

2010년 4월 3일

CJ오쇼핑 (039944)

BUY

v Cash Cow 중국!

- 성장하고 있는 중국 홈쇼핑 시장은 포화상태에 이른 국내 홈쇼핑의 탈출구
- 중국에 진출한 한국 홈쇼핑 중 유일하게 흑자를 내며 고성장하고 있는 동방CJ는 동사의 새로운 성장동력

v 자회사 및 온미디어 인수 효과

- 동사는 CJ 그룹의 미디어/엔터테인먼트 분야진출의 교두보
- 동사는 현재 케이블 SO업계 2위인 CJ헬로비전 및 드림씨티방송 보유
- 홈쇼핑으로 케이블 PP업체인 동사는 이를 통해 유리한 지위 확보 가능
- 동사는 온미디어 인수 계획, 이를 통한 시너지 효과 역시 기대 가능

적정주가:

78,502원

현재주가:

67,700원 (4/2 기준)

상승여력: 16%

시가총액 7,456억원

ROE 14.20%

ROA 6.94%

영업이익률 15.89%

배당수익률 0%

P/E Ratio 9.2

P/B Ratio 1.39

주요주주:

CJ(주) (40.29%)

미래에셋자산운용투자자문
(주) (6.26%)

외국인지분율: 23.82%



SMIC 리서치 1팀

팀장 장해수

팀원 박다희

김수정

권기홍

김종빈

유호상

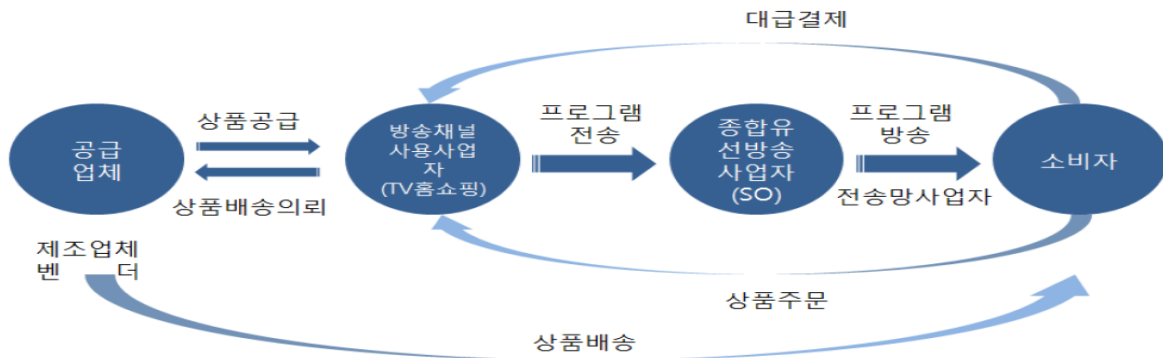
1. 홈쇼핑 산업

주로 5개의
방송채널사용사업자가
경쟁하고 있는
TV홈쇼핑 시장

1.1. 산업 개요

홈쇼핑의 프로세스는 방송채널사용 사업자로서 종합유선방송 사업자인 SO에 송출수수료를 지불하고 전송망사업자를 통해 방송을 내보내어 소비자가 상품을 구입하는 형태이다. 사업자의 유형은 방송통신위원회로부터 사업 승인을 받은 GS홈쇼핑, CJ홈쇼핑, 롯데홈쇼핑, 현대홈쇼핑, 농수산홈쇼핑 5개사와 승인을 받지 않은 인포머셜(Informercial :Information과 Commercial의 합성어이며, 케이블TV의 각 채널의 광고 시간대를 이용하여 8분 정도 시간 동안 판매를 하는 홈쇼핑 기업)홈쇼핑 사업자로써 방송위원회의 사전광고 심의를 받고 SO로부터 방송 시간을 구입하는 형태로 나누어진다.

그림 1. 홈쇼핑 산업의 벨류체인



출처: 한국유통학회

수익구조 :
TV, 인터넷, 카탈로그

홈쇼핑 사업자의 수익구조는 크게 TV 부문, 인터넷부문, 카탈로그 부문으로 나누어진다. TV 부문의 경우 홈쇼핑 사업자는 PP(Program Provider)로서 프로그램을 통한 매출의 일정 수수료 또는 시간당 정액 요금으로 수익을 얻는다. 인터넷의 경우 GSshop 이나 Cmall 등의 종합몰 형태로 수익을 얻으며 매출에서 차지하는 비중 또한 무시할 수 없다. 카탈로그는 현재 그 금액과 비중이 꾸준히 축소되고 있다. 현재는 선발업체인 GS 와 CJ 가 업계 1,2위를 다투고 있고 후발주자인 현대, 롯데, 농수산 홈쇼핑도 매출 규모에서 크게 밀리지 않는다.

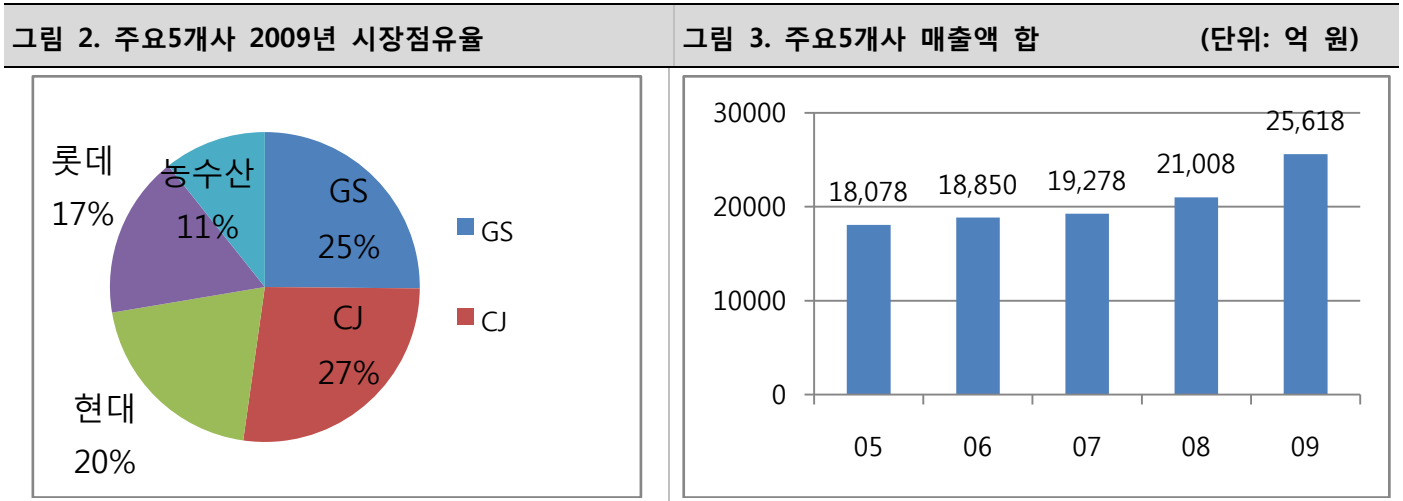
홈쇼핑의 백화점
대비 성공요인:
가격경쟁력+@

홈쇼핑 산업의 백화점 대비 성공요인으로는 같은 품질이지만 저렴한 가격, 무점포로 인한 판매 및 관리비의 절감, 고객중심 서비스 등이 있다. 홈쇼핑의 특성상 반품률이 높아 상품마다 다르지만 통상 30~50%에 이르는데도 불구하고 일련의 신속한 처리와 고객중심 경영으로 신뢰도를 유지하고 있다.

GS 홈쇼핑의 경우 몇 개의 상품군을 나누어 MD(상품개발담당자)가 시장조사, 유통경로, 업체개발을 통해 신상품 발굴을 전담하고 QA(Quality Assurance) 전문요원을 두어

철저한 품질관리를 한다. 당사는 계열사인 CJ GL 를 통해 배송하여 브랜드 통일로 고객으로 하여금 기업의 신뢰도를 향상시켰다.

또한 CRM(Customer Relation Management)을 통한 철저한 고객관리로 화장품이나 의류를 구입한 고객의 교체 주기나 신상품 출시에 맞춰 꾸준히 메일링 또는 카달로그 발송 등을 하여 기존의 형식적인 기념일 카드나 문자발송을 넘어선 고객서비스를 제공하고 있다.



출처: 사업보고서, Research Team 1

출처: 사업보고서, Research Team 1

1.2. TV홈쇼핑의 Key Success Factor

홈쇼핑의 KSF:

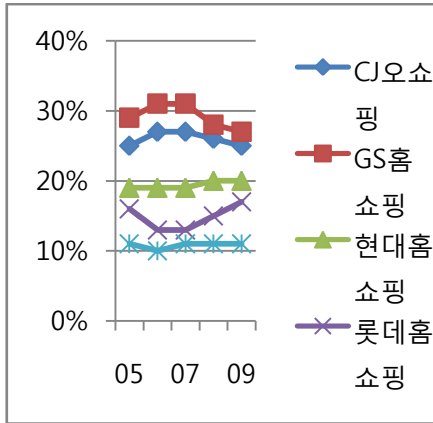
가시청 가구수 증대
채널 노출 극대화

TV 홈쇼핑의 Key Success Factor는 가시청 가구수 증대와 채널 노출을 극대화에 있다. 이를 위해 가장 중요한 것은 낮은 번호대의 로우(Low)채널(공중파 방송들의 채널 사이에 있는 주로 6, 8, 10번 채널)을 확보하는 것이다. 실제로 서울 강서지역에서 (구)우리 홈쇼핑의 채널이 8, 15번에서 18번으로 변경되자 판매매출액이 종전보다 60% 이상 감소하기도 했다.

낮은 번호대의 채널의
독점판매하는 SO

하지만 이러한 로우채널은 제한되어 있고 현재 승인을 받아 영업중인 TV 홈쇼핑사는 5개이므로 SO는 사실상 해당 채널에 대한 독점공급자이기 때문에 송출수수료가 크게 인상되는 추세에 있다. 2008년 기준 SO송출수수료는 전년 대비 12% 증가한 3,575억원이 있으며, 채널확보에 대한 경쟁이 앞으로도 이어질 것이기에 앞으로도 꾸준히 인상될 것으로 보인다. 따라서 TV홈쇼핑 업체들은 안정적인 채널 확보를 위해 SO업체를 인수하거나 지분을 취득해 왔다.

그림 4. 최근 5년간 홈쇼핑 5개업체 매출액 기준 시장점유율



출처: 사업보고서

표 1. 2009년도 TV홈쇼핑 업체별 SO보유현황

업체명	SO보유 현황
CJ오쇼핑	헬로비전 등 14개 SO 보유, (주)강원방송 등 11개 SO 주식 보유
GS홈쇼핑	(주)GS강남방송 등 2개 SO 보유, (주)GS울산방송 등 12개 SO 주식 보유
현대홈쇼핑	(주)에이치씨엔 등 11개 SO 주식 보유
롯데홈쇼핑	(주)한국케이블TV영동방송 등 3개 SO 주식 보유
농수산홈쇼핑	(주)티브로기남방송 등 3개 SO 주식 보유

출처: 사업보고서, 한국유통학회

높은 판매수수료율

홈쇼핑 시장은 판매수수료가 보통 20~45%에 달한다. 취급액과 매출액 차이를 살펴보면 평균 35%이상의 수수료가 판매업체에 부과되는데 연예인을 대동한 행사나 반품등과 같은 이유로 발생하는 제 비용을 판매업체에 전가하여 수익성이 악화되어 한계기업의 퇴출이 이어지고 있다.

보험상품과 같이 취급액을 산정하기 어려운 경우에는 시간정액제로 시간당 2500만원에서 최고 8000만원까지 가격이 형성되어 있고 이 외에도 자체 기준에 의해 10~15%의 추가적인 수수료까지 물게 되어 실질적으로 매출의 47~52%를 수수료로 내게 된다. 홈쇼핑 업체 입장에서는 업체의 매출과 상관없이 안정적인 수익을 낼 수 있는 위와 같은 방식을 선호하게 되고 일반 중소 제조업체들은 광고판매가 실패할 경우 수천 만원의 피해를 입게 되어 채산성에 어려움을 겪고 있다. 현재 홈쇼핑의 광고비중의 약 20% 이상이 보험상품이다.

어느새 성숙기에 접어든 홈쇼핑시장

이미 포화된 케이블 TV 시장과 IPTV 상용화에 따른 채널수 증가와 이에 따른 케이블 가시청수 감소도 홈쇼핑 시장의 매출에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 2009년 매출증가 또한 신종플루로 인한 반사이익 성격이 짙고 산업 특성상 경기회복기에 수혜를 보는 업종이기 때문에 매출 증가가 연속성을 가지기 힘들다는 의견도 있다.

