



Retail Industry

## 홈쇼핑 3사 3Q Preview 및 투자점검

### 이익회복 시작은 4분기부터, Top Pick은 CJ오쇼핑

유통/미디어  
민영상, 황용주 (2122-9193)  
mys@hi-ib.com

#### ■ 홈쇼핑 3사 3Q 실적은 총매출 증가세 지속 불구하고 영업이익 감소세 예상

홈쇼핑 3사(CJ오쇼핑, 현대홈쇼핑, GS홈쇼핑)의 3분기 총매출(취급고) 성장률은 소비경기 둔화의 영향으로 전분기보다 낮아지겠지만 인터넷(모바일 포함) 부문의 성장기여 유지로 오프라인 유통업체보다는 높은 8~13% 수준의 견조한 성장세를 나타낼 것으로 예상. 다만 안정적 외형성장에도 불구하고 홈쇼핑 3사의 3분기 영업이익 증가율은 1) SO수수료 증가 부담 지속, 2) 보험판매의 비수기 영향 및 판매효율 저하로 인해 전년동기대비 (-)1~3% 수준의 감소세를 기록할 것으로 예상. 각사별 3분기 추정 영업이익은 CJ오쇼핑과 현대홈쇼핑이 각각 303억원, 306억원으로 전년동기대비 1.6%, 0.6% 감소할 것으로 예상되고, GS홈쇼핑은 2.7% 감소한 226억원으로 추정.

#### ■ 4분기부터 이익회복 시작 기대. 송출수수료 증가는 2012년 기점으로 Peak Out

홈쇼핑 3사의 의미있는 실적개선은 4분기부터 가능할 전망. 이는 1) 가계실질소득 증가에 따른 소비구매력 유효, 2) 보험상품 믹스 개선을 통한 보험판매 효율 향상, 3) 소매성수기 및 전년동기 낮은 이익 기저효과 등에 의해 홈쇼핑 3사의 4분기 영업이익은 yoy (+)성장세(CJ오쇼핑 +18.8%, 현대홈쇼핑 +9.2%, GS홈쇼핑 +6.2% 추정) 전환이 가능할 것으로 예상. 최근 2~3년간 홈쇼핑사업자간 S급채널 확보 경쟁이 심화되면서 이는 홈쇼핑 3사의 송출수수료 증가 요인으로 작용하면서 수익성 악화의 주요인으로 작용하고 있음. 그러나 2013년부터는 1) 홈쇼핑 업체들간의 채널확보 경쟁 자제 및 공동대응을 통한 송출수수료 부담 완화 등이 예상되는 가운데, 2) 소비경기 회복에 의한 외형성장 폭이 확대되면서 3) 2012년 낮았던 이익 기저효과와 맞물릴 경우 시장기대 보다 높은 실적개선 모멘텀이 나타날 수도 있다고 판단.

#### ■ 홈쇼핑사 Top Pick은 CJ오쇼핑(Buy, 목표가 29만원으로 상향)

현시점에서 투자매력이 가장 높은 홈쇼핑 상장사는 CJ오쇼핑(Buy, 목표가 29만원 상향)으로 판단. CJ오쇼핑은 1) 4분기 자회사 CJ헬로비전의 IPO에 의한 지분가치 부각, 2) PB 상품 강화 전략(상반기 PB/직매입 상품 비중 25%)에 의한 수익성 체고 기대, 3) CJ IMC(상품공급/소싱사업)와 동방CJ의 시너지 가시화(CJ IMC의 동방CJ 취급고 비중 10% 수준 확대) 등의 긍정적 주가모멘텀이 유효하게 작용하고 있어 최근 양호한 주가 상승 흐름이 당분간 지속될 가능성이 높다고 판단.

현대홈쇼핑(Buy, 목표가 14.6만원 상향)의 경우 1) 한섬의 지분법 이익의 회계상 반영(2012년 260억원 예상)이 시작되고, 2) 효율적 비용통제로 이익방어력 측면에서 타 홈쇼핑업체 대비 우위에 있는 점을 감안 홈쇼핑 업황회복 대비 저점매수 전략은 유효. GS홈쇼핑(Hold, 목표가 12.3만원)의 경우 안정적 펀드멘털과 보유 현금성 자산가치 대비 저평가 매력(GS홈쇼핑 7배 수준)이 상존하고 있으나 본격적인 소비경기 상승국면이 아닌 시점에서 주가모멘텀 부각이 다소 제한적일 것으로 예상.

