

온라인유통 (NEUTRAL)

2015.11.11



양지혜

3777-8484
jhyang@kbsec.co.kr

박태윤 (R.A)

3777-9124
taeypark88@kbsec.co.kr

E-retailer가 꿈꾸는 O2O 시대

- ✓ 온라인 쇼핑, 합리적인 소비 패턴에 부합하는 채널로 지속 성장
- ✓ E-retailer들의 모바일 선점 및 O2O 확장 전략 성공적
- ✓ 고객 충성도 높여줄 차별화된 상품 콘텐츠가 더욱 중요해질 전망

Recommendations

기준일: 2015년 11월 10일

CJ오쇼핑 (035760)

투자 의견: BUY (신규)

현재주가: 190,700원

목표주가: 230,000원 (신규)

▶ E-retailer들의 모바일 선점과 오프라인 진출 확장

모바일 중심으로 디지털 매체의 이용시간이 집중되면서 2015년 모바일쇼핑 시장은 강한 성장세를 이어가며 25조 2,000억원 규모에 달할 전망이다. 소셜커머스, 오픈마켓, 종합쇼핑몰, 대형마트 등의 온, 오프라인 유통업체들 모두 모바일 사업을 강화하였는데, 현재까지 상황으로 보았을 때 결국 모바일을 선점한 회사는 아마존 (미국), 알리바바 (중국)와 같은 바로 온라인 전문 E-retailer라고 생각한다. 우리나라도 2015년 쿠팡이 모바일 전자상거래 이용 전 연령대 1위에 오르면서 동일한 양상을 나타내고 있다.

▶ 모바일 쇼핑, '가격'에서 '고객 서비스'로 가치의 중심 이동

쿠팡은 이미 가격 기반의 차별화가 어려워지고 있다는 사실을 인지하고, 온라인을 벗어나 훨씬 더 큰 시장 규모를 갖춘 오프라인에서 고객들을 끌어오겠다는 전략을 세웠다. 오프라인 대비 온라인, 모바일의 단점을 극복하기 위해 쿠팡이 필요했던 것은 바로 빠른 배송서비스와 고객과의 접점 강화였다. 이를 위해 친절한 쿠팡맨을 활용한 '로켓배송'을 실시하였으며, 이는 쿠팡의 충성 고객층 확보에 매우 효과적이었던 것으로 판단된다. 또한 온라인 사업자들이 패션, 화장품 등의 카테고리에 집중하며 치열하게 판촉 경쟁을 벌이고 있는 가운데, 오히려 온라인의 침투율이 상대적으로 적으면서도 반복구매와 신선도가 핵심인 생활용품과 식품 카테고리를 확장, 공략하였다.

▶ 이제 단순한 트래픽보다 고객 충성도가 E-retailer 평가 잣대가 될 전망

이제 단순한 트래픽 (Traffic)이 아닌 콘텐츠 바탕의 고객 충성도 (Lock-in)가 E-retailer의 평가 잣대가 될 것으로 예상된다. 국내 소셜커머스 및 오픈마켓 등 E-retailer들은 더 이상의 무차별적 마케팅 비용 투자가 어려워졌다. 따라서 연령대 및 각 사별 모바일 고객 타겟을 세분화한 후 핵심 고객층에 집중하는, 매출 대비 효율성 (ROI)을 감안한 전략이 필요할 것으로 판단된다. 결국 모바일 쇼핑의 확산으로 개인 맞춤형 소비가 보편화되면서 고객 충성도를 높일 수 있는 차별화된 상품 콘텐츠가 더욱 중요해질 전망이다.

Contents

I. Focus Charts	4
II. Executive Summary	5
E-retailer가 꿈꾸는 O2O 시대	5
III. 국내 전자상거래 시장 동향	6
소매유통 시장 내 온라인 쇼핑 비중 확대	6
IV. E-retailer의 시대, O2O 확장 전략 성공적	8
1. 쿠팡이 남다른 이유는?	8
2. 미국 아마존 사례: 다양한 서비스로 옴니채널 추구	13
3. 중국 알리바바 사례: 적극적인 M&A를 통한 O2O 선점	15
V. 홈쇼핑, 그래도 기회요인이 있다면?	17
어려운 산업 환경 지속될 전망	17
시니어 층의 TV시청률 확대 긍정적	19
Company analysis	21
CJ오쇼핑 (035760)	22
Appendices – Peers Comparison	27

II. Executive Summary

E-retailer가 꿈꾸는 O2O 시대

E-retailer들의 모바일 선점과
오프라인 진출 확장

모바일 중심으로 디지털 매체의 이용시간이 집중되면서 2015년 모바일쇼핑 시장은 강한 성장세를 이어가며 25조 2,000억원 규모에 달할 전망이다. 소셜커머스, 오픈마켓, 종합쇼핑몰, 대형마트 등의 온, 오프라인 유통업체들 모두 모바일 사업을 강화하였는데, 현재까지 상황으로 보았을 때 결국 모바일을 선점한 회사는 아마존 (미국), 알리바바 (중국)와 같은 바로 온라인 전문 E-retailer라고 생각한다. 우리나라 또한 2015년 쿠팡이 모바일 전자상거래 이용 연령대 1위에 오르면서 동일한 양상을 나타내고 있다.

모바일 쇼핑, '가격'에서
'고객 서비스'로 가치 중심 이동

쿠팡은 이미 가격 기반의 차별화가 어려워지고 있다는 사실을 인지하고, 온라인을 벗어나 훨씬 더 큰 시장 규모를 갖춘 오프라인에서 고객들을 끌어오겠다는 O2O 확장 전략을 세웠다. 오프라인 대비 온라인, 모바일의 단점 (구매 시점과 제품 수령 시점의 격차)을 극복하기 위해 쿠팡이 필요했던 것은 바로 빠른 배송서비스와 고객과의 점점 강화였다. 이를 위해 친절한 쿠팡맨을 활용한 '로켓배송' (자체 배송 시스템)을 실시하였으며, 이는 쿠팡의 충성 고객층 확보에 매우 효과적이었던 것으로 판단된다.

전세계 최대 온라인 유통기업 아마존은 다양한 서비스를 통해 옴니채널 선점을 추구하고 있다. 최근 아마존은 지난해 4월 사물인터넷 (IoT)과 O2O 서비스를 결합한 대시 서비스를 런칭하였으며, 대시 서비스는 소비자가 평소 자주 쓰는 제품을 등록한 대시 버튼을 누르기만 하면 자동으로 제품의 주문과 결제, 배송이 한번에 이루어진다. 이러한 아마존의 차별화된 배송 서비스는 고객들의 충성도를 높이고, 오프라인으로의 진출을 추구할 수 있다.

중국 알리바바 또한 최근 GMV (거래금액)의 성장을 둔화에도 오프라인 유통, 물류 서비스, 미디어를 아우르는 O2O 선점을 위한 적극적인 M&A 전략으로 안정적인 고성장세를 지속하고 있다. 알리바바 타몰은 2015년 광군제 (11월 11일)에 인수한 인타임과 쉐닝의 오프라인 매장들과 결합한 대대적인 프로모션 행사를 진행할 예정이며, 중국에는 온, 오프라인이 결합된 시스템을 바탕으로 상품과 서비스가 넘나드는 O2O 시현의 초석이 되어줄 전망이다.

이제 단순한 트래픽이 아닌
컨텐츠 바탕의 고객 충성도가
E-retailer의 평가 잣대가 될 전망

이처럼 이제 단순한 트래픽 (Traffic)이 아닌 컨텐츠 바탕의 고객 충성도가 E-retailer의 평가 잣대가 될 것으로 예상된다. 국내 소셜커머스 및 오픈마켓 등 E-retailer들이 더 이상 무차별적인 마케팅 비용을 투자가 어려워졌다. 따라서 연령대 및 각 사별 모바일 고객 타겟을 세분화한 후 핵심 고객층에 집중하는 매출 대비 효율성 (ROI)를 감안한 전략이 필요할 것으로 판단된다. 결국 모바일 쇼핑의 확산으로 개인 맞춤형 소비가 보편화되면서 고객 충성도를 높일 수 있는 차별화된 상품 컨텐츠가 더욱 중요해질 전망이다.

홈쇼핑의 기회요인,
소비력 높은 시니어 층의
TV 시청률 확대 긍정적

한편 홈쇼핑의 경우 모바일 중심으로의 미디어 환경 변화로 어려운 상황이지만, 고령화 사회에 진입하면서 상대적으로 시간적 여유가 있는 50대 이상의 장년층 중심으로 TV시청률이 늘어나고 있다는 점에서 기회요인이 있을 수 있겠다. 한국 사회가 점차 일본과 같이 젊은 세대가 이끌어왔던 소비 시장이 중장년 및 노년의 소비자 집단으로 이동하는 가운데, 시니어 층을 공략할 수 있는 핵심 컨텐츠와 상품력이 홈쇼핑의 성과를 판가름하게 될 것으로 판단한다.

III. 국내 전자상거래 시장 동향

소매유통 시장 내 온라인 쇼핑 비중 확대

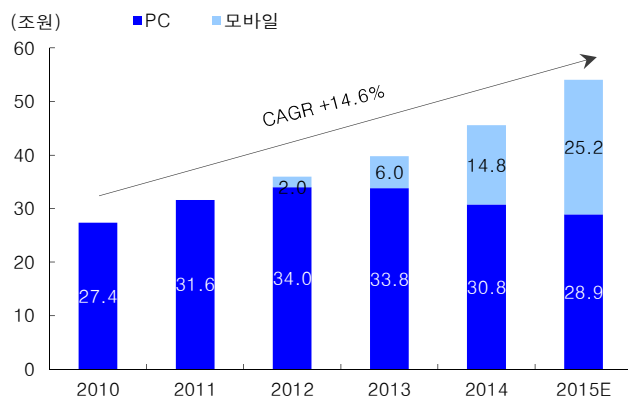
온라인 쇼핑의 성장:
합리적인 소비 패턴에 부합되는
채널로 지속 성장 전망

온라인 쇼핑이 지속적으로 성장하는 원동력은 경기 침체에 그다지 민감하지 않으며, 합리적 소비 패턴에 부합하는 채널로서 자리잡고 있기 때문이다. 초기 온라인 유통 시장은 가격 비교를 통한 저가 구매, 시공간에 구애를 받지 않는 편의성에 중점을 둔 소비의 효용성이 부각되며 크게 성장하였다. 여기에 공간 한계가 없는 온라인 특성상 보다 세분화된 고객별 니즈를 만족시키는 롱테일 전략을 통해 신규 시장을 지속적으로 창출하고 있다. 나아가 단순히 편의를 넘어서 배송 등 개인화된 서비스가 결합되면서 온라인 유통 산업은 점차 고도화되고 있다는 판단이다.

2014년 사이버쇼핑 시장은 전년대비 17.5% 성장한 45.2조원을 달성하였다. 소비 경기침체로 인해 2011년 이후 성장률 둔화가 지속되었으나, 2014년부터 다시 성장세가 강화되고 있으며, 2014년 소매판매액 성장률 +1.8% 대비 크게 높은 수준을 나타냈다. 한편 2014년 소매유통 시장 내 사이버쇼핑 거래액이 차지하는 비중은 12.6%를 기록하여 매년 지속적으로 확대되는 추세를 보이고 있다. 카테고리 별로는 2014년 인터넷에서는 여행 및 예약서비스가 +7.3%의 가장 높은 성장세를 나타냈으며, 모바일에서는 전 카테고리가 두 자릿수 성장세를 보이고 있는 가운데, 음식료품, 생활/자동차용품이 각각 +95.5%, +90.3%의 성장률로 가장 두드러졌다.

