

현대홈쇼핑(057050)

BUY / TP 176,000원

2013년 긍정적 변화 가능성 풍부

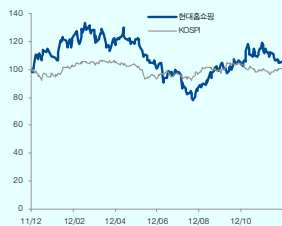
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (12/3)	122,000원
상승여력	44.3%
시가총액	1,464십억원
발행주식수	12,000천주
자본금/액면가	60십억원/5천원
52주 최고가/최저가	154,000원/90,100원
일평균 거래대금 (60일)	36억원
외국인지분율	39.89%
주요주주	현대백화점 외 41.16%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-7.9 6.6 -0.8
상대주가(%)	-8.9 5.1 -6.2
당사추정 EPS	13,868원
컨센서스 EPS	13,286원
컨센서스 목표주가	159,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 2013년 긍정적 변화 가능성과 잠재력 가장 큰 기업
- 지금도 매수해야 하는 이유, 여전히 과매도 국면
- 4분기를 기점으로 실적은 개선된다
- 2013년 다소 공격적 경영전략으로 변화될 가능성 높다

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	577	133	128	142	12,831	21.0	8.0	1.7	3.6	24.5
2011	711	152	142	161	11,874	-7.5	11.2	1.9	4.7	18.4
2012F	774	152	166	161	13,868	16.8	8.8	1.4	5.9	17.9
2013F	859	159	174	170	14,540	4.8	8.4	1.2	4.9	15.7
2014F	941	173	194	184	16,158	11.1	7.6	1.1	3.7	15.2

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

2013년 긍정적 변화 가능성과 잠재력 가장 큰 기업

현대홈쇼핑에 대해 긍정적인 접근이 여전히 유효하다. 수익성 위주의 영업전략으로 인해 올 한해 경쟁사들에 비해 성장성이 크게 뒤떨어졌지만 내년에는 충분히 만회할 수 있을 것으로 판단한다. 경쟁사들에 비해 약했던 PB상품과 렌탈사업을 강화하고 있다. 내년에도 무리한 외형경쟁은 자제하겠지만 수익성을 고려한 범위 내에서의 외형확대 전략을 구사할 것으로 판단한다. 현대백화점, 한섬 등 그룹 계열사들과의 패션사업을 위주로 한 시너지 확대에 기대해 볼 만하다. 또한 풍부한 현금성자산과 현금창출력을 근간으로 해외사업을 비롯한 기업가치 제고에 대한 다양한 노력이 경주될 수 있는 잠재력을 높이 평가한다. 그동안 보수적인 사업전략으로 인해 시장 기대치를 충족해주지 못했지만 현대홈쇼핑의 무한한 가능성을 감안할 때 내년에 긍정적 변화 가능성이 가장 큰 기업 중 하나로 평가한다.

지금도 매수해야 하는 이유, 여전히 과매도 국면

현대홈쇼핑에 대해 기존 매수 의견을 유지하며 목표주가를 기존 161,000원에서 176,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향한 이유는 수익예상의 상향과 영업가치 산정 시 그동안 적용했던 시장평균대비 할인율을 제거했기 때문이다. 할인율을 제거한 것은 홈쇼핑산업의 구조적인 성장과 함께 현대홈쇼핑의 업계 내 가장 우수한 수익성을 감안한 것이다. 특히, 현대홈쇼핑은 5천억원을 상회하는 현금성자산(연말 5,155억원 예상)과 한섬 지분가치(지분율 34.6%, 시가 2,475억원), 현대HCN 지분가치(19.68%, 시가 749억원) 그리고 현금창출능력(올해 EBITDA 1,613억원) 등을 감안하면 여전히 저평가되어 있다는 판단이다. 또한, 현재 시가총액(1조 4,640억원)에서 연말 순현금은 5,155억원을 차감하면, 영업가치는 9,485억원을 인정받고 있는 것이다. 이는 올해 예상 지배주주 순이익 1,664억원을 감안하면 실질 PER 5.7배로 여전히 과매도 국면이다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 현대홈쇼핑의 적정주가(12개월 Forward기준)는 2조 1,067억원이고, 주당가치는 176,000원으로 평가된다. 이는 1) 사업가치 9,796억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 5.8배 적용), 2) 투자자산가치 4,984억원(순자산가액의 20% 할인을 적용)에다 3) 순현금 6,286억원을 가산한 것이다. <표1 참조>