<표1> 홈쇼핑 3사의 분기/연간 실적전망 (K-IFRS 별도 기준)

(단위 : 억원, %)

		1Q.11	2Q.11	3Q.11	4Q.11	2011	1Q.12	2Q.12	3QE.12	4QE.12	2012(E)	2013(E)
CJ오쇼핑 Buy TP: 290,000원	총매출(취급고)	5,980	6,120	5,967	6,990	25,056	7,089	7,016	6,763	8,042	28,911	31,646
	영업이익	363	347	308	306	1,324	346	340	303	363	1,351	1,550
	세전이익	329	314	274	261	1,178	314	302	755	335	1,707	1,456
	순이익	250	238	208	189	884	245	228	551	252	1,277	1,087
	YoY %											
	총매출(취급고)	30.2	29.2	27.2	19.2	26.0	18.5	14.7	13.4	15.1	15.4	9.5
	영업이익	15.6	12.8	10.7	-5.2	8.3	-4.8	-2.1	-1.6	18.8	2.1	14.7
	세전이익	18.4	12.8	18.7	-7.3	10.2	-4.5	-3.7	175.7	28.5	44.9	-14.7
순이익	13.3	51.2	23.8	-11.4	16.5	-1.7	-4.2	165.6	33.7	44.4	-14.8	
현대홈쇼핑 Buy TP: 146,000원	총매출(취급고)	5,800	5,550	5,714	6,190	23,255	6,495	5,922	6,217	7,226	25,860	28,184
	영업이익	447	378	308	390	1,523	463	354	306	426	1,550	1,647
	세전이익	522	493	392	469	1,876	632	488	449	599	2,167	2,353
	순이익	396	374	300	355	1,425	485	379	331	457	1,652	1,797
	YoY %											
	총매출(취급고)	26.7	19.7	23.6	14.0	20.7	12.0	6.7	8.8	16.7	11.2	9.0
	영업이익	42.5	1.6	8.2	10.4	15.1	3.6	-6.1	-0.6	9.2	1.8	6.3
	세전이익	51.5	20.8	18.8	11.5	24.8	21.1	-1.1	14.5	27.5	15.5	8.5
순이익	53.3	21.1	20.2	11.8	25.6	22.6	1.3	10.3	28.6	15.9	8.8	
GS홈쇼핑 Hold TP: 123,000원	총매출(취급고)	6,112	6,222	5,728	7,368	25,430	7,525	7,471	6,501	7,842	29,339	32,210
	영업이익	286	274	232	269	1,061	276	224	226	288	1,014	1,136
	세전이익	2,016	330	281	-5	2,622	336	285	278	288	1,187	1,304
	순이익	1,536	283	212	-106	1,924	245	210	201	216	872	964
	YoY %											
	총매출(취급고)	18.0	16.1	8.8	19.9	15.9	23.1	20.1	13.5	6.4	15.4	9.8
	영업이익	15.3	-11.2	-13.7	-20.7	-8.9	-3.6	-18.1	-2.7	6.9	-4.5	12.1
	세전이익	655.0	1.9	-1.4	-102.1	136.6	-83.3	-13.7	-1.1	흑전	-54.7	9.9
순이익	664.2	15.3	-44.6	-173.7	98.0	-84.1	-25.8	-4.8	흑전	-54.7	10.5	