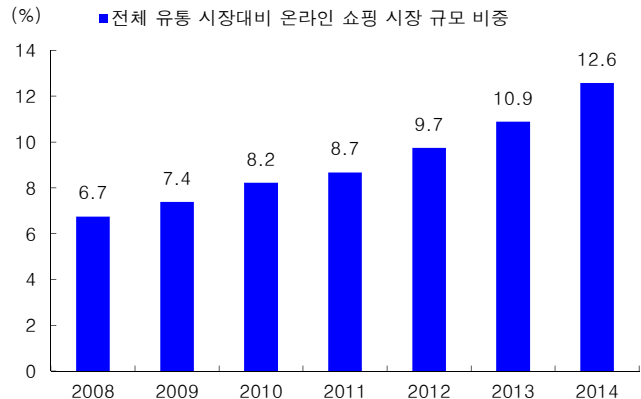
특히 스마트폰과 스마트 TV의 이용 확대로 각각 M커머스 (Mobile Commerce), T커머스 (TV-Commerce)가 온라인 소매 유통의 성장세를 견인할 전망이다. 2009년 100억원에 불과 하던 모바일쇼핑 시장 규모는 2010년 3,000억원, 2011년 6,000억원에 이어 2012년 1조 7,000억원, 2013년 6조 5,600억원 수준까지 고속 성장세를 달리고 있다. 2014년 또한 전년대비 126.3% 성장한 14조 8,400억원에 이른 것으로 추산되며, 2015년에도 모바일쇼핑 시장은 강한 성장세를 이어가면서 25조 2,000억원 규모에 달할 전망이다.

그림 1. 온라인 쇼핑 시장 성장



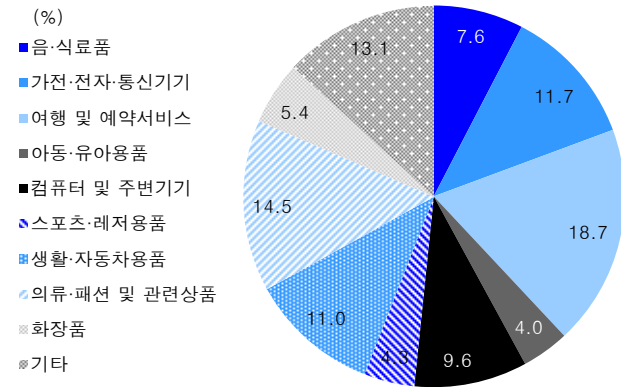
자료: 한국 온라인 쇼핑 협회, NS쇼핑, KB투자증권

그림 2. 전체 소매판매액 내 온라인쇼핑 비중



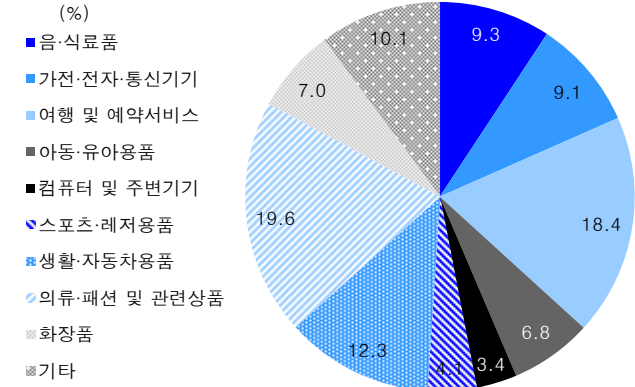
자료: 통계청, KB투자증권

그림 3. 인터넷 (PC) 쇼핑 거래액 내 상품군별 비중 (2014)



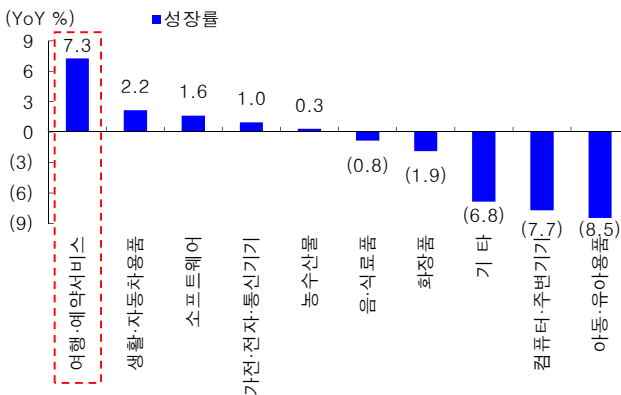
자료: 통계청, KB투자증권

그림 4. 모바일 쇼핑 거래액 내 상품군별 비중 (2014)



자료: 통계청, KB투자증권

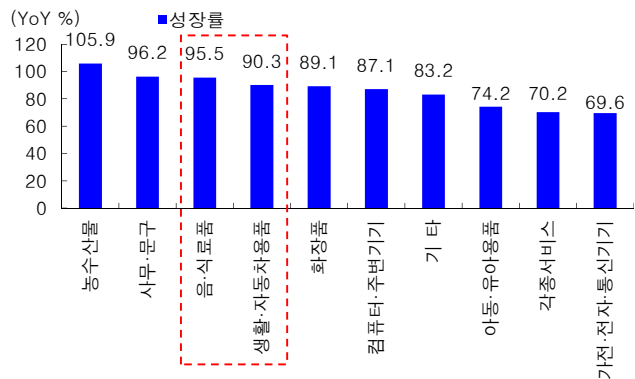
그림 5. 인터넷 (PC) 쇼핑 거래액 내 성장률 상위 10개 상품군



자료: 통계청, KB투자증권

주: 성장률은 14년 3분기 누계 대비 15년 3분기 누계 기준

그림 6. 모바일 쇼핑 거래액 내 성장률 상위 10개 상품군



자료: 통계청, KB투자증권

주: 성장률은 14년 3분기 누계 대비 15년 3분기 누계 기준

IV. E-retailer의 시대, O2O 확장 전략 성공적

1. 쿠팡이 남다른 이유는?

편의성을 강화한 O2O를 앞세워
오프라인의 소비자들을 겨냥,
전 연령대 모바일 1위에 올라서다

모바일 중심으로 디지털 매체의 이용시간이 집중되면서 소셜커머스, 오픈마켓, 종합쇼핑몰, 대형마트 등의 온, 오프라인의 유통업체들 모두 모바일 사업을 강화하였다. 현재까지 상황으로 보았을 때 결국 모바일을 선점한 회사는 아마존 (미국), 알리바바 (중국)와 같은 바로 온라인 전문 E-retailer라고 생각한다. 우리나라 또한 2015년 쿠팡이 모바일 전자상거래 이용 전 연령대 1위에 오르면서 동일한 양상을 나타내고 있다.

모바일 시장의 경쟁이 심화되면서 대부분의 사업자들은 가격 할인 및 공격적인 마케팅을 통한 트래픽 끌어올리기에 집중했다. 하지만 쿠팡은 이미 가격 기반의 차별화가 어려워지고 있다는 사실을 인지하고, 온라인을 벗어나 훨씬 더 큰 시장 규모를 갖춘 오프라인에서 고객들을 끌어오겠다는 O2O 확장 전략을 세웠다. 오프라인 고객들을 온라인, 모바일로 끌어오기 위해, 즉 오프라인 대비 온라인, 모바일의 단점 (구매 시점과 제품 수령 시점의 격차)을 극복하기 위해 쿠팡이 필요했던 것은 바로 빠른 배송서비스와 고객과의 접점 강화였다. 이를 위해 친절 한 쿠팡맨을 활용한 '로켓배송' (자체 배송 시스템)을 실시하였으며, 이는 쿠팡의 충성 고객층 확대에 매우 효과적이었던 것으로 판단된다.

쿠팡은 또한 온라인 사업자들이 패션, 화장품 등의 카테고리에 집중하면서 치열하게 판촉 경쟁을 벌이고 있는 가운데, 오히려 온라인의 침투율이 상대적으로 낮으면서도 반복구매와 신선도가 핵심인 생활용품과 식품 카테고리를 확장, 공략했다. 나아가 모바일 쇼핑에서 실제 구매 행동 기반의 소비자들의 성향을 파악하기 위한 데이터 분석의 중요성이 높아지고 있는데, 쿠팡은 이미 상당한 양의 고객 구매 데이터를 축적하였으며, 향후 모바일 쇼핑 시장의 지배적인 사업자로 부상하면 이를 기반으로 한 새로운 사업 확장의 기회가 나타날 것으로 예상된다.

표 1. 연령별 모바일 APP 전자상거래 이용

순위	10대	2Q15	20대	2Q15	30대	2Q15	40대	2Q15	50대 이상	2Q15
1	쿠팡	356,684	쿠팡	1,759,962	쿠팡	2,328,087	쿠팡	2,033,584	쿠팡	1,193,229
2	11번가	334,301	티몬	1,386,420	위메프	1,982,084	GS SHOP	1,446,974	홈&쇼핑	1,132,426
3	G마켓	251,258	위메프	1,305,821	11번가	1,976,398	11번가	1,412,764	GS SHOP	975,566
4	위메프	243,415	11번가	1,078,256	티몬	1,886,086	홈&쇼핑	1,254,392	옥션	919,122
5	쿠차	222,574	쿠차	928,617	GS SHOP	1,479,165	옥션	1,244,510	11번가	872,525
6	옥션	168,564	G마켓	766,273	G마켓	1,456,900	위메프	1,232,130	위메프	691,206
7	번개장터	153,876	옥션	675,720	쿠차	1,365,708	티몬	1,174,047	롯데홈쇼핑	584,217
8	티몬	150,249	GS SHOP	488,792	옥션	1,268,368	G마켓	1,159,575	현대홈쇼핑	577,978
9	미미박스	144,745	11번가 쇼킹딜	484,749	CJmall	1,076,756	CJmall	1,117,801	CJmall	548,532
10	현대홈쇼핑	105,929	홈&쇼핑	343,367	11번가 쇼킹딜	988,043	쿠차	929,784	G마켓	541,862

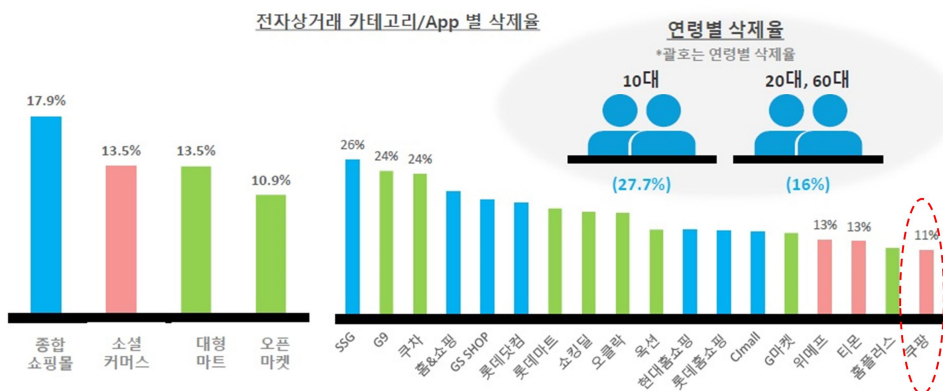
자료: 닐슨코리안클릭, KB투자증권

그림 7. 쿠팡의 차별화 가치 실현 ‘배송 시스템’



