

SK INDUSTRY ANALYSIS

유통/레저

대형 유통업체 규제 리스크 관리 필요
: 대안은 렌탈/여행/홈쇼핑

유통/레저. 손운경, CFA | 3773-8477, skcase1976@sk.com

연구원. 전영현 | 3773-9181, yj6752@sk.com

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477



R.A
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

유통/레저

대형 유통업체 규제 리스크 관리 필요: 대안은 렌탈/여행/홈쇼핑

본 보고서에서는 최근 유통업종 추가 조정의 핵심 요인인 규제 리스크를 점검. 1) 최저 임금 인상과 2) 은퇴인구의 지속적인 증가 측면에서 정부의 대형 유통업 규제가 현실화될 가능성이 높을 것이라는 결론을 얻음. 또한 향후 규제의 방향을 가늠해 보기 위해 현재 논의되고 있는 규제안을 살펴 보았고, 2011년~2014년 강화된 유통업 규제 내용과 그 영향을 살펴 봄으로써 향후 규제가 유통업의 수익성과 성장성에 미칠 영향을 예상해 봄.

유통/서비스 분야 투자는 렌탈/여행/홈쇼핑으로 전환이 필요

유통 업종은 최저 임금 인상과 향후 규제가 강화될 것이라는 우려로 조정 중. 당사는 유통 업종을 둘러싼 정부 규제 강화에 대한 우려가 현실화될 가능성이 높을 것으로 전망. 2018년 최저 임금이 시간 당 7,530 원으로 크게 인상됨에 따라 자영업자들의 수익이 크게 악화될 것이고, 정부는 자영업자들의 수익을 보호할 수 있는 규제를 도입할 수 밖에 없을 것이기 때문. 이에 따라 정부 규제의 영향에서 벗어나 있을 수 있는 사업 영역인 렌탈/여행/홈쇼핑을 투자대안으로 추천함.

정부의 내수 업종 규제는 자영업자 보호가 목표

당사가 정부가 자영업자 보호에 관심을 가질 수 밖에 없을 것으로 전망하는 이유는 지속적으로 증가하는 은퇴인구가 경제활동을 유지할 수 있는 대표적인 방법이 자영업이기 때문. 은퇴를 앞둔 40세 ~ 59세 인구 비중이 16.5%. 현실적으로 대규모 은퇴 인구를 채용할 적당한 사업장은 충분하지 않기 때문. 현재도 경쟁력 부족으로 전체 자영업자의 수는 감소하고 있으나 50대 이상의 자영업자 수는 증가. 신규로 창업하는 50대 이상 자영업자가 많음을 증명.

자영업자와 경쟁하지 않은 업태가 투자 대안

따라서 규제 가능성을 고려할 때, 투자대안은 자영업자와 경쟁하지 않은 업태.
 렌탈사업: 구조적으로 대규모 자금력이 필요한 사업으로 대기업간의 경쟁. 정부가 보호해야 할 자영업자가 없어 보임.
 여행: 하나투어와 모두투어는 모두 도매 여행사. 최종 소비자에게 여행상품을 판매하는 자영업자와 상생 관계를 구축
 홈쇼핑: 태생이 규제 사업. 그럼에도 자영업자와 경쟁하는 구도가 아님. 중소 사업자들의 주요 판매 채널이라는 점에서 정부는 홈쇼핑 시장을 확대하고자 할 것. 같은 맥락에서 2015년 공영홈쇼핑 및 다수의 T-commerce 사업자 선정.

정부 규제의 영향에서 벗어나 있는 유통/서비스 사업자

사업 영역	업체	투자의견	목표주가(원)	비고
렌탈	SK네트웍스	매수	9,000	유지
	쿠쿠전자	매수	170,000	유지
	코웨이	매수	120,000	상향
여행	하나투어	매수	110,000	유지
	GS홈쇼핑	매수	280,000	유지
홈쇼핑	CJ홈쇼핑	매수	260,000	상향
	현대홈쇼핑	매수	170,000	상향
	엔에스쇼핑	매수	20,500	유지

자료: SK 증권

Contents

1. 규제를 고려한 투자 대안은 렌탈/여행/홈쇼핑	3
(1) 렌탈: 영세 사업자가 할 수 없는 영역.	3
(2) 여행: 자영업자들과 상생 구조	3
(3) 홈쇼핑	4
: 태생이 규제 사업, 지속적인 규제에 추가 규제로 인한 영향 미미	
[참고] 2017 년 논의되고 있는 유통 관련 규제	5
: 유통산업발전법 개정을 통한 출점 규제 강화가 가장 우려됨	
2. 최저 임금 인상, 자영업 경쟁력 약화	8
: 대형 유통 업체 규제의 필요성에 힘이 실릴 것	
3. 은퇴인구 급증, 자영업 보호는 정부의 주요 목표	10
4. Mirroring: 2011 년~2014 년 유통 규제 영향 분석	16
5. 기업분석	23
(1) SK 네트워크스	24
(2) 쿠팡전자	29
(3) 코웨이	35
(4) 하나투어	39
(5) GS 홈쇼핑	44
(6) CJ 오쇼핑	49
(7) 현대홈쇼핑	54
(8) 엔에스쇼핑	59

Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 8 월 22 일 기준)

매수	91.5%	중립	8.5%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

1. 규제를 고려한 투자 대안은 렌탈/여행/홈쇼핑

최근 유통 업종은 최저 임금 인상에 따른 성장성 둔화와 향후 대형 유통 업체에 대한 규제가 강화될 것이라는 우려로 조정을 받고 있다. 당사는 유통 업종을 둘러싼 정부 규제 강화에 대한 우려가 현실화될 가능성이 높을 것으로 전망한다. 2018년 최저 임금이 시간 당 7,530 원으로 인상됨에 따라 자영업자들의 수익이 크게 악화될 것이고, 정부는 자영업자들의 수익을 보호할 수 있는 규제를 도입할 수 밖에 없을 것이기 때문이다. 이에 따라 정부 규제의 영향에서 벗어나 있을 수 있는 업체들로 투자대안을 선별할 것을 권한다.

당사는 다음과 같은 이유로 규제의 영향을 받지 않을 것으로 예상되는 렌탈/여행/홈쇼핑 업체들을 투자대안으로 제안한다.

(1) 렌탈: 영세 사업자가 할 수 없는 영역

렌탈은 수요가 증가하는 분야이면서 규제의 영향이 미미한 분야이기도 하다. 당사가 규제 관점에서 주목하는 렌탈 사업의 매력은 영세사업자가 할 수 없는 사업이라는 점이다. 렌탈 사업을 하기 위해서는 초기 자금력이 절대적으로 필요한 만큼, 중소기업자가 하기에는 부적합하다. 즉, 렌탈 사업은 대형 사업자들 간의 경쟁이 치열한 분야로 정부가 보호해야 할 명확한 대상이 없다. 따라서 빠르게 성장하고 있는 렌탈 사업의 성장을 저해할 만한 규제가 나올 가능성 또한 낮아 보인다. 수요가 가파르게 증가하고 있는 분야이면서도 규제의 영향에서 벗어나 있다는 점은 규제에 의한 불확실성이 커지는 국면에서 렌탈 업체들의 투자 매력을 크게 확대할 전망이다.

(2) 여행: 자영업자들과 상생 구조

여행 업체들 역시 규제가 성장을 저해할 가능성이 낮은 대안이다. 대표적인 여행업체인 하나투어와 모두투어 모두 도매 여행사업자로 여행상품을 구성하고, 이를 여행상품을 판매하는 자영업자들에게 공급한다. 하나투어와 모두투어로부터 여행상품을 공급받은 여행 판매처는 소비자에게 적절한 상품을 판매한다. 판매한 상품과 관련한 리스크는 여행사가 모두 부담한다. 여행상품 판매자는 판매에 따른 수수료만 수취하는 구조다. 여행을 하는 자영업자들에게 양질의 여행 상품을 공급하는 일종의 상생 구조가 형성되어 있는 것이다. 따라서 정부 규제의 목표인 자영업자 보호 측면에서 하나투어와 모두투어는 육성해야 할 사업자일 수 있다. 더욱이 여행은 소득과 여가시간의 증가와 함께 지속적으로 수요가 증가하는 만큼, 여행산업이 수용할 수 있는 자영업자 규모는 예상보다 클 수 있기 때문이다.

(3) 홈쇼핑

: 태생이 규제 사업, 지속적인 규제에 추가 규제로 인한 영향 미미

한편, 유통업체들 중에서 규제를 고려하고도 성장 여력이 남아 있는 분야로 홈쇼핑을 들 수 있다. 홈쇼핑은 태생이 규제 사업이다. 업체들은 일정 기간 마다 사업권을 재승인 받아야 한다. 재승인 시에 여러 가지 조건을 만족시켜야 하는 만큼, 홈쇼핑 업체들의 운신의 폭은 원래부터 작았다.

최근 공정위가 발표한 '대형유통업체와 납품업체간 거래 관행 개선 방안'에서도 홈쇼핑에 추가로 영향을 미칠 만한 내용은 눈에 띄지 않는다. 협력업체 재고 부담 완화와 관련된 내용이 일부 새롭게 영향을 미칠 수 있어 보이는데, 지난 수년간 홈쇼핑 업체들이 안정화 시킨 모바일 쇼핑을 통해 해결할 수 있을 것이다. TV 방송 이후에도 모바일 쇼핑에 판매창구를 열어줌으로써 재고 해소가 가능하기 때문이다.

이후 추가 규제 가능성도 크지 않을 전망이다. 홈쇼핑 업체들은 직접적으로 자영업자들과 경쟁하는 구도가 아니며, 중소 사업자들의 주요 판매 채널이라는 점에서 홈쇼핑에 대해 정부는 적절한 갑을 관계를 정립해 시장을 확대하려 할 것이다. 이와 같은 맥락에서 2015년에 공영홈쇼핑을 추가로 허가했으며 다수의 T-commerce 사업자를 선정한 바 있다. 아직 이들의 영입이 본 궤도에 오르지 못했다는 점에서 추가 사업자 선정 가능성 또한 높지 않다.

정부 규제의 영향에서 벗어나 있는 유통/서비스 사업자

사업 영역	업체	투자의견	목표주가(원)	비고
렌탈	SK네트웍스	매수	9,000	유지
	쿠쿠전자	매수	170,000	유지
	코웨이	매수	120,000	상향
여행	하나투어	매수	110,000	유지
홈쇼핑	GS홈쇼핑	매수	280,000	유지
	CJ오쇼핑	매수	260,000	상향
	현대홈쇼핑	매수	170,000	상향
	엔에스쇼핑	매수	20,500	유지

자료: SK 증권

[참고] 2017년 논의되고 있는 유통 관련 규제

: 유통산업발전법 개정을 통한 출점 규제 강화가 가장 우려됨

8월 14일 공정위는 대형 유통업체와 납품업체간 거래 관행 개선 방안을 발표했다. 여기에는 과징금 부과 기준율을 2배 인상하는 것을 비롯하여 납품업체 권익보호를 위해 추진할 내용들이 포함되어 있다. 그러나 공정위의 추진 내용 중 유통산업발전법 개정 없이 직접 시행할 수 있는 것은 판매수수료 공개 대상을 대형마트 및 온라인쇼핑몰까지 확대하는 것과 최저임금 인상 등 공급원가 변동 시 납품가격을 조정할 수 있도록 하는 내용을 표준거래계약서에 포함시키는 것 정도로 제한적이다. 이러한 내용은 유통업체들의 수익성에 영향을 미치는 요인으로 업체들의 노력에 따라 방어가 가능한 부분이다.

공정거래위원회의 대형유통업체와 납품업체간 거래 관행 개선 방안

실천과제	일정
1. 대규모유통업법 집행체계 개선	
◆ 실질적 피해구제를 위한 민사적 구제수단 확충	
□ 고질적·악의적 불공정행위로 발생한 피해에 3배 손해배상제 도입(대규모유통업법 개정사항)	'17.12월
□ 지자체와 협업을 통한 분쟁조정 제도 운영 확대(대규모유통업법 개정사항)	'17~'18년
◆ 법위반 억지력 제고를 위한 행정적 제재 강화	
□ 과징금 부과기준을 2배 인상(대규모유통업법 과징금 고시 개정사항)	'17.12월
□ 실효성 있는 제재를 위한 정액과징금 제도 개선(대규모유통업법 개정사항)	'18년
※ 하반기 「법집행체계 개선 T/F」 논의를 거쳐 실천과제를 추가보완할 계획	
2. 납품업체 권익보호를 위한 제도적 기반 강화	
◆ 법제도의 사각지대 해소 및 맞춤형 권익보호	
□ 복합쇼핑몰 아울렛 입점업체도 대규모유통업법 보호대상에 포함(대규모유통업법 개정사항)	'17.12월
□ 판매수수료 공개대상을 대형마트·온라인쇼핑몰까지 확대	'17.12월
□ 분야별 불공정거래 심사지침 제정 확대 (온라인유통, 중간유통업체)	'18. 6월
◆ 비정상적 거래, 예측불가능한 위험으로부터 권익보호 장치 마련	
□ 납품업체 종업원 사용 시 대형유통업체의 인건비 부담의무 명시(대규모유통업법 개정사항)	'18년
□ 최저임금 등 공급원가 인상 시 납품가격 조정기반 마련	'17.12월
□ 판매분 매입 금지(대규모유통법 개정사항)	'18년
□ 구두발주 부당반품 피해 예방을 위한 제도적 기반 확충	
▷ 계약서에 상품수량 기재 의무화(대규모유통업법 시행령 개정사항)	'17.12월
▷ 부당반품 심사지침 제정	'17.12월
3. 불공정거래 감시 강화 및 업계 자율협력 확대	
□ 매년 중점 개선분야를 선정해 집중 점검·관리	상시
□ 적극적인 신고 유도를 위한 신고포상금 지급 확대(상한액 : 1억 → 5억원)	'17.10월
□ 대규모유통업거래 공시제도 도입(법 개정 사항)	'18년
□ 유통업태별 자율 개선방안 지속 점검·확대	상시

자료: 공정거래위원회

그러나 유통산업발전법 개정을 필요로 하는 내용들은 유통업체들의 성장성을 직접적으로 제한할 수 있는 것들이다. 공정위가 추진하고 있는 내용뿐만 아니라 현재 국회에 상정되어 있는 다수의 유통산업발전법 역시 대형점포의 출점 규제를 강화하는 내용에 방점을 찍고 있다.

그 중에서도 신도시 중심의 대형점포 출점에 제동을 걸만한 내용들이 눈에 띈다. 노회찬, 홍익표 의원 등은 도시계획법을 통해 신규로 형성되는 상권에서도 대형마트의 출점을 제한할 수 있도록 근거를 마련하자는 안을 제출했다. 2013년 대형점포 출점 규제가 강화된 이후 대형 유통업체들은 이미 형성된 상권보다는 신규 상권이라 할 수 있는 신도시 등으로 출점을 지속했다. 이미 형성된 상권에서는 신규 진입시 필요한 상권영향평가 및 지역협력계획서 제출에 필요한 기존 상인들과의 조율이 쉽지 않은 반면, 신규 상권에서는 상권을 보호받을 기존 상인들이 많지 않아 상권영향평가 및 지역협력계획서 제출이 용이하기 때문이다. 그런데 이러한 신규 상권에도 대형 유통업체들의 출점을 제한하겠다는 안이 논의되고 있는 것이다.

대형마트의 출점 자체를 제한한다는 의미에서 과도한 규제라는 비판이 있으나, 신도시에서 형성될 상권을 자영업자들에게 부여한다는 점에서는 설득력이 현저히 떨어진다고 보기는 어렵다. 특히, 앞서 언급한 바와 같이 은퇴인구가 절대적으로 많아지며 자영업 수요가 지속적으로 증가할 것으로 예상된다는 점에서는 더욱 그렇다.

공정위의 인건비 부담, 과징금, 손해배상액 변화

대책		기존	개선
납품업체 종업원 사용 시 인건비 부담 의무		•(대형마트) 부담 없음 •(납품업체) 1억 2,800만원	•(대형마트) 6,400만원 •(납품업체) 6,400만원
	종업원 부담	•6,400만원 - 1억 2,800만원(위반금액) × 50%(법위반 중대 가정)	•1억 2,800만원 - 1억 2,800만원(위반금액) × 100%(법위반 중대 가정)
사용 적발 시	3배 손해배상제 도입	•1억 2,800만원 - 납품업체의 실제 손해액	•3억 8,400만원 - 납품업체의 실제 손해액 × 3
	대형마트 부담액 합계(과징금 + 손해배상)	•1억 9,200만원	•5억 1,200만원

자료: 공정거래위원회

대형마트 표준거래계약서 개정안(예시)

•제4조(상품의 납품) ① 을(납품업체)이 갑(대형마트)에게 납품하여야 하는 상품의 종류, 수량 및 가격과 상품의 납품장소·납품기일은 [별지]와 같다. 상품의 종류, 수량 및 가격과 납품장소·납품기일은 발주의뢰서, 매입전표, 세금계산서 등으로 대신할 수 있다.

② 을은 계약기간 중 최저임금 인상, 원재료가격 변동 등으로 [별지]의 납품가격 조정이 필요한 경우 갑에게 납품가격 조정을 신청할 수 있다. 이 경우 갑은 10일 이내에 을과 협의를 개시하여야 하며 협의결과 납품가격 조정에 합의한 경우 남은 계약기간 동안 조정된 납품가격을 적용한다. <신 설>

주: 표준거래계약서의 경우 신속한 개정이 가능하고 대부분의 유통업체가 실제 사용하고 있어 제도 개선효과가 실질적으로 발생할 것으로 기대

유통산업발전법 개정안 발의 내용

2016년 11월 검토보고서 중 주요 내용

대표발의 의원	분류	규제 내용
조경태, 이연주	대규모점포 출점 제한	대규모점포 개설 등록제의 허가제 제한
조경태	중형규모점포 출점 제한	전통상업보존구역 내 중형규모점포 개설 시 허가제 도입
홍익표, 이연주	준대규모점포 정의 확대	상품공급점을 준대규모점포에 포함
주승용	대규모점포 출점 제한	지역협력계획서 이행실적 공표 신설
유동수, 정유섭, 박지원	대규모점포 출점 제한 (인접 지자체 관련)	<ul style="list-style-type: none"> - 인접 지자체의 장과 개설(변경) 등록 합의(유동수) - 인접 지자체가 개설(변경) 등록 신청 사실을 통보 받은 경우, 사업자에게 상권영향평가서/지역협력계획서의 제출 요구 가능(정유섭) - 개설(변경)에 관하여 인접 지자체와 협의(정유섭) - 상권영향평가서/지역협력계획서 검토 시 인접지자체 협의회 의견 청취(유동수) - 상권영향평가서 및 지역협력계획서에 인접지자체(점포 소재지로부터 2Km범위 일부가 속하게 되는 경우) 관련 내용 포함(박지원) - 개설(변경) 등록 전 관련 지자체 협의회 간 연석회를 통한 협의(박지원)
김진표	대규모점포 출점 제한	도/농 복합 형태의 시에서의 대규모점포에 대한 등록 제한 및 조건 부가
유동수	대규모점포 출점 제한	대규모점포 개설 또는 전통상업보존구역 내 준대규모점포의 등록시점을 현행 '영업 시작 전'에서 '건축허가 신청 또는 건축신고'이전으로 변경
김경수	대규모점포 출점 제한	대규모 점포 등의 등록 시 상권영향평가서 작성(신청자) 및 검토주체(기초 지자체의 장)를 시도지사 소속의 상권영향평가위원회로 대체 (상권영향평가에 필요하다면, 전문기관에 조사 의뢰)
이연주	대규모점포 영업시간 규제	대규모점포 등에 대한 의무휴업일을 현행 매월 2일에서 4일로 확대

2017년 2월 검토보고서 중 주요 내용

대표발의 의원	분류	규제 내용
김종훈, 서영교 등	대규모점포 영업시간 규제	영업시간 및 의무휴업 지정 확대, 의무휴업일 확대 (의무휴업 대상에 백화점, 면세점, 하나로마트 등 추가 & 영업제한 시간 확대) <ul style="list-style-type: none"> - 설날, 추석 당일 의무 휴업(김종훈/서영교) - 대형마트/준대규모점포/백화점 매주 일요일 의무휴업 & 시내면세점 매월 일요일 중 하루(김종훈) - 설날과 추석이 있는 달에는 공휴일 중 3일을 의무휴업 지정(서영교)
정인화	대규모점포 출점 제한	지역협력계획서 이행강제 수단 마련
노희찬	대규모점포 출점 제한	도시/군 관리계획 입안 시 대규모 점포 제한 가능 중소유통상업보호지역 지정 및 대규모점포 개선 제한 <ul style="list-style-type: none"> - 지체차장은 중소유통기업 등의 보호를 위해 [국토의 계획 및 이용에 관한 법률] 제36조에 따른 상업지역의 전부 또는 일부를 중소유통상업보호지역으로 지정 가능 - 중소유통상업보호지역에서는 매장면적 합1만m2를 초과하는 점포 개설 불가

2017년 3월 검토보고서 중 주요 내용

대표발의 의원	분류	규제 내용
박찬대	대규모점포 출점 제한	대규모점포 등의 등록 시점을 건축 허가 또는 용도변경 허가 신청 전으로 변경 상권영향평가 대상 지역의 범위를 확대
홍익표	대규모점포 범위 확대	초대규모점포 정의 신설 및 출점 제한 (매장면적 1만m2)
	대규모점포 출점 제한	국토계획법(도시/군 관리 계획)을 통한 대규모 점포 출점 제한

자료: 국회, SK 증권 리서치센터 정리

2. 최저 임금 인상, 자영업 경쟁력 약화 : 대형 유통 업체 규제의 필요성에 힘이 실릴 것

(1) 최저 임금 인상, 대형 사업자들은 필요 인력 감축으로 대응할 것

2018년 시간당 7,530원, 최저 임금의 가파른 인상은 저임금 근로자의 소득 확대라는 좋은 의도였으나, 그 타격은 아르바이트 및 저임금 노동자를 많이 고용하고 있는 자영업자가 가장 크게 받을 전망이다. 자영업자들이 부담하는 비용 중 인건비 부담이 현저히 크기 때문이다. 다음으로 노동집약적인 제품을 제조하는 업체, 그리고 서비스 업체 중 단순 서비스 비중이 높은 유통/영화관 등이 영향을 받을 것이다.

이중 단순 서비스 비중은 높지만 대형 사업자인 대형 유통 업체 및 영화관 사업자들은 빠르게 무인서비스를 도입하며 최저 임금 인상의 영향에서 벗어나려는 노력을 할 것이다.

유통 및 대형 서비스 사업자들은 초기 큰 비용이 들어가더라도 무인서비스를 개발 및 도입하는 것이 향후 지속적으로 증가하는 인건비 상승을 고려할 때, 충분히 효율적이다. 이미 국내에서도 인건비 상승을 대응하기 위한 키오스크가 확대되고 있다. 영화관에서는 티켓 무인발권이 일반화되어 가고 있고 최근 버거킹/맥도날드 등 대형 패스트푸드 업체들에서도 주문을 키오스크를 통해 하는 점포가 확대되고 있다. 또한 대형마트들에서도 셀프 계산대를 운영하는 점포가 확대되고 있다. 즉, 대형 사업자들은 매출이 증가하지 않더라도 증가하는 인건비를 통제할 방법을 찾을 수 있을 것이다.

(2) 최저 임금 수준의 수입을 얻던 자영업자가

인상된 최저 임금을 수입으로 얻기 위해 필요한 매출 증가: 80%

반면, 최저 임금 인상에 대응하기 어려운 중소 자영업자와 중소 제조업체들은 증가한 인건비를 통제할 수 있는 수단이 많지 않다. 특히, 자영업자들은 인건비를 줄일 수 있는 대응방안이 고용인원을 줄이고 본인의 근무시간을 확대하는 것 외에는 거의 없다. 이 또한 한계가 있을 것으로 판단되고, 따라서 상승한 인건비에 따른 수입 감소를 보전하기 위해서는 매출이 증가해야 하는데, 인건비 상승 폭이 커 필요한 매출 증가 규모도 클 것으로 추정된다.

자영업자들이 인상된 최저 임금을 감내하기 위해 필요한 매출 증가 폭은 2018년 최저 임금 인상이 확정된 이후 GS 리테일이 발표한 편의점 점주 지원 정책을 통해 가늠해 볼 수 있다. GS 리테일이 편의점 점주에 제공하던 최소 보장 수입(점포 매출총이익)을 연간 5,000 만원에서 9,000 만원으로 인상한 것이다. 최소 보장 수입은 편의점 업체들이 점주들이 하루 8시간 직접 운영하는 것을 가정해 본인의 인건비를 수입으로 가져갈 수 있는 수준이다. 즉 최소 보장수입 80% 인상은 아르바이트생 인건비뿐만 아니라 점주 본인의 인건비도 상승한 최저 임금을 수입으로 얻을 수 있기 위해 필요한 매출 성장인 것이다.

편의점이 다른 자영업들과 비교하여 인건비 비중이 높다는 점을 고려하더라도 자영업자들의 수입이 유지되기 위해서는 필요한 매출 증가는 임금 인상률인 18%를 크게 상회함을 추정할 수 있다. 그런데 경쟁력이 약한 자영업자들이 매출을 증가시키는 것은 정부의 도움 없이는 힘들다. 따라서 자영업자들이 많은 외식 및 유통 분야에서 대형 사업자에 대한 규제는 불가피해 보인다.

