

Company update

Korea / Consumer

23 November 2012

HOLD

목표주가

현재주가 (22 Nov 12)

120,000 원

139,600 원

Upside/downside (%)

KOSPI

시가총액 (십억원)

52 주 최저/최고

일평균거래대금 (십억원)

외국인 지분율 (%)

(14.0)

1899.5

916,125

88,600 - 153,900

2.4

29.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending

Dec-11

Dec-12

Dec-13

Dec-14

매출액 (십억원)

906

1,059

1,150

1,250

영업이익 (십억원)

106.1

111.9

114.5

123.5

당기순이익 (십억원)

192.4

102.0

98.2

105.7

수정순이익 (십억원)

192.4

102.0

98.2

105.7

EPS (원)

29,322

15,545

14,959

16,114

EPS 성장률 (%)

149.9

(47.0)

(3.8)

7.7

P/E (x)

4.0

9.0

9.3

8.7

EV/EBITDA (x)

1.4

3.3

2.9

2.5

배당수익률 (%)

3.0

2.5

2.5

2.5

P/B (x)

1.3

1.5

1.4

1.3

ROE (%)

37.3

17.0

15.6

15.6

순차입금/자기자본 (%)

(98.4)

(86.7)

(83.6)

(83.6)

Performance

KRW

Price(LHS)

KOSPI(RHS)

144,550

124,550

104,550

84,550

142%

132%

122%

112%

102%

92%

82%

Nov-11

Feb-12

May-12

Aug-12

Nov-12

Performance

1M

3M

12M

절대수익률 (%)

5.3

32.3

38.9

KOSPI 대비 상대수익률 (%)

7.5

34.2

34.9

박유미, Analyst

3774 6818 yumi.park@miraeasset.com

GS 홈쇼핑 (028150 KS)

향후 역풍 우려

최근 GS 홈쇼핑을 탐방함. 회사측은 주요 홈쇼핑업체간 경쟁 심화와 SO 수수료 부담 등으로 3 분기의 높은 이익 성장세(매출액 및 영업이익 각각 전년대비 22.8% 및 29.6% 증가)가 4분기 및 2013년에 지속되기 힘들 것으로 보고 있음. GS 홈쇼핑 주가는 최근 3개월간 32% 급등하였으나 4분기 실적 둔화 및 2013년 낮은 실적 가이던스 등으로 강한 역풍을 맞을 가능성이 높음. 투자 의견 HOLD 및 목표주가 120,000 원 유지.

회사측 실적 가이던스 매우 보수적

경영진은 외형성장 둔화로 영업이익률이 하락할 것으로 전망하는 등 2013-2014년 실적 가이던스를 매우 보수적으로 잡고 있는 상황. 회사측에 따르면 매출액 증가율이 지난 1분기부터 3분기까지 20%대를 유지하였으나 4분기에 10% 초반, 2013년에는 한자릿수 후반으로 둔화될 전망. 회사측은 일회성 이벤트(런던올림픽 기간 매출 증가)와 기저효과(시장점유율 경쟁으로 2011년 3분기 매출액 증가율이 8.8%에 그쳤으며 영업이익은 전년대비 13.8% 감소)가 3분기 실적 호조의 주요 원인이라고 설명하며 이러한 높은 실적 성장세가 향후 지속되지 않을 것이라고 예상함. 또한 2013년에는 SO 수수료 인상으로 마진압박이 지속될 것으로 전망함.

해외사업 부진

해외사업의 경우 2013년에 의미 있는 개선을 기대하기 어려움. 회사측은 해외사업 관련 지분법 평가손실이 2012년 약 30-40 억원에 달할 것으로 예상함. GS 홈쇼핑은 현재 인도, 태국, 중국 (China Home Shopping Group), 베트남 및 인도네시아 등 해외시장에 진출한 상태이나 중국 자회사를 제외한 나머지는 모두 영업적자를 지속하고 있음. GS 홈쇼핑의 지분율이 20%인 중국의 China Home Shopping Group의 경우 GS 홈쇼핑에 대한 실적 기여도가 크지 않을 것으로 보임.