자료: 닐슨코리안클릭, KB투자증권

그림 8. 전자상거래 APP 삭제율: ‘쿠팡’의 삭제율 가장 낮아, 고객 충성도가 높은 것으로 판단됨



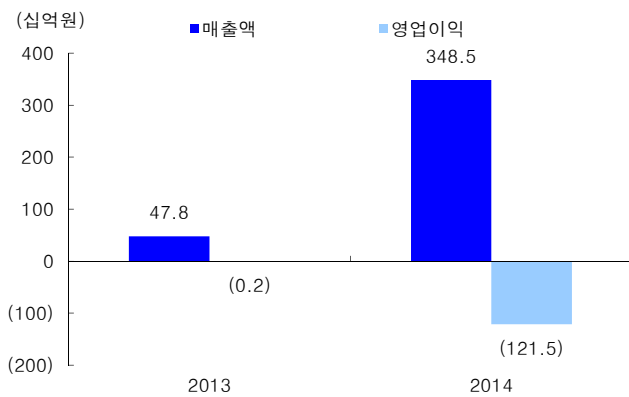
주: 삭제율 = 설치 수 대비 삭제 수

쿠팡의 한계:
지속적인 투자가 필요한 가운데
상당한 규모의 적자 추정

쿠팡은 직접 매입한 상품들을 보관하는 자체 물류 창고와 자동화 재고관리, 배송 시스템, 그리고 쿠팡맨이라는 자체 배송 인력을 갖추고 있다. 이처럼 상당한 규모의 자체 시스템 구축에는 소프트뱅크 손정희 회장으로부터의 1조 1,000억원 투자 유치가 밑바탕이 되었을 것으로 추정된다. 다만 현재 쿠팡의 수익 구조는 적자가 상당한 가운데, 추가적으로 물류센터 설립과 배송 서비스 강화 (예를 들어, 쿠팡맨 추가 고용 및 신선식품 전용 차량 확보)를 위해서는 여전히 큰 규모의 투자가 필요한 상황이다. 자체 배송 시스템에 관한 기존 운수업체와의 갈등 또한 잠재된 리스크 요인이다.

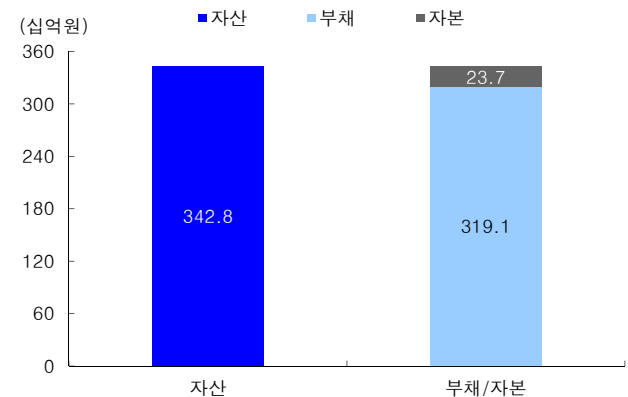
중국의 B2C 온라인 판매 1위 업체인 징둥상청 (JD.com) 또한 다소 비슷한 상황이라고 생각된다. 계속되는 영업적자에도 불구하고, 징둥상청의 자체 물류 시스템을 통한 직접 판매 전략은 경쟁사 대비 고객들에게 징둥상청에서 판매되는 상품은 정품이라는 신뢰도를 높여주고, 궁극적으로는 고객들의 충성도를 높일 수 있다라는 점에서 지속될 전망이다. 징둥상청은 초기 자체 물류 시스템 구축에 상당한 비용 투자가 수반되지만, 중장기적으로는 규모의 경제가 형성되고, 시장 지배력 및 교섭력 강화로 효율성이 향상되면서 수익 창출의 기반이 되어줄 것으로 예상하고 있다.

그림 9. 쿠팡 2013~2014년 매출액 및 영업이익



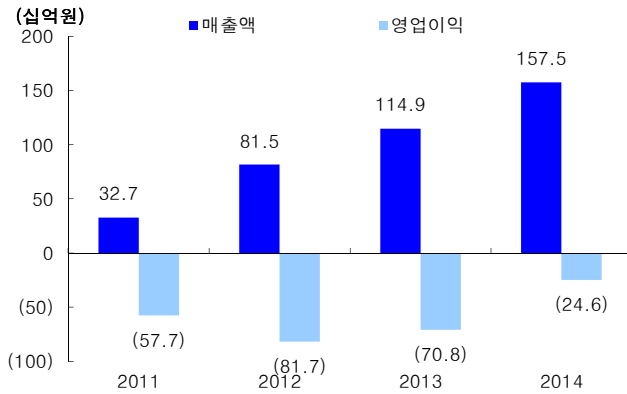
자료: DART, KB투자증권

그림 10. 쿠팡 2014년 재무상태 현황



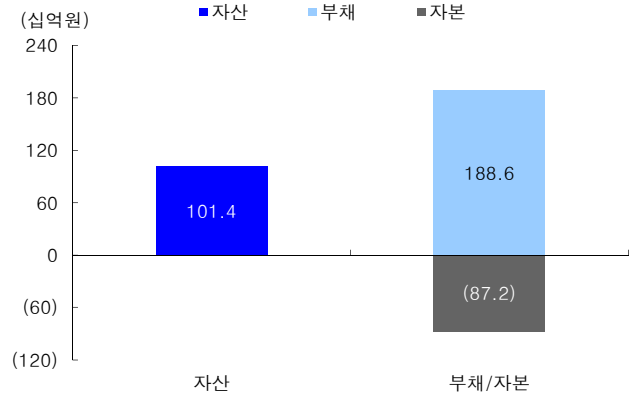
자료: DART, KB투자증권

그림 11. 티몬 2013~2014년 매출액 및 영업이익



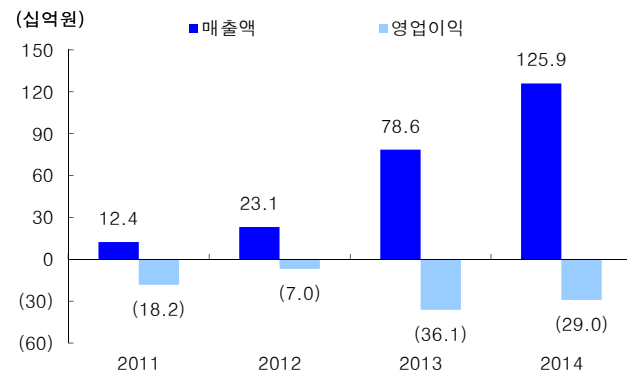
자료: DART, KB투자증권

그림 12. 티몬 2014년 재무상태 현황



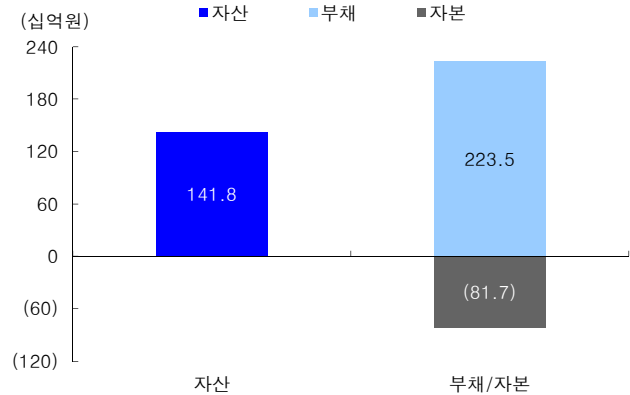
자료: DART, KB투자증권

그림 13. 위메프 2013~2014년 매출액 및 영업이익



자료: DART, KB투자증권

그림 14. 위메프 2014년 재무상태 현황



자료: DART, KB투자증권

표 2. 징동상청 (JD.Com) 연간 실적 추이

(단위: 백만달러)	2010	2011	2012	2013	2014	2015C	2016C
매출액	1,268	3,270	6,558	11,279	18,666	28,065	39,262
영업이익	(61)	(217)	(309)	(94)	(942)	(399)	(39)
세전이익	(61)	(199)	(273)	(8)	(808)	(325)	68
순이익	(61)	(199)	(274)	(8)	(811)	(327)	24
성장률 (YoY %)							
매출액	196.8	157.8	100.6	72.0	65.5	50.4	39.9
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성 (%)							
영업이익률	(4.8)	(6.6)	(4.7)	(0.8)	(5.0)	(1.4)	(0.1)
세전이익률	(4.8)	(6.1)	(4.2)	(0.1)	(4.3)	(1.2)	0.2
순이익률	(4.8)	(6.1)	(4.2)	(0.1)	(4.3)	(1.2)	0.1

자료: Bloomberg, KB투자증권

2. 미국 아마존 사례: 다양한 서비스로 옴니채널 추구

제품과 서비스를 결합한
‘프로비스 전략’으로
고객의 충성도 향상시켜

전세계 최대 온라인 유통기업인 아마존은 다양한 서비스를 통해 옴니채널 선점을 추구하고 있다. 최근 아마존은 지난해 4월 사물인터넷 (IoT)과 O2O 서비스를 결합한 대시 서비스를 런칭하였으며, 대시 서비스는 소비자가 평소 자주 쓰는 제품을 등록한 대시 버튼을 누르기만 하면 자동으로 제품의 주문과 결제, 배송이 한번에 이루어진다. 나아가 지난 6월에는 특정 상품에 대해 주문 후 10~20분 안에 바로 배송해 주는 아마존 트레저트럭이라는 서비스를 출시하였으며, 트레저트럭은 인기 상품을 하루에 정해진 양만큼만 할인해서 판매하며 소비자가 구매 후 상품 수령 위치를 지정하면 바로 배송해 주는 서비스이다. 또한 지난 9월 아마존에서 판매되는 상품을 전문 택배 직원이 아닌 일반인들이 직접 배송해주는 (비용절감 효과 기대) 아마존플렉스 서비스를 선보이기도 했다.

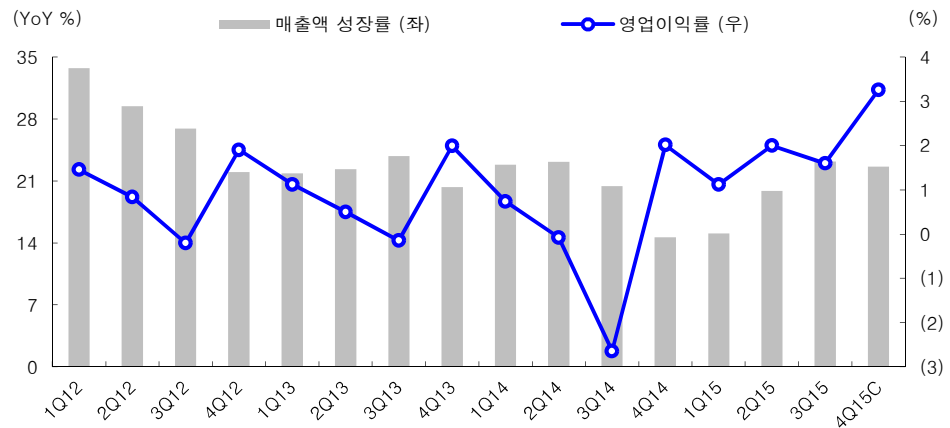
그 밖에도 아마존이 선보이고 있는 서비스는 다양하다. 이러한 아마존의 차별화된 배송 서비스는 고객들의 충성도를 높이고, 오프라인으로의 진출을 추구할 수 있다. 물론 현재 아마존의 서비스 강화 전략을 위해 지출되는 물류 비용은 실제 고객들이 지불하는 수준 (연회비, Fee 등) 대비 높은 상황이나, 단기적으로는 마진에 부정적이라더라도 중장기적으로는 충성도 높은 고객들로부터 매출과 수익을 창출할 수 있을 것으로 기대한다.