3. 은퇴 인구 급증, 자영업 보호는 정부의 주요 목표

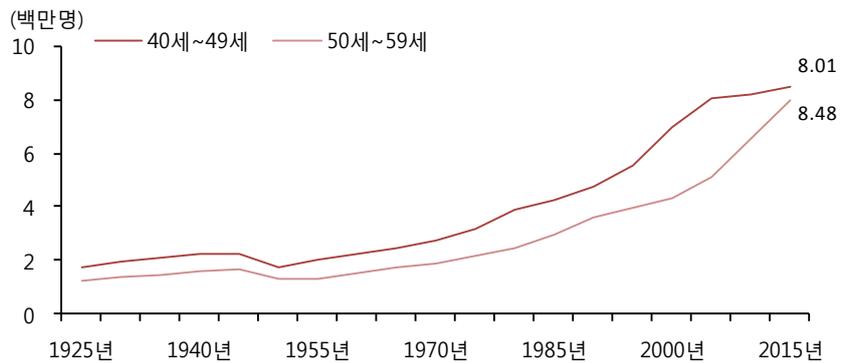
(1) 50대 이상 자영업자 지속적으로 증가

당사가 정부가 적극적으로 자영업자를 보호할 것으로 예상하는 이유는 절대적으로 많아지는 은퇴인구 때문이다. 현재 가장 시급해 보이는 높은 청년실업문제는 신규 채용 확대 정책으로 대응이 가능해 보인다. 그러나 지속적으로 증가할 은퇴인구 모두의 재취업을 지원할 수는 없는 노릇이다.

20대 실업률만큼 높은 수준은 아니나, 60대 이상 실업률은 20대 실업률만큼이나 빠르게 상승하고 있다. 100세 시대를 살아가는 입장에서 은퇴 이후에도 경제활동을 해야만 하는데, 은퇴 인력을 적극적으로 활용해 줄 만한 사업장이 많지 않기 때문이다. 은퇴를 앞둔 40세 ~ 59세 인구 비중이 16.5%이라는 점은 향후 은퇴 인구의 경제 활동에 대해 정부가 적극적인 고민을 하지 않을 수 없게 한다.

현실적으로 대규모 은퇴 인구를 채용할 적당한 사업장이 충분하지 않다. 따라서 경제활동을 지속하고 싶은 은퇴자들의 선택은 자영업이 될 가능성이 높다. 결국, 은퇴 인구가 증가하면 50대 이상의 자영업 수요가 지속적으로 상승할 수 밖에 없다. 현재도 전체 자영업자의 수는 감소하고 있으나 50대 이상의 자영업자 수는 지속적으로 증가하고 있다.

40세~59세 인구수 추이



자료: 통계청

한국 전체 실업률 추이



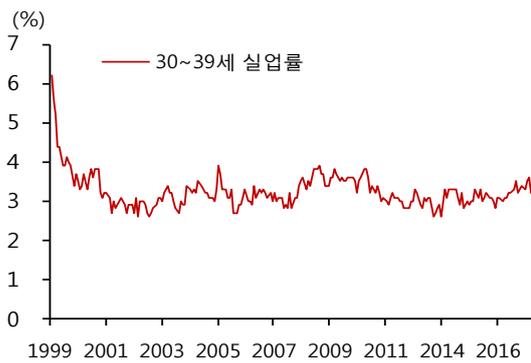
자료 통계청

20 세~29 세 실업률



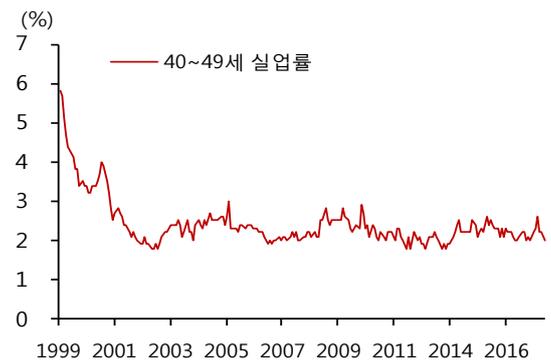
자료 통계청

30 세~39 세 실업률



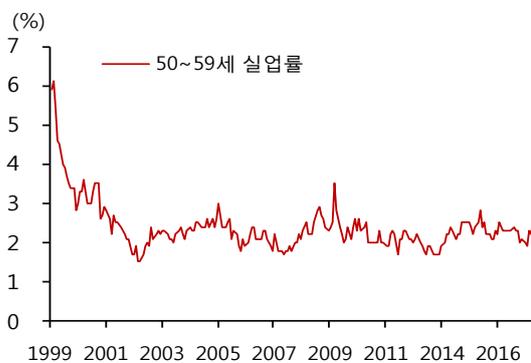
자료 통계청

40 세~49 세 실업률



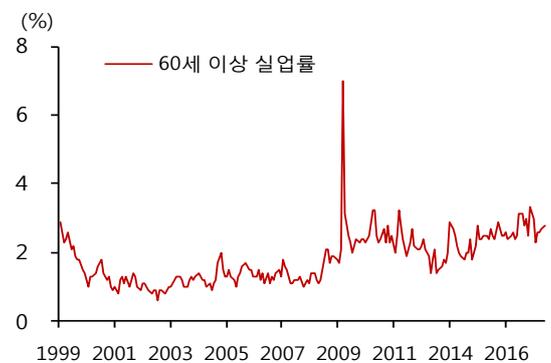
자료 통계청

50 세~59 세 실업률



자료 통계청

60 세 이상 실업률



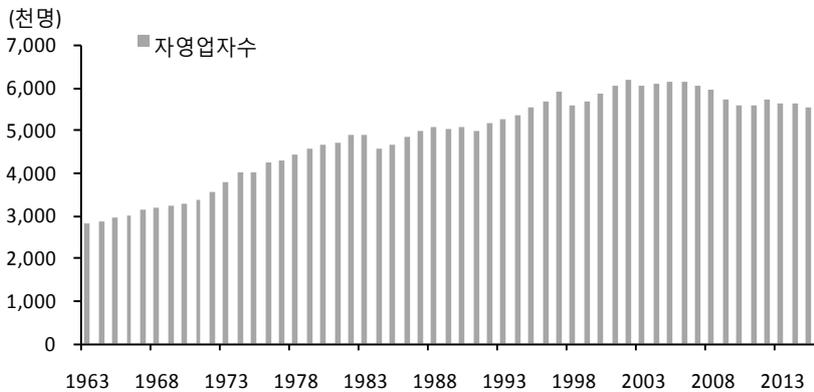
자료 통계청

정부의 적극적인 보호 정책에도
 자영업자들의 경쟁력은
 여전히 낮음
그러나 정부의 보호가 없다면
극심히 악화

자영업자 관련 데이터에서 또 주목해야 할 부분은 전체 자영업자의 지속적인 감소다. 2010년 이후 정부는 보다 적극적으로 자영업자들을 보호하기 위한 정책들을 도입했다. 그럼에도 불구하고 자영업자의 생존은 쉽지 않은 상황인 것이다. 자영업자들의 절대적인 경쟁력이 약한 것이 근본적인 문제이겠지만 달리 말하면, 정부의 보호가 없이는 은퇴자들의 경제활동을 자영업을 통해 흡수하기 어려움을 의미한다. 따라서 정부의 자영업 보호는 이전보다 적극적으로 나타날 가능성이 높다.

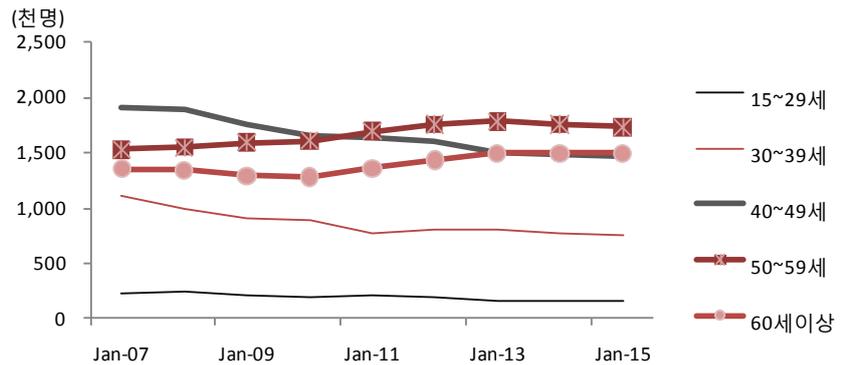
전체 자영업자수는
 2000년대 중반 이후 감소
 vs 50세 이상 자영업자 수
 여전히 증가

전체 자영업자 수 추이



자료: 통계청

연령별 자영업자 추이



자료: 통계청

(2) 대형 유통업 출점 규제, 자영업자 보호를 위한 필요 조건

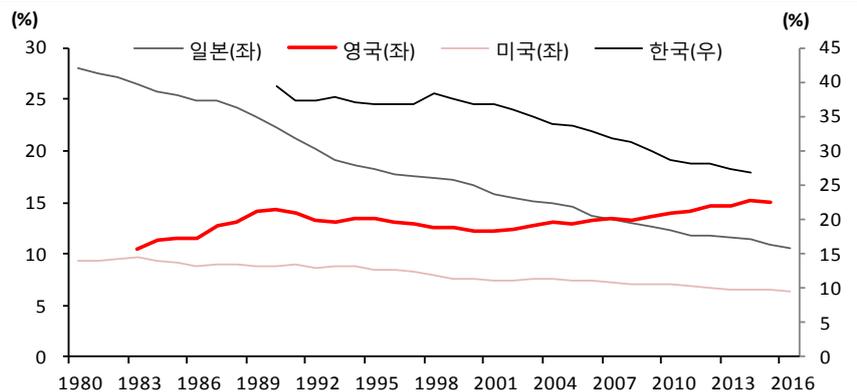
1980년 대 취업자 중 자영업자 비중이 30%에 육박할 정도로 자영업자 비중이 높았던 일본은 1990년대 대형점포의 출점 규제가 완화되며 자영업자 비율이 급격히 하락하였다. 같은 시기 실업률 역시 지속적으로 상승하며 일본의 고용시장은 크게 악화되었다. 대형 유통업체들의 출점이 충분한 채용 확대로 이어지지 못 했음을 보여주는 것이라 해석할 수 있다.

물론, 1990년대 일본의 경제가 급격히 성장이 둔화되기 시작했기 때문에 자영업자 감소와 실업률 증가가 함께 나타난 것으로 해석할 수도 있다. 그러나 일본 경제 성장을 둔화가 1992년 이후 본격화된 데 반해, 실업률은 이보다 빠른 1991년부터 높아지기 시작했다는 점은 앞서의 해석을 지지한다.

결국, 대형점포의 출점 규제가 완화되고 나서 자영업자가 급격히 감소한 일본은 자영업 수요의 급증이 예상되는 한국 시장에서 대형 점포의 출점 규제 필요성을 증명하는 사례라 할 수 있다.

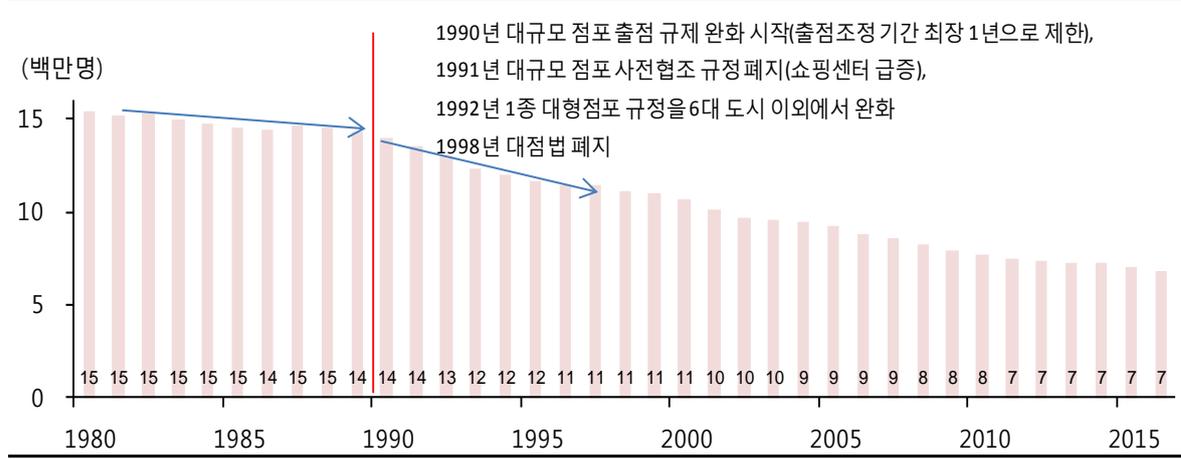
참고로 다수의 국가에서 다양한 이유로 대형 점포에 대한 출점을 규제하고 있다.

주요 국가 취업자 중 자영업자 비율



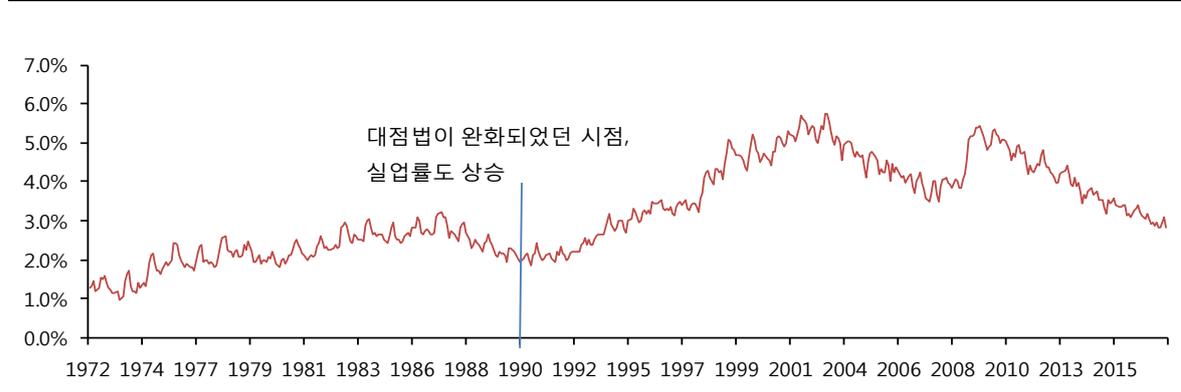
자료: World Bank

일본 자영업자수 추이



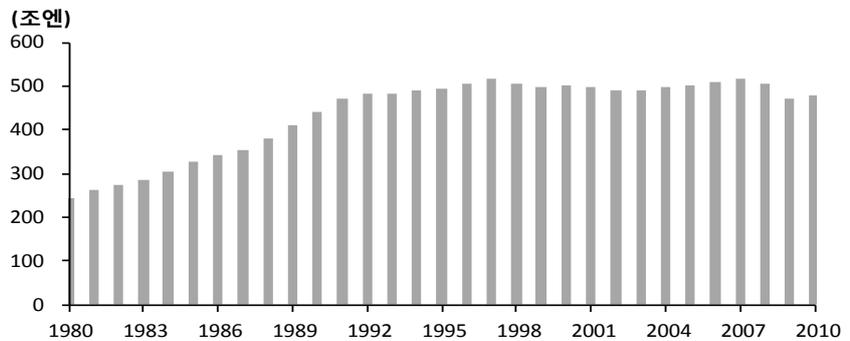
주: 5 명 이하의 도소매/서비스/외식업종을 영위하는 영세 자영업자를 소상공인으로 분류한 기준/자료: WORLD BANK, SK 증권 리서치센터 정리

일본 실업률 추이



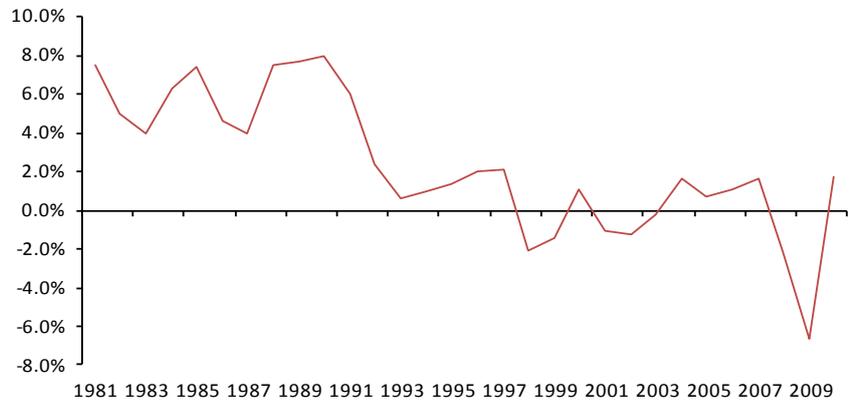
자료: 일본 통계청

엔화 기준 일본 GDP 추이



자료: 일본 Economic and Social Research Institute

엔화 기준 일본 GDP 성장률 추이



자료: 일본 Economic and Social Research Institute

해외 주요 국가 대규모 점포 규제 사례

구분	설립규제	비고
일본	* 대규모 소매점포 신설신고 - 대상: 1000㎡ 이상 * 대규모 소매점포 설립절차 - 계획공표-> 계획설명-> 공청화-> 지방정부 견해 설명 -> 필요 시 계획 자체 조정(2개월 간 주민의견 및 지방정부 권고 수용)	대규모소매점포입지법(2002.6.30) : 대점법 폐지 이후 보완 법률
프랑스	* 입점 규제(로와이에법, 1973) - 대형점 신설규제, 상업근대화 등 규정 - 점포면적 3,000㎡(인구 4만명 미만의 지역은 2,000㎡ 이상) 또는 매장면적 1,500㎡ 이상 (인구 4만명 미만의 지역은 1,000㎡ 이상) 증설은 허가를 받도록 함	Loi Royer법 실업정책에 중점
이탈리아	* 1,500㎡ 이상 점포, 지방정부 허가제 운영 - 유통개발계획서 제출 - 상업능력테스트 시험 통과자에 한해 허가	Law 426
영국	* 지역발전 차원에서 접근 - 다만 지방정부에서 환경정책 측면에서 신규개발 규제 @ PPG6: 도시지역 활성화를 위해 대형점 유치에 대한 가이드 라인을 제시하고 입점을 규제 @ PPG 18: 도시외곽지대에 위치하고 있는 대형점을 입점 규제	환경정책중점
독일	* 도시계획상 규제 - 연면적 1,200㎡, 전용면적 800㎡ 이상의 소매시설은 허가를 받아야 하며 지역의회, 지방자치 정부, 지방상의 소비자 연합의 의견을 수렴해야 함	도시계획, 시설규제, 점포개설에 대한 규제를 연방건설법에 규정된 건설기본계획을 건설령에 건설령에 의거하여 수립 실시하고 있음
미국	* 구역제(Zoning) 실시 - 일부 주에서 도시계획차원에서 설립 규제	독점금지법

자료: 국회

4. Mirroring: 2011 년~2014 년 유통 규제 영향 분석

2010 년 유통산업발전법에서 대규모 점포의 출점 제한 지역을 기존 전통시장 500m 이내에서 1km 이내로 규제를 강화하며 유통산업에 대한 정부의 규제가 본격적으로 강화되었다. 규제는 크게 공정거래위원회의 납품업체 및 가맹점주 보호와 유통산업발전법의 소상공인 보호의 관점에서 강화되었다.

(1) 공정위의 규제, 수익성에 영향을 미치는 요인

공정위는 2011 년 백화점과 홈쇼핑 등의 입점 수수료 조사를 통해 대기업 대비 높은 수수료를 내고 있는 중소 납품업체들의 수수료를 낮추도록 하였고, 2012년에는 가맹본부의 무리한 출점과 비용 전가에 따른 어려움이 있는 가맹점주를 보호하기 위하여 출점 시 거리 제한을 대표로 하는 가맹 업종별 모범거래 기준을 마련하였다. 공정위의 가맹 업종별 모범거래 기준은 2013 년 가맹사업법에 가맹점주를 보호하는 규정들을 포함시키면서 효력을 다했다. 개정된 가맹사업법에서 출점 시 일괄적으로 거리를 제한하는 내용이 제외되며 이후 편의점, 치킨, 피자, 커피전문점 등의 출점을 통한 성장이 지속되었다.

사실, 공정위가 가맹업에 대해 모범거래 기준을 도입하고 본부의 갑질을 규제하게 된 계기는 동네 빵집으로 대표되는 골목상권 보호 논의였다. 동네빵집이 대기업의 프랜차이즈 빵집과의 경쟁에서 도태되는 것을 막기 위한 논의를 진행하던 중, 프랜차이즈 가맹본부와 가맹점주 사이의 불균형 관계가 심각함을 인지, 이를 규제하게 된 것이었다. 갑을 관계에 대한 규제는 가맹사업법 개정을 통해 추구했다면, 애초에 공정위의 관심이었던 대기업으로부터 골목상권을 보호하는 것은 동반성장위원회가 발족하여 중소기업 적합업종을 지정함으로써 추구했다. 제과점업은 중소기업적합업종으로 지정되었고 파리바게트, 푸레주르 등 대기업 계열 제과 프랜차이즈는 출점 제한과 함께 성장성도 크게 둔화되었다.

이 밖에도 공정위는 2013년에는 납품업체가 대형 유통업체에 무상으로 종업원을 파견하는 것을 규제하였으며 유통업체가 받아 오던 판매장려금의 종류를 규정하고 제한하는 등 중소 납품업체 보호 정책들을 도입하였다.

(2) 유통산업발전법, 대형 유통업체의 성장성을 직접 제한

공정위의 규제로 중소기업자들은 큰 혜택을 본 것으로 파악된다. 공정위의 수수료 조사 이후 백화점 및 홈쇼핑 업체들의 입점 수수료가 수년간 하락하고 있는 것이 대표적인 사례다. 그러나 백화점과 홈쇼핑에 직접적으로 납품을 하는 업체들의 혜택이 늘어난 것이 대형유통업체들의 성장성 및 수익성에 미치는 영향은 크지는 않았던 것으로 판단된다. 납품업자에 대한 수수료 및 비용 부담과 관련한 내용은 근본적으로 대형 유통업체의 성장성을 훼손하는 내용은 아니고 수익성에 미치는 요인이었는데, 영업효율화를 통해 수익성 방어가 가능했기 때문이다.

반면, 유통산업발전법을 통한 규제는 유통업체들의 성장성을 근본적으로 제한했다. 유통산업발전법은 대형 유통업체들의 출점과 영업시간을 직접적으로 제한했기 때문이다.

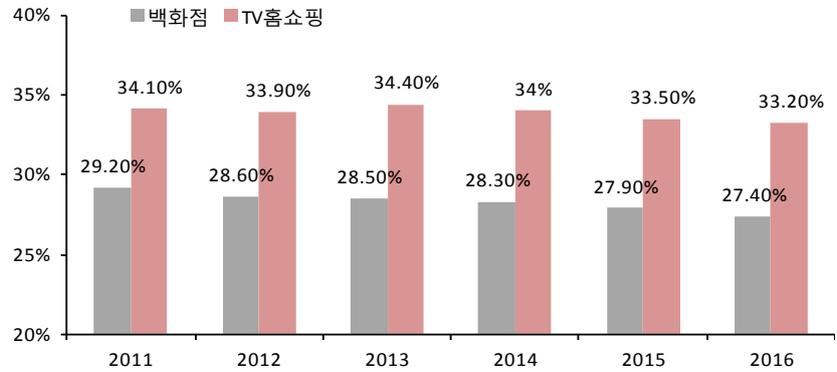
소상공인 보호를 위한 유통산업발전법은 2010년 대형마트의 출점 규제 대상 지역을 전통시장 반경 500m에서 1Km로 강화한 이후, 2012년 의무휴일을 도입하였다. 2013년에는 의무 휴일을 확대하고 영업시간 규제를 신규로 도입하였으며, 대규모점포가 신규 출점할 때에는 상권영향평가 및 지역협력계획서를 지자체장에 의무적으로 제출하도록 규제를 강화하였다. 그 결과 대형유통업체인 할인점들의 성장성은 크게 훼손되었다.

