



2023년 11월 16일 | 기업분석_Update

CJ (001040)

올리브영 순항 중. 과징금 관련 시장 우려도 다소 과도

BUY (유지)

목표주가(12M) 120,000원
현재주가(11.15) 87,500원

Key Data

| | |
|------------------|----------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,486.67 |
| 52주 최고/최저(원) | 114,900/60,600 |
| 시가총액(십억원) | 2,553.0 |
| 시가총액비중(%) | 0.13 |
| 발행주식수(천주) | 29,177.0 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 240.3 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 19.2 |
| 외국인지분율(%) | 11.25 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 이재현 외 7인 | 47.26 |
| 국민연금공단 | 11.01 |

Consensus Data

| | 2023 | 2024 |
|-----------|----------|----------|
| 매출액(십억원) | 42,360.0 | 45,267.8 |
| 영업이익(십억원) | 1,951.9 | 2,453.3 |
| 순이익(십억원) | 469.1 | 764.6 |
| EPS(원) | 3,982 | 9,412 |
| BPS(원) | 160,066 | 167,931 |

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 34,484.0 | 40,924.9 | 41,788.9 | 45,198.9 |
| 영업이익 | 1,881.8 | 2,154.2 | 2,052.9 | 2,638.6 |
| 세전이익 | 1,300.8 | 1,056.2 | 1,023.7 | 1,471.8 |
| 순이익 | 275.0 | 202.1 | 190.8 | 282.5 |
| EPS | 7,710 | 5,666 | 5,351 | 7,922 |
| 증감율 | 217.28 | (26.51) | (5.56) | 48.05 |
| PER | 10.82 | 14.84 | 15.72 | 10.62 |
| PBR | 0.57 | 0.56 | 0.54 | 0.52 |
| EV/EBITDA | 6.31 | 5.70 | 6.02 | 5.19 |
| ROE | 5.66 | 3.94 | 3.61 | 5.15 |
| BPS | 146,205 | 149,477 | 155,367 | 160,647 |
| DPS | 2,300 | 2,500 | 2,800 | 3,000 |



Analyst 최정욱, CFA cuchoi@hanafn.com
RA 김현수 hskim02@hanafn.com

하나증권 리서치센터

한한령 해제에 따른 입국자 수 급증은 없었지만 올리브영의 성장성은 여전히 견고

CJ에 대한 투자의견 매수와 목표주가 120,000원을 유지. CJ 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 10.6조원과 6,375억원으로 YoY 2.5%와 0.4% 감소했지만 QoQ로는 3.2%와 27.8% 증가해 실적 개선세가 지속. 이는 상장 자회사들의 이익 증가에 주로 기인하는데 대외환경 악화에도 식품사업부문과 엔터테인먼트&미디어부문의 역성장 폭이 완화되고, 유통부문의 성장세는 유지되었기 때문. CJ제일제당의 3분기 영업이익은 3,960억원으로 전분기대비 상당 폭 추가 개선되었고, 우려가 컸던 CJ ENM은 피프스시즌 손실 축소 및 인건비 감축 등을 통해 영업이익이 74억원으로 흑자전환하는 모습을 보였으며 CJ CGV는 305억원의 영업이익을 실현해 서프라이즈 수준으로 대폭 개선되는 모습이었음. CGV의 이익 확대는 국내 부문에서는 고마진 매출 구성비 개선 및 비용효율화의 영향, 해외부문에서는 중국 및 튀르키예 박스 오피스 증가 때문으로 추정됨. CJ올리브영의 경우 한한령 해제에도 불구하고 방한 중국인 관광객 수가 아직 빠르게 증가하고 있지는 않지만 내국인 매출 증가 및 일본인 관광객 증가 등에 힘입어 분기 매출이 1조원을 상회하면서 YoY 35.5% 증가했고, 순이익도 945억원으로 YoY 70% 증가하는 등 순항 중. 온라인 비중 상승에 따른 비용효율화로 인해 영업이익률이 12%대를 기록하고 있으며, 3분기 외국인 매출은 약 860억원으로 QoQ로도 20% 이상 증가하면서 전체 매출 중 외국인 매출의 비중은 약 8.6%대로 상승한 것으로 추정

