

### 닝쿨째 굴러온 올리브영

SOTP Method를 활용하여 Base Case 143,696원, 합병 시 171,156원을 목표주가로 제시한다. NAV 대비 할인율 63%라는 비합리적인 디스카운트를 벗어나고, 올리브영이라는 거대해진 기업과 한 몸이 될 동사의 진짜 가치를 확인해보자.

### 투자포인트 1. CJ올리브영, 국내를 잡고 해외로

동사의 알짜 자회사 CJ올리브영은 명실상부 국내 H&B 시장 1등 유통사이자 오프라인 독점력을 바탕으로 옴니 채널로의 전환까지 성공한 유일무이한 플레이어다. 내수 주처럼 보이던 CJ올리브영은 K-뷰티의 트렌드를 타고 해외로 끊임없이 확장한다. K-뷰티를 체험하러 온 외국인 관광객 매출에서부터, 글로벌 몰 성공에 이어 북미 오프라인 진출까지. 비상장이라는 베일에 감춰져 있던 올리브영. '올영세일' 중인 동사의 진가를 투자포인트 1을 통해 확인해보자.

### 투자포인트 2. 코 앞으로 다가온 합병

작년부터 합병을 준비해온 동사가 본격적으로 합병을 위해 움직이기 시작했다. 그룹 4세는 CJ올리브영 지분을 활용하여 그룹에 대한 지배력을 높여야 한다. 방법은 동사와 CJ올리브영 간의 합병 혹은 IPO이다. 그러나 상법 개정과 동사의 최근 움직임을 보면 사실상 합병만이 유일한 방안이다. 그렇다면, 4세에게 남은 질문은 '언제 합병을 할 것인가'이다. 지금 합병하는 경우 배당금을 3배나 더 받을 수 있으며, 회장님의 건강이 다시 악화되기 이전에 그룹 지배력을 높일 수 있다. 굳이 합병을 미룰 이유가 전혀 없다. 실제로 CJ올리브영은 25년 본사 건물을 매입하는 등 높은 밸류에이션을 받고자 하는 의지를 보이며, 3월에는 남은 외부 지분의 대부분을 자사주 형태로 매입하였다. 그토록 기다리던 합병이 코 앞으로 다가왔다.

CJ 연결손익계산서							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	31,999	34,484	40,925	41,353	43,647	45,763	47,970
YoY(%)	-	7.77%	18.68%	1.05%	5.55%	4.85%	4.82%
매출원가	23,392	24,788	29,696	29,955	31,023	32,672	34,120
매출총이익	8,608	9,696	11,229	11,397	12,624	13,091	13,851
GPM(%)	26.90%	28.12%	27.44%	27.56%	28.92%	28.61%	28.87%
판매비와관리비	7,217	7,814	9,075	9,358	10,076	10,262	10,631
영업이익	1,390	1,882	2,154	2,039	2,547	2,829	3,220
OPM(%)	4.34%	5.46%	5.26%	4.93%	5.84%	6.18%	6.71%
금융손익(손실)	(769)	(477)	(559)	(824)	(878)	(914)	(962)
기타손익(손실)	(192)	(191)	(376)	(177)	(995)	(800)	(1,095)
지분법 적용대상기업의 당기순이익	84	87	(163)	(52)	35	(15)	31
법인세비용차감전순이익	514	1,301	1,056	986	709	1,100	1,195
법인세비용	310	494	369	461	558	550	597
당기순이익	204	807	687	525	151	550	597
NPM(%)	0.64%	2.34%	1.68%	1.27%	0.35%	1.20%	1.25%
지배지분 당기순이익(손실)	87	275	202	195	100	259	299
비지배지분 당기순이익(손실)	117	532	485	330	51	290	299

### Rating

**Buy**

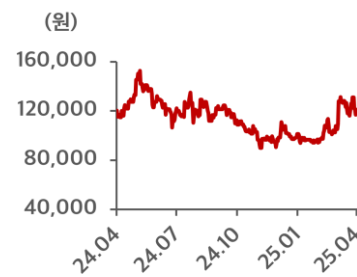
현재주가: 116,700 원

합병 Case: 171,156 원  
상승여력: 47%

Base Case: 143,696 원  
상승여력: 24%

### 12M 추가추이

시가총액 3조 3800억 원



### Key Metrics (4Q24)

자산 총계	47.5 조 원
부채 총계	29.8 조 원
자본 총계	17.7 조 원
PER (2025E)	10.49x
EPS (2025E)	11,077 원
ROE (TTM)	1.80%

### 주요 주주

이재현	42.07%
국민연금공단	12.35%

### SMIC 1 팀

- 팀장 50기 정성우
- 팀원 50기 김태형
- 51기 김연우
- 51기 원대한
- 51기 임승범

# CONTENTS

---

1. 한류(韓流)의 Third Wave, 중심엔 CJ - 산업/기업분석	03
2. Why 지주사, Why CJ - 투자IDEA	08
3. CJ올리브영, 국내를 잡고 해외로 - 투자포인트 1	11
4. 코 앞으로 다가온 합병 - 투자포인트 2	17
5. Valuation - SOTP Method	22
Appendix	31

## 1. 한류(韓流)의 Third Wave, 중심엔 CJ - 산업/기업 분석

### 1.1. 한류 소비의 구조적 변화

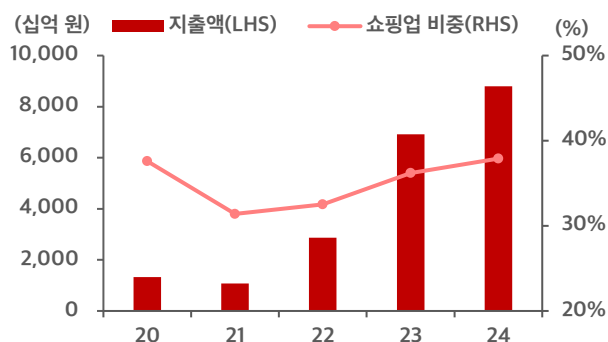
한류(韓流)의 시작	한류란, 한국과 관련된 것이 해외에서 인기를 얻는 것을 의미한다. 90년대 한국 드라마가 아시아권에서 흥행한 것을 시작으로, 30년에 걸쳐 한국의 문화는 세계로 확산되었다. 이를 바탕으로 국내외 문화&콘텐츠 기업들은 글로벌 시장으로의 진출 기회를 살려 성장하기 시작했다.
K-드라마, K-POP 콘텐츠 중심의 한류	드라마로 아시아권에서 비롯된 한류는 2010년대를 지나면서 K-POP의 고무적인 흥행과 함께 '신 한류'라 평가받는 새로운 흐름을 창출했다. 단발성이었던 싸이의 <강남스타일>을 넘어서는 BTS, 블랙핑크 등의 압도적인 IP의 출현과 더불어 기존 한류를 이끌던 한국의 드라마와 영화는 <기생충>, <오징어게임> 등으로 작품성까지 인정받기 시작했다. 20년대로 넘어들며 한류 관련 콘텐츠 수출액은 14조원을 돌파했으며, 꾸준히 서구권으로도 확장하는 균형적 성장을 보여 왔다.
한류 문화의 현주소 K- 라이프스타일	최근 한류는 콘텐츠 소비를 넘어, 라이프스타일 전반으로 확산되는 전환점에 도달했다. K-POP과 드라마 중심의 한류가 여전히 강세를 보이는 가운데, K-푸드와 K-뷰티가 글로벌 소비 시장에서 핵심 트렌드로 부상하고 있다. 20년대에 들며 가시화되기 시작한 이러한 변화는, 한류가 단순한 콘텐츠의 영역을 넘어 실물 소비재를 아우르는 구조적 확장을 이루고 있음을 보여준다.
글로벌하게 먹히는 K-푸드와 K-뷰티	K-라이프스타일이 글로벌 시장에서 확산되고 있음은 K-푸드와 K-뷰티를 통해 확인된다. 농산물 및 가공식품 등을 포함하는 'K-푸드+'은 지난해 최고치인 130억달러를 기록했으며, 특히 미국 지역에서 16억달러의 수출을 기록했다. 글로벌 K-뷰티 제품 시장은 24년 146억 달러의 시장 규모로 평가되며, 스킨케어에 대한 관심 증대로 33년에는 318억달러에 이를 것으로 추정된다.
인바운드 수요에서도 구조적 변화의 포착	인바운드 수요에서도 한류의 구조적 변화가 포착된다. 최근 5년간 방한 외국인의 소비 항목을 확인하면, 쇼핑업 지출액 비중이 크게 증가했다. 24년 기준 쇼핑업 지출액은 숙박업을 추월하여 가장 높은 비중을 차지했으며, 특히 대형쇼핑몰에서의 소비가 면세점 지출을 크게 앞지르는 추세가 확인된다. 이는 면세품 구매를 넘어, 한국의 리테일 공간과 브랜드 자체를 체험하려는 수요의 증가를 의미하며, 한류가 실물 소비와 일상으로 확장되는 구조적 변화와도 맞닿아 있다.
한류의 물결은 늘 동사의 바람과 함께	한류 확산의 모든 접점에서 CJ 그룹은 일관되게 핵심 역할을 수행해 왔다. CJ ENM의 MAMA와 K-CON, 영화 <기생충>등은 K-콘텐츠의 글로벌 위상을 끌어올렸고, CJ제일제당의 비비고는 북미 시장에서 K-푸드의 대중화를 견인했다. 과거 한류의 중심에는 늘 동사가 있었으며, 동사의 성과는 한류의 구조적 성장과 긴밀히 맞물려왔다. 또한 최근의 K-뷰티 확산과 인바운드 수요의 구조적 변화 앞에서, CJ올리브영은 독보적인 퍼포먼스로 새로운 한류를 선도할 기업이다.

도표 1-1. 한류의 변화 과정



출처: SMIC 1팀

도표 1-2. 인바운드 수요 변화



출처: 한국관광공사, SMIC 1팀

1.2. 못하는 게 없는 재벌기업, CJ를 소개합니다

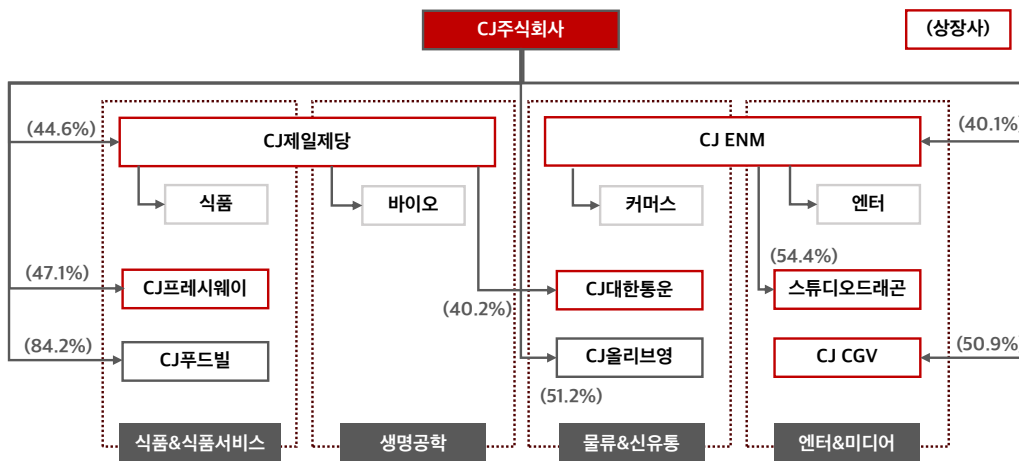
**여러 사업을 영위하는 전형적인 재벌 기업** 동사는 사료 공장에서 출발한 CJ제일제당을 모태로, 다방면으로 사업을 확장해 온 종합 라이프 스타일 기업이다. 지주사 체제 아래 수많은 종속회사를 거느리며, 각 사업체는 동사의 지배 하에 한국 문화의 글로벌 확산을 주도하고 있다. 동시에 삼성家の 장손인 이재현 회장이 이끄는 재벌 기업 답게, 동사에서는 후계 구도를 염두에 둔 지배구조 개편도 여러 차례 이루어졌다. 동사가 영위하는 사업의 내용과, 동사의 지배구조를 살펴보자.

**문화생활 전반에 걸친 동사의 사업 내용** 동사는 식품, 바이오, 물류·유통, 엔터테인먼트·미디어의 네 축을 중심으로 라이프스타일 전반에 걸친 사업을 여러 종속회사를 통해 영위한다. 동사의 핵심 자회사이자 국내 최대 식품기업인 CJ제일제당은 K-푸드의 글로벌화를 주도하며, 고부가 아미노산 및 사료첨가제 등의 글로벌 경쟁력을 확보하고 있다. 물류·유통 부문에서는 CJ대한통운과 CJ ENM의 커머스 부문, CJ올리브영을 중심으로 K-뷰티 등 국내 소비재의 확산을 주도한다. 엔터테인먼트·미디어 부문에서는 CJ ENM의 미디어 부문과 CJ CGV를 통해 K-콘텐츠의 글로벌 확산에 기여한다. 각 부문은 콘텐츠 소비에서 제품 소비까지 이어지는 한류의 구조적 확산과 대응되는 시너지를 창출할 수 있으며, 동사가 한류와 가치 창출을 연결하는 핵심 허브로 기능하고 있음을 보여준다.

**동사 지배구조의 핵심 그리고 CJ올리브영** 지주회사인 동사에는 9개의 상장사와 460여개의 비상장사가 종속되어 있으며, 그중 CJ제일제당과 CJ ENM은 그룹의 두 축으로 자리한다. CJ제일제당은 식품과 바이오를 포괄하는 수직계열화 구조로 그룹의 안정적인 현금창출을 책임지고 있으며, CJ ENM은 스튜디오드래곤과 티빙 등 콘텐츠 IP부터 유통까지 아우르는 플랫폼을 구축하고 있다. 주요 비상장 자회사로는 CJ푸드빌과 CJ올리브영이 종속되어 있으며, CJ올리브영은 최근 폭발적인 외형 성장을 기록하며 그룹 내 전략적 자산으로 부상하였다. CJ올리브영의 경우 해당 기업의 거취가 동사의 지배구조 개편과 4세 승계 국면에서 중요한 변수로 작용할 수 있다는 점에서 주목할 만하다.

**뚜렷해지는 지배구조 재편의 움직임** 그런데, 최근 들어 이러한 동사의 지배구조 개편을 암시하는 움직임이 점차 뚜렷해지고 있다. 핵심 사업 중 하나였던 그린바이오 사업 매각 추진, 비상장사인 CJ올리브영의 자사주 매입 계획 등은 사업구조 개편의 사전 작업으로 해석된다. 특히 22년 한 차례 상장을 추진하다 연기된 바 있는 CJ올리브영의 경우 최근 외형이 급격히 성장하였고, 승계 대상인 이선호 실장의 지분율이 높기 때문에 지배구조 최상단인 동사의 지분을 확보할 핵심 수단으로서의 위상이 강화되고 있다.

도표 1-3. 동사 지배구조와 사업 영역



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

1.3. 한류를 주도하는 동사의 주요 종속기업

(1) CJ그룹의 모태, CJ제일제당

식품, 바이오, 물류  
CJ제일제당이 중심

CJ제일제당은 식품, 바이오, 물류(CJ 대한통운) 사업의 축으로 기능하는 핵심 계열사이자, 그룹의 역사적 출발점이기도 하다. 1953년 설립된 이래로 국내 최대 식품 기업으로 자리잡았으며, 현재까지 CJ그룹의 안정적인 수익 창출 기반이자 지주사인 동사의 캐시카우로 기능해 왔다.

K-푸드 수출의  
선두 주자

CJ제일제당은 글로벌 식품시장에서 K-푸드 열풍을 이끄는 주도적인 역할을 수행하고 있다. 23년 기준 식품 부문 전체 매출 중 약 60%가 해외에서 발생하였으며, 북미와 유럽, 호주 등 주요 글로벌 시장에서 입지를 확대하고 있다. 대표 브랜드인 '비비고' 만두는 미국 냉동만두 시장에서 점유율 1위를 차지하고 있으며, 김치·피자·볶음밥 등의 GSP(Global Strategic Product) 또한 판매가 확대되고 있다. 실제로 24년 GSP 품목들은 두 자릿수 이상의 성장률을 기록하였다.

식품 포트폴리오 확장  
수익성도 문제없다

CJ제일제당은 단일 제품이 아닌, 가공식품 및 HMR 전반의 카테고리 확장을 통해 글로벌 소비 트렌드에 대응하고 있다. 미국에서는 만두에 이어 비비고 김밥, 볶음밥, 김치 등 신제품을 잇따라 추가하며 GSP 라인업을 다변화하고 있고, 호주·아시아 지역에서는 현지 대형 유통사와의 협업을 통해 시장 침투 속도를 높이고 있다. 특히 글로벌 매출이 연 1조 단위로 확대되고 있는 구조는 K-푸드의 산업화 가능성을 실질적으로 보여준다. 24년 하반기에 미국 내 생산설비 손상에 따른 일회성 비용의 반영으로 지난 분기 수익성이 일시적으로 둔화되었으나, 올해 2분기 내로 복구가 완료되어 수익성도 빠르게 회복하여 성장구간으로 재도입할 것으로 전망된다.

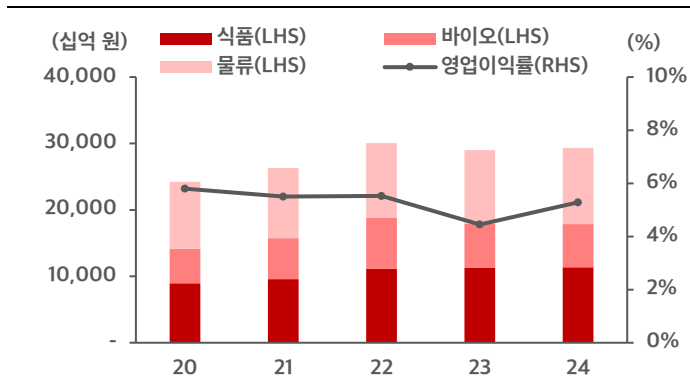
글로벌 점유율 1등  
바이오 사업 부문

바이오 사업부문과 자회사(CJ대한통운)를 통한 물류사업 부문도 CJ제일제당의 안정적인 실적을 뒷받침하고 있다. 고부가 아미노산과 사료첨가제의 B2B 수출 구조로 이루어진 바이오 사업은 라이신·트립토판·핵산 등의 품목에서 글로벌 MS 1위를 차지하고 있다. 최근에는 중국 위주의 사업에서 APAC과 아프리카로 판매경로를 다변화해 매출을 증가시키고 있으며, 동시에 라이신보다 수익성이 높은 스페셜티 제품의 매출 비중이 높아지고 있다. 하지만 현재까지 견조한 실적을 유지한 그린바이오 사업의 경우 성장성에 한계가 드러나며 최근 매각이 추진되고 있다.

CJ대한통운의 물류,  
한류 확산의 조력자

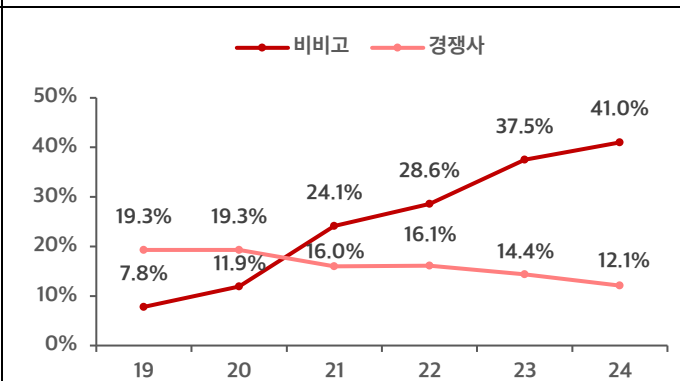
자회사 CJ대한통운을 통해 영위되는 물류 부문은 전자상거래 확대에 의한 물동량 증가와 물류 외주화 트렌드에 따른 W&D 사업 중심으로 성장하고 있다. 물류 사업은 특히 K-푸드의 글로벌 확산을 뒷받침한다는 점에서 주목할 만하다. 수출 물류에서 핵심 역할을 수행하고, 북미·유럽 등 주요 글로벌 시장에 콜드체인 기반 물류센터를 확충한 CJ대한통운의 물류 역량은 동사의 소비재가 한류의 확산을 타고 세계 시장에 안정적으로 공급될 수 있는 구조적 기반으로 기능한다.

도표 1-4. CJ제일제당 사업부문별 실적



출처: DART, SMIC 1팀

도표 1-5. 비비고 북미 만두 시장 점유율



출처: CJ제일제당 IR, SMIC 1팀

(2) K-콘텐츠의 오랜 동반자, CJ ENM

**K-콘텐츠 전반을 아우르는 CJ ENM**      동사 지배구조의 두번째 축인 CJ ENM은 제작부터 유통까지, K-콘텐츠의 글로벌 확산을 선도해 온 종합 콘텐츠 기업이다. 기획부터 제작, 유통 등 콘텐츠 밸류체인 전반을 아우르는 CJ ENM은 국내외 시장에서 사업 포트폴리오를 확장해 나가고 있다.

**글로벌하게 사랑받는 CJ ENM의 콘텐츠**      콘텐츠 기반으로 확산된 기존의 한류 확산에서 CJ ENM은 핵심 공급자로 자리매김해왔다. 영화로는 <설국열차>와 <기생충>과 같이 작품성이 입증된 히트작을 제작하였고, 드라마 <도깨비>를 비롯한 tvN의 콘텐츠는 아시아를 넘어 북미·유럽에서도 인기를 얻고 있다. 음악 부문에서는 Mnet의 <엠카운트다운>과 MAMA, K-CON을 통해 K-POP 확산을 주도하는 플랫폼 역할을 수행해 왔으며, 지금 이 순간에도 CJ ENM을 거친 K-콘텐츠는 200개국 이상에 유통되고 있다.

