	3.5
자본총계	16,464	17,734	17,893	17,954	18,049	ROIC (%)	4.5	5.0	3.7	6.5	10.6

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	3,353	4,045	5,017	3,512	3,888	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	807	687	525	436	768	P/E	9.4	13.2	15.7	24.2	19.7
비현금수익비용가감	3,168	4,315	4,244	2,894	2,497	P/B	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
유형자산감가상각비	1,801	1,830	1,982	2,011	1,954	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	647	1,378	1,078	1,086	1,042	EV/EBITDA	3.7	3.4	3.4	2.9	2.3
기타현금수익비용	720	1,107	1,184	-203	-500	P/CF	0.7	0.6	0.7	1.4	1.4
영업활동 자산부채변동	-572	-786	249	182	623	배당수익률 (%)	2.8	3.0	3.2	2.4	2.4
매출채권 감소(증가)	-476	-622	124	1,464	600	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-406	-897	277	-338	-35	매출액	7.8	18.7	1.0	4.9	2.7
매입채무 증가(감소)	472	589	-299	-956	46	영업이익	35.3	14.5	-5.3	38.6	37.0
기타자산 부채변동	-161	143	148	12	13	세전이익	153.2	-18.8	-6.7	-31.9	52.6
투자활동 현금	-1,623	-4,611	-2,365	-2,007	-2,515	당기순이익	295.6	-14.9	-23.6	-16.9	76.2
유형자산처분(취득)	-1,314	-1,725	-1,345	-1,551	-1,593	EPS	253.3	-28.5	-5.7	-12.3	23.2
무형자산 감소(증가)	-841	-1,514	-1,458	-746	-736	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-64	-83	-26	577	112	부채비율	154.8	172.0	163.8	158.1	158.4
기타투자활동	595	-1,289	463	-287	-298	유동비율	96.1	89.5	93.3	100.1	104.3
재무활동 현금	-1,230	1,379	-2,974	-251	-121	순차입금/자기자본(x)	79.5	85.7	78.3	70.3	62.8
차입금의 증가(감소)	-251	1,811	-1,961	-150	-20	영업이익/금융비용(x)	3.6	3.2	2.2	1.3	1.8
자본의 증가(감소)	-257	-345	-316	-101	-101	총차입금 (십억원)	17,069	20,296	18,523	18,373	18,353
배당금의 지급	257	345	316	101	101	순차입금 (십억원)	13,086	15,200	14,018	12,615	11,343
기타재무활동	-722	-87	-696	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	591	827	-375	1,253	1,252	EPS	8,910	6,367	6,007	5,270	6,495
기초현금	2,603	3,194	4,021	3,646	4,900	BPS	142,050	145,321	154,609	156,337	158,991
기말현금	3,194	4,021	3,646	4,900	6,152	SPS	966,921	1,147,521	1,159,517	1,215,882	1,248,961
NOPLAT	1,167	1,401	1,085	1,837	2,903	CFPS	111,446	140,254	133,698	93,373	91,551
FCF	1,779	-395	2,652	1,504	1,372	DPS	2,300	2,500	3,000	3,010	3,020

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

CJ (001040) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-05-18	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	-20.3	-5.6	
2024-02-27	매수	140,000	-18.2	-5.6	
2024-03-15	매수	140,000	-13.3	-5.6	
2024-05-08	매수	170,000	-25.6	-10.2	
2024-05-23	매수	170,000	-27.1	-17.1	
2024-08-07	매수	170,000	-30.4	-28.8	
2024-08-16	매수	180,000	-41.4	-28.2	
2024-12-18	매수	180,000	-43.9	-29.0	
2025-01-16	매수	180,000	-43.7	-29.0	
2025-03-17	매수	180,000			

투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이전 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	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.