2010년~2014년 유통 산업 관련 규제 주요 내용

연도	주체	주요 내용
2010년	유통산업발전법	- 대형마트, 전통시장 1km 이내 출점 금지(기존 500m에서 강화)
2011년	공정거래위원회	- 백화점/홈쇼핑/할인점 입점 수수료 규제 - 대형마트표준거래계약서 마련
2012년	공정거래위원회	- 대기업 빵집 규제로 시작된 프랜차이즈 업종별 모범거래기준 규정 (제과제빵, 치킨 피자, 커피, 편의점 거리제한 포함) - 백화점/할인점/홈쇼핑 입점 수수료 추가 인하
	유통산업발전법	- 대형마트/SSM 의무휴일 도입(월 1일 이상)
]2013년	공정거래위원회	- 납품업체 종업원 파견/사용 제한 - 대규모 유통업(직매입 관련) 판매 장려금의 종류 제한 - 유통업체 납품업체 간 인테리어(백화점/대형마트), ARS(TV홈쇼핑), 배송비 등 비용 분담에 관한 표준거래계약서 개정
	유통산업발전법	- 대형마트/SSM 의무 휴일 매월 2일로 강화 및 출점 규제 강화(상권영향평가서 및 지역협력계획서 의무화)
	동반성장위원회	- 중소기업적합업종에 제과점 및 음식점업 7개 포함 (대기업의 제과점 및 음식점업 신규 진출 및 확장 제한)
	가맹사업거래 공정화법	- 가맹본부가 가맹희망자에게 제공할 정보공개서를 공정거래위원회에 등록을 의무화
2014년	가맹사업거래 공정화법	- 편의점 심야 영업 강요 금지, 예상 매출액 범위 서면 제공 의무화, 영업지역 설정 의무화 - 2012년 공정거래위원회가 마련한 프랜차이즈 업종별 모범거래기준 폐지(출점 거리제한 폐지)

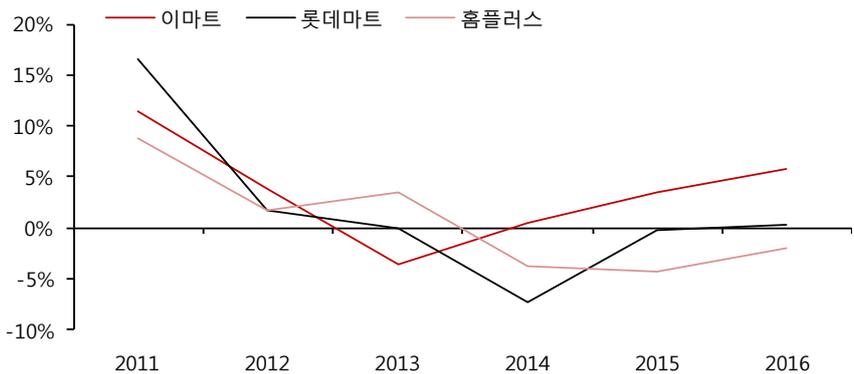
자료: 국회, 공정거래위원회 등

백화점/홈쇼핑 수수료 공정위 조사 이후 명목수수료 변동 추이



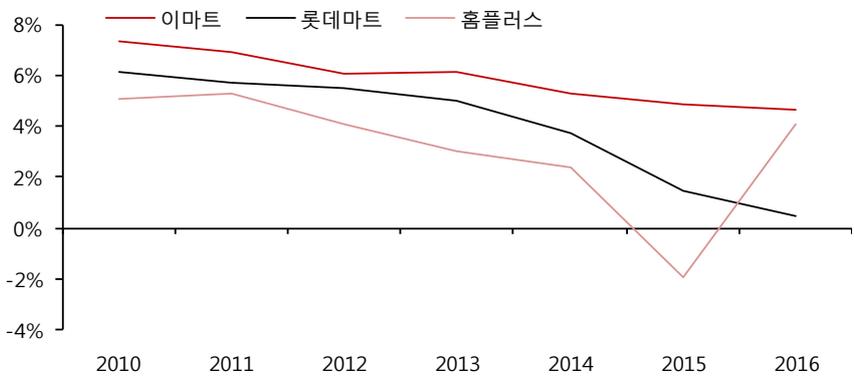
자료 공정거래위원회

대형마트 판매장려금 및 출점 규제 이후 총매출 성장성 추이



자료 각 사

대형마트 판매장려금 및 출점 규제 이후 수익성 추이



자료 각 사

[참고] 2011 년~2014 년 주요 규제 내용

유통업체 수수료 인하

	1차 인하 ('11년 11월)					추가 인하 ('12년 11월)	
	인하 대상 및 인하 정도	인하기준		인하대상 업체 수 (개)	인하규모 (억원)	인하 제외대상	인하 대상 및 인하 정도
백화점	<ul style="list-style-type: none"> 1,054개 중소납품업체 대상 3~7%p 인하 185.6억원 인하 효과 	<ul style="list-style-type: none"> 공정위가 실태조사 한 의류생활잡화의 평균수수료를 기준으로 32% → 25~29% 수준*으로 인하 	<ul style="list-style-type: none"> 롯데 (800개 중 50%) 403 현대 (626개 중 51%) 321 신세계 (610개 중 54%) 330 	<ul style="list-style-type: none"> 100.3억 47.2억 원 38.1억 원 	<ul style="list-style-type: none"> 대기업 및 당해 계열사, 외국계 직진출 협력사, 현재 수수료 수준이 20%대 수준으로 낮은 업체 	<ul style="list-style-type: none"> 중소1차 인하 시 판매수수료/장려금을 인하하지 않았던 납품업체 대상, 1%p 인하 	<ul style="list-style-type: none"> 총 1,200개 납품업체 대상, 연간 197.4억원 (2011년 거래액 기준 추정치)의 인하 효과 예상
할인점	<ul style="list-style-type: none"> 900개 중소납품업체 대상 3~5%p 인하* 129억원 인하 효과 	<ul style="list-style-type: none"> 공정위가 실태조사 한 식품*생활용품의 평균장려금을 기준으로 10% → 5~7% 수준으로 인하 	<ul style="list-style-type: none"> 이마트 (721개 중 46.5%) 335~376 홈플러스 (614개 중 47.2%) 288 롯데마트 (449개 중 50.6%) 227~236 	<ul style="list-style-type: none"> 57억원 37억원 36 억원 	<ul style="list-style-type: none"> 대기업 및 당해 계열사, 외국계 기업(자회사), 수입벤더 	<ul style="list-style-type: none"> 중소1차 인하 시 판매수수료 /장려금을 인하하지 않았던 납품업체 대상, 2%p 인하 	
홈쇼핑	<ul style="list-style-type: none"> 455개 중소납품업체 대상 3~7%p 인하 43.5억원 인하 효과 	<ul style="list-style-type: none"> 공정위가 실태조사 한 의류생활잡화의 평균수수료(정률)를 기준으로 37% → 30~34% 수준으로 인하 	<ul style="list-style-type: none"> GS (143개 중 50.3%) 72 CIO (207개 중 50.7%) 105 현대 (285개 중 50.2%) 143 롯데 (210개 중 50.0%) 105 농수산 (60개 중 49.2%) 30 	<ul style="list-style-type: none"> 9.6억원 9.2억원 10.3억 원 10억원 4.4억원 		<ul style="list-style-type: none"> 총 805개 납품업체에게 2011년 10월 판매분부터 판매수수료 3~7%p 인하 	<ul style="list-style-type: none"> 연간 140억원을 지원하는 효과

자료: 공정거래위원회, SK 증권 정리

2012 년 공정거래위원회의 업종별 모범거래기준 주요내용: 2014 년 8 월 가맹사업법 개정안이 시행되면서 일괄적 거리제한 폐지

	제과제빵 (2012년 4월)	치킨 (2012년 7월)	피자 (2012년 7월)	커피 (2012년 11월)	편의점 (2012년 12월)
영업지역 규제	500m 거리제한	800m 거리제한	1,500m 거리제한	500m 거리제한	250m 거리제한
주기	5년	7년	7년	5년	-
리뉴얼	비용지원 20%~40%지원	20%~40%지원	20%~40%지원	20~40% 지원	-
기타	관련내용 없음	과도한 감리비 등 제한	관련내용 없음	과도한 감리비 등 제한	-
광고	관련내용 없음	년도별 총 광고비 사전동의 분기별 광고내역 송부, 세부내역 열람요구 시 열람의무	관련내용 없음	관련내용 없음	관련내용 없음
판촉	관련내용 없음	원칙: 동의하는 가맹점만 판촉요구가능 - 예외: 전체가맹점 참여가 불가피한 판촉행사의 경우, 70%이상 사전 동의의 시에만 가능	관련내용 없음	관련내용 없음	관련내용 없음
대금정산	-	-	-	대금 월 1~2회 정산 (정산기간 최소 7일 보장)	관련내용 없음
적용대상	파리크라상(파리바게뜨), CJ푸드빌(뚜레쥬르)	(주)제너시스비비큐(비비큐), (주)GNS BHC(BHC), 교촌F&B(주)(교촌치킨), (주)페리카나(페리카나), (주)농협목우촌(뚜레오래)	(주)엠피케이그룹 (미스터피자), 한국도미노피자(주) (도미노피자)	커피베네((주)카베베네), 엔제리너스((주)롯데리아), 할리스커피((주)할리스에프앤비), 탐앤탐스((주)탐앤탐스), 투썸플레이스((주)씨제이푸드빌)	①CU(비지엠프리테일) ②GS25(지에스리테일) ③세븐일레븐(코리아세븐) ④바이더웨이(코리아세븐) ⑤미니스톱(한국미니스톱)

*자료: 공정거래위원회, SK 증권 정리

2013년 대형마트/SSM 등 판매장려금 규제 내용

장려금 항목	인정 여부	근거
기본	불인정	<ul style="list-style-type: none"> ▪납품업자의 매출증가 여부와 상관없이 상품 매입금액의 일정비율을 획일적으로 수령한다는 점에서 판매촉진 목적과의 연관성이 없음. ▪특히, 이번 판매 장려금 명목을 통해 징수된 경제적 이익은 대규모유통업체의 직원 인건비, 점포 유지 운영비 등 일반적 관리 목적에도 활용 가능함.
성과	인정	<ul style="list-style-type: none"> ▪대규모 유통업자는 다양한 판촉노력을 통해 당해 상품의 판매(납품)액을 증가시켜야 약정된 목표를 달성할 수 있음.
신상품 입점	인정	<ul style="list-style-type: none"> ▪신상품이 대규모 유통업자의 매장에 진열되면 해당 상품에 브랜드 인지도를 향상시키고 상품에 고객 접근성을 높이게 됨.
매대(진열)	인정	<ul style="list-style-type: none"> ▪특정 상품을 고객 접근성이 보다 높은 위치에 진열하게 되면 해당 상품에 판매가 촉진될 가능성이 높아져 납품액 증가로 이어질 수 있음.
무반품	불인정	<ul style="list-style-type: none"> ▪법에서 금지하고 있는 부당반품을 하지 않음을 이유로 대규모 유통업자가 수령하는 경제적 이익에 해당됨.
시장판매가격 대응	불인정	<ul style="list-style-type: none"> ▪대규모 유통업자가 경쟁업체의 판매가격 인하 등 시장상황에 대응하기 위하여 자신이 직매입한 상품의 판매가격을 인하함에 소요되는 비용을 자신이 부담하지 않고 납품업자에게 전가시키는 행위에 해당됨.
재고소진	불인정	<ul style="list-style-type: none"> ▪직매입한 대규모 유통업체의 상품에 재고를 소진시키기 위해 행하는 가격할인 등 비용을 대규모 유통업체가 부담하지 않고 납품업자에게 전가시키는 행위에 해당됨.
폐점	불인정	<ul style="list-style-type: none"> ▪대규모 유통업자가 점포 폐점 시 미판매 상품을 소진시키기 위해 발생하는 비용을 자신이 부담하지 않고 납품업자에게 전가시키는 행위에 해당됨.

자료: 공정거래위원회

유통산업발전법 규제 주요 내용(2013년 4월 24일 적용법의 신규 및 주요 내용)

<p>영업시간 규제</p>	<p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 건전한 유통질서 확립, 근로자의 건강권 및 대규모점포 등과 중소기업의 상생발전을 위하여 필요하다고 인정하는 경우 대형마트(대규모점포에 개설된 점포로서 대형마트의 요건을 갖춘 점포를 포함한다)와 준대규모점포에 대하여 다음 각 호의 영업시간 제한을 명하거나 의무휴업일을 지정하여 의무 휴업을 명할 수 있다. 다만, 연간 총매출 중농수산물 유통 및 가격안정에 따른 법률에 따른 농수산물의 매출액 비중이 55퍼센트 이상인 대규모점포들로서 해당 지방자치단체의 조례로 정하는 대규모점포 등에 대해서는 그러하지 아니하다.</p> <p>1. 영업시간 제한</p> <p>2. 의무휴업일 지정</p> <ul style="list-style-type: none"> - 특별자치시장/시장/군수/구청장은 오전0시부터 오전10시까지의 범위에서 영업시간을 제한할 수 있다 - 특별자치시장/시장/군수/구청장은 매월 이틀을 의무휴업일로 지정하여야 한다. 이 경우 의무휴업일은 공휴일 중에서 지정하되, 이해당사자와 합의를 거쳐 공휴일이 아닌 날을 의무휴업일로 지정할 수 있다.
<p>대규모점포 개설 및 변경 등록</p>	<p>대규모점포를 개설하거나 전통상업보존구역에 준/대규모 점포를 개설하려는 자는 영업을 시작하기 전에 지식경제부령으로 정하는 바에 따라 상권영향평가서 및 지역협력계획서를 첨부하여 특별자치시장/시장/군수/구청장에게 등록하여야 한다. 등록된 내용을 변경하려는 경우에도 같다</p> <p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 상권영향평가서 및 지역협력계획서가 미진하다고 판단되는 경우 제출받은 날부터 대통령령으로 정하는 기간 내에 그 사유를 명시하여 보완을 요청할 수 있다.</p> <p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 개설 등록 또는 변경등록(점포소재지를 변경하거나 매장면적의 10분의 1이상 증가하는 경우로 한정한다)하려는 대규모 점포 등의 위치가 전통상업보존구역에 있을 때에는 등록을 제한하거나 조건을 붙일 수 있다.</p> <p>위의 항에 따른 등록 제한 및 조건에 관한 세부사항은 해당 지방자치단체의 조례로 정한다</p> <p>대규모점포 등을 개설하려는 자는 영업을 시작하기 30일전까지 지식경제부령으로 정하는 바에 따라 개설지역 및 시기 등을 포함한 개설계획을 예고해야 한다.</p>
<p>전통상업보존구역의 지정</p>	<p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 지역유통산업의 전통과 역사를 보존하기 위하여 [전통시장 및 상점가 육성을 위한 특별법]에 따른 전통시장이나 중소기업청장이 지정하는 전통상점가(이하 '전통시장 등'이라 한다)의 경계로부터 1킬로미터 이내의 범위에서 해당 지방자치단체의 조례로 정하는 지역을 전통상업보존구역으로 지정할 수 있다.</p> <p>위의 항에 따라 전통상업보존구역을 지정하려는 특별자치시장/시장/군수/구청장은 관할구역 전통시장 등의 경계로부터 1킬로미터 이내의 범위 일부가 인접 특별자치시/시/군/구에 속해있는 경우 인접지역의 특별자치시장/시장/군수/구청장에게 해당 지역을 전통상업보존구역으로 지정할 것을 요청할 수 있다.</p> <p>위의 항에 따라 요청받은 인접 지역의 특별자치시장/시장/군수/구청장은 요청한 특별자치시장/시장/군수/구청장과 협의하여 해당 지역을 전통상업보존구역으로 지정해야 한다.</p>
<p>영업정지 등 패널티</p>	<p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우 1개월 이내의 기간을 정하여 영업을 정지를 명할 수 있다</p> <p>1. 영업시간 제한 규정을 1년 이내에 3회 이상 위반하여 영업을 한 자 또는 의무휴업일을 1년 이내에 3회 이상 위반하여 영업한 자, 이 두 경우의 횟수는 통산한다</p> <p>2. 1에 해당하는 영업정지 명령을 위반하여 영업정지기간 중 영업을 한 자</p>

자료: 국회

참고: 대규모점포 기준

대규모점포란 다음 각 목의 요건을 모두 갖춘 매장을 보유한 점포의 집단으로서 별표에 규정된 것을 말한다

- 가. 하나 또는 대통령령으로 정하는 둘 이상의 연접되어 있는 건물 안에 하나 또는 여러 개로 나누어 설치되는 매장일 것
- 나. 상시 운영되는 매장일 것
- 다. 매장면적의 합계가 3천제곱미터 이상일 것

준대규모점포란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 점포로서 대통령령으로 정하는 것을 말한다

- 가. 대규모점포를 경영하는 회사 또는 그 계열회사(독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 계열회사를 말한다)가 직영하는 점포
- 나. [독점규제 및 공정거래에 관한 법률]에 따른 상호출자제한기업집단의 계열회사가 직영하는 점포
- 다. 가목 및 나목의 회사 또는 계열사가 직영점체인사업에 따른 직영점형 체인사업 및 프랜차이즈형 체인사업의 형태로 운영하는 점포

자료: 국회

중소기업적합업종 중 편의점과 관련이 있는 분야 정리

제과점업	음식점업 7개 (한식, 중식, 일식, 서양식, 기타 외국식, 분식 및 김밥전문점, 그 외 기타 음식점업)
권고사항	확장자제 및 진입자제
내용	<p>1. 대기업(중소기업기본법 기준)은 점포수 총량*을 확장 자제 * 직영점 및 가맹점은 전년도말 2% 이내 허용</p> <p>2. 대기업(중소기업기본법 기준)의 신규 진입자제 - 인수합병 및 업종변경(예: 커피전문점에서 제과점으로 변경하는 경우 등) 등으로 인한 진입 포함</p> <p>3. 대한제과협회는 중소제과점의 경쟁력 강화를 위한 자구노력을 실시해야 함</p>
권고기간	<p>2013년 3월 1일~ 2016년 2월 28일(1차) 2016년 3월 1일~ 2019년 2월 28일(2차)</p> <p>2013년 6월 1일~ 2016년 5월 31일(1차) 2016년 6월 1일~ 2019년 5월 31일(2차)</p>
예외	<p><복합다중시설, 역세권, 신도시/신상권, 상업지역 내 출점에 한해 예외 인정></p> <p>1. 복합다중시설 : 상호출자제한 기업집단 소속 대기업은 연면적 20,000m²이상, 중견기업은 10,000m²이상의 건물/시설에서 출점 가능하며, 본사 및 계열사(연결재무제표 대상)가 소유하고 있는 건물/시설에서는 연면적 관계없이 예외적으로 출점 가능</p> <p>2. 역세권 : 수도권 및 광역기에서 교통시설 출구로부터 반역 100m이내 그 외 지역은 교통시설 출구로부터 반역 200m이내 지역에서 출점 가능</p> <p>3. 신도시/신상권 : 330만m²이상의 규모로 국가 차원의 계획으로 추진하는 신도시 및 상권이 확연히 구분되어 새로이 형성되는 신상권은 출점 가능</p> <p>4. 상업지역 : 토지이용 목적상 중심일반, 근린, 유통 상업지역은 출점 가능</p> <p>5. 패밀리 레스토랑 : 수도권 및 광역시의 경우 왕복 6차선(그 이외 지역은 4차선)이상의 도로에 접해 있는 나대지에 한해 예외적으로 출점 가능 * 다만 패밀리레스토랑의 경우, 1~5 예외조항에 구애 받지 않고 매년 최대 5개 점포까지 신설하는 안도 선택 가능</p>

자료: 동반성장위원회 SK 증권 리서치센터

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

Company Data

자본금	6,487 억원
발행주식수	24,819 만주
자사주	112 만주
액면가	2,500 원
시가총액	17,175 억원
주요주주	
SK(주)(외5)	40.22%
국민연금공단	7.17%
외국인지분률	15.70%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(17/08/28)	6,920 원
KOSPI	2378.51 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	8,120 원
52주 최저가	5,990 원
60일 평균 거래대금	109 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.6%	11.4%
6개월	-6.9%	-18.0%
12개월	11.4%	-4.3%

SK 네트워크스 (001740/KS | 매수(유지) | T.P 9,000 원(유지))

SK 매직, 성장할 수 밖에 없음

당사는 향후 규제 강화로 성장에 대한 불확실성이 커진 대형 유통업체들에 대한 투자는 보수적인 관점을 유지하고, 수요가 지속적으로 증가하면서도 정부 규제 리스크도 낮은 렌탈 사업주들에 적극적인 투자를 권함. SK 네트워크스는 사업포트폴리오 조정을 통해 진정한 렌탈 업체로 전환하고 있음. 특히, SK 매직이 장기 고성장 가능성이 예상되는 중저가 생활용품 렌탈 시장에서 경쟁력을 강화하고 있다는 점에서 매력적인 투자 대안.

목표주가 9,000 원과 투자의견 매수 유지

SK 네트워크스에 대해 목표주가 9,000 원과 투자의견 매수를 유지. 당사는 향후 규제 강화로 성장에 대한 불확실성이 커진 대형 유통업체들에 대한 투자는 보수적인 관점을 유지하고, 수요가 지속적으로 증가하면서도 정부 규제 리스크도 낮은 렌탈 사업주들에 대해 적극적인 투자를 권함. 당사는 최근 사업포트폴리오 조정을 통해 렌터카와 SK 매직으로 사업을 집중하며 진정한 렌탈 사업자로 전환함. 특히, SK 매직의 렌탈 계정 증가와 수익성 개선이 동사의 이익을 증가시키는 핵심 동력이 될 전망.

1~2 인 가구 증가, SK 매직 등 중저가 사업자에게 기회

SK 매직의 핵심 시장인 중저가 렌탈 시장은 여전히 잠재 수요가 높음. 코웨이의 렌탈 계정이 570 만 계정에 이르고 있는데, 대부분 월 렌탈료가 높은 고가 모델이라는 점에서 대상 고객은 3 인 이상 가구 이상으로 제한. 반면, 중저가 렌탈 시장의 주요 고객은 1~2 인 가구와 합리적 소비를 추구하는 3 인 이상 가구를 포함, 잠재 수요가 더 큼. 그럼에도 중저가 렌탈 시장에서 활동하고 있는 SK 매직과 쿠쿠전자의 렌탈 계정 수는 220 만에 불과. 중저가 렌탈 업체들의 높은 성장성을 가늠해 볼 수 있음.

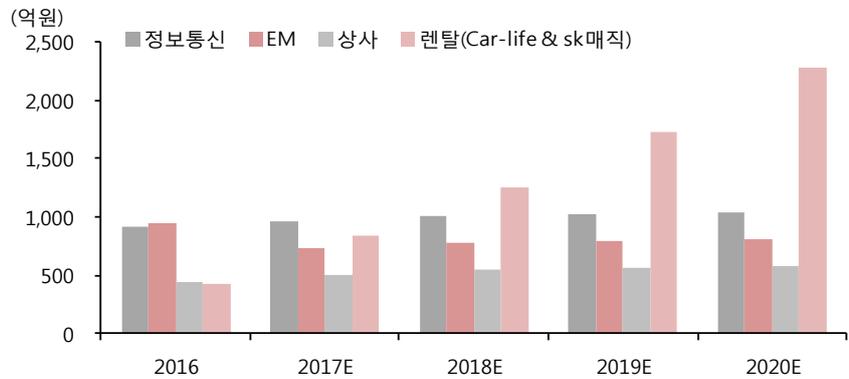
SK 텔레콤과의 마케팅 공유 시작: 본격적인 계정 확대 기대

당사는 충분한 잠재 수요를 기반으로 SK 매직의 렌탈 계정 확대가 본격화 될 것을 기대. 9 월부터 SK 매직의 주요 11 개 제품에 대한 렌탈료를 T-멤버십 포인트로 결제할 수 있는 가격 정책을 도입할 예정. T 멤버십 고객이 1,220 만명에 이르고, 중장년층의 포인트의 활용도가 낮았던 점을 고려하면 해당 가격 정책은 가격 경쟁력을 현저히 높이는 것.