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	9,356	9,836	10,691	9,796	
EBITDA	1,613	1,696	1,843		
EV/EBITDA	5.8	5.8	5.8		시장평균(5.8배) 적용
2. 투자자산가치	4,797	5,001	5,205	4,984	순자산가액의 20%할인을 적용
1) 관계기업지분투자	4,381	4,582	4,784		
2) 장기매도가능금융자산	392	392	392		
3) 기타 금융자산	24	27	29		
3. 기업가치 (=1+2)	14,153	14,838	15,896	14,781	
4. 순현금	5,155	6,389	7,847	6,286	
5. 적정주주가치 (=3+4)	19,308	21,227	23,743	21,067	
발행주식수	12,000	12,000	12,000	12,000	
적정주가 (원)	160,901	176,888	197,860	175,556	
현재주가 (원)	122,000	122,000	122,000	122,000	
상승여력 (%)	31.9	45.0	62.2	43.9	

자료: HMC투자증권

4분기를 기점으로 실적은 개선된다

전일 탐방을 통해 확인한 결과 현대홈쇼핑의 4분기 영업실적은 당초 예상치를 소폭 상회할 전망이다. 취급고는 전년동기비 6.7% 증가한 6,602억원을 기록할 것이고, 영업이익도 1.3% 증가한 396억원으로 수정 전망이다. 여전히 수익성 위주의 영업활동을 지속하고 있어 경쟁사 대비 외형성장률은 높지 않았지만 패션부문의 호조와 보험상품 매출 회복으로 영업이익의 감익 추세는 벗어날 전망이다. 세전이익의 증가 폭이 큰 것은 한섬을 통한 지분법이익 때문이다. 4분기 영업이익률은 6.0%로 회복될 전망이다. 이는 1) 4분기 성수기 효과와 지난해 비교적 낮은 기저효과가 동시에 작동될 것이고, 2) 계절성에 따라 그동안 부진했던 보험상품 부진도 다소 개선될 것이기 때문이다.

2013년 다소 공격적 경영전략으로 변화될 가능성 높다

수익성 위주의 경영전략으로 경쟁사 대비 올해 외형성장률은 크게 뒤처지고 있다. 지난 3분기까지 취급고 성장률은 현대홈쇼핑이 6.9%였는데, CJ홈쇼핑과 GS홈쇼핑은 각각 16.3%, 22.0%였다. 내년에는 경영전략이 다소 공격적으로 바뀔 수 있다는 판단이다. 그렇다고 해서 수익성을 아예 포기하고 외형에만 집착하지도 않을 것이고, 외형과 수익의 균형을 이룬 성장을 보여줄 것으로 기대한다. 올해 부진했던 영업실적은 4분기를 기점으로 해서 점진적인 개선 추세를 보일 전망이다. 불황에 강한 내성을 갖고 있는 홈쇼핑 업종의 특성과 함께 합리적 소비형태로의 변화에 따른 수혜가 가능할 것이다. 내년 수익 전망에 있어 부정적인 측면은 SO수수료 인상률이다. 그동안 큰 폭으로 상승한 바 있어 내년 인상률은 올해(23%)에 비해 크게 낮아진 15% 내외로 전망한다. 이는 1) 수익성이 크게 악화된 롯데홈쇼핑과 홈앤쇼핑 등 후발 업체들의 공격적인 로우 채널 확보 경쟁이 다소 줄어들 개연성이 높고, 2) 높은 인상률에 대한 방송통신위원회의 부정적 시각이 팽배해지고 있고, 3) 홈쇼핑 업계 공동 대응 노력이 전개될 가능성이 높기 때문이다. 따라서 내년에는 외형성장률이 회복되면서 SO수수료 부담이 경감될 것이고, 이는 수익성 개선으로 연결될 전망이다. 이에 따라 현대홈쇼핑의 내년 취급고와 영업이익은 전년비 각각 10.5%, 4.9% 증가한 2조 7,452억원과 1,591억원으로 전망한다. <표2 참조>