올리브영의 독점거래 강요 관련 과징금에 대한 시장 우려도 다소 과도하다고 판단

최근 공정위는 'CJ올리브영의 시장지배적지위 남용 행위 및 대규모 유통업법 위반 행위에 대한 건' 심사보고서에서 이를 매우 중대한 위법 행위로 판단해 독점적사업자 지위 남용으로 제재해야 한다는 의견을 낸 것으로 알려짐. 주요 언론에 따르면 CJ올리브영의 시장지배적 지위가 인정될 경우 최대 과징금은 2014년부터 발생한 관련 매출액 9.8조원에 과징금 부과율 상한인 6.0%를 곱할 경우 최대 5,800억원 수준이 될 수도 있다고 보도. 다만 CJ올리브영의 시장점유율 산정에 있어서 시장획정에 대한 쟁점이 있는 상황이며(온오프라인을 합쳐서 시장을 획정할 경우 대형온라인 쇼핑몰이 포함되어 CJ올리브영의 시장점유율은 12% 수준에 불과. 이 경우 대규모 유통업법 위반 혐의만 적용되면서 과징금 급감 가능성), 설령 시장지배적 독점사업자로서의 지위가 인정된다고 하더라도 독점거래 강요 의혹이 제기된 실제 기간과 관련 상품군으로 매출액을 한정할 경우 부과 과징금 수준은 언론에서 보도되고 있는 수천억원보다는 크게 낮은 수십억원 수준에 그칠 수도 있다고 판단. 또한 공정위 제재 여부와 수위가 결정된다고 하더라도 행정소송 절차를 밟을 가능성이 높기 때문에 최종 소송 결과를 지켜볼 필요가 있음

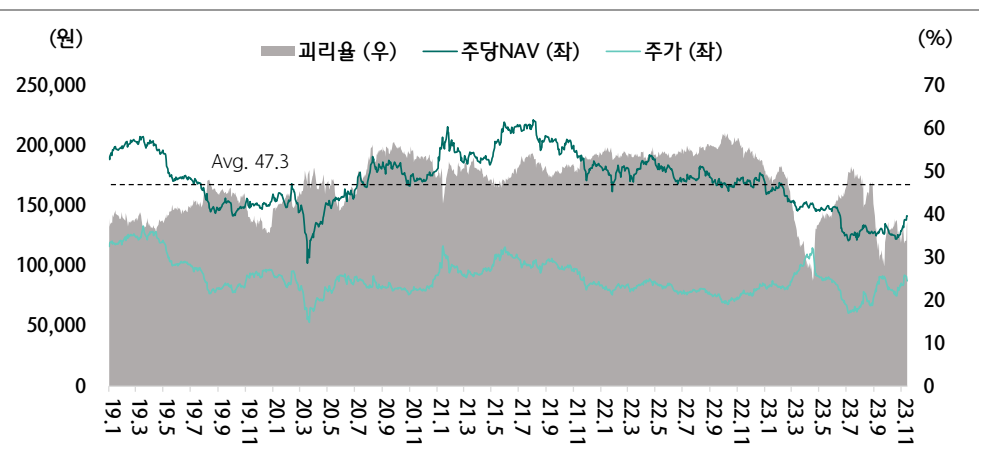
도표 1. CJ SOTP Valuation

(십억원, 원, 주, %)

| 구분 | | 항목 | 12M Forward | 적용배수 | Value | NAV 비중 | 비고 |
|-------------|--------|----------------------|-------------|------------|-------|--------|--|
| 영업가치 | | 로열티 | 159 | 5.0 | 795 | 11.3 | |
| | | 임대료수익 | 5 | 5.0 | 26 | 0.4 | |
| | | 소계 | | | 821 | 11.6 | |
| 지분가치 | 상장자회사 | 계열사명 | 지분율 | 시가총액 | Value | NAV 비중 | 비고 |
| | | CJ 제일제당 | 44.6 | 4,810 | 2,143 | 30.4 | CGV 올리브네트웍스 현물출자 후 예상지분을 적용 |
| | | CJ ENM | 40.1 | 1,517 | 608 | 8.6 | |
| | | CJ CGV | 50.9 | 906 | 461 | 6.5 | |
| | | CJ 프레시웨이 | 47.1 | 288 | 136 | 1.9 | |
| | | 소계 | | | 3,348 | 47.5 | |
| | | 소계(상장자회사 50% 할인 적용) | | | 1,674 | | |
| | 비상장자회사 | 계열사명 | 지분율 | 장부가액 | Value | NAV 비중 | 비고 |
| | | CJ 올리브영 | 51.2 | 54 | 2,894 | 41.1 | CJ 올리브영 2023년 예상순이익에 ULTA(Nasdaq) PER 15배 적용 후 50% 할인 적용 |
| | | CJ 푸드빌 | 96.6 | 102 | 98 | 1.4 | |
| | | 기타 비상장 | | 33 | 33 | 0.5 | |
| | | 소계 | | | 3,024 | 42.9 | |
| | | 소계(CJ올리브영 50% 할인 적용) | | | 1,577 | | |
| | | 자기주식 | | | | 186 | 2.6 |
| 순차입금(별도) | | | | -335 | -4.8 | | |
| 실질 NAV | | | | 7,044 | 100.0 | | |
| 목표 NAV | | | | 3,923 | 55.7 | | |
| 발행주식수 | | | | 29,176,998 | | | |
| 목표주가 | | | | 120,000 | | | |
| 현재주가(11/15) | | | | 87,500 | | | |
| 상승여력(%) | | | | 36.0% | | | |