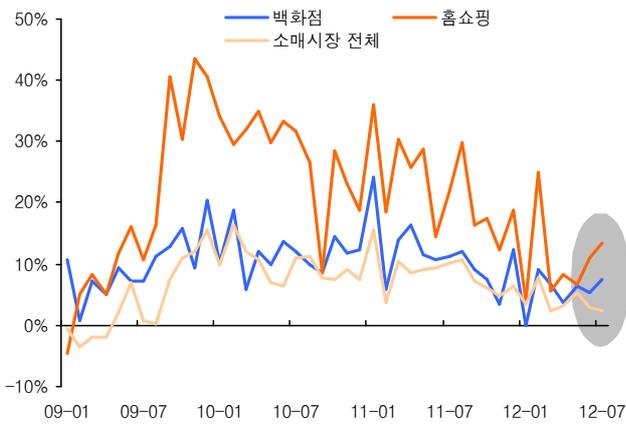
자료 : 각사, 예상은 하이투자증권 리서치센터

<표 2> CJ오쇼핑 목표주가 산출

구 분		기업가치 산출	
(1) 영업가치	2013년 영업이익 예상치		1,550 억원
	tax 효과 차감	25%	1,162 억원
	P/E 적용	10 배	11,623 억원
(2) 동방 CJ 가치	2013년 순이익 예상치		500 억원
	P/E 적용	15 배	7,500 억원
	동사 지분을 적용 가치	15.84%	1,188 억원
(3) SO(CJ헬로비전) 가치	CJ헬로비전 가입자수		348 만가구
	가입자당 가치 적용		35 만원
	동사 지분을 적용 가치	54%	6,575 억원
(4) 삼성생명 지분가치	보유주식수		1,000,000 주
	주당가치 (시장가)		96,400 원
	보유 지분가치		964 억원
(1) + (2) + (3) + (4)			20,350 억원
(5) 순차입금(2012년말 예상치)			1,546 억원
(6) 타해외법인 지분손실 반영	타해외법인 예상 지분손실 (2013E)		75 억원
	P/E 적용	10 배	750 억원
CJ오쇼핑 총기업가치 = (1)+(2)+(3)+(4)-(5)-(6)			18,054 억원
총주식수			6,204 천주
적정 주당가치			291,024 원

