

3분기에도 양호한 실적 모멘텀 지속

Analyst 박종렬

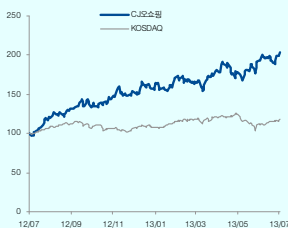
02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

현재주가 (7/31)	366,000원
상승여력	12.0%
시가총액	2,271십억원
발행주식수	6,205천주
자본금/액면가	31십억원/5천원
52주 최고가/최저가	366,000원/176,200원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
외국인지분율	18.13%
주요주주	CJ 외 2인 40.50%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	6.1 11.8 23.6
상대주가(%)	-0.7 13.8 12.4
당사추정 EPS	19,904원
컨센서스 EPS	19,633원
컨센서스 목표주가	393,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 2분기 영업실적, 당초 예상치를 초과하는 양호한 수준
- 3분기까지는 지난해 낮은 기저효과로 영업이익의 고성장 가능하다
- 경쟁사 대비 강점은 상품력에서 나온다
- 기존 매수 의견과 목표주가 41만원 유지

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	895	131	88	144	14,258	49.6	18.1	4.9	12.6	25.4
2012	1,077	139	123	152	19,768	38.6	14.0	3.8	12.1	30.1
2013F	1,210	162	123	174	19,904	0.7	18.4	4.1	13.5	23.7
2014F	1,286	175	144	189	23,263	16.9	15.7	3.3	12.1	22.5
2015F	1,436	198	168	213	27,043	16.2	13.5	2.7	10.2	21.4

* K-IFRS 개별 기준

2분기 영업실적, 당초 예상치를 초과하는 양호한 수준

전일 CJ오쇼핑은 2분기 영업실적을 발표했는데, 당사 및 시장 전망치를 초과하는 양호한 실적을 기록했다. 취급고와 영업이익은 각각 전년동기비 9.2%, 26.3% 증가한 7,666억원과 388억원을 달성했다. 취급고 대비 매출총이익률과 영업이익률은 각각 30.2%, 5.1%로 전년동기비 1.1%p, 0.7%p 호전된 것인데, 이는 1) Only One 전략과 TV채널과 모바일 비중 확대, 2) 패션잡화·생활용품·PB 등 매출비중 확대를 통한 상품믹스 개선, 3) 프로모션 비용의 효율적 통제에 따른 것이다. 보수적인 회계처리로 SO송출수수료가 전년비 15% 인상되는 것을 가정한 것임에도 불구하고 영업이익은 매우 양호한 수준이며, 향후 SO송출수수료가 확정되면 추가적인 비용 절감도 가능할 것이다. SO송출수수료의 협상은 올해 9월 중에 완료될 것이며, 과거와는 달리 합리적 수준에서 결정될 전망이다. 한편, 세전이익은 당초 예상치 및 영업이익 증가율을 크게 상회했는데, 이는 회사채 차환발행(600억원, 조달금리 4.63%→2.73%)에 따른 이자비용 감소와 삼성생명 배당수입(15억원) 때문이다. <표1 참조>

3분기까지는 지난해 낮은 기저효과로 영업이익의 고성장 가능하다

소비경기 침체가 지속되고 있는 것과는 달리 홈쇼핑 업종은 하반기에도 양호한 실적 모멘텀이 유지될 전망이다. 지난해 하반기부터 홈쇼핑 업체들의 실적 호조로 역기저 효과에 대한 우려도 있을 수 있지만, 합리적 소비성향 강화와 함께 홈쇼핑 업계의 부단한 상품개발 노력이 주효하면서 하반기 전망도 밝은 편이다. CJ오쇼핑은 지난해 4분기부터 실적 개선됐는데, 이점을 고려하면 올해 3분기까지는 양호한 성장세가 지속될 것이고, 4분기에 다소 둔화될 전망이다.

<표1> CJ오쇼핑 2013년 2분기 개별 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	2Q12	1Q13	2Q13(P)	(YoY)	(QoQ)	2Q13	대비	2Q13	대비
매출액	257.4	278.5	293.1	13.9%	5.3%	283.2	3.5%	286.3	2.4%
영업이익	30.7	39.8	38.8	26.3%	-2.6%	38.2	1.6%	38.3	1.1%
세전이익	30.2	37.5	43.0	42.2%	14.6%	35.1	22.5%	37.9	13.5%
당기순이익	22.8	28.2	33.5	46.9%	18.6%	26.6	25.8%	28.7	16.7%