영업실적 및 투자지표

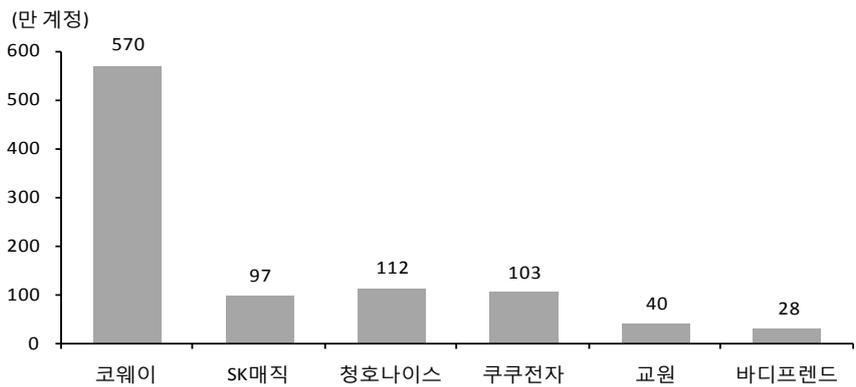
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	224,081	195,234	184,574	192,763	149,109	158,029
yoy	%	-13.7	-12.9	-5.5	4.4	-22.7	6.0
영업이익	억원	2,013	1,911	1,673	1,703	2,631	3,126
yoy	%	-16.4	-5.1	-12.4	1.8	54.5	18.9
EBITDA	억원	3,241	3,411	3,434	4,226	5,248	5,413
세전이익	억원	373	1,243	501	900	1,911	2,406
순이익(지배주주)	억원	321	735	-817	620	1,490	1,877
영업이익률%	%	0.9	1.0	0.9	0.9	1.8	2.0
EBITDA%	%	1.5	1.8	1.9	2.2	3.5	3.4
순이익률	%	0.1	0.4	-0.4	0.3	1.0	1.2
EPS	원	129	371	115	253	600	756
PER	배	69.2	14.8	60.1	27.3	11.5	9.2
PBR	배	0.9	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	12.3	8.9	12.1	8.5	6.0	4.8
ROE	%	1.3	2.9	-3.3	2.6	5.9	7.1
순차입금	억원	17,565	16,763	24,172	18,449	13,698	8,236
부채비율	%	237.7	225.6	258.4	268.0	241.9	234.7

SK 네트워크 부문별 영업이익 기여 예상



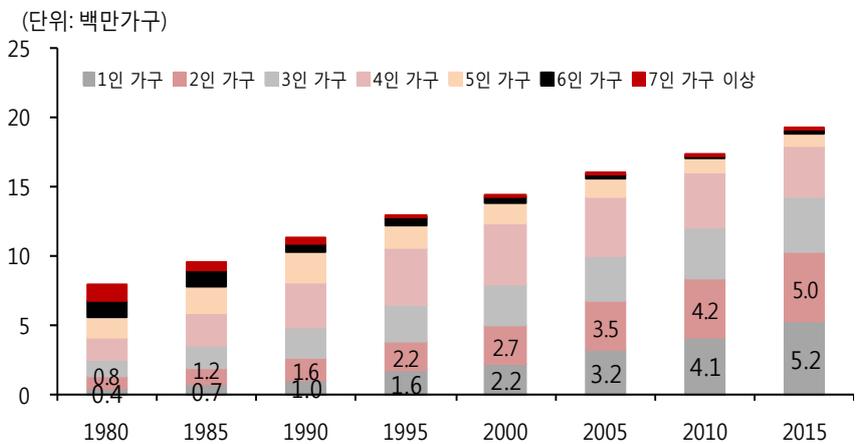
자료: SK 증권

주요 렌탈 업체 2016년 누적 계정 수



자료: 각 사 언론보도 등

가구원수 별 전국 가구 수 추이



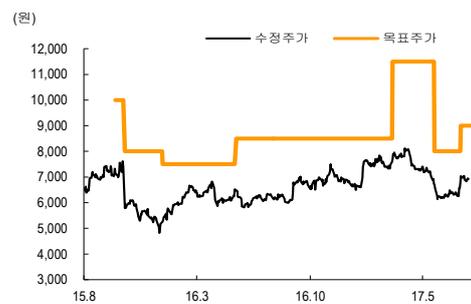
자료: 통계청

SK 네트워크 수익전망(2016년 중단사업 제외한 비교재무제표로 조정)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016년	2017년 E	2018년 E	2019년 E
매출액	43,820	45,162	43,451	52,140	50,578	50,494	45,242	46,448	184,573	192,763	149,109	158,029
정보통신	11,159	10,590	8,176	15,288	10,877	11,911	9,443	15,250	45,213	47,481	49,744	50,895
Energy Marketing(주유소)	18,111	19,077	19,278	18,951	18,899	18,157	18,829	12,453	75,417	68,338	13,798	13,828
Car-Life	1,634	1,691	1,822	1,922	2,022	2,115	2,219	2,486	7,069	8,842	11,137	13,438
렌터카(억원)	1,022	1,098	1,161	1,245	1,385	1,466	1,532	1,781	4,526	6,164	8,353	10,542
경정비(억원)	612	593	661	677	637	649	687	704	2,543	2,678	2,785	2,896
sk매직				456	1,242	1,287	1,347	1,457	456	5,333	6,813	9,301
렌탈					577	623	696	781	1,879	2,677	4,223	6,666
가전					601	598	651	676	2,492	2,526	2,589	2,635
상사	12,217	13,178	13,539	14,889	17,089	16,488	12,862	14,145	53,823	60,584	65,387	68,266
워커힐	477	571	593	630	427	536	542	659	2,271	2,164	2,231	2,301
기타	222	55	43	4	22	0	0	0	324	22	0	0
영업이익	310	389	471	503	297	195	532	679	1,673	1,703	2,631	3,126
정보통신	209	198	176	333	212	213	203	332	916	960	1,006	1,029
Energy Marketing	227	213	325	183	156	193	192	195	948	736	785	800
Car-Life	69	82	114	103	55	114	143	138	368	450	588	735
sk매직				56	74	48	138	125	56	385	662	997
상사	85	86	117	157	129	117	111	149	445	506	540	561
워커힐	-77	-13	-23	43	-63	-4	-5	7	-70	-66	129	138
기타(공통비)	-203	-177	-238	-372	-266	-486	-250	-267	-990	-1,269	-1,080	-1,133
영업이익률	0.7%	0.9%	1.1%	1.0%	0.6%	0.4%	1.2%	1.5%	0.9%	0.9%	1.8%	2.0%
정보통신	1.9%	1.9%	2.2%	2.2%	1.9%	1.8%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Energy Marketing	1.3%	1.1%	1.7%	1.0%	0.8%	1.1%	1.0%	1.6%	1.3%	1.1%	5.7%	5.8%
Car-Life	4.2%	4.8%	6.3%	5.4%	2.7%	5.4%	6.5%	5.6%	5.2%	5.1%	5.3%	5.5%
sk매직				12.3%	6.0%	3.7%	10.3%	8.6%	12.3%	7.2%	9.7%	10.7%
상사	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
워커힐	-16.1%	-2.3%	-3.9%	6.8%	-14.8%	-0.7%	-1.0%	1.0%	-3.1%	-3.0%	5.8%	6.0%
세전이익	172	163	46	-171	173	-124	352	499	210	900	1,911	2,406
세전이익률	0.4%	0.4%	0.1%	-0.3%	0.3%	-0.2%	0.8%	1.1%	0.1%	0.5%	1.3%	1.5%
계속사업순이익	108	101	-13	90	109	-136	268	379	287	620	1,490	1,877
지배주주순이익	5	100	-15	-817	109	-136	268	379	-726	620	1,490	1,877

자료: SK 네트워크, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.29	매수	9,000원
	2017.08.11	매수	9,000원
	2017.06.22	매수	8,000원
	2017.04.04	매수	11,500원
	2016.10.11	매수	8,500원
	2016.08.01	매수	8,500원
	2016.06.13	매수	8,500원
	2016.05.03	매수	7,500원
	2016.02.22	매수	7,500원
	2016.01.26	매수	7,500원
	2015.11.16	매수	8,000원
	2015.10.29	매수	10,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 8 월 29 현재 SK 네트워크스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 29일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	39,233	34,187	38,766	39,760	45,526
현금및현금성자산	11,290	6,964	13,669	18,420	23,882
매출채권및기타채권	14,493	15,479	14,469	12,105	12,555
재고자산	11,417	5,501	5,142	4,302	4,462
비유동자산	42,799	52,016	50,299	47,328	45,247
장기금융자산	794	548	541	541	541
유형자산	35,189	39,851	35,653	33,782	32,151
무형자산	948	5,597	8,258	7,561	6,955
자산총계	82,032	86,203	89,065	87,088	90,773
유동부채	42,619	43,578	42,682	38,353	39,190
단기금융부채	14,849	14,537	15,485	15,485	15,485
매입채무 및 기타채무	26,361	26,005	24,308	20,336	21,093
단기충당부채	7	693	648	542	562
비유동부채	14,219	18,570	22,179	23,266	24,460
장기금융부채	13,804	17,202	16,912	16,912	16,912
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	88	84	78	66	68
부채총계	56,838	62,148	64,861	61,619	63,650
지배주주지분	25,278	24,280	24,436	25,711	27,372
자본금	6,487	6,487	6,487	6,487	6,487
자본잉여금	8,147	8,145	8,145	8,145	8,145
기타자본구성요소	8	8	8	8	8
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	11,082	10,050	10,385	11,875	13,752
비지배주주지분	-84	-225	-233	-241	-249
자본총계	25,194	24,055	24,203	25,470	27,122
부채외자본총계	82,032	86,203	89,065	87,088	90,773

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,918	887	3,968	5,065	5,708
당기순이익(손실)	730	-816	620	1,490	1,877
비현금성항목등	2,602	4,139	3,684	3,758	3,536
유형자산감가상각비	1,353	1,669	2,126	1,871	1,632
무형자산상각비	147	92	397	747	655
기타	-126	1,224	-9	132	201
운전자본감소(증가)	-927	-2,259	-592	-274	313
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3,019	-1,295	1,152	2,365	-451
재고자산감소(증가)	-1,601	4,226	384	840	-160
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	134	-859	-1,801	-3,973	757
기타	-2,478	-4,331	-328	493	167
법인세납부	-488	-177	256	91	-18
투자활동현금흐름	434	-5,506	2,664	590	658
금융자산감소(증가)	232	-3	4	0	0
유형자산감소(증가)	-587	-844	-164	0	0
무형자산감소(증가)	-46	-28	-50	-50	-50
기타	835	-4,631	2,874	639	708
재무활동현금흐름	-3,967	326	113	-904	-904
단기금융부채증가(감소)	-6,430	-4,734	865	0	0
장기금융부채증가(감소)	3,628	6,177	121	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-248	-248	-248	0	0
기타	-917	-868	-873	-904	-904
현금의 증가(감소)	-1,628	-4,326	6,705	4,751	5,462
기초현금	12,918	11,290	6,964	13,669	18,420
기말현금	11,290	6,964	13,669	18,420	23,882
FCF	1,295	7,247	3,435	4,127	4,769

자료 : SK네트웍스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	195,234	184,574	192,763	149,109	158,029
매출원가	184,276	174,344	182,448	139,403	146,373
매출총이익	10,958	10,230	10,315	9,706	11,656
매출총이익률 (%)	5.6	5.5	5.4	6.5	7.4
판매비와관리비	9,047	8,556	8,612	7,075	8,530
영업이익	1,911	1,673	1,703	2,631	3,126
영업이익률 (%)	1.0	0.9	0.9	1.8	2.0
비영업손익	-668	-1,172	-803	-720	-720
순금융비용	730	662	751	687	618
외환관련손익	-626	-273	227	117	117
관계기업투자등 관련손익	-65	-111	-17	-17	-17
세전계속사업이익	1,243	501	900	1,911	2,406
세전계속사업이익률 (%)	0.6	0.3	0.5	1.3	1.5
계속사업법인세	327	214	271	420	529
계속사업이익	916	287	629	1,490	1,877
중단사업이익	-185	-1,103	-8	0	0
*법인세효과	-56	-335	-3	0	0
당기순이익	730	-816	620	1,490	1,877
순이익률 (%)	0.4	-0.4	0.3	1.0	1.2
지배주주	735	-817	620	1,490	1,877
지배주주귀속 순이익률(%)	0.38	-0.44	0.32	1	1.19
비지배주주	-5	1	0	0	0
총포괄이익	267	-752	396	1,266	1,653
지배주주	269	-747	405	1,275	1,661
비지배주주	-2	-5	-8	-8	-8
EBITDA	3,411	3,434	4,226	5,248	5,413

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-12.9	-5.5	4.4	-22.7	6.0
영업이익	-5.1	-12.4	1.8	54.5	18.9
세전계속사업이익	233.4	-59.7	79.7	112.3	26.0
EBITDA	5.2	0.7	23.1	24.2	3.1
EPS(계속사업)	187.0	적전	흑전	137.0	26.0
수익성 (%)					
ROE	2.9	-3.3	2.6	5.9	7.1
ROA	0.9	-1.0	0.7	1.7	2.1
EBITDA마진	1.8	1.9	2.2	3.5	3.4
안정성 (%)					
유동비율	92.1	78.5	90.8	103.7	116.2
부채비율	225.6	258.4	268.0	241.9	234.7
순차입금/자기자본	66.5	100.5	76.2	53.8	30.4
EBITDA/이자비용(배)	3.8	4.1	4.7	5.8	6.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	371	115	253	600	756
BPS	10,180	9,778	9,841	10,355	11,024
CFPS	900	380	1,266	1,654	1,677
주당 현금배당금	100	100	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	25.5	65.2	32.1	13.5	10.7
PER(최저)	14.3	41.9	24.2	10.2	8.1
PBR(최고)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	6.1	18.2	5.5	4.2	4.1
EV/EBITDA(최고)	11.8	12.5	9.2	6.6	5.4
EV/EBITDA(최저)	8.8	10.6	8.1	5.6	4.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

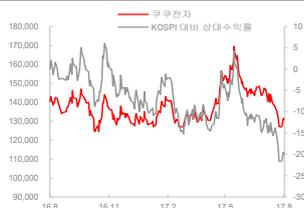
Company Data

자본금	49 억원
발행주식수	980 만주
자사주	165 만주
액면가	500 원
시가총액	12,842 억원
주요주주	
구분학(외3)	58.62%
쿠쿠전자 자사주	16.37%
외국인지분률	7.30%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(17/08/25)	131,000 원
KOSPI	2378.51 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	169,500 원
52주 최저가	124,500 원
60일 평균 거래대금	28 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.2%	-8.9%
6개월	-7.1%	-18.2%
12개월	-6.8%	-19.9%

쿠쿠전자 (192400/KS | 매수(유지) | T.P 170,000 원(유지))

증저가 렌탈 시장, 성장성 충분

당사는 향후 규제 강화로 성장에 대한 불확실성이 커진 대형 유통업체보다는 수요가 지속적으로 증가하면서도 정부 규제 리스크도 낮은 렌탈 사업자들에 적극적인 투자를 권함. 쿠쿠전자는 SK 매직과 함께 증저가 생활용품 렌탈 시장의 고성장을 누리는 중이라는 점에서 적극적인 투자를 권하는 종목. 그 동안 주가 상승의 걸림돌이었던 밥솥사업에 대한 우려는 2분기 실적을 통해 충분히 반영된 것으로 판단.

렌탈사업의 예상을 초과하는 호조, 밥솥부진을 상쇄하고도 남을 것

6월 이후의 지속적인 주가 하락으로 밥솥사업의 부진과 이에 대한 우려를 확대했던 분할 비율과 관련한 실망은 이미 주가에 충분히 반영. 분할 이후 렌탈사업을 영위할 쿠쿠홈시스(주) 주가는 예상을 초과하는 렌탈사업의 호조를 적극적으로 반영할 전망이다. 기존 쿠쿠전자 주주들이 받게 될 쿠쿠홀딩스 지분은 밥솥부진을 반영하여 절대 주가는 낮은 수준에서 형성되겠지만, 쿠쿠홈시스(주)의 지분 16.82%를 보유하게 되는 만큼, 분할 후 주가는 렌탈사업 호조를 반영하며 상승할 가능성 높음. 목표주가 170,000 원과 투자의견 매수 유지.

1~2인 가구 증가, 쿠쿠전자에게 기회

쿠쿠전자 렌탈사업의 핵심 시장인 증저가 렌탈 시장은 여전히 잠재 수요가 높음. 코웨이의 렌탈 계정이 570만 계정에 이르고 있는데, 대부분 월 렌탈료가 높은 고가 모델이라는 점에서 대상 고객은 3인 이상 가구 이상으로 제한. 반면, 증저가 렌탈 시장의 주요 고객은 1~2인 가구와 합리적 소비를 추구하는 3인 이상 가구를 포함, 잠재 수요가 더 큼. 그럼에도 증저가 렌탈 시장에서 활동하고 있는 SK 매직과 쿠쿠전자의 렌탈 계정 수는 220만에 불과. 증저가 렌탈 업체들의 높은 성장성을 가늠해 볼 수 있음.

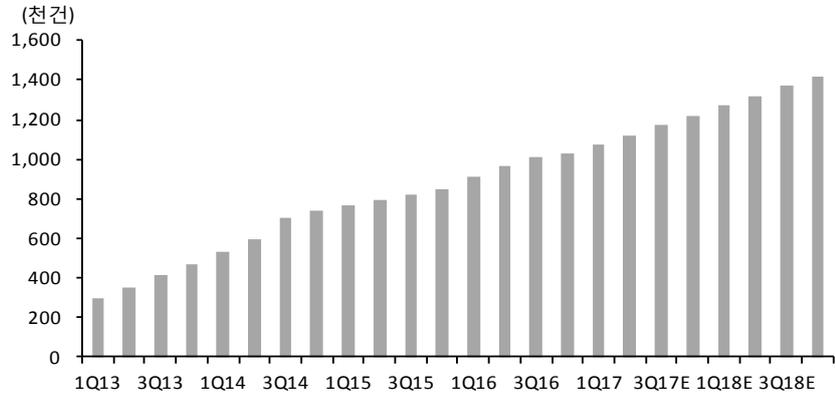
밥솥, 최악은 지난 듯

2분기 밥솥사업은 예상보다 큰 영업이익 감소로 투자자들에게 충격을 줌. 매출부진을 방어하기 위해 적극적인 프로모션을 진행했음에도 매출이 회복되지 않았던 것. 그러나 이는 지난 수년간의 밥솥 판매 호조로 추가로 밥솥을 구매할 내수 수요 자체가 감소했던 것으로 추정되며, 오히려 2분기 실적을 통해 내수 프로모션의 무용성을 확인한 만큼, 향후 밥솥사업은 내수에서는 수익성을 관리하고 성장은 보다 적극적인 수출을 통해 추구하는 것으로 전략이 수정될 것으로 전망.

영업실적 및 투자지표

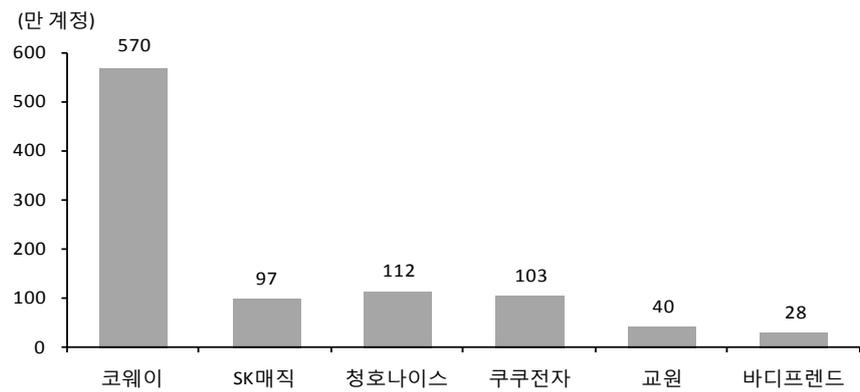
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	5,667	6,675	7,167	7,278	7,845	8,779
yoy	%	11.4	17.8	7.4	1.6	7.8	11.9
영업이익	억원	786	916	954	845	1,019	1,225
yoy	%	14.8	16.6	4.1	-11.4	20.5	20.2
EBITDA	억원	1,070	1,173	1,329	1,282	1,457	1,619
세전이익	억원	1,180	979	1,049	829	1,034	1,243
순이익(지배주주)	억원	907	746	811	645	807	969
영업이익률%	%	13.9	13.7	13.3	11.6	13.0	14.0
EBITDA%	%	18.9	17.6	18.6	17.6	18.6	18.5
순이익률	%	16.0	11.2	11.2	9.1	10.3	11.0
EPS	원	9,255	7,611	8,272	6,584	8,227	9,889
PER	배	19.2	30.2	15.6	19.9	15.9	13.3
PBR	배	4.0	4.5	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	배	14.8	17.7	8.4	8.8	7.2	6.0
ROE	%	22.7	15.8	15.2	11.1	12.8	14.0
순차입금	억원	-1,678	-1,788	-1,589	-1,685	-2,422	-3,210
부채비율	%	25.5	22.7	26.0	24.0	26.0	28.3

쿠쿠전자 렌탈 계정 수 추이 및 전망



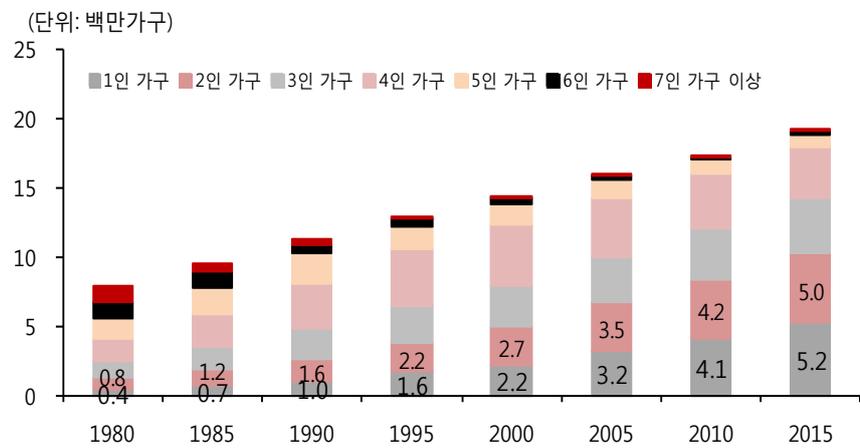
자료: 쿠쿠전자, SK 증권 추정

주요 렌탈 업체 2016년 누적 계정 수



자료: 각 사 언론보도 등

가구원수 별 전국 가구 수 추이

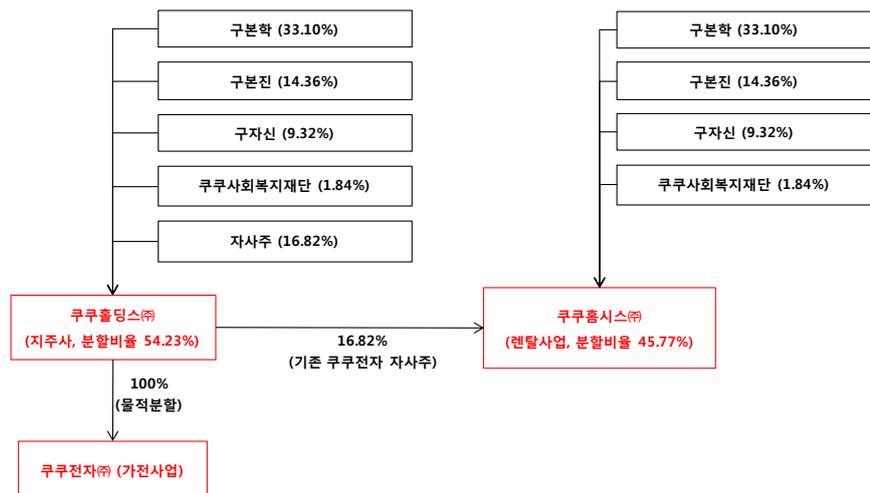


자료: 통계청

	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	907	746	811	645	807	969	1,154
가전			489	305	335	383	451
렌탈			309	341	471	587	704
Implied P/E Multiple(X)					20.7		
가전 적정 P/E Multiple(X)					15.0		
렌탈 적정 P/E Multiple(X)(코웨이 적용 P/E Multiple 25x 대비 15% 할인)					21.3		
적정시가총액(억원)					16,726		
C: 쿠쿠홀딩스 적정 시가총액(= A+B)					6,715		
A: 가전사업(분할 후, 쿠쿠전자(주)) 적정 지분 가치 (쿠쿠홀딩스(주) 100% 보유)					5,031		
B: 쿠쿠홀딩스가 보유하게 될 렌탈사업(쿠쿠홈시스(주)) 지분 가치(기존 자사주 16.82%)					1,684		
D: 렌탈사업(분할 후, 쿠쿠홈시스(주)) 적정 시총					10,012		
총주식수(천주)					9,803		
E: 쿠쿠홀딩스(지주) 주식수(천주)					5,316		
F: 쿠쿠홈시스(렌탈) 주식수(천주)					4,487		
분할 전 쿠쿠전자 적정주가(원)					170,616		
쿠쿠홀딩스(지주회사) 적정주가(= C / E)					126,312		
쿠쿠홈시스(렌탈) 적정주가(= D / F)					223,100		
목표주가(원)					170,000		

자료: 쿠쿠전자, SK 증권 추정

쿠쿠전자 분할 이후 사업 및 지배 구조



자료: 쿠쿠전자, SK 증권 정리

쿠쿠전자 인적 및 물적분할 일정

일정	일자
이사회결의일	2017-07-13
주주총회예정일	2017-10-31
분할기일	2017-12-01
분할등기 예정일	2017-12-04
신주 배정 기준일	2017-12-01
신주권 교부 예정일	2018-01-10
주 상장 예정일	2018-01-11

자료: 쿠쿠전자,

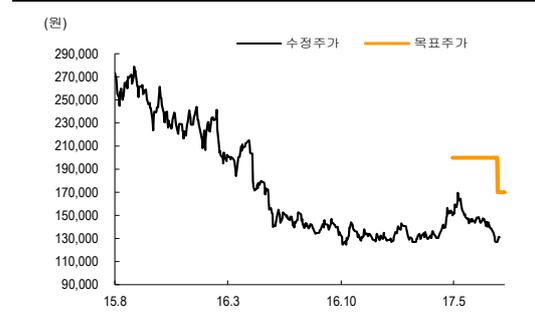
쿠쿠전자 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
매출	1,727	1,540	1,639	1,769	1,946	1,636	1,760	1,826	1,900	1,666	1,747	1,966	6,675	7,167	7,278	7,845
가전사업	1,327	1,104	1,180	1,287	1,432	1,091	1,171	1,237	1,272	984	1,035	1,242	4,899	4,930	4,532	4,491
렌탈사업	400	436	459	481	514	545	590	589	628	682	712	724	1,777	2,237	2,746	3,354
영업이익	329	217	189	182	275	223	238	218	272	152	197	224	916	954	845	1,019
가전	246	172	122	141	187	129	136	130	169	36	80	114	681	583	399	424
렌탈	83	45	67	40	87	94	102	88	103	116	117	110	236	371	446	595
영업이익률	19.0%	14.1%	11.5%	10.3%	14.1%	13.6%	13.5%	11.9%	14.3%	9.1%	11.3%	11.4%	13.7%	13.3%	11.6%	13.0%
가전	18.5%	15.6%	10.3%	11.0%	13.1%	11.8%	11.6%	10.5%	13.3%	3.7%	7.8%	9.2%	13.9%	11.8%	8.8%	9.4%
렌탈	20.8%	10.4%	14.5%	8.4%	17.0%	17.2%	17.3%	14.9%	16.5%	17.0%	16.4%	15.1%	13.3%	16.6%	16.2%	17.7%
세전이익	132	221	295	240	249	265	247	241	247	155	200	227	979	1,049	829	1,034
세전이익률	7.6%	14.4%	18.0%	13.6%	12.8%	16.2%	14.0%	13.2%	13.0%	9.3%	11.5%	11.6%	14.7%	14.6%	11.4%	13.2%
당기순이익	273	204	97	171	236	186	187	192	207	120	156	177	746	801	661	807
지배주주순이익	273	204	98	171	233	183	188	206	201	111	156	177	746	811	645	807

자료: 쿠쿠전자, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.29	매수	170,000원
	2017.08.22	매수	170,000원
	2017.07.11	매수	200,000원
	2017.05.29	매수	200,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 29일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,205	3,371	3,654	4,550	5,608
현금및현금성자산	507	482	958	1,695	2,483
매출채권및기타채권	646	758	816	880	990
재고자산	559	699	763	831	944
비유동자산	3,005	3,777	3,863	3,768	3,756
장기금융자산	535	744	880	880	880
유형자산	1,531	1,922	1,848	1,641	1,490
무형자산	45	44	52	59	66
자산총계	6,210	7,148	7,516	8,317	9,364
유동부채	883	1,153	964	1,039	1,169
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	590	842	629	678	763
단기충당부채	90	90	96	104	117
비유동부채	265	321	488	678	896
장기금융부채	1	1	36	36	36
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,148	1,475	1,452	1,717	2,065
지배주주지분	5,053	5,641	6,019	6,557	7,258
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	624	624	624	624	624
기타자본구성요소	-736	-793	-793	-793	-793
자기주식	-736	-793	-793	-793	-793
이익잉여금	5,120	5,757	6,150	6,703	7,420
비지배주주지분	9	32	45	43	41
자본총계	5,062	5,673	6,064	6,600	7,299
부채외자본총계	6,210	7,148	7,516	8,317	9,364