호재들은 이미 주가에 충분히 반영

GS 홈쇼핑 주가는 3분기 이후 실적 개선 지속에 대한 기대로 최근 3개월간 32.3% 급등하며 코스피 대비 34.2% 아웃퍼폼함. 그러나 호재들이 이미 주가에 충분히 반영되었다고 판단되며 4분기 실적 둔화가 추가 상승 부담 요인으로 작용할 전망. 또한 2012년 예상 주당 배당금이 3,000 원(배당수익률 2.1%에 해당)으로 2011년의 3,500 원(자회사 매각대금 1,710 억원 유입에 따른 일시적 증가)보다 감소할 전망이어서 현주가 대비 상승여력은 제한적일 것으로 보임.

투자 의견 HOLD 및 목표주가 120,000 원 유지

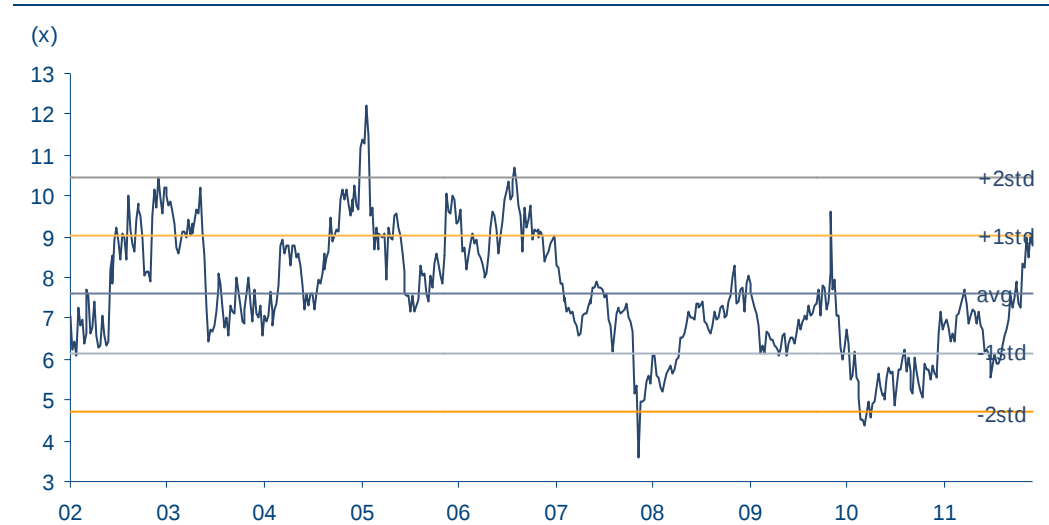
GS 홈쇼핑에 대해 투자 의견 HOLD 및 목표주가 120,000 원을 유지. 목표주가는 2013년 PER 8 배를 적용하여 산출하였으며 이는 EPS 성장률이 -2.8%, ROE가 15.6%였던 2007년의 PER에 해당함. 홈쇼핑 업황 악화 요인들이 해결되는데 어느 정도 시일이 걸릴 것으로 보임. 홈쇼핑업 체중 엄격한 비용관리 및 자회사 한섬(020000KS, Not Rated, CP: 29,250 원)의 이익 기여 확대 등의 이유로 현대홈쇼핑(057050KS, BUY, TP: 150,000 원, CP: 125,500 원)을 선호함.

Figure 1 GS 홈쇼핑 Valuation

GS Home Shopping target price		Value
FY13E Net profit	(KRW bn)	98.2
Target multiple	(x)	8.0
Target value	(KRW bn)	785.3
No. of shares	(m)	6.6
Target price	(KRW)	120,000
Current share price	(KRW)	139,700
Up/downside	(%)	-14.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 GS 홈쇼핑 P/E band chart



