

# CJ오쇼핑 (035760/매수)

유통

## 3분기 Review: 효과적인 상품 소싱으로 매출 성장 강세

### 투자이견 매수로 상향. 목표주가 299,000원으로 상향 조정

CJ오쇼핑에 대한 투자이견을 매수로 상향하고, 목표주가 또한 299,000원(이전 목표주가 207,000원)으로 44% 상향 조정한다. 목표주가의 대폭 상향 조정은 CJ헬로비전 상장(11월 9일 예정)으로 인한 CJ오쇼핑의 CJ헬로비전에 대한 지분가치 재평가가 주된 이유이다. CJ헬로비전 53.9% 지분에 대한 가치 산정 방식은 종전의 HCN 가입자당 가치를 대입하는 방식(가입자당 194,000원을 가입자 수로 곱함)에서 CJ헬로비전 공모가(공모가 밴드 14,000~19,000원)의 평균치(16,500원)를 보유주식수에 곱하는 방식으로 바꿨다. 한편, 2012년과 2013년 EPS 추정치는 각각 26.7% 상향, 8.1% 하향 조정했는데, 동방CJ 매각 차익을 반영하고 높아진 프로모션 비용을 감안했기 때문이다. CJ오쇼핑의 목표주가는 가치 합산방식(sum-of-the parts)을 이용해서 산출했다. 영업가치 174,000원은 2013년 예상 EPS에 PER 10배를 적용했다. 자산가치 122,000원은 CJ헬로비전의 가치와 중국 동방CJ 홈쇼핑(2013년 지분법이익에 적정 PER 20배)의 가치를 합했다.

### 3분기 Review: 효과적인 상품 소싱으로 매출 성장 강세

CJ오쇼핑의 3분기 단독 기준 취급고는 6,896억원(+15.6% YoY), 순매출액 2,704억원(+27.4% YoY)을 기록했다. 사업부문별 취급고는 TV홈쇼핑 4,261억원(+18.8% YoY), 인터넷 2,011억원(+4.5% YoY), 카탈로그 339억원(+4% YoY)을 기록했다. 취급고에 비해 순매출액 성장률이 높은 이유는 직접 소싱 상품 비중이 높아졌기 때문이다. 직접 소싱이 아닌 경우 취급고 중 수수료 수익만 순매출액으로 인식한다. 영업이익은 288억원(-6.4% YoY)을 기록했는데, 자사상표 제품 늘리면서 프로모션 비용이 증가하고 채널사업자에 지불하는 수수료가 증가했기 때문이다. 취급고 대비 영업이익률은 전년동기 대비 1%p 하락한 4.2%를 기록했다. 투자주식처분이익 482억원을 기록하면서, 법인세비용차감전 계속사업이익은 715억원(+160.9% YoY), 당기순이익은 542억원(+161% YoY)을 기록했다. 일회성이익 차감 시 법인세비용차감전 계속사업이익은 전년동기 대비 -15.1%이다.

### 장기적으로 CATV 지분가치 상승, 수수료 비용 상쇄, CJ원카드 효과 기대

최근의 주가 급등(지난 3개월간 32.4% 상승, KOSPI 대비 29.3% 아웃퍼폼)에도 불구하고, CJ오쇼핑의 주가는 장기적으로 상승세를 이어갈 것으로 기대된다. 그 이유는 (1) CJ헬로비전의 상장으로 CJ오쇼핑이 보유한 53.9% 지분에 대한 재평가가 이루어질 것으로 보이고, (2) 채널사업자에 지불하는 수수료 인상분이 CJ헬로비전 지분법이익을 통해 어느 정도 상쇄되며, (3) 장기적인 전략 관점에서 보았을 때, CJ원카드를 통한 고객수 증가, 프로모션이 더욱 효과적으로 이루어질 것으로 기대되기 때문이다.

### ▶ Earnings & Valuation Metrics

| 결산기    | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 영업이익률<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | EBITDA<br>(십억원) | FCF<br>(십억원) | ROE<br>(%) | P/E<br>(배) | P/B<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) |
|--------|--------------|---------------|--------------|--------------|------------|-----------------|--------------|------------|------------|------------|------------------|
| 12/10  | 711          | 122           | 17.2         | 76           | 7,789      | 138             | 140          | 18.6       | 29.7       | 5.6        | 11.6             |
| 12/11  | 895          | 132           | 14.8         | 88           | 14,258     | 144             | 83           | 28.9       | 18.1       | 4.7        | 12.6             |
| 12/12F | 1,043        | 132           | 12.7         | 131          | 21,045     | 142             | 315          | 32.1       | 11.5       | 3.2        | 8.1              |
| 12/13F | 1,164        | 142           | 12.2         | 108          | 17,390     | 152             | 148          | 21.0       | 13.9       | 2.6        | 8.1              |
| 12/14F | 1,299        | 151           | 11.7         | 118          | 18,953     | 144             | 143          | 19.2       | 12.8       | 2.1        | 8.0              |

주: K-IFRS 단독 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: CJ오쇼핑, KDB대우증권 리서치센터

김민아  
02-768-4163  
mina.kim@dwsec.com

이지은  
02-768-3265  
jieun.lee@dwsec.com

### ▶ Trading Data & Share Price

| 매수                      | Upgrade |
|-------------------------|---------|
| 목표주가(원, 12M)            | 299,000 |
| 현재주가(12/10/30, 원)       | 241,700 |
| 상승여력(%)                 | 23.7    |
| EPS 성장률(12F, %)         | 47.6    |
| MKT EPS 성장률(12F, %)     | 9.1     |
| P/E(12F, x)             | 11.5    |
| MKT P/E(12F, x)         | 10.1    |
| KOSDAQ                  | 502.31  |
| 시가총액(십억원)               | 1,499   |
| 발행주식수(백만주)              | 6       |
| 60D 일평균 거래량(천주)         | 40      |
| 60D 일평균 거래대금(십억원)       | 9       |
| 배당수익률(12F, %)           | 0.8     |
| 유동주식비율(%)               | 56.6    |
| 52주 최저가(원)              | 163,300 |
| 52주 최고가(원)              | 306,500 |
| 베타(12M, 일간수익률)          | 0.33    |
| 주가변동성(12M daily, %, SD) | 2.0     |
| 외국인 보유비중(%)             | 15.0    |

### 주요주주

씨제이(주) 외 1인(40.39%)  
Fidelity Funds 외 18인(7.59%)  
국민연금관리공단(7.37%)

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월  |
|----------|-----|------|-------|
| 절대주가     | 1.6 | 36.2 | -22.5 |
| 상대주가     | 6.4 | 40.3 | -21.0 |

### 주요사업

국내외에서 케이블TV, 인터넷, 카탈로그를 통해 상품을 판매하는 홈쇼핑업체



표 1. 2012년 3분기 실적 발표

(십억원)

|          | 3Q11  | 2Q12  | 3Q12P |            |       | 증감률(%) |        |
|----------|-------|-------|-------|------------|-------|--------|--------|
|          |       |       | 실적    | KDB 대우 예상치 | 컨센서스  | QoQ    | YoY    |
| 취급고      | 596.7 | 701.6 | 689.6 | 696.0      | 682.8 | -1.7   | 15.6   |
| CATV     | 358.8 | 421.9 | 426.1 | -          | -     | 1.0    | 18.8   |
| 인터넷      | 192.4 | 217.3 | 201.1 | -          | -     | -7.5   | 4.5    |
| 카탈로그/기타  | 45.4  | 62.4  | 62.5  | -          | -     | 0.0    | 37.4   |
| 매출액      | 212.2 | 257.4 | 270.4 | 250.4      | 242.6 | 5.0    | 27.4   |
| 영업이익     | 30.8  | 34.0  | 28.8  | 36.0       | 30.6  | -15.3  | -6.4   |
| 세전이익     | 27.4  | 30.2  | 71.5  | 35.0       | 45.1  | 136.3  | 160.9  |
| 순이익      | 20.8  | 22.8  | 54.2  | 26.4       | 27.8  | 137.6  | 161.0  |
| 영업이익률(%) | 5.2   | 4.8   | 4.2   | 5.2        | 4.5   | -0.7%p | -1.0%p |
| 세전이익률(%) | 4.6   | 4.3   | 10.4  | 5.0        | 6.6   | 6.1%p  | 5.8%p  |
| 순이익률(%)  | 3.5   | 3.2   | 7.9   | 3.8        | 4.1   | 4.6%p  | 4.4%p  |

주: 이익률은 총매출액 대비 기준  
 자료: CJ오쇼핑, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경

(십억원)

|          | 변경 전    |         |         | 변경 후    |         |         | 변경률(%) |       |       | 변경 근거   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|-------|---|
|          | 2012F   | 2013F   | 2014F   | 2012F   | 2013F   | 2014F   | 2012F  | 2013F | 2014F |   |
| 총매출액     | 2,900.2 | 3,196.5 | 3,524.4 | 2,900.2 | 3,196.5 | 3,524.4 | 0.0    | 0.0   | 0.0   | - 3분기 실적 반영<br>- 2012년은 동방CJ 매각 차익 반영,<br>높아진 프로모션 비용을 감안 |
| 매출액      | 1,043.4 | 1,164.1 | 1,299.0 | 1,043.4 | 1,164.1 | 1,299.0 | 0.0    | 0.0   | 0.0   |   |
| 영업이익     | 143.9   | 154.3   | 165.3   | 132.4   | 141.6   | 151.3   | -8.0   | -8.2  | -8.5  |   |
| 세전이익     | 137.4   | 156.5   | 170.7   | 174.0   | 143.8   | 156.7   | 26.7   | -8.1  | -8.2  |   |
| 순이익      | 103.1   | 117.4   | 128.1   | 130.5   | 107.9   | 117.6   | 26.7   | -8.1  | -8.2  |   |
| 영업이익률(%) | 13.8    | 13.3    | 12.7    | 12.7    | 12.2    | 11.6    |        |       |       |   |
| 세전이익률(%) | 13.2    | 13.4    | 13.1    | 16.7    | 12.4    | 12.1    |        |       |       |   |
| 순이익률(%)  | 9.9     | 10.1    | 9.9     | 12.5    | 9.3     | 9.1     |        |       |       |   |

주: 이익률은 총매출액 대비 기준  
 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 분기별 실적 추정

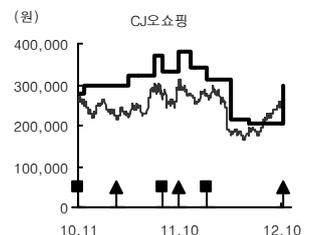
(십억원)

|          | 2011  |       |       |       | 2012F |       |       |       | 4Q12F 성장률(%) |       | 2011    | 2012F   | 2013F   |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|---------|---------|---------|
|          | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q    | 1Q    | 2Q    | 3QP   | 4QF   | QoQ          | YoY   |         |         |         |
| 총매출액     | 598.0 | 612.0 | 596.7 | 699.0 | 708.9 | 701.6 | 689.6 | 800.0 | 16.0         | 14.4  | 2,505.6 | 2,900.2 | 3,196.5 |
| 순매출액     | 199.7 | 216.7 | 212.2 | 266.2 | 237.8 | 257.4 | 270.4 | 277.7 | 2.7          | 4.3   | 894.7   | 1,043.4 | 1,164.1 |
| 영업이익     | 36.3  | 36.2  | 30.8  | 30.6  | 34.6  | 34.0  | 28.8  | 34.6  | 20.3         | 13.3  | 132.4   | 132.4   | 141.6   |
| 세전이익     | 32.9  | 31.4  | 27.4  | 26.1  | 31.4  | 30.2  | 71.5  | 40.9  | -42.8        | 56.5  | 117.8   | 174.0   | 143.8   |
| 순이익      | 25.0  | 23.8  | 20.8  | 18.9  | 24.5  | 22.8  | 54.2  | 29.1  | -46.3        | 53.9  | 88.4    | 130.5   | 107.9   |
| 영업이익률(%) | 6.1   | 5.9   | 5.2   | 4.4   | 4.9   | 4.8   | 4.2   | 4.3   | 0.2%p        | 0.0%p | 5.3     | 4.6     | 4.4     |
| 세전이익률(%) | 5.5   | 5.1   | 4.6   | 3.7   | 4.4   | 4.3   | 10.4  | 5.1   | -5.3%p       | 1.4%p | 4.7     | 6.0     | 4.5     |
| 순이익률(%)  | 4.2   | 3.9   | 3.5   | 2.7   | 3.5   | 3.2   | 7.9   | 3.6   | -4.2%p       | 0.9%p | 3.5     | 4.5     | 3.4     |

주: 이익률은 총매출액 대비 기준  
 자료: CJ오쇼핑, KDB대우증권 리서치센터 예상

▶ Compliance Notice

- CJ오쇼핑: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. CJ오쇼핑: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자이견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



**CJ오쇼핑 (035760)**

| 예상 포괄손익계산서 (요약) |            |              |              |              |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원)           | 12/11      | 12/12F       | 12/13F       | 12/14F       |
| <b>매출액</b>      | <b>895</b> | <b>1,043</b> | <b>1,164</b> | <b>1,299</b> |
| 매출원가            | 140        | 177          | 298          | 333          |
| 매출총이익           | 755        | 867          | 866          | 966          |
| 판매비와관리비         | 624        | 736          | 726          | 817          |
| 조정영업이익          | 131        | 131          | 140          | 150          |
| 영업이익            | 132        | 132          | 142          | 151          |
| 비영업손익           | -15        | 39           | 2            | 5            |
| 순금융비용           | 11         | 6            | -3           | -6           |
| 관계기업등 투자손익      | -1         | 49           | 0            | 0            |
| 세전계속사업손익        | 118        | 174          | 144          | 157          |
| 계속사업법인세비용       | 29         | 44           | 36           | 39           |
| 계속사업이익          | 88         | 131          | 108          | 118          |
| 중단사업이익          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>88</b>  | <b>131</b>   | <b>108</b>   | <b>118</b>   |
| 지배주주            | 88         | 131          | 108          | 118          |
| 비지배주주           | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>90</b>  | <b>139</b>   | <b>108</b>   | <b>118</b>   |
| 지배주주            | 90         | 139          | 108          | 118          |
| 비지배주주           | 0          | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA          | 144        | 142          | 152          | 144          |
| FCF             | 83         | 315          | 148          | 143          |
| EBITDA마진율 (%)   | 16.1       | 13.6         | 13.0         | 11.1         |
| 영업이익률 (%)       | 14.8       | 12.7         | 12.2         | 11.7         |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 9.9        | 12.5         | 9.3          | 9.1          |

| 예상 재무상태표 (요약)  |            |              |              |              |
|----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원)          | 12/11      | 12/12F       | 12/13F       | 12/14F       |
| <b>유동자산</b>    | <b>150</b> | <b>391</b>   | <b>397</b>   | <b>520</b>   |
| 현금 및 현금성자산     | 28         | 249          | 239          | 344          |
| 매출채권 및 기타채권    | 68         | 79           | 88           | 99           |
| 재고자산           | 42         | 49           | 55           | 61           |
| 기타유동자산         | 6          | 6            | 6            | 6            |
| <b>비유동자산</b>   | <b>755</b> | <b>767</b>   | <b>814</b>   | <b>859</b>   |
| 관계기업투자등        | 56         | 548          | 598          | 648          |
| 유형자산           | 119        | 82           | 81           | 79           |
| 무형자산           | 21         | 18           | 15           | 12           |
| <b>자산총계</b>    | <b>906</b> | <b>1,158</b> | <b>1,210</b> | <b>1,379</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>336</b> | <b>569</b>   | <b>626</b>   | <b>690</b>   |
| 매입채무 및 기타채무    | 83         | 489          | 545          | 608          |
| 단기금융부채         | 34         | 34           | 34           | 34           |
| 기타유동부채         | 218        | 46           | 47           | 47           |
| <b>비유동부채</b>   | <b>222</b> | <b>123</b>   | <b>23</b>    | <b>23</b>    |
| 장기금융부채         | 212        | 109          | 9            | 9            |
| 기타비유동부채        | 6          | 13           | 13           | 13           |
| <b>부채총계</b>    | <b>558</b> | <b>692</b>   | <b>649</b>   | <b>713</b>   |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>348</b> | <b>466</b>   | <b>561</b>   | <b>667</b>   |
| 자본금            | 31         | 31           | 31           | 31           |
| 자본잉여금          | -73        | -73          | -73          | -73          |
| 이익잉여금          | 404        | 522          | 618          | 723          |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>자본총계</b>    | <b>348</b> | <b>466</b>   | <b>561</b>   | <b>667</b>   |

| 예상 현금흐름표 (요약)         |             |             |             |            |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| (십억원)                 | 12/11       | 12/12F      | 12/13F      | 12/14F     |
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>103</b>  | <b>315</b>  | <b>166</b>  | <b>181</b> |
| 당기순이익                 | 88          | 131         | 108         | 118        |
| 비현금수익비용가감             | 60          | -34         | 16          | 17         |
| 유형자산감가상각비             | 8           | 8           | 9           | 9          |
| 무형자산상각비               | 5           | 3           | 3           | 4          |
| 기타                    | -6          | -4          | 0           | 0          |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | -12         | 215         | 42          | 47         |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | -19         | -11         | -9          | -10        |
| 재고자산 감소(증가)           | -29         | -20         | 0           | 0          |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | 27          | 8           | -6          | -6         |
| 법인세납부                 | -34         | -18         | 0           | 0          |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-115</b> | <b>25</b>   | <b>-63</b>  | <b>-63</b> |
| 유형자산처분(취득)            | -15         | -10         | -10         | -10        |
| 무형자산감소(증가)            | -1          | 0           | 0           | 0          |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | -60         | -1          | -1          | -1         |
| 기타투자활동                | -39         | 36          | -52         | -52        |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-41</b>  | <b>-119</b> | <b>-112</b> | <b>-12</b> |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | -20         | -100        | -100        | 0          |
| 자본의 증가(감소)            | 1           | 0           | 0           | 0          |
| 배당금의 지급               | -7          | -12         | -12         | -12        |
| 기타재무활동                | -14         | -6          | 0           | 0          |
| <b>현금의증가</b>          | <b>-53</b>  | <b>221</b>  | <b>-10</b>  | <b>105</b> |
| 기초현금                  | 81          | 28          | 249         | 239        |
| 기말현금                  | 28          | 249         | 239         | 344        |

| 예상 주당가치 및 valuation (요약) |        |        |        |         |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------|
|                          | 12/11  | 12/12F | 12/13F | 12/14F  |
| P/E (x)                  | 18.1   | 11.5   | 13.9   | 12.8    |
| P/CF (x)                 | 15.8   | 10.6   | 12.5   | 13.4    |
| P/B (x)                  | 4.7    | 3.2    | 2.6    | 2.1     |
| EV/EBITDA (x)            | 12.6   | 8.1    | 8.1    | 8.0     |
| EPS (원)                  | 14,258 | 21,045 | 17,390 | 18,953  |
| CFPS (원)                 | 16,343 | 22,789 | 19,294 | 18,020  |
| BPS (원)                  | 54,640 | 75,614 | 93,520 | 113,035 |
| DPS (원)                  | 2,000  | 2,000  | 2,000  | 2,000   |
| 배당성향 (%)                 | 13.6   | 9.5    | 11.5   | 10.6    |
| 배당수익률 (%)                | 0.8    | 0.8    | 0.8    | 0.8     |
| 매출액증가율 (%)               | 25.8   | 16.6   | 11.6   | 11.6    |
| EBITDA증가율 (%)            | 4.3    | -1.4   | 7.1    | -5.2    |
| 영업이익증가율 (%)              | 8.2    | 0.0    | 6.9    | 6.9     |
| EPS증가율 (%)               | 83.1   | 47.6   | -17.4  | 9.0     |
| 매출채권 회전을 (회)             | 19.7   | 15.6   | 13.9   | 13.9    |
| 재고자산 회전을 (회)             | 31.3   | 22.9   | 22.4   | 22.4    |
| 매입채무 회전을 (회)             | 46.0   | 4.1    | 2.3    | 2.3     |
| ROA (%)                  | 10.4   | 12.7   | 9.1    | 9.1     |
| ROE (%)                  | 28.9   | 32.1   | 21.0   | 19.2    |
| ROIC (%)                 | -192.1 | -64.2  | -37.0  | -35.0   |
| 부채비율 (%)                 | 160.5  | 148.5  | 115.6  | 106.9   |
| 유동비율 (%)                 | 44.8   | 68.7   | 63.3   | 75.3    |
| 순차입금/자기자본 (%)            | 61.0   | -24.3  | -36.3  | -46.6   |
| 영업이익/금융비용 (x)            | 9.6    | 12.1   | 26.7   | 61.3    |

자료: CJ오쇼핑, KDB대우증권 리서치센터