

CJ오쇼핑(035760)

BUY / TP 277,000원

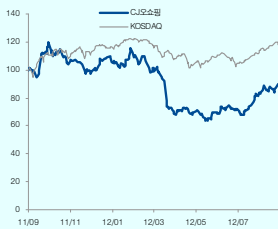
우려보다 국내외 영업, 잘하고 있다

Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (9/26)	233,300원
상승여력	18.7%
시가총액	1,447십억원
발행주식수	6,204천주
자본금/액면가	31십억원/5천원
52주 최고가/최저가	311,900원/165,500원
일평균 거래대금 (60일)	78억원
외국인지분율	14.41%
주요주주	CJ 외 2인 40.21%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	8.3 28.2 -9.0
상대주가(%)	3.4 19.2 -8.6
당사추정 EPS	19,432원
컨센서스 EPS	16,779원
컨센서스 목표주가	264,000원
※ K-IFRS 개별 기준	

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 3분기 실적, 당초 예상보다 상회할 전망
- 4분기에도 양호한 실적 이어질 것
- 해외사업 손익 개선 지속

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	711	121	93	136	9,533	36.2	24.2	4.2	11.5	20.6
2011	895	132	88	145	14,258	49.6	18.1	4.9	12.5	25.4
2012F	1,053	183	121	198	19,432	36.3	12.0	3.2	8.0	29.7
2013F	1,184	148	108	165	17,376	-10.6	13.4	2.6	9.3	21.0
2014F	1,280	172	138	190	22,245	28.0	10.5	2.1	7.7	22.1

* 2010은 K-GAAP, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

3분기 실적, 당초 예상보다 상회할 전망

전일 탐방을 통해 확인한 긍정적인 점은 당초 예상보다 3분기 영업실적이 호전될 것이고, 해외법인의 실적 개선 가능성이다. 3분기 취급고는 전년동기비 14.8% 증가해 전분기 성장률(14.7%)과 비슷한 수준을 기록할 전망이다. 채널별로는 TV홈쇼핑이 15%대의 성장률을 기록해 전체 외형성장을 견인하고 있는 가운데, 인터넷과 카탈로그는 각각 10.0%, 8.0%의 성장률로 견고한 모습을 보이고 있다. 기타 사업부로 분류되는 모바일과 미디어커머스 부문의 고성장은 지속되고 있는 것으로 보인다. 물론 지난해 (26.0%, YoY)에 비해 전체 취급고 성장률이 둔화된 것은 맞지만, 최근 소비경기가 침체된 상황과 백화점 및 대형마트 등 오프라인 유통업체들의 경우 기존점 성장률이 마이너스를 기록하고 있는 것에 비해서는 대단히 양호한 성장을 보이고 있다. 이처럼 CJ오쇼핑을 홈쇼핑업체들의 외형성장이 비교적 양호한 추세가 가능한 이유는 경기변동과 소비자 니즈에 발 빠른 대처가 가능한 점과 상품경쟁력이 크게 제고되고 있기 때문으로 판단한다.

3분기 조정영업이익(GP-SG&A)은 전년동기비 5.1% 감소한 305억원을 기록해 조정영업이익률은 4.4%로 전년동기비 1.0%p 악화될 전망이다. 이는 무엇보다도 SO수수료 인상이 가장 큰 악재로 작용한 가운데, 광고 및 프로모션 비용과 인터넷, 모바일, 미디어커머스와 관련한 선투자 개념의 일회성 비용 때문이다. 한편, 영업이익은 809억원으로 큰 폭 증가할 것인데, 이는 지난 4월 동방CJ지분 매각(지분율 26.8%→15.8%)에 따른 484억원의 매각차익이 3분기에 반영됐기 때문이다. <표1 참조>

4분기에도 양호한 실적 이어질 것

실제(조정) 영업이익의 감익 추세는 3분기를 마지막으로 해서 4분기부터는 증가세로 반전될 전망이다. 이는 1) 보험상품의 매출 회복을 통한 수익성 개선이다. 저축성 상품 규제 강화로 지난 2분기 전년동기비 5% 감소세를 보였던 보험상품 매출이 3분기에 5% 증가세로 반전되고 있고 4분기에도 동 추세를 지속될 전망이다. 2) 상품력 강화에 따른 수익성 개선이다. 당사는 PB와 직매입 비중을 지난 2년 전부터 꾸준히 증대해오고 있는데, 올해 연간 비중은 각각 25%, 20%로 확대돼 수익 제고에 일조할 전망이다.