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	152	-39	475	1,147	1,180
당기순이익(손실)	979	1,049	661	807	969
비현금성항목등	328	383	642	650	650
유형자산감가상각비	255	373	434	435	391
무형자산감가상각비	1	2	3	3	3
기타	165	196	128	91	117
운전자본감소(증가)	-889	-1,261	-699	-130	-213
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-131	-83	157	-64	-110
재고자산감소(증가)	-584	-929	-256	-68	-113
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	39	74	-295	49	85
기타	-212	-323	-305	-47	-74
법인세납부	-267	-210	-128	-181	-227
투자활동현금흐름	-29	-90	26	-157	-139
금융자산감소(증가)	-175	-38	193	0	0
유형자산감소(증가)	-130	-174	-217	-229	-240
무형자산감소(증가)	-3	-6	-10	-10	-10
기타	279	127	61	82	111
재무활동현금흐름	-102	107	-17	-253	-253
단기금융부채증가(감소)	51	247	-17	0	0
장기금융부채증가(감소)	-30	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	33	0	0	0
배당금의 지급	-123	-172	-253	-253	-253
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	18	-26	477	737	788
기초현금	489	507	482	958	1,695
기말현금	507	482	958	1,695	2,483
FCF	638	645	510	873	896

자료 : 쿠팡전자, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,675	7,167	7,278	7,845	8,779
매출원가	3,764	3,878	4,092	4,486	5,213
매출총이익	2,912	3,289	3,186	3,360	3,566
매출총이익률 (%)	43.6	45.9	43.8	42.8	40.6
판매비와관리비	1,995	2,335	2,341	2,341	2,341
영업이익	916	954	845	1,019	1,225
영업이익률 (%)	13.7	13.3	11.6	13.0	14.0
비영업손익	63	95	-16	15	18
순금융비용	-54	-69	-57	-80	-109
외환관련손익	-33	6	-39	-39	-39
관계기업투자등 관련손익	66	64	66	66	66
세전계속사업이익	979	1,049	829	1,034	1,243
세전계속사업이익률 (%)	14.7	14.6	11.4	13.2	14.2
계속사업법인세	233	248	168	227	273
계속사업이익	746	801	661	807	969
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	746	801	661	807	969
순이익률 (%)	11.2	11.2	9.1	10.3	11.0
지배주주	746	811	645	807	969
지배주주귀속 순이익률(%)	11.18	11.31	8.87	10.28	11.04
비지배주주	-1	-10	16	0	0
총포괄이익	764	808	643	789	952
지배주주	766	818	630	791	954
비지배주주	-2	-10	13	-2	-2
EBITDA	1,173	1,329	1,282	1,457	1,619

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	17.8	7.4	1.6	7.8	11.9
영업이익	16.6	4.1	-11.4	20.5	20.2
세전계속사업이익	-17.1	7.2	-21.0	24.7	20.2
EBITDA	9.6	13.3	-3.5	13.6	11.1
EPS(계속사업)	-17.8	8.7	-20.4	25.0	20.2
수익성 (%)					
ROE	15.8	15.2	11.1	12.8	14.0
ROA	12.7	12.0	9.0	10.2	11.0
EBITDA마진	17.6	18.6	17.6	18.6	18.5
안정성 (%)					
유동비율	362.9	292.2	379.1	437.8	479.9
부채비율	22.7	26.0	24.0	26.0	28.3
순차입금/자기자본	-35.3	-28.0	-27.8	-36.7	-44.0
EBITDA/이자비용(배)	4,769.4	7,822.2	45,864.2	41,470.7	46,090.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,611	8,272	6,584	8,227	9,889
BPS	51,539	57,546	61,394	66,885	74,038
CFPS	10,228	12,099	11,040	12,695	13,914
주당 현금배당금	2,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.6	29.5	25.7	20.6	17.1
PER(최저)	21.4	15.1	19.3	15.4	12.8
PBR(최고)	6.0	4.2	2.8	2.5	2.3
PBR(최저)	3.2	2.2	2.1	1.9	1.7
PCR	22.4	10.7	11.9	10.3	9.4
EV/EBITDA(최고)	24.4	16.9	11.7	9.8	8.3
EV/EBITDA(최저)	12.2	8.0	8.5	6.9	5.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

Company Data

자본금	407 억원
발행주식수	7,482 만주
자사주	233 만주
액면가	500 원
시가총액	72,798 억원
주요주주	
코웨이홀딩스(외9)	26.99%
ERROR	7.24%
외국인지분률	59.00%
배당수익률	3.30%

Stock Data

주가(17/08/25)	97,300 원
KOSPI	2378.51 pt
52주 Beta	0.47
52주 최고가	111,000 원
52주 최저가	82,100 원
60일 평균 거래대금	140 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.2%	-0.7%
6개월	8.5%	-4.5%
12개월	15.0%	-1.2%

코웨이 (021240/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(상향))

누가 뭐래도 렌탈 사업의 절대 강자

당사는 향후 규제 강화로 성장에 대한 불확실성이 커진 대형 유통업체보다는 수요가 지속적으로 증가하면서도 정부 규제 리스크도 낮은 렌탈 사업자들에 적극적인 투자를 권함. 코웨이는 생활용품 렌탈 사업의 절대 강자이면서 적극적인 주주환원 정책을 실시하고 있어 안정적인 투자를 원하는 투자자들에 적합한 투자 대안.

목표주가 120,000 원으로 상향

코웨이에 대해 목표주가를 기존 110,000 원에서 120,000 원으로 상향하고 투자 의견 매수를 유지. 2 위권 사업자들의 적극적인 계정 확대에도 실적의 안정성이 여전히 높은 점을 반영. 여기에 탁월한 주주 환원 정책을 고려했을 때, 안정성을 중요시 여기는 투자자라면 코웨이가 매력적인 투자 대안. 당사는 2017 년 분기배당을 실시하기 시작. 이 밖에도 2017 년 연간 1,000 억원 규모의 자사주 매입, 700 억원 규모의 자사주를 소각할 계획.

정수기의 성장 둔화를 렌탈 품목 확대로 보완

동사의 주요 시장인 고가 정수기 렌탈 시장의 성장성 둔화는 불가피. 그러나 렌탈 사업을 오랜 기간 영위하며 쌓은 노하우는 절대적. 이를 기반으로 정수기에서 타 품목으로 영역을 확대 중. 실제로 최근에는 정수기보다 공기청정기의 렌탈 계정 증가가 더 많아 지기도 함. 탄탄한 판매조직을 기반으로 소비자들의 변화하는 수요를 빠르게 파악, 대응하고 있어 향후 완만한 성장은 충분히 지속될 수 있을 것으로 추정.

대주주의 지분 매각 가능성은 시간이 지날수록 높아질 듯

동사의 대주주는 MBK 파트너스로 해당 펀드의 만기는 2018 년 1 월임. 물론, 해당 펀드는 롤오버가 가능하여 당기에 지분 매각이 필요한 것은 아님. 그러나 지난 5 월 16 일 MBK 파트너스는 보유 지분 31.2% 중 4.68%를 매각한 바 있고, 대주주가 PEF 인 만큼 지분 매각 가능성은 시간이 지날수록 높아짐. 단, 당사는 성장성 둔화에 대한 우려가 있음에도 불구하고 렌탈 시장에서 절대적 강자임이 분명, 동사의 경영권을 탐내는 업체들은 충분할 것. 향후 투자자들이 지켜봐야 할 투자포인트로 판단됨.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	21,603	23,152	23,763	24,526	25,369	26,239
yoy	%	2.0	7.2	2.6	3.2	3.4	3.4
영업이익	억원	3,644	4,633	3,388	4,662	4,945	5,246
yoy	%	7.5	27.1	-26.9	37.6	6.1	6.1
EBITDA	억원	5,780	6,910	5,719	7,162	7,702	8,025
세전이익	억원	3,324	4,545	3,238	4,444	4,802	5,106
순이익(지배주주)	억원	2,497	3,431	2,436	3,363	3,650	3,881
영업이익률%	%	16.9	20.0	14.3	19.0	19.5	20.0
EBITDA%	%	26.8	29.9	24.1	29.2	30.4	30.6
순이익률	%	11.6	14.8	10.2	13.7	14.4	14.8
EPS	원	3,238	4,449	3,167	4,464	4,843	5,150
PER	배	26.0	18.9	27.9	21.8	20.1	18.9
PBR	배	6.3	5.2	5.7	6.1	4.7	3.7
EV/EBITDA	배	11.3	9.4	12.2	10.5	9.3	8.4
ROE	%	25.2	30.2	20.1	28.3	26.5	22.2
순차입금	억원	118	-375	2,101	2,658	-946	-4,827
부채비율	%	56.0	43.4	66.3	90.3	70.7	57.9

코웨이 분기별 수익전망

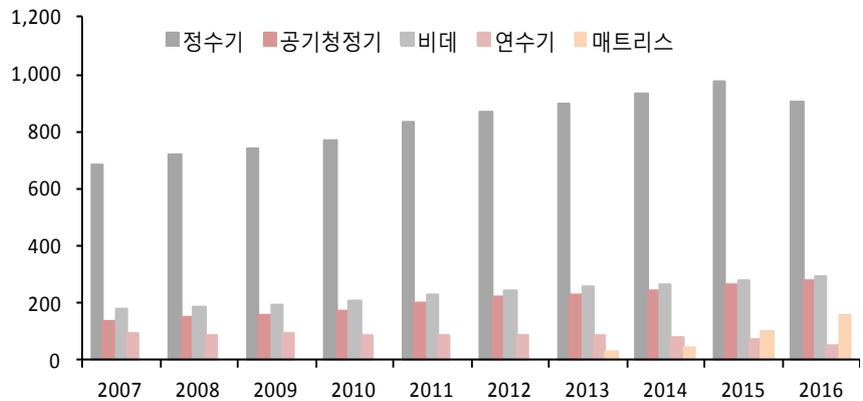
(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
연결매출	6,237	5,550	5,835	6,140	6,102	6,234	5,902	6,288	6,309	6,435	6,112	6,513	23,152	23,763	24,526	25,369
렌탈	3,801	3,841	3,675	3,609	3,695	3,795	3,675	3,644	3,731	3,823	3,693	3,654	14,911	14,926	14,809	14,901
금융리스	215	286	270	284	259	302	350	369	337	393	456	480	409	1,054	1,281	1,665
멤버십	430	425	421	400	378	367	331	328	336	344	332	329	1,796	1,675	1,404	1,341
일시불	504	541	426	487	459	504	426	491	495	519	428	493	1,712	1,957	1,880	1,935
수출	567	598	481	523	680	555	529	576	748	611	582	633	1,493	2,170	2,340	2,574
화장품	201	173	181	187	209	187	191	196	219	196	200	206	831	742	783	822
물환경	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	250	13	0	0
기타	45	45	51	45	39	39	54	47	41	41	57	50	210	186	179	188
일회성(리콜)	0	-679	0	0												
영업이익	1,236	118	1,070	964	1,209	1,206	1,114	1,133	1,252	1,281	1,195	1,217	4,633	3,388	4,662	4,945
영업이익률	19.8%	2.1%	18.3%	15.7%	19.8%	19.3%	18.9%	18.0%	19.8%	19.9%	19.5%	18.7%	20.0%	14.3%	19.0%	19.5%
세전이익	1,253	52	900	1,032	1,006	1,260	1,079	1,099	1,218	1,241	1,160	1,184	4,545	3,238	4,444	4,802
세전이익률	20.1%	0.9%	15.4%	16.8%	16.5%	20.2%	18.3%	17.5%	19.3%	19.3%	19.0%	18.2%	19.6%	13.6%	18.1%	18.9%
계속사업순이익	952	28	677	777	755	952	820	835	925	943	881	900	3,431	2,433	3,362	3,650
지배주주순이익	952	28	678	778	755	952	820	835	925	943	881	900	3,431	2,436	3,362	3,650

자료: 코웨이, SK 증권

코웨이 제품별 렌탈 매출 추이

(단위: 십억원)



자료: 코웨이

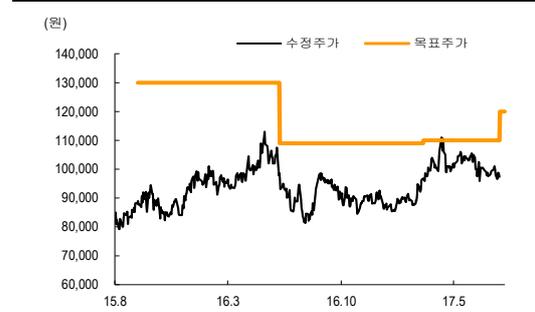
코웨이 Valuation

	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	3,431	2,433	3,362	3,650	3,881	4,110
Target P/E Multiple(X)				25.0		
적정시가총액(억원)				91,238		
주식수(천주)				76,381		
적정주가(원)				119,452		

목표주가(원) **120,000**
 목표시가총액(억원) **91,657**

자료: SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.29	매수	120,000원
	2017.04.04	매수	110,000원
	2016.07.07	중립	109,000원
	2016.05.04	매수	130,000원
	2016.02.18	매수	130,000원
	2015.11.04	매수	130,000원
	2015.10.13	매수	130,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 29일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,533	7,331	9,822	13,643	17,748
현금및현금성자산	1,163	663	2,828	6,432	10,313
매출채권및기타채권	2,834	3,230	3,307	3,426	3,548
재고자산	698	702	719	745	771
비유동자산	11,221	12,346	12,891	12,938	12,946
장기금융자산	401	1,226	1,501	1,501	1,501
유형자산	6,995	6,694	6,888	6,920	6,923
무형자산	1,688	1,830	1,804	1,737	1,675
자산총계	17,754	19,677	22,713	26,581	30,694
유동부채	4,729	7,354	10,349	10,494	10,643
단기금융부채	801	3,401	6,300	6,300	6,300
매입채무 및 기타채무	2,237	2,171	2,223	2,302	2,384
단기충당부채	16	198	202	210	217
비유동부채	643	490	432	515	608
장기금융부채	80	118	124	124	124
장기매입채무 및 기타채무	9	14	17	20	23
장기충당부채	21	20	20	21	22
부채총계	5,372	7,844	10,781	11,008	11,251
지배주주지분	12,374	11,828	11,930	15,569	19,440
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,275	1,272	1,293	1,293	1,293
기타자본구성요소	-1,026	-1,590	-533	-533	-533
자기주식	-1,242	-1,837	-752	-752	-752
이익잉여금	11,771	11,797	10,770	14,420	18,301
비지배주주지분	9	5	3	3	3
자본총계	12,382	11,833	11,933	15,572	19,443
부채외자본총계	17,754	19,677	22,713	26,581	30,694

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5,450	4,693	6,451	6,596	6,850
당기순이익(손실)	3,431	2,433	3,361	3,650	3,881
비현금성항목등	4,484	4,665	4,215	4,052	4,145
유형자산감가상각비	2,201	2,249	2,417	2,628	2,656
무형자산상각비	76	82	83	128	124
기타	1,030	1,563	592	-24	-5
운전자본감소(증가)	-1,632	-1,206	-304	-195	-191
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-579	-616	-227	-118	-122
재고자산감소(증가)	-50	-41	-41	-26	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	58	-37	355	80	82
기타	-1,060	-513	-392	-131	-124
법인세납부	-834	-1,199	-822	-911	-984
투자활동현금흐름	-3,712	-4,709	-3,644	-2,851	-2,828
금융자산감소(증가)	-416	-1,462	-528	0	0
유형자산감소(증가)	-3,204	-3,129	-2,963	-2,720	-2,720
무형자산감소(증가)	-54	-130	-61	-61	-61
기타	-38	12	-92	-69	-47
재무활동현금흐름	-2,038	-483	-634	-141	-141
단기금융부채증가(감소)	-748	2,517	2,763	0	0
장기금융부채증가(감소)	70	39	5	0	0
자본의증가(감소)	52	-933	-319	0	0
배당금의 지급	-1,483	-2,080	-2,347	0	0
기타	70	-25	-153	-141	-141
현금의 증가(감소)	-311	-500	2,165	3,604	3,881
기초현금	1,474	1,163	663	2,828	6,432
기말현금	1,163	663	2,828	6,432	10,313
FCF	1,473	739	2,893	3,720	3,975

자료 : 코웨이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	23,152	23,763	24,526	25,369	26,239
매출원가	7,288	8,122	7,768	7,909	8,075
매출총이익	15,864	15,642	16,757	17,461	18,164
매출총이익률 (%)	68.5	65.8	68.3	68.8	69.2
판매비와관리비	11,231	12,254	12,095	12,515	12,918
영업이익	4,633	3,388	4,662	4,945	5,246
영업이익률 (%)	20.0	14.3	19.0	19.5	20.0
비영업손익	-89	-150	-218	-143	-140
순금융비용	29	49	105	110	88
외환관련손익	-29	-20	-57	-57	-57
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	4,545	3,238	4,444	4,802	5,106
세전계속사업이익률 (%)	19.6	13.6	18.1	18.9	19.5
계속사업법인세	1,113	804	1,083	1,152	1,225
계속사업이익	3,431	2,433	3,361	3,650	3,881
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,431	2,433	3,361	3,650	3,881
순이익률 (%)	14.8	10.2	13.7	14.4	14.8
지배주주	3,431	2,436	3,363	3,650	3,881
지배주주귀속 순이익률(%)	14.82	10.25	13.71	14.39	14.79
비지배주주	0	-3	-2	0	0
총포괄이익	3,343	2,425	3,351	3,639	3,871
지배주주	3,343	2,428	3,353	3,639	3,871
비지배주주	0	-3	-2	0	0
EBITDA	6,910	5,719	7,162	7,702	8,025

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	7.2	2.6	3.2	3.4	3.4
영업이익	27.1	-26.9	37.6	6.1	6.1
세전계속사업이익	36.7	-28.8	37.3	8.1	6.3
EBITDA	19.5	-17.2	25.2	7.5	4.2
EPS(계속사업)	37.4	-28.8	40.9	8.5	6.3
수익성 (%)					
ROE	30.2	20.1	28.3	26.5	22.2
ROA	20.2	13.0	15.9	14.8	13.6
EBITDA마진	29.9	24.1	29.2	30.4	30.6
안정성 (%)					
유동비율	138.2	99.7	94.9	130.0	166.8
부채비율	43.4	66.3	90.3	70.7	57.9
순차입금/자기자본	-3.0	17.8	22.3	-6.1	-24.8
EBITDA/이자비용(배)	159.3	93.7	60.3	53.3	55.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,449	3,167	4,464	4,843	5,150
BPS	16,044	15,486	15,945	20,810	25,983
CFPS	7,401	6,198	7,781	8,502	8,839
주당 현금배당금	2,800	3,200	1,600	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.7	35.7	24.9	22.9	21.6
PER(최저)	17.7	25.7	19.1	17.6	16.6
PBR(최고)	6.6	7.3	7.0	5.3	4.3
PBR(최저)	4.9	5.3	5.4	4.1	3.3
PCR	11.4	14.3	12.5	11.4	11.0
EV/EBITDA(최고)	11.7	15.6	12.1	10.7	9.8
EV/EBITDA(최저)	8.8	11.3	9.5	8.3	7.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
 skcase1976@sk.com
 02-3773-8477

Company Data	
자본금	58 억원
발행주식수	1,162 만주
자사주	55 만주
액면가	500 원
시가총액	9,781 억원
주요주주	
박상환(외23)	14.85%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	25.80%
배당수익률	1.00%

Stock Data	
주가(17/08/25)	84,200 원
KOSPI	2378.51 pt
52주 Beta	0.60
52주 최고가	98,200 원
52주 최저가	61,800 원
60일 평균 거래대금	74 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.0%	6.6%
6개월	-1.4%	-13.2%
12개월	16.6%	0.2%

하나투어 (039130/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(유지))

절대 강자로 가는 중

여행은 렌탈 사업과 함께 수요가 지속적으로 증가하면서 정부 규제가 성장을 저해할 가능성이 낮은 또 하나의 분야. 정부가 관심이 있는 자영업자 보호 관점에서 여행사업은 이미 상생 구조를 형성하고 있는 분야. 하나투어는 총 출국자 중 20% 이상의 M/S 로 절대적인 지위를 영위. 여행업체 중에서도 당사가 가장 선호하는 업체. 절대적으로 높은 점유율은 동사에 대한 높은 소비자 선호를 보여주는 것으로 추가적인 점유율 개선을 이끄는 요인이기도 하기 때문. 목표주가 110,000 원과 투자 의견 매수 유지.

여행업, 자영업자(여행판매점)와 상생 구조 형성

여행은 렌탈 사업과 함께 수요가 지속적으로 증가하면서 정부 규제가 성장을 저해할 가능성이 낮은 또 하나의 분야. 정부가 관심이 있는 자영업자 보호 관점에서 여행사업은 이미 상생 구조를 형성하고 있음. 대표적인 여행업체인 하나투어와 모두투어는 도매 사업자로 여행상품을 구성해서 여행상품을 판매하는 자영업자들에게 공급하고, 판매한 여행 상품과 관련한 책임을 모두 지기 때문. 여행상품 판매자는 판매한 만큼의 수수료를 수취하는 구조임.

물론, 소비자 불만에 따른 여러 제도들은 앞으로도 추가로 도입될 가능성이 높아 보임. 그러나 이러한 제도들은 대형 여행사 입장에서는 오히려 점유율을 확대하는 계기가 될 전망. 과거 과도한 쇼핑 및 옵션 투어가 포함된 저가 여행에 대한 소비자 불만을 해결하기 위해 도입된 사전 여행 일정 공개 제도가 상위사의 상품 경쟁력을 명확히 보여주는 계기가 된 바 있음.

총 출국자 대비 점유율 20%, 항공 공급 증가의 최대 수혜

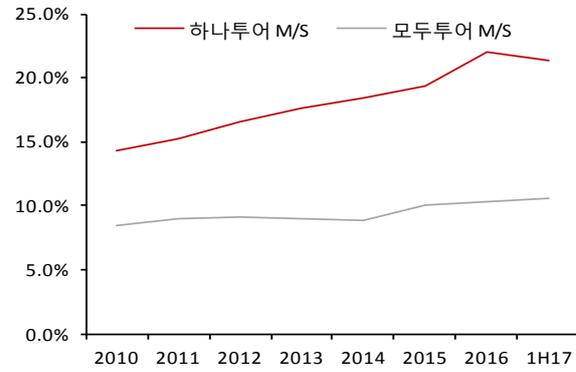
당사는 여행업체들 중에서도 하나투어의 장기 성장성을 높게 평가함. 이미 동사는 전체 출국자 중 20% 이상의 M/S 를 확보하며 2 위인 모두투어와 점유율 차이가 2 배에 이르고 있음. 절대적으로 높은 점유율은 동사에 대한 소비자의 높은 선호를 보여주는 것으로 향후에도 점유율을 추가로 확대할 것을 기대하게 함.

한편, 수요를 현실화시킬 항공 인프라 역시 지속적으로 개선될 전망. 평창올림픽을 앞두고 인천공항 제 2 청사의 오픈이 예정되어 있고, 저가 항공에 의한 항공 좌석 공급 확대 역시 지속될 전망. 기존 사업자 외에도 에어로케이(Acro K)와 플라이양양 등이 신규 운항면허를 신청하며 저가 항공 좌석 공급에 대한 기대가 커지고 있음. 풍부한 항공 좌석 공급은 상위 사업자의 상품 다양성을 높여 수요를 자극할 수 있다는 점에서 우호적. 하나투어에 대한 목표주가 110,000 원과 투자 의견 매수 유지.

영업실적 및 투자지표

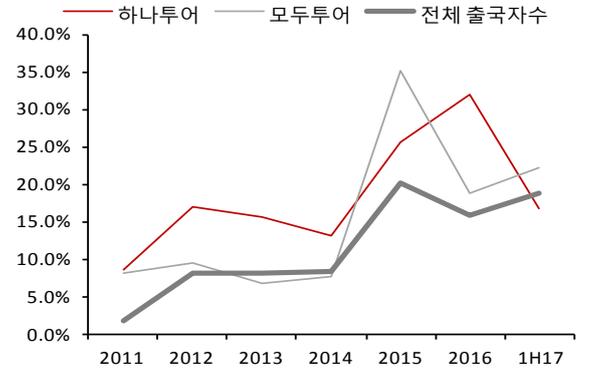
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	3,855	4,594	5,955	6,977	8,128	9,118
	yoy %	9.3	19.2	29.6	17.2	16.5	12.2
영업이익	억원	404	448	209	459	683	950
	yoy %	0.2	10.6	-53.2	119.5	48.7	39.0
EBITDA	억원	476	546	384	673	915	1,180
세전이익	억원	462	469	239	461	743	1,010
순이익(지배주주)	억원	334	317	80	270	533	723
영업이익률%	%	10.5	9.7	3.5	6.6	8.4	10.4
EBITDA%	%	12.4	11.9	6.5	9.7	11.3	12.9
순이익률	%	9.2	7.4	1.3	3.8	6.9	8.4
EPS	원	2,879	2,732	692	2,321	4,590	6,224
PER	배	27.1	42.1	95.6	36.3	18.3	13.5
PBR	배	5.0	6.8	4.1	4.8	3.9	3.1
EV/EBITDA	배	14.8	21.4	16.5	12.3	8.4	5.9
ROE	%	18.3	16.8	4.2	13.7	23.3	25.3
순차입금	억원	-2,086	-1,890	-1,656	-1,884	-2,558	-3,416
부채비율	%	132.7	132.1	145.3	175.8	170.5	155.2

전체 출국자수 대비 하나투어 vs 모두투어 M/S 추이



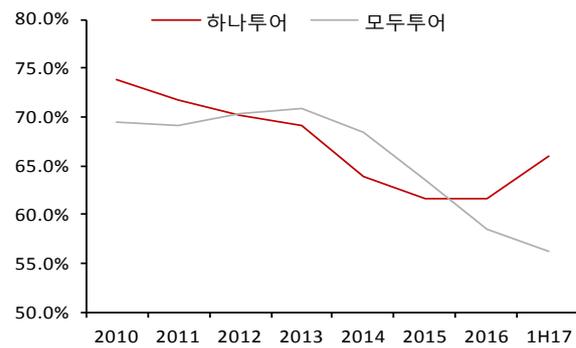
자료: 하나투어, 모두투어

하나투어/모두투어 전체 송출객수 및 총 출국자수 yoy 증가율 추이



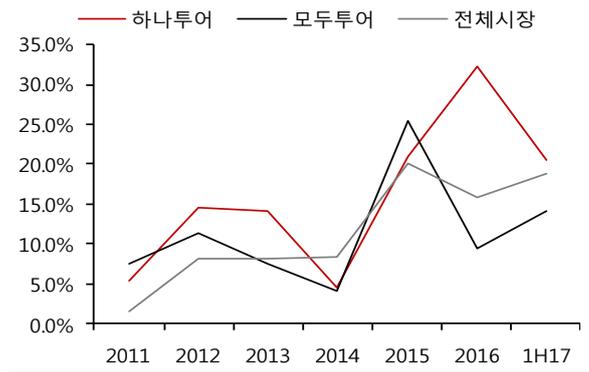
자료: 각 사

하나투어 vs 모두투어 전체 고객 중 패키지 비중 추이



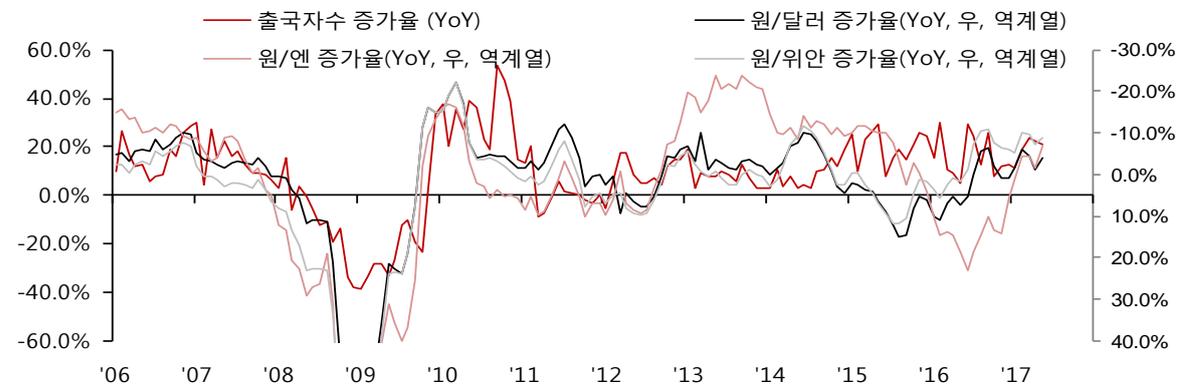
자료: 하나투어, 모두투어

하나투어/모두투어 패키지 송출객수 및 총 출국자수 증가율 추이



자료: 각 사

여행 수요 증가는 추세적: 환율 민감도 낮아졌음



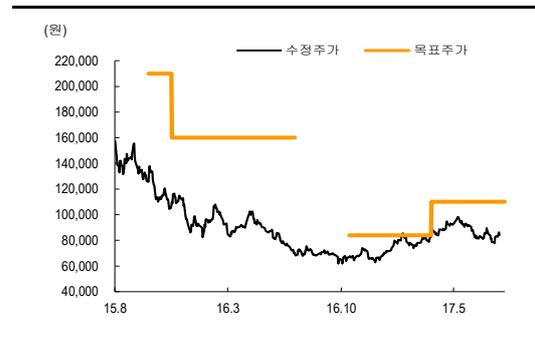
자료: 한국은행, SK 증권

하나투어 분기 및 연간 수익 전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018E
영업수익	1,182	1,092	1,072	1,249	1,490	1,394	1,600	1,469	1,713	1,626	1,799	1,830	4,594	5,953	6,977	8,128
하나투어	969	864	859	908	1,038	925	1,041	915	1,131	1,046	1,156	1,204	3,600	3,920	4,537	5,333
항공권대매수익	36	30	28	28	27	30	28	35	27	29	24	33	122	120	113	98
국제관광알선수익	834	698	724	741	867	678	888	737	968	837	989	986	2,997	3,171	3,780	4,487
기타알선수익	78	95	89	112	110	105	94	103	102	126	110	142	373	411	481	577
기타수익	22	41	17	27	34	51	31	41	34	53	33	43	108	156	162	170
국내자회사	126	142	141	260	330	395	460	424	428	454	529	488	669	1,609	1,899	2,184
해외자회사	143	146	139	163	197	150	192	210	236	165	211	231	591	749	843	927
연결조정	-56	-61	-67	-82	-76	-88	-92	-81	-82	-38	-97	-81	-266	-337	-301	-317
영업이익	168	117	71	91	96	-28	104	38	103	48	135	173	447	209	459	683
하나투어	135	81	52	80	113	4	127	60	159	86	127	115	348	304	487	583
국내자회사	-2	7	-9	-28	-64	-77	-71	-64	-107	-95	-56	-26	-32	-276	-283	-226
해외자회사	36	29	27	39	47	45	48	65	51	57	63	83	131	205	255	327
영업이익률	14.3%	10.7%	6.6%	7.3%	6.4%	-2.0%	6.5%	2.6%	6.0%	3.0%	7.5%	9.4%	9.7%	3.5%	6.6%	8.4%
하나투어	13.9%	9.4%	6.1%	8.8%	10.9%	0.4%	12.2%	6.5%	14.1%	8.2%	11.0%	9.5%	9.7%	7.7%	10.7%	10.9%
국내자회사	-1.7%	4.9%	-6.1%	-10.8%	-19.4%	-19.4%	-15.5%	-15.2%	-25.0%	-20.9%	-10.5%	-5.2%	-4.8%	-17.2%	-14.9%	-10.4%
해외자회사	25.2%	19.8%	19.5%	24.2%	23.9%	29.7%	25.1%	31.1%	21.5%	34.7%	30.1%	36.1%	22.2%	27.4%	30.2%	35.2%
세전이익	178	135	52	105	94	-46	120	71	114	8	150	188	465	239	461	743
세전이익률	15.1%	12.4%	4.9%	8.4%	6.3%	-3.3%	7.5%	4.9%	6.7%	0.5%	8.3%	10.2%	10.2%	4.0%	6.6%	9.1%
당기순이익	128	106	34	74	38	-56	66	27	49	-37	113	142	342	75	268	561
지배주주순이익	121	97	29	70	38	-47	64	25	52	-28	111	135	317	78	270	533

자료: 하나투어, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.29	매수	110,000원
	2017.08.02	매수	110,000원
	2017.07.11	매수	110,000원
	2017.04.19	매수	110,000원
	2016.11.24	매수	84,000원
	2016.11.15	매수	84,000원
	2016.08.05	담당자 변경	
	2016.02.29	매수	160,000원
	2016.01.14	매수	160,000원
	2015.12.16	매수	160,000원
	2015.11.02	매수	210,000원
	2015.10.02	매수	



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 29일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,403	3,457	4,239	5,337	6,574
현금및현금성자산	1,465	1,560	1,863	2,537	3,394
매출채권및기타채권	613	895	1,121	1,358	1,570
재고자산	93	243	305	369	427
비유동자산	1,641	1,746	2,027	2,263	2,485
장기금융자산	264	94	84	84	84
유형자산	593	918	1,000	999	999
무형자산	169	159	147	140	135
자산총계	5,044	5,203	6,266	7,601	9,059
유동부채	2,754	2,867	3,754	4,507	5,183
단기금융부채	223	73	245	245	245
매입채무 및 기타채무	825	849	1,063	1,288	1,489
단기충당부채	23	21	39	58	76
비유동부채	116	215	240	284	327
장기금융부채	82	129	110	110	110
장기매입채무 및 기타채무	27	76	117	158	198
장기충당부채	6	7	9	11	12
부채총계	2,871	3,082	3,994	4,791	5,509
지배주주지분	1,969	1,895	2,043	2,525	3,186
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	910	920	920	920	920
기타자본구성요소	-337	-339	-340	-340	-340
자기주식	-356	-340	-340	-340	-340
이익잉여금	1,349	1,264	1,445	1,978	2,701
비지배주주지분	204	226	229	285	364
자본총계	2,173	2,121	2,272	2,810	3,549
부채외자본총계	5,044	5,203	6,266	7,601	9,059

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	314	246	635	966	1,142
당기순이익(손실)	342	75	268	561	763
비현금성항목등	289	435	493	354	417
유형자산감가상각비	61	131	171	192	192
무형자산감가상각비	37	44	42	39	38
기타	88	109	69	-56	-48
운전자본감소(증가)	-199	-79	52	239	215
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-71	-235	-308	-237	-212
재고자산감소(증가)	-82	-151	-91	-65	-58
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-31	17	247	225	201
기타	-14	290	204	316	284
법인세납부	-117	-185	-178	-188	-253
투자활동현금흐름	27	98	-419	-324	-317
금융자산감소(증가)	239	451	-88	0	0
유형자산감소(증가)	-160	-472	-378	-192	-192
무형자산감소(증가)	-81	-41	-32	-32	-32
기타	29	160	80	-100	-93
재무활동현금흐름	-25	-258	94	33	33
단기금융부채증가(감소)	31	-184	162	0	0
장기금융부채증가(감소)	61	68	-5	0	0
자본의증가(감소)	-3	0	1	0	0
배당금의 지급	-161	-169	-166	0	0
기타	48	26	29	33	33
현금의 증가(감소)	326	96	302	675	857
기초현금	1,139	1,465	1,560	1,863	2,537
기말현금	1,465	1,560	1,863	2,537	3,394
FCF	44	-454	83	750	925

자료 : 하나투어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,594	5,955	6,977	8,128	9,118
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,594	5,955	6,977	8,128	9,118
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	4,147	5,746	6,517	7,445	8,169
영업이익	448	209	459	683	950
영업이익률 (%)	9.7	3.5	6.6	8.4	10.4
비영업손익	22	30	1	60	60
순금융비용	-33	-17	-13	-17	-24
외환관련손익	-14	-10	-7	-7	-7
관계기업투자등 관련손익	-5	-2	-11	-5	-5
세전계속사업이익	469	239	461	743	1,010
세전계속사업이익률 (%)	10.2	4.0	6.6	9.1	11.1
계속사업법인세	128	164	193	182	247
계속사업이익	342	75	268	561	763
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	342	75	268	561	763
순이익률 (%)	7.4	1.3	3.8	6.9	8.4
지배주주	317	80	270	533	723
지배주주귀속 순이익률(%)	6.91	1.35	3.86	6.56	7.93
총포괄이익	347	80	244	538	739
지배주주	321	84	238	482	660
비지배주주	26	-4	7	56	79
EBITDA	546	384	673	915	1,180

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	19.2	29.6	17.2	16.5	12.2
영업이익	10.6	-53.2	119.5	48.7	39.0
세전계속사업이익	1.6	-49.0	92.5	61.3	35.9
EBITDA	14.8	-29.7	75.1	35.9	28.9
EPS(계속사업)	-5.1	-74.7	235.5	97.8	35.6
수익성 (%)					
ROE	16.8	4.2	13.7	23.3	25.3
ROA	7.3	1.5	4.7	8.1	9.2
EBITDA마진	11.9	6.5	9.7	11.3	12.9
안정성 (%)					
유동비율	123.5	120.6	112.9	118.4	126.8
부채비율	132.1	145.3	175.8	170.5	155.2
순차입금/자기자본	-87.0	-78.1	-82.9	-91.1	-96.2
EBITDA/이자비용(배)	134.8	61.4	94.6	113.2	146.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,732	692	2,321	4,590	6,224
BPS	16,952	16,312	17,591	21,740	27,423
CFPS	3,583	2,198	4,159	6,585	8,202
주당 현금배당금	1,500	1,500	700	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	68.6	163.4	42.3	21.4	15.8
PER(최저)	28.3	89.3	27.1	13.7	10.1
PBR(최고)	11.1	6.9	5.6	4.5	3.6
PBR(최저)	4.6	3.8	3.6	2.9	2.3
PCR	32.1	30.1	20.2	12.8	10.3
EV/EBITDA(최고)	36.8	30.6	14.7	10.2	7.3
EV/EBITDA(최저)	13.4	15.2	8.6	5.7	3.8

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
 skcase1976@sk.com
 02-3773-8477

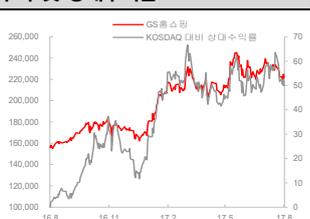
Company Data

자본금	328 억원
발행주식수	656 만주
자사주	11 만주
액면가	5,000 원
시가총액	14,556 억원
주요주주	
GS	30.00%
(주)한진(외1)	8.00%
외국인지분률	39.00%
배당수익률	3.20%

Stock Data

주가(17/08/25)	221,800 원
KOSDAQ	650.27 pt
52주 Beta	0.31
52주 최고가	245,200 원
52주 최저가	155,100 원
60일 평균 거래대금	45 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.2%	-2.2%
6개월	2.0%	-3.6%
12개월	42.5%	49.8%

GS 홈쇼핑 (028150/KQ | 매수(유지) | T.P 280,000 원(유지))

모바일 채널 비중 & 높은 배당 수익률

정부의 유통산업 규제 강화 가능성이 높아지며 유통업종에 대해 보수적인 접근을 권함. 그럼에도 홈쇼핑 업체들에 대해서는 투자기회가 높은 것으로 평가. 정부의 추가 규제가 이미 다양한 규제가 많은 홈쇼핑에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되기 때문. 그 중에서도 소비가 지속적으로 늘어나고 있는 모바일 쇼핑 비중이 높은 GS 홈쇼핑이 가장 매력적

유통업 전반의 리스크인 규제, 홈쇼핑에 미치는 영향은 제한적일 듯

정부의 유통산업 규제 강화 가능성이 높아지며 유통업종에 대해 보수적인 접근을 권함. 그럼에도 홈쇼핑 업체들에 대해서는 투자기회가 높은 것으로 평가. 정부의 추가 규제가 이미 다양한 규제가 많은 홈쇼핑에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되기 때문

현재 정부 규제의 방향은 중소기업자 및 자영업자 보호에 방점. 이러한 관점에서 홈쇼핑에 대해 강화될 규제는 제한적. 홈쇼핑 업체들은 직접적으로 자영업자들과 경쟁하는 구도가 아니며 유통 채널 확보가 어려운 중소기업자들에게 홈쇼핑은 주요 판매 채널이 되어 주고 있기 때문. 결국, 정부는 홈쇼핑에 대한 적절한 갑을 관계만 마련된다면 홈쇼핑 산업을 육성하려 할 것. 이와 같은 맥락에서 2015년에 공영홈쇼핑을 추가로 허가했으며 다수의 T-commerce 사업자를 선정할 바 있음. 아직 이들의 영입이 본 궤도에 오르지 못했다는 점에서 추가 사업자 선정 가능성 또한 높지 않음. 따라서 홈쇼핑 업체들에 대해서는 규제로 인해 성장성이 훼손될 것을 우려할 필요는 없음

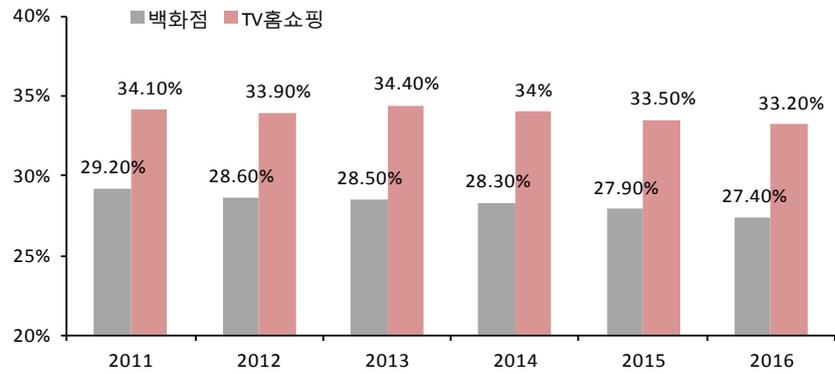
GS 홈쇼핑을 가장 선호: 높은 모바일 채널 비중 & 높은 배당 수익률 때문

당사는 홈쇼핑 업체들 중에서도 GS 홈쇼핑을 선호. 타 홈쇼핑업체들보다 모바일 쇼핑을 안정적으로 운영하고 있기 때문. 소비자들의 모바일 채널을 이용한 쇼핑 비중이 빠르게 늘어가고 있는데, GS 홈쇼핑은 최근 수년간 모바일 채널에 역량을 집중하여 가장 안정적인 구조를 확보. 2분기 모바일 취급고는 TV 취급고의 80%에 이룸. 경쟁사들의 40~50% 수준과 비교하여 확연히 높은 수준. 높은 모바일 쇼핑 비중은 모바일을 통한 소비 증가가 장기 추세라는 점에서 동사의 성장 전망에 힘을 실어줌. 여기에 3%에 이르는 배당수익률 또한 매력적인 투자포인트. GS 홈쇼핑에 대한 목표주가 280,000 원과 투자 의견 매수 유지

영업실적 및 투자지표

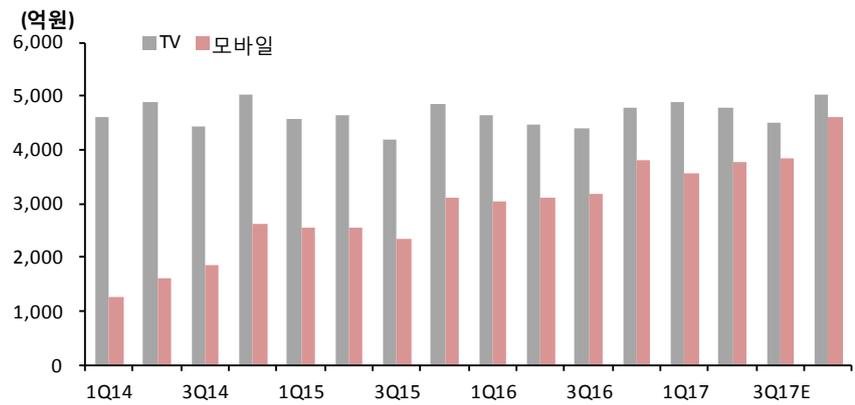
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	10,607	10,913	10,652	10,782	11,736	12,579
yoy	%	1.8	2.9	-2.4	1.2	8.9	7.2
영업이익	억원	1,414	1,125	1,286	1,538	1,776	2,052
yoy	%	-9.7	-20.5	14.4	19.6	15.5	15.5
EBITDA	억원	1,565	1,348	1,521	1,750	1,986	2,259
세전이익	억원	1,587	1,145	1,364	1,473	1,876	2,152
순이익(지배주주)	억원	1,201	808	1,035	1,040	1,422	1,631
영업이익률%	%	13.3	10.3	12.1	14.3	15.1	16.3
EBITDA%	%	14.8	12.4	14.3	16.2	16.9	18.0
순이익률	%	11.3	7.4	9.7	9.7	12.1	13.0
EPS	원	18,293	12,308	15,770	15,851	21,673	24,853
PER	배	12.1	13.6	10.9	14.0	10.2	8.9
PBR	배	1.6	1.2	1.1	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	4.2	3.5	2.6	3.5	3.2	2.3
ROE	%	14.2	8.8	10.8	10.2	12.9	13.4
순차입금	억원	-8,024	-6,348	-7,429	-8,452	-8,246	-9,184
부채비율	%	44.9	32.9	36.7	35.6	37.2	33.4

백화점/홈쇼핑 수수료 공정위 조사 이후 명목수수료 변동 추이



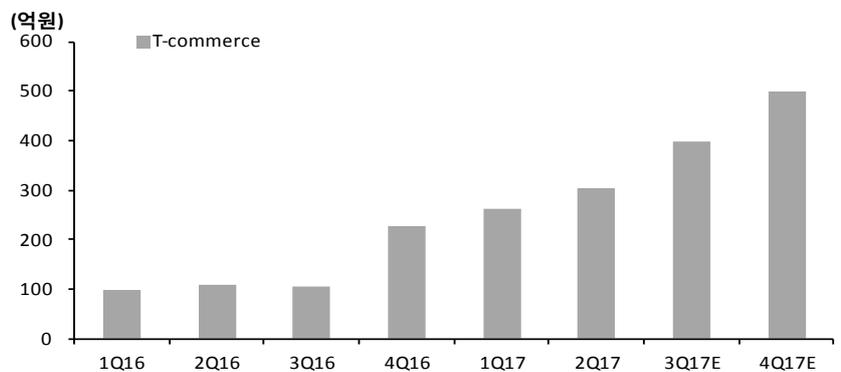
자료: 공정거래위원회

GS 홈쇼핑 TV 취급고 vs 모바일 취급고



자료: GS 홈쇼핑

GS 홈쇼핑 T-commerce 취급고



자료: GS 홈쇼핑

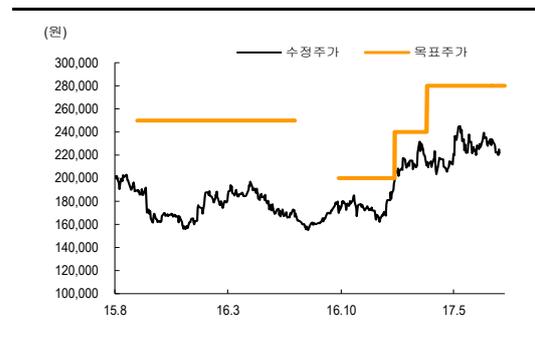
GS 홈쇼핑 분기별 및 연간 실적 전망

(단위: 억원)

GS홈쇼핑(IFRS 별도)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
취급고	8,919	8,713	7,892	9,595	9,104	8,920	8,751	9,920	9,889	9,866	9,562	10,979	35,119	36,695	40,297	43,742
TV	4,566	4,652	4,178	4,864	4,645	4,463	4,386	4,787	4,904	4,787	4,518	5,026	18,260	18,281	19,235	20,146
모바일	2,545	2,550	2,352	3,106	3,054	3,123	3,177	3,797	3,552	3,779	3,846	4,599	10,553	13,151	15,776	18,300
인터넷	1,372	1,154	1,008	1,201	1,042	997	889	988	950	921	862	958	4,735	3,916	3,692	3,581
카탈로그	231	230	204	259	216	202	172	195	163	164	146	166	924	785	639	543
기타	205	127	150	165	147	135	127	153	320	215	191	230	647	562	955	1,172
영업이익	295	253	183	393	321	273	241	451	440	312	314	472	1,125	1,286	1,538	1,776
영업이익률	3.3%	2.9%	2.3%	4.1%	3.5%	3.1%	2.8%	4.5%	4.4%	3.2%	3.3%	4.3%	3.2%	3.5%	3.8%	4.1%
세전이익	342	327	215	261	354	302	275	434	376	258	350	490	1,145	1,365	1,473	1,876
세전이익률	3.8%	3.8%	2.7%	2.7%	3.9%	3.4%	3.1%	4.4%	3.8%	2.6%	3.7%	4.5%	3.3%	3.7%	3.7%	4.3%
당기순이익	260	249	161	137	277	225	207	326	264	140	265	371	808	1,035	1,040	1,422
지분법반영 당기순이익	246	207	120	214	350	206	146	355	271	130	255	361	787	1,057	1,017	1,382

자료: GS 홈쇼핑, SK 증권 리서치센터 / 주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.29	매수	280,000원
	2017.07.31	매수	280,000원
	2017.04.11	매수	280,000원
	2017.02.09	매수	240,000원
	2017.02.01	매수	200,000원
	2016.11.15	매수	200,000원
	2016.11.02	매수	200,000원
	2016.10.26	매수	200,000원
	2016.08.05	담당자 변경	
	2016.05.03	매수	250,000원
	2016.02.02	매수	250,000원
	2015.10.12	매수	250,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 29일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,065	8,118	9,160	9,017	10,013
현금및현금성자산	1,814	1,660	2,247	2,042	2,979
매출채권및기타채권	337	455	468	510	548
재고자산	221	96	99	107	115
비유동자산	5,327	5,434	5,054	6,773	7,007
장기금융자산	1,671	1,630	1,115	2,615	2,615
유형자산	1,919	2,037	2,300	2,541	2,772
무형자산	413	306	218	155	117
자산총계	12,391	13,552	14,213	15,791	17,021
유동부채	2,979	3,578	3,680	4,010	4,047
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	1,840	1,958	2,015	2,195	2,095
단기충당부채	81	93	96	104	112
비유동부채	85	59	54	267	216
장기금융부채	4	4	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	17	22	22	24	41
부채총계	3,064	3,636	3,734	4,277	4,264
지배주주지분	9,327	9,916	10,479	11,514	12,757
자본금	328	328	328	328	328
자본잉여금	799	799	799	799	799
기타자본구성요소	-368	-556	-642	-642	-642
자기주식	-338	-526	-611	-611	-611
이익잉여금	8,402	9,130	9,742	10,741	11,948
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,327	9,916	10,479	11,514	12,757
부채외자본총계	12,391	13,552	14,213	15,791	17,021