2. 홈쇼핑 그 이상의 쇼핑, CJ오쇼핑

2.1. 기업 개요

홈쇼핑 시장에서 근소한 차이로 시장점유율 2위를 차지하는 동사

동사는 1994년 종합유선방송사업과 홈쇼핑 프로그램의 제작·공급 및 도·소매업을 목적으로 설립되었다. 1995년 국내 최초로 TV쇼핑 방송을 시작하였으며 1997년 카탈로그, 2001년 CJmall로 사업을 다각화하였다. 최근에는 해외에도 활발하게 진출하고 있는데 2004년 중국 상하이에 동방CJ를 개국한 것을 시작으로 2008년 천천CJ(중국 천진지역),

2009년 스타CJ(인도) 등을 개국하여 해외시장을 선점하기 위해 노력하고 있다. 동사는 2009년 총매출액(취급고) 기준으로 1조 7,312억원, 매출액 기준으로는 6,442억원을 기록하였으며 현재 총매출액 기준 시장점유율은 24.8%로서 시장 선두업체인 GS홈쇼핑에 약 2% 가량 뒤쳐진 2위 업체이다.

동사는 지난 2009년 5월 사명을 CJ홈쇼핑에서 CJ오쇼핑으로 바꾸었다. 사명을 바꾼 이유는 홈쇼핑이라는 단어에 충동구매나 과장광고 등의 부정적 이미지가 많고, 집에서 쇼핑한다라는 제한적인 의미를 버리기 위해서다. 오쇼핑은 어디서나(Omnipresent), 유일함(Only One), 최적화(Optimum) 등의 다양한 의미를 부여할 수 있는 사명이다.

2.2. 동사의 Business Model

**매출의 대부분은
판매수수료로부터!**

TV홈쇼핑은 동사의 매출에서 약 90%를 차지하는 주요 사업이다. TV 홈쇼핑 업체는 공급업체에게 판매수수료를 받게 되는데 이것이 홈쇼핑 업체 매출의 대부분(동사 09년 기준 87.5%)을 차지하는 '대행 매출'이다. 나머지 매출은 직접 제품을 팔아서 올리는 상품 매출, 광고수익 및 임대료 수익 등의 기타 매출로 이뤄진다.

그림 5. CJ오쇼핑의 매출경로 (최근 3년간, 단위: 억 원)

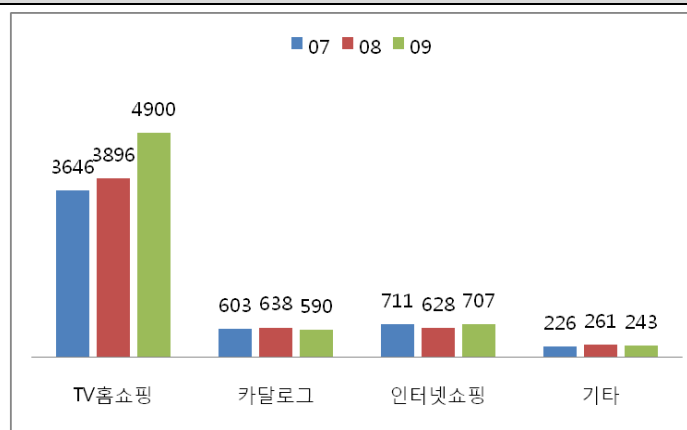
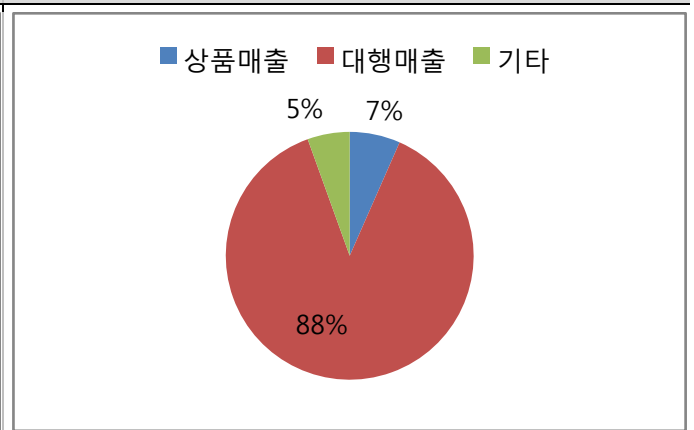


그림 6. CJ오쇼핑 매출구성 (2009년 기준)



출처: 사업보고서, Research Team 1

출처: GS홈쇼핑, Research Team 1

2.3. 인터넷쇼핑과 카달로그

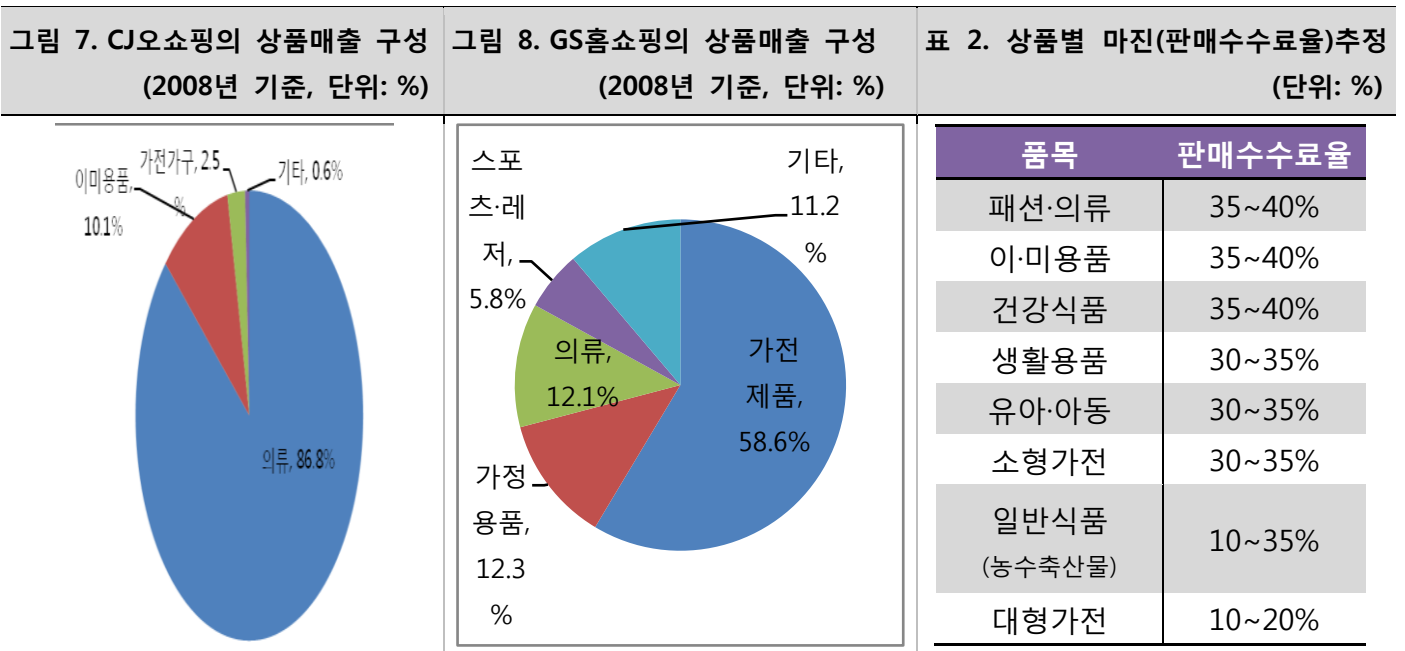
TV홈쇼핑을 제외한 동사의 매출은 어느 홈쇼핑과 마찬가지로 인터넷쇼핑, 카달로그 쇼핑, 그리고 기타 매출로 나누어볼 수 있다. 인터넷쇼핑은 인터넷 상에서 공급자가 공급한 물건을 전시하여 소비자와 공급자를 연결해주고 그 판매금액의 일부를 수수료로 받아 매출을 올린다. 동사의 경우 TV홈쇼핑과 인터넷쇼핑이 연동되어 있는데, 지난 방송 30일분과 미리보기 21일분에 대해 인터넷으로 주문할 수 있다. 카달로그 쇼핑은 판매하고 있는 제품들을 카달로그에 정리하여 소비자들에게 정기적으로 발송하는 방식으로 역시 판매금액의 일부를 수수료로 받아 매출을 올린다. 동사에서는 매달 150만 부 이상의 카달로그를 발행하고 있으며 CJmall과 연동하여 인터넷으로 볼 수 있는 e-catalog 서비스를 시작하였다. 기타 매출은 광고비 수익, 임대료 수익 등으로 이뤄져있다.

2.4. 동사의 경쟁력

1) 상품믹스

고마진 위주의
상품믹스

동사의 상품믹스(판매취급 품목)는 타사와는 차별화된다. 2008년 기준 동사의 전체 매출에서 의류 판매가 차지하는 비중은 74%정도이며, 이미(이발, 미용)용품 또한 10.2%를 차지하고 있다. 의류와 이미용품은 원가가 높지 않다는 제품의 특성상 마진(판매수수료율)이 비교적 높다(자료에 따르면 평균 35~40% 수준)는 점을 감안할 때 이러한 매출구성은 동사의 영업이익에 유리하게 작용할 것으로 보인다. 참고로 경쟁업체인 GS홈쇼핑의 매출은 2008년 기준 가전제품이 58.6%를 차지하여 대조적인 모습을 보인다.



출처: 헤럴드경제, Research Team 1

출처: 헤럴드경제, Research Team 1

출처: 한국유통학회, Research Team 1

2) 동사의 '케이블 네트워크' 구축

공격적인 인수합병으로
케이블 TV업계의
절대강자

동사는 포화되기 시작하는 시장에서 안정된 성장기반을 유지하기 위하여 몇 년전부터 지속적으로 SO업체를 인수해왔다. 동사는 특히 지난 2006년 4월에는 드림씨티(인수가액 3,581억)를 인수하였고, 2009년 12월 온미디어(인수가액 4,345억)와 인수계약을 체결하였으며 현재 방송통신위원회의 승인을 기다리고 있다. 더욱 강력한 케이블 네트워크를 구축하게 된 동사는 도합 18개 SO를 통해 320만 가입자를 확보하게 된다.

3) 가시청가구 수 추가확보

온미디어 인수 확정시
320만 명이 동사의
잠재적 고객

동사가 이러한 투자자산 확대를 통해 의도하는 것은 여러가지로 나누어 생각할 수 있다. 무엇보다도 가시청가구 수가 매출에 직결되는 홈쇼핑 시장의 특성상 SO업체의 지분을 확보하는 것은 안정적인 송출을 보장하고 채널편성에서도 유리한 위치를 확보하기 위함이다. 2007년 12월 발표된 'TV홈쇼핑 시장분석 및 정책방안 연구'라는 보고서에 따르면 TV홈쇼핑을 시청하는 가장 큰 이유는 '채널을 돌리다 보면 홈쇼핑 프로가 나오

기 때문'이라는 응답이 45.1%를 차지했다. 가시청가구 수가 많다는 것은 그 자체만으로도 더 많은 잠재적 소비자들이 동사의 방송을 보게될 수 있다는 것을 의미한다.

2.5. T-commerce 시장 인프라 확보

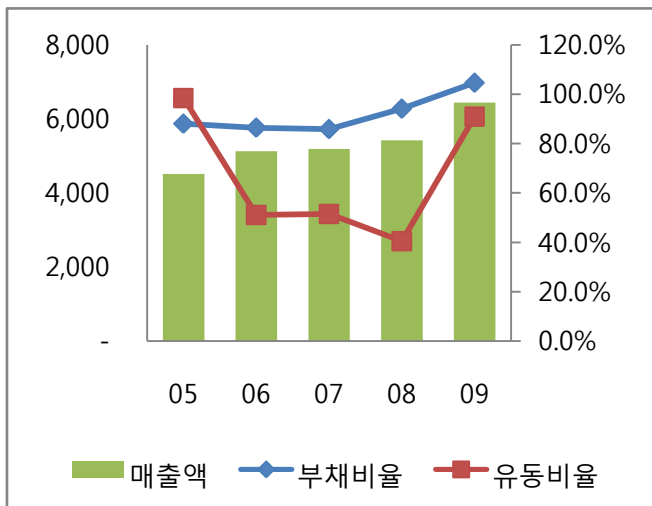
미래 잠재적 시장 선점을 위한 교두보

장기적인 관점에서는 T-commerce 등 미래 온라인 쇼핑산업에 있어 유리한 인프라를 확보하는 것이라고 할 수 있다. T-commerce란 TV시청 중에도 전자상거래가 가능한 대표적인 디지털 양방향 서비스로, 아직은 홈쇼핑 시장에서 차지하는 비중이 1% 정도에 불과하지만 오는 2012년 아날로그 방송의 종료시점이 다가올수록 시장 규모가 더욱 커질 것으로 예상된다. 현재로서는 앞으로의 시장 전망이 불투명하지만 기술력 개선을 통해 더욱 간편하고 신뢰할 수 있는 결제시스템을 갖춘다면 상당한 잠재수요층을 끌어올 수 있을 것으로 보인다.