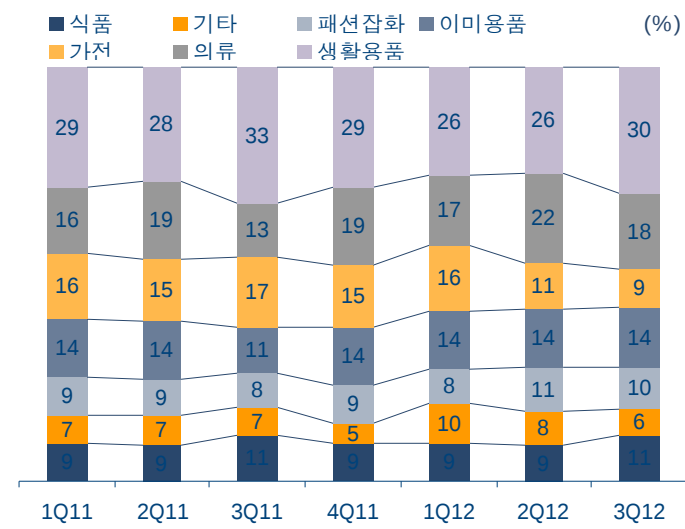
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 GS 홈쇼핑의 FY12~FY14 실적 전망치

(십억원)	FY11	FY12E	FY13E	FY14E
총매출	2,542.9	3,017.4	3,280.5	3,575.6
CATV	1,474.9	1,760.1	1,891.4	2,042.7
Online	859.5	1,012.6	1,133.5	1,263.8
Catalog	151.2	147.0	138.3	134.1
Others	57.3	97.8	117.3	134.9
매출총이익	745.9	851.9	919.6	1,005.6
영업이익	106.1	111.9	114.5	123.5
당기순이익	192.4	102.0	98.2	105.7
Growth(%)				
총매출	15.6	18.7	8.7	9.0
CATV	14.8	19.3	7.5	8.0
Online	22.2	17.8	11.9	11.5
Catalog	-16.6	-2.8	-5.9	-3.0
Others	86.0	70.6	20.0	15.0
매출총이익	12.9	14.2	8.0	9.3
영업이익	-9.0	5.4	2.4	7.9
당기순이익	149.9	-47.0	-3.8	7.7
Margin (%)				
매출총이익률	29.3	28.2	28.0	28.1
영업이익률	4.2	3.7	3.5	3.5
순이익률	7.6	3.4	3.0	3.0

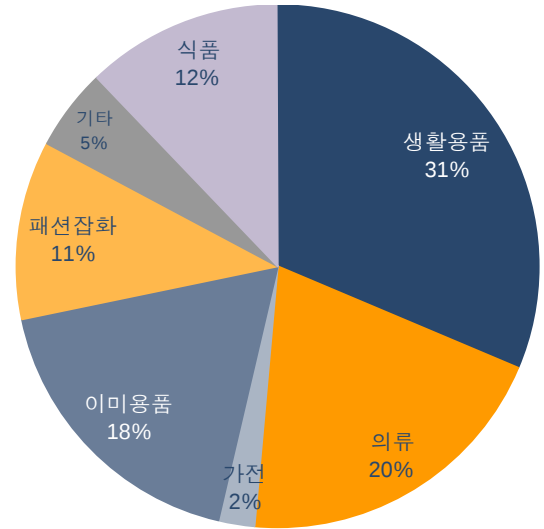
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 분기별 Product mix



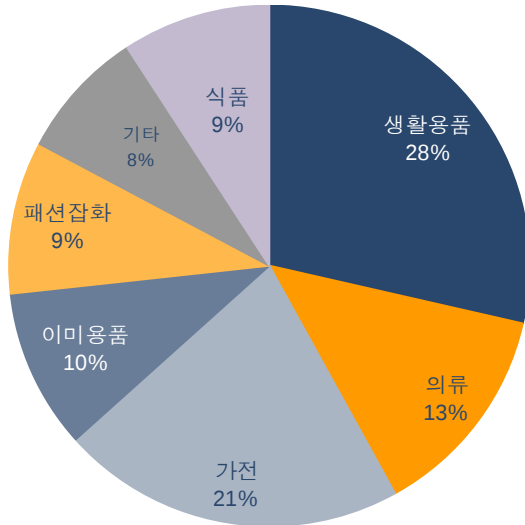
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 CATV 부문 Product mix