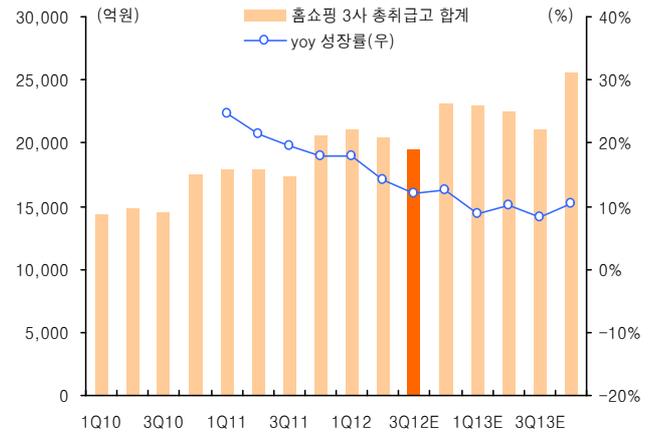
자료 : 하이투자증권 리서치

<그림 1> 소매업체별 판매액 월별 증가를 추이 : 홈쇼핑 업종은 타 유통 업종보다 높은 성장률을 보여주고 있음



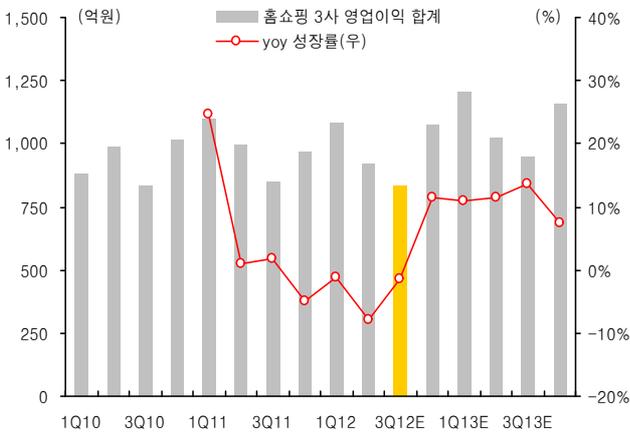
자료: 통계청, 하이투자증권 리서치

<그림 2> 홈쇼핑 3사 총취급고 추이와 전망 : TV 홈쇼핑, 인터넷몰(모바일몰 포함) 통해 10% 내외의 견조한 성장 이어갈 전망



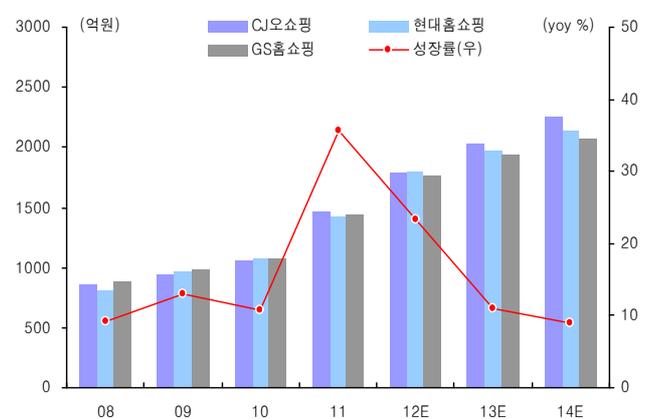
자료: 각사, 예상은 하이투자증권 리서치

<그림 3> 홈쇼핑 3사 영업이익 추이 및 전망 : 4 분기를 기점으로 기저효과와 송출수수료 증가를 완화 통해 영업이익 개선 예상



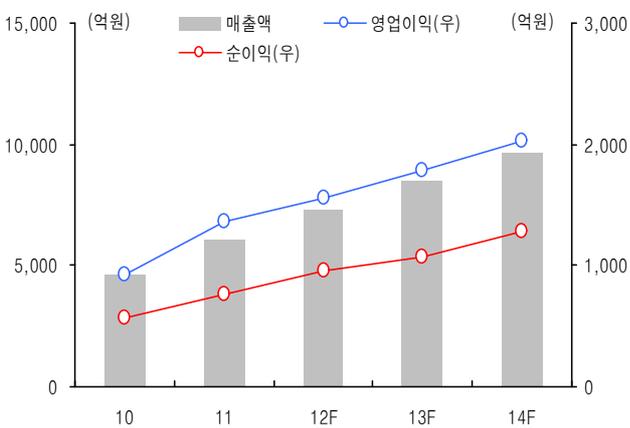
자료: 각사, 예상은 하이투자증권 리서치

<그림 4> 홈쇼핑 3사 연간 송출수수료 전망 : 홈쇼핑 업체들의 경쟁 자제 및 공동대응으로 2013년 송출수수료 증가율은 10% 수준으로 완화될 듯



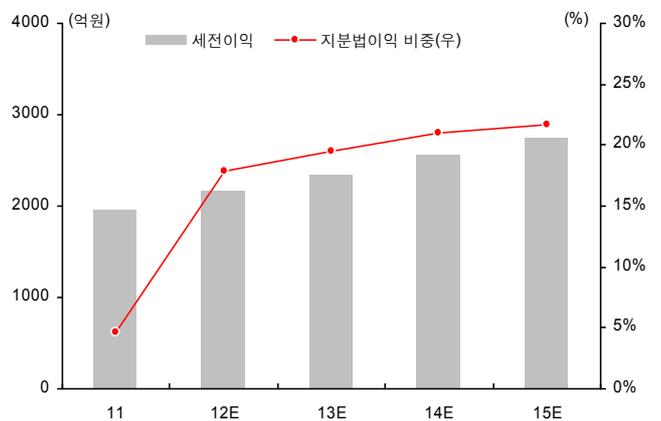
자료: 각사, 예상은 하이투자증권 리서치 추산

<그림 5> CJ 헬로비전의 매출/영업이익/순이익 추이와 전망 : 홈쇼핑 송출 수익확대와 ARPU 상승에 의한 펀드멘탈 강화 기조 지속



자료: CJ헬로비전, 예상은 하이투자증권 리서치

<그림 6> 현대홈쇼핑 세전이익 대비 지분법 이익 전망 : 한섬 인수는 상품소싱 시너지 효과 및 지분법이익 증가에 기여



자료: 현대홈쇼핑, 예상은 하이투자증권 리서치

<표3> CJ오쇼핑의 연간실적 전망 및 투자지표(IFRS 별도 기준)

FY	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2010	7,112	1,224	758	7,940	29.1	11.3	40,048	5.8	28.7	203.7
2011	8,947	1,324	884	14,258	18.1	12.6	52,646	4.9	28.9	160.4
2012E	10,119	1,351	1,277	20,585	11.3	10.7	71,414	3.3	31.5	117.6
2013E	10,981	1,550	1,087	17,528	13.2	9.1	87,099	2.7	21.2	98.7
2014E	11,859	1,704	1,208	19,479	11.9	8.1	104,704	2.2	19.7	85.2

자료 : CJ 오쇼핑, 하이투자증권 리서치센터, 주) 영업이익은 회사발표 기준

<표4> 현대홈쇼핑의 연간실적 전망 및 투자지표(IFRS 별도 기준)

FY	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2010	5,814	1,323	1,134	11,394	9.0	3.6	58,315	1.8	16.1	31.4
2011	7,114	1,523	1,425	11,874	11.2	4.6	68,954	1.9	18.5	32.3
2012E	7,991	1,550	1,652	13,763	8.8	5.5	81,514	1.5	18.2	28.5
2013E	8,737	1,647	1,797	14,978	8.1	4.6	95,153	1.3	16.8	25.6
2014E	9,455	1,738	1,963	16,361	7.4	3.8	110,039	1.1	15.8	23.0

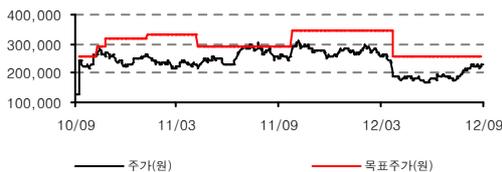
자료 : 현대홈쇼핑, 하이투자증권 리서치센터, 주) 영업이익은 회사발표 기준

<표5> GS홈쇼핑의 연간실적 전망 및 투자지표(IFRS 별도 기준)

FY	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2010	7,922	1,166	972	14,816	7.4	5.3	63,463	1.7	22.6	75.0
2011	9,061	1,061	1,924	29,322	4.0	3.9	89,139	1.3	37.1	59.3
2012E	10,415	1,014	872	13,295	8.7	4.7	98,643	1.2	13.6	56.2
2013E	11,499	1,136	964	14,688	7.9	4.3	108,809	1.1	13.6	53.6
2014E	12,424	1,205	1,004	15,298	7.6	4.1	118,932	1.0	12.8	50.6

자료 : GS 홈쇼핑, 하이투자증권 리서치센터, 주) 영업이익은 회사발표 기준

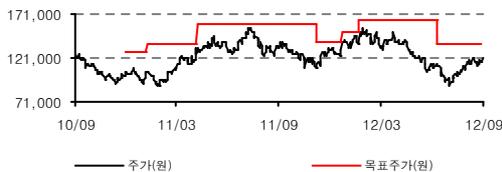
주가와 목표주가의 차이(CJ오쇼핑)



투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2012-09-26	Buy	290,000	2010-10-11	Buy	260,000			
2012-04-17	Buy	257,000	2010-09-29	Buy	255,000			
2011-10-17	Buy	345,000	2010-07-20	Buy	140,000			
2011-05-02	Buy	294,000						
2011-01-31	Buy	330,000						
2010-11-16	Buy	320,000						
2010-11-01	Buy	294,000						

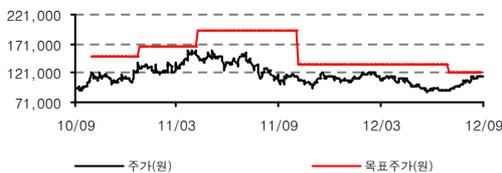
가와 목표주가의 차이(현대홈쇼핑)



투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2012-09-26	Buy	146,000	2010-12-23	Buy	127,000			
2012-07-04	Buy	136,000						
2012-02-15	Buy	165,000						
2012-01-16	Buy	151,000						
2011-11-30	Buy	140,000						
2011-05-02	Buy	159,000						
2011-01-31	Buy	138,000						

주가와 목표주가의 차이(GS홈쇼핑)



투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2012-07-24	Hold	123,000						
2011-10-27	Hold	135,000						
2011-05-02	Buy	193,000						
2011-01-17	Buy	167,000						
2010-10-21	Buy	150,000						
2010-08-31	Buy	120,000						

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 민영상, 황용주)  
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.  
-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
- 2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)  
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)