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	380	1,733	1,358	1,991	1,631
당기순이익(손실)	808	1,035	1,040	1,422	1,631
비현금성항목등	583	518	725	564	628
유형자산감가상각비	105	118	121	145	168
무형자산상각비	118	117	91	64	39
기타	54	-6	122	41	55
운전자본감소(증가)	-697	457	93	475	-91
매출채권및기타채권의 감소(증가)	59	-117	-14	-42	-39
재고자산감소(증가)	-5	125	-3	-9	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-805	134	55	180	-100
기타	55	315	54	345	56
법인세납부	-313	-277	-500	-470	-537
투자활동현금흐름	-906	-1,376	-257	-1,773	-270
금융자산감소(증가)	-353	-1,047	32	-1,500	0
유형자산감소(증가)	-566	-258	-387	-387	-399
무형자산감소(증가)	-13	-3	-1	-1	-1
기타	27	-68	99	116	130
재무활동현금흐름	-528	-511	-512	-423	-423
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-48	-188	-85	0	0
배당금의 지급	-480	-323	-427	-423	-423
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-1,053	-154	587	-205	938
기초현금	2,867	1,814	1,660	2,247	2,042
기말현금	1,814	1,660	2,247	2,042	2,979
FCF	-309	1,615	981	1,679	1,308

자료 : GS홈쇼핑, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,913	10,652	10,782	11,736	12,579
매출원가	1,111	943	595	680	729
매출총이익	9,802	9,709	10,186	11,056	11,850
매출총이익률 (%)	89.8	91.2	94.5	94.2	94.2
판매비와관리비	8,677	8,422	8,648	9,280	9,798
영업이익	1,125	1,286	1,538	1,776	2,052
영업이익률 (%)	10.3	12.1	14.3	15.1	16.3
비영업손익	20	78	-65	100	100
순금융비용	-155	-135	-142	-139	-153
외환관련손익	1	1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	-219	-96	-103	0	0
세전계속사업이익	1,145	1,364	1,473	1,876	2,152
세전계속사업이익률 (%)	10.5	12.8	13.7	16.0	17.1
계속사업법인세	337	330	433	454	521
계속사업이익	808	1,035	1,040	1,422	1,631
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	808	1,035	1,040	1,422	1,631
순이익률 (%)	7.4	9.7	9.7	12.1	13.0
지배주주	808	1,035	1,040	1,422	1,631
지배주주귀속 순이익률(%)	7.4	9.72	9.65	12.12	12.97
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	883	1,100	1,076	1,458	1,667
지배주주	883	1,100	1,076	1,458	1,667
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,348	1,521	1,750	1,986	2,259

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	2.9	-2.4	1.2	8.9	7.2
영업이익	-20.5	14.4	19.6	15.5	15.5
세전계속사업이익	-27.9	19.2	8.0	27.4	14.7
EBITDA	-13.9	12.8	15.1	13.5	13.7
EPS(계속사업)	-32.7	28.1	0.5	36.7	14.7
수익성 (%)					
ROE	8.8	10.8	10.2	12.9	13.4
ROA	6.4	8.0	7.5	9.5	9.9
EBITDA마진	12.4	14.3	16.2	16.9	18.0
안정성 (%)					
유동비율	237.2	226.9	248.9	224.9	247.4
부채비율	32.9	36.7	35.6	37.2	33.4
순차입금/자기자본	-68.1	-74.9	-80.7	-71.6	-72.0
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,308	15,770	15,851	21,673	24,853
BPS	142,125	151,097	159,682	175,446	194,389
CFPS	15,709	19,341	19,082	24,872	28,011
주당 현금배당금	5,200	7,000	7,000	7,000	7,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	20.7	12.5	15.5	11.3	9.9
PER(최저)	13.1	9.8	10.2	7.5	6.5
PBR(최고)	1.8	1.3	1.5	1.4	1.3
PBR(최저)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
PCR	10.6	8.9	11.6	8.9	7.9
EV/EBITDA(최고)	7.8	3.6	4.4	3.9	3.0
EV/EBITDA(최저)	3.2	1.8	-4.8	-4.2	-4.1

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

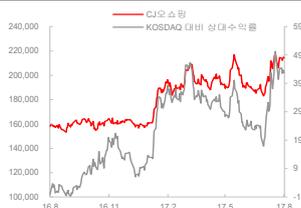
Company Data

자본금	311 억원
발행주식수	622 만주
자사주	19 만주
액면가	5,000 원
시가총액	13,332 억원
주요주주	
씨제이(주)(외1)	40.31%
국민연금공단	13.12%
외국인지분률	29.30%
배당수익률	120%

Stock Data

주가(17/08/25)	214,500 원
KOSDAQ	650.27 pt
52주 Beta	0.24
52주 최고가	218,100 원
52주 최저가	153,200 원
60일 평균 거래대금	58 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	16.3%	19.9%
6개월	9.2%	3.3%
12개월	35.7%	42.7%

CJ 오쇼핑 (035760/KQ | 매수(유지) | T.P 260,000 원(상향))

TV에 집중하는 전략, 당분간은 안정적인 성장을 보장

정부의 유통산업 규제 강화 가능성이 높아지며 유통업종에 대해 보수적인 접근을 권함. 그럼에도 홈쇼핑 업체들에 대해서는 투자기회가 높은 것으로 평가. 정부의 추가 규제가 이미 다양한 규제가 많은 홈쇼핑에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되기 때문. CJ 오쇼핑은 홈쇼핑 업체들 중 단기 취급급 성장 모멘텀이 가장 강함. 오랜 기간의 부진에서 회복되는 국면으로 금년 하반기까지 성장성에 대한 신뢰 높음.

유통업 전반의 리스크인 규제, 홈쇼핑에 미치는 영향은 제한적일 듯

정부의 유통산업 규제 강화 가능성이 높아지며 유통업종에 대해 보수적인 접근을 권함. 그럼에도 홈쇼핑 업체들에 대해서는 투자기회가 높은 것으로 평가. 정부의 추가 규제가 이미 다양한 규제가 많은 홈쇼핑에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되기 때문.

현재 정부 규제의 방향은 중소기업자 및 자영업자 보호에 방점. 이러한 관점에서 홈쇼핑에 대해 강화될 규제는 제한적. 홈쇼핑 업체들은 직접적으로 자영업자들과 경쟁하는 구도가 아니며 유통 채널 확보가 어려운 중소기업자들에게 홈쇼핑은 주요 판매 채널이 되어 주고 있기 때문. 결국, 정부는 적절한 값을 관계만 마련된다면 홈쇼핑 산업을 육성하려 할 것. 이와 같은 맥락에서 2015년에 공영홈쇼핑을 추가로 허가했으며 다수의 T-commerce 사업자를 선정할 바 있음. 아직 이들의 영입이 본 궤도에 오르지 못했다는 점에서 추가 사업자 선정 가능성 또한 높지 않음. 따라서 홈쇼핑 업체들에 대해서는 규제로 인해 성장성이 훼손될 것을 우려할 필요는 없음.

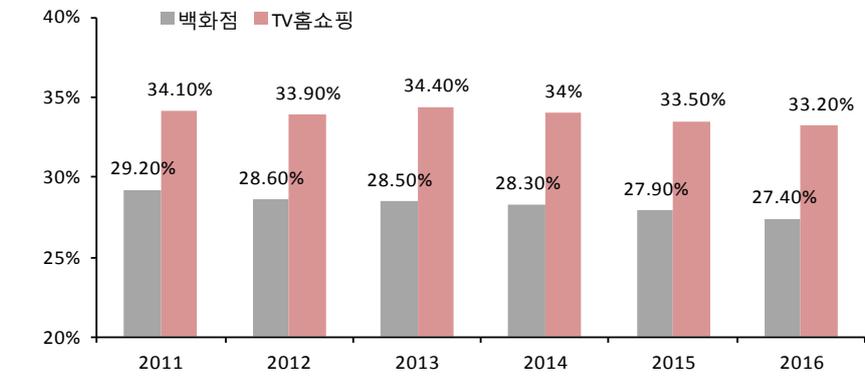
TV에 집중하는 전략, 당분간은 안정적인 성장을 보장

CJ 오쇼핑에 대해서 단기 실적 개선을 반영, 목표주가를 기존 240,000 원에서 260,000 원으로 상향하고 투자 의견 매수를 유지. 동사는 상대적으로 TV 채널에 집중하는 모습이 강함. 2014년 ~ 2016년 상반기까지 지속적으로 감소했던 TV 채널 취급급을 이전 수준으로 빠르게 회복시키는 것을 목표로 하고 있는 듯 함. 특히, 예상보다 견조한 T-commerce 매출을 확인하고 이를 통한 성장을 추구. 오랜 기간의 부진에서 회복되는 국면인 만큼, 동사의 성장은 금년 하반기까지는 안정적인 가능성 높음. 그러나 상대적으로 모바일 채널에 대한 투자가 적극적이지 않은 점은 장기 매력도를 낮추는 요인.

영업실적 및 투자지표

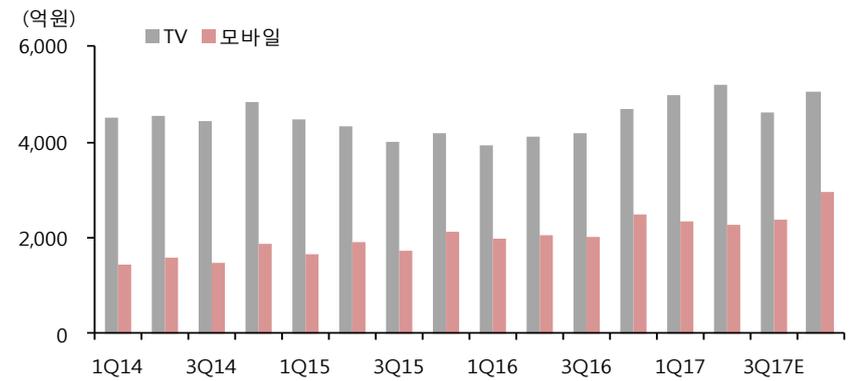
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	12,773	11,194	10,959	11,382	12,239	13,028
yoy	%	1.3	-12.4	-2.1	3.9	7.5	6.4
영업이익	억원	1,422	1,141	1,449	1,695	1,708	1,903
yoy	%	-9.6	-19.7	27.0	17.0	0.8	11.4
EBITDA	억원	1,536	1,285	1,581	1,887	1,922	2,106
세전이익	억원	1,394	865	448	1,668	1,588	1,783
순이익(지배주주)	억원	1,005	603	161	1,242	1,204	1,352
영업이익률%	%	11.1	10.2	13.2	14.9	14.0	14.6
EBITDA%	%	12.0	11.5	14.4	16.6	15.7	16.2
순이익률%	%	7.9	5.4	1.5	10.9	9.8	10.4
EPS	원	16,186	9,713	2,587	19,984	19,369	21,747
PER	배	16.1	19.6	63.0	10.7	11.1	9.9
PBR	배	2.5	1.7	1.5	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	10.4	8.9	5.6	5.7	4.8	3.6
ROE	%	16.7	9.1	2.4	16.7	14.0	13.7
순차입금	억원	-272	-570	-1,295	-2,625	-4,177	-5,885
부채비율	%	84.4	72.6	62.7	49.5	46.7	44.3

백화점/홈쇼핑 수수료 공정위 조사 이후 명목수수료 변동 추이



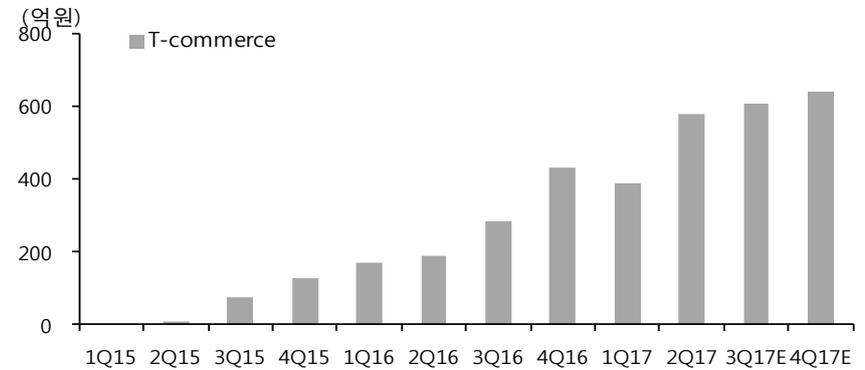
자료: 공정거래위원회

CJ 오쇼핑 TV 취급고 vs 모바일 취급고



자료: CJ 오쇼핑

CJ 오쇼핑 T-commerce 취급고



자료: CJ 오쇼핑

CJ 오쇼핑 목표주가 산정

	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지분법반영순이익(지배주주순이익, 억원)	1,125	1,599	1,348	947	847	249	1,303	1,364	1,512	1,552
Target Multiple(X)							12.0	12.0		
적정 시가총액(억원)							15,641	16,367		
주식 수(천주)							6,216	6,216		
적정주가(원)							251,641	263,319		
목표주가(원)								260,000		
목표 시가총액(억원)								14,888		
각 연도 말 시가총액(억원)	16,004	17,184	25,750	16,150	11,859	9,845				
목표 시가총액 대비 Implied P/E							12.6	12.0	10.8	10.5
각 연도 말 P/E(x)	14.2	10.7	19.1	17.1	14.0	39.6				

자료: SK 증권 리서치센터

CJ 오쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

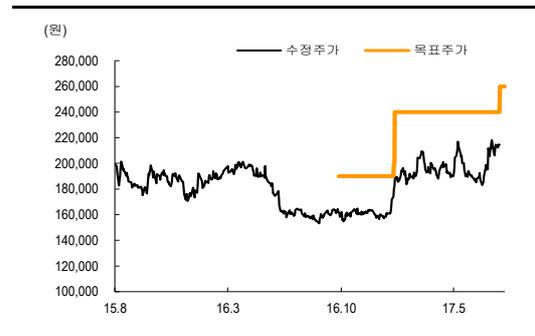
(단위: 억원, %)

CJ 오쇼핑(IFRS 별도)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
취급고	7,726	7,850	7,169	7,828	7,375	7,596	7,728	8,911	9,041	9,181	8,718	9,939	30,573	31,610	36,879	39,663
TV	4,470	4,314	4,002	4,172	3,918	4,131	4,192	4,676	4,992	5,190	4,611	5,050	16,958	16,917	19,843	21,131
모바일	1,642	1,926	1,748	2,134	1,987	2,040	2,035	2,498	2,331	2,278	2,386	2,945	7,450	8,560	9,940	10,934
인터넷	1,285	1,274	1,074	1,193	1,150	1,114	1,187	1,400	1,414	1,373	1,408	1,608	4,826	4,851	5,803	6,307
카탈로그	146	160	135	146	129	145	125	153	110	129	119	145	587	552	503	478
기타	183	176	210	183	191	166	189	184	194	211	195	190	752	730	789	813
영업이익	361	193	211	377	362	325	270	492	386	466	297	546	1,141	1,449	1,695	1,708
영업이익률	4.7%	2.5%	2.9%	4.8%	4.9%	4.3%	3.5%	5.5%	4.3%	5.1%	3.4%	5.5%	3.7%	4.6%	4.6%	4.3%
세전이익	330	166	204	164	397	296	57	-301	412	452	277	526	865	448	1,667	1,588
세전이익률	4.3%	2.1%	2.9%	2.1%	5.4%	3.9%	0.7%	-3.4%	4.6%	4.9%	3.2%	5.3%	2.8%	1.4%	4.5%	4.0%
당기순이익	240	132	142	90	300	203	69	-411	309	325	210	398	603	161	1,242	1,204
지분법반영 당기순이익	279	218	178	173	327	244	265	-587	288	327	250	438	847	249	1,303	1,364

자료: CJ 오쇼핑, SK 증권 리서치센터

주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.29	매수	260,000원
	2017.04.11	매수	240,000원
	2017.02.09	매수	240,000원
	2017.02.07	매수	200,000원
	2016.10.26	매수	190,000원
	2016.08.05	담당자 변경	



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 29일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,526	3,403	4,260	5,936	7,762
현금및현금성자산	1,976	299	1,109	2,662	4,369
매출채권및기타채권	915	1,155	1,175	1,264	1,349
재고자산	311	356	362	390	416
비유동자산	8,236	7,712	7,761	7,570	7,419
장기금융자산	1,275	1,245	1,257	1,257	1,257
유형자산	1,053	1,045	963	831	717
무형자산	310	352	444	490	529
자산총계	11,762	11,115	12,020	13,506	15,181
유동부채	4,350	4,209	3,771	4,058	4,330
단기금융부채	1,169	501	0	0	0
매입채무 및 기타채무	733	880	895	963	1,027
단기충당부채	54	41	42	45	48
비유동부채	598	75	211	242	329
장기금융부채	499	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,948	4,284	3,982	4,299	4,658
지배주주지분	6,814	6,831	8,038	9,206	10,523
자본금	311	311	311	311	311
자본잉여금	787	787	787	787	787
기타자본구성요소	-124	-124	-124	-124	-124
자기주식	-124	-124	-124	-124	-124
이익잉여금	5,636	5,641	6,733	7,786	8,987
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,814	6,831	8,038	9,206	10,523
부채외자본총계	11,762	11,115	12,020	13,506	15,181

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	715	1,425	1,528	1,686	1,815
당기순이익(손실)	603	161	1,242	1,204	1,352
비현금성항목등	599	1,327	651	718	755
유형자산감가상각비	79	72	123	132	114
무형자산감가상각비	65	60	69	81	89
기타	117	-17	89	155	182
운전자본감소(증가)	-238	205	68	192	184
매출채권및기타채권의 감소(증가)	85	-237	-131	-89	-85
재고자산감소(증가)	200	42	-26	-27	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-145	174	144	68	64
기타	-377	226	80	241	230
법인세납부	-249	-267	-432	-427	-475
투자활동현금흐름	-15	-1,743	69	17	43
금융자산감소(증가)	200	-1,192	138	0	0
유형자산감소(증가)	-52	-89	-45	0	0
무형자산감소(증가)	-47	-107	-127	-127	-127
기타	-115	-356	104	144	171
재무활동현금흐름	-296	-1,291	-786	-151	-151
단기금융부채증가(감소)	-101	-1,100	-632	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	4	0	0	0	0
배당금의 지급	-151	-151	-151	-151	-151
기타	-49	-40	-4	0	0
현금의 증가(감소)	411	-1,607	810	1,552	1,708
기초현금	1,495	1,906	299	1,109	2,662
기말현금	1,906	299	1,109	2,662	4,369
FCF	736	670	1,441	1,552	1,681

자료 : CJ오쇼핑, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,194	10,959	11,382	12,239	13,028
매출원가	1,576	1,246	539	1,517	1,570
매출총이익	9,617	9,713	10,843	10,722	11,458
매출총이익률 (%)	85.9	88.6	95.3	87.6	88.0
판매비와관리비	8,476	8,264	9,148	9,014	9,555
영업이익	1,141	1,449	1,695	1,708	1,903
영업이익률 (%)	10.2	13.2	14.9	14.0	14.6
비영업손익	-276	-1,001	-27	-120	-120
순금융비용	21	4	-30	-54	-80
외환관련손익	18	10	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	-120	-978	-20	-20	-20
세전계속사업이익	865	448	1,668	1,588	1,783
세전계속사업이익률 (%)	7.7	4.1	14.7	13.0	13.7
계속사업법인세	262	287	425	384	432
계속사업이익	603	161	1,242	1,204	1,352
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	603	161	1,242	1,204	1,352
순이익률 (%)	5.4	1.5	10.9	9.8	10.4
지배주주	603	161	1,242	1,204	1,352
지배주주귀속 순이익률(%)	5.39	1.47	10.91	9.84	10.38
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	537	168	1,357	1,319	1,467
지배주주	537	168	1,357	1,319	1,467
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,285	1,581	1,887	1,922	2,106

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-12.4	-2.1	3.9	7.5	6.4
영업이익	-19.7	27.0	17.0	0.8	11.4
세전계속사업이익	-37.9	-48.2	272.2	-4.8	12.3
EBITDA	-16.3	23.1	19.3	1.9	9.6
EPS(계속사업)	-40.0	-73.4	672.4	-3.1	12.3
수익성 (%)					
ROE	9.1	2.4	16.7	14.0	13.7
ROA	5.1	1.4	10.7	9.4	9.4
EBITDA마진	11.5	14.4	16.6	15.7	16.2
안정성 (%)					
유동비율	81.1	80.9	113.0	146.3	179.3
부채비율	72.6	62.7	49.5	46.7	44.3
순차입금/자기자본	-8.4	-19.0	-32.7	-45.4	-55.9
EBITDA/이자비용(배)	25.7	45.6	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,713	2,587	19,984	19,369	21,747
BPS	109,635	109,908	129,322	148,120	169,297
CFPS	12,027	4,713	23,066	22,802	25,015
주당 현금배당금	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.6	77.8	10.9	11.3	10.0
PER(최저)	18.0	59.2	7.8	8.1	7.2
PBR(최고)	2.4	1.8	1.7	1.5	1.3
PBR(최저)	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9
PCR	15.9	34.6	9.3	9.4	8.6
EV/EBITDA(최고)	12.6	7.1	5.9	4.9	3.7
EV/EBITDA(최저)	8.1	5.3	-1.3	-2.1	-2.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

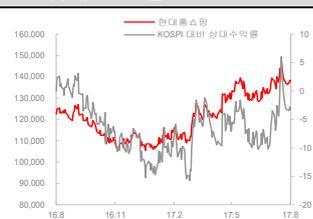
Company Data

자본금	600 억원
발행주식수	1,200 만주
자사주	31 만주
액면가	5,000 원
시가총액	16,560 억원
주요주주	
(주)현대백화점(외4)	40.84%
국민연금공단	13.01%
외국인지분률	22.70%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/08/25)	138,000 원
KOSPI	2378.51 pt
52주 Beta	0.14
52주 최고가	147,500 원
52주 최저가	105,500 원
60일 평균 거래대금	33 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.2%	4.9%
6개월	20.0%	5.7%
12개월	12.7%	-3.2%

현대홈쇼핑 (057050/KS | 매수(유지) | T.P 170,000 원(상향))

하반기 영업이익 성장 폭 확대 가능성 높음

정부의 유통산업 규제 강화 가능성이 높아지며 유통업종에 대해 보수적인 접근을 권함. 그럼에도 홈쇼핑 업체들에 대해서는 투자기회가 높은 것으로 평가. 정부의 추가 규제가 이미 다양한 규제가 많은 홈쇼핑에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되기 때문. 현대홈쇼핑은 홈쇼핑 업체들 중 수익성 관리가 가장 탁월. 전년도 하반기부터 본격적으로 증가한 송출수수료가 상반기까지 영업이익 성장에 부담을 주었음에도 양호한 성장을 이 어감. 송출수수료 부담이 완화되는 하반기, 영업이익 모멘텀 강화가 예상됨.

유통업 전반의 리스크인 규제, 홈쇼핑에 미치는 영향은 제한적일 듯

정부의 유통산업 규제 강화 가능성이 높아지며 유통업종에 대해 보수적인 접근을 권함. 그럼에도 홈쇼핑 업체들에 대해서는 투자기회가 높은 것으로 평가. 정부의 추가 규제가 이미 다양한 규제가 많은 홈쇼핑에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되기 때문.

현재 정부 규제의 방향은 중소기업자 및 자영업자 보호에 방점. 이러한 관점에서 홈쇼핑에 대해 강화될 규제는 제한적. 홈쇼핑 업체들은 직접적으로 자영업자들과 경쟁하는 구도가 아니며 유통 채널 확보가 어려운 중소기업자들에게 홈쇼핑은 주요 판매 채널이 되어 주고 있기 때문. 결국, 정부는 적절한 값을 관계만 마련된다면 홈쇼핑 산업을 육성하려 할 것. 이와 같은 맥락에서 2015년에 공영홈쇼핑을 추가로 허가했으며 다수의 T-commerce 사업자를 선정한 바 있음. 아직 이들의 영업이 본 궤도에 오르지 못했다는 점에서 추가 사업자 선정 가능성 또한 높지 않음. 따라서 홈쇼핑 업체들에 대해서는 규제에 의해 성장성 훼손을 우려할 필요는 없음.

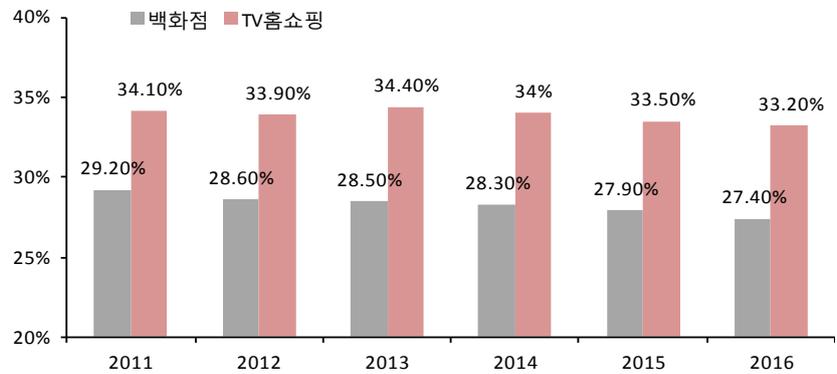
하반기 낮은 기저로 이익 모멘텀은 양호할 듯

현대홈쇼핑에 대한 목표주가를 145,000 원에서 170,000 원으로 상향하고 투자 의견 매수를 유지. 동사의 2017년 목표는 수익성 관리. 따라서 취급급 성장을 추구한 경쟁사들에 비해 매력적인 취급급 성장을 보이지는 못 했음. 그러나 탁월한 수익성 관리를 통해 상대적으로 높은 송출수수료 부담에도 영업이익의 안정적인 성장을 지속. 전년도 하반기부터 높아진 송출수수료 기저가 하반기 영업이익 성장 모멘텀을 강화할 전망. 단기 영업이익 개선에 집중하는 투자자라면 매력적인 투자안이 될 수 있을 것.