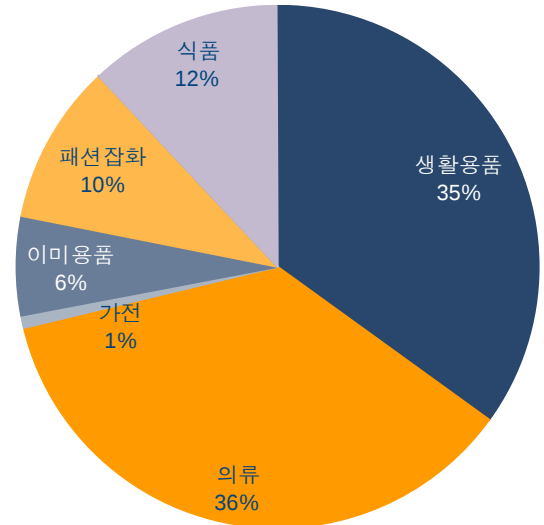
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 Online 부문 Product mix



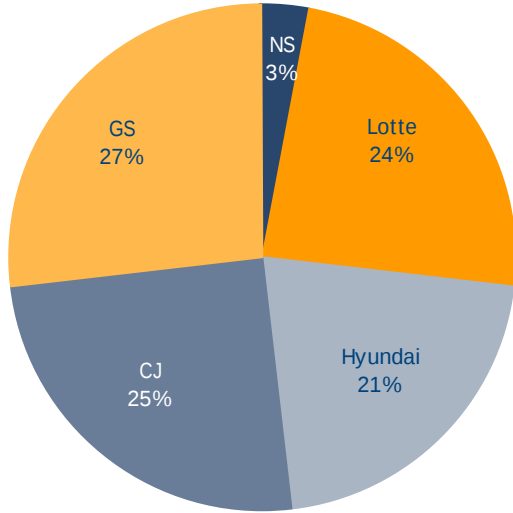
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 Catalog 부문 Product mix



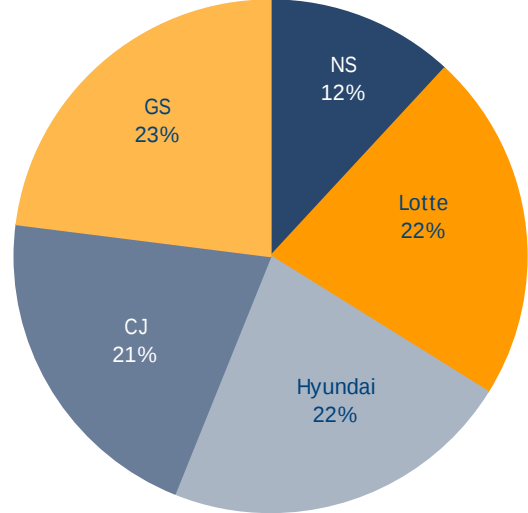
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 인터넷 영업부문 시장점유율



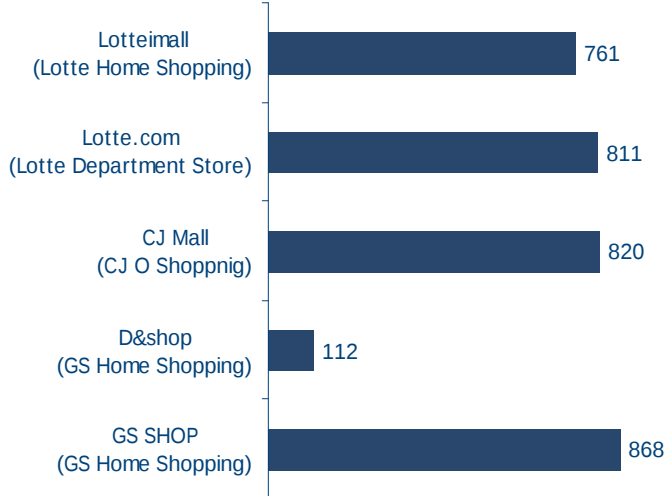
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 카탈로그 영업부문 시장점유율