통상 PB와 직매입 상품의 경우 기존 상품군에 비해 매출총이익률과 영업이익률이 각각 15~20%p, 2~3%p 높아, 이들의 매출 비중확대는 수익성 제고로 연결된다. 3) SO수수료의 부담 감소이다. 지난해 30% 인상에 이어 올해에도 22% 올라 손익에 적지 않은 부담으로 작용했는데, 내년에는 인상률이 10~15%로 낮아짐과 동시에 매출확대에 따른 SO수수료 부담률은 둔화될 전망이다. <표1 참조>

〈표1〉 CJ오쇼핑 분기별 실적 전망

(억원 %)	2012F				2013F				2011	2012F	2013F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
취급고	7,089	7,017	6,851	7,956	7,904	7,836	7,611	8,784	25,055	28,914	32,135
TV	4,307	4,219	4,126	4,795	4,824	4,725	4,580	5,275	15,006	17,447	19,404
인터넷	2,272	2,173	2,117	2,466	2,499	2,390	2,329	2,712	8,198	9,027	9,930
카탈로그	328	369	352	431	344	387	370	452	1,424	1,480	1,554
기타	182	256	256	265	237	333	333	345	428	959	1,247
매출액	2,378	2,574	2,488	3,088	2,723	2,906	2,784	3,429	8,947	10,529	11,842
매출총이익	2,007	2,041	2,058	2,413	2,254	2,299	2,309	2,692	7,551	8,519	9,553
조정영업이익	343	307	305	310	343	368	336	344	1,308	1,265	1,392
영업이익	346	340	809	332	366	390	359	367	1,324	1,827	1,481
세전이익	314	302	784	182	344	368	339	371	1,178	1,583	1,422
순이익	245	228	594	138	261	279	257	281	884	1,205	1,078
수익성 (%)											
GP	28.3	29.1	30.0	30.3	28.5	29.3	30.3	30.6	30.1	29.5	29.7
조정OP	4.8	4.4	4.4	3.9	4.3	4.7	4.4	3.9	5.2	4.4	4.3
OP	4.9	4.8	11.8	4.2	4.6	5.0	4.7	4.2	5.3	6.3	4.6
RP	4.4	4.3	11.4	2.3	4.4	4.7	4.5	4.2	4.7	5.5	4.4
NP	3.5	3.2	8.7	1.7	3.3	3.6	3.4	3.2	3.5	4.2	3.4
성장성 (% YoY)											
취급고	18.6	14.7	14.8	13.8	11.5	11.7	11.1	10.4	26.0	15.4	11.1
조정영업이익	-1.9	-7.6	-5.1	1.5	0.1	19.8	10.3	11.2	8.3	-3.3	10.0
영업이익	-4.8	-2.1	163.0	8.7	5.8	14.8	-55.7	10.5	9.6	38.0	-18.9
세전이익	-4.5	-3.7	186.3	-30.5	9.4	21.7	-56.7	104.3	-6.4	34.3	-10.1
순이익	-1.7	-4.2	186.5	-27.1	6.2	22.4	-56.7	104.3	-4.7	36.3	-10.6
주요 가정											
GDP성장률(실질)	2.8	2.4	2.2	2.3	2.4	2.9	3.0	3.1	3.6	2.5	2.8
민간소비	1.6	1.2	0.9	1.0	1.5	1.8	2.2	2.7	2.3	1.3	2.0
소비자물가상승률	3.0	2.4	1.4	1.5	1.4	1.7	1.6	1.5	4.0	2.0	1.5

주1 : 수익성 지표는 취급고 대비

주2 : *2012년 3분기 영업이익이 급증하는 이유는 기타영업수익(동방CJ 지분매각차익 484억원) 때문임

자료 : CJ오쇼핑 HMC투자증권

해외사업 손익 개선 지속

지난해 해외사업 지분법이익은 185억원의 적자를 기록한 바 있는데, 올해는 적자 폭이 80~90억원 수준으로 크게 감소할 전망이다. 이는 동방CJ의 경우 지분율 하락에도 불구하고 취급고 성장률이 30%에 달해 지분법이익이 지난해 82억원에서 올해는 120억원으로 큰 폭 증가할 것이기 때문이다. 또한, 천천CJ와 상해CJ IMC가 올해 손익분기점에 이르고, 지난해 큰 폭 적자를 기록했던 Star CJ(인도), CJ프라임쇼핑(일본)의 적자 폭이 크게 축소될 것이기 때문이다. <표2 참조>