자료: CJ오쇼핑, WISEFn, HMC투자증권

채널별로 살펴보면 하반기에도 TV홈쇼핑의 양호한 성장이 지속되는 가운데 모바일 부분의 고성장 지속으로 3분기와 4분기 취급고 성장률은 각각 전년동기비 8.8%, 8.6%로 2분기를 기점으로 외형성장이 추세적으로 회복될 전망이다. 3~4분기 영업이익의 증가율은 각각 19.2%, 9.9%를 기록할 것이다. 연간 취급고와 영업이익은 각각 전년비 7.7%, 16.9% 증가한 3조 725억원과 1,623억원으로 수정 전망한다. <표4 참조>

경쟁사 대비 강점은 상품력에서 나온다

CJ오쇼핑의 경우 패션잡화와 이미용품과 관련해 PB상품 강화를 지속적으로 추진해 온 결과 경쟁사에 비해 높은 상품경쟁력을 통한 수익성 확대가 하반기에도 가능할 전망이다. 중장기적으로 보면 중국, 인도, 베트남, 일본, 태국, 터키 등 6개국 8개 site에 진출해 있는 상황으로 향후 국내 상품 및 해외상품 소싱을 통해 국내와 해외 홈쇼핑 사업에서 경쟁사 보다 앞선 상품력을 강점으로 유리한 사업기회를 확보해갈 수 있을 것이다.

기존 매수의견과 목표주가 41만원 유지

CJ오쇼핑에 대해 기존 매수의견과 목표주가 410,000원을 유지한다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 CJ오쇼핑의 적정주주가치(12개월 Forward 기준)는 2조 5,534억원이고, 주당가치는 410,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 1조 3,155억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 6.0배 대비 20% 할증률 적용), 2) 투자자산가치 1조 2,789억원(순자산가액 대비 20% 할인율 적용)에다 3) 순차입금 409억원을 차감한 것이다. CJ헬로비전(지분율 53.92%)은 시가 평가했고, 동방CJ지분(15.82%, 올해 예상 지분법이익 대비 20배 반영한 2,400억원으로 평가)가치를 반영했다. <표2, 3 참조>

<표2> 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	13F	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	12,523	13,606	15,358	13,155	
EBITDA	1,739	1,890	2,133		
EV/EBITDA	7.2	7.2	7.2		시장평균(6.0배)대비 20% 할증률 적용
2. 투자자산가치	12,614	12,914	13,214	12,789	순자산가액 대비 20% 할인율 적용
1) 관계기업 지분투자	11,545	11,845	12,145		CJ헬로비전 시가평가, 동방CJ 재평가
2) 장기매도가능금융자산	1,069	1,069	1,069		
3. 기업가치 (=1+2)	25,138	26,520	28,573	25,944	
4. 순차입금	848	96	-873	409	
5. 적정주주가치 (=3-4)	24,289	26,424	29,446	25,534	
발행주식수	6,205	6,205	6,205	6,205	
적정주가 (원)	391,455	425,858	474,559	411,524	
현재주가	366,000	366,000	366,000	366,000	
상승여력 (%)	7.0	16.4	29.7	12.4	

자료: HMC투자증권

〈표3〉 CJ오쇼핑 순차입금 현황 및 전망

(억원, %)	07	08	09	10	11	12	13F	14F	15F	16F
단기차입금	0	0	1,000	0	300	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	2,318	300	1,529	42	1,126	1,117	817	491	0
사채	0	498	1,994	1,095	2,093	997	299	0	0	0
장기차입금	1,983	0	0	44	0	0	0	0	0	0
차입금 총계	2,013	2,815	3,294	2,668	2,464	2,126	1,416	817	491	0
평균차입금	2,005	2,414	3,055	2,981	2,566	2,295	1,771	1,117	654	245
이자비용	101	106	199	174	138	103	77	48	28	10
조달금리	5.0	4.4	6.5	5.8	5.4	4.5	4.3	4.3	4.3	4.3
현금성자산	303	1,155	2,532	1,049	345	836	568	721	1,364	2,126
이자수익	33	24	68	42	30	19	21	19	27	45
순이자비용	68	82	131	132	108	84	56	29	1	-34
순차입금	1,710	1,660	762	1,619	2,120	1,290	848	96	-873	-2,127
자본총계	4,781	4,996	5,532	3,489	3,477	4,683	5,756	7,080	8,637	10,397
순차입금비율	35.8	33.2	13.8	46.4	61.0	27.5	14.7	1.4	-10.1	-20.5