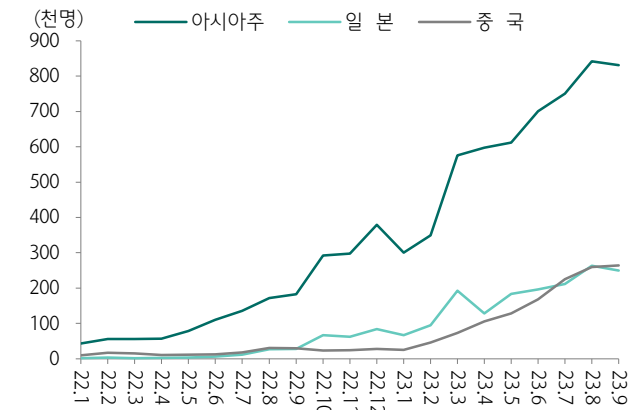
주: 상장자회사 시가총액은 2023년 11월 15일 종가 기준

도표 2. CJ 실질 NAV와 주가 및 할인을 추이



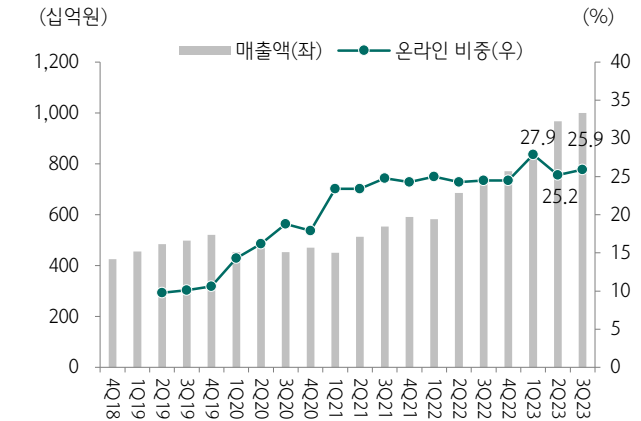
자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 외국인 월별 입국자 증가 추이



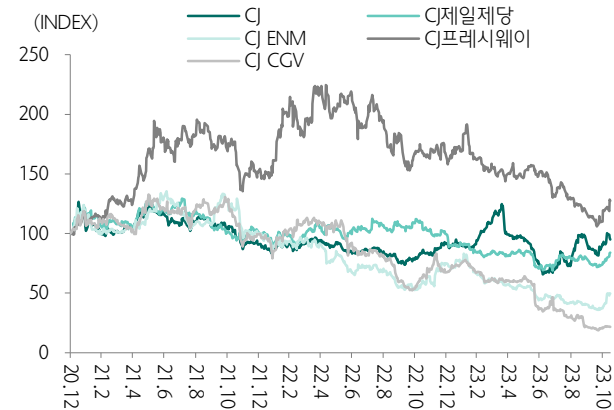
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 4. CJ올리브영 분기별 매출액 및 온라인 비중 추이



주: 올리브영의 온라인 매출액 비중은 2Q19부터 공시
 자료: CJ, 하나증권

도표 5. CJ 및 상장 계열사 2021년초 대비 주가 추이



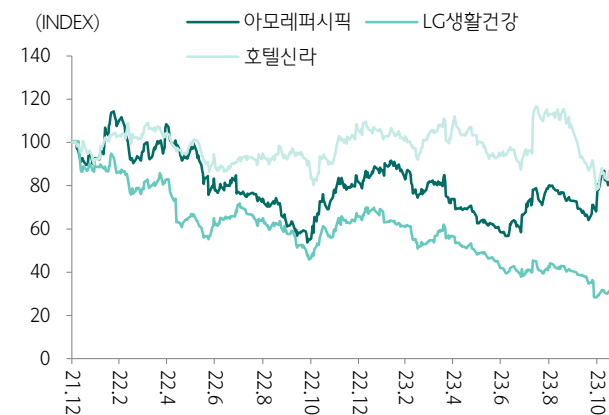
주: 2020년 12월 30일 주가를 100으로 한 상대지수 기준
 자료: Quantiverse, 하나증권

도표 6. 공정거래법 과징금 산정 기준 비교

| 법안 | 과징금 산정 기준 |
|-----------------------|-------------------------------|
| 공정거래법 시장지배적지위남용 행위 | 연간 매출액의 3.5% ~ 6% |
| 대규모 유통업법 위반 | 중대성 정도에 따라 1,000만 ~ 5억원 이하 |

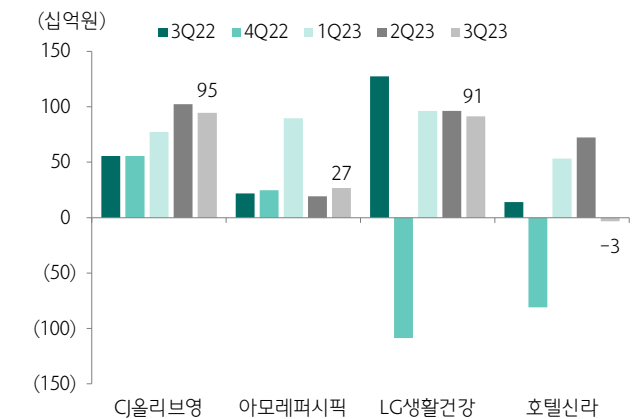
자료: 공정거래위원회, 하나증권

도표 7. 중국인 관광객 관련 소비주 주가 추이



자료: 하나증권

도표 8. 중국인 관광객 관련 소비주 순이익 추이



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 34,484.0 | 40,924.9 | 41,788.9 | 45,198.9 | 47,921.8 |
| 매출원가 | 24,787.9 | 29,696.1 | 30,271.9 | 32,877.5 | 34,822.6 |
| 매출총이익 | 9,696.1 | 11,228.8 | 11,517.0 | 12,321.4 | 13,099.2 |
| 판매비 | 7,814.3 | 9,074.6 | 9,464.1 | 9,682.8 | 10,082.7 |
| 영업이익 | 1,881.8 | 2,154.2 | 2,052.9 | 2,638.6 | 3,016.5 |
| 금융손익 | (476.9) | (559.1) | (651.8) | (708.7) | (752.2) |
| 중속/관계기업손익 | 86.6 | (162.9) | (51.8) | (107.4) | (79.6) |
| 기타영업외손익 | (190.6) | (375.9) | (325.5) | (350.7) | (338.1) |
| 세전이익 | 1,300.8 | 1,056.2 | 1,023.7 | 1,471.8 | 1,846.6 |
| 법인세 | 493.9 | 369.4 | 657.6 | 964.1 | 1,197.7 |
| 계속사업이익 | 807.0 | 686.8 | 366.1 | 507.7 | 649.0 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 807.0 | 686.8 | 366.1 | 507.7 | 649.0 |
| 비지배주주지분 손이익 | 532.0 | 484.8 | 175.3 | 225.2 | 276.4 |
| 지배주주순이익 | 275.0 | 202.1 | 190.8 | 282.5 | 372.5 |
| 지배주주지분포괄이익 | 425.8 | 245.1 | 227.6 | 202.6 | 259.0 |
| NOPAT | 1,167.3 | 1,400.8 | 734.1 | 910.1 | 1,060.1 |
| EBITDA | 4,329.4 | 5,362.1 | 5,016.0 | 5,307.0 | 5,358.7 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 7.77 | 18.68 | 2.11 | 8.16 | 6.02 |
| NOPAT증가율 | 111.39 | 20.00 | (47.59) | 23.97 | 16.48 |
| EBITDA증가율 | 12.03 | 23.85 | (6.45) | 5.80 | 0.97 |
| 영업이익증가율 | 35.35 | 14.48 | (4.70) | 28.53 | 14.32 |
| (지배주주)순이익증가율 | 217.19 | (26.51) | (5.59) | 48.06 | 31.86 |
| EPS증가율 | 217.28 | (26.51) | (5.56) | 48.05 | 31.85 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 28.12 | 27.44 | 27.56 | 27.26 | 27.33 |
| EBITDA이익률 | 12.55 | 13.10 | 12.00 | 11.74 | 11.18 |
| 영업이익률 | 5.46 | 5.26 | 4.91 | 5.84 | 6.29 |
| 계속사업이익률 | 2.34 | 1.68 | 0.88 | 1.12 | 1.35 |

투자지표

| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 7,710 | 5,666 | 5,351 | 7,922 | 10,445 |
| BPS | 146,205 | 149,477 | 155,367 | 160,647 | 168,263 |
| CFPS | 111,446 | 140,254 | 121,987 | 116,092 | 117,453 |
| EBITDAPS | 121,394 | 150,350 | 140,647 | 148,808 | 150,256 |
| SPS | 966,921 | 1,147,521 | 1,171,747 | 1,267,364 | 1,343,713 |
| DPS | 2,300 | 2,500 | 2,800 | 3,000 | 3,200 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 10.82 | 14.84 | 15.72 | 10.62 | 8.05 |
| PBR | 0.57 | 0.56 | 0.54 | 0.52 | 0.50 |
| PCR | 0.75 | 0.60 | 0.69 | 0.72 | 0.72 |
| EV/EBITDA | 6.31 | 5.70 | 6.02 | 5.19 | 4.69 |
| PSR | 0.09 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.06 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 5.66 | 3.94 | 3.61 | 5.15 | 6.52 |
| ROA | 0.67 | 0.45 | 0.39 | 0.56 | 0.73 |
| ROIC | 4.51 | 5.02 | 2.52 | 3.35 | 4.30 |
| 부채비율 | 154.84 | 172.03 | 173.89 | 173.57 | 171.94 |
| 순부채비율 | 79.38 | 85.38 | 80.36 | 62.89 | 46.84 |
| 이자보상배율(배) | 3.61 | 3.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산 | 12,052.4 | 15,173.7 | 16,944.4 | 20,502.5 | 23,854.2 |
| 금융자산 | 3,999.8 | 5,155.2 | 6,235.6 | 9,151.8 | 11,881.4 |
| 현금성자산 | 3,193.9 | 4,021.3 | 5,110.5 | 7,957.6 | 10,620.2 |
| 매출채권 | 3,640.6 | 4,406.2 | 4,612.3 | 4,895.4 | 5,169.9 |
| 재고자산 | 2,735.9 | 3,707.5 | 3,880.9 | 4,119.1 | 4,350.1 |
| 기타유동자산 | 1,676.1 | 1,904.8 | 2,215.6 | 2,336.2 | 2,452.8 |
| 비유동자산 | 29,903.6 | 33,066.8 | 32,586.2 | 30,102.2 | 27,938.8 |
| 투자자산 | 3,975.0 | 3,968.7 | 4,099.3 | 4,283.8 | 4,462.6 |
| 금융자산 | 1,927.3 | 1,875.7 | 1,908.4 | 1,958.4 | 2,006.8 |
| 유형자산 | 13,453.5 | 14,277.4 | 13,568.3 | 11,845.7 | 10,341.7 |
| 무형자산 | 6,741.9 | 8,334.3 | 8,314.9 | 7,369.1 | 6,530.9 |
| 기타비유동자산 | 5,733.2 | 6,486.4 | 6,603.7 | 6,603.6 | 6,603.6 |
| 자산총계 | 41,956.0 | 48,240.4 | 49,530.7 | 50,604.7 | 51,793.0 |
| 유동부채 | 12,546.1 | 16,950.3 | 16,365.7 | 16,866.0 | 17,350.9 |
| 금융부채 | 6,259.9 | 9,233.5 | 8,297.6 | 8,315.5 | 8,332.7 |
| 매입채무 | 2,760.9 | 3,357.0 | 3,514.0 | 3,729.8 | 3,938.9 |
| 기타유동부채 | 3,525.3 | 4,359.8 | 4,554.1 | 4,820.7 | 5,079.3 |
| 비유동부채 | 12,946.4 | 13,556.4 | 15,080.7 | 15,241.0 | 15,396.3 |
| 금융부채 | 10,808.7 | 11,062.2 | 12,469.7 | 12,469.7 | 12,469.7 |
| 기타비유동부채 | 2,137.7 | 2,494.2 | 2,611.0 | 2,771.3 | 2,926.6 |
| 부채총계 | 25,492.5 | 30,506.8 | 31,446.4 | 32,107.0 | 32,747.2 |
| 지배주주지분 | 5,066.0 | 5,182.7 | 5,392.8 | 5,581.0 | 5,852.7 |
| 자본금 | 179.0 | 179.0 | 179.0 | 179.0 | 179.0 |
| 자본잉여금 | 992.8 | 992.8 | 1,019.1 | 1,019.1 | 1,019.1 |
| 자본조정 | 80.8 | (13.7) | (13.7) | (13.7) | (13.7) |
| 기타포괄이익누계액 | 3.6 | 61.7 | 118.8 | 118.8 | 118.8 |
| 이익잉여금 | 3,809.7 | 3,962.8 | 4,089.5 | 4,277.9 | 4,549.5 |
| 비지배주주지분 | 11,397.5 | 12,550.9 | 12,691.5 | 12,916.7 | 13,193.1 |
| 자본총계 | 16,463.5 | 17,733.6 | 18,084.3 | 18,497.7 | 19,045.8 |
| 순금융부채 | 13,068.8 | 15,140.5 | 14,531.7 | 11,633.4 | 8,921.1 |

