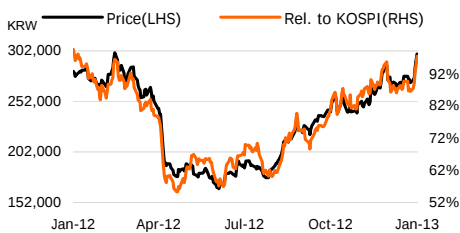


Rating & Target price raised

Korea / Consumer				
14 January 2013	BUY			
목표주가	340,000 원			
현재주가 (10 Jan 13)	291,200 원			
Upside/downside (%)	16.8			
KOSPI	2006.8			
시가총액 (십억원)	1,807			
52 주 최저/최고	163,300 – 300,000			
일평균거래대금 (십억원)	7.6			
외국인 지분율 (%)	14.7			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
매출액 (십억원)	1,078	1,215	1,363	1,508
영업이익 (십억원)	138.0	157.0	160.8	183.1
당기순이익 (십억원)	130.5	113.3	118.2	134.1
수정순이익 (십억원)	130.5	113.3	118.2	134.1
EPS (원)	21,028	18,270	19,059	21,611
EPS 성장률 (%)	47.5	(13.1)	4.3	13.4
P/E (x)	12.9	16.0	15.3	13.4
EV/EBITDA (x)	12.2	11.1	10.9	9.6
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.7	0.7
P/B (x)	3.5	3.1	3.0	3.0
ROE (%)	31.4	21.2	19.9	22.3
순차입금/자기자본 (%)	28.6	8.2	7.3	5.2
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	9.3	23.2	5.8
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	7.7	20.0	(2.1)

박유미, Analyst
3774 6818 yumi.park@miraeasset.com

CJ 오쇼핑 (035760 KS)

차별화

4분기부터 영업이익 턴어라운드 예상됨에 따라, CJ 오쇼핑에 대한 투자 의견을 HOLD에서 BUY로, 목표주가를 기존 240,000원에서 340,000원으로 상향조정함. 목표주가는 가치합산방식(Sum-of-the parts)을 적용, 국내영업 부문 예상 순이익에 P/E 11배, 해외영업 부문 예상 지분법이익에 P/E 20배를 적용하고 투자자산 가치(CJ 헬로비전)를 합산하여 산출. 또한 목표주가 산정 시 적용 순이익을 기존의 12개월 forward(3Q12~2Q13)에서 FY13으로 변경하였음. 당사는 CJ 오쇼핑의 2013년, 2014년 영업이익 전망치를 각각 13%, 7% 상향 조정하였는데, 이는 고마진 PB 판매 확대 노력에 힘입어 동사의 마진 방어가 예상보다 견고할 것으로 전망되기 때문.

PB 상품 매출 확대

당사는 홈쇼핑업계에 대해 외형성장 둔화 및 SO 수수료 증가(2013년 +15% YoY 예상)에 따른 지속적 마진압박을 우려한 바 있으나, CJ 오쇼핑의 경우 PB 상품의 매출비중 확대를 통해 두 자릿 수의 매출 성장률을 유지하고 있고, 이것이 영업이익률 유지에도 기여해 왔음. 당사는 CJ 오쇼핑이 향후 PB 상품 매출 비중을 2010년 5% (2012년 20%)에서 2015년 30%까지 확대할 수 있을 것으로 예상하고 있으며, SO 수수료 인상으로 인한 홈쇼핑 업계의 마진압박에도 불구하고 당사는 영업이익률을 방어할 수 있을 것으로 전망함. 또한 당사는 중장기적으로 해외 진출 채널을 활용한 PB 상품 판매 확대를 계획하고 있음.