〈표2〉 CJ오쇼핑의 해외사업 지분법이익 현황

(억원)	지역	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	2011
Dongfang CJ	중국 상해	25	31	33	28	117	82
CMI Holdings	홍콩	-1	-2	-1	-1	-6	-30
Star CJ Network	인도	-18	-21	-36	-38	-113	-143
CJ Prime Shopping	일본	0	0	0	0	0	-78
SCJ TV Shopping	베트남	0	0	0	0	0	-10
Orhers		-3	2	15	-8	6	-6
Sum		2	11	11	-20	4	-185

자료 : CJ오쇼핑 HMC투자증권

투자의견 매수 유지, 목표주가 27.7만원으로 상향

CJ오쇼핑의 투자의견은 기존 매수를 유지하며, 목표주가는 기존 225,000원에서 277,000원으로 상향 조정한다. 목표주가를 상향한 이유는 추정 영업실적 상향과 함께 11월 초에 진행될 CJ헬로비전(지분율 53.92%) IPO 공모가를 반영해 지분가치를 재평가 했기 때문이다. 희망공모가격이 주당 16,000~20,000원이고, 예상 시가총액은 1.1~1.4조원이다. 장부가는 4,010억원으로 공모 후 지분가치는 1,921~3,539억원 증가가 가능해, 중간 값인 2,730억원을 추가적으로 평가했다.

가치합산방식(SOTP)에 따른 CJ오쇼핑의 적정주주가치(12개월 Forward 기준)는 1조 7,182억원이고, 주당가치는 277,000원으로 평가된다. 이는 1) 사업가치 1조 205억원 (EV/EBITDA multiple 시장평균 적용), 2) 투자자산가치 8,061억원(순자산가액 대비 20% 할인율 적용)에다 3) 순차입금 1,084억원을 차감한 것이다. <표3 참조>

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(억원 천주, 원 %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	11,487	9,565	11,016	10,205	
EBITDA	1,980	1,649	1,899		
EV/EBITDA	5.8	5.8	5.8		시장평균(5.8배) 적용
2. 투자자산가치	7,901	8,141	8,349	8,061	순자산가액 대비 20% 할인율 적용
1) 관계기업 지분투자	6,989	7,229	7,437		CJ헬로비전 6,740억원으로 평가
2) 장기매도가능금융자산	911	911	911		
3. 기업가치 (=1+2)	19,387	17,706	19,365	18,266	
4. 순차입금	1,412	920	72	1,084	
5. 적정주주가치 (=3-4)	17,975	16,786	19,293	17,182	
발행주식수	6,204	6,204	6,204	6,204	
적정주가 (원)	289,746	270,578	310,991	276,967	
현재주가	233,300	233,300	233,300	233,300	
상승여력 (%)	24.2	16.0	33.3	18.7	

자료: HMC투자증권

〈표4〉 CJ오쇼핑의 지분관련 투자자산 현황

종속기업 (억원)				
회사명		지분율(%)	취득가액	장부가액
(주)씨제이헬로비전		53.92	4,010	4,010
(주)씨제이텔레닉스		100.00	35	35
희걸(북경)상무유한공사		100.00	9	0
CMI Holdings Ltd.		100.00	285	285
(주)슈퍼레이스		98.79	21	21
CJ Prime Shopping Inc.		62.62	58	58
씨제이에듀케이션즈(주)		70.00	60	60
(주)오토렌드랩		100.00	15	15
소 계			4,494	4,484
관계기업 (억원)				
회사명	영업소재지	지분율(%)	취득원가	장부가액
상해동방희걸상무유한공사	중국	15.84	28	28
(주)씨제이월드스	대한민국	49.99	40	40
GMM CJ O Shopping Co., Ltd.	태국	49.00	65	65
CJ 창투 13 호 인수종투자조합	대한민국	45.00	18	18
소 계			170	151
공동지배기업 (억원)				
회사명	영업소재지	지분율(%)	취득원가	장부가액
STAR CJ Network India Private Ltd.	인도	50.00	407	407
SCJ TV Shopping Co., Ltd.	베트남	50.00	81	81
소 계			488	488
합 계			5,152	5,123