자료 : CJ오쇼핑, HMC투자증권

〈표4〉 CJ오쇼핑 분기별 실적 전망

(억원, %)	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
취급고	7,089	7,017	6,896	7,536	7,370	7,666	7,504	8,185	28,538	30,725	33,237
TV	4,307	4,219	4,261	4,669	4,516	4,558	4,644	5,043	17,457	18,761	20,016
인터넷	2,272	2,173	2,011	2,104	2,384	2,650	2,071	2,167	8,658	9,273	9,829
카탈로그	328	369	339	364	327	301	332	357	1,400	1,317	1,330
기타	182	256	285	399	143	157	456	618	1,024	1,375	2,062
매출액	2,378	2,574	2,704	3,116	2,785	2,931	2,998	3,387	10,773	12,102	12,858
매출총이익	2,007	2,041	2,006	2,294	2,152	2,314	2,237	2,527	8,348	9,231	10,170
영업이익	343	307	287	451	398	388	342	495	1,388	1,623	1,752
세전이익	314	302	715	295	375	430	330	485	1,626	1,620	1,880
순이익	245	228	541	211	282	335	250	367	1,226	1,235	1,443
수익성 (%)											
GPM	28.3	29.1	29.1	30.4	29.2	30.2	29.8	30.9	29.3	30.0	30.6
OPM	4.8	4.4	4.2	6.0	5.4	5.1	4.6	6.0	4.9	5.3	5.3
RPM	4.4	4.3	10.4	3.9	5.1	5.6	4.4	5.9	5.7	5.3	5.7
NPM	3.5	3.2	7.9	2.8	3.8	4.4	3.3	4.5	4.3	4.0	4.3
성장성 (% YoY)											
취급고	18.6	14.7	15.6	7.8	4.0	9.2	8.8	8.6	13.9	7.7	8.2
영업이익	-1.9	-7.6	-10.6	47.3	16.0	26.3	19.2	9.9	6.0	16.9	7.9
세전이익	-4.5	-3.7	160.9	12.9	19.3	42.2	-53.8	64.4	38.0	-0.4	16.1
순이익	-1.7	-4.2	161.0	11.9	15.1	47.0	-53.8	73.8	38.7	0.7	16.9
주요 가정											
GDP성장률(실질)	2.8	2.4	1.6	1.5	1.5	2.3	2.5	2.9	2.0	2.3	3.4
민간소비	1.3	1.0	1.7	2.7	1.5	1.7	0.9	0.8	1.7	1.2	2.0
소비자물가상승률	3.0	2.4	1.6	1.7	1.4	1.1	1.6	1.5	2.2	1.5	2.5

주1 : 수익성 지표는 취급고 대비

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

자료 : CJ오쇼핑, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	895	1,077	1,210	1,286	1,436
증가율 (%)	25.8	20.4	12.3	6.3	11.7
매출원가	140	242	287	269	307
매출원가율 (%)	15.6	22.5	23.7	20.9	21.4
매출총이익	755	835	923	1,017	1,129
매출이익률 (%)	84.4	77.5	76.3	79.1	78.6
증가율 (%)	22.6	10.6	10.6	10.2	11.0
판매관리비	624	696	761	842	931
판매관리비율 (%)	69.8	64.6	62.9	65.5	64.8
EBITDA	144	152	174	189	213
EBITDA 이익률 (%)	16.1	14.2	14.4	14.7	14.9
증가율 (%)	5.6	6.0	14.1	8.6	12.9
영업이익	131	139	162	175	198
영업이익률 (%)	14.6	12.9	13.4	13.6	13.8
증가율 (%)	8.4	6.0	16.9	7.9	12.8
영업외손익	-12	-19	0	-2	0
금융수익	3	2	8	8	9
금융비용	14	14	8	5	3
기타영업외손익	-1	-7	0	-6	-6
종속/관계기업관련손익	-1	42	0	15	21
세전계속사업이익	118	163	162	188	219
세전계속사업이익률	13.2	15.1	13.4	14.6	15.2
증가율 (%)	-6.8	38.0	-0.4	16.1	16.4
법인세비용	29	40	37	44	51
계속사업이익	88	123	123	144	168
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	88	123	123	144	168
당기순이익률 (%)	9.9	11.4	10.2	11.2	11.7
증가율 (%)	-4.7	38.7	0.7	16.9	16.2
지배주주지분 순이익	88	123	123	144	168
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	10	8	0	0
총포괄이익	90	133	131	144	168