영업실적 및 투자지표

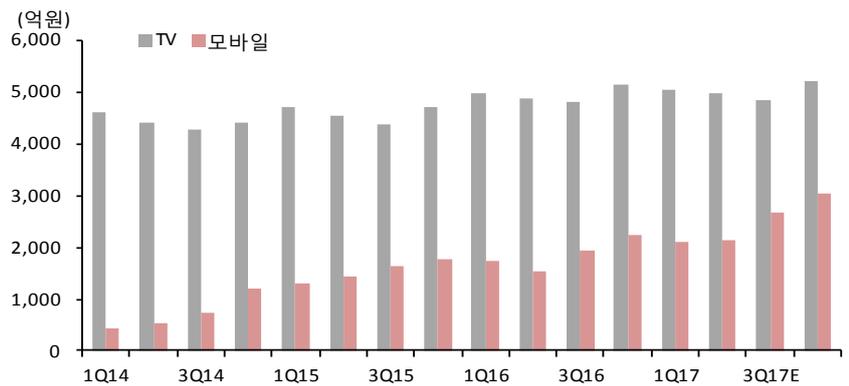
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	8,679	8,908	9,613	10,503	11,606	12,877
yoy	%	8.5	2.6	7.9	9.3	10.5	11.0
영업이익	억원	1,451	1,107	1,323	1,528	1,732	2,051
yoy	%	0.3	-23.7	19.5	15.5	13.3	18.4
EBITDA	억원	1,532	1,196	1,423	1,624	1,819	2,129
세전이익	억원	1,647	1,294	1,401	1,734	1,942	2,265
순이익(지배주주)	억원	1,255	974	1,034	1,321	1,472	1,717
영업이익률%	%	16.7	12.4	13.8	14.6	14.9	15.9
EBITDA%	%	17.7	13.4	14.8	15.5	15.7	16.5
순이익률	%	14.5	10.9	10.8	12.6	12.7	13.3
EPS	원	10,462	8,113	8,615	11,005	12,267	14,307
PER	배	13.2	14.2	12.9	12.5	11.3	9.7
PBR	배	1.4	1.1	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.1	5.4	3.9	4.8	3.5	2.2
ROE	%	10.8	8.1	8.1	9.7	10.0	10.6
순차입금	억원	-7,297	-7,448	-7,865	-8,828	-10,145	-11,733
부채비율	%	23.1	23.1	31.6	24.8	25.7	26.2

백화점/홈쇼핑 수수료 공정위 조사 이후 명목수수료 변동 추이



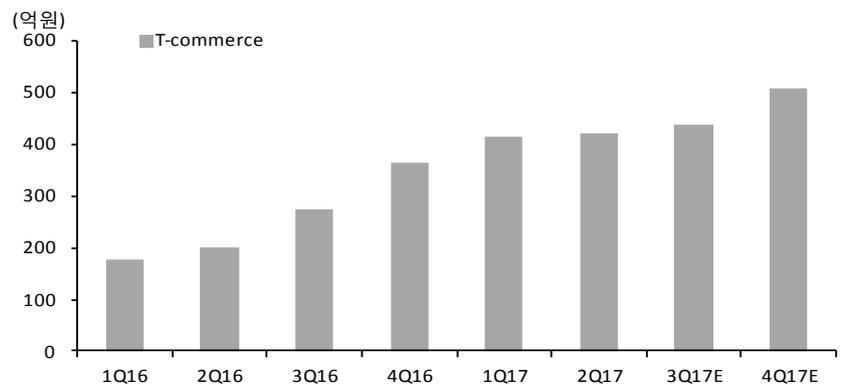
자료: 공정거래위원회

현대홈쇼핑 TV 취급고 vs 모바일 취급고



자료: 현대홈쇼핑

현대홈쇼핑 T-commerce 취급고



자료: 현대홈쇼핑

현대홈쇼핑 목표주가 산정

	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
NOPAT(억원)	1,251	1,058	1,162	1,106	833	975	1,160	1,313	1,554	1,839
Target P/E Multiple(X)							8.0	8.0		
a. 홈쇼핑 영업가치							9,277	10,502		
b. 한섬지분가치(지분율 34.64%, 주식수 8,532,763, 시가대비 25% 할인)							2,253	2,253		
c. 현대에이치씨엔(지분율 36.2%, 장부가 대비 30% 할인)							883	883		
d. 순현금							7,000	7,000		
적정 시가총액(억원)=a+b+c+d							19,412	20,638		
주식 수(천주)							12,000	12,000		
적정주가(원)							161,771	171,980		
목표주가(원)								170,000		
목표 시가총액(억원)								20,474		
각 연도 말 시가총액(억원)	15,960	14,520	22,320	16,560	13,860	13,380				
목표 시가총액 대비 Implied P/E							14.4	13.5	10.9	9.8
각 연도 말 P/E(X)	10.5	14.0	11.4	11.7	12.5	12.3				
지분법반영 순이익(지배주주순이익, 억원)	1,519	1,040	1,955	1,410	1,111	1,086	1,425	1,518	1,882	2,088

자료: Wisefn, SK 증권 리서치센터

현대홈쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

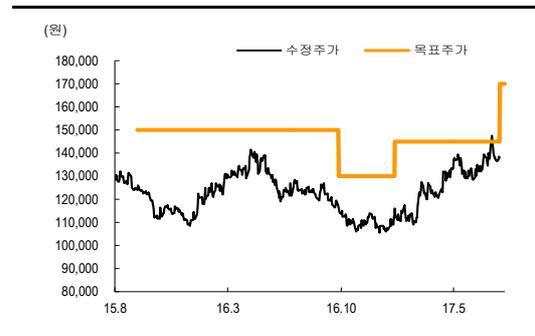
(단위: 억원 %)

현대홈쇼핑(IFRS 별도)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
취급고	7,873	7,750	7,687	8,533	8,789	8,390	8,511	9,365	9,081	8,895	9,335	10,271	31,843	35,055	37,582	41,536
TV	4,699	4,540	4,360	4,695	4,959	4,880	4,795	5,144	5,022	4,967	4,843	5,201	18,294	19,778	20,033	20,265
모바일	1,294	1,434	1,620	1,764	1,727	1,533	1,945	2,241	2,097	2,136	2,672	3,037	6,112	7,446	9,941	12,971
인터넷	1,563	1,485	1,424	1,777	1,882	1,740	1,534	1,683	1,748	1,566	1,580	1,733	6,249	6,839	6,628	7,290
카탈로그	196	176	181	185	119	122	127	185	94	89	127	185	738	553	495	510
기타	121	115	102	112	102	115	110	112	120	137	113	115	450	439	486	500
영업이익	286	260	242	319	413	338	234	338	472	359	283	414	1,107	1,323	1,529	1,732
영업이익률	3.6%	3.4%	3.1%	3.7%	4.7%	4.0%	2.7%	3.6%	5.2%	4.0%	3.0%	4.0%	3.5%	3.8%	4.1%	4.2%
세전이익	362	303	296	334	502	365	279	256	568	403	329	434	1,294	1,402	1,735	1,942
세전이익률	4.6%	3.9%	3.8%	3.9%	5.7%	4.4%	3.3%	2.7%	6.3%	4.5%	3.5%	4.2%	4.1%	4.0%	4.6%	4.7%
당기순이익	276	230	226	242	389	273	212	159	431	306	249	329	974	1,033	1,321	1,472
지분법반영 당기순이익	319	226	274	292	399	240	197	250	466	279	341	339	1,111	1,086	1,425	1,518

자료: 현대홈쇼핑, SK 증권 리서치센터

주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.29	매수	170,000원
	2017.04.11	매수	145,000원
	2017.02.09	매수	145,000원
	2016.10.26	매수	130,000원
	2015.10.12	매수	150,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 29일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	8,110	9,544	9,617	11,026	12,722
현금및현금성자산	347	48	867	2,183	3,772
매출채권및기타채권	349	364	399	446	501
재고자산	225	238	261	292	328
비유동자산	7,167	7,754	8,034	8,336	8,632
장기금융자산	559	463	470	470	470
유형자산	948	915	893	879	877
무형자산	45	42	42	41	40
자산총계	15,277	17,298	17,651	19,363	21,354
유동부채	2,822	4,136	3,484	3,892	4,367
단기금융부채	0	960	0	0	0
매입채무 및 기타채무	1,626	1,942	2,130	2,380	2,670
단기충당부채	37	44	48	53	60
비유동부채	39	16	26	60	63
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	8	9	10	11
부채총계	2,862	4,153	3,509	3,952	4,430
지배주주지분	12,415	13,145	14,142	15,411	16,924
자본금	600	600	600	600	600
자본잉여금	2,535	2,535	2,535	2,535	2,535
기타자본구성요소	-211	-267	-386	-386	-386
자기주식	-211	-267	-386	-386	-386
이익잉여금	9,254	10,104	11,247	12,544	14,086
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	12,415	13,145	14,142	15,411	16,924
부채외자본총계	15,277	17,298	17,651	19,363	21,354

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	948	1,290	1,399	1,691	1,940
당기순이익(손실)	974	1,034	1,321	1,472	1,717
비현금성항목등	210	392	324	347	412
유형자산감가상각비	88	99	95	86	78
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	42	41	18	-37	-16
운전자본감소(증가)	121	154	126	338	355
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-25	-43	-42	-47	-54
재고자산감소(증가)	-39	-14	-23	-31	-36
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	27	0	190	250	290
기타	158	210	1	166	155
법인세납부	-356	-290	-371	-466	-544
투자활동현금흐름	-471	-2,307	677	-199	-176
금융자산감소(증가)	156	-1,666	818	0	0
유형자산감소(증가)	-124	-67	-70	-73	-75
무형자산감소(증가)	0	2	0	0	0
기타	-504	-576	-70	-126	-101
재무활동현금흐름	-170	718	-1,257	-175	-175
단기금융부채증가(감소)	0	960	-960	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	-55	-119	0	0
배당금의 지급	-154	-178	-177	-175	-175
기타	-16	-8	-2	0	0
현금의 증가(감소)	308	-299	819	1,316	1,589
기초현금	39	347	48	867	2,183
기말현금	347	48	867	2,183	3,772
FCF	974	1,314	1,427	1,683	1,931

자료: 현대홈쇼핑 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,908	9,613	10,503	11,606	12,877
매출원가	703	871	1,046	1,158	1,287
매출총이익	8,205	8,743	9,456	10,448	11,591
매출총이익률 (%)	92.1	90.9	90.0	90.0	90.0
판매비와관리비	7,097	7,420	7,928	8,716	9,540
영업이익	1,107	1,323	1,528	1,732	2,051
영업이익률 (%)	12.4	13.8	14.6	14.9	15.9
비영업손익	187	78	206	210	214
순금융비용	-170	-167	-154	-173	-199
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	-101	0	0	0
세전계속사업이익	1,294	1,401	1,734	1,942	2,265
세전계속사업이익률 (%)	14.5	14.6	16.5	16.7	17.6
계속사업법인세	321	367	414	470	548
계속사업이익	974	1,034	1,321	1,472	1,717
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	974	1,034	1,321	1,472	1,717
순이익률 (%)	10.9	10.8	12.6	12.7	13.3
지배주주	974	1,034	1,321	1,472	1,717
지배주주귀속 순이익률(%)	10.93	10.75	12.57	12.68	13.33
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	931	963	1,293	1,444	1,689
지배주주	931	963	1,293	1,444	1,689
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,196	1,423	1,624	1,819	2,129

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	2.6	7.9	9.3	10.5	11.0
영업이익	-23.7	19.5	15.5	13.3	18.4
세전계속사업이익	-21.4	8.3	23.8	12.0	16.6
EBITDA	-22.0	19.0	14.1	12.0	17.1
EPS(계속사업)	-22.5	6.2	27.7	11.5	16.6
수익성 (%)					
ROE	8.1	8.1	9.7	10.0	10.6
ROA	6.6	6.4	7.6	8.0	8.4
EBITDA마진	13.4	14.8	15.5	15.7	16.5
안정성 (%)					
유동비율	287.3	230.7	276.1	283.3	291.3
부채비율	23.1	31.6	24.8	25.7	26.2
순차입금/자기자본	-60.0	-59.8	-62.4	-65.8	-69.3
EBITDA/이자비용(배)	74.6	171.4	911.4	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,113	8,615	11,005	12,267	14,307
BPS	103,457	109,541	117,850	128,422	141,036
CFPS	8,851	9,446	11,798	12,993	14,962
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.4				

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

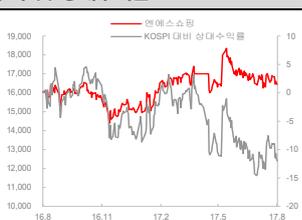
Company Data

자본금	168 억원
발행주식수	3,370 만주
자사주	62 만주
액면가	500 원
시가총액	5,543 억원
주요주주	
하림홀딩스(외9)	54.26%
한국투자밸류자산운	16.68%
용	
외국인지분률	7.00%
배당수익률	12.20%

Stock Data

주가(17/08/25)	16,450 원
KOSPI	2378.51 pt
52주 Beta	0.33
52주 최고가	18,350 원
52주 최저가	14,400 원
60일 평균 거래대금	11 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.3%	2.9%
6개월	-0.6%	-12.5%
12개월	2.5%	-12.0%

엔에스쇼핑 (138250/KS | 매수(유지) | T.P 20,500 원(유지))

안정성 높은 홈쇼핑

정부의 유통산업 규제 강화 가능성이 높아지며 유통업종에 대해 보수적인 접근을 권함. 그럼에도 홈쇼핑 업체들에 대해서는 투자기회가 높은 것으로 평가. 정부의 추가 규제가 이미 다양한 규제가 많은 홈쇼핑에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되기 때문. 그 중 엔에스쇼핑은 선두업체들과 비교해서 취급고 성장 측면에서의 매력도는 다소 떨어짐. 그럼에도 편성이 자유로운 T-commerce 를 통해 수익성 관리가 가능하다는 점은 향후 영업이익 성장의 안정성을 높임.

유통업 전반의 리스크인 규제, 홈쇼핑에 미치는 영향은 제한적일 듯

정부의 유통산업 규제 강화 가능성이 높아지며 유통업종에 대해 보수적인 접근을 권함. 그럼에도 홈쇼핑 업체들에 대해서는 투자기회가 높은 것으로 평가. 정부의 추가 규제가 이미 다양한 규제가 존재하는 홈쇼핑에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단되기 때문.

현재 정부 규제의 방향은 중소기업자 및 자영업자 보호에 방점을 두고 있음. 이러한 관점에서 홈쇼핑에 대해 강화될 규제는 제한적. 홈쇼핑 업체들은 직접적으로 자영업자들과 경쟁하는 구도가 아니며 유통 채널 확보가 어려운 중소기업자들에게 홈쇼핑은 주요 판매 채널이 되어주고 있기 때문. 결국, 정부는 홈쇼핑에 대한 적절한 gap을 관계만 마련된다면 홈쇼핑 산업을 육성하려 할 것. 이와 같은 맥락에서 2015 년에 공영홈쇼핑을 추가로 허가했으며 다수의 T-commerce 사업자를 선정 한 바 있음. 아직 이들의 영업이 본 궤도에 오르지 못했다는 점에서 추가 사업자 선정 가능성 또한 높지 않음. 따라서 홈쇼핑 업체들에 대해서는 규제로 인해 성장성 훼손을 우려할 필요는 없음.

선두 업체들과 비교하면, 안정적인 영업을 지속

엔에스쇼핑에 대해 목표주가 20,500 원과 투자 의견 매수를 유지. 선두 업체들과 비교하면 취급고 성장 측면에서 매력도는 다소 떨어짐. 백수오 사태 이후 감소했던 식약처의 건강기능성 식품 인건수가 회복되고 있기 않기 때문. 식품 판매 비중이 높은 동사에 게 새로운 건강기능성 식품은 신규 매출을 발생시키는 주요 요인. 그럼에도 불구하고 동사 역시 모바일 쇼핑과 T-commerce 를 통한 취급고 기여가 본격화되고 있다는 점은 긍정적. 더욱이 식품의 의무편성 비중이 60%에 이르는 TV 쇼핑보다 편성이 자유로운 T-commerce 를 통해 수익성이 높은 화장품과 의류의 판매가 높아지고 있다는 점이 향후 안정적인 영업이익의 증가를 기대하게 함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	3,904	4,056	4,396	4,711	4,787	4,970
yoy	%	12.5	3.9	8.4	7.2	1.6	3.8
영업이익	억원	925	911	921	968	1,017	1,049
yoy	%	33.0	-1.5	1.1	5.2	5.1	3.1
EBITDA	억원	1,014	1,009	1,045	1,085	1,127	1,151
세전이익	억원	936	931	854	887	977	1,029
순이익(지배주주)	억원	708	680	625	667	741	780
영업이익률%	%	23.7	22.5	20.9	20.6	21.3	21.1
EBITDA%	%	26.0	24.9	23.8	23.0	23.5	23.2
순이익률	%	18.1	16.8	14.2	14.2	15.5	15.7
EPS	원	2,100	2,019	1,856	1,980	2,198	2,315
PER	배	0.0	91.9	82.7	8.3	7.5	7.1
PBR	배	0.0	18.7	13.1	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	0.0	4.2	7.1	6.6	5.7	4.9
ROE	%	28.4	22.5	17.2	15.9	15.5	14.3
순차입금	억원	-2,255	-2,040	2,268	1,634	865	78
부채비율	%	53.3	34.4	108.6	94.3	83.0	73.7

엔에스쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

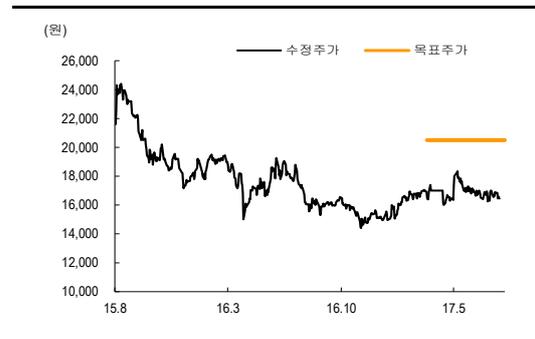
(단위: 억원 %)

CJ오쇼핑(IFRS 별도)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
취급고	3,180	3,086	3,050	3,200	3,277	3,265	3,247	3,406	3,410	3,365	3,416	3,587	12,516	13,195	13,778	14,425
TV	2,294	2,206	2,367	2,418	2,492	2,402	2,384	2,449	2,416	2,390	2,456	2,522	9,285	9,727	9,784	10,063
모바일	279	299	233	275	318	355	351	434	466	457	442	535	1,086	1,458	1,900	2,240
인터넷	204	166	91	128	135	166	176	161	178	189	181	166	589	638	714	736
카탈로그	359	369	349	329	297	317	308	330	312	302	311	333	1,406	1,252	1,258	1,271
기타	44	46	30	50	35	25	28	32	38	27	27	30	170	120	122	116
영업이익	232	213	231	235	239	215	231	236	253	224	246	245	911	921	968	1,017
영업이익률	7.3%	6.9%	7.6%	7.3%	7.3%	6.6%	7.1%	6.9%	7.4%	6.7%	7.2%	6.8%	7.3%	7.0%	7.0%	7.1%
세전이익	236	215	240	240	247	211	201	196	225	204	227	231	931	854	887	977
세전이익률	7.4%	7.0%	7.9%	7.5%	7.5%	6.5%	6.2%	5.8%	6.6%	6.1%	6.6%	6.4%	7.4%	6.5%	6.4%	6.8%
당기순이익	182	163	181	154	184	150	145	147	171	149	172	175	680	625	667	741

자료: 엔에스쇼핑, SK 증권 리서치센터

주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.29	매수	20,500원
	2017.05.12	매수	20,500원
	2017.04.11	매수	20,500원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 29일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,172	1,082	1,542	2,322	3,119
현금및현금성자산	1,859	711	1,157	1,926	2,713
매출채권및기타채권	109	221	232	242	251
재고자산	12	24	25	26	27
비유동자산	2,331	7,150	7,073	7,007	6,952
장기금융자산	85	62	58	58	58
유형자산	1,373	1,392	1,394	1,392	1,389
무형자산	325	308	260	223	192
자산총계	4,502	8,232	8,615	9,329	10,070
유동부채	1,055	2,018	2,580	2,633	2,677
단기금융부채	0	871	1,374	1,374	1,374
매입채무 및 기타채무	18	21	22	23	24
단기충당부채	8	10	11	11	11
비유동부채	98	2,268	1,600	1,599	1,594
장기금융부채	0	2,231	1,542	1,542	1,542
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,153	4,286	4,180	4,232	4,271
지배주주지분	3,349	3,946	4,435	5,097	5,799
자본금	168	168	168	168	168
자본잉여금	15	15	15	15	15
기타자본구성요소	-1	-7	-100	-100	-100
자기주식	-1	-1	-100	-100	-100
이익잉여금	3,144	3,765	4,365	5,039	5,753
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,349	3,946	4,435	5,097	5,799
부채외자본총계	4,502	8,232	8,615	9,329	10,070

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	397	781	878	933	939
당기순이익(손실)	680	625	667	741	780
비현금성항목등	333	429	419	386	371
유형자산감가상각비	55	64	61	63	62
무형자산감가상각비	44	61	55	47	40
기타	15	21	14	-18	-27
운전자본감소(증가)	-353	-31	35	43	37
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-43	-108	-12	-10	-9
재고자산감소(증가)	-8	-12	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	12	-12	1	1
기타	-301	76	61	53	45
법인세납부	-264	-242	-244	-236	-249
투자활동현금흐름	101	-4,980	4	-15	-4
금융자산감소(증가)	683	54	4	0	0
유형자산감소(증가)	-200	-79	-37	-60	-60
무형자산감소(증가)	-113	-60	-9	-9	-9
기타	-269	-4,895	47	54	66
재무활동현금흐름	-34	3,050	-436	-149	-149
단기금융부채증가(감소)	0	0	-186	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	3,093	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-99	0	0
배당금의 지급	-34	0	-67	-66	-66
기타	0	-43	-83	-83	-83
현금의 증가(감소)	464	-1,149	446	769	787
기초현금	1,395	1,859	711	1,157	1,926
기말현금	1,859	711	1,157	1,926	2,713
FCF	1	677	843	850	861

자료 : 엔에스쇼핑, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,056	4,396	4,711	4,787	4,970
매출원가	82	139	175	152	157
매출총이익	3,974	4,257	4,536	4,636	4,812
매출총이익률 (%)	98.0	96.8	96.3	96.8	96.8
판매비와관리비	3,063	3,337	3,568	3,618	3,764
영업이익	911	921	968	1,017	1,049
영업이익률 (%)	22.5	20.9	20.6	21.3	21.1
비영업손익	20	-66	-82	-40	-20
순금융비용	-38	33	70	59	47
외환관련손익	2	1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-8	-22	0	0	0
세전계속사업이익	931	854	887	977	1,029
세전계속사업이익률 (%)	23.0	19.4	18.8	20.4	20.7
계속사업법인세	251	229	219	237	249
계속사업이익	680	625	667	741	780
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	680	625	667	741	780
순이익률 (%)	16.8	14.2	14.2	15.5	15.7
지배주주	680	625	667	741	780
지배주주귀속 순이익률(%)	16.77	14.23	14.16	15.47	15.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	679	597	655	729	768
지배주주	679	597	655	729	768
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,009	1,045	1,085	1,127	1,151

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	3.9	8.4	7.2	1.6	3.8
영업이익	-1.5	1.1	5.2	5.1	3.1
세전계속사업이익	-0.6	-8.3	3.8	10.2	5.3
EBITDA	-0.5	3.6	3.7	3.9	2.2
EPS(계속사업)	-3.9	-8.1	6.7	11.0	5.3
수익성 (%)					
ROE	22.5	17.2	15.9	15.5	14.3
ROA	15.7	9.8	7.9	8.3	8.0
EBITDA마진	24.9	23.8	23.0	23.5	23.2
안정성 (%)					
유동비율	205.9	53.6	59.8	88.2	116.5
부채비율	34.4	108.6	94.3	83.0	73.7
순차입금/자기자본	-60.9	57.5	36.8	17.0	1.3
EBITDA/이자비용(배)	610.9	19.4	12.8	13.6	13.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,019	1,856	1,980	2,198	2,315
BPS	9,940	11,710	13,161	15,127	17,210
CFPS	2,311	2,227	2,325	2,522	2,619
주당 현금배당금	0	2,000	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	131.3	105.1	87.9	79.2	75.2
PER(최저)	91.1	77.6	81	7.3	6.9
PBR(최고)	26.7	16.7	13.2	11.5	10.1
PBR(최저)	18.5	12.3	1.2	1.1	0.9
PCR	80.3	68.9	7.1	6.5	6.3
EV/EBITDA(최고)	6.8	8.5	7.2	6.3	5.5
EV/EBITDA(최저)	4.1	6.8	6.2	5.3	4.5

memo