(3) 신성장 동력을 확보한 CJ푸드빌

**아픈 손가락에서 새로운 성장 동력으로**      2022년 실적 악화로 매각 검토 대상이었던 CJ푸드빌은, 흑자전환에 이어 이제는 싱글 하이 이상의 매출 성장까지 바라볼 수 있는 글로벌 외식 서비스 기업으로 자리잡았다. CJ푸드빌은 ‘뚜레쥬르’와 ‘빽스’를 포함한 8개의 외식 브랜드를 운영하고 있으며, 그중에서도 ‘빽스’의 성공적인 리뉴얼과 이를 바탕으로 글로벌 시장에서 확장을 추구하는 ‘뚜레쥬르’의 성장이 눈여겨 볼 만하다.

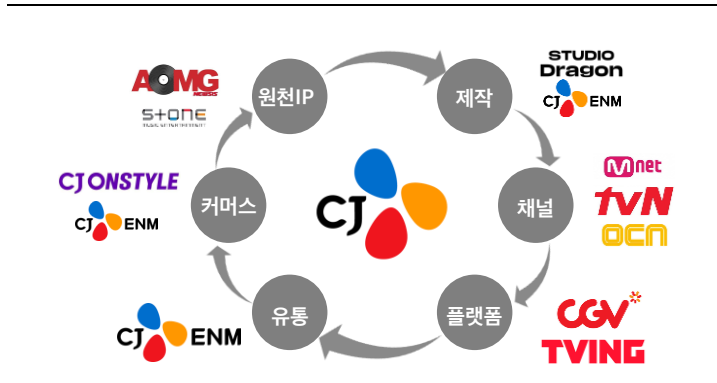
**빽스는 프리미엄으로 뚜레쥬르는 글로벌로**      빽스는 프리미엄 전략으로 새로운 성장 동력을 확보했으며, 뚜레쥬르는 북미 지역에서 빠른 성장세를 보이고 있다. CJ푸드빌은 코로나 이후 수익성이 부진하던 빽스 매장 중 일부를 리뉴얼하였고, 신설 매장은 기존 매장보다 35%이상 높은 매출을 달성하며 신성장 동력을 확보했다. 또한 CJ 푸드빌은 현재 미국 지역에 150여개 뚜레쥬르 지점을 확보했으며, 30년까지 1000개의 매장을 확보하겠다는 목표치를 제시한다. 빵이 본래 서양 문화임에도 CJ푸드빌의 프리미엄화 마케팅을 통해 현지에서 K-푸드의 일종으로 재해석되며 빠르게 확산되는 현상은 동사가 주도하는 K-라이프스타일 정착과도 연관된다.

1.4. K-뷰티 열풍의 핵심, CJ올리브영

**핵심 트렌드인 뷰티와 미용**      앞서 서술했듯 한류는 이제 대중문화 위주의 콘텐츠에서 라이프스타일 전반으로 확장하고 있으며, 그중에서도 가장 돋보이는 트렌드는 ‘뷰티’이다. 24년 상반기 기준 화장품 수출액은 역대 상반기 수출 품목 중 최고치를 경신했으며, K-뷰티의 수요는 지속해서 확산되고 있는 추세이다.

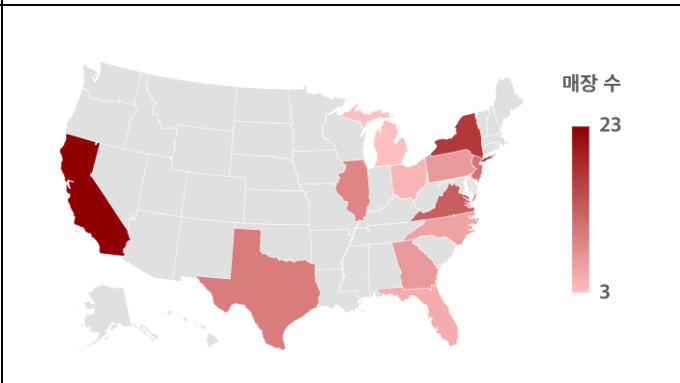
**K-뷰티 트렌드의 수혜 CJ올리브영이 받는다**      그리고 K-뷰티, K-미용에 대한 관심이 빠르게 확산되는 지금, 직접적인 수혜를 입고 폭발적인 성장을 이루어 내는 기업은 동사의 비상장자회사인 CJ올리브영이다. 국내 화장품 유통업계에서 독점적 지위를 차지한 올리브영은 19년부터 점포 수를 크게 늘리지 않았음에도, 외국인 관광객 수요를 받아내며 20년부터 4년간 매출이 연평균(CAGR) 20.7% 성장하는 실적을 기록했다.

도표 1-6. CJ 그룹의 미디어 밸류체인



출처: SMIC 1팀

도표 1-7. 뚜레쥬르 미국 지점 현황



출처: CJ푸드빌, SMIC 1팀

**H&B 압도적 1등 CJ올리브영** CJ올리브영은 국내 H&B 점유율 90%의 압도적인 1위 플레이어다. H&B 시장은 20년부터 경쟁자들이 전부 사라지면서 CJ올리브영의 독점 시대가 열렸다. 저가 전략을 추구하던 원브랜드숍이 득세하던 시장에서 올리브영은 차별적인 MD를 내세워 멀티숍 시장을 선점하였다. 원브랜드숍이 무너지고, 후발 주자들이 경쟁에서 이탈하며 올리브영은 독점적인 위치를 차지하게 되었다.

**CJ올리브영의 독점적인 지위** 올리브영의 독점적인 위치는 48%의 GPM과 90%이상의 국내 여성 점유율을 통해 입증된다. 지난해를 기준으로 올리브영의 GPM은 48%를 초과한다. 유통업체인 올리브영의 GPM이 48%를 초과한다는 사실은 올리브영이 공급자에 대한 강한 협상력과 브랜드 역량을 갖췄음을 방증한다. 또한 CJ올리브영은 국내 2030 여성의 90% 이상이 회원으로 가입되어 있고, MAU 700만 명이라는 강력한 소비자 접점을 확보하여 독점적인 지위를 누리고 있다.

**새로운 한류에도 올라타버린 동사** 국내 시장을 장악한 올리브영은, 외국인 관광객의 필수 코스로도 자리매김했다. 24년 상반기에는 외국인 관광객의 50%가, 전국적으로 국내 매장의 92%에 방문했다. 방한 관광객이 올리브영에서 지출한 금액 또한 전년 대비 140% 증가하며, 결국 동사는 CJ올리브영을 통해 K-뷰티를 필두로 생활 소비로 전환되는 한류의 흐름에서도 굳건히 중심에 자리하게 되었다.

1.5. 실적 및 재무 분석: CJ와 CJ올리브영

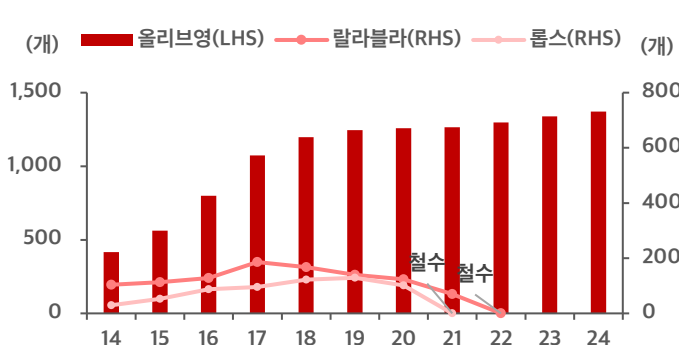
**한류의 바람을 타고 CJ는 순항 중** 동사 연결 기준 매출액은 꾸준히 증가해 24년 43.6조를 달성했고, 영업이익은 2.5조를 달성하여 전년 대비 25% 성장했다. 재무 건전성 측면에서는 일부 지표의 악화가 관찰되나, 운전자본 부담을 하이 싱글 수준으로 축소시키는 등 재무구조를 개선하려는 적극적인 움직임을 보인다.

**당기순이익의 70% 동사의 배당정책** 한편 동사는 예측 가능하고 안정적인 배당을 지급한다는 원칙을 공표하여, 매년 주당배당금을 유지 또는 상향하고 있다. 별도재무제표 기준 당기순이익에서 일회성 비경상이익을 제외한 금액의 70% 이상을 17년 이후부터 꾸준히 배당하고 있으며, 앞으로도 해당 수준을 유지할 계획이다.

**말해 뭐해, CJ올리브영** CJ올리브영은 최근 몇 년간 괄목할 만한 실적 성장을 이루어 냈다. 매출액은 21년부터 꾸준히 두 자릿수를 달성해 왔으며, 매출총이익률과 영업이익률은 24년 각각 48.2%와 12.5%를 달성했다. K-뷰티 열풍으로 인한 인바운드 수요의 증가, 그리고 압도적인 내수 시장 지배력을 바탕으로 동사의 실적은 중기적으로 성장세를 지속할 것으로 전망된다.

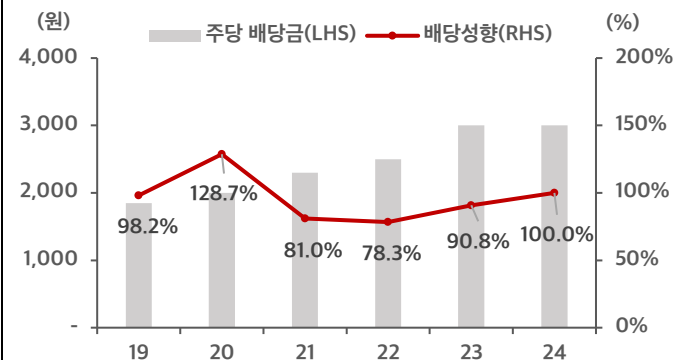
**배당은 멈춤 그리고 건물** CJ올리브영은 2023년 실적 호조에도 배당을 실시하지 않고 본사 건물을 매입하는 보수적인 재무 전략을 택했다. 약 4,000억 원 규모로 강남 논현동 본사 건물을 매입하였지만, 실적 호조로 발생한 이익을 유보하면서, 현금과 유형자산이 동시에 증가하며 자산 증가폭을 키웠다.

도표 1-8. 국내 H&B 로드샵 지점 수 추이



출처: DART, SMIC 1팀

도표 1-9. 동사 배당정책



출처: DART, SMIC 1팀

## 2. Why 지주사, Why CJ - 투자 IDEA

지난 3월 상법 개정안이 국회 본회의를 통과하면서, 상법 개정은 기정 사실화되었다. 해당일에 동사, LS를 포함한 특정 지주사들의 주가가 상승하였다. 상법 개정으로 인해 1) 왜 지주사가 주목을 받고 있는지, 그리고 2) 그중에서 왜 동사에 특히 더 주목해야 하는지 지금부터 알아보자.

### 2.1. Why 지주사?: 국내 지주사 할인율에 대한 고찰

**지주사 정의, 평가방식** 지주사란 자회사를 지배하여 간접적으로 자회사 경영에 참여하기 위해 존재하는 회사로, 일반적으로 NAV 방식으로 평가한다. NAV 방식은  $\{(자회사 지분 등 자산 가치) - (순부채)\} * (할인율)$ 으로 가치를 평가하는 방식을 의미한다. 이 때, 할인율을 곱해주는 이유는 크게 2가지이다. 중복상장이 되어 있는 경우 지주사에 대한 유동성이 적고, 복잡한 지배구조 등으로 인해 지주사에 대한 신뢰도가 낮기 때문이다. 그렇다면, 실제로 지배구조에 따라 할인율의 차이가 존재할까?

**국내 지주사 할인율 계산 과정** 이를 알아보기 위해 국내 주요 순수 지주사 6곳을 선정하여 24년 말 기준 NAV 할인율을 직접 계산하였다. (도표 2-1, 도표 2-2 참고). 각 회사 간의 비교 가능성을 높이기 위해, 다음과 같이 동일한 기준으로 할인율을 계산하였다. 상장 자회사 지분은 시가총액에 상관없이 모든 자회사를 포함하였으며, 손자회사는 제외하였다. 주요 비상장 자회사는 상장예정 자회사들은 시장가치로, 그 외에는 장부가로 반영하였다. 브랜드 가치 계산 시 Multiple은 5배로 가정하였고, 비영업자산에는 투자부동산 및 금융자산을 포함하였다.

**지주사 할인율이 높은 이유: 지배구조 문제** 계산 결과를 보면, 할인율 차이가 실제로 지배구조 이슈에 의해 발생함을 확인할 수 있다. 할인율이 60% 이상인 기업과 60% 이하인 기업으로 구분해 보자. 이때, 할인율이 60% 이상인 기업의 특징은 비상장 자회사 가치가 전체 자산 가치에서 차지하는 비중이 절반 이상이다. 알짜 비상장 자회사들이 많으면 많을수록 해당 지주사는 저평가 받는 것이다. 이는 알짜 비상장 자회사들을 활용해 대주주가 일방적으로 지배구조를 개편할 가능성이 존재하기 때문이다.

**동사 사례 분석** 동사의 사례를 활용해 설명하면 다음과 같다. 동사는 과거에 자회사를 활용하여 지배구조를 개편한 전적이 많기 때문에, 지금도 CJ올리브영의 가치를 온전히 인정받지 못하고 있다. 동사는 CJ시스템즈를 활용하여 14년 올리브영과 합병, 19년 인적 분할 등을 실시하였다. 뿐만 아니라, CJ올리브네트웍스를 23년 CJ CGV의 자금조달에 활용하여 대주주의 지분율 하락을 막았다. 따라서 동사의 주주들은 CJ올리브영이 오너 일가의 승계에 활용되어 본인들이 이익이 훼손될 가능성을 항상 생각할 수밖에 없다. 이것이 바로 동사의 높은 NAV 할인율로 이어지는 것이다.

도표 2-1. 순수 지주사 NAV 할인율 (24년 말 기준)

(단위: 백만 원, %)	CJ(₩)	LS(₩)	GS(₩)	롯데지주(₩)	LG(₩)	코오롱(₩)
1. 상장 자회사 가치	2,846,431	2,339,640	1,178,682	2,420,758	14,019,952	450,372
2. 비상장 자회사 가치	3,939,600	5,859,600	8,027,613	2,633,000	1,996,554	50,000
3. 기타 가치	825,600	490,588	2,559,603	2,216,365	4,154,879	587,064
4. 순차입금	189,712	650,722	(48,273)	2,676,474	(212,930)	657,016
5. NAV(1+2+3-4)	7,421,920	8,039,106	11,814,171	4,593,648	20,384,315	430,420
5. 주당 NAV (단위: 원)	274,292	293,961	127,150	64,877	134,824	34,089
<b>6. NAV 할인율</b>	<b>63.07%</b>	<b>68.70%</b>	<b>68.66%</b>	<b>57.69%</b>	<b>45.11%</b>	<b>33.70%</b>
<b>7. 비상장 자회사의 비중 (1/1+2+3)</b>	<b>51.76%</b>	<b>67.43%</b>	<b>68.23%</b>	<b>36.22%</b>	<b>9.90%</b>	<b>4.60%</b>

출처: KRX, DART, 언론종합, SMIC 1팀

상법개정은 지배구조 문제를 줄여준다 지주사에 주목하자

상법 개정은 이러한 지배구조 관련 문제를 줄여주기 때문에, 할인율이 낮아질 것으로 기대되는 지주사들에 주목할 필요가 있다. 25년 상법 개정의 주요 골자는 이사 총실 의무 대상을 ‘회사’에서 ‘주주 및 회사’로 확대하는 것에 있다. 따라서 알짜 비상장 자회사를 활용하여 그룹 일가에 유리하게 지배구조 개편을 진행하는 것이 이제는 상법에 의해 소송이 될 수 있다. 따라서, 알짜 비상장 자회사를 활용한 지배구조 개편으로 인해 지주사 주주가 손해를 볼 가능성이 줄어들었다.

실제로, 시장 참여자들 도 지주사에 관심 가지는 중

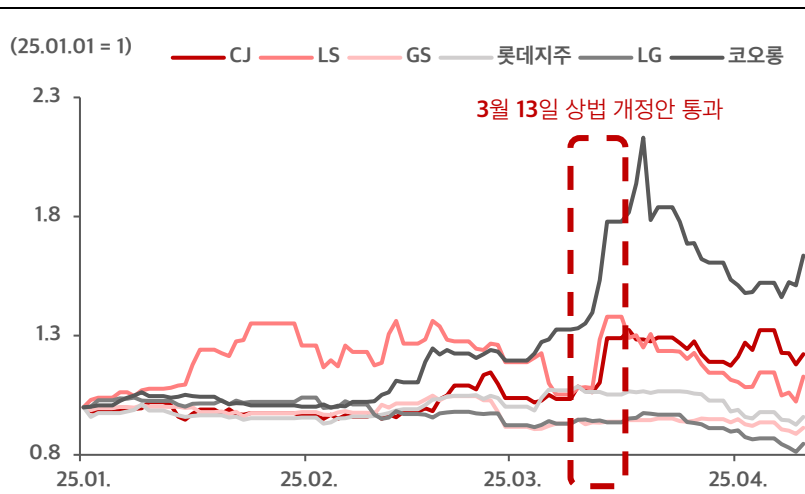
실제로, 상법 개정안이 국회 본회의를 통과한 3월 13일 지배구조 이슈로 높은 할인율을 받던 동사와 LS의 주가가 3일 동안 30% 이상 상승하였다. 특히, 동사의 경우 3월 14일 자사주 매입 event와 함께 여여 시장의 주목을 더욱 집중적으로 받았다. 동사와 LS 모두 도표 2-1에서 확인할 수 있듯이, 비상장 자회사의 비중이 높은 편이며, 동시에 과거 지배구조 개편 이력이 다수 있는 회사들이다. 따라서, 상법 개정이 가시화된 지금, 과도하게 할인된 지주사에 주목해야 한다.

도표 2-2. NAV 할인율 계산 과정 예시(동사)

2024년말 C회 NAV 할인율 계산 (단위: 백만 원)			
<b>1. 자회사 가치</b>			<b>6,786,031</b>
(1) 상장 자회사 가치	시가총액	지분율	가치(시가)
제일제당	3,846,344	45.64%	1,755,472
프레시웨이	207,278	47.11%	97,649
E&M	1,177,596	42.39%	499,183
CGV	875,919	50.90%	445,843
씨푸드	104,379	46.26%	48,286
합계			2,846,431
(2) 주요 비상장 자회사 가치		지분율	가치(시가/장부가)
CJ 올리브영	6,000,000	57.66%	3,459,600
CJ 푸드빌		84.77%	480,000
합계			3,939,600
<b>2. 기타 가치</b>			<b>825,600</b>
(1) 브랜드 로열티 수익	EBITDA	EV/EBITDA	가치(시가)
	146,000	5x	744,600
(2) 비영업자산			가치(장부가)
			81,000
<b>3. 순차입금</b>			<b>189,712</b>
(1) 차입금			299,619
(2) 현금및현금성자산			109,907
<b>4. NAV</b>			<b>7,421,920</b>
유통주식수			27,058,455
주당 NAV			274,292
시가			101,300
<b>5. 할인율</b>			<b>63.07%</b>

출처: DART, KRX, 언론종합, SMIC 1팀

도표 2-3. 순수 지주사 25년초 주가 흐름



출처: KRX, SMIC 1팀

## 2.2. Why CJ?: 자회사 성장 + 지배구조 개편 임박 = 매수 적기

지주사 주가 driver: 주요 자회사(거시), 지배구조 개편(미시)

지주사 중에 옥석 가리기를 하기 위해서는 지주사의 주가 driver를 알아야 한다. 지주사의 주가는 1) 주요 자회사의 가치와 2) 지배구조 개편 이슈에 따라 움직인다. 앞서 말했듯이, 지주사의 가치는 NAV를 활용하여 계산되기 때문에 주요 자회사의 가치가 지주사 주가에 반영된다. 지배구조 관련 이슈가 특정 주주에게 유리하게 작동하는 경우, 이 역시 주가에 반영된다.

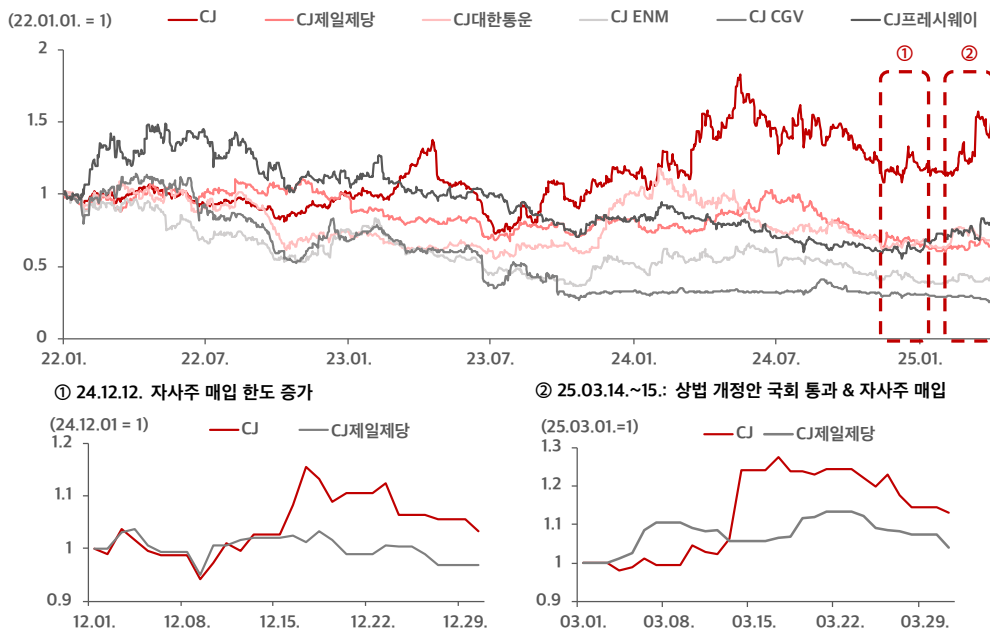
동사 주가 driver(거시):

이는 동사의 주가 움직임을 통해서도 확인할 수 있다. 먼저, 거시적으로 동사의 주가는 주요 자회사인 CJ제일제당, CJ올리브영 회사인 CJ제일제당, CJ올리브영의 성장세와 함께 움직여왔다. CJ제일제당은 상장 자회사 중에서 시가총액이 가장 크고, CJ제일제당에 대한 동사의 지분 비율이 높다. 따라서 동사의 주가는 22년까지 CJ제일제당의 주가와 가장 유사하게 움직여왔다.