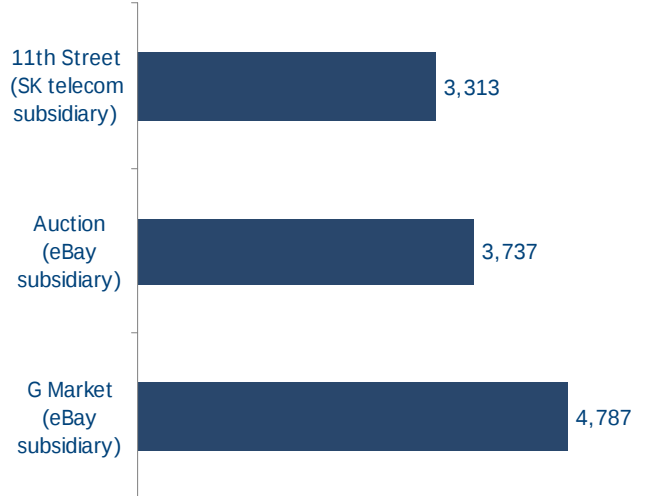
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 B2C 시장 점유율 (FY11 기준, 십억)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 11 Marketplace 점유율 (FY11 기준, 십억)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 GS 홈쇼핑 해외영업 현황

진출국가	법인명	투자금액(백만\$)	지분율(%)	진출시기	FY11 취급액(십억)
인도	Homeshop 18	21.6	15	2009-11	106
태국	True Select	2.8	35	2011-05	1
중국	China Home Shopping	40	20	2012-05	267
베트남	VGS Shop	1.5	30	2012-05	4
인도네시아	MNC Shop	3	40	2012-08	0

자료: GS 홈쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	906	1,059	1,150	1,250
매출원가	(160)	(208)	(230)	(244)
매출총이익	746	852	920	1,006
판매비와관리비	(636)	(735)	(803)	(880)
영업이익 (조정)	109	117	116	125
영업이익	106	112	115	124
순이자손익	20	25	20	21
지분법손익	136	0	0	0
기타	(1)	0	0	0
세전계속사업손익	262	137	134	145
법인세비용	(70)	(35)	(36)	(39)
당기순이익	192	102	98	106
당기순이익 (지배주주지분)	192	102	98	106
EPS (지배주주지분, 원)	29,322	15,545	14,959	16,114
증가율 & 마진 (%)				
매출액 증가율	13.4	16.9	8.5	8.7
매출총이익 증가율	13.3	14.2	8.0	9.3
영업이익 증가율	(9.7)	5.4	2.4	7.9
당기순이익 증가율	149.9	(47.0)	(3.8)	7.7
EPS 증가율	149.9	(47.0)	(3.8)	7.7
매출총이익율	82.3	80.4	80.0	80.4
영업이익률	11.7	10.6	10.0	9.9
당기순이익률	21.2	9.6	8.5	8.5

자료: GS 홀쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	707	635	666	684
현금및현금성자산	313	173	182	181
단기금융자산	285	342	370	401
매출채권	45	67	68	62
재고자산	42	21	31	24
기타유동자산	22	33	15	17
비유동자산	261	210	218	227
유형자산	62	72	79	87
투자자산	72	116	117	119
기타비유동자산	127	22	22	22
자산총계	967	845	885	911
유동부채	351	241	214	206
매입채무	238	199	178	176
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	112	43	37	30
비유동부채	9	9	10	10
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	9	9	10	10
부채총계	360	251	224	216
지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
비지배주주지분	N/A	N/A	N/A	N/A
자본총계	607	594	661	696
BVPS (원)	92,537	90,573	100,722	106,001

자료: GS 홀쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	20	51	45	36
당기순이익	192	102	98	106
유무형자산상각비	7	9	9	9
기타	(99)	(30)	(41)	(82)
운전자본증감	(80)	(30)	(21)	3
투자현금	270	(172)	(37)	(39)
자본적지출	(15)	(11)	(8)	(8)
기타	285	(161)	(29)	(32)
재무현금	(19)	(18)	1	2
배당금	(19)	0	0	0
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	0	0	0	0
기초현금	42	313	173	182
기말현금	313	173	182	181

자료: GS 홀쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	37.3	17.0	15.6	15.6
총자산이익률 (%)	22.5	11.3	11.4	11.8
재고자산 보유기간 (일)	75.4	54.8	41.0	41.2
매출채권 회수기간 (일)	15.9	19.3	21.4	18.9
매입채무 결제기간 (일)	488	384	299	264
순차입금/자기자본 (%)	(98.4)	(86.7)	(83.6)	(83.6)
이자보상배율 (x)	(5.2)	(4.4)	(5.7)	(5.8)

자료: GS 홀쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수 대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수 대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작 성 자: 박유미

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
			수량	취득가	취득일				
REMARK:Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart

