

영업실적은 저점을 통과했다

Analyst 박종렬

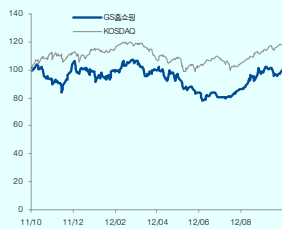
02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

현재주가 (10/8)	113,400원
상승여력	49.9%
시가총액	744십억원
발행주식수	6,563천주
자본금/액면가	33십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	122,100원/89,000원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	32.62%
주요주주	GS 30.00%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	2.6 23.9 -1.4
상대주가(%)	-2.5 14.6 -7.7
당사추정 EPS	15,831원
컨센서스 EPS	13,825원
컨센서스 목표주가	137,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 적극적인 매수 의견을 유지하는 이유
- 당초 예상보다는 양호한 실적 추세가 진행되고 있다
- 홈쇼핑업종, 불황에 강한 내성과 대응능력을 보유
- 최근 상승에도 불구하고 여전히 저평가 상태

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	799	117	77	126	11,734	32.1	9.3	1.7	3.5	19.6
2011	906	106	192	113	29,322	149.9	4.0	1.3	4.0	37.3
2012F	1,042	102	104	112	15,831	-46.0	7.0	1.1	1.6	16.1
2013F	1,155	111	128	122	19,462	22.9	5.7	0.9	1.1	17.3
2014F	1,256	125	143	140	21,747	11.7	5.1	0.8	0.4	16.7

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

적극적인 매수 의견을 유지하는 이유

GS홈쇼핑의 주가는 지난 6월 중순 88,600원을 저점으로 최근 3개월간 비교적 양호한 주가 수익률을 기록하고 있다. 이처럼 최근 들어 양호한 주가 수익률을 기록한 이유는 보유 현금을 감안할 때 절대 저평가라는 점 때문이었다. GS홈쇼핑에 대해 적극적인 매수 의견을 유지하는데, 이는 1) 여러 가지 악재에도 불구하고 당초 예상보다 양호한 실적이 가능할 것이라는 점, 2) 현금성자산을 감안할 때 현재의 시가총액은 터무니 없이 낮은 수준이라는 점, 3) 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 7.0배, 5.7배로 여전히 저평가되어 있다는 판단 때문이다. 올해 연말 예상 순현금이 5,541억원인데, 현재 시가총액은 7,442억원으로 순현금을 차감한 실질P/E 1.8배로 여전히 극단적인 저평가 상태다.

당초 예상보다는 양호한 실적 추세가 진행되고 있다

전일 탐방을 통해 확인한 긍정적인 부분은 당초 예상보다 3분기 영업실적이 호전될 것이라는 점이다. 당초 상반기에 이어 하반기에도 영업이익의 감익 추세가 불가피할 것이라 예상했지만, 비록 소폭이지만 영업이익의 증가세 반전이 가능할 전망이다. 3분기 취급고와 영업이익은 전년동기비 각각 13.8%, 4.7% 증가한 6,517억원과 243억원을 기록할 전망이다. 영업이익률은 3.7%로 전년동기비 0.4%p 악화될 것 이지만, 전분기에 비해서는 0.7%p 호전될 전망이다. 이처럼 수익성이 개선될 것으로 판단하는 이유는 저마진 상품인 가전 비중을 낮추고 패션잡화를 비롯한 고마진 상품 판매비중 제고와 렌탈 사업(정수기, 비데 등) 호조에 따른 매출총이익률의 제고와 광고 및 프로모션 비용 절감 등 수익성 개선 노력이 주효한 결과다.

전반적인 소비경기 침체에 따른 업황 부진과 SO수수료 인상(전년비 20%)에 따른 비용 증대와 보험상품 이익 기여도 하락과 같은 열악한 환경에도 불구하고, 자구 노력에 따른 수익성 개선은 긍정적으로 평가할 수 있다. 이와 같은 상황을 고려할 때 4분기 영업실적도 당초 예상보다는 양호할 것으로 전망한다. 4분기 취급고와 영업이익은 각각 12.6%, 2.5% 증가한 8,294억원과 276억원으로 상향 조정한다.

홈쇼핑업종, 불황에 강한 내성과 대응능력을 보유

소비경기 침체와 정치권과 정부 당국의 전방위적 규제(유통수수료, 보험상품 판매 등), SO수수료 인상 등 여러 가지 악재에도 불구하고 상품 믹스 조정과 판매관리비 절감 등 지구 노력으로 수익성 개선 가능성은 대단히 긍정적인 부분이다. 이는 홈쇼핑업종이 백화점과 대형마트 등 오프라인 유통업체에 비해 불황에도 강한 내성과 대응 능력이 있다는 것을 증명하는 것으로서 유통업 전체에 대한 투자판단에 고려사항으로 삼을 만하다.

최근 상승에도 불구하고 여전히 저평가 상태

GS홈쇼핑에 대해 기존 매수 의견과 목표주가 170,000원을 유지한다. 가치합산(STOP) 방식에 따른 GS홈쇼핑의 적정주주가치(12개월 Forward기준)는 1조 1,262억원이고, 주당가치는 171,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 4,163억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 대비 40% 할인율 적용), 2) 투자자산가치 1,227억원(순자산가액의 20% 할인율 적용)에다 3) 순현금 5,873억원을 가산한 것이다. 목표주가 170,000원은 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 10.7배, 8.7배 수준이다.

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	3,884	4,255	4,885	4,163	
EBITDA	1,116	1,223	1,404		
EV/EBITDA	3.5	3.5	3.5		시장평균(5.8배) 대비 40% 할인율 적용
2. 투자자산가치	1,066	1,280	1,487	1,227	장부가 20% 할인율 적용
1) 관계기업 지분투자	593	753	913		
2) 장기매도가능금융자산	473	528	574		
3. 기업가치 (=1+2)	4,950	5,536	6,372	5,389	
4. 순현금	5,541	5,983	6,709	5,873	
5. 주주가치 (=3+4)	10,491	11,519	13,080	11,262	
발행주식수 (천주)	6,563	6,563	6,563	6,563	
목표주가 (원)	159,863	175,529	199,322	171,613	
현재주가 (원)	113,400	113,400	113,400	113,400	
상승여력 (%)	41.0	54.8	75.8	51.3	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 GS홈쇼핑의 순현금 전망

(억원, %)	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F	15F
현금성자산	1,439	1,636	1,581	1,885	2,771	5,975	5,541	5,983	6,709	7,841
이자수익	64	86	79	69	80	210	404	602	658	754
순이자수익	64	86	79	69	80	202	402	602	658	754
순현금	1,439	1,636	1,581	1,885	2,771	5,975	5,541	5,983	6,709	7,841
자본총계	3,118	3,259	3,671	3,595	4,252	6,073	6,864	7,920	9,126	10,368
순현금비율	46.1	50.2	43.1	52.4	65.2	98.4	80.7	75.5	73.5	75.6

주: 현금성자산은 기타채권 중 단기금융기관예치금(정기예금, 수익증권) 포함한 금액임

자료: GS홈쇼핑, HMC투자증권

〈표3〉 GS홈쇼핑 분기별 실적 전망

(억원, %)	2012F				2013F				2011	2012F	2013F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
총매출액(취급고)	7,524	7,471	6,517	8,294	8,359	8,224	7,307	9,283	25,430	29,805	33,172
TV쇼핑	4,219	4,303	3,979	4,838	4,683	4,733	4,456	5,419	14,749	17,339	19,292
GS Shop	2,727	2,541	2,155	2,784	3,084	2,848	2,458	3,177	8,595	10,207	11,568
카탈로그	393	397	266	435	401	405	271	444	1,512	1,491	1,521
기타	185	230	117	236	191	237	121	243	573	768	791
매출액	2,643	2,445	2,370	2,965	2,919	2,675	2,645	3,306	9,061	10,422	11,546
매출총이익	2,095	2,049	1,957	2,361	2,331	2,261	2,205	2,660	7,459	8,461	9,457
영업이익	276	224	243	276	300	228	270	310	1,061	1,019	1,108
세전이익	336	285	381	390	443	375	425	442	2,622	1,392	1,685
순이익	245	210	289	296	336	285	322	335	1,924	1,039	1,277
수익성 (%)											
GP	27.8	27.4	30.0	28.5	27.9	27.5	30.2	28.7	29.3	28.4	28.5
OP	3.7	3.0	3.7	3.3	3.6	2.8	3.7	3.3	4.2	3.4	3.3
RP	4.5	3.8	5.8	4.7	5.3	4.6	5.8	4.8	10.3	4.7	5.1
NP	3.3	2.8	4.4	3.6	4.0	3.5	4.4	3.6	7.6	3.5	3.9
성장성 (% YoY)											
총매출액	23.1	20.1	13.8	12.6	11.1	10.1	12.1	11.9	15.9	17.2	11.3
영업이익	-3.6	-18.1	4.7	2.5	8.9	1.8	10.9	12.4	-8.9	-4.0	8.8
세전계속이익	-83.3	-13.7	35.5	흑전	31.8	31.8	11.7	13.2	136.6	-46.9	21.1
순이익	-84.1	-25.8	36.3	흑전	37.1	35.7	11.7	13.2	98.0	-46.0	22.9
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.8	2.4	2.2	2.3	2.4	2.9	3.0	3.1	3.6	2.5	2.8
민간소비 (YoY)	1.6	1.2	0.9	1.0	1.5	1.8	2.2	2.7	2.3	1.3	2.0
소비자물가상승률	3.0	2.4	1.4	1.5	1.4	1.7	1.6	1.5	4.0	2.0	1.5

주: 수익성 지표는 총매출액대비

자료: GS홈쇼핑 HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	799	906	1,042	1,155	1,256
증가율 (%)	15.2	13.4	15.0	10.8	8.8
매출원가	132	160	196	209	214
매출원가율 (%)	16.5	17.7	18.8	18.1	17.0
매출총이익	667	746	846	946	1,042
매출이익률 (%)	83.5	82.3	81.2	81.9	83.0
증가율 (%)	10.2	11.8	13.4	11.8	10.2
판매관리비	550	636	741	831	913
조정영업이익 (GP-SG&A)	117	109	105	115	129
조정영업이익률 (%)	14.7	12.1	10.1	9.9	10.3
증가율 (%)	18.5	-6.8	-3.7	8.8	12.4
기타영업손익	0	-3	-4	-4	-4
EBITDA	126	113	112	122	140
EBITDA 이익률 (%)	15.7	12.5	10.7	10.6	11.2
증가율 (%)	15.2	-9.9	-1.3	9.6	14.8
영업이익	117	106	102	111	125
영업이익률 (%)	14.7	11.7	9.8	9.6	10.0
증가율 (%)	18.5	-9.7	-4.0	8.8	12.8
금융손익	8	20	40	60	66
기타영업외손익	-3	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	-18	136	-3	-3	-3
세전계속사업이익	105	262	139	168	188
세전계속사업이익률 (%)	13.2	28.9	13.4	14.6	15.0
증가율 (%)	25.6	149.1	-46.9	21.1	11.7
법인세비용	28	70	35	41	46
계속사업이익	77	192	104	128	143
당기순이익	77	192	104	128	143
당기순이익률 (%)	9.6	21.2	10.0	11.1	11.4
증가율 (%)	32.1	149.9	-46.0	22.9	11.7
지배주주지분 순이익	77	192	104	128	143
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	3	0	0	0
총포괄이익	0	195	104	128	143

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	112	20	60	136	155
당기순이익	77	192	104	128	143
유형자산 상각비	5	5	6	8	12
무형자산 상각비	3	2	4	4	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	5	-80	-30	-3	-3
기타	22	-99	-23	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-147	270	-140	-70	-61
투자자산의 감소(증가)	17	378	-61	-27	-26
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-15	-25	-40	-35
기타	-152	-93	-54	-3	0
재무활동으로인한현금흐름	-26	-19	-24	-22	-22
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-19	-19	-22	-22	-22
기타	-6	0	-2	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-61	271	-104	44	73
기초현금	103	42	313	209	253
기말현금	42	313	209	253	326

