



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

## 유통

2018-01-09

### 홈쇼핑: 4Q17 영업이익 모멘텀 약화, 그러나 2018년 성장은 지속

홈쇼핑 업체들의 4Q17 영업이익은 컨센서스를 하회할 것으로 추정. 주요 홈쇼핑 업체들이 전년도 송출수수료의 환입으로 영업이익 기저가 높은데다, 10월 초 장기간 연휴가 여행 수요를 자극하며 홈쇼핑 등 유통업체의 매출에 부정적으로 작용한 것. 그러나 2018년 눈높이까지 낮출 필요는 없어 보임. 홈쇼핑으로 공급되는 제품 및 서비스가 다양화되며 고객들의 구매 횟수가 지속적으로 증가하고 있기 때문.

### 4Q17 영업이익, 전년도 높은 기저가 부담

홈쇼핑 업체들의 4Q17 영업이익은 컨센서스를 하회할 것으로 추정. 주요 홈쇼핑 업체들이 전년도 송출수수료의 환입으로 영업이익 기저가 높았던 것이 주요 원인. 영업측면에서도 10월 초의 장기간 연휴가 여행 수요를 자극하며 홈쇼핑 등 유통업체의 매출에 부정적으로 작용. 11월과 12월의 개선에도 전반적인 영업이익 개선을 이끌기는 어려웠던 것으로 판단.

### 홈쇼핑, 주요 기업의 메인 마케팅 채널로 자리 잡음

4Q17 영업이익이 기대에 미치지 못하는 것은 3분기까지 이어졌던 홈쇼핑의 기대 이상의 영업이익이라는 모멘텀이 약화되는 것으로 투자자들의 우려를 살 수 있음. 그러나 홈쇼핑의 2018년 성장에 대한 눈높이까지 낮출 필요는 없어 보임. 홈쇼핑 상품에 대한 소비자들의 평가가 좋아지면서 제조사 및 서비스 업체들 입장에서 홈쇼핑이 효과적인 마케팅 채널로 인지되며 홈쇼핑을 통한 제품 판매를 적극적으로 진행하고 있기 때문. 홈쇼핑을 통해 구매할 수 있는 제품군이 확대되면서 홈쇼핑 고객의 구매 횟수 증가 및 신규 고객 유입이 지속될 것으로 예상.

### 2018년 송출수수료, 통제 가능성 높아짐

다만, 송출수수료의 증가는 영업이익 증가 폭을 확대하는 데 부담 요인. IPTV 향 송출수수료가 해당 채널의 취급고 성장에 따라 가파르게 증가하는 반면, 취급고가 감소하고 있는 SO 향 송출수수료가 충분히 하락하지 못하며 취급고 성장 이상으로 송출수수료가 증가하고 있기 때문.

2018년 송출수수료에 대한 대처는 업체별로 다소 다름. CJ 오쇼핑 및 현대홈쇼핑은 적극적으로 송출수수료를 통제할 것을 밝히고 있는 반면, GS 홈쇼핑과 NS 쇼핑은 5% 이상의 증가가 불가피할 것으로 전망.

당사는 CJ 오쇼핑과 현대홈쇼핑의 적극적인 송출수수료 통제의지가 업계 전반적인 송출수수료 증가 추이를 완화할 수 있을 것으로 기대. 현대홈쇼핑의 경우, 2016년 IPTV에서 공격적으로 송출수수료를 증가시키며 기존 B급 채널을 S급 채널로 전환하였으나, 효율이 기대에 미치지 못했음. 이제는 S급 채널 확보보다는 효율성을 고려한 채널 정책을 수립할 계획. IPTV에서 조차 채널 확보 경쟁이 완화되는 만큼, 송출수수료의 통제 가능성은 이전보다 현저히 높아진 것으로 판단.

### 홈쇼핑 업체의 낮은 valuation, 매력적인 투자포인트

4Q17 영업이익이 기대에 미치지 못할 것이라는 우려로 홈쇼핑 업체들의 주가는 상당 기간 조정 중. 그러나 홈쇼핑은 성장이 지속될 수 있는 우호적 환경이 강화되고 있고 매년 풍부한 잉여현금이 창출되는 구조라는 매력을 고려할 때, 매수 관점의 접근이 필요함.