주: 2012년 6월말 반기 기준

자료: CJ오쇼핑, HMC투자증권

〈표5〉 CJ오쇼핑의 장기매도가능금융자산 현황

구 분 (억원)	보유주식수	지분율(%)	취득원가	공정가액	장부가액
(1) 시장성있는 지분증권:					
(주)한빛방송(*1)	-	-	0	0	0
(주)현대에이치씨엔	82500	0.08	10	3	3
삼성생명보험(주)	1,000,000	0.5	850	931	931
(주)케이티스카이라이프	120000	0.25	17	27	27
소 계			876	961	961
(2) 시장성없는 지분증권:					
원익투자파트너스(주)	1300	0.04	0	0	0
(주)강원방송(*3)	9913	0.99	7	0	3
(주)현대에이치씨엔초방송(*4)	89278	4.02	49	40	40
(주)현대에이치씨엔부산방송(*4)	263970	1.89	7	15	15
(주)티브로드기남방송(*4)	306962	4.94	74	86	86
(주)삼구커뮤니케이션(*5)	-	-	0	0	0
(주)맥스무비	70000	12.58	28	-1	4
소 계			165	140	148
(3) 기타 매도가능증권:					
베넥스디지털문화컨텐츠투자조합	-	11.95	30	30	30
소 계			30	30	30
합 계			1,071	1,131	1,139

주: 2012년 6월말 반기 기준

자료: CJ오쇼핑, HMC투자증권

(단위:십억원)

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	711	895	1,053	1,184	1,280
증가율 (%)	10.4	25.8	17.7	12.5	8.1
매출원가	95	140	110	229	241
매출원가율 (%)	13.4	15.6	10.5	19.3	18.8
매출총이익	616	755	942	955	1,039
매출이익률 (%)	86.6	84.4	89.5	80.7	81.2
증가율 (%)	6.2	22.6	24.8	1.4	8.8
판매관리비	495	624	816	816	876
조정영업이익 (GP-SG&A)	121	131	126	139	163
조정영업이익률 (%)	17.0	14.6	12.0	11.8	12.7
증가율 (%)	18.0	8.3	-3.3	10.0	17.1
기타영업손익	0	2	56	9	9
EBITDA	136	145	198	165	190
EBITDA 이익률 (%)	19.2	16.2	18.8	13.9	14.8
증가율 (%)	10.9	6.7	36.3	-16.7	15.2
영업이익	121	132	183	148	172
영업이익률 (%)	17.0	14.8	17.3	12.5	13.4
증가율 (%)	18.0	9.6	38.0	-18.9	16.1
금융손익	-13	-11	-7	-5	-2
기타영업외손익	-2	-3	-4	-3	-3
종속/관계기업관련손익	21	-1	-13	2	15
세전계속사업이익	126	118	158	142	182
세전계속사업이익률 (%)	17.8	13.2	15.0	12.0	14.2
증가율 (%)	23.0	-6.8	34.3	-10.1	28.0
법인세비용	33	29	38	34	44
계속사업이익	93	88	121	108	138
당기순이익	93	88	121	108	138
당기순이익률 (%)	13.1	9.9	11.4	9.1	10.8
증가율 (%)	18.1	-4.7	36.3	-10.6	28.0
지배주주지분 순이익	93	88	121	108	138
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	2	9	0	0
총포괄이익	0	90	129	108	138

(단위:십억원)

(단위: 원,배,%)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	135	92	99	116	136
당기순이익	93	88	121	108	138
유형자산 상각비	8	8	10	12	15
무형자산 상각비	7	5	6	4	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	44	-12	-1	-6	-5
기타	-17	2	-36	-2	-15
투자활동으로인한현금흐름	-256	-118	-16	-55	-39
투자자산의 감소(증가)	78	-28	-39	-30	-26
유형자산의 감소	0	6	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-22	-15	-27	-28
기타	-319	-74	38	2	15
재무활동으로인한현금흐름	108	-27	-28	-42	-42
차입금의 증가(감소)	-96	28	-12	-10	0
사채의증가(감소)	-90	100	-60	-20	-30
자본의 증가	-103	-183	173	0	0
배당금	0	-7	-12	-12	-12
기타	397	34	-117	0	0
기타현금흐름	-8	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-20	-53	55	19	55
기초현금	101	81	27	82	102
기말현금	81	27	82	102	156