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	359	707	663	715	795
현금성자산	42	313	209	253	326
단기투자자산	235	0	345	345	345
매출채권	19	345	30	34	37
채고자산	24	42	37	41	45
기타유동자산	39	7	42	42	42
비유동자산	387	261	339	397	443
유형자산	93	62	86	118	141
무형자산	3	22	22	21	18
투자자산	278	72	133	160	186
기타비유동자산	13	105	98	98	98
기타금융유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	746	967	1,003	1,113	1,238
유동부채	297	351	305	309	312
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	22	23	26	29	32
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	275	328	279	280	280
비유동부채	24	9	11	12	13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	24	9	11	12	13
기타금융유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	321	360	316	321	325
지배주주지분	425	607	686	792	913
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	80	80	80	80	80
자본조정 등	-4	-17	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	7	0	-1	-1	-1
이익잉여금	310	512	593	699	820
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	425	607	686	792	913

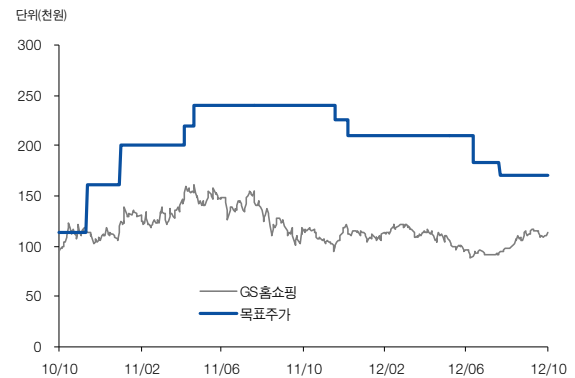
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	11,734	29,322	15,831	19,462	21,747
EPS(지배순이익 기준)	11,734	29,322	15,831	19,462	21,747
BPS(자본총계 기준)	64,376	89,139	101,257	117,453	136,336
BPS(지배자본 기준)	64,376	89,139	101,257	117,453	136,336
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	4,000
PER(당기순이익 기준)	9.3	4.0	7.0	5.7	5.1
PER(지배순이익 기준)	9.3	4.0	7.0	5.7	5.1
PBR(자본총계 기준)	1.7	1.3	1.1	0.9	0.8
PBR(지배자본 기준)	1.7	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	3.5	4.0	1.6	1.1	0.4
배당수익률	2.7	3.0	3.2	3.2	3.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	32.1	149.9	-46.0	22.9	11.7
EPS(지배순이익 기준)	32.1	149.9	-46.0	22.9	11.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.6	37.3	16.1	17.3	16.7
ROE(지배순이익 기준)	19.6	37.3	16.1	17.3	16.7
ROA	11.1	22.5	10.5	12.1	12.1
안정성 (%)					
부채비율	75.6	59.3	46.0	40.5	35.6
순차입금비용	-65.2	-51.5	-80.7	-75.5	-73.5
이자보상배율	N/A	148.3	587.3	N/A	N/A

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
10/11/19	BUY	161,000	11/09/26	BUY	240,000
10/11/22	BUY	161,000	11/11/26	BUY	226,000
11/01/07	BUY	200,000	11/12/15	BUY	210,000
11/02/01	BUY	200,000	12/01/06	BUY	210,000
11/03/15	BUY	200,000	12/02/20	BUY	210,000
11/04/14	BUY	220,000	12/03/13	BUY	210,000
11/04/28	BUY	240,000	12/06/19	BUY	183,000
11/06/12	BUY	240,000	12/07/30	BUY	170,000
11/06/21	BUY	240,000	12/10/09	BUY	170,000
11/07/25	BUY	240,000			
11/08/25	BUY	240,000			
11/08/26	BUY	240,000			

▶ 최근 2년간 GS홈쇼핑 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.