

# CJ001040

## 올리브영 사상 최대 실적 & 하반기도 호조

### 2분기 올리브영 오프라인 외국인 매출 비중 30%로 역대 최대

올리브영 2Q25 매출액 1.46조원 (+21% YoY, +18.4% QoQ), 순이익 1,440억원 (+15.3% YoY, +14% QoQ)의 사상 최대 실적을 기록했다. 2분기 외국인 오프라인 매출 비중이 30%로 역대 최대치를 달성했다. 5월까지 720.6만명 방문 외국인 중 올리브영 구매 외국인 수는 596.3만명으로 방문 외국인의 83%가 올리브영에서 소비했다. 이 중 중국인 관광객의 인당 구매액은 +40~50% YoY 증가한 것으로 추정되며 이는 국가별 중 가장 높은 증가세다.

### 글로벌 몰 성장 드라이브는 미국

K뷰티 역직구 플랫폼 올리브영 온라인 글로벌 몰 회원수는 335만명을 기록했다. 상반기 매출은 +70% YoY 증가했다. 전체 매출의 50%가 미국에서 발생하며 이번 성장의 40%를 견인했다. 영국의 상반기 매출 성장률은 +300% YoY, 일본 180% YoY, 싱가포르 +198% YoY 및 기타 동남아시아도 +150~200% YoY의 고성장을 보이고 있다.

### 3분기 더 큰 숫자 나올 것 → 중국인 구매력 증가 및 글로벌 몰 성장

7월~8월 외국인 인바운드 매출 성장이 총 방문 관광객 증가율을 크게 상회하는 것으로 추정되며 글로벌 몰의 고성장이 지속되면서 3분기 올리브영 매출은 1.5조원(+24% YoY)을 넘어서는 역대 최대 실적이 전망된다. 2분기 투자 성격의 북미 인건비 증가로 순이익률이 9.9%로 낮아졌으나 3분기 10.2%로 회복될 전망이다. 3분기 예상 순이익은 1,569억원 (+36.4% YoY)의 사상 최대 수준이다.

### CJ PBR (Trailing) 최소 1배까지 상승 무난 - 목표주가 26만원으로 상향

우리는 CJ의 Trailing PBR은 최소 1배까지 무난히 상승할 것으로 전망한다 (24년 지배주주 자본 5.45조원). 올리브영 25년 예상 순이익 5,950억원, 26년 순이익 7,750억원으로 최소 기업가치는 (순자산 + 수익가치) 7~8조원 이상으로 추정된다. 여기에 올리브영의 자사주 소각 시 CJ의 보유 지분을 상승 등을 감안할 경우 산출되는 목표주가는 26만원이다.

#### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	40,925	41,353	43,647	45,536	48,802
영업이익	2,154	2,039	2,547	2,595	3,115
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.8	5.7	6.4
세전이익	1,056	986	709	1,654	1,809
지배주주지분순이익	202	195	100	573	679
EPS(원)	6,367	6,007	2,774	20,430	24,362
증감률(%)	-28.5	-5.7	-53.8	636.5	19.2
ROE(%)	3.9	3.6	1.8	10.2	11.2
PER(배)	13.2	15.7	35.7	7.1	5.9
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.4	3.4	2.9	3.4	3.0

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

강태호 연구원  
02-709-2666  
kth@ds-sec.co.kr

2025.08.18

#### 매수(유지)

목표주가(상향)	260,000원
현재주가(08/14)	144,500원
상승여력	79.9%

#### Stock Data

KOSPI	3,225.7pt
시가총액(보통주)	4,216십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	230천주
60일 평균거래대금	34,957백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	177,000원
52주 최저가	89,400원
주요주주	
이재현(외 8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	13.5%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-17.4	-18.1
3M	13.2	-9.0
6M	48.7	24.2