표 3. 아마존 연간 실적 추이

(단위: 백만달러)	2010	2011	2012	2013	2014	2015C	2016C
매출액	34,204	48,077	61,093	74,452	88,988	107,112	129,399
영업이익	1,406	862	676	745	178	2,282	4,140
세전이익	1,497	934	544	506	(111)	1,718	3,931
순이익	1,152	631	(39)	274	(241)	879	2,597
성장률 (YoY %)							
매출액	39.6	40.6	27.1	21.9	19.5	20.4	20.8
영업이익	24.5	(38.7)	(21.6)	10.2	(76.1)	1,181.9	81.4
세전이익	28.9	(37.6)	(41.8)	(7.0)	적전	특전	128.8
순이익	27.7	(45.2)	적전	특전	적전	특전	195.6
수익성 (%)							
영업이익률	4.1	1.8	1.1	1.0	0.2	2.1	3.2
세전이익률	4.4	1.9	0.9	0.7	(0.1)	1.6	3.0
순이익률	3.4	1.3	(0.1)	0.4	(0.3)	0.8	2.0

자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 15. 아마존 분기별 매출액 성장률 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권
 주: 15년 4분기는 Bloomberg 컨센서스 기준

표 4. 아마존 서비스 내용 정리

서비스 명	서비스 내용	서비스 비용 (Fee)	서비스 시작일 (미국 기준)
Amazon Prime	미국 전역에 2-day-delivery (2일 배송)를 제공하는 아마존 대표 서비스 - 구매 물품 가격과 상관 없이 무료 2일 배송 (해당 지역에 따라 1일 배송 등도 가능함) - 프라임 인스턴트 비디오: 아마존에서 판매되는 영화나 비디오를 무료로 볼 수 있음 (단, Prime 라벨이 붙은 항목만 해당) - 프라임 뮤직: 아마존에서 제공되는 음악을 무료로 들을 수 있음 (다운로드는 제한적) - 프라임 포토: 아마존 클라우드 드라이브에 사진 등을 저장 할 수 있음 (용량 무제한) - Kindle First: Kindle E-book을 한 달에 한 번 대여/읽기가 가능함 - Amazon Mom: 기저귀/물티슈 등 유아 위생용품 20% 할인 그 밖에 가족끼리 멤버십 공유 가능 등 다양한 서비스를 제공	\$99	2005년 2월
Amazon Prime Now	Amazon Prime 고객 대상으로 1시간에서 2시간 이내에 온라인 주문 상품을 배달해주는 서비스. 처음에는 뉴욕 맨하탄 일부지역에서 시작해 점차 다른 지역 및 도시로 확대할 계획이며, 현재 미국 19개의 도시에서 시행되고 있음	1시간 이내 배송은 \$7.99, 2시간 배송은 무료	2014년 12월
Amazon Flex	1시간 이내에 배송을 제공하는 Amazon Prime Now에 적용 되는 서비스로 차량을 소유한 일반인들이 시간당 18~25달러의 수당을 받고 아마존 배달원이 되어 고객에게 직접 물건을 전달해주는 서비스. 이로 인해 아마존은 비용 절감 효과를 기대할 수 있음	-	2015년 9월
Amazon Same-Day Delivery	Amazon Prime 고객에 한해서 \$35 이상의 물품을 구매 시 무료로 당일 배송을 해주는 서비스로 14개 도시에서 시행 중	Prime 고객 - \$35 이상 구매 시 무료 - \$35 미만 시 주문 당 \$5.99 Non Prime 고객 - 주문당 \$8.99 혹은 그 이상	Prime 고객 대상으로 2015년 5월부터 무료 서비스 시행
Amazon Fresh	과일, 채소 등과 같은 신선 식품을 직접 배송해주는 식품 배달 서비스. Amazon Prime Fresh 회원 가입 시 Amazon Prime 고객과 동일한 서비스를 제공 받을 수 있음	연회비 \$299. \$35 이상 주문 시 당일 혹은 다음 날 오전까지 무료 배송	2007년 8월 시애틀을 중심으로 시행
Amazon Dash	바코드 스캐닝과 음성지원 기반의 식품품 주문이 가능한 IoT 기기로 Amazon Fresh 가입 고객에 한해서 무료로 제공 되고 있음. Amazon Fresh에서 제공하는 50만가지의 식품품의 바코드 인식 혹은 제품명의 음성 인식 방식으로 구매를 원하는 제품을 구매 희망목록에 추가시켜 주문 할 수 있음	무료	2014년 4월
Amazon Dash Button	버튼 한 번으로 각종 생활 소모품을 주문 할 수 있는 기능을 가진 기기. 대리 버튼은 와이 파이로 연결되며 스마트폰 아마존 앱을 실행한 다음 버튼을 눌렀을 때 어떤 제품을 주문할 지 설정할 수 있음	Dash Button의 가격은 \$4.99이며, 첫 물품 구매시 \$4.99를 할인 받을 수 있음	2015년 3월
Amazon web Services	기업을 대상으로 하는 클라우드 컴퓨팅 서비스로 아마존에서 제공하는 서버 인프라를 온라인으로 이용할 수 있는 서비스. 아마존이 서버의 임대, 구축, 운영을 대행해주고 사용자는 사용한 만큼의 비용을 결제하는 서비스	사용요금은 종량 과금제로 청구됨	2006년 3월
Amazon Treasure Truck	특가행사하는 인기 상품을 당일만 배송, 판매하는 서비스. 모바일앱에서 상품 주문 후 배송 수령지를 선택하면, 원하는 곳으로 상품을 실은 '보물트럭'이 도착함. 현재 시애틀 내에서만 테스트 서비스 운영 중	-	2015년 6월

자료: Amazon.com, KB투자증권

3. 중국 알리바바 사례: 적극적인 M&A를 통한 O2O 선점

알리바바의 핵심 전략은
1) 글로벌 2) 옴니채널 3) 모바일
4) 쑤닝과의 Collaboration

중국의 최대 온라인 유통업체인 알리바바 (Alibaba Group)는 타오바오, 티몰 등 온라인 쇼핑 몰과 함께 차이나오라는 자체 물류 회사도 보유하고 있다. 또한 알리바바는 지난해 백화점 업체인 인타임 쇼핑의 최대주주가 되었으며, 지난 8월에는 중국 최대 가전 유통업체인 쑤닝 (Suning) 지분 투자를 통해 오프라인 유통 채널에 대한 지배력을 강화하고 있다. 특히 알리바바는 쑤닝과의 시너지 창출에 집중하고 있으며, 쑤닝의 오프라인 매장을 알리바바의 모바일 주문 결제 서비스와 통합하고, 쑤닝의 A/S센터와 알리바바의 물류 서비스를 결합시켜 O2O의 가장 성공적인 사례로 자리매김하고자 노력하고 있다. 나아가 쑤닝은 알리바바의 다양한 시스템을 기반으로 생필품 (FMCG)까지 상품 영역을 확대할 계획이다.

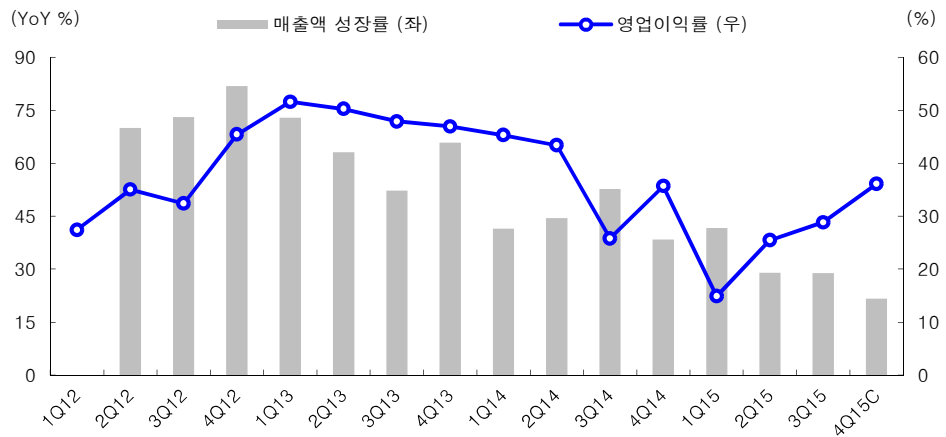
최근 중국 온라인 시장의 경쟁 심화에 따른 알리바바의 GMV (거래금액) 성장률 둔화에도 알리바바는 오프라인 유통, 물류 서비스, 미디어를 아우르는 O2O 선점을 위한 적극적인 M&A 전략으로 안정적인 고성장세를 지속하고 있다. 알리바바의 티몰은 2015년 광군제 (11월 11일)에 인타임과 쑤닝의 오프라인 매장들과 결합한 대대적인 프로모션 행사를 진행할 예정이며, 궁극에는 온, 오프라인이 결합된 시스템을 바탕으로 상품과 서비스가 넘나드는 O2O 시현의 초석이 되어줄 전망이다.