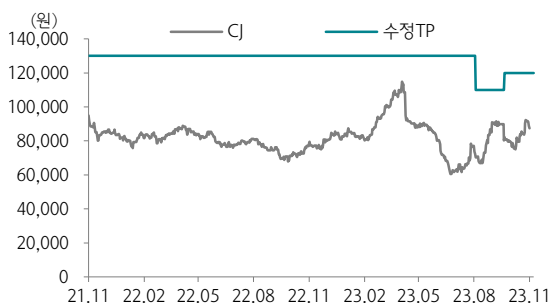
현금흐름표

(단위:십억원)

| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|----------------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름 | 3,353.2 | 4,045.0 | 6,962.0 | 3,244.5 | 3,057.3 |
| 당기순이익 | 807.0 | 686.8 | 366.1 | 507.7 | 649.0 |
| 조정 | 3,118.4 | 4,144.7 | 3,539.5 | 2,668.5 | 2,342.1 |
| 감가상각비 | 2,447.6 | 3,207.9 | 2,963.1 | 2,668.5 | 2,342.2 |
| 외환거래손익 | 82.7 | 18.7 | 30.5 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (293.5) | 158.4 | (2.3) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 881.6 | 759.7 | 548.2 | 0.0 | (0.1) |
| 영업활동 자산부채변동 | (572.2) | (786.5) | 3,056.4 | 68.3 | 66.2 |
| 투자활동 현금흐름 | (1,623.5) | (4,610.8) | (1,971.3) | (253.5) | (245.7) |
| 투자자산감소(증가) | (495.8) | 169.3 | (123.6) | (184.5) | (178.8) |
| 자본증가(감소) | (1,313.5) | (1,725.3) | (687.0) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 185.8 | (3,054.8) | (1,160.7) | (69.0) | (66.9) |
| 재무활동 현금흐름 | (1,230.2) | 1,379.2 | (3,919.3) | (76.4) | (83.6) |
| 금융부채증가(감소) | (9.0) | 3,227.0 | 471.7 | 17.8 | 17.3 |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 26.3 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (964.4) | (1,503.2) | (4,333.4) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (256.8) | (344.6) | (83.9) | (94.2) | (100.9) |
| 현금의 증감 | 590.8 | 827.4 | 1,088.4 | 2,847.1 | 2,662.6 |
| Unlevered CFO | 3,974.6 | 5,002.0 | 4,350.5 | 4,140.3 | 4,188.8 |
| Free Cash Flow | 1,895.1 | 2,128.2 | 6,217.2 | 3,244.5 | 3,057.3 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---------|------|---------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 23.10.5 | BUY | 120,000 | | |
| 23.8.18 | BUY | 110,000 | -26.92% | -16.73% |
| 21.8.12 | BUY | 130,000 | -35.42% | -11.62% |

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 11월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(최정옥)는 2023년 11월 16일 현재 해당 회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 94.14% | 5.41% | 0.45% | 100% |

* 기준일: 2023년 11월 15일