## GS 홈쇼핑 분기별 및 연간 실적 전망

단위: 억원

GS홈쇼핑(IFRS 별도)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016년	2017년E	2018년E	2019년E
취급고	9,104	8,920	8,751	9,920	9,866	9,467	10,582	10,593	10,752	10,423	11,242	9,866	36,695	39,804	43,009	45,960
TV	4,645	4,463	4,386	4,787	4,787	4,328	4,691	5,149	5,026	4,544	4,616	4,787	18,281	18,710	19,336	19,866
모바일	3,054	3,123	3,177	3,797	3,779	3,895	4,557	4,015	4,414	4,599	5,287	3,779	13,151	15,783	18,316	20,671
인터넷	1,042	997	889	988	921	865	939	922	893	839	910	921	3,916	3,675	3,564	3,457
카탈로그	216	202	172	195	164	156	166	139	139	133	141	164	785	649	551	562
기타	147	135	127	153	215	223	230	368	279	307	287	215	562	988	1,241	1,404
영업이익	321	273	241	451	312	303	400	493	362	342	455	312	1,286	1,455	1,652	1,901
영업이익률	3.5%	3.1%	2.8%	4.5%	3.2%	3.2%	3.8%	4.7%	3.4%	3.3%	4.1%	3.2%	3.5%	3.7%	3.8%	4.1%
세전이익	354	302	275	434	258	329	410	503	372	352	465	258	1,365	1,372	1,692	1,941
세전이익률	3.9%	3.4%	3.1%	4.4%	2.6%	3.5%	3.9%	4.7%	3.5%	3.4%	4.1%	2.6%	3.7%	3.4%	3.9%	4.2%
당기순이익	277	225	207	326	140	248	311	381	282	267	353	140	1,035	962	1,283	1,471
지분법반영 당기순이익	350	206	146	355	195	219	301	371	272	257	343	195	1,057	985	1,243	1,431

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

## CJ 오쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

단위: 억원 %

CJ오쇼핑(IFRS 별도)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016년	2017년E	2018년E	2019년E
취급고	7,375	7,596	7,728	8,911	9,041	9,181	8,897	9,756	9,658	9,772	10,113	10,346	31,610	36,875	39,890	42,798
TV	3,918	4,131	4,192	4,676	4,992	5,190	5,040	4,910	5,242	5,450	5,958	5,131	16,917	20,132	21,779	23,445
모바일	1,987	2,040	2,035	2,498	2,331	2,278	2,157	2,945	2,564	2,506	2,373	3,240	8,560	9,711	10,683	11,751
인터넷	1,150	1,114	1,187	1,400	1,414	1,373	1,363	1,566	1,548	1,477	1,446	1,642	4,851	5,716	6,113	6,288
카탈로그	129	145	125	153	110	129	129	145	105	123	123	138	552	513	488	463
기타	191	166	189	184	194	211	208	190	200	217	214	195	730	803	827	851
영업이익	362	325	270	492	386	466	304	466	426	487	315	494	1,449	1,622	1,722	1,934
영업이익률	4.9%	4.3%	3.5%	5.5%	4.3%	5.1%	3.4%	4.8%	4.4%	5.0%	3.1%	4.8%	4.6%	4.4%	4.3%	4.5%
세전이익	397	296	57	-301	412	452	295	446	396	457	285	464	448	1,605	1,602	1,814
세전이익률	5.4%	3.9%	0.7%	-34%	4.6%	4.9%	3.3%	4.6%	4.1%	4.7%	2.8%	4.5%	1.4%	4.4%	4.0%	4.2%
당기순이익	300	203	69	-411	309	325	221	338	300	347	216	352	161	1,193	1,215	1,375
지분법반영 당기순이익	327	244	265	-587	288	327	241	378	340	387	256	392	249	1,234	1,375	1,535

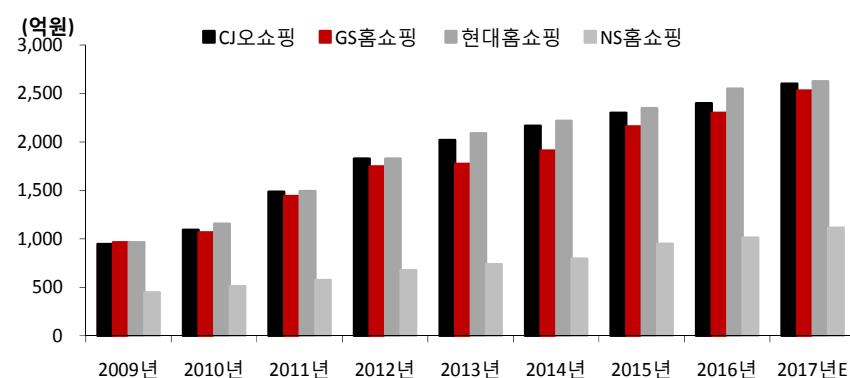
자료: CJ 오쇼핑 SK 증권 리서치센터 / 주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %

## 현대홈쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

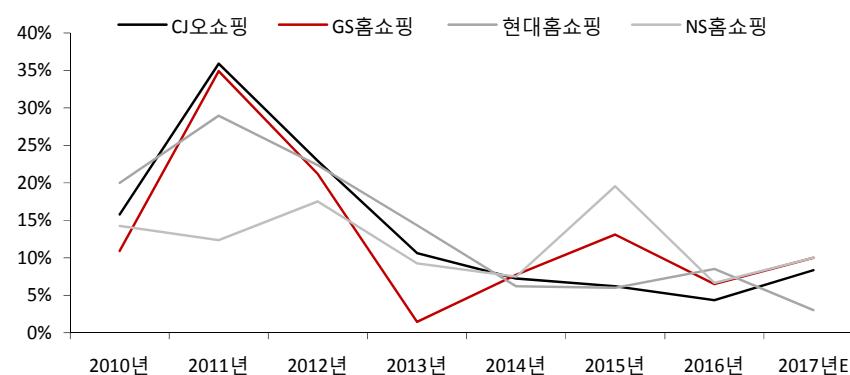
단위: 억원 %

현대홈쇼핑(IFRS 별도)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016년	2017년E	2018년E	2019E
취급고	8,789	8,390	8,511	9,365	9,081	8,895	8,671	9,624	9,497	9,691	8,934	9,885	35,055	36,271	38,007	39,918
TV	4,959	4,880	4,795	5,144	5,022	4,967	4,870	5,201	5,079	5,047	4,939	5,252	19,778	20,060	20,317	20,551
모바일	1,727	1,533	1,945	2,241	2,097	2,136	2,173	2,491	2,501	2,892	2,402	2,740	7,446	8,897	10,536	12,367
인터넷	1,882	1,740	1,534	1,683	1,748	1,566	1,391	1,633	1,696	1,519	1,349	1,584	6,839	6,338	6,147	5,963
카탈로그	119	122	127	185	94	89	85	185	97	92	88	191	553	453	467	481
기타	102	115	110	112	120	137	152	115	124	141	157	119	439	524	540	556
영업이익	413	338	234	338	472	359	314	382	512	408	326	391	1,323	1,527	1,637	1,778
영업이익률	4.7%	4.0%	2.7%	3.6%	5.2%	4.0%	3.6%	4.0%	5.4%	4.2%	3.7%	4.0%	3.8%	4.2%	4.3%	4.5%
세전이익	502	365	279	256	568	403	345	402	610	453	358	411	1,402	1,718	1,832	1,976
세전이익률	5.7%	4.4%	3.3%	2.7%	6.3%	4.5%	4.0%	4.2%	6.4%	4.7%	4.0%	4.2%	4.0%	4.7%	4.8%	5.0%
당기순이익	389	273	212	159	436	306	262	305	462	343	271	312	1,033	1,309	1,388	1,498
지분법반영 당기순이익	399	240	197	250	466	279	353	315	435	434	281	285	1,086	1,413	1,435	1,663

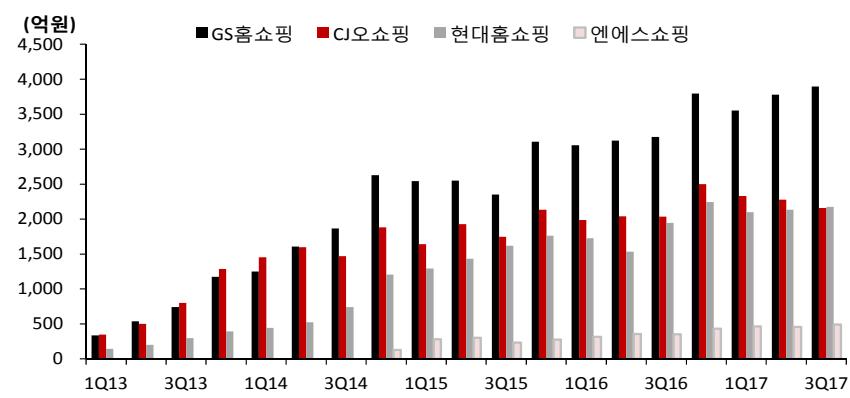
자료: 현대홈쇼핑 SK 증권 리서치센터 / 주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %

**송출수수료 추이**

자료 각사, SK증권 추정

**송출수수료 증가율 추이**

자료 각사, SK증권 추정

**업체별 모바일 쇼핑 취급고 규모 추이**

자료 각사, SK증권 추정

### 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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 9일 기준)

매수	89.26%		중립	10.74%		매도	0%
----	--------	--	----	--------	--	----	----