표 5. 알리바바 연간 실적 추이

(단위: 백만달러)	2010	2011	2012	2013	2014	2015C	2016C
매출액	1,775	3,131	5,489	8,583	12,302	15,510	20,125
영업이익	197	784	1,710	4,074	3,735	4,544	6,257
세전이익	289	865	1,608	4,381	5,219	11,850	8,167
순이익	176	661	1,357	3,811	3,917	10,687	6,266
성장률 (YoY %)							
매출액	81.7	76.4	75.3	56.4	43.3	26.1	29.8
영업이익	흑전	297.8	118.0	138.3	(8.3)	21.7	37.7
세전이익	흑전	199.8	85.9	172.5	19.1	127.1	(31.1)
순이익	흑전	274.8	105.2	180.9	2.8	172.9	(41.4)
수익성 (%)							
영업이익률	11.1	25.0	31.1	47.5	30.4	29.3	31.1
세전이익률	16.3	27.6	29.3	51.0	42.4	76.4	40.6
순이익률	9.9	21.1	24.7	44.4	31.8	68.9	31.1

자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 16. 알리바바 분기별 매출액 성장률 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권
주: 15년 4분기는 Bloomberg 컨센서스 기준

표 6. Alibaba M&A History List

유형	회사	투자일	인수 지분 (%)	기타 지분	투자 금액 (백만 달러)	투자 금액의 현재가치 (백만달러)
Mobile	Umeng	14년 04월	n/a		80	80
Mobile	Quixey	13년 10월	n/a		50	50
Mobile	Weibo.com	14년 04월	30.0		1,035	1,008
Mobile	Tango	14년 04월	20.0		217	217
Mobile	Kabam	04년 08월	12.0		120	120
Mobile	Micromax	15년 06월	25.0		700	700
Total Mobile					2,202	2,175
O2O	ShopRunner	13년 08월	39.0		202	202
O2O	Kuaidi	13년 04월			10	10
O2O	Intime	14년 03월	10.0	26% Convert	688	721
O2O	JV with Intime	14년 03월	80.0		160	160
O2O	Meituan	14년 05월	10.0		80	80
O2O	Visualead	15년 01월			6	6
O2O	Koubei	15년 06월	50.0		484	484
Total O2O					1,630	1,663
Digital Media	Ali Pictures (ChinaVision)	14년 03월	49.5		805	3,417
Digital Media	Youku Tudou	14년 04월	17.0		1,090	816
Digital Media	Wasu Media	14년 04월		Loan Arrangement	1,041	1,041
Digital Media	Peel	14년 10월			55	55
Digital Media	Enlight Media	15년 03월	9.0		387	543
Digital Media	LeTV Sports	15년 03월	22.0		50	50
Total Digital Media					3,428	5,922
Logistics	China Smart Logistics Network	13년 05월	48.0		269	269
Logistics	Qingdao Haier	14년 03월	2.0	2.6% CB	124	477
Logistics	Haier RRS Logistics	14년 03월	9.9	if not 2.6% → 26% CB of RRS	239	239
Logistics	SingPost	15년 06월	14.5		387	426
Logistics	YTO	15년 05월	20.0		-	-
Total Logistics					1,019	1,411
Category Expansion	Sinosoft	11년 02월	25.0		27	149
Category Expansion	Qyer	13년 07월	n/a		10	10
Category Expansion	Ali Health (Citic21CN)	14년 01월	38.0	1.6% CB	119	1,596
Category Expansion	Byecity	14년 03월	n/a		15	15
Category Expansion	Evergrande Soccer	14년 06월	50.0		193	193
Category Expansion	Shiji Information Technology	14년 09월	15.0		453	794
Category Expansion	Zulily	15년 05월	9.0		56	194
Category Expansion	Meilihui	15년 07월	50.0		100	100
Category Expansion	Suning	15년 08월	19.9		4,565	3,735
Total Category Expansion					5,603	6,837
Total Investment					13,882	18,009

자료: Alibaba, Bloomberg, KB투자증권

V. 홈쇼핑, 그래도 기회요인이 있다면?

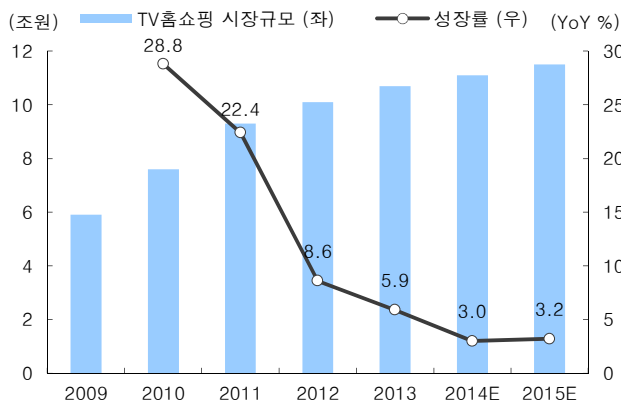
어려운 산업 환경 지속될 전망

TV홈쇼핑의 신규 사업자 진입과
모바일 E-retailer의 공격적 사업
확장으로 전방위적인 경쟁 심화

2015년 국내 홈쇼핑 시장은 전년대비 2.2% 성장한 11.5조원 규모로 예상되며, 당분간 저성장 기조가 지속될 전망이다. 구조적인 모바일 중심으로의 미디어 환경 변화와 백수오 사태 등으로 인한 홈쇼핑 상품에 대한 신뢰도 저하로 부진한 실적 흐름이 이어지고 있다. 또한 제7홈쇼핑 및 T커머스 등 신규 사업자들의 진입도 경쟁 강도를 다소 강화시키고 있는 상황이다. 그럼에도 여전히 SO수수료 인상률이 홈쇼핑 업체들의 TV취급고 성장률보다 높은 수준이어서 영업이익에 부정적 영향이 불가피할 것으로 판단된다.

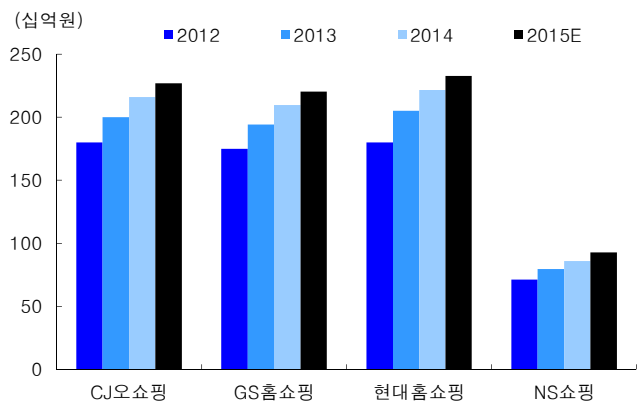
모바일 쇼핑 또한 쿠팡 등 E-retailer들의 공격적인 사업 확장으로 더 이상 무차별적인 마케팅 비용을 집행하기가 어려워졌다. 따라서 향후에는 연령대 및 각 사별 모바일 고객 타겟을 세분화한 후 핵심 고객층에 집중하는 등 매출 대비 효율성 (ROI)를 감안한 전략이 필요할 것으로 판단된다. 결국 모바일 쇼핑의 확산으로 개인 맞춤형 소비가 보편화되면서 고객 충성도를 높일 수 있는 차별화된 상품 콘텐츠가 더욱 중요해질 전망이다.

그림 17. TV홈쇼핑 시장 규모 추이 및 전망



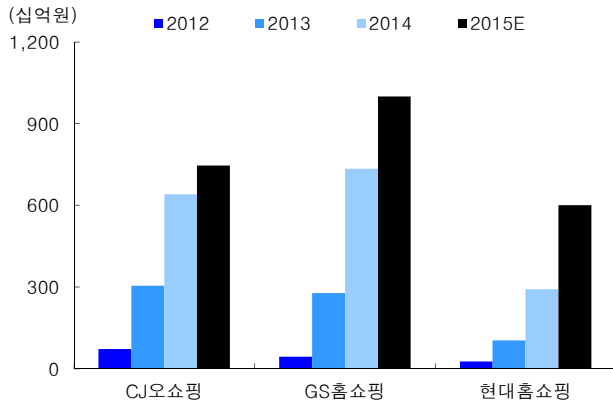
자료: 대한상공회의소, KB투자증권 추정

그림 18. 주요 홈쇼핑 4사 SO수수료 비교



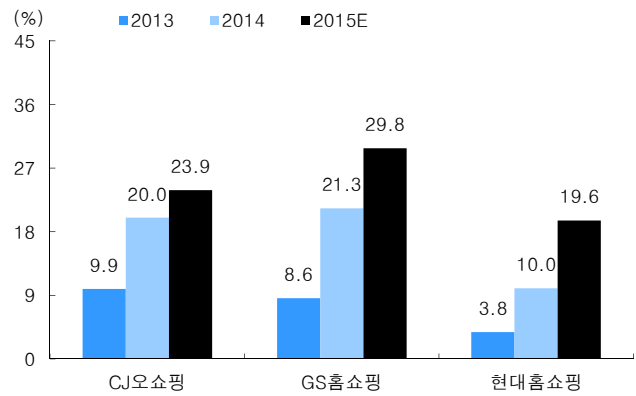
자료: NS쇼핑, KB투자증권 추정

그림 19. 주요 홈쇼핑 3사 모바일 취급고 비교



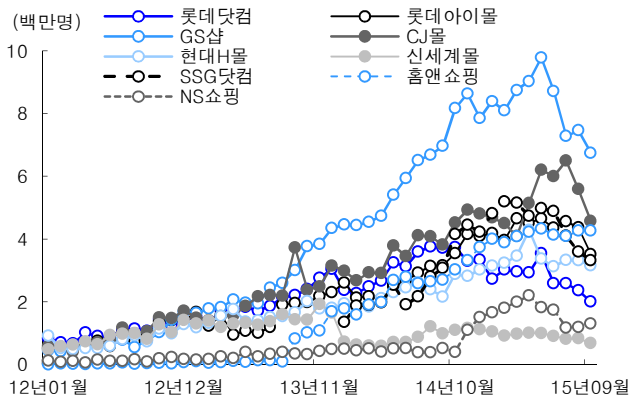
자료: 각 사, KB투자증권 추정

그림 20. 주요 홈쇼핑 3사 모바일 비중 비교



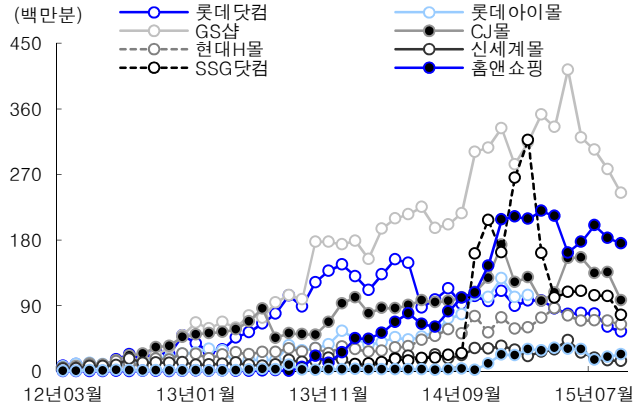
자료: 각 사, KB투자증권 추정

그림 21. 주요 종합쇼핑몰 (홈쇼핑 포함) 모바일 Traffic 순방문자 수 추이



자료: 닐슨코리아클릭, KB투자증권

그림 22. 주요 종합쇼핑몰 (홈쇼핑 포함) 모바일 Traffic 총체류율 추이



자료: 닐슨코리아클릭, KB투자증권

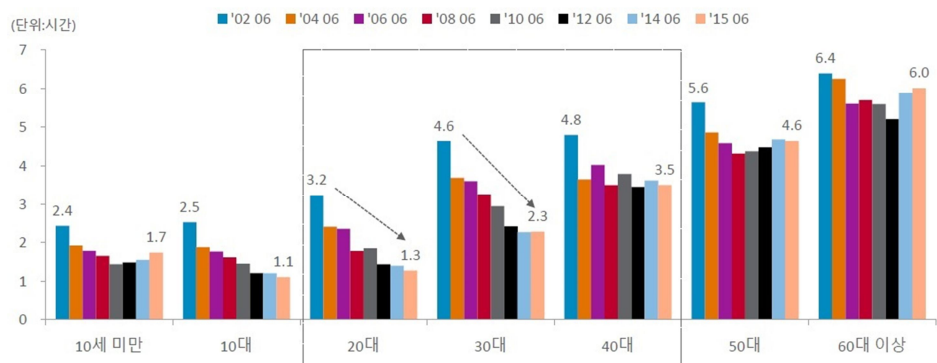
시니어 층의 TV시청률 확대는 긍정적

지난 10년간 TV시청률 감소,
그러나 40~50대 중심으로
TV 시청시간 상승

지난 13년간 일평균 TV이용시간은 1시간 감소한 것으로 나타났으며, 24시간 중 가용시간이 1시간 감소했다는 점은 큰 의미가 있겠다. 10년 동안의 TV시청률 데이터를 보면 이 또한 꾸준한 감소 추세를 보이고 있다. 특히 20, 30대 젊은 인구를 중심으로 TV시청률 감소가 두드러진다. 다만 모집단의 기준을 TV를 시청하고 있는 인구로 재설정하여 TV시청률을 산출해보면 상대적으로 시청률 감소폭이 크지 않다는 점에 주목할 필요가 있다. 즉 여전히 TV를 시청하는 사람은 계속해서 TV를 보고 있으며, 특히 40~50대의 도달자 수 기준 (TV시청 인구 기준)으로 시청률이 상승하고 있다.