이제는 CJ올리브영의 영향력이 더욱 크다

중요한 것은 22년부터 CJ올리브영이 가파르게 성장하면서, 이제 CJ제일제당보다도 CJ올리브영의 실적이 동사의 주가에 미치는 영향이 더 커졌다는 것이다. CJ올리브영은 22년 국내 온라인 배송 서비스인 '오늘드림'을 시작하며 급격한 성장을 이루었다. 이어서 23년부터 외국인들이 한국 필수 관광지로 올리브영 매장을 찾아오면서 더욱 폭발적인 성장을 보여줬다. 이러한 과정에서 CJ올리브영은 동사의 핵심 자회사로 거듭났으며, 동사 주가에 미치는 영향 또한 확대되었다.

도표 2-4. 동사 및 자회사 주가 흐름



출처: KRX, SMIC 1팀

동사 주가 driver(미시): 미시적으로 CJ올리브영의 IPO 가능성이 줄어드는 이슈가 발생하면, 승계 이슈 해결에 대한 기대 지배구조 관련 이슈로 동사의 주가는 상승했다. CJ올리브영의 IPO와 관련된 이벤트들을 정리하면 다음과 같다.

- ① 24년 12월: 12월 12일 임시주총을 개최하고, 주식발행초과금 중 2,500억 원을 이익잉여금으로 전환하였다. 이는 신한SPC의 CJ올리브영 지분을 자사주 형태로 매입하기 위해, 미리 상법상 자사주 매입 한도를 늘린 것으로 해석되었다. 이는 CJ올리브영의 IPO 가능성이 더욱 낮추었, 주가에 합병에 대한 시장의 기대감이 반영되었다..
- ② 25년 3월: 앞서 언급하였듯이, 3월 14일 CJ올리브영이 실제로 지분의 11%를 신한SPC로부터 자사주 형태로 매입하였다. 또한, 상법개정안이 국회 본회의를 통과하면서 합병안이 기정사실화되었다. 그 결과 하루에 17% 이상 상승하며 시장의 주목을 한 몸에 받았다.

지주사 투자 적기: 결국 1) 주요 자회사들이 성장하고 2) 지배구조 개편으로 인해 할인율 하락을 기대해 볼 수 있는 지주사가 가장 매력적인 투자처이다. 주요 자회사들이 성장하면서 주가의 하방이 막혀 있고, 동시에 승계 이슈를 통해 주가의 업사이드를 노려볼 수 있기 때문이다. 특히나 불확실성이 가득한 장세에서 이와 같이 하방이 막혀 있는 주식은 매력적이다.

동사 투자 적기: 25년 동사는 25년에 두 조건을 모두 충족하기 때문에 매력적이다. 1) 자회사인 CJ올리브영의 성장성이 높기 때문에 주가의 하방이 제한적이다. 투자포인트 1에서 살펴보겠지만, CJ올리브영은 인바운드 소비, 글로벌몰, 미국 현지 진출을 통해 외국인들의 소비까지 쓸어 담고 있다. 2) 또한, 투자포인트 2에서 자세히 다루겠지만, 동사와 CJ올리브영과의 합병이 25년 이내에 진행될 가능성이 높고, 실제로 합병이 되면 할인율이 낮아진다. 따라서, 동사는 현재 하방은 보장되어 있고 상방은 열려 있어 손익비 관점에서 좋으며, 합병까지 눈앞에 두고 있기에 투자 적기이다.

지금부터 해당 투자 IDEA를 투자포인트 1, 2, Valuation을 통해 차근차근 확인해보자. 투자포인트 1에서는 올리브영이 외국인 인바운드를 바탕으로 성장할 것이고, 투자포인트 2에서는 동사가 CJ올리브영과 올해 안에 합병할 가능성이 높음을 확인한다. 이후, Valuation에서는 동사의 바텀 밸류와 합병 시 업사이드를 TP를 통해 숫자로 확인해 보자.

### 3. CJ올리브영, 국내 잡고 해외 잡으러 간다 - 투자포인트 1

#### 3.1. 올리브영의 국내 독점력 Power Up

CJ올리브영의 브랜드 파워가 막강하다

올리브영의 독점력은 무너지지 않을 것이다. 올리브영은 이제 단순한 유통사가 아닌, 뛰어난 MD 능력을 바탕으로 브랜드를 '키워낼 수 있는' 플랫폼이다. 주요 경쟁자들이 이탈한 22년을 기점으로 올리브영은 브랜드사의 매출을 극대화하는 유통사로 자리매김하였고, 24년 기준 100개의 입점 브랜드사가 100억 매출을 달성했다. 이제 올리브영 입점은 신규 브랜드사들의 등용문이다.

모든 브랜드가 원한다  
“올리브영 랭킹 1위”

또한, ‘올리브영 1위’라는 타이틀은 이제 엄청난 마케팅 수단이 되었다. 올리브영 랭킹은 제품의 레퍼런스가 되어, 타 채널 판매 시 대표적인 홍보 문구로 쓰인다. 이는 해외 진출의 경우에도 마찬가지다. 1,400개의 매장을 운영하며 1,500만 명의 회원을 유치시킨 올리브영의 브랜드 파워는 이토록이나 강력하며, 브랜드사들은 올리브영을 통해 역량을 최대한으로 레버리지하길 원한다.

무서운 기세의 다이소  
하지만 걱정하지 말아라

다이소도 걱정할 필요 없다. 22년 본격적으로 뷰티 시장에 진출한 다이소의 뷰티 매출액은 24년 전년 대비 144% 증가하며 올리브영의 대항마로 떠올랐다. 이에 더해 지난달 서울 일부 지역에만 ‘오늘배송’ 서비스를 시작하며, 올리브영의 독점 체제에 대한 의문이 제기되기 시작하였다. 그러나 본 보고서는 다음과 같은 이유로 다이소가 명확한 한계를 지닌 채널이라고 판단한다.

다이소에 입점 시  
매출 캡이 제한적

첫째, 브랜드사 입장에서 다이소는 매출 캡이 올리브영 대비 제한적이다. 다이소의 균일가 정책이 허용하는 가격은 브랜드사가 충분한 매출액을 달성하고 마진을 남기기 어려운 수준이다. 대형 화장품 브랜드사인 비이티의 경우 23년 10월 다이소에 올리브영 대비 절반 가까운 가격으로 리들샷 제품을 입점시켜 ‘오픈런 돌풍’을 일으켰으나. 그럼에도 다이소향 매출 비중은 제한적이다.

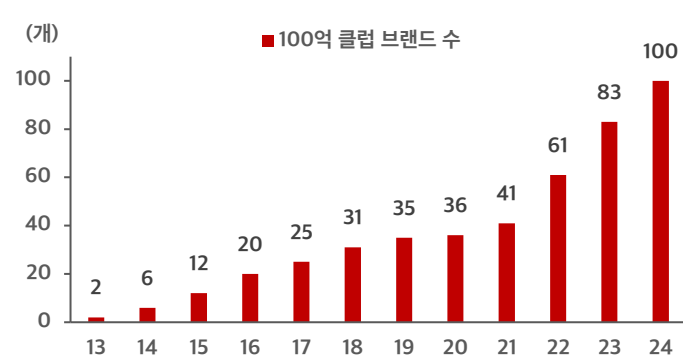
다이소에 입점 시  
채널 다변화에 불리

둘째, 저가 채널인 다이소에서 우선 성장한 브랜드는 타 채널로 확장하기 불리하다. 다이소는 입점 수수료와 마케팅 비용 부담이 낮아 타 채널 대비 저렴한 소비자가를 제시할 수 있는 반면 타 주요 채널은 소비자가의 약 50%를 수수료로 부과한다. 다이소 가격을 기준으로 성장한 브랜드는 해당 가격 그대로 타 플랫폼에서 마진을 내기 매우 어려운데, 이미 소비자에게 초저가로 인식되어 있어 가격을 바꾸기도 어렵다. 비이티 등 많은 브랜드사들이 올리브영에 우선 입점하여 인지도를 쌓은 후 다이소에 저가 라인을 입점하거나, 브랜드를 분리해 입점하는 이유이다.

옴니 채널로의 전환  
다시 한번 증명하다

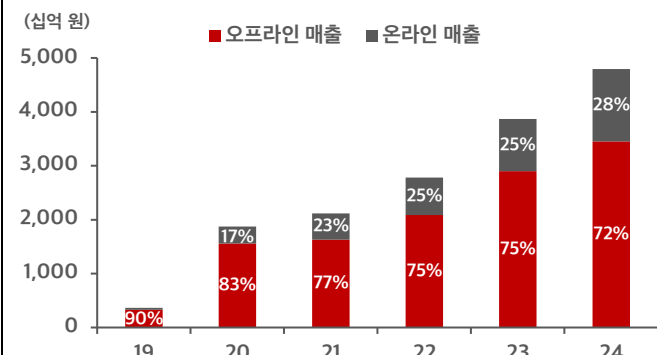
올리브영은 오프라인 독점력을 기반으로 온라인, 모바일을 포함한 옴니 채널 전환까지 완벽하게 성공한 유일무이한 플레이어다. 올리브영의 온라인 매출 비중은 19년 10%에서 24년 28%까지 상승했으며, 이는 올리브영이 더 이상 오프라인 점포 수 증가를 바탕으로 성장하기 어려워진 포화 상태에서 새로운 성장 동력을 확보했음을 의미한다. 여전히 오프라인 점포당 매출액이 증가하는 상황에서 온라인까지 성장하는 올리브영, 브랜드사가 택하지 않을 이유가 없다.

도표 3-1. CJ올리브영 ‘100억 클럽’ 입점 브랜드사 수



출처: CJ올리브영 IR, SMIC 1팀

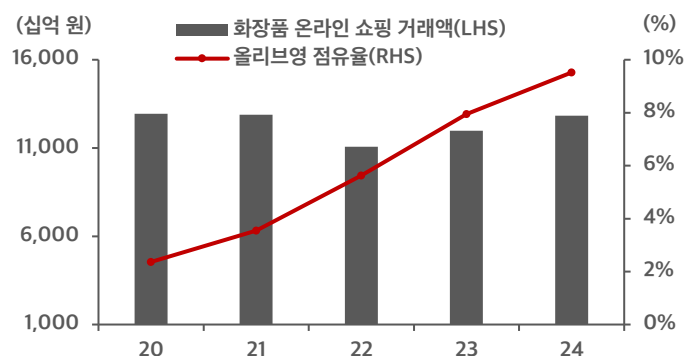
도표 3-2. CJ올리브영 온라인 매출 비중 추이



출처: CJ올리브영 IR, SMIC 1팀

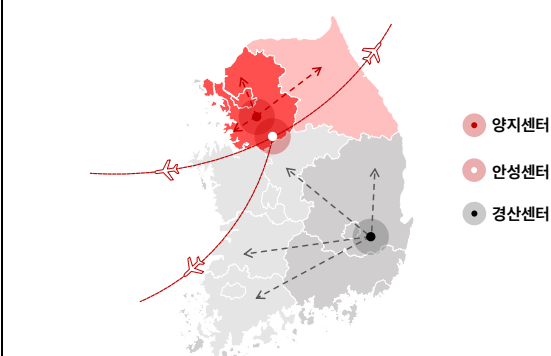
<p>팔목할 만한 성장 올리브영 온라인</p>	<p>올리브영의 오프라인 독점력은 온라인 점유율 확대로 이어지고 있다. 올리브영은 전국 오프라인 매장을 바탕으로 국내 온라인 시장 점유율을 20년 2.4%에서 24년 9.5%까지 확대했다. 24년 온라인 매출은 1.2조 원으로, 이는 오프라인 매장 495개의 매출 규모와 맞먹는 수준이다.</p>
<p>ラスト 마일 서비스 “오늘드림”</p>	<p>‘오늘드림’이라는 차별화된 라스트 마일 서비스를 바탕으로 올리브영은 온라인 채널을 확장하고 있다. 온라인으로 주문한 상품을 주소지와 가까운 매장을 통해 3시간 내로 배송하는 즉시 배송 서비스인 ‘오늘드림’은 온라인 매출의 48%를 차지한다. 전국 1,400개의 매장은 즉시 배송을 지원하는 물류 거점이 되어, 온라인 채널의 핵심 인프라로 기능한다. 온라인 주문 물량을 매장에서 발송하게 되면서, 옴니 채널 전환에 따른 오프라인 매장과의 이해관계 상충 또한 최소화되었다.</p>
<p>카니발리제이션은 없다 온/오프라인 동시 성장</p>	<p>온라인 채널의 성장은 단순히 오프라인 채널의 대체를 의미하지 않는다는 점에서 고무적이다. 국내 온라인 매출 비중이 점점 높아지는 동시에, 내국인향 오프라인 매출 또한 성장하고 있다. 올리브영의 온라인 서비스는 오프라인 매장과 유기적으로 연결된 플랫폼으로, 오프라인 매장이 온라인의 배송 거점으로 기능할 뿐만 아니라 온라인 채널 또한 오프라인 매장 방문을 유도한다.</p>
<p>오프라인이 포화라도 온라인은 많이 남았다</p>	<p>국내 화장품 시장은 온라인 50% 오프라인 50%의 시장으로, 타 국가 대비 온라인의 비중이 높은 편이다. 또한, 온라인 비중이 지속 높아지고 있어 국내 화장품 온라인 시장 성장률이 오프라인 시장 성장률을 지속 상회하고 있다. 그리고 오프라인과 달리 국내 온라인은 아직 독점 플레이어가 없는 분산된 시장이다. 온라인 화장품 시장에서 올리브영의 점유율은 10% 수준으로, 오프라인 시장과 달리 온라인 시장에는 점유율의 성장 기회가 존재한다. 이커머스에서 가장 중요한 것이 가격과 배송 경쟁력인데, CJ올리브영은 두 가지 모두에서 압도적인 경쟁력을 자난다,</p>
<p>올영세일 + 오늘의특가</p>	<p>온라인에서 CJ올리브영의 가격 경쟁력은 점점 강화되고 있다. 올리브영은 매 분기 전 제품을 할인하는 ‘올영세일’에 이어 매일 20개 정도의 제품을 ‘오늘의 특가’로 제공한다. 또한, 올리브영은 강한 협상력을 바탕으로 ‘올리브영 단독 상품’을 출시하는 경우가 많다. 같은 가격이라도 사은품을 함께 제공하거나, 올리브영에서만 단독 할인을 제공하는 식으로 가격 경쟁력을 높이고 있다.</p>
<p>물류 경쟁력 강화</p>	<p>온라인 고객을 위한 물류망 재정비를 통해 물류 경쟁력 또한 강화되고 있다. 전국 물류를 담당하던 양지센터에 더해 안성센터가 신설되며 글로벌물과 PB 물류가 분리되었다. 추가로 경산센터가 가동되면서, 전국 1,400여 개 매장으로 향하는 물량이 수도권/비수도권으로 이원화되며 물류 처리 역량이 50% 확대되었다. 이에 따라 양지센터는 수도권 매장 물류와 온라인물 서비스에 집중할 수 있게 되었으며, 도심형 물류센터(Micro Fulfillment Center, MFC)가 전국 주요 광역시 및 지방 중소도시까지 확장되면서, 차별적인 물류 서비스를 제공할 역량을 확보하였다.</p>

도표 3-3. CJ올리브영 국내 화장품 온라인 시장 점유율



출처: 통계청, SMIC 1팀

도표 3-4. CJ올리브영 물류 네트워크 현황



출처: CJ올리브영 IR, SMIC 1팀

### 3.2. 외국인의 필수 관광지, CJ올리브영

내수 전용 기업같은 수출도 잘하는 기업

CJ올리브영은 내수 기업으로만 보이지만, 사실 수출도 잘하는 기업이다. 표면상 올리브영의 해외 매출은 24년 1,945억으로 전체 매출의 4%에 그치지만, 이는 외국인 인바운드 매출이 제외된 금액이다. **인바운드 매출을 포함하면 외국인향 매출액은 1조 590억 수준으로 추산되며, 이는 매출 총액의 22% 수준이다.** 올리브영의 점포당 내국인 매출은 24년에 18억을 달성하며 안정화되는 경향을 보이지만, 점포당 외국인 매출은 22년 0.4억, 23년 2.7억, 24년 6.3억으로 가파르게 성장하고 있다. 오프라인 매장에 인바운드 수요라는 성장 동력이 여전히 존재하는 것이다.

#### (1) 전체 관광객 Q 성장: 밀려오는 외국인 파도

방한 외국인 관광객은 전고점 회복 아직 못해

방한 외국인 관광객 수는 아직 팬데믹 이전 수준도 회복하지 못했다. 24년 방한 외국인 관광객은 1,600만 명으로, 19년 대비 6%가량 낮은 수준이다. 특히 중국인 관광객 수는 과거 피크 대비 42%가량 적으며, 한한령 해제를 감안할 경우 회복 가능한 수요만 2,000만 명에 달한다. 팬데믹 기간 동안 억눌린 이연 수요와 이미 19년 피크를 상회한 미국 등 서구권의 관광 수요를 고려할 때, 최소 20% 이상의 업사이드를 기대해볼 수 있다.

관광수요 회복 가시권 중국인이 들어온다

관광객 회복의 가능성은 조금씩 구체화되는 상황이다. 한국은 중국 정부의 한국인 무비자 입국 조치에 대한 상호 조치로, 3Q25부터 중국인 단체관광객을 대상으로 무비자 입국을 한시적으로 허용할 예정이다. 중국이 한국 관광객 무비자 입국을 허용하며 한국인 관광객이 전년 대비 30% 성장한 점으로 미루어 볼 때, 고점 대비 반토막 난 방한 중국인 관광객 수요의 회복이 기대된다.

원화가 너무 싸요 시장님이 미쳤어요

일본 관광객은 역대급 엔저의 수혜를 받으며 최고치 19년도 3,188만 명을 500만 명 가까이 돌파한 3,687만 명을 기록했다. 한국도 환율 1,400원이 뉴노멀 시대가 되며 평가절하된 현재, 한국 여행의 매력도는 증가했으며 직전 피크 대비 26%나 증가한 미국 관광객이 이를 암시한다.

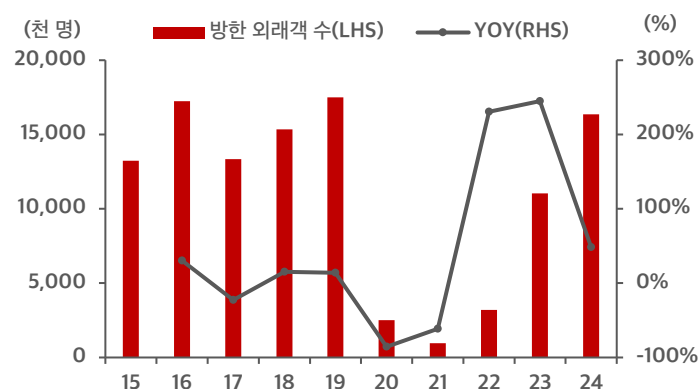
#### (2) 관광객의 올리브영 방문율 증가: K뷰티 체험은 메가트렌드

**방한 관광객 10명 중 5명이 CJ올리브영에 방문하고 있다. 24년 상반기 입국자수 770만 명 중 400만 명이 CJ올리브영에 방문하는 등 CJ올리브영은 '필수 관광코스'가 되었다.**

한국 관광의 메가 트렌드 K-뷰티

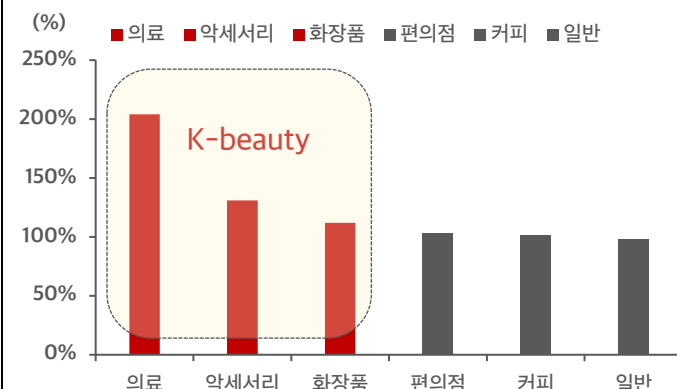
한류의 확산으로 국내 여행 목적은 '관광 명소 방문'에서 'K-라이프스타일 체험'으로 변화했다. 그리고 K-컬처 체험이라는 메가 트렌드 속에서, K-뷰티 체험 수요는 단연 으뜸이다. 지난해 방한 외국인은 화장품에 가장 많은 돈(22%)을 소비했으며, 외국인 지출액 성장률 측면에서 상위를 달성한 3개 업종 또한 의료, 액세서리, 화장품으로 모두 K-뷰티와 직접적으로 연관된 업종이었다.