#### 주가차트

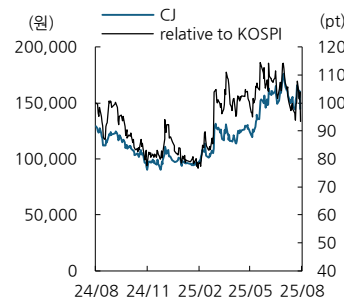


표1 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
<b>상장회사 가치 (a)</b>			<b>1,149</b>	<b>16.6</b>	상장 회사 가치 70% 할인
CJ제일제당	45%	3,553	1,583		
CJ ENM	40%	1,592	638		
CJ CGV	37%	780	285		
CJ프레시웨이	47%	355	167		
<b>비상장회사 가치 (b)</b>			<b>4,998</b>	<b>72.2</b>	
C푸드빌	84%	102	86		장부가액
C올리브영	66%	7,500	4,913		자산가치 + 수익가치
<b>기타자산 (c)</b>			<b>1,126</b>	<b>16.3</b>	브랜드로열티 / 임대 수익 가치 * P/E 5배 적용
<b>순차입금 (d)</b>			<b>350</b>	<b>(5.0)</b>	
<b>Target NAV (a+b+c-d)</b>			<b>6,924</b>	<b>100</b>	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
<b>주당 NAV (원)</b>			<b>260,000</b>		
전일 종가			144,500		
<b>상승여력 (%)</b>			<b>79.9</b>		

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 CJ 및 상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	25F 증감률 (%, %p)
<b>매출액</b>	<b>10,436</b>	<b>10,683</b>	<b>10,845</b>	<b>11,683</b>	<b>10,600</b>	<b>11,119</b>	<b>11,669</b>	<b>12,148</b>	<b>43,647</b>	<b>45,536</b>	<b>48,802</b>	<b>4.3</b>
CJ제일제당	7,216	7,239	7,414	7,490	7,208	7,237	7,652	7,733	29,359	29,830	30,843	1.6
CJ ENM	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,313	1,271	1,656	5,232	5,378	5,666	2.8
CJ CGV	393	430	547	588	534	492	587	547	1,958	2,160	2,512	10.3
CJ프레시웨이	732	811	832	850	799	883	912	923	3,225	3,516	3,710	9.0
<b>영업이익</b>	<b>576</b>	<b>666</b>	<b>675</b>	<b>630</b>	<b>535</b>	<b>619</b>	<b>677</b>	<b>764</b>	<b>2,548</b>	<b>2,595</b>	<b>3,115</b>	<b>1.9</b>
CJ제일제당	376	384	416	377	333	353	394	394	1,553	1,474	1,592	-5.1
CJ ENM	12	35	16	41	1	29	36	67	104	132	190	27.6
CJ CGV	5	22	32	17	3	2	31	40	76	76	137	0.3
CJ프레시웨이	105	30	28	25	11	27	33	29	189	101	115	-46.6
<b>지배순이익</b>	<b>71</b>	<b>190</b>	<b>-167</b>	<b>-20</b>	<b>70</b>	<b>166</b>	<b>163</b>	<b>174</b>	<b>73</b>	<b>572</b>	<b>679</b>	<b>685.1</b>
<b>영업이익률</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>	<b>5.4</b>	<b>5.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.8</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>	<b>5.7</b>	<b>6.4</b>	<b>-0.1</b>
CJ제일제당	5.2	5.3	5.6	5.0	4.6	4.9	5.1	5.1	5.3	4.9	5.2	(0.3)
CJ ENM	1.0	3.0	1.4	2.3	0.1	2.2	2.9	4.0	2.0	2.5	3.4	0.5
CJ CGV	1.1	5.2	5.9	2.9	0.6	0.3	5.3	7.4	3.9	3.5	5.5	(0.4)
CJ프레시웨이	14.4	3.7	3.4	3.0	1.3	3.1	3.7	3.2	5.8	2.9	3.1	(3.0)
<b>순이익률</b>	<b>0.7</b>	<b>1.8</b>	<b>-1.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>0.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>

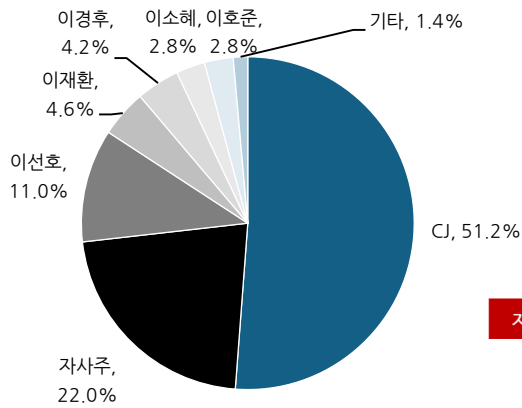
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 CJ 비상장 자회사 영업실적 및 추이 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	25F 증감률 (%, %p)
<b>매출액</b>												
CJ푸드빌	218	220	217	255	230	239	238	296	909	1,004	1,170	10
CJ올리브영	1,079	1,208	1,234	1,269	1,234	1,462	1,530	1,522	4,790	5,749	6,941	20
<b>순이익</b>												
CJ푸드빌	9	12	8	19	8	4	7	15	48	34	68	(29)
CJ올리브영	106	125	115	133	126	144	157	167	479	595	775	24
<b>순이익률</b>												
CJ푸드빌	4.3	5.4	3.6	7.3	3.6	1.5	3.0	5.0	5.3	3.4	5.8	(1.9)
CJ올리브영	9.8	10.3	9.3	10.5	10.2	9.9	10.2	11.0	10.0	10.3	11.2	0.3