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	92	74	124	130	146
당기순이익	88	123	123	144	168
유형자산 상각비	8	9	9	11	13
무형자산 상각비	5	5	3	3	2
외환손익	0	3	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-12	-44	-22	-13	-16
기타	2	-22	11	-15	-21
투자활동으로인한현금흐름	-118	15	-67	-43	-37
투자자산의 감소(증가)	-28	23	-57	-15	-9
유형자산의 감소	6	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-22	-7	-21	-28	-28
기타	-74	-1	11	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-27	-46	-83	-72	-45
장기차입금의 증가(감소)	28	-33	0	0	0
사채의증가(감소)	100	-110	-70	-30	0
자본의 증가	-183	0	0	0	0
배당금	-7	-12	-12	-12	-12
기타	34	108	-1	-30	-33
기타현금흐름	0	-3	0	0	0
현금의증가(감소)	-53	40	-25	15	64
기초현금	81	27	67	42	57
기말현금	27	67	42	57	122

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	150	234	219	253	340
현금성자산	27	67	42	57	122
단기투자자산	7	17	15	15	15
매출채권	55	76	79	89	102
재고자산	42	58	62	70	81
기타유동자산	19	17	22	22	22
비유동자산	755	773	840	884	927
유형자산	119	114	127	144	158
무형자산	21	20	18	15	13
투자자산	613	639	695	725	755
기타비유동자산	2	0	0	0	0
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	906	1,007	1,060	1,137	1,267
유동부채	341	432	445	419	391
단기차입금	30	0	0	0	0
매입채무	27	22	29	32	37
유동성장기부채	4	113	112	82	49
기타유동부채	280	298	304	305	305
비유동부채	217	107	39	11	12
사채	209	100	30	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	3	0	0	0	0
기타비유동부채	5	7	9	11	12
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	558	539	484	429	404
지배주주지분	348	468	576	708	864
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	-73	-73	-73	-73	-73
자본조정 등	-12	-12	-12	-12	-12
기타포괄이익누계액	-2	11	19	19	19
이익잉여금	404	512	611	743	899
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	348	468	576	708	864

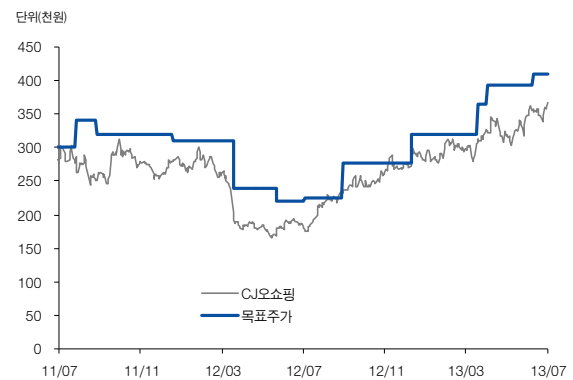
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	14,258	19,768	19,904	23,263	27,043
EPS(지배순이익 기준)	14,258	19,768	19,904	23,263	27,043
BPS(자본총계 기준)	52,646	72,261	89,892	111,642	137,109
BPS(지배자본 기준)	52,646	72,261	89,892	111,642	137,109
DPS	2,000	2,000	2,000	2,200	2,200
PER(당기순이익 기준)	18.1	14.0	18.4	15.7	13.5
PER(지배순이익 기준)	18.1	14.0	18.4	15.7	13.5
PBR(자본총계 기준)	4.9	3.8	4.1	3.3	2.7
PBR(지배자본 기준)	4.9	3.8	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA(Reported)	12.6	12.1	13.5	12.1	10.2
배당수익률	0.8	0.7	0.5	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	49.6	38.6	0.7	16.9	16.2
EPS(지배순이익 기준)	49.6	38.6	0.7	16.9	16.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	25.4	30.1	23.7	22.5	21.4
ROE(지배순이익 기준)	25.4	30.1	23.7	22.5	21.4
ROA	9.8	12.8	12.0	13.1	14.0
안정성 (%)					
부채비율	160.4	115.0	84.1	60.7	46.7
순차입금비율	61.0	27.5	14.7	1.4	-10.1
이자보상배율	9.5	13.5	21.1	36.3	70.7

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/08/25	BUY	340,000	13/02/28	BUY	320,000
11/08/26	BUY	340,000	13/04/17	BUY	364,000
11/09/26	BUY	320,000	13/05/02	BUY	393,000
12/01/17	HOLD	310,000	13/05/24	BUY	393,000
12/04/09	BUY	310,000	13/07/09	BUY	410,000
12/04/17	HOLD	240,000	13/08/01	BUY	410,000
12/06/21	BUY	220,000			
12/08/01	BUY	225,000			
12/09/27	BUY	277,000			
12/10/09	BUY	277,000			
13/01/08	BUY	320,000			
13/02/13	BUY	320,000			

▶ 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.