도표 3-5. 방한 외국인 관광객 추이



출처: 한국관광공사 데이터랩, SMIC 1팀

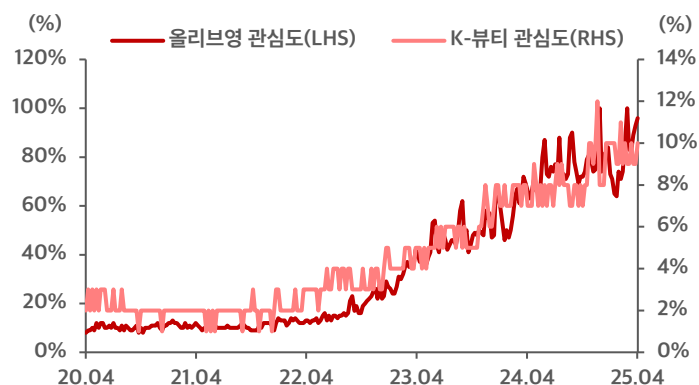
도표 3-6. 업종별 관광객 결제액 증가율



출처: 오렌지스퀘어, SMIC 1팀

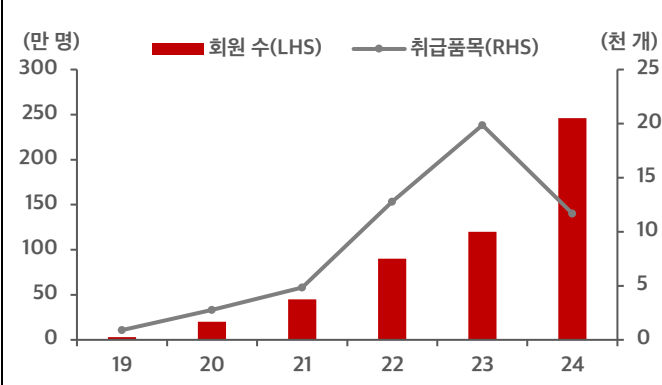
K뷰티 체험, CJ올리브영밖에 없다!	인디 브랜드를 중심으로 K-뷰티에 대한 관심도가 증가하는 트렌드 속에서, 방한 관광객이 오프라인에서 이를 직접 체험할 수 있는 채널은 올리브영이 유일하다. 국내 H&B 시장 1위, 1,400개 매장이라는 압도적인 접근성을 바탕으로 CJ올리브영은 늘어나는 K-뷰티 체험의 수혜를 독식하고 있다. 실제로 방한 외국인 화장품 결제 금액의 85%는 올리브영에서 결제되었다.
K-뷰티와 관광에 베팅? CJ올리브영은 정배	이러한 특성으로 인해 글로벌 K-뷰티 관심도와 올리브영 관심도는 매우 유사하게 동행한다. 이는 CJ올리브영이 K-뷰티라는 메가 트렌드와 회복되는 인바운드 수요라는 배경에서 독점적 유통 지위를 바탕으로 확실하게 성장할 오프라인 매출에 베팅할 수 있는 최적의 선택지임을 의미한다.
면세점이 가고 CJ올리브영이 왔다	면세점과 백화점에서 쇼핑하던 관광객들이, 이제는 자신의 취향에 맞는 상품을 체험하고 가성비 있는 상품을 구매한다. 외국인 관광객 소비 트렌드 변화와 중국 고객 이탈로 면세점 매출은 19년 대비 반토막이 났고, 현대면세점 등은 점포를 줄이고 있다. 올리브영은 반대 수혜를 입으며 가성비를 찾는 외국인 매출이 성장하고 있다. 특히, 중국인 매출이 전년 대비 600% 증가하고 있는데, 이는 중국인 관광객의 회복에 따라 방문율이 더욱 상승할 여지가 있음을 방증한다.
판을 까는 CJ올리브영	CJ올리브영은 외국인 관광객을 겨냥해 ‘글로벌 특화매장’ 중심의 전략을 강화하고 있다. 24년 약 800만 명의 외국인 고객 중 512만 명이 ‘명동 타운’, ‘올리브영N 성수’ 등의 글로벌 특화매장을 방문했으며, 해당 매장들은 주요 인바운드 소비 거점으로 기능한다. 대표적으로 외국인 고객 비중이 90%에 달하는 ‘명동 타운’의 경우, 단일 매장에서 연 1,000억 원의 매출을 기록 중이다. CJ올리브영은 10년대 중반까지 20개에 불과했던 올리브영 글로벌 특화 매장을 부산, 제주, 경주 등 현재까지 전국적으로 110여개 이상 확대하며 인바운드 수요 대응에 적극 나서고 있다.
오프라인 채널에서 온라인 채널로 유도	옴니채널의 달인 CJ올리브영은 오프라인 관광객들을 놓지 않고 온라인으로 락인시킨다. 22년 54만명에 그쳤던 글로벌 회원 수는 24년 250만 명을 돌파하며 빠르게 성장하고 있다. ‘K-뷰티 오리지널 채널’이라는 인지도는 관광객을 매장으로 끌어들이며, 철저히 설계된 매장 내 고객 경험은 온라인 채널 가입으로 이어진다. 일례로 작년 외국인 특화 매장 4곳에 글로벌 몰 가입을 유도하는 ‘벤딩 머신’이 설치되자, 해당 머신을 통해서만 33만명의 신규 회원이 유치된 바 있다.
인바운드 매출과 글로벌 매출의 상관성은 95%	실제 CJ올리브영 글로벌몰은 국내 인바운드 매출 성장과 함께 급속도로 성장하고 있다. 두 변수는 95% 수준의 매우 높은 상관성을 가지며, 글로벌몰은 인바운드 매출이 급성장하기 시작한 23년부터 동반 성장하며 24년까지 연간 28%, 81%의 가파른 성장률을 기록했다. 옴니채널 전략을 추구하는 CJ올리브영은 글로벌에서도 온라인과 오프라인이 유기적으로 연관되는 경험을 제공하며, 여행에서의 일회적 소비를 꾸준한 구매로 전환시킬 수 있는 제반 역량을 갖추고 있다.

도표 3-7. CJ올리브영 및 K-뷰티 검색 관심도



출처: Google Trends, SMIC 1팀

도표 3-8. CJ올리브영 글로벌몰 회원 수 및 취급품목



출처: CJ올리브영 IR, SMIC 1팀

벌써 미국 역직구물 점유율 10% 덕분에 CJ올리브영 글로벌몰은 이미 미국 역직구물 시장에서 10% 수준을 점유하고 있다. 전체 고객 중 북미 비중은 70% 이상으로, 주요 북미 역직구물 경쟁사들 간에도 가장 빠른 성장을 기록 중이다. 24년 글로벌몰의 트래픽은 98% 증가했으며, 동기간 yesstyle(24%), stylevana(69%), stylekorean(-16%) 등 주요 경쟁사들을 제치고 당당히 피어 그룹 내 2위에 올랐다.

글로벌 수요 대응할 인프라도 확충 완료 24년 글로벌몰에서 진행된 ‘올영세일’의 주문액은 전년 대비 107% 증가하며 글로벌 수요 확장을 입증했다. 이에 발맞춰 올리브영은 연말 블랙프라이데이, 사이버먼데이 등 대형 글로벌 쇼핑 시즌을 대비해 안성센터에 수출 전용 컨베이어를 도입했다. 이로써 글로벌 물류 처리 역량도 기존 대비 60% 이상 확대되며, CJ올리브영의 해외 수요 대응력은 한층 강화되었다.

### 3.3. 미국으로 진격하는 CJ올리브영

외국인 인바운드와 글로벌몰에서 수요를 확인한 CJ올리브영, 이제는 직접 해외로 진출한다. CJ올리브영의 북미 진출은 K뷰티의 오프라인 웨이브를 이끌 것이다.

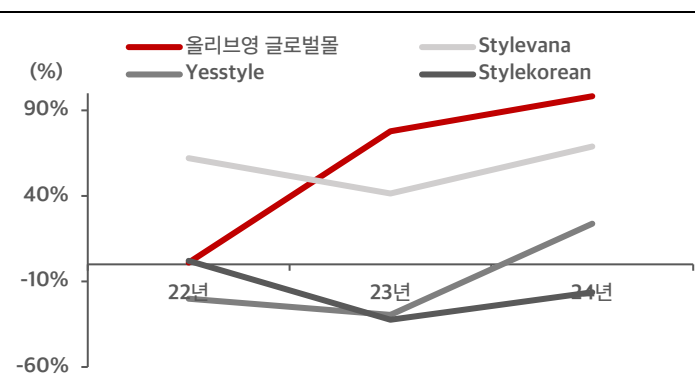
틱톡과 아마존에 의존하던 K-뷰티 미국에서 K-뷰티의 성공 공식은 틱톡 바이럴과 아마존 판매였다. 미국은 틱톡 침투율 45%로, 글로벌 24% 대비 틱톡 의존도가 매우 높은 국가이다. K-뷰티는 틱톡에서 공격적으로 바이럴 마케팅을 진행하고, 차별화된 물류 서비스가 제공되는 아마존 중심으로 시장에 침투하며 성장했다.

하지만 북미 화장품은 오프라인이 핵심 그러나 미국의 화장품 시장은 오프라인이 핵심이며, 온라인 위주의 성장은 명확한 한계를 지닌다. 미국 화장품 시장 규모는 여전히 오프라인 비중이 70%로 지배적이다. 반면, 아마존을 중심으로 성장한 K-뷰티의 매출액은 온라인 70%, 오프라인 30%로 온라인에 의존적인 모습을 보였다.

K-뷰티는 수요가 있다 이에 따라, K-뷰티 인디브랜드들은 올해부터 본격적으로 미국 오프라인에 입점하고 있다. 스킨 유통사들도 원한다 1004는 올해 Ulta Beauty와 Target 매장 대부분과 Costco 전체 매장의 75%에 입점할 예정이다. 마녀공장은 Ulta Beauty 매장 600개, Costco 400개와 Target 대부분에 입점해 있다. 아누아 또한 올해 Ulta Beauty 매장 1,400개 전체에 입점했다. 북미 대표 뷰티 채널들은 국내 브랜드사를 원하며, 이러한 입점 현황은 K-뷰티에 대한 북미 오프라인 시장의 수요를 보여 준다.

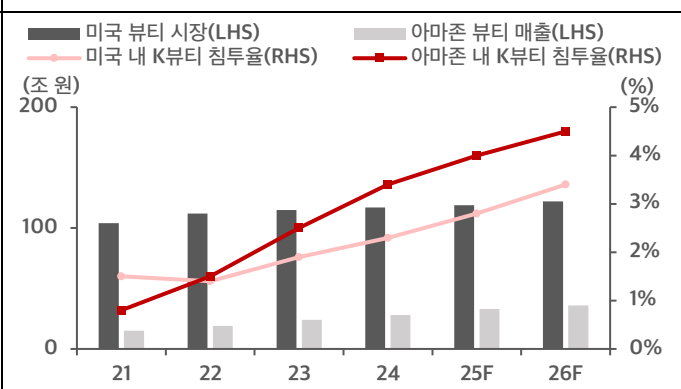
온라인 침투율만큼 아마존으로 확인된 K-뷰티의 잠재 수요는 오프라인 채널로의 충분한 확장 가능성을 보여준다. 오프라인이 올라온다면? 미국 아마존 뷰티 시장 내 K-뷰티 점유율은 3.4%이다. 반면 미국 뷰티 시장 전체 내 K-뷰티 점유율은 2.3% 수준인데, 이 1%p의 괴리가 회복된다면 120조의 시장 규모 대비 약 1.2조의 업사이드가 발생한다. 이는 현재 K-뷰티의 미국 오프라인 시장 매출이 0.9조에 불과한 상황에서, 적게 잡아도 향후 130% 추가 성장이 충분히 가능하다는 점을 시사한다.

도표 3-9. 역직구물 트래픽 YOY 성장률 비교



출처: Semrush, SMIC 1팀

도표 3-10. 미국 뷰티 전체 및 아마존 내 K뷰티 침투율



출처: Amazon, SMIC 1팀

트래픽이 보여주는 올리브영 잠재 수요  
**CJ올리브영의 북미 마인드쉐어(google trends)는 Sephora와 Ulta Beauty 대비 1-2% 수준이다.** CJ올리브영의 글로벌몰 웹사이트 트래픽 또한 당월 북미 220K로, Sephora 웹사이트 10M Ulta Beauty 웹사이트 9M 대비 2% 수준이다. Ulta Beauty의 24년 미국 매출이 약 16조, Sephora의 미국 매출이 약 11조임을 고려했을 때 **CJ올리브영에 약 3,000-5,000억의 잠재 수요가 있다.**

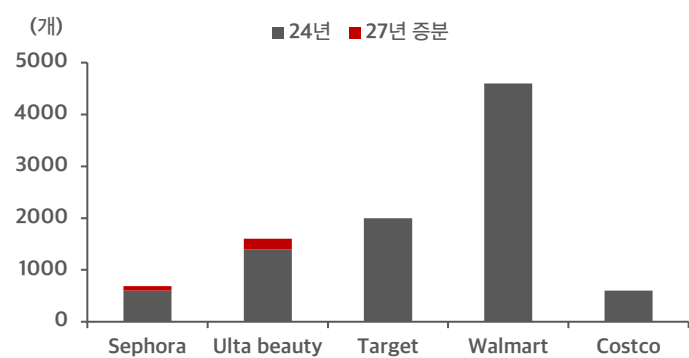
가시화되는 북미 진출 파트너는 실리콘투  
**CJ올리브영은 이 잠재수요를 충족시키고자 25년부터 본격적으로 북미 오프라인 진출을 시작한다.** CJ올리브영은 올해 초 미국 LA에 현지 법인 ‘CJ Olive Young USA’를 설립했다. CJ올리브영은 초기 투자 부담을 줄이기 위해 LA 현지 물류 창고를 가진 실리콘투와 협업을 논의 중이며, 따라서 LA에 1호점을 개점할 확률이 높다. 최근 CJ올리브영 정관에 물류센터 운영 및 운송업이 추가된 것 또한, 올해 실리콘투와 협업해 본격적으로 해외 확장을 시작할 가능성을 보여준다.

북미 뷰티 시장 시장 규모 대비 전문 채널 부족  
**파편화된 북미의 뷰티 오프라인 채널에서 전문 뷰티 체인이 성장 중이다.** 미국 뷰티 오프라인은 Sephora(600개)/Ulta Beauty(1,400개) 뷰티 전문 체인, Target(2,000개)/Walmart(4,600개)/Costco(600개) 마트, 드럭스토어 등으로 분산되어 있다. 올리브영의 국내 매장이 약 1,400개임을 고려하면, 미국의 전문 뷰티 체인은 Ulta Beauty 1,400개와 Sephora 600개만으로 시장 규모 대비 수가 적다. 뷰티 전문 체인들이 마트 수요를 일부 가져가면서, Sephora 매장은 매년 약 30개씩 성장했으며 Ulta Beauty는 향후 3년 동안 200개의 신규 매장을 개점할 예정이다.

특히 K뷰티 전문 뷰티채널은 한참 부족  
**전체적인 뷰티 전문 리테일샵의 확장 트렌드에서, K-뷰티 전문 리테일샵은 잠재수요를 저격한다.** 아직 한국식 스킨케어 제품들은 Ulta Beauty 기준 작은 매대 1개 정도밖에 차지하지 못하며, 대표 제품 1-2개 정도만이 입점하는 경우가 대부분이다. 이러한 상황에서 오리지널 K-뷰티 체인으로서 트렌디한 국내 브랜드를 빠르게 큐레이팅할 수 있는 MD 역량을 갖춘 올리브영은 잠재수요를 저격할 수 있을 것으로 보인다. 한편, 기회를 포착한 실리콘투 또한 K-뷰티 전문 오프라인샵 ‘모이다’를 24년 2개 오픈했고, 25년 중으로 10개 매장을 추가로 확장하겠다는 포부를 드러냈다.

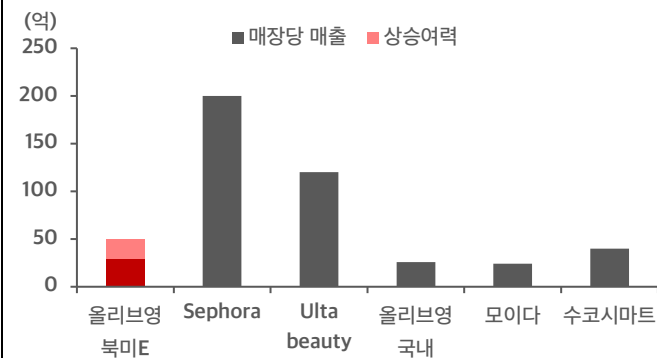
Peer들이 말해주는 매장당 매출  
**CJ올리브영 미국의 매장당 매출액은 최소 연 30억이 될 것으로 추정된다.** 이미 올리브영은 국내 점포에서만 연간 26억 매출을 내고 있다(평균 50평). 미국 터줏대감 Sephora 매장당 매출은 약 200억, Ulta Beauty는 약 120억이다. 북미에 먼저 진출한 실리콘투의 K-뷰티 오프라인 스토어 ‘모이다’는 연매출 약 24억 수준, ‘수코시마트’는 연매출 약 40억이다. **Peer들의 매장당 매출액을 바탕으로 추정하면, 올리브영의 해외 점포당 매출도 연간 30억 수준은 충분히 달성할 수 있을 것으로 보인다.** 또한 CJ올리브영의 해외 매장은 국내 매장 평균치 50평 수준으로 더 클 가능성이 높는데, 이 경우 매장당 매출 50억 이상도 노려볼 수 있다.

도표 3-11. 미국 뷰티 오프라인 채널 매장 수 비교



출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

도표 3-12. 뷰티 오프라인 채널별 매장당 매출액



출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

## 4. 코 앞으로 다가온 합병 - 투자포인트 2

동사의 지배구조 개편안의 핵심은 CJ올리브영이다. 동사는 24년부터 합병을 준비해왔고, 25년 드디어 합병을 진행시키고자 한다. 그 누구보다 승계에 진심인 동사가, '바로 지금' 합병을 준비하고 있다. 동사가 합병을 빨리 해야만 하는 이유와 실제로 나타나고 있는 현상들을 확인해보자.

### 4.1. 지배구조 개편 방안 이해하기: 합병 vs IPO

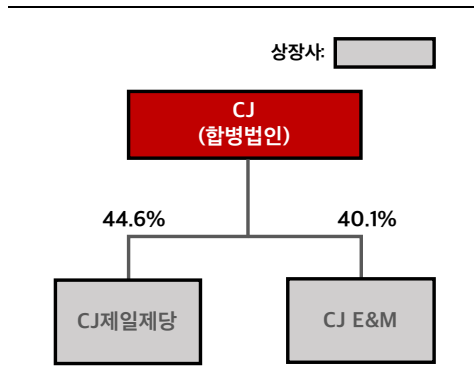
**CJ 지배구조:** 본격적으로 합병 시점에 대해 이야기하기에 앞서, 동사의 지배구조 개편 방안에 대해서 이해해보자. CJ 그룹의 지배구조에서 정점에 위치한 회사는 동사이며, 승계를 위해서는 4세들이 동사에 대한 지배력을 높여야 한다. 앞서 살펴보았듯이, CJ 그룹은 지주사인 동사가 최상단에 있으며, 그 밑에 CJ제일제당, CJ E&M 등을 중심으로 자회사들이 존재한다. 따라서, 그룹 전체에 대한 지배력을 높이기 위해서는 장남 이선호 및 장녀 이경후의 CJ에 대한 지분율을 높여야 한다.

**CJ 지배구조:** 4세들이 동사에 대한 지배력을 높이기 위해 오래전부터 준비한 핵심 카드는 CJ올리브영이다. 이재현 회장의 건강이 이른 나이부터 악화되어 왔기 때문에, 약 10년 전부터 승계안을 구상해왔고, 그 핵심으로 성장성이 뛰어난 CJ올리브영을 일찌감치 점찍었다. 그 결과, 현재 동사의 주요 자회사들 중에서 유일하게 4세들의 지분율이 5% 이상인 자회사는 CJ올리브영이다. 장남과 장녀는 CJ올리브영의 지분만을 활용해서 동사의 지분율을 높여야 하는 상황이다.

**지배구조 개편안:** 핵심 카드인 CJ올리브영의 지분을 활용하는 방법은 크게 1) 합병과 2) IPO로 구분할 수 있다. 합병의 방식은 동사와 CJ올리브영을 실질적으로 하나의 법인으로 만드는 것이다. 이때, 4세들은 CJ올리브영 지분을 활용해 동사의 지분을 받을 수 있다. 반면, IPO 방식은 CJ올리브영을 상장하여 동사와 CJ올리브영을 별도의 법인으로 유지하는 것이다. 이때, 4세들은 구주매출을 통해 현금을 확보한 후, 동사의 지분을 매입하여 동사에 대한 지배력을 높일 수 있다

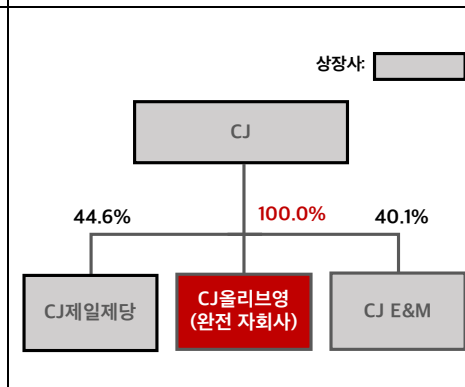
**합병 방식:** 흡수합병 혹은 자회사화 방식 합병은 크게 흡수합병 방식과 자회사화 방식으로 구분되며, 자회사화 방식을 활용할 가능성이 더 높다. 흡수합병 방식은 동사와 CJ올리브영을 법적으로 하나의 법인으로 만드는 방법이다. 자회사화 방식은 CJ올리브영이 동사의 100% 자회사로서 법적으로 존속하지만, 실질적으로 하나의 법인이 되는 방식이다. 장남과 장녀의 CJ올리브영 지분에 대해 동사의 주식을 새롭게 발행하여 CJ올리브영을 동사의 100% 자회사로 편입시킨다. (지금부터 '합병'이란 자회사화 방식을 의미)

도표 4-1. 합병 이후 지배구조도



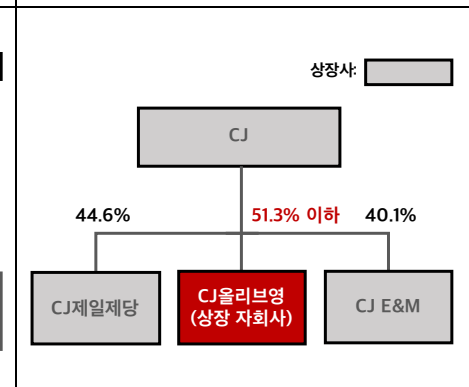
출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-2. 포괄적 교환 이후 지배구조도



출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-3. IPO 이후 지배구조도



출처: DART, SMIC 1팀

CJ 지배구조 개편 남은 **CJ올리브영 카드를 활용한 이후**, CJ 그룹 4세에게 남은 카드는 두 가지 ①이재현 회장의 동사 카드 1: 회장님의 동사 지분 상속/승계, ②CJ4우선주의 보통주 전환이다. 먼저, **이재현 회장의 동사 지분 상속/증여**이다. 지분 상속 동사의 주주 현황을 보면 이재현 회장의 지분이 약 44%로, 압도적으로 높다. 따라서 CJ 그룹 4 세는 회장의 지분을 문제없이 상속/증여 받아 그룹 지배력을 유지해야 한다.

CJ 지배구조 개편 남은 **다음으로, 19년에 발행한 CJ4우선주를 활용하여 동사에 대한 지배력을 추가로 높일 수 있다.** 해당 카드 2: CJ4우선주 당 우선주는 29년에 1:1의 비율로 보통주로 전환되는 조건이다. 장남 이선호와 장녀 이경후는 각각 해당 우선주의 27%, 29%를 소유하고 있다. 따라서, 해당 우선주가 전환되면 장남 이선호와 장녀 이경후의 동사 지분율이 약 3.5% 증가한다. (현재 유통 주식 수 기준).

**4.2. 이제는 합병안이 사실상 유일한 선택지**

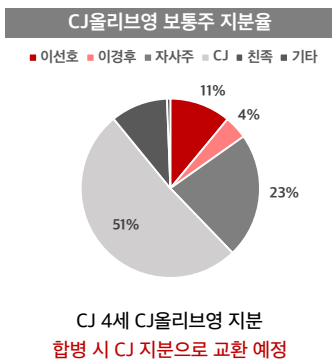
지금부터 핵심 카드인 **CJ올리브영을 동사와 합병시킬 가능성이 높은지, IPO시킬 가능성이 높은지 확인하고자 한다.** 아래 3가지 사항을 살펴보면 **합병안이 사실상 유일한 선택지임을 확인하자.**

①이론상 간편하고 세금 절약하는 방법 = 합병  
**합병과 IPO 중 이론적으로 간편하고 돈을 절약할 수 있는 방법은 합병이다.** 우선, 합병의 경우 상법에 따른 합병 절차를 따라야 하며 이사회 결의와 주주총회를 거치면 마무리된다. 반면, IPO는 상장 주관사 선정부터 예비심사청구, 증권신고서 제출, 상장 승인 등 일련의 과정을 거쳐야 하므로 평균적으로 6개월 이상 더 소요된다. 또한, 합병의 경우 적격 합병 요건을 채우면 세법상 과세 이연이 가능하지만, IPO를 통해 구주매출을 진행하면 양도소득세를 납부해야 한다.

②상법개정 이후 현실적인 방법 = 합병  
**뿐만 아니라, 상법 개정으로 인해 현실적으로도 합병이 더 나은 선택지가 되었다.** 앞서 투자 IDEA에서 언급하였듯이, 25년에 추진하고 있는 상법 개정의 주요 골자는 이사의 충실의무를 ‘회사’에서 ‘주주 및 회사’로 확대하는 것이다. 따라서 IPO를 진행하게 되면, 중복 상장으로 인해 피해를 보는 동사의 주주들이 이사를 대상으로 소송을 진행할 수 있다. 이 경우 배임죄가 적용될 수 있으며, 금액이 50억 이상인 경우 5년 이상 혹은 무기징역을 받을 수 있다. **동사의 주요 이사들 입장에서는 이러한 리스크를 안고 IPO를 무리하게 진행할 요인이 전혀 없다.**

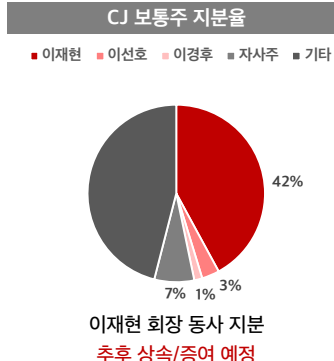
③합병을 위한 움직임도 시작됨  
**실제로 CJ 그룹 4세들은 24년부터 합병 노선을 타기 시작했고, 자사주 매입을 통해 외부 지분을 줄여 나가고 있다.** 24년 초 기준으로 CJ올리브영의 외부 주주는 22.56%를 보유한 글렌우드 PE와 1% 미만을 보유한 기타 주주뿐이었다. 24년 4월 CJ올리브영은 글렌우드 PE의 11.28%를 자사주 형태로 매입하였고, 25년 3월에는 나머지 절반마저 자사주 형태로 매입하였다. 그 결과, 현재 기준으로 CJ올리브영의 지분은 동사가 51.3%, 자사주가 22.6%, 장남 이선호가 11%, 장녀 이경후 4.2%, 그 외 친족 10.3%, 기타 소액주주 0.6%를 가지고 있게 되었다.

도표 4-4. CJ올리브영 지분(승계카드1)



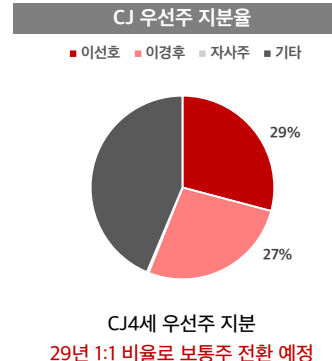
출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-5. CJ 보통주지분 상속(승계카드2)



출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-6. CJ 우선주지분 전환(승계카드3)



출처: DART, SMIC 1팀

자사주 매입 결과: 그 결과 현재 CJ올리브영 외부 지분이 1% 미만인 되었고, 이제는 합병안이 사실상 유일한 방안이다. 코스피(코스닥) 상장 시, 시가총액이 1조(3,000억) 원 이상이면 유통 주식 수가 전체 상장 주식 수의 최소 5%(15%) 이상이어야 한다. 따라서, 해당 조건을 만족시키기 위해서는 자사주를 매각하거나 기존 주주들의 구주 매출이 반드시 필요하다. 이러한 경우 오너 일가의 지배력이 줄어들기 때문에, CJ 4세 입장에서는 현 상황에서 굳이 IPO 방안을 선택할 이유가 없다.

### 4.3. 25년 안에 합병을 끝낼 생각인 CJ 4세

CJ 4세에게 남은 고민은 언제 합병을 진행할 것인지이다. 본서는 1) CJ 4세들이 합병을 최대한 빨리 진행해야 하는 이유를 설명하고, 2) 실제로 동사가 움직이기 시작함을 보여주하고자 한다.

#### (1) 합병을 빨리 진행해야 하는 이유

도표 4-7. 합병비율 산정 과정 및 합병 후 지분율



합병시 오너 일가 지분율 변화 (Case ①)							
(단위: 주)		이재현		이선호		이경후	
합병 전	총 주식 수	보유 주식 수	지분율	보유 주식 수	지분율	보유 주식 수	지분율
CJ							
보통주 (유통주식 수)	27,058,455	12,275,574	45.37%	932,503	3.20%	428,088	1.58%
4우선주 (유통주식 수)	4,213,380	-	0.00%	1,231,390	29.23%	1,136,958	26.98%
CJ 올리브영							
보통주 (유통주식 수)	16,768,328	-	0.00%	2,390,800	14.26%	911,904	5.44%
CJ 지분 제외 유통주식 수	5,691,296						
합병 후 (4우선주 전환 전)							
CJ							
보통주 (유통주식 수)	46,857,225	12,275,574	26.20%	9,249,572	19.74%	3,600,402	7.68%
4우선주 (유통주식 수)	4,213,380	-	0.00%	1,231,390	29.23%	1,136,958	26.98%
합병 후 (4우선주 전환 후)							
CJ							
보통주 (유통주식 수)	51,070,605	12,275,574	24.04%	10,480,962	20.52%	4,737,360	9.28%

출처: DART, SMIC 1팀

합병 시점: 25년 이내 진행될 가능성 높음  
 CJ 그룹 4세들은 가능한 합병을 빨리 진행하고자 할 것이다. 우선, 현실적으로 상법 개정 이전은 불가능하다. 합병 절차가 평균적으로 3개월 이상 걸리기 때문에, 6월에 마무리될 상법 개정 이전에 합병이 마무리될 가능성이 낮다. 그렇다면, CJ 그룹 4세에게는 두 가지 선택지가 있다. 승계를 마무리 짓기 위해 빠르게 합병을 진행하거나, 혹은 몇 년의 시간을 두고 천천히 합병을 진행하는 것이다. 두 방안 중 전자, 즉 빠르게 합병을 진행해야 하는 이유를 지금부터 살펴보자.

빠르게 합병을 진행해야 하는 이유 1: 합병하면 배당금 3배  
 우선 CJ 그룹 4세는 상속세/증여세 준비를 위해 배당액이 중요한데, 지금 합병을 하면 배당금을 3배씩 더 받을 수 있기 때문에 가능한 빨리 합병을 추진해야 한다. 실제 상속세/증여세 금액을 계산해 보면 배당액의 중요성이 체감된다. 현재 이재현 회장의 동사 지분을 바탕으로 대략적인 상속세/증여세를 계산해 보면, 3.5조\*0.44(지분율)\*0.6(세율)=0.92조이다. 연부연납 조건을 충족하여 10년 동안 나누어 납부하더라도 1년에 약 1,000억 원의 세금을 자녀들이 부담해야 한다.

지금 합병해야  
배당 많이 받는다

이처럼 4세에게는 배당액이 중요하기 때문에, 배당액을 많이 받을 수 있는 합병 시점을 선택할 것이다. 그리고 그 시점이 바로 지금이다. 지금 합병을 하여 동사 지분으로 가지고 있으면, 합병하지 않아서 CJ올리브영 지분으로 가지고 있는 경우에 비해 배당금을 3배 더 받기 때문이다.

실제 계산 과정: 장남 이선호 지분 바탕

장남 이선호의 지분을 바탕으로, 배당액 계산 과정을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. (도표 4-7, 4-8) 합병 시 수령할 배당액은 다음과 같이 계산한다. 합병비율은 CJ올리브영 기업가치 7조 원을 기준으로 '1:3.47'을 도출하였다. (주당순가치 CJ 120,000:CJ올리브영 417,454) 동사 주당 배당금은 전년도 수준인 3,000원으로 가정하였다. 그 결과, 1년 간 314억 원의 배당액을 수령한다. 다음으로, 합병을 하지 않는 경우, CJ올리브영 주당배당금이 최근 3개년 평균인 2,424원 이라면 122억 원의 배당을 수령한다. 따라서 이선호는 합병하면 약 190억 원 배당을 더 받는다.

중요한 사실은 위에서 도출한 배당액의 차이 값 190억 원이 매우 보수적인 수치이며, 실제로는 300억 원 이상 차이 날 수 있다는 점이다. 따라서, CJ 4세 입장에서 지금 합병을 할 유인이 더욱 크다. 위 계산에서 사용한 보수적인 가정은 다음과 같다.

보수적인 수치인 이유 ①합병비율을 가능한 낮게 책정하여 CJ 주식을 가능한 적게 발행하였다. 현재 이재현 회장 정도의 그룹 지배력을 유지하기 위해서는, 합병 후 이선호 장남의 지분율(우선주 포함)이 최소 20%가 되어야 한다. 이를 위해서 CJ올리브영이 최소 7조 원 이상의 가치평가를 받아야 한다. 추후 Valuation에서 확인할 수 있겠지만, CJ올리브영은 충분히 그 이상의 밸류를 받을 수 있다. 따라서, 가장 보수적인 값인 7조 원을 기준으로 합병비율을 계산하였다. 실제로는 8조 원 이상의 밸류에이션을 받을 수 있고, 그러면 합병 시 수령 배당액이 40억 원 늘어난다. (Appx 13,도표 4-9)

보수적인 수치인 이유 ②다음으로, CJ의 배당액은 가능한 낮게 가정하였다. CJ는 별도 기준 주당배당금을 매년 유지 또는 상향하는 주주 환원 정책을 펼치고 있는데, 24년 수준으로 유지된다고 가정하였다. 따라서 실제로는 합병 시 수령하는 배당액이 더 커질 수 있다.

보수적인 수치인 이유 ③마지막으로, CJ올리브영의 배당액은 가능한 높게 책정하였다. CJ올리브영의 주당배당금이 지난 3년간 절반씩 줄어들어 24년에는 0원이었음에도 불구하고, 과거 3개년 평균 배당금을 지급한다고 가정하였다. 앞으로 CJ올리브영은 본사 건물 매입 및 해외 확장 등을 위해 꾸준한 현금유출이 있을 것이기 때문에 이는 공격적인 가정이다. 만약 CJ올리브영의 실제 배당액이 과거 평균 이하라면, 합병을 하지 않는 경우에 받는 배당액이 최대 80억 원 줄어든다.

도표 4-8. 합병 여부에 따른 배당액 차이 (CJ올리브영 7조)

합병 여부에 따른 배당액 차이 (Case ①. 올리브영 밸류 7조)		
(단위: 주, 원)	합병을 한 경우	합병을 하지 않은 경우
CJ 보통주 보유 주식 수	9,249,572	932,503
보통주 주당 배당금	3,000	3,000
CJ 우선주 보유 주식 수	1,231,390	1,231,390
우선주 주당 배당금	3,000	3,000
<b>CJ 배당금 계</b>	<b>31,442,884,630</b>	<b>6,491,679,000</b>
CJ올리브영 보유 주식 수	-	2,390,800
보통주 주당 배당금	2,424	2,424
<b>CJ올리브영 배당금 계</b>	<b>-</b>	<b>5,795,299,200</b>
<b>총 배당금(단위: 백만 원)</b>	<b>31,443</b>	<b>12,287</b>

출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-9. 합병 여부에 따른 배당액 차이 (CJ올리브영 8조)

합병 여부에 따른 배당액 차이 (Case ②. 올리브영 밸류 8조)		
(단위: 주, 원)	합병을 한 경우	합병을 하지 않은 경우
CJ 보통주 보유 주식 수	10,437,724	932,503
보통주 주당 배당금	3,000	3,000
CJ 우선주 보유 주식 수	1,231,390	1,231,390
우선주 주당 배당금	3,000	3,000
<b>CJ 배당금 계</b>	<b>35,007,342,577</b>	<b>6,491,679,000</b>
CJ올리브영 보유 주식 수	-	2,390,800
보통주 주당 배당금	2,424	2,424
<b>CJ올리브영 배당금 계</b>	<b>-</b>	<b>5,795,299,200</b>
<b>총 배당금(단위: 백만 원)</b>	<b>35,007</b>	<b>12,287</b>

출처: DART, SMIC 1팀

**빠르게 진행해야 할 이유 2: 회장님 건강** 두 번째로, 회장님의 과거 병력을 고려했을 때, 승계 작업을 일찍이 마무리할 필요가 있다. 이재현 회장은 희귀성 질환인 CMT 병, 말기 신부전증, 고혈압 모두 가지고 있다. 이재현 회장은 13년 신장 이식을 이미 받은 상태로, 심각한 건강 악화를 경험했었다. 문제는 4세의 그룹 지배력이 높지 않은 상태에서 회장님의 건강이 이전처럼 급격하게 악화하면, 경영권 공백이 생길 수 있다는 것이다. 상속세 납부를 위해 외부 자본을 활용할 가능성이 높는데, 지배력이 낮은 오너 일가를 향한 경영권 공격이 들어올 수 있다. 따라서, 미리미리 승계 작업을 마무리해야 한다.

**(2) 25년초부터 시작된 회사의 시그널**

**실제 동사의 움직임 1: 콜옵션 만기 2년 남은 지분 미리 매입** 실제로, 회장님은 연초부터 빠르게 합병을 진행하기 위해 분주하게 움직이고 있다. 먼저, 25년 3월 콜옵션 만기가 2년이나 남은 지분 약 11%를 자사주 형태로 매입하였다. 이들의 강한 의지는 준비 과정에서부터 느껴진다. 해당 자사주 매입에 앞서 매입 한도를 늘리고자, 설립 이후 처음으로 임시 주주총회를 열고 자본잉여금까지 전입하였다. 콜옵션 만기가 2년이나 남은 상태에서 매입하였다는 것은 아무리 늦어도 2년 안에 합병을 하겠다는 CJ 그룹사의 의지로 해석된다

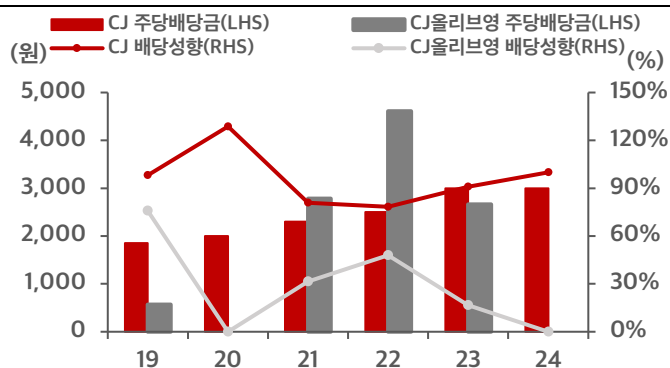
**실제 동사의 움직임 2: 본사 건물 매입** 또한, 이전까지의 회사 운영과 다르게 배당을 지급하지 않고 25년 2월 KBD생명타워 빌딩 인수 전에 참여하여 우선협상자가 되었다. 이는 24년 주주들에게 배당도 지급하지 않고 6,800억 원을 베풀어 얻은 결과이다. 24년말 기준으로 현금및현금성자산이 3,000억 원 있으며, 최근 4개년 동안 장기차입금이나 사채 없이 운영해왔음을 감안하면 이는 매우 공격적인 투자이다.

**매입 이유: 유리한 합병비율 선정** 이렇게까지 무리하는 이유는 해당 건물을 매입함으로써 순자산가치를 높여 CJ 4세들에게 유리한 합병 비율을 산정할 수 있기 때문이다. 자본시장법 시행령에 따르면 비상장사는 원칙적으로 자산가치와 수익가치를 40%:60%의 비율로 가중평균하여 주당 가치를 계산해야 한다. 따라서, CJ 올리브영은 높은 합병 비율을 위해서 무리를 해서라도 이번 인수전에 참여한 것이다.

**배당액까지 줄어들기 때문에 합병은 곧 이루어질 것** 이번 건물 인수로 인해 CJ올리브영 배당액도 줄어들기 때문에, 합병이 다가왔음을 한층 확신할 수 있다. 건물 인수 후에는 차입금 상환 등으로 인해 배당할 여력이 줄어들 것이기 때문에, 주당 배당금은 과거 평균에 못 미칠 것이다. 장남 이선호가 CJ올리브영으로부터 받는 배당이 매년 35억 원임을 감안하면, 25년 내에 합병할 것이 아니라면 굳이 이번 인수전에 참여했을 이유가 없다.

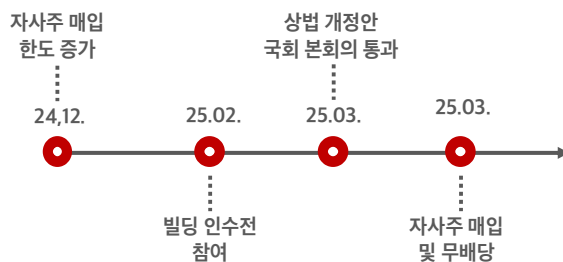
투자포인트 2에서 동사의 유일한 선택지는 합병이며, 25년 내로 발생할 가능성이 높음을 확인하였다. Valuation을 통해 합병 시 NAV 할인율이 낮아지면서 누릴 수 있는 업사이드를 확인해보자

도표 4-10. 동사, CJ올리브영의 주당 배당금, 배당성향 (별도)



출처: DART, SMIC 1팀

도표 4-11. 25년 동사 움직임 정리



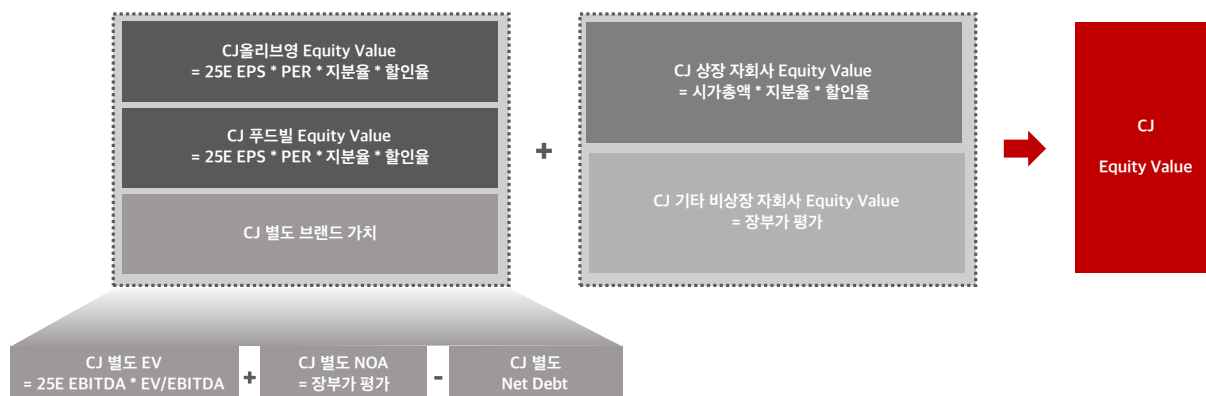
출처: DART, 언론종합, SMIC 1팀

## 5. Valuation - SOTP Method

드라마, K-POP으로부터 시작된 한류의 K-푸드, K-뷰티로의 확산, 그리고 이제는 라이프스타일 전 반으로 나아가는 한류의 구조적 성장의 모든 접점에는 동사가 위치한다. 그럼에도 동사는 자회사들의 과도한 중복 상장에 의해 시장에서 그 가치를 제대로 인정받지 못하고 있다. 동사는 여타 지주사들 대비해서도 과도한 할인율을 받고 있으며, 이 같은 할인율은 상법개정과 CJ올리브영 합병을 통한 동사의 지배구조 개편이 가시화된 지금 더욱 높아질 가능성은 희박하다.