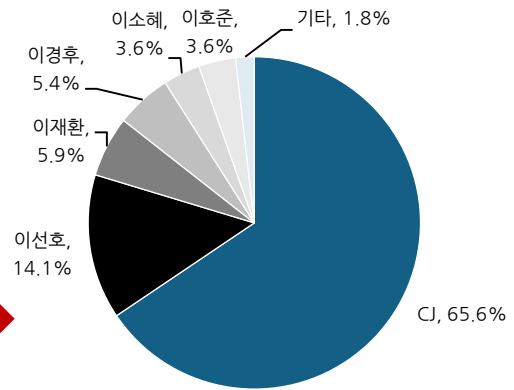
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 CJ 올리브영 현재 지분 구조



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림2 자사주 소각 시 올리브영 지배 구조 변화



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림3 상장사와 비상장사 합병 관련 자본시장법 시행령

**자본시장법 시행령 제176조의5 제1항 2호**

상장사와 비상장사 간 합병에서 상장사 시가가 PBR 1배 미만이면 PBR 1배로 합병비율을 정할 수 있음

자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 동원산업의 합병 사례

**동원산업-동원엔터프라이즈 합병 논란 쟁점은**

※고 2022-04-23 0705

합병가액 산정 두고 "소액주주에 불리" 지적  
 소액주주 기관투자가 "지배주주 이익 위해 합병비율 왜곡"  
 동원산업 "경영 효율성 제고 목적...법적 문제 없어"