2.6. 재무분석

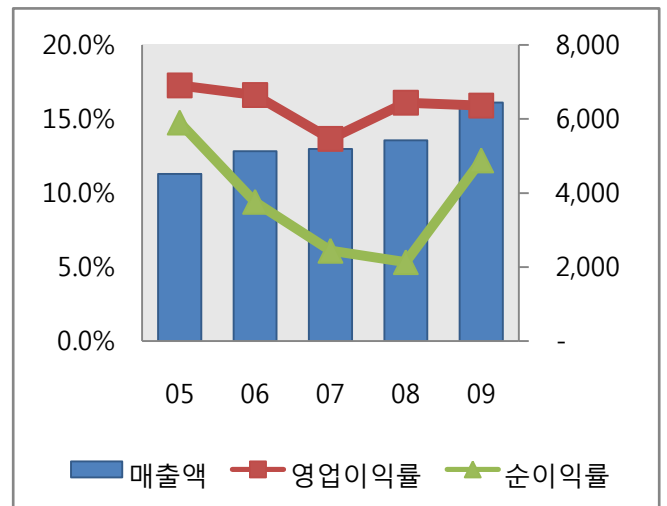
안정성: 동사는 지난 2006년 드림씨티방송 인수대금 지불을 위해 단기차입금 1,500억 원을 끌어오는 등 적극적인 투자를 이어오면서 부채비율은 점차 증가하여 2009년 기준 104.6%에 이르렀으며 유동비율은 지난 2006년부터 2008년까지는 40~50% 수준이었지만 2009년 영업실적개선 및 온미디어 인수대금 마련을 위해 현금을 마련해두면서 90% 수준까지 개선되었다. 동사는 올해 4월 1일 삼성증권을 대표로 하는 채권단에게 600억 원 규모의 무보증사채를 이자율 4.63%에 발행하며 차입금을 늘리게 되었으며 만약 인수가 최종 승인되어 인수 대금이 지급된다면 안정성 비율은 크게 악화될 것이다. 2009년 기준 동사의 이자비용은 200억원 이었으며 올해에는 이자부담이 더욱 증가할 것이다.

그림 9. 부채비율과 유동비율 변화 (단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 1

그림 10. 매출액과 수익성관련 지표 (단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 1

수익성: 성숙기로 접어든 산업임에도 최근 5년간 영업이익률은 매년 13% 이상의 비교적 빠른 성장을 보였다. 특히 2009년에는 신종플루로 인해 홈쇼핑에 대한 수요가 크게 늘어나면서 18.8%의 매출액을 기록했다. 지난 해 기업명과 CI 변경에 따른 마케팅 비용 부담에 대한 우려가 컸으나 마케팅 비용은 전년대비 9% 상승하는 데 그쳤으며, 작년의 보험상품 판매특수 등으로 높은 수익성을 기록했다.

성장성: 동사는 경쟁업체 대비 가장 빠른 속도로 자산규모를 늘려왔다. 지난 2000년 1,675억 원이었던 동사의 자산은 2009년 1조 1,320억 원으로 무려 6.75배나 성장하였다. 같은 기간 동안 현재 업계 1위 GS홈쇼핑의 자산이 2,191억 원에서 6,378억 원으로 성장하는 데 그친 것에 비교할 때 이는 매우 빠른 속도로 규모를 확장해온 것이라고 할 수 있다. 최근 5년간 동사의 현금흐름을 주목하면, 영업활동에서 창출된 현금흐름 외에도

3. 만년 Cash Cow, 중국시장

비교적 높은 수준의 부채비율을 유지하면서 꾸준히 투자자산을 늘려왔다.

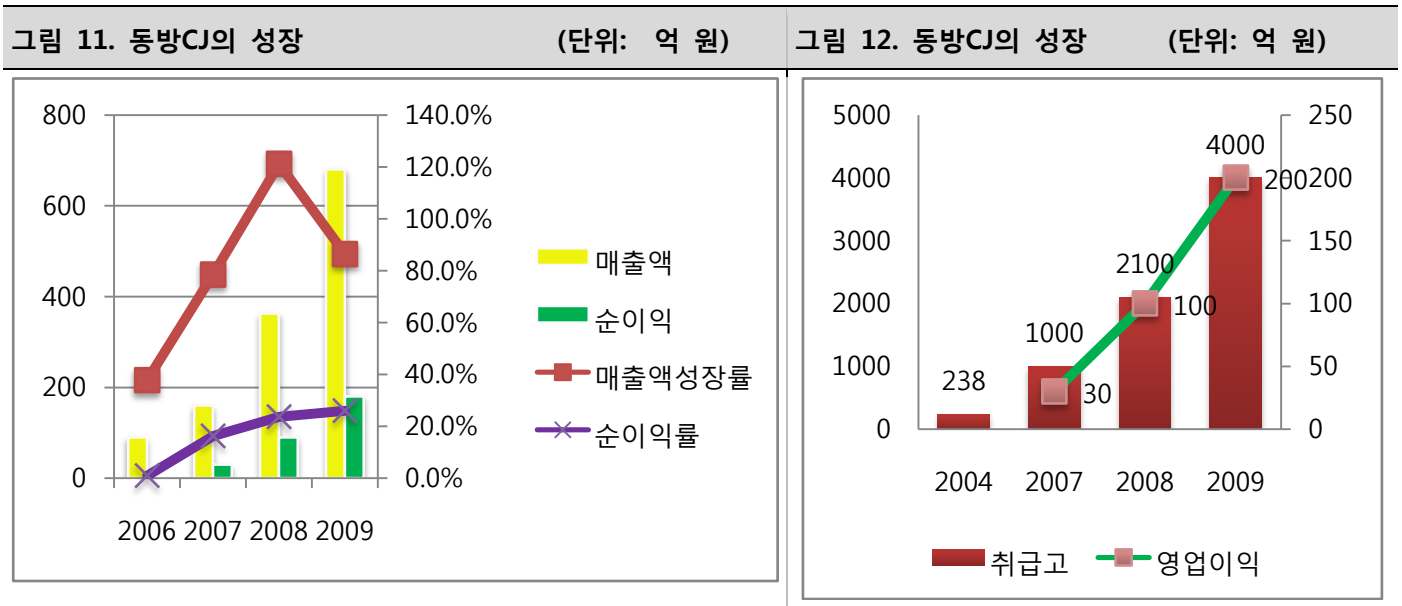
3.1 동방CJ

**중국 법인 동방CJ는
연평균 76%씩 고성장**

동사는 2004년 4월 상하이(상해)에 중국의 대표적인 민영 방송사 'SMG'(Shanghai media Group)와 합작 투자하여 동방CJ를 설립하였다. (자본금 240억 원, 5:5의 비율) 2009년 3분기 증자를 거쳐 현재는 30%의 지분을 SMG(45%), 칭화동방(25%)과 함께 보유하고 있다. 동방CJ의 폭발적인 성장을 견인하고 있는 상하이를 중심으로 한 화동 지역은 그 GDP가 중국 전체GDP의 21%에 달하며, 소비재 판매액 역시 중국 전체 판매액의 15.3%로 그 경제력이 엄청나다. 2004년 4월 13.5만 가구에서 2009년까지 상해, 강소성(난징)에서 각각 250만 가구(상해 인구의 42%)를 확보했으며, 진출지역을 인근의 산동성, 절강성(항주)까지 확대하였다. 동방CJ의 중국 홈쇼핑시장 M/S는 15%로 매출액규모 2위에 해당하지만, 1위인 아콘인터내셔널의 수익 상태가 BEP에도 미치지 못함에 비해 최근 5년간 매출액 연평균 76%씩 성장해 2009년 680억 원, 순이익률 26% 등 연간 고성장세를 보이고 있다.

**주요고객은 상위 30%
로 가격보다 품질에
민감**

동방CJ의 주요 고객은 25~40세 사이의 직장인이다. 남녀 비율은 4:6이나 주부의 비율은 10% 수준으로 한국에 비해 훨씬 낮다. 구전효과에 민감한 고학력의 화이트 칼라가 대부분이며 브랜드 및 품질을 가격보다 중시하는 경향이 있다. 동방 CJ의 매출은 약 18%가 한국상품이며 품목 별로는 디지털/전자가 30%로 높은 비중을 차지한다. SONY·SAMSUNG 등의 제품을 취급해 확실한 품질보장 이미지를 확보하였으며, 소득수준 상위 30%이상의 가구를 주 타겟으로 백화점 수준의 상품과 서비스제공에 주력하고 있다.



출처: 사업보고서, , Research Team 1

출처: 사업보고서, , Research Team 1

**방송시간 확대에 따라
취급고의 성장을 기대**

2004년 동방CJ의 취급고는 238억 원이었으나 연평균 75%의 고성장을 통해 2009년에는 4000억 원을 기록하였다. 그림1에서 볼 수 있듯이 영업이익은 취급고의 성장을 따르고 있다. 또한 2009년까지 상해/강소성은 각각 15시간/12.5시간씩 방송을 하였는데, 2010년 2월부터 지역별로 24시간 홈쇼핑 전용채널이 1개씩 허용되면서 상해와 강소성에서 모두 24시간 채널을 확보하는데 성공하였다. 과거 방송시간이 8시간에서 15시간으로 확대되었을 때 취급고가 70%증가한 전례가 있고, 중국 정부 정책에 의해 경쟁 인포메이션기업의 퇴출을 기대할 수 있으므로 2010년 취급고는 전년 대비60%이상의 성장이 예상된다. 또한 8시간씩 방송을 송출하던 산동성/절강성은 2010년 2월 법규 개정으로 인해 현재는 방송을 일시 중단하고, 24시간 전용채널 신청 후 허가 대기 중이다. 취급고가 5천억 원에 이르게 되면 상하이에 포진한 800개 백화점 중 TOP3에 해당하는 수준이다.

표 3. 중국 법인별 방송시간 변화

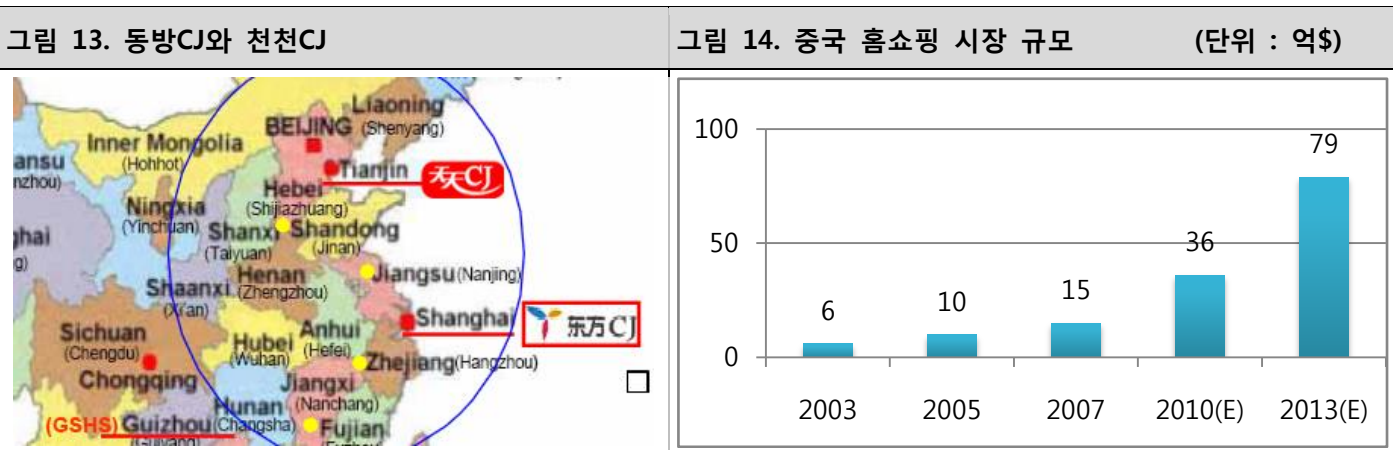
	취급고 비중	진출지역	방송시간		
			08	09	10
동방CJ	95%	상해	8.0	15.0	24.0
		강소성(난징)	3.0	12.5	24.0
	5%	산동성	3.0	8.0	일시중단(조정중)
		절강성(항주)	5.0	8.0	일시중단(조정중)
천천CJ	100%	천진	10.0	10.0	5.0(조정중)

출처: CJ오쇼핑, 하나대투증권

3.2 중국시장 왜 성장했을까?

세계 최대의 케이블 시장 등 홈쇼핑 인프라 산업의 성장

2009년 중국 홈쇼핑 시장은 22억 달러 규모(2조 9700억 원)로 중국 전체 소매 시장에서 차지하는 비중은 0.21%이다. 미국의 8%, 한국의 5%에 비해 미미하지만, 빠른 성장에 대한 높은 잠재력을 갖고 있는 것으로 판단된다. TV홈쇼핑을 위한 직접적인 인프라인 케이블TV 관점에서, 2010년 중국 케이블TV가입 세대 수는 1억 7천만 가구로 이미 세계 최대의 케이블 TV시장이다. 또한 CTR보고서에 의하면 홈쇼핑산업 발전을 위한 결제 배송 및 케이블 인프라(케이블TV시장 및 신용카드·초고속인터넷·물류)산업은 빠르게 형성되고 있으며, Euromonitor의 전망에 따라 중국 경제발전 속도가 더욱 가속화되면서 홈쇼핑시장의 규모는 2013년 79억 달러(약 10조 3천억 원)까지 급속히 확대될 것이다.



출처: IR

출처: Euromonitor

홈쇼핑 관련법규의 정비로 홈쇼핑 산업은 한 단계 성장

홈쇼핑이 성장함에도 불구하고 계속해서 그에 대한 법체계는 제대로 정비되지 않았다. 정식으로 국가광전총국(우리나라의 방통위와 유사)의 허가를 받은 홈쇼핑전문채널은 10개 가량인데도 불구하고 100개가 넘는 홈쇼핑채널이 운영되고 있는 실정이었다. 대부분의 인포모셜 회사들은 과장광고를 했고, 이로 인해 홈쇼핑 시장은 소비자 신뢰를 잃었다. 이를 해결하기 위해 중국정부는 2009년부터 불법 홈쇼핑광고와 인포모셜 회사(현재까지 약 3,600개) 퇴출을 통해 홈쇼핑산업을 정비하고 있다. 또한 2010년부터는 전용채널을 확보하지 못하면 하루에 5시간으로 방송시간을 제한하고, 황금시간 대신 저녁 7~9시에는 방송을 하지 못하게 하고 있다. 이러한 정부의 정책은 홈쇼핑산업이 대형사 위주로 편성되는 계기가 될 것이며, 업계 표준과 관리감독 강화로 소비자의 신뢰상승을 통해 홈쇼핑산업은 한 단계 성장할 수 있을 것이다.

내수 성장과 정책 지원 속의 중국 홈쇼핑 업계는 춘추 전국 시대

또한 중국정부가 홈쇼핑산업의 건전화 추진 등 TV홈쇼핑 산업을 적극 장려하고 있다. 지원정책 "11차 5개년계획"등을 통한 소비자의 산업 신뢰도 회복, 여기에 중국 소매시장 성장(2000년 이후 매년 12%이상 성장)까지 고성장요인을 가지고 있어 높은 성장 잠재력이 있음을 알 수 있다. 또한 중국의 홈쇼핑시장은 성(省) 단위로 사업이 이루어져 전국적인 경쟁이 발생하지 않는 상황이다. 현재 각 성마다 홈쇼핑이 들어갈 수 있는 여력이 충분한 2차 성장기에 들어왔다고 볼 수 있다.

표 4. 중국의 TV홈쇼핑 산업화 정책

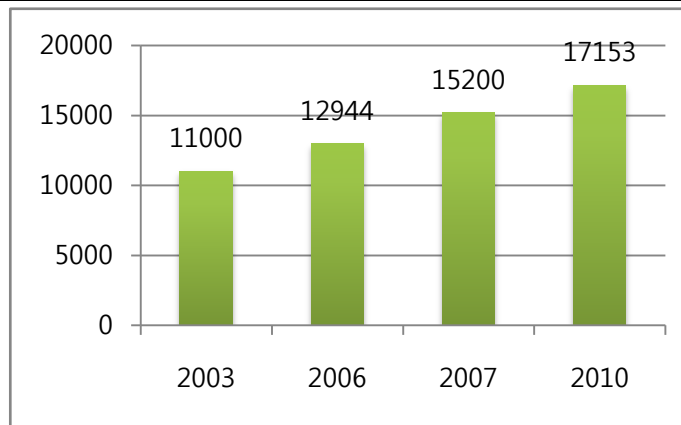
규제	등록자본	전용채널	3000만 위안(약 51억)
		일반채널	1000만 위안(약 17억)
	방송시간	전용채널	24시간
		일반채널	5시간(저녁7~9시 방송금지)
	허가	전용채널	지역별 1개
		일반채널	등록자본 필요
기타	불법 홈쇼핑광고와 과장광고 중인 인포모셜 업체 3,600개 퇴출		

출처: 하나대투 증권

시장 내 경쟁

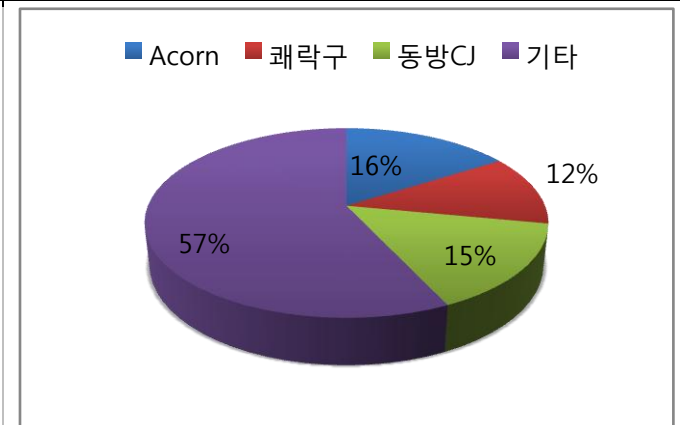
중국 전역에서 영업 중인 홈쇼핑 업체는 2008년 기준 전국 주요 성 및 대도시를 중심으로 약 30여 개가 있다. 상해에는 동방CJ외에도 아콘인터네셔널, CNTVC, 유유 홈쇼핑(보산구SO) 등이 진출해 있으나 동방CJ의 시장점유율이 60%에 달하는 등 시장지위가 압도적이다. 중국 홈쇼핑 시장에서는 로컬업체보다 국내 홈쇼핑업체의 이미지와 수익성이 훨씬 좋은 편인데, 진출한 업체로는 상하이로 기반으로 진출한 CJ홈쇼핑, 충칭을 기반으로 한 GS홈쇼핑이 있다.

그림 15. 중국 케이블TV 가입자 가구 수 (단위: 만)



출처: KOTRA, Research Team 1

그림 16. 중국 홈쇼핑 업계 시장 점유율



출처: Research Team 1

시장 M/S 1위 아콘 인터네셔널의 수익성은 매우 낮음

북경에 소재한 중국 홈쇼핑 시장 점유율 1위 아콘인터네셔널은 일본과 중국의 합작회사로 미국에 상장되어 있다. 판매네트워크는 위성을 사용해 중국 전역을 대상으로 하며, 북경과 상해에 콜센터 설립, 북경과 광주에 물품 공급기지가 있으며 기타 여러 도시에 사무소를 가지고 있다. 대표적인 인포머셜 홈쇼핑 업체이며, 2008년 순손실 2800만 원, 2009년 순손실 3억 2760만 원으로 경영상태가 악화되고 있다.

표 5. 정통TV홈쇼핑과 인포모셜의 비교

구분	정통 TV 홈쇼핑	인포머셜(유사홈쇼핑)
방송채널	유선(저렴)	위성(고가)
상품종류	다수	소수(독점상품)
판매경로	온라인	온라인+오프라인(지역별 대리점)
마진율	20~30%	60%이상
전화주문성공율	최저 50\$ 이상	최고 50% 이하
광고 내용	상품소개+판매+엔터테인먼트	상품정보 제공
제품별 방송시간	5 분 내외	30 분 내외
콜센터	복잡	간단

출처: KOTRA, Research Team 1

주요 경쟁사라 볼 수 있는 쾌락구물(콰이러)은 성 단위의 영업망에서 겹치지 않음

주요 경쟁사는 호남성에서 동방CJ를 벤치마킹해 사업을 하고 있는 쾌락구물(콰이러)이라고 할 수 있으며 나머지 회사는 운영방식이나 규모 면에서 차이가 크다. 2006년 광둥 후난성에서 개국한 쾌락구물은 후남TV를 방송채널로 하여 전국 시장을 노리고 있다. 24시간 방송 중 8시간이 생방송이며 패션/미용상품의 매출비중이 높다. 동방CJ가 중고가의 한국제품 위주로 주요 품목을 구성하는 것에 반해 저가에서 고가까지 상품 브랜드가 다양하다. 호남 쾌락구물과 비교해 동방CJ의 비교우위는 본사인 동사의 경험을 최대한 이용하는 상품조달 능력의 우위와 운영효율의 우위라고 볼 수 있다. 현재 대부분 중국 홈쇼핑 회사들은 지역방송국에서 운영하고 있어, 홈쇼핑의 방송 측면에서는 강점을 갖고 있으나 다른 면에서는 다소 약하기 때문에 배송면에서 쾌락구물은 상하이에서는 큰 어려움이 없으나 상하이 외 지역에서는 적당한 배송 회사를 찾는 데 어려움이 있다.

3.3 동방 CJ의 경쟁력

1) 선점효과와 진입시기의 적절성

시장 선점효과

TV 홈쇼핑 사업은 방송사 등 파트너 선정이 중요한 특성상 일정 규모 이상의 시장을 선점하는 것이 중요하다. 채널 임대 형식으로 송출수수료 부담이 크며, 중국 홈쇼핑산업 주요 산업화 정책에 의해 등록자본으로 전용채널 기준 3천만 위안(약 51억 원)을 필요로 한다. 또한 파트너십(관시)을 중요시하며 기존 유통업계에 대한 진입비용이 큰 중국 문화로 인해, 후발주자는 많은 투자비용을 필요로 함과 동시에 실패 가능성 역시 크다. 따라서 중국 홈쇼핑 업계가 턱어라운드 하는 시점에서 높은 시장지위를 구축한 동방CJ의 선점효과는 큰 경쟁력이라고 할 수 있다.

90년대 초반 중국홈쇼핑 업체의 난립과 쇠퇴

중국 홈쇼핑은 1992년 시작되어 90년대에 참여기업수의 급격한 증가로 한때는 560여 개 사에 이르렀다.. 90년대 후반, 업체들의 난립에 따른 과다경쟁, 천편일률적인 제품, 조잡한 광고프로그램 등으로 소비자들은 홈쇼핑을 도외시하게 되었고, 과대광고에 대한 소비자 불만과 피해가 사회 문제화 되었다. 이후 1999년 이후 중국 TV홈쇼핑은 쇠퇴기에 접어들어 2003년이 되어서 불과 31개사만이 정상적인 영업을 하게 되었다.

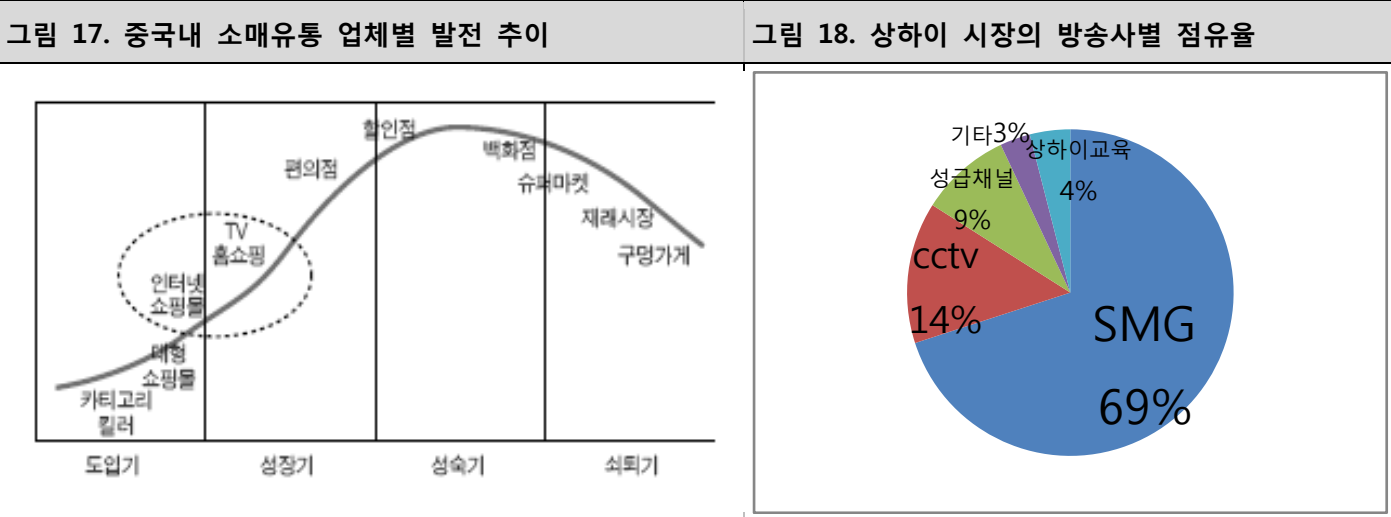
난립의 시기에 쌓은 고급이미지와 신뢰도

이렇게 쇠퇴기가 끝날 무렵 2004년 외국자본 홈쇼핑의 유입으로 제2의 부흥기가 시작될 때 동사가 중국에 진출하게 된 것이다. 동방CJ는 중국인들의 홈쇼핑에 대한 불신을 이겨내기 위해 힘썼다. 진출 초기부터 브랜드제품을 통해 마진은 작지만 고급이미지를 쌓아왔고 가격인하로 인한 고객의 손해를 보상해주는 사례도 있었다. 또한 품질관리를 위해 신상품 런칭과정 역시 한국보다 까다롭게 구성하였다.

2) 합작회사 및 인프라 구축을 통한 성공적 현지화

합작회사를 통한 성공적 현지화

홈쇼핑은 유통과 방송이 결합되어있기에 방송에 의존하는 것이 절대적이다. 중국특유의 방송구조상 중국은 중앙, 성, 지방시 별로 다양한 방송구조를 가지고 있어 지역별로 가입자망별로 수신할 수 있는 채널의 구조가 다양하게 나타난다. 그렇기 때문에 원하는 구매계층의 시청률이 높은 채널의 시간대를 확보하는 것이 중요하다. 동방CJ의 합작업체인 SMG 매체들은 상하이에서 독보적인데 SMG TV채널의 시청률은 2007년 69%에 달했다. SMG의 채널 1개로 황금시간대인 매일 저녁에 5시간씩(20시~익일 새벽1시) 방송을 시작하였으며, 이러한 SMG의 방송역량을 통해 고급화 이미지의 홍보 역시 가능했다. 충칭에 진출한 충칭GS의 방송이 시청률이 낮은 낮 시간대에만 편성된 것과 동방CJ의 상황은 비교된다.



출처: KOTRA

출처: 한국방송영상산업진흥원, Research Team 1

결제시스템 및 인프라의 성공적인 현지화

한국에서 홈쇼핑 결제방법은 신용카드 결제가 95%에 달한다. 이와 달리 중국은 신용카드의 인프라 구축이 잘되어있지 않다. 그래서 홈쇼핑의 결제는 대부분 상품을 배송 받은 후 현장에서 배송원에게 현금으로 결제하는 COD(Cash on Delivery)방식으로 이루어

지고 있다. 그런데 COD와 같은 결제방식은 대금회수의 리스크가 높다는 문제점이 있다. 실제로 현대홈쇼핑은 위폐로 결제하거나 배송원이 결제대금을 가지고 도망가는 사례가 있었다. 진출 초기에 동방CJ는 확실한 수금능력과 배송체계를 갖춘 택배회사인 상하이 대중 사가와와 계약을 맺었다. 이를 통해 평균 1.2일 배송으로 기존 중국업체는 8일 배송과 차별화를 꾀했다. 또 1주일 안에는 환불 및 교환, 2주일 안에는 교환을 보장하는 한국형 서비스를 그대로 도입함으로써 신뢰관계를 형성했으며 500명 규모의 자체 콜센터와 하루 5천건의 주문을 처리할 수 있는 물류 센터 역시 갖추었다.

3) 중국 내 CJ그룹의 시너지

CJ GLS등 중국 내 계열사 시너지를 활용

CJ GLS는 2005년 5월 중국 청도에 '희걸청도물류유한공사(이하 청도법인)'라는 단독 법인을 설립해 중국시장 공략에 나섰다. 이에 따라 기존의 사가와가 맡고 있던 동방CJ의 배송을 계열사인 CJ GLS가 맡게 되었다. CJ GLS는 전 계열사의 물류합화를 추진하며 시너지를 창출하고 있다. 또 CJ GLS는 2010년 중국본부를 설립하고 중국시장 내의 인프라 확대를 추진할 예정이다. 이에 따라 동방CJ의 간접적인 인프라 확대가 예상된다. 그 외에도 중국 전역에 진출해있는 CJ그룹의 식품, 유통, 물류, 콘텐츠 사업간의 향후 시너지 역시 기대된다.

4) 고가제품 위주의 판매로 수익성과 이미지 개선

고가제품 위주의 판매로 높은 수익성

홈쇼핑은 전세계적으로 중저가 제품을 취급하는 이미지가 강하다. 그러나 동방CJ는 금괴, 보석, 보험, 승용차 등의 고급상품도 판매(2010년에는 아파트까지 거래할 계획)하며 고급화에 힘을 쏟았다. 동방CJ는 고객 250만 명의 자료를 갖고 있는데 이 중 8천 명은 매달 100만 원 이상을 사는 VVIP고객이다. 다이아몬드 나석은 상하이 전체 판매량의 절반이 동방CJ를 통해 팔려나가며, 금괴 역시 주력 판매상품일 정도로 중국 내 동방CJ의 신뢰도는 높다. 중국 VIP고객들은 외제차도 홈쇼핑을 통해 사며(2009년 1억대 벤츠 60대, 5000만원짜리 C-class벤츠 97대, 1500만원짜리 시보레 300대 판매) 전기밥솥 등 혼수상품의 매출 비중도 높다. 동방CJ가 판매하는 제품의 평균단가는 20만원으로, 한국 홈쇼핑의 평균단가 13만원보다 높아 수익성의 원천이 되고 있다.

5) 한중일 3사로부터의 상품 개발 및 소싱 능력

상해소싱센터 통한 상품 다양화

동사는 중국 합작법인 동방CJ와 천천CJ에 상품을 공급하기 위해 2009년 상해소싱센터를 설립하였다. 동방CJ는 홈쇼핑사업을 하고, 상해 소싱 법인은 상품의 개발 및 유통 사업을 한다. 해외전략의 일환으로 설립된 상해소싱센터는 신상품 기획 및 중국의 우수 상품을 국내에 소개, 한국에서 히트한 상품을 중국 소비자 니즈에 맞춰 새로 기획한 후 소개하는 역할을 담당한다. 브랜드 지명도가 높지 않은 상태에서 사전 마케팅 없이 무작정 중국 내 오프라인 시장에 뛰어들어 낭패를 보는 경우를 막기 위해 홈쇼핑을 통한 온라인 시장에 초기 진입해 브랜드와 상품을 먼저 알린 후 이를 기반으로 시장확대를 해 우수한 중국진출 모델로 평가 받는다. 동사의 언더웨어 PB인 '피델리아'는 국내 제조 상품을 중국 수출하는 데 성공, 2009년 한 해에만 약 15억 원(한화)의 중국 내 매출을 기록했다.

동북아시아 상품 기획 프로젝트로 가격과 상품구성 경쟁력 차별화

상해소싱센터를 기반으로 동사는 2010년 2월 20일 일본 제 1의 상품 기획 회사인 도시사와 MOU를 체결함으로써 한-중-일 동북아시아 3국을 아우르는 '글로벌 소싱(Global Sourcing)프로젝트를 개시했다. 중국과 일본에서 우수한 상품을 기획/발굴하여 국내 소비자에게 소개하는 것은 물론, 국내 우수 중소기업 제품의 중국·일본 진출 또한 도우며 글로벌 브랜드 상품을 저렴하게 공동 직매입할 예정으로 이를 통해 상품 구성과 가격 경쟁력 면에서 타 유통업체와 차별화할 계획이다.

그림19. 중국 진출 CJ그룹



출처: Research Team 1

3.4 천천CJ

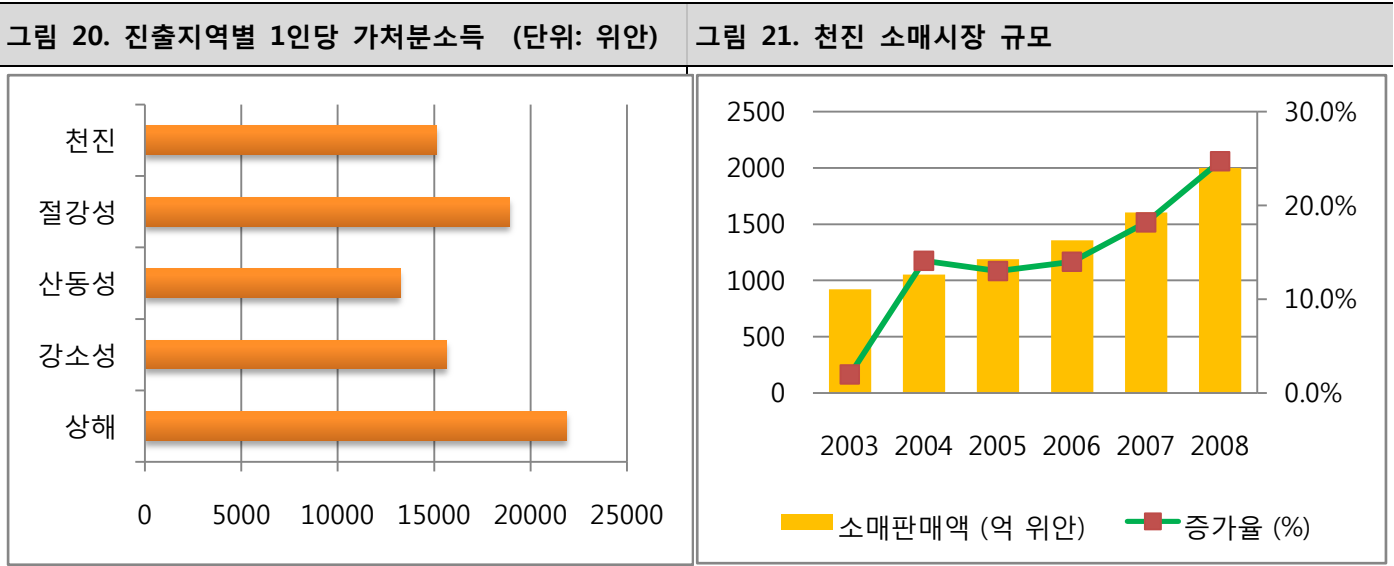
천천CJ는 조만간 손익 분기점에 도달할 것

2008년 10월 18일 중국 천진(天津, 텐진)에서 개국한 '천천CJ'는 상해에서의 '동방CJ'의 성공을 확대할 수 있는 거점마련을 위해 개국되었다. 동사가 100% 지분을 가지고 있는 계열사 CMI 홀딩스와 '천진전시광고공사', '천진보세구투자유한공사' 등 3사가 공동 합작 투자 해 설립하였으며 동사의 투자금은 352만 US\$로 총 지분의 44%를 가지고 있다. 천진TV를 통해 천진시와 인근 지역 246만 가구를 대상으로 매일 10시간씩 홈쇼핑 방송을 송출해오다가, 2010년 2월 정책변화로 현재 5시간 방송을 하고 있으며 현재 24시간 전용채널 신청 후 대기상태이다. 2009년 매출은 약 190억 원, 당기순손실이 약 17억 이다. 그러나 취급고는 출점 2년 만에 1000억 원으로 성장세가 좋고 동방CJ가 4년 만에 BEP에 도달한 점을 보아 초기투자기간이 짧을 것이라 예상할 수 있다.

천진은 구매력지수 5 위, 부자인구 수 9위 도시로 중국 내수 블루오션

후룬(胡潤) 포춘 리포트에 의하면 북경의 관문격인 천진은 부자인구(한화20억 원 이상의 재산 소유자) 기준으로 9위(북경1위, 상해3위, 강소5위)의 2선도시이다. 중국 소매시장은 보통 사회소비품 소매액 기준으로 측정하는데, 이를 바탕으로 산출한 구매력 지수로는 5위에 해당한다. 또한 수도 북경에서 고속열차로 30분이면 도착할 수 있는 항구 도시로서 신중국 건립 이후 북경, 상해, 광주의 뒤를 이어 중국 4대 직할시로 분류된다. 2006년 중국정부는 천진을 '북방지역의 경제 허브'로 건설한다고 선포하였으며, 2000년

대 천진빈해신구(화북지역) 개발이라는 중국정부의 '11차 5개년 계획'에 따라 화북상권의 경제, 물류 중심지로 발전하고 있다. 이런 배경에서 최근 중국정부는 천진이 중국의 3대 성장축으로 건설되도록 지원해왔다. 천진은 2008년 GDP 성장률은 25.8%이며 천진의 소매시장 역시 최근 5년간 10%이상의 꾸준한 성장세를 보이고 있다.



출처: 중국 통계청, Research Team1

출처: CEIC, Research Team1

3.5 요약하면

중국에 진출한 한국 홈쇼핑 중 동방CJ만이 순이익을 내고있다.

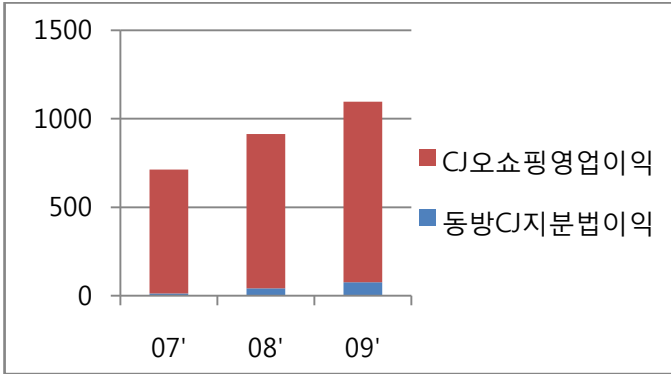
현재 중국에 진출한 한국 홈쇼핑 기업 중 유일하게 흑자를 내고 있는 기업은 동사의 동방CJ뿐이다. GS홈쇼핑의 충칭GS는 05년 진출 이래 계속 손익분기점에 도달하지 못하였고 최초로 중국에 진출한 현대홈쇼핑은 사업부진으로인해 2003년 철수했다. 동방CJ에 의한 동사의 지분법이익은 07년 13억에서 09년 76억으로 늘었으며 이는 09년 동사의 영업이익의 7%에 해당하는 규모로 성장하였다.

표5 . 한국홈쇼핑사의 중국 진출

	진출지역	진출시기	현재상황
CJ오쇼핑	상해	2005년	09년 매출680억 원 당기순이익 178억
	천진	2008년	09년 매출 약 190억원, 당기순손실 17억
GS홈쇼핑	충칭	2005년	09년 매출 약 233억원, 적자상태
현대홈쇼핑	광둥	2003년	사업부진으로 철수

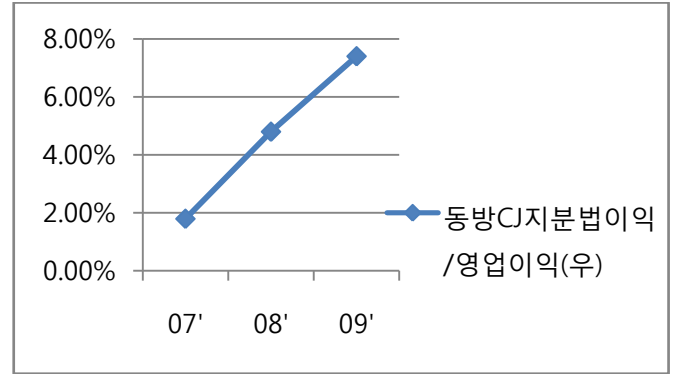
출처: Research Team 1

그림 22. 동방CJ에서나오는 지분법이익과 CJ오쇼핑의 영업이익 (단위: 억원)



출처: 중국 통계청, Research Team1

그림 23. 동방CJ지분법이익/ 영업이익 (단위: %)



출처: CEIC, Research Team1

3. 투자포인트2: 동사의 미디어 자회사

3.1. 현재 케이블 시장

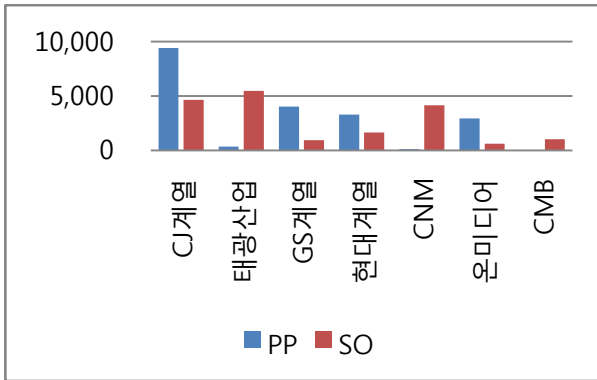
케이블 시장은 크게 종합유선방송사업자(SO)와 채널사용사업자(PP)

케이블 시장은 크게 두 부분으로 나눌 수 있다. 종합유선방송사업자(이하 SO)와 방송채널사용사업자(이하 PP) 그것이다. SO는 종합유선방송국(다채널방송을 행하기 위한 유선방송국설비와 그 종사자의 총체)을 관리·운영하며 지상파 방송 외에 다양한 분야의 기본 채널 이외에 유료 채널을 별도로 제공하는 방송사업자를 말한다.

SO의 송출수수료 인상으로 인해 홈쇼핑 업계의 수익성이 하락

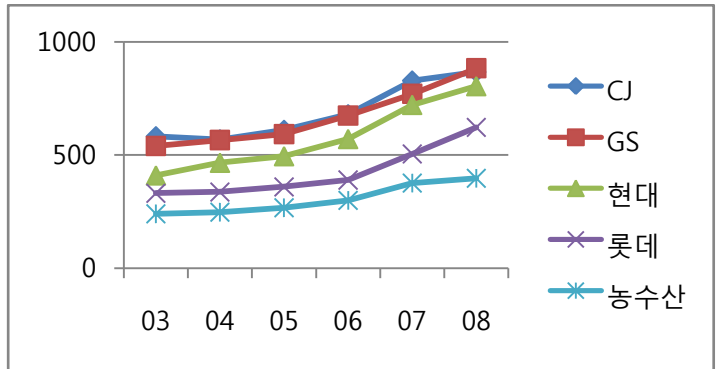
과거에는 PP사업에 가해졌던 엄격한 규제인 PP허가제가 승인제와 등록제로 완화되면서 PP업체의 수평적 결합전략 구사를 위한 전제조건이 확보되었지만, SO에게 채널편성권의 부여로 PP들의 전방 불확실성은 오히려 증가하게 되었다. 이러한 현실 속에 PP업체에 속하는 홈쇼핑 업계는 과다 경쟁으로 인해 SO에 대한 거래비용이 증가하고 있다. 실제로 각 홈쇼핑 업체가 매년 SO에게 지급하는 송출수수료는 10~14% 규모씩 증가하고 있다. 또한 SO가 다양한 PP채널을 몇 개로 묶어서 서로 다른 가격에 제공하는 티어링제를 실시할 수 있고, 의무전송으로 법적 송출 보장을 받지 않아 홈쇼핑 채널에게 있어서 1차적으로 중요한 것은 SO에 의한 채널 송출 보장이다. 이러한 관점에서 송출수수료와 더불어 SO 마케팅 비용 증가 가능성도 있다.

그림 24. 케이블 시장 매출액 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

그림 25. 송출수수료 (단위: 억 원)



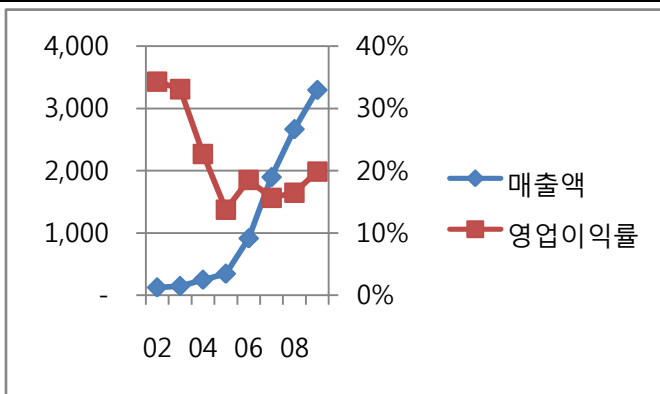
출처: Research Team 1

3.1. 헬로비전과 드림씨티

이러한 상황에서 동사는 SO업체를 보유하고 있는 상황

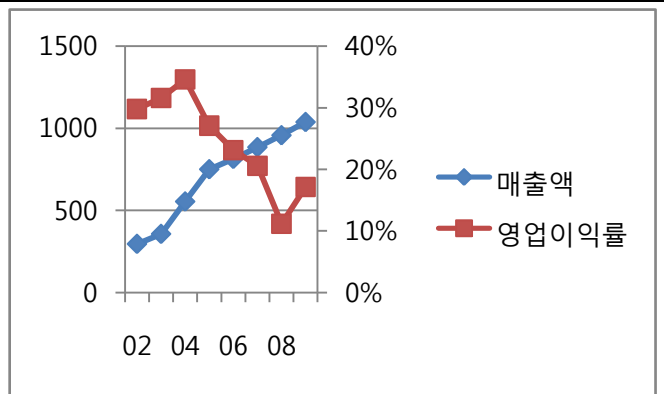
이러한 상황에서 동사는 현재 자회사로 (주)CJ헬로비전(이하 헬로비전) 과 (주)CJ헬로비전 드림씨티방송(이하 드림씨티)을 보유하고 있다. 헬로비전은 SO 2위 업체로 260만 규모의 가입자를 보유하고 있는 상황이며 드림씨티 역시 케이블 관련 사업을 영위하고 있는 회사이다. 이들 자회사를 통해 동사는 14개 SO를 보유하고 있으며, 그 외 강원방송, 서대구방송 등 10여 개의 SO에 관한 주식을 보유하고 있다. 또한 MBC 드라마넷 등 PP업체까지 보유하고 있어 5개 홈쇼핑업체 중 유일하게 수평 및 수직통합을 확보한 업체이다. 현재 동사의 자회사는 앞서 나온 시장의 상황 덕분에 꾸준한 매출을 올리고 있으며 수수료 수익의 상승으로 꾸준한 매출증대 역시 이루고 있는 상황이다.

그림 26. 헬로비전 매출액 및 영업이익률 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

그림 27. 드림씨티 매출액 및 영업이익률(단위: 억 원)



출처: Research Team 1

자회사의 이익은 동사의 지분법이익 증대로 이어짐

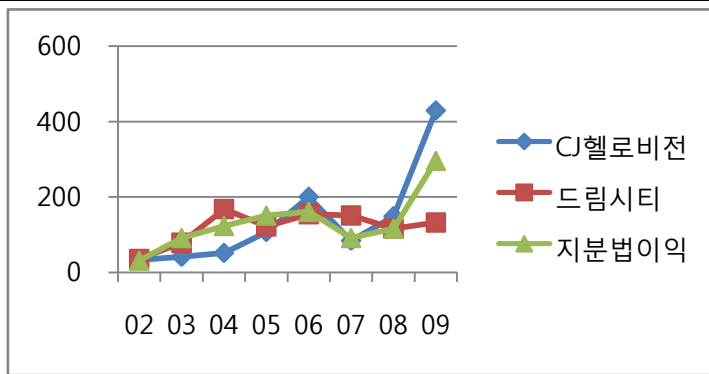
이러한 자회사의 매출증대와 영업이익 증가는 곧 동사의 지분법이익으로 이어진다. 현재 동사는 헬로비전 지분 46.01%, 드림씨티 지분 95.50%를 보유하고 있다. 과거의 지분율과 해외 자회사의 손익까지 고려하지는 않았지만 두 회사의 당기순이익과 동사의 지분법이익은 거의 비슷한 추세를 보이고 있음을 알 수 있다.

3.2. 온미디어 인수와 그 효과

동사는 온미디어 인수 예정

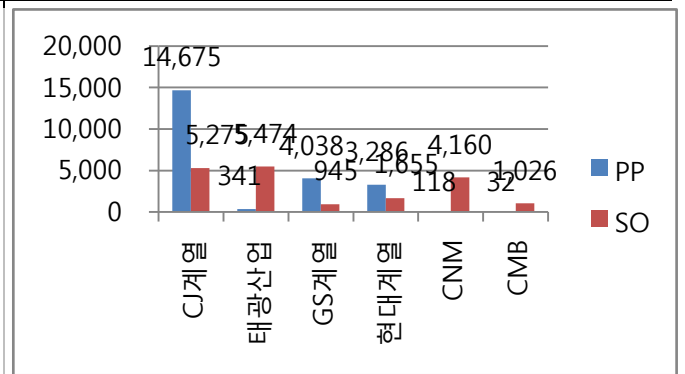
동사가 속해있는 CJ그룹은 현재 미디어 사업에 많은 투자를 하고 있는 상황이다. 엠넷 미디어 등 미디어 쪽 기업의 꾸준한 인수를 통해 CJ그룹은 현재 미디어 시장에서 사실상 1위라 할 수 있는 업체임에도 불구하고 동사를 통해서 현재 케이블TV PP업계 2위에 있는 온미디어 인수 준비 중에 있다. 만약 온미디어를 성공적으로 인수하게 된다면 CJ그룹은 케이블TV 와 더불어 미디어 쪽에서 강력한 우위를 점하게 된다. 앞서 나온 자회사인 헬로비전+드림씨티와 온미디어가 보유하고 있는 SO 시장 케이블가입자수(56만)을 합치면 1위인 티브로드의 가입자수를 뛰어 넘게 되며 매출 역시 비슷한 규모를 기록하게 되기 때문이다. 즉, PP 시장에서뿐만 아니라 SO 시장에서도 더욱 막강한 지배력을 가질 수 있을 것으로 기대된다.

그림 28. 자회사 순이익 및 지분법 이익 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

그림 29. 인수 후 케이블 시장 변화 (단위: 억 원)

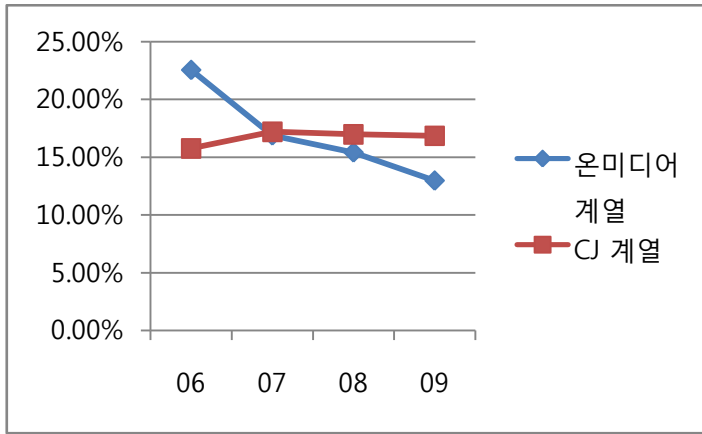


출처: Research Team 1

온미디어는 CJ미디어의 등장과 함께 시장 1위자리를 내줌

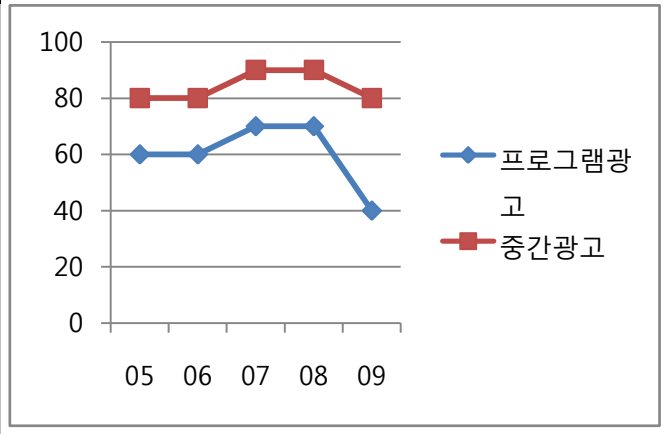
'03년까지만 하더라도 온미디어는 PP시장 점유율 1위를 고수하고 있었지만 CJ미디어의 등장과 함께 '06년부터 PP시장에서 1위를 내주며 하락추세에 있다. 사정이 이렇다 보니 CJ미디어와 온미디어의 출혈경쟁이 시작됐다. SO로부터 받는 수수료를 경쟁적으로 낮추었고, 외국 드라마 등 우수한 콘텐츠를 들여오기 위한 판권비의 비중은 크게 늘어났다. 여기에 설상가상으로 지난해부터 금융위기로 인한 경기침체로 광고 수입까지 급감하였다. 이러한 연유로 전체 PP 시장은 꾸준히 성장했으나 출혈경쟁이 시작되면서부터 두 업체 모두 매출액이 감소 했으며, CJ미디어의 경우 영업이익이 마이너스를 기록했다.

그림 30. PP시장 시청 점유율 (단위: 억 원)



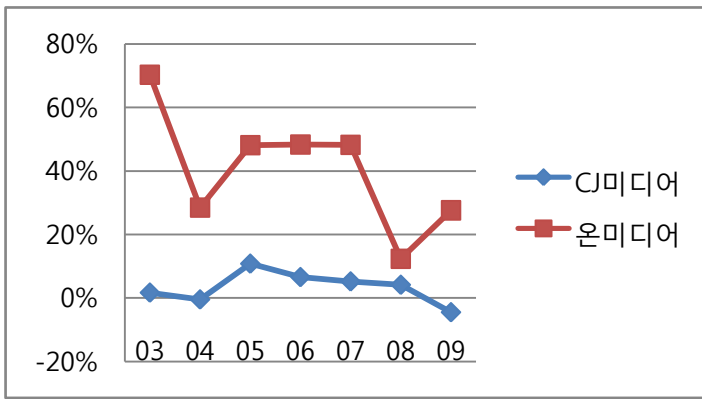
출처: Research Team 1

그림 31. SSA급 방송 광고단가 (단위: 만원/30초)



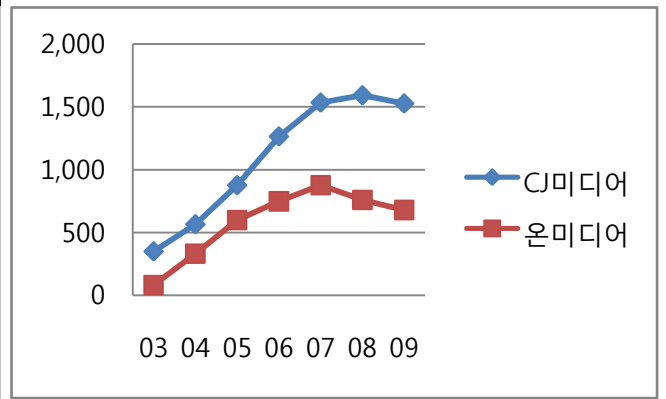
출처: Research Team 1

그림 32. 영업이익률



출처: Research Team 1

그림 33. 매출액 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

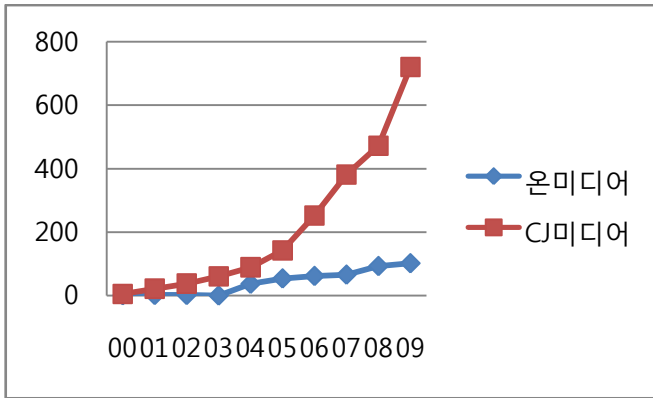
두 회사는 유사한 성격의 채널을 각각 소유하고 있음

두 회사가 경쟁이 이 정도 까지 치열할까 하겠지만 실제로 PP사업자로서 CJ미디어와 경쟁사인 온미디어의 채널은 상당 부분이 겹쳐있다. 영화는 채널CGV와 OCN, 그리고 액션영화는 XTM 과 OCN Action이 경쟁하고 있다. 또한 만화는 챔프와 투니버스가 여성채널은 올리브TV와 온스타일이 음악에서는 M.net과 MTV가 경쟁하고 있는 상황이다.

판권경쟁 자금 감소 및 유통망 확보를 통한 추가투자 가능

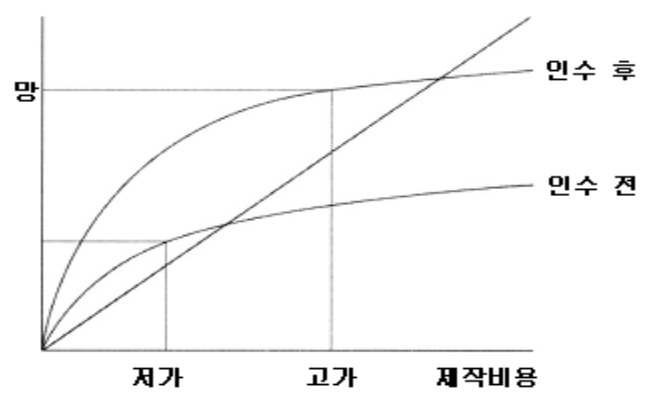
이러한 현실에서 동사가 온미디어 인수를 통해서 우선적으로 판권경쟁 등에서 발생하는 자금의 발생을 막을 수 있다. 또한 수수료를 인상할 가능성도 있으며 경기회복과 함께 광고 수익료를 증대도 예상된다. 거기다 판권경쟁 때문에 생긴 무형투자자산에 대한 상각비가 큰 규모를 차지하고 있는 두 회사이기 때문에 이를 통해서 이익개선이 기대된다. 또한 IFRS 도입을 통해서 무형자산상각비 자체가 발생하지 않을 수도 있을 것이다. 이차적으로 SO의 증가는 유통망의 증가를 가져와서 수익성 개선에 큰 도움이 될 것이다. 즉, 큰 유통망을 가진 PP는 제작비를 많이 투자할 수 있지만 적은 망을 가진 사업자는 투자비용이 낮기 때문에 품질과 시청률이 떨어지는 악순환 구조를 가질 수밖에 없게 된다.

그림 34. 무형자산상각비 (단위: 억 원)



출처: Research Team 1

그림 35. 프로그램 투자액과 총 수익의 관계



출처: Research Team 1

채널 통합 작업을 통한 매출액의 증대

또한 온미디어 인수와 함께 채널통합작업 역시 가능하다. 즉, 같은 분야의 채널을 하나로 묶어 버리는 것이다. 이 과정에서 온미디어 보유 채널이 중심축이 될 지 여부에 주목해야 한다. 채널이 존재해야 모회사인 동사로 수입이 들어오기 때문이다. 케이블TV 산업은 SO간 수평적 통합에 의한 MSO(복수종합유선방송사업자) 체제에서 PP를 포함한 수평, 수직적 통합 체제로 변모하고 있다. 중복채널 정리 과정에서 온미디어 중심의 채널통합이 이루어질 경우 시청점유율이 2배로 증가함에 따라 동일 시청점유율을 나타내고 있는 경쟁PP와 비교할 때 광고단가 (SSA급 기준) 역시 2배로 증가할 수 있을 것이다.

4. ISSUE & RISK

4.1. 인수자금 및 투자자금 문제

동사는 온미디어를 현금성 자산 + 회사채 + 지분 매각을 통한 내부 자금조달을 통해 인수할 예정

2009년 재무제표 기준으로 현재 동사가 보유하고 있는 현금성 자산은 2,764억 원 규모이다. 전기의 1,340억 보다 크게 증가한 금액이지만 실제 사용 가능한 현금의 규모를 고려해보면 온미디어의 인수금액인 4,000억 원에 비해 불안한 규모이다. 동사는 남은 인수금액을 사채 발행과 지분매각, 차입금조달 등을 통해 마련 할 계획에 있다. 현재 동사는 4월1일 기준으로 600억 규모의 회사채(3년 만기 무보증사채, 이자율 4.63%)를 발행한 상태이다. IR과 연락 해본 결과 남은 금액에 대해서는 보유 지분매각을 통해서 마련할 계획이며 매각한 지분 역시 모회사인 CJ에게 넘어갈 예정이다. 즉, 동사는 인수자금을 최대한 내부자금조달을 통해서 마련할 계획에 있다.

동사는 꾸준한 투자 계획에 있기 때문에 실제 온미디어의 현금 창출능력 조사 필요

하지만 동사는 외국시장에 대한 투자도 꾸준히 할 계획이며 동사가 진출해 있는 중국과 인도시장에 투자되는 금액의 규모를 합치면 사실상 당해 년도에 5,000억원 정도의 투자금액이 발생할 계획이다. 그렇기 때문에 현실적으로 봤을 때 동사는 당분간 재무적 부담을 안을 수 밖에 없다. 하지만 향후 온미디어의 인수가 정말로 동사에게 인수금액 그 이상의 효과를 가져다 줄 수 있을 것으로 판단 되기 때문에 큰 문제는 없다고 생각한다.

4.2. 인도시장 진출

동사는 2009년 3월 스타TV와 함께 인도에 50:50으로 STAR CJ Network(이하 SCN) 합자 법인을 설립하였다. 스타TV는 아시아 최대의 위성 텔레비전 방송그룹으로 9개 언어로 53개국에 거주하는 3억 명을 대상으로 방송하고 있는데 아시아 지역 중 인도에서 가장 크게 사업을 전개하고 있다. 동사는 총 출자금 5천5백만 달러의 50%에 해당하는 2750만 달러(약 316억)를 3개년에 걸쳐 분할 출자할 예정으로 연도 별 출자금은 2009년 1340만 달러, 2010년 1180만 달러, 2011년 240만 달러로 예정되어 있으나 실제로는 2009년에 860만 달러만 집행되어 1890만 달러가 남은 상황이다.

4.2. 인도 홈쇼핑 시장 주목해야 할 점

인도 소매 유통 시장의 크기는 빠르게 성장하고 있으나 아직 90% 이상이 키라나 샵과 같은 영세 유통상으로 구성되어 있어 다른 유통 채널의 발전 여지가 많다. 그런데 인도가 홈쇼핑과 대체재 관계인 온라인 상거래보다 홈쇼핑에 더 우호적인 환경이라 상대적인 이익을 볼 것으로 생각된다. 한국수출입은행의 자료에 따르면 2009년 기준 인구 1000명 중 9명만 컴퓨터를 보유하고 있으며 인터넷 가입자수는 2009년 3월 기준 1300만 명에 불과하다. 하지만 TV 홈쇼핑에 필요한 유무선통신 가입자수는 2009년 9월 5억 명을 넘어서 전체 인구의 40%이상이고 한국방송영상산업진흥원의 자료에 따라 TV 보유 가구 수는 2005년도에 이미 8천 2백만 가구로 전체 가구의 44.6%에 이른다.

일단은 인도에 빨리 홈쇼핑 시장이 형성되는 것이 중요하지만 동사가 인도에서 경쟁력을 갖기 위해서 갖추어야 할 점을 생각해보면 첫째는 24시간 전용 채널권을 확보하는 것이고 둘째는 인도 소비자들에게 신뢰를 쌓아가는 것이고 셋째는 좋은 유통업체와 협력을 하는 것이다. 때문에 동사 인도 진출의 행방을 알기 위해서는 이를 잘 살펴야 할 것이다.

동사는 2009년 3월 스타TV와 합작하여 인도에 진출하였는데 총 출자금은 약 316억

홈쇼핑과 대체재 관계인 다른 유통 채널들이 아직 부족

5. Valuation(온미디어+CJ오쇼핑)

5.1. 온미디어 벨류에이션

이러한 가정과 결론을 바탕으로 온미디어의 벨류에이션을 해보았다. 벨류에이션 기법으로는 인수과정에서 보편적으로 사용되는 DCF(현금흐름할인모형)를 사용하였다. 또한 방송사업은 재고자산이 적어 현금흐름이 좋다 생각 했기 때문에 이 방법을 선택한 이유도 있다.

매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013	10년 평균치
영업이익률	27.58%	27.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	35.19%
유,무형자산 상각비	17.16%	15.00%	13.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.84%
영업용운전자본	15.17%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	14.92%
순유형고정자산	37.37%	37.00%	37.00%	37.00%	37.00%	37.00%	20.20%
순무형고정자산	58.83%	55.00%	53.00%	51.00%	49.00%	47.00%	47.11%
기타영업용순자산	10.17%	10.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%

동사는 앞으로도 같은 영업이익 구조를 가질 것이기 때문에 비슷한 영업이익률을 유지할 수 있을 것이라 생각했다. 또한 CJ미디어와의 출혈경쟁이 없어짐으로써 판권비 및 마케팅 비용 등의 감소를 통해 향후에는 영업이익률을 조금 회복할 수 있을 것이라 생각했다.

유, 무형자산 상각비는 판권비의 감소로 인해 무형자산 상각비가 줄어들 것을 생각하여 점차 줄어들게 잡았다.

영업용 운전자본은 10년 평균치를 적용하였으며 순무형고정자산은 판권비 감소로 조금씩 줄어들게 잡았다..

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	67,746,337	70,456,190	72,732,467	74,507,963	75,727,137	76,970,695
매출액성장률	PP	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%
매출액	54,197,070	56,906,923	59,183,200	60,958,696	62,177,870	63,421,427
매출액성장률	SO	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액	13,549,267	13,549,267	13,549,267	13,549,267	13,549,267	13,549,267

매출액은 동사의 사업구조를 고려하여 PP와 SO부분으로 나누었다. 동사는 과거를 봤을 때 PP부분에서 평균 매출액의 80%, SO 부분에서 매출액의 20%를 기록했다.

PP(80%) 는 경쟁구도 감소 및 광고료 증가와 더불어 시너지 효과를 통해 5% 규모의 성장이 가능할 것이며 향후에도 2% 정도 성장 가능할 것으로 보았다. 향후 미디어 분야도 해외진출 계획이 있는 것을 생각하여 꾸준하게 성장할 것으로 보았다.

SO(20%) 부문도 구도는 비슷하지만 현재 시장이 포화 상태이기 때문에 0%로 잡았다.

WACC	11.50%		
영구성장률	0.00%		
예상 ROIC(2단계)	39.32%		
FCFF추정(2단계)	18,011,143		
Terminal Value	156,598,886		
현재가치의 합	58,307,376		
PV of TV	90,862,795		
현금 + 시장성유가증권	45,989,577		
비영업용자산	309,809,389		
Value of the Firm	504,969,137		
(-)Value of the Debt	0		
전환사채	0		
신주인수권부사채 및 S/O 등			
우선주 현재주가			
우선주 발행주식수			
(-) Value of the preferred stock	0		
Value of the Equity	504,969,137	프리미엄	
발행주식수	118,097,990	₩120,752,067	
현재주식수			
목표주가	₩ 4,276		
현재주가	₩ 3,595		
기대수익률	19%		

자기자본비용	11.50%
1년차일별배타	1,03086
Adj.한국시장프리미엄	7.50%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	3.77%
WACC	11.50%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	424,562,274
한계조달금리	0.00%

그 결과 온미디어의 가치는 5,050억 규모가 나왔으며 동사는 이 가치의 55.3%를 가져갈 것이기 때문에 동사가 지불하는 프리미엄은 미지불한 인수자금 4,000억 에서 55.3%의 지분가치를 제외한 1,207억 규모로 생각하였다.

5.2. CJ오쇼핑 벨류에이션

잔여이익모형 (Residual Income Model)

동사는 지분법을 통해 얻는 수익이 현재 크지는 않지만, 중국 시장 진출과 온미디어 인수를 통한 시너지 효과로 케이블 방송 자회사 등의 매출 증대 등을 고려 했을 때, 향후 지분법이익의 꾸준한 상승이 있을 것이라 생각했다. 그래서 잔여이익모형을 사용하였다.

잔여이익모형에서 중요시 되는 것은 ROE의 예측이다. 이를 위해 과거 추세를 상진틀을 이용해 DuPont 분석을 하였다.

먼저 동사는 자산회전율은 동기포함 과거 3년 동안 0.6 수준을 유지하고 있다. 이것은 향후에도 동사 그룹의(CJ) 특성상 발생 된 자금을 꾸준히 투자에 이용하고 있고, 매출액 역시 꾸준하게 성장이 일어 났기 때문이라고 보았다. 매출액의 양호한 성장에도 불구하고 동기 자산회전율은 0.61 수준으로 유지된 이유는 온미디어 인수를 위해서 동사가 장, 단기 부채 등을 끌어들여 자산을 늘렸기 때문이다. 향후 몇 년 간은 온미디어 인수로 인해 자산회전율이 평년 수준을 유지 할 것으로 보았으며 후에도 비슷한 규모를 유지할 것으로 예상 된다.

동사의 레버리지는 과거 2.0 정도의 규모로 일정하였다. 이 역시 온미디어 인수를 위한 부채 등을 고려하여 5년 후 평년 수준으로 돌아 올 것이라 예측하였다.

매출 총 이익률은 홈쇼핑 산업의 특징상 원가비중이 거의 없기 때문에 그 수치가 평균 95% 정도로 매우 높다. 앞으로도 BM상의 큰 변화가 없기 때문에 앞으로도 정부의 큰 규제 등이 없는 한 현재와 같은 규모수준을 지할 것으로 보아 90% 수준을 잡았다.

영업이익률 역시 현재와 같은 최근의 상황을 봤을 때 홈쇼핑 산업에 신규진입자 등의 큰 판도 변화가 없는 이상 16% 수준을 유지할 수 있을 것이라 생각하여 였다.

영업외수익 비율은 현재 국내 홈쇼핑 시장은 포화 상태이기 때문에 국내 영업이익은 그 수준을 유지 할 것으로 생각하여 향후 중국 시장의 성장과 온미디어 인수 효과를 통한 케이블 자회사 지분법이익의 꾸준한 증가 한다면 현재 규모에서 조금씩 성장하는 것으로 생각했다.

영업외비용 비율은 향후 중국과 인도에 대한투자가 성공적으로 이루어 질 것으로 예상 하여 감소하는 것으로 잡았으나 동사가 계속하여 해외 진출사업에 대한 의지를 드러내 고 있기 때문에 그 비율은 크게 하지 않았다.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	평균	과거 9년 평균
재무레버리지	2.00	2.00	2.00	2.00	1.90	1.90	1.90	1.95	2.05
자산회전률	0.6129	0.6000	0.6000	0.8000	0.8000	1.0000	1.0000	0.8000	1.5265
매출총이익률	90.02%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	75.06%
매출액관람비율	74.13%	74.00%	74.00%	74.00%	74.00%	74.00%	74.00%	74.00%	63.83%
영업이익률	15.89%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	11.23%
영업외수익 비율	46.32%	48.00%	50.00%	52.00%	53.00%	55.00%	56.00%	52.33%	35.54%
영업외비용 비율	45.87%	42.00%	40.00%	39.00%	39.00%	39.00%	38.00%	39.50%	38.41%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
자기자본장부가치	553,247,111	611,290,331	692,744,840	819,179,282	962,470,994	1,176,608,585	1,442,902,532
ROE		15.47%	16.05%	21.99%	21.07%	26.80%	27.26%
당기순이익	78,561,633	85,573,608	98,119,434	152,301,893	172,608,021	257,948,386	320,775,504
배당금	13,343,164	27,530,388	16,664,925	25,867,450	29,316,309	43,810,795	54,481,558
예상 residual income		29,376,149	36,026,090	81,934,604	89,397,838	160,182,989	201,258,546
할인기간		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00
현재가치		26,667,347	29,688,415	61,294,596	60,710,916	98,750,911	112,632,569

이를 통해 동사의 ROE를 구할 수 있었다. 한국시장프리미엄은 7.5%를 적용하였고 3년 만기국채수익률은 3.77%를 적용하였다. 향후 시장상황을 고려해 persistent factor는 0.3으로 잡았다.

자기자본비용	10.16%	자기자본비용	10.16%
배당성향	32.17%	1년치일별베타	0.85170
persistant factor	0.30	Adj.한국시장프리미엄	7.50%
continuing value	251,078,087	3년만기국채수익률	3.77%

자기자본장부가치	553,247,111		
RI 현재가치의 합	277,112,185	온미디어 프리미엄고려가치 ₩864,393,889	
PV of CV	154,786,660		
Value of the Equity	985,145,956		
발행주식수(희석효과고려)	11,011,147		
적정주가	₩ 89,468	적정주가	
현재주가	₩ 67,700	₩78,502	
안전마진	32%	16%	

동사의 기업가치는 1조4662억 규모가 나왔으며 여기서 온미디어 인수에 지급한 프리미엄 1,207억 원을 차감해준 후 발행 주식수로 나누어 적정주가를 구했다.

적정주가는 78,502원으로 안전마진 16%로 BUY를 제시한다.

Appendix

CJ오쇼핑 [035760]

손익계산서

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	5,128	5,188	5,424	6,442
매출원가	78	125	283	
매출총이익	5,051	5,063	5,161	6,442
판매비 및 일반관리비	4,199	4,355	4,288	5,418
인건비	624	581	645	700
광고상각비	73	64	80	94
무형자산상각비	55	74	110	110
기타판매비 및 일반관리비	506	541	519	1,193
영업이익	852	709	873	1,024
영업외손익	-145	-334	-527	5
이자수익	50	33	24	68
이자비용	68	101	106	199
외환차손익	4	-0	0	4
외환환상손익	26	-9	-335	-6
지분법이익	161	92	117	296
기타영업외손익	-50	-81	-26	-123
세전계속사업이익	707	374	345	1,028
법인세비용	225	58	56	243
계속사업이익	482	316	289	786
중단사업이익				
당기순이익	482	316	289	786
EPS (원)	5,039	2,889	2,691	7,358
수절EPS	5,031	2,887	2,690	7,356

대차대조표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
유동자산	913	981	1,672	3,241
현금등가 및 단기금융자산	456	245	772	2,522
시정실유가증권	0	0	1	0
매출채권	208	333	284	403
재고자산	32	27	47	73
비유동자산	7,649	7,904	8,026	8,080
투자자산	6,752	6,692	6,337	6,631
유형자산	492	743	1,250	1,147
무형자산	302	368	345	167
자산총계	8,562	8,886	9,699	11,321
유동부채	1,788	1,905	4,131	3,565
매입채무	27	23	62	63
단기차입금				1,000
유동성장기차입금			1,000	
비유동부채	2,184	2,200	572	2,224
사채	0	0	498	1,994
중기차입금	1,974	1,983	0	0
부채총계	3,972	4,105	4,703	5,789
자본금	550	550	550	551
자본잉여금	1,751	1,782	2,024	1,888
이익잉여금	2,068	2,216	2,340	2,992
자본조정	-95	22	-170	-197
자본총계	4,692	4,781	4,996	5,632

현금흐름표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한 현금흐름	-65	577	850	1,217
당기순이익	482	316	289	786
비회계수익비용가산	257	434	661	70
유형자산상각비	73	64	80	94
무형자산상각비	55	74	110	110
회계급여	43	43	39	38
외환환상손익	-26	9	335	0
지분법이익손익	83	577	850	1,217
기타	29	-333	-752	-1,389
영업활동으로인한 투자부채	-804	-173	-100	361
투자활동으로인한 현금흐름	-4,182	-781	-962	-1,131
유형자산 투자	-125	-314	-360	-30
유형자산 처분	33	0	28	9
무형자산 증감	-207	-188	-2	13
투자자산 증감	-4,202	-366	-122	-131
기타	318	84	-506	-992
재무활동으로인한 현금흐름	2,984	-7	128	663
장안기차입금증가	1,950	0	0	1,000
사채증발	0	0	500	1,800
자본증발	1,222	0	0	0
배당금회지급	-197	-161	-165	-133
기타	8	155	-207	-2,003
영업투자재무활동기타변동	0	0	0	0
순권금흐름	-1,263	-210	17	750
기초권금	1,719	466	245	262
기말권금	456	245	262	1,012

주요투자지표

(%)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	13.6%	1.2%	4.6%	18.8%
EBITDA성장률 %	7.7%	-13.7%	25.6%	15.6%
EBIT성장률 %	9.3%	-16.8%	23.1%	17.3%
총자산성장률 %	47.0%	3.8%	9.1%	16.7%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	98.5%	97.6%	95.1%	100.0%
EBITDA마진률 %	19.1%	16.3%	19.6%	19.1%
EBIT마진률 %	16.6%	13.7%	16.1%	15.9%
세전계속사업이익률 %	13.8%	7.2%	6.4%	16.0%
당기순이익률 %	9.4%	6.1%	5.3%	12.2%
Stability Ratios				
부채비용 %	86.4%	85.9%	94.1%	104.6%
순부채비용 %	33.1%	36.3%	40.9%	14.0%
유동비용 %	51.1%	51.5%	40.5%	90.9%
당좌비용 %	49.3%	50.1%	39.3%	88.9%
이자보상비율	12.6	7.0	8.3	5.1
Performance Ratios				
ROE %	12.3%	6.8%	5.9%	14.9%
ROA %	6.7%	3.6%	3.1%	7.5%
ROI %	-89.4%	-171.3%	251.1%	524.7%
Per Share Ratios				
수절EPS	4,881	2,877	2,628	7,137
주당순자산	41,773	43,448	45,397	50,246
주당현금흐름	6,178	4,127	4,354	8,996
주당배당금	1,500	1,500	1,250	0

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.