2012년 4분기 실적 전망

CJ 오쇼핑의 4분기 총매출은 8,030억원(+14.8% YoY), 영업이익은 397억원(+30% YoY)으로 추정. 영업이익은 지난 4분기(4Q11~3Q12) 연속으로 전년대비 역신장을 기록했지만 2012년 4분기에는 큰 폭의 개선이 예상됨. 이는 1) 낮은 기저효과(2011년 4분기 영업이익 -4.7% YoY), 2) 마진율이 높은 PB 상품 매출 확대, 3) 건조한 방한류 매출 등에 기인. 추정치 산출에는 2013년 SO 수수료로 예상 인상폭(+15% YoY)을 반영했지만, 당사는 PB 상품 매출비중 확대에 따라 SO 수수료 인상으로 인한 비용 압력을 상당부분 상쇄할 것으로 예상함. 당사의 추정에 따르면 SO 수수료가 15% 인상될 시 동사의 2013년 예상 영업이익은 16% 감소(SO 수수료가 2012년 수준으로 유지될 경우 대비)할 것으로 추정되는 반면, PB 상품 매출비중이 5ppt 확대될 경우 동사의 2013년 예상 영업이익은 20% 가량 상승할 것으로 추정됨.

동방 CJ IPO는 중장기 주가 상승 촉매

CJ 오쇼핑의 해외 사업이 구조적 성장단계에 진입함에 따라, 동사의 해외영업에 대한 의견을 긍정적으로 전환함. 중국 자회사인 동방 CJ의 경우, 지분매각(26%→16%)이 있었지만 2013년 높은 이익성장(+55% YoY)에 따른 동사의 이익 기여가 예상됨. 이는 건조한 외형성장으로 규모 외의 경제 효과가 발생, 마진확대로 이어질 전망이다. 기타 해외사업의 영업적자 또한 영업정상화(2~3년 전 사업시작)에 따라 감소할 것으로 예상. 나아가, CJ 오쇼핑은 동방 CJ를 향후 수년 내 상장할 계획인데, 이는 동사 주가에 장기적인 상승 촉매로 작용할 전망이다. 또한 예상을 상회하는 해외 영업 회복세는 추가적인 주가 상승 여력을 제공할 수 있음.

투자의견 BUY 로, 목표주가 340,000 원으로 상향

CJ 오쇼핑에 대한 투자의견을 HOLD 에서 BUY 로, 목표주가를 기존 240,000 원에서 340,000 원으로 상향한다. 이는 동사의 예상보다 견고한 장기사업계획(PB 상품 판매 등) 및 해외사업 영업적자 감소에 따른 실적 개선 가시화를 반영한 것이다. 목표주가는 가치합산방식을 적용하였으며 1) 국내 및 해외 영업 가치와 2) CJ 헬로비전(54% 보유)의 자산가치를 합산하였다.

- CJ 오쇼핑의 국내 영업가치 산정을 위한 multiple 은 2013년 예상 순이익에 P/E 11 배(역사적 평균)를 적용했다. 이는 과거 9 배(역사적 평균 -1 표준편차)에서 상향한 것으로, 4 분기부터 영업이익 개선이 가시화될 것으로 예상되는 점을 반영하였다. 또한 경기회복이 예상보다 빠르게 진행될 경우 추정치는 추가적으로 상향될 수 있는 여력이 존재한다.
- 중국사업에 대해서는 적정 P/E 를 기존 10 배에서 20 배로 상향하였는데, 이는 중국 주요 유통업체의 2013년 예상 밸류에이션 대비 20% 할인된 수준이다. 당사는 중국사업의 경우, 더 이상 지분하락 위험이 없고 중국의 경제회복과 함께 고성장단계에 진입했다는 점에서 밸류에이션 배수 상향조정이 타당하다고 판단한다.
- CJ 오쇼핑의 CJ 헬로비전 지분가치는 4,337 억원, 삼성생명 지분가치는 769 억원으로 추정하였다(2013년 1월 9일 종가 기준).

Figure 1 CJ 오쇼핑 valuation: 목표주가 340,000 원

		Value
(A) Domestic		
FY13E net profit	(KRW bn)	113.3
Target multiple	(x)	11.0
Operating value	(KRW bn)	1,246.7
(B) Overseas		
FY13E net profit	(KRW bn)	14.2
Target multiple	(x)	20.0
Operating value	(KRW bn)	284.0
(C) Investment value		
CJ HelloVision Stake (53.9%)	(KRW bn)	542.2
20% discount	(KRW bn)	433.7
Samsung Life Insurance (0.5%)	(KRW bn)	96.1
20% discount	(KRW bn)	76.9
Target value		2,041.3
No. of shares	(m)	6.0
Target price	(KRW)	340,000
Current price	(KRW)	291,200
Upside	(%)	16.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 CJ 오쇼핑 P/E band chart