이에, 지금 동사의 주가가 반영하고 있는 할인율을 그대로 적용하되 ①비상장사인 CJ올리브영과 CJ푸드빌의 가치를 엄밀하게 추정함으로써 현재 CJ의 바텀밸류를 확인하고, ②앞서 서술한 합병 시나리오를 바탕으로 CJ올리브영의 합병이 이루어졌을 시 동사 주가의 업사이드를 확인해보자.

도표 5-1. CJ Valuation 모식도



출처: SMIC 1팀

### 5.1. CJ올리브영

#### 5.1.1. CJ올리브영 매출 추정

##### (1) 내국인 향 매출

내국인 매출추정									
(단위:십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	1,793	2,032	2,656	3,390	3,734	4,095	4,308	4,531	4,760
YoY(%)		13.33%	30.71%	27.65%	10.15%	9.67%	5.18%	5.18%	5.06%
국내 화장품 온라인 쇼핑 거래액	12,941	12,877	11,064	11,979	12,825	13,926	14,107	14,336	14,568
온라인몰 침투율	2.36%	3.55%	5.62%	7.95%	9.52%	11.00%	12.00%	13.00%	14.00%
오프라인몰	1,487	1,575	2,034	2,438	2,513	2,563	2,615	2,667	2,720
온라인몰	306	457	622	952	1,221	1,532	1,693	1,864	2,040

오프라인 매장은 매장당 매출액은 유지하며 과포화상태인 편의점수 과거 2년 평균 증가율인 2.3%만큼 점포수를 늘린다 추정했다. 국내 화장품 온라인 쇼핑 거래액은 전년대비 1,2월 성장률로 25년도 거래액을 추정하였으며 이후 온라인 시장 성장률 전망인 1.3%만큼 성장한다 추정했다. 거래액의 경우 Appendix 4 & 5.에 첨부하였다. 투자포인트의 논리와 같이 오늘드림을 통한 시장 침투율 상승을 반영하고자 전년도 침투율 성장과 동일 성장 후 1%씩 늘어날 것으로 추정하였다.

##### (2) 외국인 향 매출

미국 오프라인매장의 경우 미국 내 2,200개의 매장을 보유한 Ulta Beauty와 Sephora사이트 대비 올리브영 글로벌몰의 트래픽은 2%이므로 44개정도의 잠재수요가 있다고 추정하였다. 투자포인트 논리에 따라 매장 당 40억의 매출이 발생하며 올해 1개의 매장을 시작으로 내년 미국 내

실리콘투의 모이다 진출 1년 후 매장 수인 10개를 반영하였다. 이후 10개씩 증설한다 추정했다.

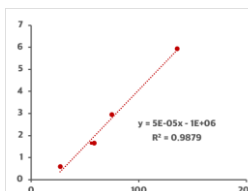
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	-	-	-	-	-	4	40	80	120
YoY(%)							900.00%	100.00%	50.00%
매장수						1	10	20	30
매장 당 매출액						4	4	4	4

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	37	14	47	360	865	1,174	1,484	1,877	2,379
YoY(%)		-61.61%	230.71%	660.00%	140.00%	35.73%	20.90%	20.95%	21.09%
중국 매출액					259	350	468	621	820
%of Sales					30.00%	29.80%	31.52%	33.08%	34.46%
방한객 수					4,603	5,478	6,519	7,757	9,231
올리브영 방문자 수					2,302	3,013	3,911	5,042	6,462
인당 소비액 (천 원)					113	116	120	123	127
일본 매출액					173	239	287	341	404
%of Sales					20.00%	20.37%	19.32%	18.18%	16.98%
방한객 수					3,224	3,933	4,197	4,478	4,778
올리브영 방문자 수					1,612	2,163	2,518	2,911	3,345
인당 소비액 (천 원)					107	111	114	117	121
미국 매출액					130	173	253	368	530
%of Sales					15.00%	14.77%	17.07%	19.58%	22.27%
방한객 수					1,320	1,558	2,025	2,633	3,422
올리브영 방문자 수					660	857	1,215	1,711	2,396
인당 소비액 (천 원)					197	202	209	215	221
기타 매출액					303	412	476	547	625
%of Sales					35.00%	35.06%	32.09%	29.16%	26.29%
방한객 수					7,222	8,667	8,927	9,194	9,470
올리브영 방문자 수					3,611	4,767	5,356	5,976	6,629
인당 소비액 (천 원)					84	86	89	92	94

국내 매장 외국인 매출액의 경우 국가별 방한객 수\*방문 전환율\*인당 소비액으로 추정하였다. 현재 전환율인 50%에서 조사결과 75%의 방한객의 예상방문전환율을 확인한 바 돈키호테의 19년 전환율 50%부터 24년 70% 전환율을 proxy삼아 27년까지 5%p씩 상승 반영하였다. 인당 소비액 증가율의 경우 시장조사기관의 예상 방한객 관광 지출 증가율인 3%를 반영하여 추정하였다.

중국의 경우 투자포인트의 논리에 따라 유사한 수의 방한객이 방문한 2013년부터 한한령 시행이 없었을 시 예상되는 2017년까지의 성장률을 반영하였다. 일본, 미국, 기타 해외의 25년 예상 방한객은 전년 1, 2월 대비 올해 방한객 상승률을 적용했다. 25년 이후 높은 편당 여객 수로 예상되는 일본의 경우 비슷한 상황인 중국의 10-12년도 운항수 상승률인 6.7%의 추가 증편을 가진다 추정했다. 미국의 경우 편당 여객수가 여유가 있기에 추가 항공편 증편이 없는 14-17년 시기 편당 여객수 상승률인 3.1%을, 기타 해외의 경우 보수적 추정을 위해 미국과 동일한 성장을 한다 추정하였다. 이를 반영한 항공편과 여객 수 및 방한객을 Appendix 2 & 6.에 첨부하였다.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	27	56	58	75	136	173	191	213	241
YoY(%)		106.71%	4.42%	28.31%	81.00%	27.84%	10.33%	11.50%	12.93%
미국					95	112	119	126	133
%of Sales					70.00%	64.61%	62.08%	59.01%	55.39%
일본					8	22	30	43	60
%of Sales					5.60%	19.32%	25.61%	33.94%	44.99%
기타해외					33	40	42	45	47
%of Sales					24.40%	22.90%	22.02%	20.95%	19.69%



글로벌몰의 과거 5개년 매출액과 트래픽 수를 회귀분석한 결과 R<sup>2</sup>이 0.988(P-Value<0.05)으로 높은 상관관계를 보인다. 작년 시장에 진입한 일본매출의 경우 20년 미국의 트래픽 대비 1.4배 높기에 20년도 북미 매출액인 220억이 인식되며 24년까지의 매출성장률을 가질 것으로 추정했다. 트래픽의 경우 Appendix 3.에 첨부하였다. 투자포인트 논리에 따라 미국 및 기타해외는 인바

운드수요에 의한 신규유입으로 각각의 인바운드 증가율만큼 증가할 것이라 추정하였다.

일본PB의 경우 웨이크메이크 팔레트와 신규 출시한 제품 중 3개의 평가 횟수 총합은 유사한 수준이다. 이외 브링그린과 필리밀리의 트렌드지수가 웨이크메이크 수준으로 올라오는 바 팔레트 제품의 과거 1년 매출액인 125억 원씩의 추가적인 매출 증가가 있을 것으로 추정하였다.

상기 논리를 종합한 CJ올리브영의 매출액은 다음과 같다.

CJ올리브영 매출추정									
(단위:십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	1,860	2,109	2,777	3,861	4,793	5,518	6,107	6,798	7,609
YoY(%)	-5.09%	13.37%	31.69%	39.02%	24.15%	15.12%	10.67%	11.31%	11.93%
내국인	1,793	2,032	2,656	3,390	3,734	4,095	4,308	4,531	4,760
국내매장 %of Sales	96.37%	96.33%	95.62%	87.80%	77.90%	74.22%	70.54%	66.65%	62.56%
국내매장	1,487	1,575	2,034	2,438	2,513	2,563	2,615	2,667	2,720
온라인몰 %of Sales	79.92%	74.69%	73.22%	63.14%	52.43%	46.46%	42.82%	39.23%	35.75%
온라인몰	306	457	622	952	1,221	1,532	1,693	1,864	2,040
외국인 %of Sales	16.45%	21.65%	22.40%	24.66%	25.47%	27.76%	27.72%	27.42%	26.80%
외국인	68	77	122	471	1,059	1,423	1,799	2,267	2,849
국내매장 %of Sales	3.63%	3.67%	4.38%	12.20%	22.10%	25.78%	29.46%	33.35%	37.44%
국내매장	37	14	47	360	865	1,174	1,484	1,877	2,379
온라인몰(글로벌몰) %of Sales	2.01%	0.68%	1.71%	9.33%	18.04%	21.27%	24.30%	27.62%	31.27%
온라인몰(글로벌몰)	27	56	58	75	136	173	191	213	241
일본PB %of Sales	1.45%	2.65%	2.10%	1.94%	2.83%	3.14%	3.13%	3.14%	3.17%
일본PB	3	7	16	36	59	71	84	96	109
미국 오프라인매장 %of Sales	0.17%	0.33%	0.57%	0.93%	1.23%	1.29%	1.37%	1.42%	1.43%
미국 오프라인매장	-	-	-	-	-	4	40	80	120
미국 오프라인매장 %of Sales	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.07%	0.65%	1.18%	1.58%

### 5.1.2. CJ 올리브영 비용 추정

CJ 올리브영 매출원가 및 판매비와 관리비									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
총 매출액	1,874	2,119	2,781	3,868	4,793	5,518	6,107	6,798	7,609
YoY(%)	-	13.09%	31.23%	39.10%	23.92%	15.12%	10.67%	11.31%	11.93%
매출원가	1,012	1,129	1,460	2,007	2,481	2,857	3,161	3,519	3,939
매출원가율	53.99%	53.29%	52.50%	51.88%	51.77%	51.77%	51.77%	51.77%	51.77%
GPM(%)	46.01%	46.71%	47.50%	48.12%	48.23%	48.23%	48.23%	48.23%	48.23%
원재료비	1,012	1,129	1,460	2,007	2,481	2,857	3,161	3,519	3,939
%of sales	53.99%	53.29%	52.50%	51.88%	51.77%	51.77%	51.77%	51.77%	51.77%
판매비와 관리비	762	852	1,049	1,401	1,713	1,929	2,143	2,386	2,663
판매비율(%)	40.66%	40.21%	37.74%	36.21%	35.73%	34.95%	35.10%	35.10%	35.00%
OPM(%)	5.35%	6.50%	9.76%	11.91%	12.50%	13.28%	13.14%	13.13%	13.24%
인건비	245	266	338	445	538	579	620	659	702
%of sales	13.08%	12.56%	12.16%	11.51%	11.22%	10.50%	10.15%	9.69%	9.23%
지급임차료	8	9	17	38	53	50	55	61	69
%of sales	0.43%	0.44%	0.62%	0.99%	1.10%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
지급수수료	151	152	191	251	305	363	402	447	500
%of sales	8.08%	7.17%	6.87%	6.50%	6.36%	6.58%	6.58%	6.58%	6.58%
물류비	66	112	154	218	282	309	342	380	426
%of sales	3.53%	5.29%	5.55%	5.64%	5.89%	5.59%	5.59%	5.59%	5.59%
유형자산상각비	50	45	40	46	57	92	116	142	171
%of sales	2.67%	2.13%	1.44%	1.18%	1.20%	1.68%	1.90%	2.09%	2.25%
사용권자산상각비	144	139	137	147	172	185	220	263	312
%of sales	7.66%	6.57%	4.94%	3.80%	3.58%	3.35%	3.60%	3.87%	4.11%
무형자산상각비	11	11	9	9	9	8	9	11	9
%of sales	0.58%	0.53%	0.32%	0.23%	0.18%	0.14%	0.15%	0.16%	0.12%
광고선전비	41	61	82	107	173	176	195	217	242
%of sales	2.18%	2.90%	2.94%	2.76%	3.61%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
기타판매비와관리비	46	56	80	139	125	167	185	206	231
%of sales	2.43%	2.62%	2.89%	3.60%	2.60%	3.03%	3.03%	3.03%	3.03%

## (1) 원재료비 추정

CJ올리브영은 국내 H&B 시장을 90%이상 점유하는 압도적 독점력을 지닌 유통사로 CJ올리브영의 원재료비는 브랜드사들로부터의 재고자산 매입액으로 이루어져 있다. 원재료비 %of Sales가 감소하고 있음을 확인하였는데, 이는 CJ올리브영의 H&B 시장 내 독점력이 강해짐에 따라 브랜드사들과의 협상력이 좋아지고 있으며, 물류센터를 통해 재고관리를 효율화 시키고 있기 때문이다. 하지만 현재 국내 H&B시장의 경우 이미 CJ올리브영이 독점하고 있는 시장이며, CJ올리브영이 추후 진출하는 해외 오프라인 시장의 경우 지금과 같은 매출원가율을 유지하기 힘들다고 판단한다. 이에 24년과 같은 수준의 %of Sales가 유지된다 추정하였다.

## (2) 인건비 추정

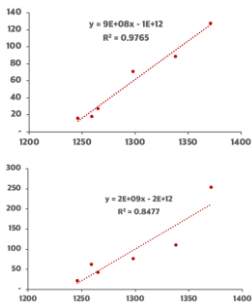
CJ 올리브영 인건비 추정										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	
총 인건비	245,163	266,191	338,255	445,339	537,696	579,300	620,045	658,607	702,483	
YoY(%)	-	8.58%	27.07%	31.66%	20.74%	7.74%	7.03%	6.22%	6.66%	
한국 직영 매장수	1,023	1,032	1,066	1,112	1,148	1,174	1,201	1,228	1,256	
매장당 평균 인력	6	6	7	9	10	10	10	10	10	
1인당 인건비	43	44	45	44	48	49	51	52	54	
해외 직영 매장수						1	10	20	30	
매장당 평균 인력						30	20	15	15	
1인당 인건비						55	57	59	60	

인건비의 경우 직영 매장 수, 매장당 평균 인력, 1인당 인건비를 활용하여 추정하였다. 한국 직영 매장수의 경우 18년도까지 YOY 두자리수의 성장세를 보이다 19년부터 둔화됨을 확인하였다. 이에, 25년부터 둔화된 성장세를 적용하여 추정해주었다. 25년부터 진출하는 미국 매장의 경우 Ulta Beauty, 세포라와의 구글 트렌드 비율, 온라인몰 트래픽 비율을 활용하여 추정해주었다. 현재 Ulta Beauty, 세포라의 매장수는 각 600개, 1600개 수준이다. CJ올리브영의 구글 트렌드, 온라인 몰 트래픽이 얼타뷰티와 세포라 총합의 약 2%정도 수준임을 고려하여 28년 총 30개의 미국 매장을 추정하였다. 매장당 평균 인력의 경우 미국 매장의 규모를 고려하여 보수적으로 추정해주었고, 임금상승률은 한국과 미국의 근 3개년 평균 임금상승률을 적용하였다.

## (3) 감가상각비 추정

CJ 올리브영 감가상각비 추정											
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
사용권자산 상각비	144	139	137	147	172	185	220	263	312	366	305
(A) 기취득자산의 감가상각비	144	139	137	147	172	119	119	119	119	119	-
(B) CapEx로 발생하는 감가상각비	-	-	-	-	-	65	101	144	193	247	305
유형자산 상각비	50	45	40	46	57	92	116	142	171	202	191
(A) 기취득자산의 감가상각비	50	45	40	46	57	45	45	45	45	45	-
공기구비품	50	45	40	46	57	45	45	45	45	45	-
(B) CapEx로 발생하는 감가상각비	-	-	-	-	-	48	71	98	127	158	191
공기구비품	-	-	-	-	-	31	54	81	110	141	174
건물	-	-	-	-	-	17	17	17	17	17	17
무형자산 상각비	11	11	9	9	9	8	9	11	9	10	7
(A) 기취득자산의 감가상각비	11	11	9	9	9	6	6	6	3	3	-
상표권	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
임차권리금	5	4	4	4	3	3	3	3	-	-	-
회원권	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타무형자산	6	7	5	5	5	3	3	3	3	3	-
(B) CapEx로 발생하는 감가상각비	-	-	-	-	-	2	4	5	6	7	7
상표권	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
임차권리금	-	-	-	-	-	1	1	2	2	2	2
회원권	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타무형자산	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5	5

감가상각비의 경우 (A) 현재 취득한 자산의 상각비에, (B) 향후 추가 CapEx 집행으로 발생하는 상각비를 더해 추정하였다.



(B) CapEx로 발생하는 상각비(공기구와 비품, 사용권 자산)의 경우 동사의 매장수 규모를 반영하여 추정해주었다. 실제로 CJ올리브영의 매장수와 유형자산상각비(공기구와 비품), 사용권자산의 CapEx를 회귀분석한 결과 각각 R<sup>2</sup>값이 0.976, 0.847 (P-Value<0.05) 수준으로 매우 높은 적합성을 보였다. 이에 앞서 추정한 매장수를 활용하여 회귀식을 통해 CJ올리브영의 유형자산, 사용권 자산 CapEx를 추정해주었다. 이후 이를 각 자산별 내용연수를 추정하여 상각시켜주었다. 추가적으로 2025년 동사가 약 6800억 규모의 서울 KDB 생명타워를 인수할 것임을 반영하여 25년부터 6800억 규모의 건물을 상각시켜 주었다. 추정 내역은 Appendix 7.에 첨부하였다.

#### (4) 영업외손익 추정

영업외손익의 경우 대응되는 계정을 상계하여 손익개념으로 추정하였다. 발생이 중단된 것으로 판단되는 손익은 0 flat 처리하였고, 합리적 추정이 불가능한 종목은 근 4개년 중 가장 큰 비용에 대응시켜 추정하여 주었다. 이자손익은 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율 추정을 통해 별도로 추정하였다. 특히, 현금 및 현금성자산의 경우 그 변동분과 EBITDA-CapEx의 비중을 활용하여 추정해주었다. 25년의 경우에는 6800억 규모의 건물을 5000억의 장기 차입금과 1800억의 현금을 통해 매입함을 가정하여 따로 추정해주었다. 추정내역은 Appendix 8.에 첨부하였다.

상기 논의를 종합한 CJ올리브영 최종 손익계산서는 다음과 같다.

CJ 올리브영 연결손익계산서									
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	1,874	2,119	2,781	3,868	4,793	5,518	6,107	6,798	7,609
YoY(%)	412.07%	13.09%	31.23%	39.10%	23.92%	15.12%	10.67%	11.31%	11.93%
매출원가	1,012	1,129	1,460	2,007	2,481	2,857	3,161	3,519	3,939
매출총이익	862	990	1,321	1,861	2,312	2,661	2,945	3,279	3,670
GPM(%)	46.01%	46.71%	47.50%	48.12%	48.23%	48.23%	48.23%	48.23%	48.23%
판매비와관리비	762	852	1,049	1,401	1,713	1,929	2,143	2,386	2,663
영업이익	100	138	271	461	599	733	802	893	1,007
OPM(%)	5.35%	6.50%	9.76%	11.91%	12.50%	13.28%	13.14%	13.13%	13.24%
금융손익(손실)	(11)	(6)	1	14	54	(5)	(10)	(5)	(0)
기타손익(손실)	(11)	(4)	(6)	(2)	(20)	(33)	(33)	(32)	(32)
지분법손익	-	-	(0)	0	(0)	-	-	-	-
법인세비용차감전순이익	78	127	266	472	633	695	760	855	974
법인세비용	19	32	61	112	157	168	183	207	235
당기순이익	59	95	206	361	476	527	576	649	739
NPM(%)	3.14%	4.48%	7.39%	9.32%	9.93%	9.56%	9.43%	9.54%	9.71%
지배지분 당기순이익(손실)	59	95	206	361	476	527	576	649	739
비지배지분 당기순이익(손실)	-	(0)	0	(0)	(0)	0	0	0	0

#### 5.1.3. CJ올리브영 Valuation - Peer PER Method

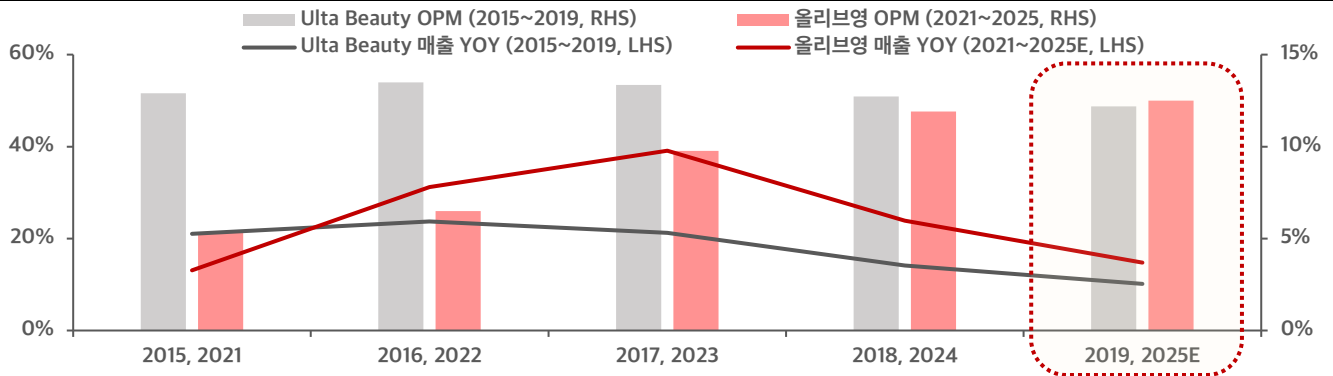
CJ올리브영은 국내 H&B 시장에서의 압도적인 지위를 바탕으로 K-beauty의 구조적 성장과 함께 인바운드 외국인, 역직구몰, 해외 오프라인 진출을 통한 성장을 목도하고 있다. 이러한 성장성을 반영하기 위해서는 PER Method가 가장 적절하다고 판단하였다.

CJ올리브영은 국내에서 유일무이한 지위를 갖는 만큼 올리브영의 peer는 국내가 아닌 해외에서 찾는 것이 합당하다. 실제로, CJ올리브영의 OPM은 Ulta Beauty, 세포라, 돈키호테 등 각지에서 압도적 지위를 갖는 H&B 유통사들의 OPM인 10%대 초반수준으로 올라왔다. 무엇보다 주목해야 할 점은 코로나 이전에도 3% 수준도 미치지 못했던 외국인 매출비중이 24년 22%까지 올라왔으며, 그 성장세가 가파르다는 점이다. 오프라인 점포당 매출 성장성을 이끄는 주역이 외국인이며, 역직구몰과 해외 오프라인 매장 진출을 통해 외형확장을 본격화하는 지금, CJ올리브영에게 내수캡을 근거로 성장성이 지속되지 못할 것이라고 생각하는 것은 시기상조이다.

이에 CJ올리브영의 Target Multiple로 19년도 Ulta Beauty의 12MF PER의 평균 22.63x을 35% 할인한 14.7x를 제시한다.

Ulta Beauty는 미국 최대 뷰티 유통사로 CJ올리브영과 유사한 수익구조를 갖고 있다. 실제로 15~19년도의 Ulta Beauty의 매출성장성과 OPM 추이를 살펴보면 21~25년의 올리브영과 상당히 유사하다. 뿐만 아니라 상황적으로도 19년 Ulta Beauty는 ‘옴니채널’ 전략을 통해 모바일 앱, 온라인몰, 당일 배송과 같은 서비스를 본격적으로 도입하며 외형을 확장했다는 점에서 현재 올리브영의 성장 전략은 당시의 Ulta Beauty의 성장 전략과 닮아 있음을 알 수 있다. 할인율은 근 1년 간 한국의 식료품 및 필수품 소매업종 평균 12MF PER의 미국 대비 할인율을 적용하였다.

도표 2-3. 2015~2019 Ulta Beauty VS 2021~2025 CJ올리브영



출처: 각 사, SMIC 1팀

CJ올리브영의 25E 지배주주 당기순이익에 Target Multiple 14.7x를 적용하여 CJ올리브영의 Equity Value를 7조 7,753억으로 제시한다.

#### Valuation - Peer PER Method (2025E)

25E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 십억 원)	527
Target PER Multiple	14.7x
<b>CJ올리브영 Equity Value</b>	<b>7,753</b>

## 5.2. CJ 푸드빌

### 5.2.1. CJ 푸드빌 매출 추정

CJ푸드빌이 운영중인 8개의 브랜드중 큰 매출비중을 차지하는 빙스와 뚜레쥬르의 매출추정을 진행하였다. 기타브랜드의 경우 지속적인 사업부정리 혹은 리뉴얼을 진행하여 flat처리 하였다.

빙스 매출액 추정							
(단위: 십억 원, 개)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	53	65	89	100	110	138	157
YoY(%)	-59.4%	22.7%	36.9%	12.9%	10.0%	24.8%	14.1%
점포수(Q)	34	34	27	28	29	34	36
점포당 매출액(P)	2	2	3	4	4	4	4

24년 빙스는 프리미엄화 이후 늘어난 수요로 지난해 4개의 매장을 개점하였다. 이중 3개의 매점은 12월달에 개점해 올해부터 매출인식이 될 것이라 추정하였다. IR에 따르면 올해 한 개의 매장 증설이 확정되었으며 작년부터 신규출점에 속도를 내나 보수적 추정을 위해 25,26년모두 2개의 신규 출점이 이뤄질 것이라 추정하였다. 점포당 매출액의 경우 리브랜딩에 따라 지속적으로 증가하기에 기존 매장의 경우 24년 매점당 매출액 증가율을 적용하였다. 신규 매장은 작년 기존 점포 대비 매출 성장률을 반영하여 35%의 매출 성장을 적용했다.

뚜레쥬르 매출액 추정							
(단위: 십억 원, 개, 백만원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	559	539	642	701	762	865	940
YoY(%)	-31.3%	-3.7%	19.2%	9.2%	8.7%	13.5%	8.7%
국내 (P*Q)	490	454	507	531	551	572	594
YoY(%)	-34.2%	-7.4%	11.8%	4.8%	3.6%	3.9%	3.8%
점포 수 (Q)	1,266	1,298	1,316	1,323	1,324	1,325	1,325
점포 당 매출액 (P)	387	349	385	402	416	432	448
해외	70	88	142	182	234	293	347
YoY(%)	-0.7%	26.1%	60.6%	28.1%	28.8%	25.2%	18.4%
미국법인 (P*Q)	37	54	83	117	160	215	266
점포 수	64	72	86	108	150	230	310
실질 점포 수(전년도+금년도)/2(Q')		68	79	97	129	190	270
실질 점포 당 매출액 (P')	584	751	968	1,088	1,064	936	858
베트남 법인	18	15	25	24	25	25	25
인도네시아 법인	15	20	33	40	49	52	55

뚜레쥬르 국내 점포수는 제과점업 상생협약으로 지속적인 증설이 어렵다고 판단, 신규 출점한 1개의 매장 증가 이후 유지될 것이라 추정하였다. 제빵 시장의 1인가구 증가에 따른 빵류 소비량 증가를 반영하고자 1인가구 비중추이 예상 성장률인 3.8%를 점포 당 매출액에 적용하였다.

미국 내 점포수는 3월까지 20개의 신규출점이 확인되어 올해 80개의 신규 출점이 예상된다. 2030년까지 점포 수를 1,000개로 확대하겠다 하였으나, 보수적 추정을 위해 26년에도 80개의 점포 수 증가를 반영하였다. 점포당 매출액의 경우, 1년 정도 파리바게트의 미국 매장 수가 선행하는 바, 24년 파리바게트 매장당 매출액 감소율인 12%를 적용하였다. 26년의 경우, 25년 대비 26년의 기존 점포 대비 신규 점포 비율인 30%의 할인율을 반영한 8.4%의 감소를 반영하였다.

인도네시아의 경우 인도네시아의 베이커리 시장 성장률인 6.3%를 적용하였으며 베트남 법인의 경우 flat처리하였다.

상기 논의를 종합한 CJ푸드빌 최종 매출은 다음과 같다.

CJ푸드빌 연결매출 추정							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	617	609	760	845	909	1,039	1,134
YoY(%)	-30.7%	-1.4%	24.8%	11.1%	7.6%	14.3%	9.1%
뚜레쥬르	559	539	642	701	762	865	940
% of Sales		88.49%	84.51%	83.00%	83.82%	83.20%	82.89%
빽스	53	65	89	100	110	138	157
% of Sales		10.68%	11.71%	11.89%	12.15%	13.27%	13.88%
기타	5	5	29	43	37	37	37
% of Sales		0.83%	3.78%	5.11%	4.03%	3.52%	3.23%

## 5.2.2. CJ 푸드빌 비용 추정 및 Valuation

### (1) 원재료비 추정

CJ푸드빌의 원재료비는 대부분이 식자재 매입액이다. 매출과 회귀분석결과 R<sup>2</sup>값 0.9715의 높은 적합성을 보였다. 이에, 회귀식을 통해 추정해주었다. 추정 내역은 Appendix 9.에 첨부하였다.

### (2) 인건비 추정

인건비는 매출비중의 95%이상을 차지하는 사업부인 뚜레쥬르와 빽스의 매장수를 활용해 추정해주었다. 뚜레쥬르와 빽스의 국내 및 해외 매장수의 총합을 인건비 총액과 회귀분석한 결과, R<sup>2</sup>값 0.826의 높은 적합성을 보였다. 회귀식에 앞서 매출추정에서 추정한 뚜레쥬르와 빽스의 국내 및 해외 매장수의 총합을 대입해 인건비를 추정하였다. 추정 내역은 Appendix 9.에 첨부하였다.

**(3) 사용권자산 상각비 추정**

사용권자산상각비는 매장수와의 회귀분석을 통해 추정하였다. 시트는 Appendix 9.에 첨부하였다.

**(4) 영업외손익 추정**

앞서 추정한 CJ 올리브영과 같이 대응되는 계정을 상계하여 손익개념으로 추정하였다.

CJ푸드빌의 판매비와 관리비는 Appendix 10.에 첨부하였다.

CJ푸드빌 최종 손익계산서는 다음과 같다.

<b>CJ 푸드빌 손익계산서</b>							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	617	609	760	845	909	1,039	1,134
<i>YoY(%)</i>	-	-1.37%	24.81%	11.16%	7.64%	14.30%	9.15%
매출원가	346	317	391	420	449	506	552
매출총이익	271	292	369	425	460	534	582
<i>GPM(%)</i>	43.91%	47.91%	48.60%	50.31%	50.58%	51.35%	51.30%
판매비와관리비	320	288	343	380	404	460	510
영업이익	(49)	4	26	45	56	74	72
<i>OPM(%)</i>	-7.94%	0.67%	3.44%	5.37%	6.12%	7.08%	6.35%
금융손익(손실)	(9)	(6)	(6)	(1)	2	(2)	(2)
기타손익(손실)	36	(13)	(5)	(6)	(10)	(7)	(7)
지분법손익	(2)	0	1	3	4	3	4
법인세비용차감전순이익	(23)	(15)	16	40	51	68	66
법인세비용	12	1	12	5	4	6	6
중단영업손익(손실)	(2)	0	-	-	-	-	-
당기순이익	(38)	(16)	4	36	48	61	60
<i>NPM(%)</i>	-6.08%	-2.61%	0.50%	4.24%	5.26%	5.91%	5.29%
지배지분 당기순이익(손실)	(38)	(16)	29	36	48	61	60
비지배지분 당기순이익(손실)	(0)	(0)	0	0	0	0	0

CJ 푸드빌의 경우 spc삼립, 교촌에프엔비, 신세계푸드의 12MF PER의 평균치인 6.6x를 Target Multiple로 제시한다. 이에 CJ푸드빌의 Equity Value 4,050억을 제시한다.

**Valuation - Peer PER Method (2025E)**

25E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 십억 원)	61
Target PER Multiple	6.6x
<b>CJ푸드빌 Equity Value</b>	<b>405</b>

**5.3. CJ 별도 브랜드 가치 추정**

CJ 별도의 브랜드가치 추정을 위해 CJ 별도기준 EBITDA를 추정하였다. CJ 별도기준 매출액은 배당금 수익과 로열티수익으로 이루어진다. 로열티수익의 경우 자회사들의 매출과 연동시켜 추정해주었고, 배당금 수익은 25년 건물 매입을 위해 24년에 올리브영으로부터의 배당을 못 받았음을 고려하여 그 이전 수준의 배당금이 유지된다 가정하였다. 이후, 고정비 성격을 띄는 인건비의 경우 별도 추정해주었고 이외의 영업비용들은 매출과 연동하여 추정하였다. CJ 별도 EBITDA 추정 시트는 Appendix 14.에 첨부하였다.

CJ, LG, SK의 평균적인 12MF EV/EBITDA 5.1x Target Multiple로 적용하여, CJ 별도의 EV를 7,790억으로 제시한다. 이후 다음과 같이 CJ 별도 Equity Value를 산출하였다.

Valuation - Peer EV/EBITDA Method (2025E)	
25E EBITDA (단위: 십억 원)	153
Target EV/EBITDA Multiple	5.1x
<b>CJ별도 Enterprise Value</b>	<b>779</b>
(+) 비영업자산	81
(-) 순부채	190
<b>CJ별도 Equity Value</b>	<b>671</b>

#### 5.4. 시나리오별 최종 CJ(주) Valuation

##### 5.4.1. 미합병 시

미합병시 동사의 바텀밸류로 SOTP Method를 통한 목표주가 143,696원 상승여력 24%를 제시한다. 이는 투자포인트에서 전술하였듯, 여타 지주사들 대비 과도한 할인을 받고 있는 동사의 24년 4개 분기 평균 NAV 할인율인 57%를 적용한 결과이다. 즉, 이는 지금의 기형적인 할인율이 개선되지 않더라도 본서의 논리에 맞게 비상장사인 CJ 올리브영, CJ푸드빌의 가치를 엄밀하게 추정하고 있는 상승분이다. 자세한 추정 내역은 Appendix 11.에 첨부하였다.

##### 5.4.2. 합병 시 (주식의 포괄적 교환)

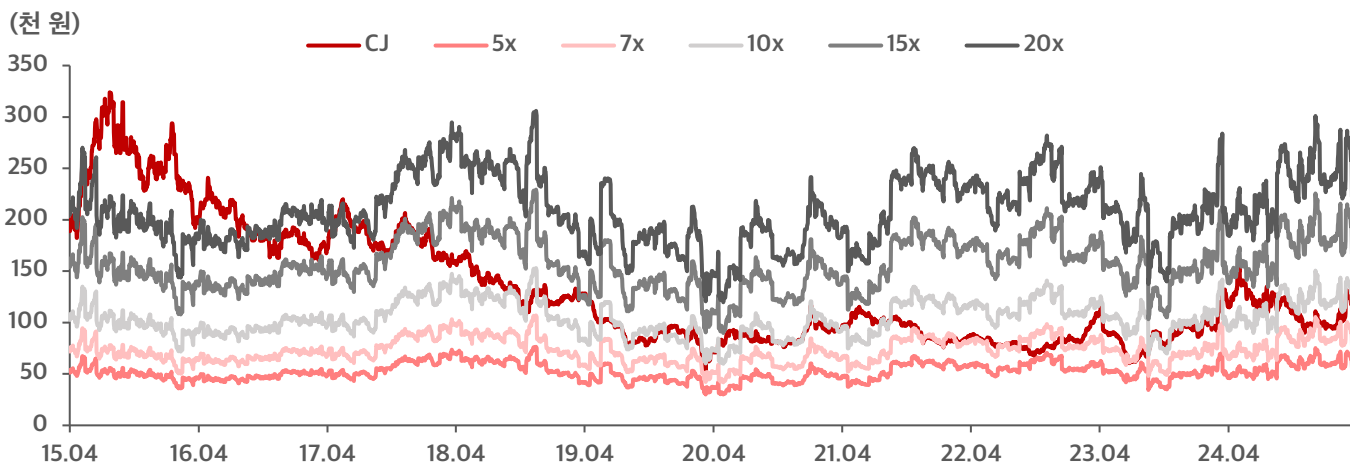
투자포인트에서 전술하였듯이 동사는 CJ올리브영과 25년 이내에 합병될 가능성이 매우 높다. 이에, 합병 시 CJ올리브영의 가치가 온전히 반영된 동사의 업사이드를 확인해보자. 할인율의 경우 나머지 자회사들은 57% 일괄 적용해주었으며, CJ올리브영은 합병 시 동사의 핵심 영업가치가 되는 바 할인율을 20% 적용해주었다. CJ 올리브영의 할인율에 따른 민감도 분석 또한 진행했다. 관련 내용은 Appendix 12.에 첨부하였다.

SOTP Method를 통한 목표주가 171,156원 상승여력 47% 투자 의견 Buy를 제시한다.

Valuation - SOTP Method						
(단위: 십억 원)						
(A) 상장 자회사가치		시가총액	지분율	할인율	평가액	비고
	CJ 제일제당	3,530	45.6%	57%	693	시가
	CJ ENM	1,261	42.4%	57%	230	시가
	CJ CGV	728	50.9%	57%	159	시가
	CJ 대한통운	1,825	45.9%	57%	361	시가
	CJ 프레시웨이	274	47.1%	57%	55	시가
	CJ 씨푸드	119	46.3%	57%	24	시가
	CJ 바이오사이언스	120	62.0%	57%	32	시가
	스튜디오 드래곤	1,383	54.4%	57%	323	시가
	합계				1,877	
(B) 비상장 자회사가치		지배지분 순이익	PER	지분율	할인율	평가액
	CJ 올리브영	527	14.7x	100.0%	20%	6,203
	CJ 푸드빌	61	6.6x	84.7%	57%	148
	기타 비상장	장부가				30
	합계					6,380
(C) CJ 브랜드가치		EBITDA	EV/EBITDA		평가액	
(+) CJ 별도 EV	CJ 별도	153	5.1x		779	Peer 평균 EV/EBITDA
		장부가				
(+) 비영업자산	투자부동산		42		42	24 CJ 별도기준 장부가
	금융자산 등		39		39	24 CJ 별도기준 장부가
(-) 순부채					190	24 CJ 별도기준 장부가
	합계				671	
(D) 우선주가치					543	
(E) 목표시가총액					8,385	(A)+(B)+(C)-(D)
(F) 유통주식수					48,988,409 주	합병 후, 우선주 전환 전
목표주가 (원)					171,156	
현재주가 (2025.04.11)					116,200	
상승여력					47%	

## Appendix.

Appx 1. CJ 12MF PER Band



Appx 2. 국가별 방한객수 추이

국가별 방한객수 추이	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	24.01-02	25.01-02
전체 (단위: 명)	9794796	11140028	12175550	14201516	13231651	17241823	13335758	15346879	17502756	2519118	967003	3198017	11031665	16369629	1911125	2255651
YoY(%)		13.73%	9.30%	16.64%	-6.83%	30.31%	-22.65%	15.08%	14.05%	-85.61%	-61.61%	230.71%	244.95%	48.39%	109.17%	18.03%
중국	2220196	2836892	4326869	6126865	5984170	8067722	4169353	4789512	6023021	686430	170215	227358	2019424	4603273	623754	705320
전체방한객 대비 비율	22.67%	25.47%	35.54%	43.14%	45.23%	46.79%	31.26%	31.21%	34.41%	27.25%	17.60%	7.11%	18.31%	28.12%	32.64%	31.27%
YoY(%)		27.78%	52.52%	41.60%	-2.33%	34.82%	-48.32%	14.87%	25.75%	-88.60%	-75.20%	33.57%	788.21%	127.95%	780.64%	13.08%
미국	661503	697866	722315	770305	767613	866186	797948	967992	1044038	220417	204025	543648	1086415	1320108	124361	146707
전체방한객 대비 비율	6.75%	6.26%	5.93%	5.42%	5.80%	5.02%	5.98%	6.31%	5.96%	8.75%	21.10%	17.00%	9.85%	8.06%	6.51%	6.50%
YoY(%)		5.50%	3.50%	6.64%	-0.35%	12.84%	-7.88%	21.31%	7.86%	-78.89%	-7.44%	166.46%	99.84%	21.51%	30.46%	17.97%
일본	3289051	3518792	2747750	2280434	1837782	2297893	2311447	2948527	3271706	430742	15265	296867	2316429	3224079	327151	399199
전체방한객 대비 비율	33.58%	31.59%	22.57%	16.06%	13.89%	13.33%	17.33%	19.21%	18.69%	17.10%	1.58%	9.28%	21.00%	19.70%	17.12%	17.70%
YoY(%)		6.99%	-21.91%	-17.01%	-19.41%	25.04%	0.59%	27.56%	10.96%	-86.83%	-96.46%	1844.76%	680.29%	39.18%	102.83%	22.02%
기타해외	3624046	4086478	4378616	5023912	4642086	6010022	6057010	6640848	7163991	1181529	577498	2130144	5609397	7222169	835859	1004425
전체방한객 대비 비율	37.00%	36.68%	35.96%	35.38%	35.08%	34.86%	45.42%	43.27%	40.93%	46.90%	59.72%	66.61%	50.85%	44.12%	43.74%	44.53%
YoY(%)		12.76%	7.15%	14.74%	-7.60%	29.47%	0.78%	9.64%	7.88%	-83.51%	-51.12%	268.86%	163.33%	28.75%	42.58%	20.17%

Appx 3. CJ올리브영 글로벌몰 기간별 트래픽

올리브영 글로벌몰 기간별 트래픽 추이	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12
미국(20.01-20.12)	4794	8462	10430	13199	15608	17282	17766	27027	30061	34638	35835	37917
일본(24.05-25.04)	13946	11368	7915	13558	27710	31217	6891	31057	37744	40546	57619	59035
미국 대비 일본 트래픽	2.90905298	1.34341763	0.75886865	1.02719903	1.7753716	1.80633029	0.38787572	1.14911015	1.25558032	1.17056412	1.60789731	1.55695335

Appx 4. 국내 화장품 온라인 쇼핑 거래액

국내 화장품 온라인 쇼핑 거래액 (단위:십억 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
온라인 거래액	2,100	2,669	3,519	5,171	8,117	9,852	12,382	12,941	12,877	11,064	11,979	12,825
YoY(%)		27.07%	31.86%	46.94%	56.97%	21.37%	25.68%	4.51%	-0.49%	-14.08%	8.27%	7.06%
모바일 거래액	1,012	1,617	1,903	3,262	4,374	5,525	7,337	5,608	6,913	8,107	9,159	10,291
YoY(%)		59.73%	17.74%	71.38%	34.10%	26.32%	32.80%	-23.57%	23.27%	17.28%	12.98%	12.36%
온라인 대비 모바일 비율	48.18%	60.57%	54.08%	63.07%	53.89%	56.08%	59.26%	43.34%	53.68%	73.27%	76.46%	80.24%

Appx 5. 화장품 온라인 쇼핑 예상 거래액

2025년 화장품 온라인 쇼핑 예상 거래액 (단위:십억 원)	24.01-02	25.01-02	전년도 대비 1-2월 합산 증가율	2024	2025E
온라인 거래액	2,089	2,268	8.59%	12,825	13,926