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	176	150	219	250	314
현금성자산	81	27	82	102	156
단기투자자산	24	7	7	7	7
매출채권	36	55	60	66	72
채고자산	15	42	43	47	51
기타유동자산	20	19	28	28	28
비유동자산	728	755	793	833	869
유형자산	118	119	123	137	150
무형자산	10	21	17	13	10
투자자산	585	613	652	682	708
기타비유동자산	15	2	1	1	1
기타금융유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	904	906	1,013	1,083	1,183
유동부채	420	336	385	379	382
단기차입금	0	30	20	10	10
매입채무	12	27	32	35	38
유동성장기부채	153	4	60	60	60
기타유동부채	254	275	274	274	274
비유동부채	136	222	163	144	115
사채	110	209	150	130	100
장기차입금	4	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	3	1	1	1
기타비유동부채	22	10	12	14	15
기타금융유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	555	558	548	523	497
지배주주지분	349	348	465	561	687
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	110	-73	100	100	100
자본조정 등	-212	-12	-185	-185	-185
기타포괄이익누계액	28	-2	6	6	6
이익잉여금	392	404	513	608	734
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	349	348	465	561	687

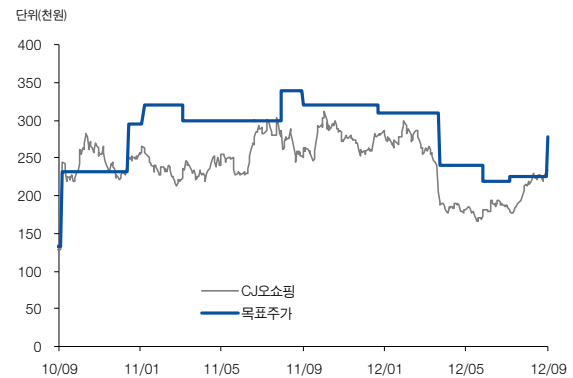
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	9,533	14,258	19,432	17,376	22,245
EPS(지배순이익 기준)	9,533	14,258	19,432	17,376	22,245
BPS(자본총계 기준)	54,747	52,646	72,167	88,307	109,137
BPS(지배자본 기준)	54,747	52,646	72,167	88,307	109,137
DPS	1,200	2,000	2,000	2,000	2,200
PER(당기순이익 기준)	24.2	18.1	12.0	13.4	10.5
PER(지배순이익 기준)	24.2	18.1	12.0	13.4	10.5
PBR(자본총계 기준)	4.2	4.9	3.2	2.6	2.1
PBR(지배자본 기준)	4.2	4.9	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA(Reported)	11.5	12.5	8.0	9.3	7.7
배당수익률	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	36.2	49.6	36.3	-10.6	28.0
EPS(지배순이익 기준)	36.2	49.6	36.3	-10.6	28.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	20.6	25.4	29.7	21.0	22.1
ROE(지배순이익 기준)	20.6	25.4	29.7	21.0	22.1
ROA	9.1	9.8	12.6	10.3	12.2
안정성 (%)					
부채비율	159.2	160.4	117.9	93.2	72.3
순차입금비율	46.4	61.0	30.4	16.4	1.0
이자보상배율	6.9	9.6	17.5	15.3	20.5

* 2010은 K-GAAP, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
10/09/30	BUY	232,000	12/09/27	BUY	277,000
11/01/07	BUY	294,000			
11/01/31	BUY	320,000			
11/03/30	BUY	300,000			
11/08/25	BUY	340,000			
11/08/26	BUY	340,000			
11/09/26	BUY	320,000			
12/01/17	HOLD	310,000			
12/04/09	BUY	310,000			
12/04/17	HOLD	240,000			
12/06/21	BUY	220,000			
12/08/01	BUY	225,000			

▶ 최근 2년간 CJ오쇼핑 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.