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 중국 주요 유통업체 투자지표

Category	Company name	Code	Price	Market cap	FY13E EPS	FY13E EPS growth	FY13E ROE	FY13E PER	FY13E PBR
			(HKD)	(HKD bn)	(HKD)	(%)	(%)	(x)	(x)
Retail	China Resources Enterprise	291-HK	27	66	1,048	20.7	6.8	26.2	1.6
	Dah Chong Hong Holdings	1828-HK	9	16	843	13.2	15.6	10.2	1.6
discount stores	Sun Art Retail Group	6808-HK	12	110	300	19.0	15.6	38.6	5.0
	Wumart Stores	1025-HK	16	21	594	17.9	20.7	27.7	5.5
department stores	Intime Department Store	1833-HK	10	20	545	20.3	13.6	18.8	2.6
	Parkson Retail Group	3368-HK	6	17	373	10.4	18.0	16.4	2.7
	Golden Eagle Retail Group	3308-HK	18	35	752	16.6	24.4	23.9	5.4
Specialty Retail	GOME Electrical Appliances Holdings	493-HK	1	17	26	(176.5)	2.7	38.5	1.1
	Belle International Holdings	1880-HK	17	143	659	17.5	22.5	25.7	5.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2013~2014년 실적 전망치 상황

당사는 CJ 오쇼핑에 대한 2013년, 2014년 영업이익 전망치를 각각 13%, 7% 상향조정하였는데, 이는 고마진 PB 판매 확대 노력에 힘입어 동사의 마진 방어가 예상보다 견고할 전망이다. 2010년 시작된 동사의 PB 사업은 재고관리기술 발전 및 향상된 브랜드 인지도를 바탕으로 현재 정상화 과정에 있다.

Figure 4 CJ 오쇼핑 실적전망치 수정 전후비교표

(십억원)	New		Old		Change (%)	
	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E
총매출	3,267	3,624	3,117	3,425	4.8	5.8
영업이익	157	161	139	150	13.3	7.1
세전이익	149	156	131	146	13.5	6.3
당기순이익	113	118	99	110	14.6	7.7
Margin (%)						
영업이익률	4.8	4.4	4.4	4.4		
세전이익률	4.6	4.3	4.2	4.3		
순이익률	3.5	3.3	3.2	3.2		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

당사는 과거, 홈쇼핑업계의 외형성장 둔화 및 SO(종합유선방송) 송출 수수료 부담 가중에 따른 지속적 마진압박을 우려했다. 그러나, CJ 오쇼핑은 PB 상품의 매출 비중 확대를 통해 두 자릿 수의 매출 성장률을 유지하고 있고 이는 영업이익 유지에도 기여할 것이다. PB 상품의 매출총이익률은 동사의 전체 매출총이익률 30%를 상회하는 40~50%로 추정된다. 따라서, PB 상품의 매출 비중 증가를 통해 SO 수수료로 인한 마진압박이 상당부분 상쇄될 것으로 전망한다.

당사는 PB 상품의 매출 비중을 2010년 5%에서 2015년 30%까지 확대할 수 있을 것으로 예상된다. PB의 경우 타 상품군 대비 영업이익률이 높아, 이들의 매출 비중확대는 동사의 영업이익률 방어로 이어질 것으로 전망된다. 당사의 추정에 따르면 SO 수수료가 15% 인상될 시 동사의 2013년 예상 영업이익은 16% 감소(SO 수수료가 2012년 수준으로 유지될 경우 대비)할 것으로 추정되는 반면, PB 상품 매출비중이 5ppt 확대될 경우 동사의 2013년 예상 영업이익은 20% 가량 상승할 것으로 추정된다. 이에 당사는 CJ 오쇼핑이 업계전반의 압력요인(경쟁 심화, 비용 부담 등)에 대해 상대적으로 대비태세가 양호하다고 판단한다.

당사는 장기적으로 해외영업을 통해 PB 판매를 확대할 계획이다. 현재는 동방 CJ(중국)를 통해 PB 상품을 판매 중이나 그 매출 기여도는 아직 제한적이다. 당사는 나이가 인도, 베트남, 태국 등 기타 국가에서의 PB 판매 또한 확대할 예정이다.

Figure 5 CJ 오쇼핑 PB 상품 "Only One" 브랜드 예 (1)



자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 CJ 오쇼핑 PB 상품 "Only One" 브랜드 예 (2)



자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 CJ오쇼핑 연간 실적 전망

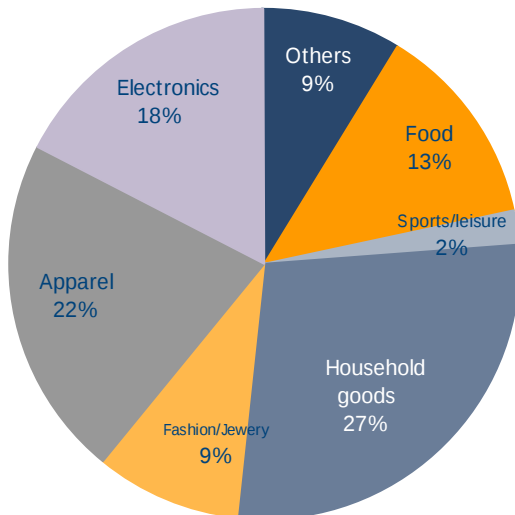
(십억원)	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
총매출	2,505.6	2,902.7	3,266.6	3,623.7
CATV	1,500.6	1,778.6	1,911.7	2,140.6
온라인	819.8	883.2	1,068.2	1,155.3
카탈로그	142.4	140.6	136.4	132.3
기타	42.7	100.2	150.3	195.4
매출총이익	755.0	850.4	946.1	1,047.3
영업이익	132.4	138.0	157.0	160.8
당기순이익	88.4	130.5	113.3	118.2

Growth (%)				
총매출	26.0	15.9	12.5	10.9
매출총이익	22.6	12.6	11.2	10.7
영업이익	8.4	4.3	13.8	2.4
당기순이익	13.6	47.5	-13.1	4.3

Margin (%)				
매출총이익률	30.1	29.3	29.0	28.9
영업이익률	5.3	4.8	4.8	4.4
순이익률	3.5	4.5	3.5	3.3

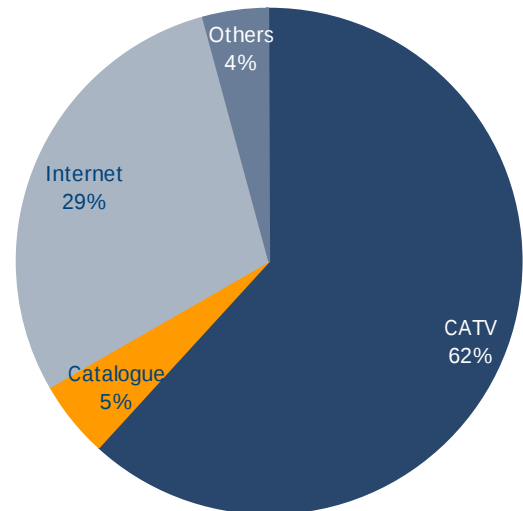
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 CJ오쇼핑 sales mix: 2012년 3분기 취급고 기준



자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 CJ오쇼핑 sales mix: 2012년 3분기 판매채널 기준



자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 CJ 오쇼핑 해외영업 현황

(십억원)	국가	지분율 (%)	FY12E 총매출	FY12E 순이익	FY13E 총매출	FY13E 순이익
Dong Fang CJ	China	15.8	1,150	50	1,400~1500	78
Tiantian CJ	China	44	75	0	120	Under 5
Southern CJ	China	23	20	-5	30	-1
Star CJ	India	50	80	-15	100~150	-10~0
SCJ TV	Vietnam	50	20	-4	30	-1
CJ Prime	Japan	62.6	70	-5	80~90	0
GMM CJOS	Thailand	100	20	-4	30	-1

자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 CJ 오쇼핑 지분법이익 현황 (K-IFRS 기준)

(백만원)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	FY10	FY11
1. CJ HelloVision	14,340	11,581	3,556	20,036	49,513	61,463
2. CJ Telenix	124	164	-364	-35	-112	970
3. Dongfang CJ	2,469	3,109	3,346	2,808	11,732	8,192
4. Dreamcity	3,512	5,430	3,218		12,159	
5. CMI Holdings	-149	-166	-146	-122	-583	-2,997
6. Star CJ Network	-1,839	-2,074	-3,568	-3,821	-11,302	-14,327
7. CJ Prime Shopping						-7,760
8. SCJ TV Shopping						-973
9. Others	-283	205	1,463	-820	565	-635
계	18,174	18,248	7,504	18,046	61,972	43,933

*CJ Hellovision (1H: 89.62%, 2H: 53.9%)

*CJ Prime Shopping (62.62%)

*CMI Holdings(100%)

자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 동방 CJ 손익계산서

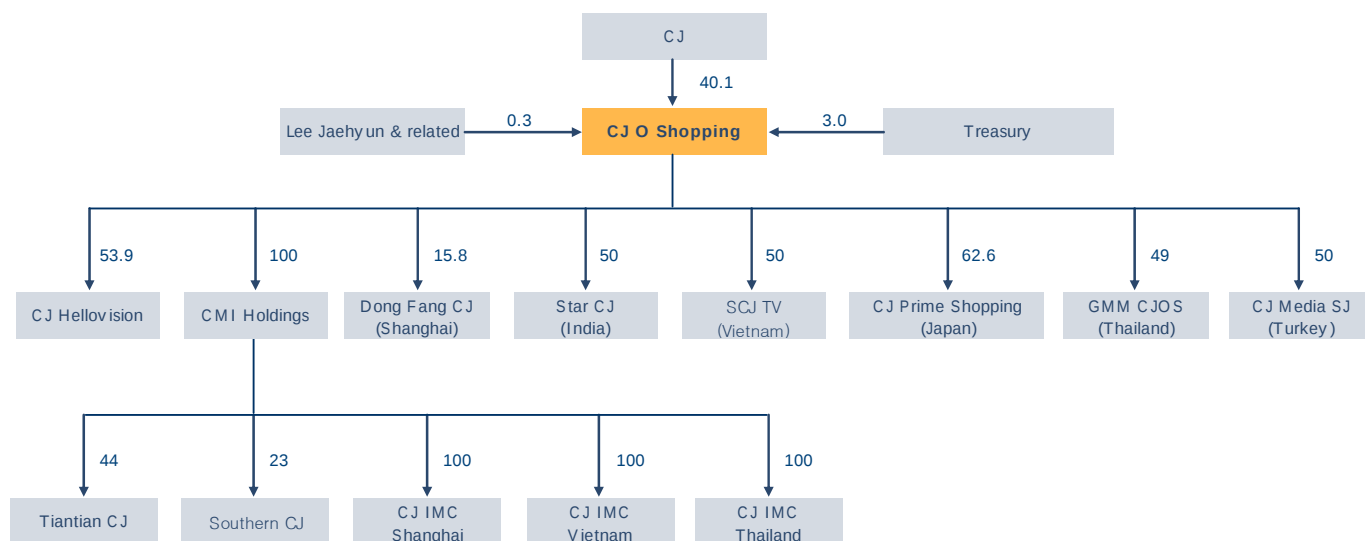
(백만원)	FY04	FY05	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11
총매출	18,783	40,838	53,844	99,004	208,516	417,320	644,471	889,203
순매출	3,187	6,686	9,215	16,447	36,359	67,786	100,269	110,322
매출총이익	4,474	3,866	5,615	10,725	25,305	44,867	74,450	71,408
영업이익	-2,747	-2,251	-110	2,525	9,629	19,900	46,610	33,737
세전이익	-2,935	-2,193	88	2,682	9,904	20,905	47,303	35,931
법인세					1,279	3,314	7,098	5,411
당기순이익	-2,935	-2,193	88	2,682	8,625	17,591	40,205	30,521

Margin (%)								
매출총이익률	23.8	9.5	10.4	10.8	12.1	10.8	11.6	8.0
영업이익률	-14.6	-5.5	-0.2	2.6	4.6	4.8	7.2	3.8
세전이익률	-15.6	-5.4	0.2	2.7	4.7	5.0	7.3	4.0
순이익률	-15.6	-5.4	0.2	2.7	4.1	4.2	6.2	3.4

지분법이익 (26.84% 지분율)	-1,438	-2	43	1,314	4,226	7,617	11,732	8,192
적용환율 (KRW/RMB)	138	125	120	122	159	187	171	172

자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 주주관계도



자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 SO 별 시장점유율 현황 (2012. 6 월 기준)

사업자명	SO 수	시청자 수	디지털	아날로그	시장점유율 (%)
CJ 헬로비전	19	3,476,000	1,319,000	2,157,000	23
티브로드	22	3,137,000	866,000	2,271,000	21
C&M	18	2,703,000	1,483,000	1,220,000	18
CMB	9	1,347,000	65,000	1,282,000	9
현대 HCN	8	1,305,000	498,000	807,000	9
개별 SO	18	2,919,000	438,000	2,481,000	20
Total	94	14,886,000	4,669,000	10,217,000	100

자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액	1,078	1,215	1,363	1,508
매출원가	(228)	(269)	(316)	(364)
매출총이익	850	946	1,047	1,144
판매비와관리비	(717)	(793)	(887)	(961)
영업이익 (조정)	133	153	161	183
영업이익	138	157	161	183
순이자손익	(9)	(8)	(5)	(4)
지분법손익	0	0	0	0
기타	42	0	0	0
세전계속사업손익	171	149	156	179
법인세비용	(41)	(35)	(37)	(45)
당기순이익	130	113	118	134
당기순이익 (지배주주지분)	130	113	118	134
EPS (지배주주지분, 원)	21,028	18,270	19,059	21,611

증가율 & 마진 (%)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액 증가율	20.5	12.7	12.2	10.6
매출총이익 증가율	12.6	11.2	10.7	9.3
영업이익 증가율	4.3	13.8	2.4	13.9
당기순이익 증가율	47.5	(13.1)	4.3	13.4
EPS 증가율	47.5	(13.1)	4.3	13.4
매출총이익율	78.9	77.9	76.8	75.9
영업이익률	12.8	12.9	11.8	12.1
당기순이익률	12.1	9.3	8.7	8.9

자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
유동자산	249	256	272	261
현금및현금성자산	85	96	108	104
단기금융자산	17	18	20	21
매출채권	79	75	77	70
재고자산	59	57	59	59
기타유동자산	10	9	9	7
비유동자산	776	779	782	785
유형자산	116	115	114	114
투자자산	636	639	642	646
기타비유동자산	25	25	25	26
자산총계	1,026	1,035	1,054	1,046
유동부채	389	342	350	316
매입채무	241	233	229	225
단기금융부채	100	73	81	47
기타유동부채	49	36	40	44
비유동부채	154	104	104	125
장기금융부채	140	90	90	110
기타비유동부채	14	14	15	15
부채총계	543	446	454	441
지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
비지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
자본총계	483	589	599	605
BVPS (원)	77,798	94,875	96,612	97,576

자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
영업현금	91	110	22	30
당기순이익	130	113	118	134
유무형자산상각비	14	14	14	13
기타	(5)	(3)	(106)	(127)
운전자본증감	(49)	(14)	(3)	9
투자현금	21	(4)	(4)	(5)
자본적지출	(5)	1	1	0
기타	26	(5)	(5)	(5)
재무현금	(21)	(95)	(6)	(28)
배당금	0	(9)	(9)	(10)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	37	25	38	(5)
기초현금	27	85	96	108
기말현금	85	96	108	104

자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2012E	2013E	2014E	2015E
자기자본이익률 (%)	31.4	21.2	19.9	22.3
총자산이익률 (%)	13.5	11.0	11.3	12.8
재고자산 보유기간 (일)	80.7	78.5	67.1	59.1
매출채권 회수기간 (일)	24.8	23.1	20.3	17.8
매입채무 결제기간 (일)	397	322	267	228
순차입금/자기자본 (%)	28.6	8.2	7.3	5.2
이자보상배율 (x)	15.5	18.7	30.9	42.2

자료: CJ 오쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수 대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작성 자 : 박유미

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart