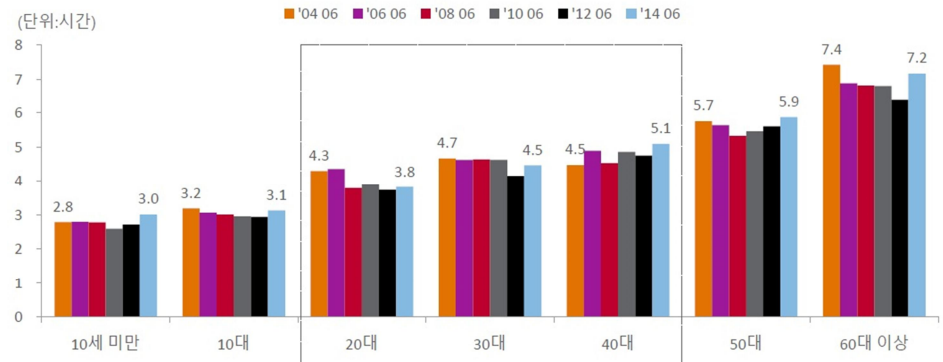
이유는 고령화 사회에 진입하면서 상대적으로 시간적 여유가 있는 50대 이상의 장년층 중심으로 TV시청률이 늘어나고 있기 때문이다. 즉, TV 시청시간이 긴 50대 이상 장년층이 홈쇼핑 시장의 핵심 소비층으로 부상하고 있다. 나아가 3포세대라 불리는 20~30대 대비 현 시대의 40~50대는 소비력 자체도 높다. 따라서 한국 사회가 점차 일본과 같이 젊은 세대가 이끌 어왔던 소비 시장이 중장년 및 노년의 소비자 집단으로 이동하는 가운데, TV 홈쇼핑의 기회는 아직 남아있다고 생각한다. 결론적으로 시니어 층을 공략할 수 있는 핵심 콘텐츠와 상품력이 홈쇼핑의 성과를 판가름할 수 있는 중요한 잣대가 될 것으로 판단한다.

그림 23. 연령대별 전체 TV시청 시간의 변화 (모집단 수 기준)



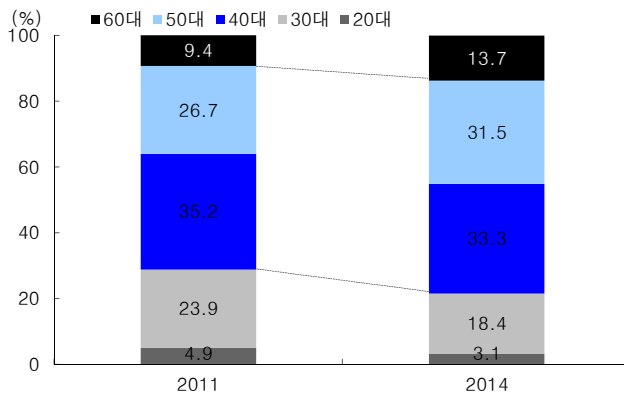
자료: 닐슨컴퍼니, KB투자증권

그림 24. 연령대별 전체 TV시청 시간의 변화 (도달자 수 기준)



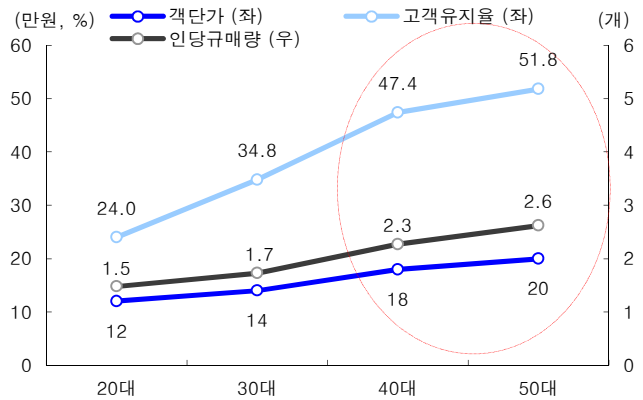
자료: 닐슨컴퍼니, KB투자증권

그림 25. TV 구매고객 현황



자료: 엔에스쇼핑, KB투자증권

그림 26. 2014년 연령별 TV 고객



자료: 엔에스쇼핑, KB투자증권

Company analysis

CJ오쇼핑 (035760) BUY TP 230,000원

양지혜 02) 3777-8484
jhYang@kbsec.co.kr

박태윤 02) 3777-9124
taeypark88@kbsec.co.kr

Initiation

투자 의견 **BUY (신규)**
목표주가 230,000원 (신규)

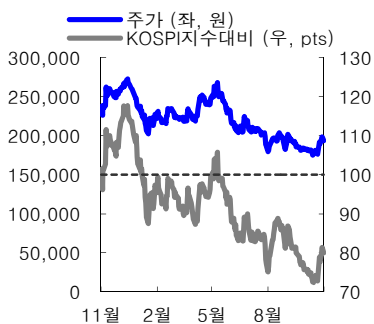
Upside / Downside (%)	20.6
현재가 (11/10, 원)	190,700
Consensus target price (원)	253,000
Difference from consensus (%)	(9.1)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	1,277	1,177	1,235	1,290
영업이익 (십억원)	142	112	113	124
순이익 (십억원)	100	77	85	92
EPS (원)	16,186	12,376	13,639	14,861
증감률 (%)	(7.3)	(23.5)	10.2	9.0
PER (X)	16.1	15.4	14.0	12.8
EV/EBITDA (X)	10.3	9.2	8.9	7.8
PBR (X)	2.7	1.8	1.6	1.5
ROE (%)	16.7	11.5	11.6	11.5
배당수익률 (%)	1.0	1.3	1.3	1.3

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.5	6.1	(23.1)	(18.5)
KOSPI대비 상대수익률	5.6	6.4	(18.8)	(20.5)



Trading Data

시가총액 (십억원)	1,184
유통주식수 (백만주)	3
Free Float (%)	53.8
52주 최고/최저 (원)	272,700 / 175,200
거래대금 (3M, 십억원)	8
외국인 소유지분율 (%)	21.8
주요주주 지분율 (%)	CJ외 5인 43.4

자료: Fnguide, KB투자증권

CJ오쇼핑 (035760)

업황 부진에도 차별화된 콘텐츠 전략에 주목

- ✓ TV홈쇼핑 경쟁 심화 및 모바일 취급고 성장률 둔화
- ✓ 중장기적으로 차별화된 콘텐츠 전략에 주목
- ✓ 영업가치를 보수적으로 감안해도 자산가치 매력 충분

▶ TV홈쇼핑 경쟁 심화, 모바일 성장률 둔화로 실적 부진

최근 CJ오쇼핑의 TV취급고 성장률이 부진한 이유는 1) 모바일 중심으로 미디어 환경이 변화하면서 시청률 감소, 2) T커머스 등 경쟁사들의 신규 진입, 3) 그리고 상품 차별화 요인이 부재하기 때문이다. SO수수료 인상률은 여전히 TV취급고 성장률 대비 높은 수준으로 예상되어 영업이익에 부정적 영향을 주고 있다. 고성장세를 이어오던 모바일 취급고 또한 E-retailer 업체들의 공격적인 마케팅 영향으로 지난해 대비 성장률이 둔화될 전망이다.

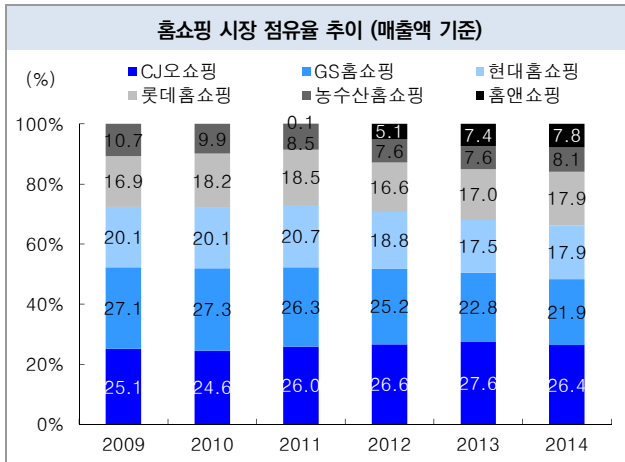
▶ 중장기적으로 CJ오쇼핑이 추구하는 차별화된 콘텐츠 전략에 주목

CJ오쇼핑은 자체적 PB제품을 통해 차별화된 상품 콘텐츠를 강화하고 있다. 향후 PB제품의 카테고리 확대 및 다변화로 높은 성장세를 이어가는 동시에 물류 투자 등으로 재고 관리를 강화할 계획이다. 중국 등 해외사업 부문의 전반적인 실적 향상도 기대한다. CJ IMC라는 자체적 소싱 컴퍼니를 통해 중국 내 머천다이징을 강화시켜 나가면서 해외 자회사의 수익성 및 현금 흐름 개선이 예상된다. 미디어커머스 (관계사 CJ E&M 등과의 시너지) 및 모바일 쇼핑의 성장세도 지속될 전망이다. 2015년 CJ오쇼핑의 모바일 취급고는 7,464억원을 기록하여 그 비중이 23.9%에 이를 것으로 예상된다.

▶ 영업가치를 보수적으로 감안해도 자산가치 매력 충분

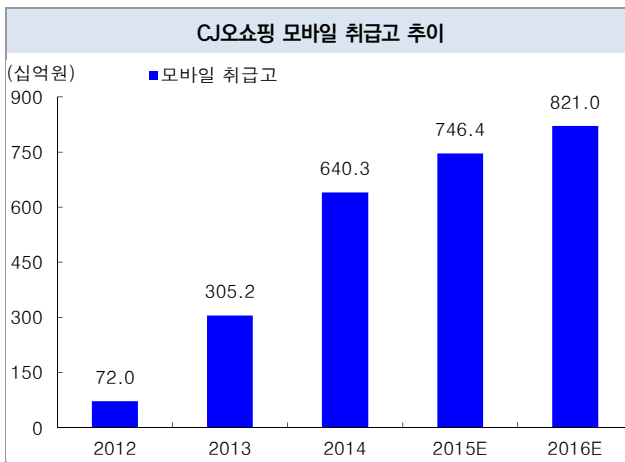
CJ오쇼핑에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 230,000원을 제시한다. 적정가치는 별도기준 2016년 예상 순이익 847억원에 PER 10X (유통업종 평균 PER 대비 20% 할인)를 적용한 영업가치 8,470억원에, 동방CJ 가치 2,076억원 (2016년 예상 순이익에 PER 20X 적용 후 30% 할인)과 CJ헬로비전의 가치 3,509억원 (SK텔레콤에 매각 이후 현금 활용 방안이 미정 감안하여 50% 할인)의 자산가치 합 5,585억원을 합산하여 산출했다.

I.Focus Charts



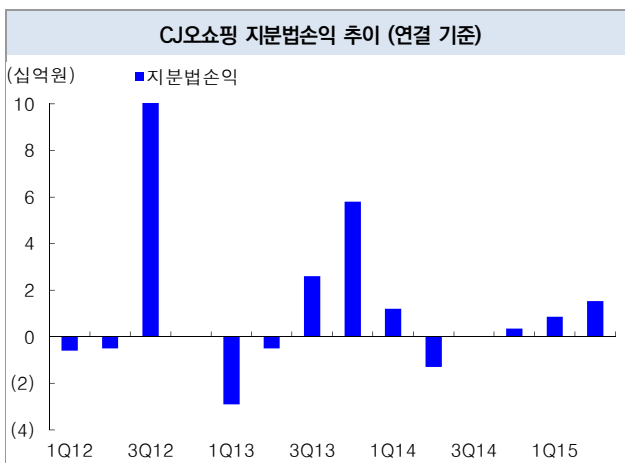
자료: 각 사, KB투자증권

- 모바일 중심으로 미디어 환경이 변화하면서 TV홈쇼핑은 성숙기에 진입, 여기에 제7홈쇼핑, T커머스 등 계속되는 신규 사업자 진입으로 경쟁 강도는 다소 심화되고 있음
- CJ오쇼핑은 차별화된 PB상품 전략 지속할 것으로 기대, 카테고리 다변화하고, 콘텐츠를 다각화하여 성장을 이끌어 갈 전망



자료: CJ오쇼핑, KB투자증권 추정

- CJ오쇼핑의 모바일 취급고는 고성장세를 지속하고 있으나, 성장률은 다소 둔화될 전망
- 쿠팡의 공격적인 확장 (로켓배송, 종합쇼핑몰 표방)이 위협적인 상황. 이에 따라 홈쇼핑 업체들은 가격할인을 지양하고 브랜드 상품으로 차별화하고 있음



자료: CJ오쇼핑, KB투자증권

- 투자 비용 집행으로 지분법이익이 높은 수준은 아니지만, 동방 CJ의 안정적인 성장세가 지속되고 있으며, 지속적인 해외 확장은 CJ오쇼핑의 핵심 성장 전략의 일환으로 추진될 전망
- CJ오쇼핑은 CJ IMC라는 자체적인 소싱 컴퍼니를 통해 중국 내 머천다이징을 강화시켜 나가면서 해외 자회사의 수익성 및 현금 흐름 개선이 예상됨

II. 실적 추정

표 7. CJ오쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2014	1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15E	2015E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E
취급고	3,176.2	772.6	785.0	716.9	847.6	3,122.1	801.5	810.2	739.8	889.7	3,241.2
증감률 (YoY %)	3.4	(1.3)	(0.3)	(5.7)	0.2	(1.7)	3.7	3.2	3.2	5.0	3.8
TV	1,829.3	447.0	431.4	400.2	486.6	1,765.2	460.9	440.5	408.2	511.4	1,821.0
Catalogue	75.4	14.6	16.0	13.5	10.5	54.6	13.1	14.4	12.2	9.4	49.1
Internet (EC)	1,210.4	292.7	320.0	282.2	334.1	1,229.0	307.3	336.0	296.3	350.8	1,290.5
Mobile	640.3	164.2	192.6	174.8	214.8	746.4	180.6	211.9	192.3	236.3	821.0
기타	61.0	18.3	17.6	21.0	16.4	73.3	20.1	19.4	23.1	18.0	80.6
증감률 (YoY %)											
TV	0.4	(0.6)	(4.8)	(10.0)	1.0	(3.5)	3.1	2.1	2.0	5.1	3.2
Catalogue	(36.6)	(27.1)	(21.7)	(31.5)	(31.0)	(27.6)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
Internet (EC)	12.9	(2.4)	8.1	0.6	0.0	1.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Mobile	109.8	13.0	20.6	19.0	14.0	16.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
기타	6.2	40.2	0.7	34.6	10.0	20.1	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출액대비 (%)											
TV	57.6	57.9	55.0	55.8	57.4	56.5	57.5	54.4	55.2	57.5	56.2
Catalogue	2.4	1.9	2.0	1.9	1.2	1.7	1.6	1.8	1.6	1.1	1.5
Internet (EC)	38.1	37.9	40.8	39.4	39.4	39.4	38.3	41.5	40.1	39.4	39.8
Mobile	20.2	21.3	24.5	24.4	25.3	23.9	22.5	26.1	26.0	26.6	25.3
기타	1.9	2.4	2.2	2.9	1.9	2.3	2.5	2.4	3.1	2.0	2.5
매출액	1,277.3	284.3	286.2	259.1	347.5	1,177.1	296.5	299.8	273.7	364.8	1,234.8
증감률 (YoY %)	1.3	(13.4)	(14.0)	(9.7)	5.6	(7.9)	4.3	4.8	5.6	5.0	4.9
매출액/취급고 (%)	40.2	36.8	36.5	36.1	41.0	37.7	37.0	37.0	37.0	41.0	38.1
매출총이익	973.0	240.5	246.4	226.9	268.7	982.5	250.1	254.4	234.5	282.0	1,021.0
증감률 (YoY %)	5.6	2.7	(0.8)	(0.7)	2.6	1.0	4.0	3.3	3.4	5.0	3.9
매출총이익률 (%)	30.6	31.1	31.4	31.7	31.7	31.5	31.2	31.4	31.7	31.7	31.5
판매비	830.9	204.4	227.1	205.8	233.4	870.7	212.6	236.2	214.0	245.1	907.9
증감률 (YoY %)	8.7	4.8	8.5	2.4	3.5	4.8	4.0	4.0	4.0	5.0	4.3
판매비율 (%)	26.2	26.5	28.9	28.7	27.5	27.9	26.5	29.2	28.9	27.5	28.0
영업이익	142.2	36.1	19.3	21.1	35.3	111.7	37.5	18.2	20.5	37.0	113.1
증감률 (YoY %)	(9.6)	(7.9)	(50.6)	(23.8)	(2.8)	(21.4)	3.9	(5.4)	(2.9)	4.8	1.3
영업이익률 (%)	4.5	4.7	2.5	2.9	4.2	3.6	4.7	2.2	2.8	4.2	3.5

자료: CJ오쇼핑, KB투자증권 추정

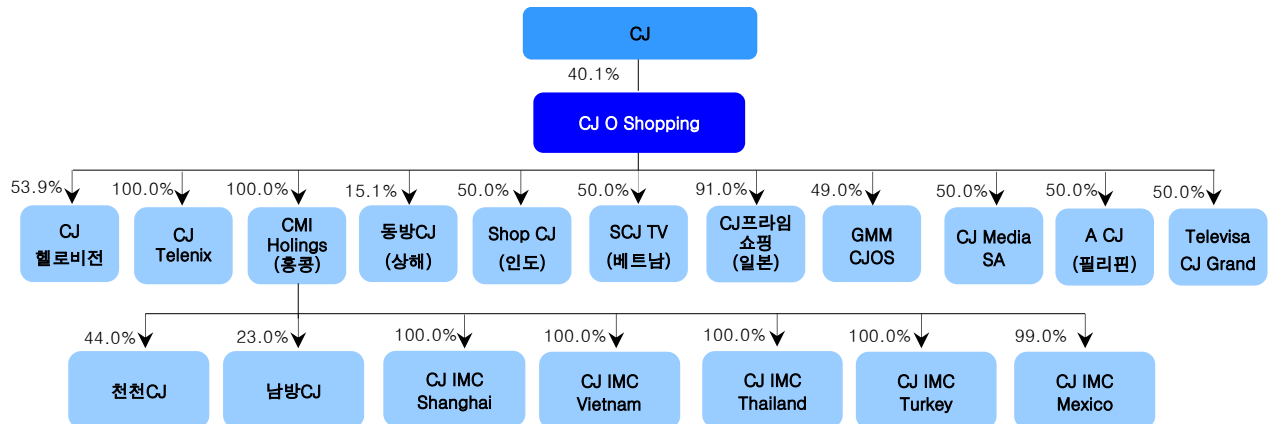
III. Valuation

표 8. CJ오쇼핑 Valuation Table

구분	단위	비고
2016년 기준 순이익 (십억원)	84.7	별도 기준
적용 PER (X)	10.0	유통업종 평균 PER 대비 20% 할인
영업가치 (십억원)	847.0	
동방 CJ (십억원)	207.6	20X 적용, 30% Discount
CJ헬로비전 (십억원)	100.9	지분율 23.92%, 50% Discount
현금 (CJ헬로비전 30% 매각, 십억원)	250.0	5,000억원, 50% Discount
자산가치 (십억원)	558.5	
적정가치(십억원)	1,405.5	
발행주식 수 (주)	6,204,000	
적정주가 (원)	226,546	
목표주가 (원)	230,000	

자료: CJ오쇼핑, KB투자증권 추정

그림 27. CJ오쇼핑 지분도



자료: CJ오쇼핑, KB투자증권

주: 1) 2015년 3분기 기준, 2) CJ헬로비전 보유지분에 대해 30%를 SK텔레콤에 매각하였으며, 처분 후 소유 지분 23.92%는 양사간 옵션 형태로 향후 SK텔레콤이 인수할 예정

손익계산서

(십억원)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,261	1,277	1,177	1,235	1,290
증감률 (YoY %)	17.0	1.3	(7.9)	4.9	4.5
매출원가	0	0	0	0	0
판매 및 일반관리비	1,103	1,135	1,065	1,122	1,167
기타	0	0	(0)	0	0
영업이익	157	142	112	113	124
증감률 (YoY %)	13.2	(9.6)	(21.4)	1.3	9.5
EBITDA	168	154	124	124	135
증감률 (YoY %)	10.2	(8.6)	(19.0)	(0.2)	8.6
이자수익	8	16	14	16	17
이자비용	8	7	5	5	5
지분법손익	(7)	(2)	0	0	0
기타	(8)	(10)	(16)	(8)	(9)
세전계속사업손익	142	139	105	116	126
증감률 (YoY %)	(12.6)	(1.9)	(24.7)	10.4	9.0
법인세비용	34	39	28	31	34
당기순이익	108	100	77	85	92
증감률 (YoY %)	(11.7)	(7.3)	(23.5)	10.2	9.0
순이익의 귀속					
지배주주	108	100	77	85	92
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	12.5	11.1	9.5	9.2	9.6
EBITDA마진	13.3	12.0	10.6	10.1	10.4
세전이익률	11.3	10.9	8.9	9.4	9.8
순이익률	8.6	7.9	6.5	6.9	7.1

현금흐름표

(십억원)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	130	139	76	94	102
당기순이익	108	100	77	85	92
자산상각비	11	11	13	11	11
기타비현금성손익	58	41	10	0	0
운전자본증감	(2)	27	(16)	(2)	(1)
매출채권감소 (증가)	(22)	7	(36)	(7)	(6)
재고자산감소 (증가)	(15)	11	7	(2)	(2)
매입채무증가 (감소)	27	(23)	9	5	4
기타	8	32	5	3	3
투자현금	(53)	(57)	(25)	(41)	(43)
단기투자자산감소 (증가)	(9)	(25)	20	(1)	(1)
장기투자증권감소 (증가)	1	0	(14)	(29)	(30)
설비투자	(8)	(12)	(8)	(11)	(12)
유무형자산감소 (증가)	(1)	(2)	0	(0)	(0)
재무현금	(15)	(62)	(25)	(16)	(16)
차입금증가 (감소)	(3)	(50)	(10)	0	0
자본증가 (감소)	(12)	(12)	(15)	(16)	(16)
배당금지급	12	12	15	16	16
현금 증감	62	20	26	38	44
총현금흐름 (Gross CF)	177	153	100	96	104
(-) 운전자본증가 (감소)	(8)	(23)	14	2	1
(-) 설비투자	8	12	8	11	12
(+) 자산매각	(1)	(2)	0	(0)	(0)
Free Cash Flow	176	163	77	83	90
(-) 기타투자	(1)	(0)	14	29	30
잉여현금	177	163	63	54	61

자료: Fnguide, KB투자증권

재무상태표

(십억원)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
자산총계	1,137	1,178	1,234	1,311	1,395
유동자산	332	359	390	438	492
현금성자산	155	197	203	241	286
매출채권	107	104	136	142	149
재고자산	63	51	45	48	50
기타	8	7	7	7	7
비유동자산	805	819	844	873	903
투자자산	672	678	707	735	765
유형자산	109	104	104	107	111
무형자산	24	37	34	30	28
부채총계	570	539	540	548	555
유동부채	454	372	434	441	448
매입채무	106	83	92	97	101
유동성이자부채	100	10	60	60	60
기타	248	279	282	284	287
비유동부채	116	167	107	107	107
비유동이자부채	110	160	100	100	100
기타	6	8	7	7	7
자본총계	567	639	694	763	840
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	(76)	75	75	75	75
이익잉여금	607	519	581	650	727
자본조정	5	14	7	7	7
지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	55	(27)	(43)	(82)	(127)
이자지급성부채	210	170	160	160	160

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Multiples (X, %, 원)					
PER	23.8	16.1	15.4	14.0	12.8
PBR	4.7	2.7	1.8	1.6	1.5
PSR	2.0	1.3	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	15.7	10.3	9.2	8.9	7.8
배당수익률	0.5	1.0	1.3	1.3	1.3
EPS	17,458	16,186	12,376	13,639	14,861
BPS	87,581	97,027	106,413	118,054	130,869
SPS	203,190	205,814	189,625	198,931	207,882
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
수익성지표 (%)					
ROA	10.1	8.7	6.4	6.7	6.8
ROE	20.9	16.7	11.5	11.6	11.5
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성지표 (% X)					
부채비율	100.5	84.4	77.8	71.8	66.1
순차입비율	9.7	n/c	n/c	n/c	n/c
유동비율	73.2	96.5	90.1	99.4	109.8
이자보상배율	1,348.2	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	13.0	12.1	9.8	8.9	8.9
재고자산회전율	21.0	22.5	24.5	26.6	26.5
자산/자본구조 (%)					
투하자본	(5.8)	(8.0)	(6.3)	(5.6)	(5.0)
차입금	27.0	21.0	18.7	17.3	16.0

주: EPS는 완전회계 EPS

Appendices - Peers Comparison

표 1. Domestic Peers Comparison

	CJ오쇼핑	GS홈쇼핑	현대홈쇼핑	엔에스쇼핑	롯데쇼핑	이마트	GS리테일	평균
투자 의견	BUY				HOLD	BUY	BUY	
목표주가 (원)	230,000				250,000	250,000	70,000	
현재주가 (원, 11/10)	190,700	161,600	117,500	188,000	219,500	210,000	55,900	
Upside (%)	20.6				13.9	19.0	25.2	
시가총액 (십억원)	1,184	1,061	1,410	633	6,912	5,854	4,304	
절대수익률 (%)								
1M	4.5	(14.3)	(4.4)	(11.6)	(18.4)	(7.1)	1.6	(7.1)
3M	6.1	(18.8)	(5.5)	(9.3)	7.3	(11.0)	(15.4)	(6.7)
6M	(23.1)	(30.9)	(8.8)	(16.8)	(15.6)	(9.5)	48.1	(8.1)
1Y	(18.5)	(14.8)	(3.5)	n/a	(22.8)	2.9	140.4	14.0
YTD	(26.7)	(27.1)	(13.4)	n/a	(19.6)	3.4	117.9	5.8
초과수익률 (%)								
1M	5.6	(14.6)	(4.7)	(11.9)	(17.3)	(5.9)	2.8	(6.6)
3M	6.4	(19.6)	(6.3)	(10.1)	7.7	(10.7)	(15.1)	(6.8)
6M	(18.8)	(28.1)	(6.0)	(14.1)	(11.3)	(5.2)	52.3	(4.5)
1Y	(20.5)	(20.7)	(9.4)	n/a	(24.8)	1.0	138.5	10.7
YTD	(30.9)	(32.9)	(19.3)	n/a	(23.8)	(0.8)	113.7	1.0
PER (X)								
2014	16.1	12.1	11.2	n/a	16.3	19.5	17.7	15.5
2015E	15.4	11.1	11.3	8.6	23.0	10.2	24.6	14.9
2016E	14.0	10.1	10.1	7.7	13.6	15.4	20.9	13.1
PBR (X)								
2014	2.7	1.6	1.3	n/a	0.5	0.9	1.3	1.4
2015E	1.8	1.1	1.1	1.9	0.4	0.9	2.6	1.4
2016E	1.6	1.0	1.0	1.5	0.4	0.8	2.4	1.3
ROE (%)								
2014	16.7	13.8	12.2	n/a	3.7	4.3	6.8	9.6
2015E	11.5	10.8	9.6	24.4	2.3	8.3	10.0	11.0
2016E	11.6	11.2	10.2	22.1	3.5	5.3	11.0	10.7
매출액성장률 (%)								
2014	1.3	3.5	8.5	n/a	(0.4)	0.9	5.4	3.2
2015E	(7.9)	3.0	4.0	4.6	5.1	4.2	23.7	5.2
2016E	4.9	6.0	7.8	5.9	4.1	5.2	8.9	6.1
영업이익성장률 (%)								
2014	(9.6)	(10.7)	0.3	n/a	(20.0)	(20.7)	(7.6)	(11.4)
2015E	(21.4)	(23.7)	(16.8)	2.3	(24.0)	(5.3)	60.0	(4.1)
2016E	1.3	6.9	12.4	9.9	4.1	9.3	12.7	8.1
순이익성장률 (%)								
2014	(7.3)	(6.3)	(24.4)	n/a	(30.1)	(38.7)	(6.5)	(18.9)
2015E	(23.5)	(13.0)	(16.1)	4.2	(38.1)	98.0	57.5	9.8
2016E	10.2	12.3	12.9	11.7	55.4	(33.8)	18.2	12.4
영업이익률 (%)								
2014	11.1	12.6	16.7	23.3	4.2	4.4	2.9	10.8
2015E	9.5	9.4	13.4	22.8	3.1	4.0	3.7	9.4
2016E	9.2	9.4	13.9	23.7	3.1	4.2	3.9	9.6
순이익률 (%)								
2014	7.9	10.5	17.0	18.1	2.2	2.2	2.2	8.6
2015E	6.5	8.9	13.7	18.0	1.3	4.2	2.9	7.9
2016E	6.9	9.4	14.4	19.0	1.9	2.7	3.1	8.2

자료: FnGuide, KB투자증권

주: CJ오쇼핑, 롯데쇼핑, 이마트, GS리테일은 KB투자증권 추정치 기준, 그 외 종목은 Bloomberg 컨센서스 기준

온라인유통 (OVERWEIGHT)

KB 리서치 커버리지 스타일 분류

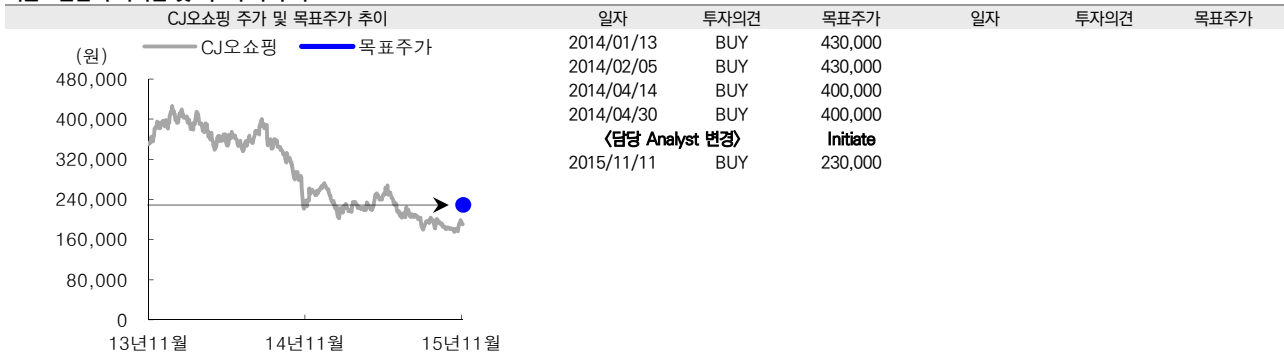
- KB투자증권 커버리지 종목에 대하여 애널리스트 의견 및 계량 분석을 통해 해당 종목의 투자기간, 스타일, 투자성향을 분류하여 제시함

구분		CJ오쇼핑 (035760)	기준
투자기간	단기		6개월 이내 의미 있는 주가 변동이 예상되는 종목
	장기	✓	12개월 이내 의미 있는 주가 변동이 예상되는 종목
스타일	성장		해당 기업의 매출액, 당기순이익의 3년 평균 성장률, 지속가능성장률을 중심으로 점수를 산정 후 평균 점수 이상인 종목
	가치	✓	해당 기업의 주당순자산비율 (PBR), 주가수익비율 (PER), 배당수익률을 중심으로 상대적으로 저평가된 종목
	배당		배당의 연속성 (3년 연속 배당), 배당성향, 배당 증가 여부, 이익의 안정 및 성장 등을 종합적으로 분석하여 배당주로서 매력 존재하는 종목
투자성향	고위험		주가 변동성 (수익률의 표준편차)이 상위 1/3에 포함시 고위험, 중위 1/3에 포함시 중위험, 하위 1/3에 포함시 저위험으로 분류함
	중위험		
	저위험	✓	

주1: 위의 커버리지 스타일은 KB투자증권의 자체 기준으로 분류한 것으로 해당 종목에 대한 절대적인 기준이 아닌 참고용 자료임

주2: 스타일은 각 Factor에 대해 상대비교에 의하여 선정되는 것으로, 일정 기준에 부합되지 않을 경우 제시되지 않을 수 있음

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 추이



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

투자의견 비율 (기준일: 2015/09/30)

투자등급	비율
BUY	84.5%
HOLD	15.5%
SELL	0%

[Compliance Notice]

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 동 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.