### Appx 6. 국가별 항공 운항편 수 & 여객 수 추정

국가별 항공 운항편 수 & 여객 수 (단위: 편, 명)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	
<b>전체</b>																				
여객수	34,975	37,090	41,387	44,093	56,779	61,434	73,001	76,956	85,925	90,386	14,240	3,209	19,500	68,319	88,927					
운항	256,688	280,570	313,745	338,989	366,483	388,012	438,862	457,101	497,088	528,243	167,209	131,446	182,760	411,299	519,085					
편당 여객수	136	132	132	130	155	158	166	168	173	171	85	24	107	166	171					
<b>일본</b>																30,675	32,730	34,923	37,263	
여객수	10,485	9,675	10,615	9,893	10,776	12,169	15,114	19,043	21,351	18,864	2,221	148	3,009	19,383	25,143					
운항	59,564	60,747	69,939	72,895	70,799	76,123	91,672	112,273	123,598	118,146	21,327	8,172	24,200	108,303	136,506	166,537	177,695	189,601	202,304	
편당 여객수	176	159	152	136	152	160	165	170	173	160	104	18	124	179	184	184	184	184	184	
<b>중국</b>																				
여객수	8,447	8,980	9,953	11,630	15,940	16,476	19,857	13,941	16,111	18,434	2,248	425	443	6,848	13,772					
운항	74,639	77,363	84,986	95,264	112,592	119,740	135,174	106,308	113,049	122,218	32,449	23,026	19,391	66,093	109,724					
편당 여객수	113	116	117	122	142	138	147	131	143	151	69	18	23	104	126					
<b>미국</b>																6,488	6,690	6,897	7,111	
여객수	2,101	2,164	2,210	2,255	3,863	4,114	4,231	4,458	4,572	4,745	1,317	888	2,770	4,864	5,499					
운항	26,925	27,387	27,428	27,962	28,900	29,195	28,618	30,041	30,734	30,040	29,891	40,466	40,633	36,988	39,602	39,602	39,602	39,602	39,602	
편당 여객수	78	79	81	81	134	141	148	148	149	158	44	22	68	132	139	164	169	174	180	
<b>이외</b>																52,525	54,183	56,126	58,417	
여객수	13,942	16,271	18,609	20,315	26,200	28,676	33,798	39,514	43,891	48,344	8,455	1,749	13,278	37,224	44,512					
운항	95,560	115,073	131,393	142,868	154,192	162,954	183,398	208,479	229,707	257,839	83,542	59,782	98,536	199,915	233,253	275,239	280,743	286,358	292,085	
편당 여객수	146	141	142	142	170	176	184	190	191	187	101	29	135	186	191	191	193	196	200	

### Appx 7. CJ올리브영 CapEx 추정

유형자산, 사용권자산 CapEx 추정 (단위: 백, 십억 원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
유형자산	91	152	270	375	417	552	800	1074	1198	1246	1259	1265	1298	1338	1371	1402	1434	1467	1500	1534	1569
YOY(%)		67.03%	77.63%	38.89%	11.20%	32.37%	44.93%	34.25%	11.55%	4.01%	1.04%	0.48%	2.61%	3.08%	2.47%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%
올리브영 국내 점포수																1	10	20	30	40	50
YOY(%)																900.00%	100.00%	50.00%	33.33%	25.00%	
유형자산(공기구와 비품) CapEx									16	18	27	71	89	128		155	192	231	270	310	351
사용권자산 CapEx									21	62	43	76	111	254		262	326	393	460	529	599

### Appx 8. CJ올리브영 영업외손익 추정

CJ 올리브영 영업외손익 추정 (단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>기타손익</b>	(11)	(4)	(6)	(2)	(20)	(33)	(33)	(32)	(32)
유형자산 처분손익	(1)	(3)	(2)	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
사용권자산 처분손익	0	(0)	2	1	2	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산 처분손익	(1)	(1)	(0)	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
유형자산 손상차손	(1)	(0)	(0)	(0)	-	(1)	(1)	(1)	(1)
사용권자산 손상차손	(9)	(2)	(1)	1	-	(9)	(9)	(9)	(9)
무형자산 손상차손	(0)	(0)	-	-	-	(0)	(0)	-	-
잠손익	1	2	(5)	(2)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
<b>금융손익</b>	(11)	(6)	1	14	54	(5)	(10)	(5)	(0)
이자손익	(11)	(7)	1	14	5	(3)	(8)	(3)	2
금융상품평가손익	-	0	(1)	2	48	(1)	(1)	(1)	(1)
외화환산손익	(0)	0	0	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)

이자손익 추정 (단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>이자수익</b>	(11)	(7)	1	14	5	(3)	(8)	(3)	2
기말이자부자산	393	505	623	939	772	655	732	816	911
현금및현금성자산	116	199	222	273	333	153	230	314	409
단기금융상품	-	30	110	328	100	179	179	179	179
유동 및 비유동 금융자산	277	276	291	338	339	323	323	323	323
이자수익	6	7	13	28	26	22	21	23	26
이자비용	17	14	12	15	21	24	29	26	24
이자수익률(%)	1.60%	2.36%	3.61%	3.09%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%
<b>기말이자부부채</b>	756	585	474	561	628	1,054	954	874	810
단기차입금	11	-	4	6	3	5	5	5	5
장기차입금	35	35	-	-	-	500	400	320	256
유동 및 비유동 금융부채	115	84	81	120	173	125	125	125	125
비유동리스부채	132	130	120	122	133	125	125	125	125
유형자산리스부채	393	316	268	313	316	299	299	299	299
사채	70	20	-	-	-	-	-	-	-
이자비용	17	14	12	15	21	24	29	26	24
이자비용률(%)	2.08%	2.29%	2.83%	3.53%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%

### CJ 올리브영 현금및현금성자산 추정

(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>현금및현금성자산 변동</b>	35	83	22	51	60	(180)	77	84	95
% of EBITDA-CapEx	16.22%	32.55%	7.30%	11.33%	13.59%		12.46%	12.46%	12.46%
EBITDA-CapEx	217	256	305	451	443	(89)	619	675	759
EBITDA	305	333	458	662	837	1,018	1,148	1,309	1,500
CAPEX	88	78	152	212	393	1,107	528	634	740

### Appx 9. CJ푸드빌 영업비용 추정

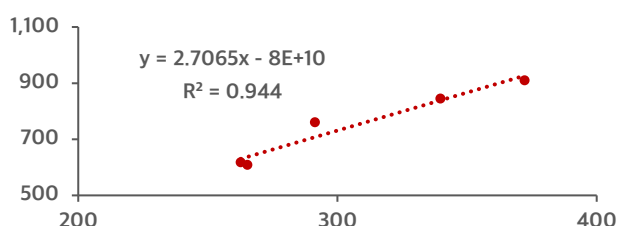
#### CJ 푸드빌 원재료비 추정

(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>원재료비</b>	263	265	291	340	372	408	441
<b>매출</b>	617	609	760	845	909	1,039	1,134

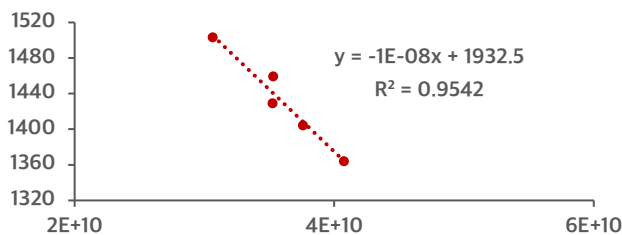
#### 사용권자산상각비 추정

(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>사용권자산상각비</b>	41	38	35	35	31	25	20
<b>총매장수</b>	1364	1404	1429	1459	1503	1589	1671

<원재료비-매출>



<사용권자산상각비-총 매장수>



인건비 추정							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
인건비 총액	139	126	166	182	205	250	295
YoY(%)		-9.70%	31.67%	9.87%	12.66%	21.86%	18.02%
총 매장수	1364	1404	1429	1459	1503	1589	1671
뚜레주르 국내매장수	1266	1298	1316	1323	1324	1325	1325
뚜레주르 해외매장수	64	72	86	108	150	230	310
밥스매장수	34	34	27	28	29	34	36
매출원가	18	24	40	41	51	60	71
% of 인건비	12.96%	18.70%	24.35%	22.60%	24.89%	23.95%	23.95%
판매비와 관리비	121	102	125	141	154	190	224
% of 인건비	87.04%	81.30%	75.65%	77.40%	75.11%	76.05%	76.05%

## Appx 10. CJ푸드빌 매출원가 및 판매비

CJ 푸드빌 매출원가 및 판매비와 관리비							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
총 매출액	617	609	760	845	909	1,039	1,134
YoY(%)	-	-1.37%	24.81%	11.16%	7.64%	14.30%	9.15%
매출원가	346	317	391	420	449	506	552
매출원가율	56.09%	52.09%	51.40%	49.69%	49.42%	48.65%	48.70%
GPM(%)	43.91%	47.91%	48.60%	50.31%	50.58%	51.35%	51.30%
원재료비	263	265	291	340	372	408	441
% of sales	42.55%	43.57%	38.34%	40.22%	40.94%	39.24%	38.88%
인건비	18	24	40	41	51	60	71
% of sales	2.93%	3.87%	5.31%	4.87%	5.62%	5.76%	6.23%
유형자산상각비	7	7	5	6	6	6	6
% of sales	1.10%	1.13%	0.59%	0.69%	0.69%	0.60%	0.55%
기타	59	21	54	33	20	32	35
% of sales	9.51%	3.52%	7.16%	3.90%	2.18%	3.04%	3.04%
판매비와 관리비	320	288	343	380	404	460	510
판매비율(%)	51.85%	47.24%	45.16%	44.94%	44.46%	44.26%	44.95%
OPM(%)	-7.94%	0.67%	3.44%	5.37%	6.12%	7.08%	6.35%
인건비	121	102	125	141	154	190	224
% of sales	19.66%	16.82%	16.51%	16.69%	16.95%	18.30%	19.79%
임차료	26	14	23	29	32	34	37
% of sales	4.23%	2.37%	3.02%	3.40%	3.49%	3.30%	3.30%
유형자산상각비	17	14	12	12	11	11	11
% of sales	2.80%	2.22%	1.62%	1.36%	1.19%	1.04%	0.95%
사용권자산상각비	41	38	35	35	31	25	20
% of sales	6.60%	6.18%	4.64%	4.18%	3.37%	2.42%	1.72%
무형자산상각비	3	2	2	3	2	2	2
% of sales	0.47%	0.25%	0.24%	0.30%	0.27%	0.24%	0.22%
지급수수료	61	54	70	79	78	95	104
% of sales	9.85%	8.85%	9.27%	9.35%	8.57%	9.18%	9.18%
운반비	17	25	26	28	33	36	39
% of sales	2.69%	4.13%	3.48%	3.30%	3.62%	3.44%	3.44%
기타판매비와관리비	34	39	49	54	64	66	72
% of sales	5.54%	6.42%	6.39%	6.36%	7.01%	6.35%	6.35%

## Appx 11. 미합병시 SOTP Valuation

Valuation - SOTP Method							
(단위: 십억 원)							
(A) 상장 자회사가치		시가총액	지분율	할인율	평가액	비고	
	CJ 제일제당	3,530	45.6%	57%	693		시가
	CJ ENM	1,261	42.4%	57%	230		시가
	CJ CGV	728	50.9%	57%	159		시가
	CJ 대한통운	1,825	45.9%	57%	361		시가
	CJ 프레시웨이	274	47.1%	57%	55		시가
	CJ 씨푸드	119	46.3%	57%	24		시가
	CJ 바이오사이언스	120	62.0%	57%	32		시가
	스튜디오 드래곤	1,383	54.4%	57%	323		시가
	합계				1,877		
(B) 비상장 자회사가치		지배지분 순이익	PER	지분율	할인율	평가액	
	CJ 올리브영	527	14.7x	51.2%	57%	1,707	25E
	CJ 푸드빌	61	6.6x	84.7%	57%	147	25E
		장부가					
	기타 비상장	30				30	24 기준 장부가
	합계					1,884	
(C) CJ 브랜드가치		EBITDA	EV/EBITDA		평가액		
(+) CJ 별도 EV	CJ 별도	153	5.1x		779		25E
		장부가					
(+) 비영업자산	투자부동산	42			42		24 CJ 별도기준 장부가
	금융자산 등	39			39		24 CJ 별도기준 장부가
(-) 순부채					190		24 CJ 별도기준 장부가
	합계				671		
(D) 우선주가치					543		
(E) 목표시가총액					3,888		(A)+(B)+(C)-(D)
(F) 유통주식수					27,058,455 주		현재 유통주식수
목표주가 (원)					143,696		
현재주가 (2025.04.11)					116,200		
상승여력					24%		

## Appx 12. 합병 후 CJ올리브영 할인율에 따른 민감도 분석

CJ 올리브영 할인율에 따른 민감도 분석		
(단위: 원)	목표 주가	상승여력
30.0%	154,716	33%
25.0%	162,630	40%
CJ올리브영 할인율	170,544	47%
15.0%	178,457	54%
10.0%	186,371	60%

## Appx 13. 오너일가 지분 Case2 &amp; Valuation Case

합병시 오너 일가 지분을 변화 (Case 2)							
(단위: 주)	이재현			이선호		이경후	
합병 전	총 주식 수	보유 주식 수	지분율	보유 주식 수	지분율	보유 주식 수	지분율
CJ							
보통주 (유통주식 수)	27,058,455	12,275,574	45.37%	932,503	3.20%	428,088	1.58%
4우선주 (유통주식 수)	4,213,380	-	0.00%	1,231,390	29.23%	1,136,958	26.98%
CJ 올리브영							
보통주 (유통주식 수)	16,768,328	-	0.00%	2,390,800	14.26%	911,904	5.44%
CJ 지분 제외 유통주식 수	5,691,296						
합병 후 (4우선주 전환 전)							
CJ							
보통주 (유통주식 수)	49,685,621	12,275,574	24.71%	10,437,724	21.01%	4,053,590	8.16%
4우선주 (유통주식 수)	4,213,380	-	0.00%	1,231,390	29.23%	1,136,958	26.98%
합병 후 (4우선주 전환 후)							
CJ							
보통주 (유통주식 수)	53,899,001	12,275,574	22.78%	11,669,114	21.65%	5,190,548	9.63%

합병시 오너 일가 지분을 변화 (본 서의 Valuation)							
(단위: 주)	이재현			이선호		이경후	
합병 전	총 주식 수	보유 주식 수	지분율	보유 주식 수	지분율	보유 주식 수	지분율
CJ							
보통주 (유통주식 수)	27,058,455	12,275,574	45.37%	932,503	3.20%	428,088	1.58%
4우선주 (유통주식 수)	4,213,380	-	0.00%	1,231,390	29.23%	1,136,958	26.98%
CJ 올리브영							
보통주 (유통주식 수)	16,768,328	-	0.00%	2,390,800	14.26%	911,904	5.44%
CJ 지분 제외 유통주식 수	5,691,296						
합병 후 (4우선주 전환 전)							
CJ							
보통주 (유통주식 수)	48,988,409	12,275,574	25.06%	10,144,839	20.71%	3,941,877	8.05%
4우선주 (유통주식 수)	4,213,380	-	0.00%	1,231,390	29.23%	1,136,958	26.98%
합병 후 (4우선주 전환 후)							
CJ							
보통주 (유통주식 수)	53,201,789	12,275,574	23.07%	11,376,229	21.38%	5,078,835	9.55%

Appx 14. CJ별도 EBITDA 추정

CJ 별도 EBITDA 추정							
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	165	205	259	236	246	263	276
YoY(%)	-	24.25%	26.21%	-8.99%	4.40%	7.04%	4.82%
영업비용 (감가상각비 제외)	70	88	137	100	107	111	117
인건비	33	47	85	65	46	53	56
% of sales	19.92%	23.12%	32.93%	27.39%	18.81%	20.13%	20.44%
광고선전비	19	21	26	11	31	30	31
% of sales	11.73%	10.37%	10.17%	4.70%	12.61%	11.22%	11.22%
지급수수료	11	13	17	14	21	19	19
% of sales	6.49%	6.56%	6.48%	5.90%	8.72%	7.04%	7.04%
기타비용	7	6	9	10	8	9	10
% of sales	4.05%	3.02%	3.31%	4.35%	3.13%	3.60%	3.60%
EBITDA	95	117	122	136	140	153	159
EBITDA 마진(%)	57.82%	56.93%	47.11%	57.66%	56.72%	58.02%	57.71%

Appx 15. CJ 올리브영 BS CF

CJ 올리브영 연결재무상태표					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024
자산	1,224,206	1,302,854	1,611,381	2,010,841	2,266,431
유동자산	376,608	556,823	721,472	1,011,932	1,019,747
현금및현금성자산	116,202	199,444	221,718	272,764	333,015
단기금융상품	-	30,000	100,000	328,000	100,000
매출채권	51,940	61,879	76,256	89,300	110,897
재고자산	154,539	167,082	197,076	228,106	301,109
기타유동금융자산	51,760	95,130	114,135	83,323	165,497
기타유동자산	2,166	3,289	2,287	10,439	9,229
비유동자산	847,598	746,031	889,908	998,909	1,246,684
당기손익-공정가치측정금융자	-	5,518	14,450	13,552	8,024
관계기업투자주식	-	922	-	3,459	8,683
유형자산	106,394	84,912	113,736	158,604	250,239
사용권자산	443,512	389,387	452,093	471,480	597,291
무형자산	45,728	39,285	37,922	40,044	42,904
기타비유동금융자산	223,968	196,104	223,881	256,138	283,150
기타비유동자산	-	-	2,864	418	705
이연법인세자산	27,995	29,904	42,622	55,214	55,687
부채	880,918	759,684	887,151	1,034,519	1,269,107
유동부채	482,645	463,579	518,061	633,124	776,852
매입채무	185,804	118,473	129,843	129,642	170,110
단기차입금	-	4,453	6,441	3,240	-
기타유동금융부채	74,857	71,843	112,966	172,437	212,002
기타유동부채	79,180	124,466	85,676	109,705	138,998
유동리스부채	130,231	120,375	121,781	133,099	156,045
당기법인세부채	12,573	23,970	61,355	85,000	99,697
비유동부채	398,273	296,105	369,090	401,395	492,254
기타비유동금융부채	9,158	9,028	6,718	1,050	300
기타비유동부채	7,026	19,255	49,268	83,871	74,745
리스부채	315,946	267,822	313,104	316,474	414,743
순환정금여부채	11,155	-	-	-	2,466
장기차입금	35,000	-	-	-	-
사채	19,988	-	-	-	-
자본	343,288	543,170	724,230	976,322	997,325
지배기업소유주지분	343,288	543,152	724,163	976,238	997,304
자본금	5,013	5,414	10,828	10,828	10,828
주식발행초과금	284,522	420,125	414,711	414,711	164,711
기타자본항목	(9,855)	(9,855)	(9,855)	(9,855)	(400,813)
기타포괄손익누계액	(350)	(478)	(306)	(363)	(19)
이익잉여금	63,958	127,945	308,785	560,917	1,222,596
비지배지분	-	19	66	84	20
자본과부채총계	1,224,206	1,302,854	1,611,381	2,010,841	2,266,431

CJ 올리브영 연결현금흐름표					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	284,981	248,434	449,702	585,980	652,152
영업으로부터 창출된 현금	292,653	270,968	487,600	683,620	792,387
법인세의 납부	(7,671)	(22,535)	(37,898)	(97,640)	(140,235)
투자활동으로 인한 현금흐름	(32,593)	(76,906)	(199,673)	(285,473)	29,941
이자의 수취	692	2,303	6,873	18,623	20,420
단기금융상품의 순증감	-	(30,000)	(80,000)	(218,000)	228,000
장기금융상품의 증가	2,824	1,000	-	(577)	(1,155)
유형자산의 취득	(31,467)	(26,241)	(60,045)	(85,912)	(136,364)
유형자산의 처분	3	210	83	-	115
무형자산의 취득	(7,136)	(7,472)	(7,510)	(10,623)	(16,622)
무형자산의 처분	-	527	24	284	507
당기손익-공정가치 금융자산의 순증감	-	(7,000)	(46,894)	45,997	7,353
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	-	(5,250)	-	900	-
관계기업투자주식의 취득	-	(922)	-	(3,420)	(5,580)
기타유동금융자산의 증가	-	-	(93)	(25)	-
기타유동금융자산의 감소	11	32	8	38	23
기타비유동금융자산의 증가	(10,878)	(18,270)	(30,531)	(49,662)	(69,489)
기타비유동금융자산의 감소	12,656	13,493	17,925	16,905	28,733
리스채권의 회수	702	683	364	-	-
기타	-	-	121	-	(26,000)
재무활동으로 인한 현금흐름	(217,386)	(88,273)	(227,679)	(249,367)	(622,087)
유상증자	-	136,004	-	-	-
이자의 지급	(16,637)	(13,818)	(11,479)	(13,809)	(20,112)
차입금의 감소	(11,571)	-	(35,500)	(3,238)	(3,390)
사채의 상환	(50,000)	(50,000)	(20,000)	-	-
리스부채 원금의 지급	(133,463)	(134,669)	(130,410)	(132,626)	(150,001)
배당금의 지급	(5,715)	(30,052)	(30,067)	(99,714)	(57,569)
자기주식의 취득	-	4,242	2,221	-	(390,958)
비지배지분의 변동	-	20	(2,533)	20	(56)
현금및현금성자산의 증가	35,002	83,254	22,260	51,140	60,006
기초의 현금및현금성자산	81,011	116,202	199,444	221,718	272,764
외화표시 현금및현금성자산의 환율효과	189	(12)	14	(95)	245
기말의 현금및현금성자산	116,202	199,444	221,718	272,764	333,015

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.