동원산업, 소액주주 반발에 결국 합병비율 조정...합병가액 53% ↑

자료: DS투자증권 리서치센터

[CJ001040]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	15,174	14,584	14,690	17,528	19,153	매출액	40,925	41,353	43,647	45,536	48,802
현금 및 현금성자산	4,021	3,646	3,156	4,743	5,779	매출원가	29,696	29,955	31,023	32,065	34,031
매출채권 및 기타채권	4,822	4,587	4,925	5,466	5,731	매출총이익	11,229	11,397	12,624	13,471	14,771
재고자산	3,707	3,170	3,082	3,661	3,838	판매비 및 관리비	9,075	9,358	10,076	10,876	11,656
기타	2,623	3,181	3,525	3,657	3,805	영업이익	2,154	2,039	2,547	2,595	3,115
비유동자산	33,067	32,620	32,807	32,328	31,707	(EBITDA)	5,362	5,099	6,268	6,303	6,750
관계기업투자등	3,191	3,108	2,865	2,879	2,902	금융손익	-580	-757	-796	-1,918	-2,558
유형자산	14,277	14,306	14,313	13,886	13,386	이자비용	676	909	963	1,918	2,558
무형자산	8,334	8,144	8,226	7,867	7,410	관계기업등 투자손익	-148	255	47	23	0
자산총계	48,240	47,204	47,497	49,856	50,860	기타영업외손익	-370	-551	-1,089	954	1,252
유동부채	16,950	15,637	17,297	20,246	20,587	세전계속사업이익	1,056	986	709	1,654	1,809
매입채무 및 기타채무	6,198	5,533	5,363	4,726	4,955	계속사업법인세비용	369	461	558	479	452
단기금융부채	9,233	7,484	9,333	12,734	12,734	계속사업이익	687	525	151	1,174	1,357
기타유동부채	1,519	2,620	2,601	2,786	2,899	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	13,556	13,674	12,453	11,526	11,611	당기순이익	687	525	151	1,174	1,357
장기금융부채	11,062	11,039	9,578	9,314	9,314	지배주주	202	195	100	573	679
기타비유동부채	2,494	2,635	2,876	2,212	2,296	총포괄이익	745	620	381	1,174	1,357
부채총계	30,507	29,311	29,751	31,772	32,198	매출총이익률 (%)	27.4	27.6	28.9	29.6	30.3
지배주주지분	5,183	5,514	5,459	5,782	6,360	영업이익률 (%)	5.3	4.9	5.8	5.7	6.4
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	13.1	12.3	14.4	13.8	13.8
자본잉여금	993	993	993	993	993	당기순이익률 (%)	1.7	1.3	0.3	2.6	2.8
이익잉여금	3,963	4,063	4,038	4,509	5,087	ROA (%)	0.4	0.4	0.2	1.2	1.3
비지배주주지분(연결)	12,551	12,379	12,287	12,302	12,302	ROE (%)	3.9	3.6	1.8	10.2	11.2
자본총계	17,734	17,893	17,746	18,084	18,662	ROIC (%)	5.0	3.7	1.9	6.0	7.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,045	5,017	4,831	4,942	4,187	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	687	525	151	1,174	1,357	P/E	13.2	15.7	35.7	7.1	5.9
비현금수익비용가감	4,315	4,705	6,067	3,501	3,041	P/B	0.6	0.6	0.6	0.9	0.8
유형자산감가상각비	1,830	1,982	2,040	2,094	2,004	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	1,378	1,078	1,681	1,614	1,631	EV/EBITDA	3.4	3.4	2.9	3.4	3.0
기타현금수익비용	1,107	1,645	2,346	-374	-594	P/CF	0.6	0.6	0.6	1.1	1.2
영업활동 자산부채변동	-786	249	-967	413	-211	배당수익률 (%)	3.0	3.2	3.0	2.1	2.1
매출채권 감소(증가)	-622	124	-397	-498	-264	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-897	277	386	-711	-177	매출액	18.7	1.0	5.5	4.3	7.2
매입채무 증가(감소)	589	-299	-449	2,056	228	영업이익	14.5	-5.3	24.9	1.9	20.0
기타자산 부채변동	143	148	-507	-435	2	세전이익	-18.8	-6.7	-28.1	133.3	9.4
투자활동 현금	-4,611	-2,365	-2,188	-2,896	-3,050	당기순이익	-14.9	-23.6	-71.2	676.8	15.5
유형자산처분(취득)	-1,725	-1,345	-973	-1,420	-1,504	EPS	-28.5	-5.7	-53.8	636.5	19.2
무형자산 감소(증가)	-1,514	-1,458	-1,302	-1,169	-1,174	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-83	-26	306	-48	-60	부채비율	172.0	163.8	167.6	175.7	172.5
기타투자활동	-1,289	463	-219	-259	-312	유동비율	89.5	93.3	84.9	86.6	93.0
재무활동 현금	1,379	-2,974	-3,217	-463	-101	순차입금/자기자본(x)	85.7	78.3	83.1	90.7	82.1
차입금의 증가(감소)	1,811	-1,933	-981	-188	0	영업이익/금융비용(x)	3.2	2.2	2.6	1.4	1.2
자본의 증가(감소)	-345	-316	-264	-101	-101	총차입금 (십억원)	20,296	18,523	18,911	22,048	22,048
배당금의 지급	345	316	264	101	101	순차입금 (십억원)	15,200	14,018	14,739	16,394	15,321
기타재무활동	-87	-725	-1,972	-174	0	주당지표(원)					
현금의 증가	827	-375	-490	1,587	1,036	EPS	6,367	6,007	2,774	20,430	24,362
기초현금	3,194	4,021	3,646	3,156	4,743	BPS	145,321	154,609	153,068	162,127	178,336
기말현금	4,021	3,646	3,156	4,743	5,779	SPS	1,147,521	1,159,517	1,223,833	1,276,821	1,368,393
NOPLAT	1,401	1,085	543	1,843	2,336	CFPS	140,254	146,632	174,358	131,106	123,317
FCF	-395	3,113	3,063	2,193	1,136	DPS	2,500	3,000	3,000	3,010	3,020

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## CJ (001040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
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	-34.2	-2.3	
2024-12-18	매수	180,000	-31.1	-2.3	
2025-01-16	매수	180,000	-29.2	-2.3	
2025-03-17	매수	180,000	-23.2	-2.3	
2025-05-29	매수	180,000	-13.1	-2.3	
2025-07-28	매수	240,000	-36.3	-30.9	
2025-08-18	매수	260,000			

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수	비중확대
중립	중립
매도	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

## 투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

## 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.