〈표2〉 현대홈쇼핑 분기별 실적 전망

(억원, %)	2012F				2013F				2011	2012F	2013F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
총매출액(취급고)	6,495	5,922	5,825	6,602	7,117	6,450	6,489	7,396	23,254	24,844	27,452
TV	4,051	3,705	3,491	4,063	4,416	4,001	3,910	4,591	14,504	15,310	16,918
인터넷	1,927	1,675	1,826	1,962	2,139	1,859	2,027	2,178	6,788	7,390	8,203
카탈로그	374	384	360	411	408	419	392	448	1,467	1,529	1,667
기타	143	158	148	166	154	171	160	179	495	615	664
순매출액	2,019	1,850	1,767	2,101	2,204	2,058	1,967	2,356	7,114	7,737	8,585
매출총이익	1,953	1,821	1,733	2,037	2,138	2,029	1,937	2,294	6,900	7,543	8,398
영업이익	464	354	304	396	490	370	316	416	1,523	1,517	1,591
세전이익	632	489	404	594	664	517	465	655	1,876	2,118	2,302
순이익	485	380	349	450	503	392	353	497	1,425	1,664	1,745
수익성 (%)											
GP	30.1	30.7	29.7	30.9	30.0	31.5	29.8	31.0	29.7	30.4	30.6
OP	7.1	6.0	5.2	6.0	6.9	5.7	4.9	5.6	6.5	6.1	5.8
RP	9.7	8.2	6.9	9.0	9.3	8.0	7.2	8.9	8.1	8.5	8.4
NP	7.5	6.4	6.0	6.8	7.1	6.1	5.4	6.7	6.1	6.7	6.4
성장성 (% YoY)											
총매출액(취급고)	12.0	6.7	1.9	6.7	9.6	8.9	11.4	12.0	20.7	6.8	10.5
영업이익	3.9	-6.3	-1.5	1.3	5.6	4.5	4.0	5.2	15.1	-0.4	4.9
세전이익	21.1	-0.9	3.0	26.5	5.1	5.9	15.1	10.3	24.8	12.9	8.7
순이익	22.6	1.4	16.5	26.7	3.7	3.3	1.0	10.3	25.6	16.8	4.8
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.8	2.3	1.6	2.3	2.4	2.9	3.0	3.1	3.6	2.5	2.8
민간소비 (YoY)	1.6	1.1	1.5	1.0	1.5	1.8	2.2	2.7	2.3	1.3	2.0
소비자물가상승률	3.0	2.4	1.6	1.5	1.4	1.7	1.6	1.5	4.0	2.0	1.5

주: 수익성 지표는 총매출액대비
 자료: 현대홈쇼핑, HMC투자증권

한섬을 통해 지분법이익은 크게 증가한다

관계기업 관련 손익은 한섬(지분율 34.6%)이 추가되면서 보다 더 강력해질 전망이다. 지난해 현대홈쇼핑의 지분법이익은 91억원으로 현대HCN(지분율 19.68%)이 104억원, 상해현대가유구 물상무유한공사(현대가유홈쇼핑, 중국 상하이 소재, 지분율 30.00%)은 -13억원 이었다. 올해는 한섬의 실적 부진으로 인해 당초 예상치를 다소 하회할 것이지만 보수적으로 평가해도 370억원이고, 2013년과 2014년에는 각각 432억원과 547억원으로 급증할 전망이다. <표3 참조>

〈표3〉 관계기업을 통한 지분법이익 전망

(억원, %)	지분율	11	12F	13F	14F	15F	16F
한섬	34.64%		258	303	339	382	426
현대HCN	19.68%	104	125	137	150	160	168
상해현대가유	30.00%	-13	-13	-8	0	5	10
합계		91	370	432	489	547	604
증감률 (% YOY)			306.5	16.8	13.1	11.9	10.5

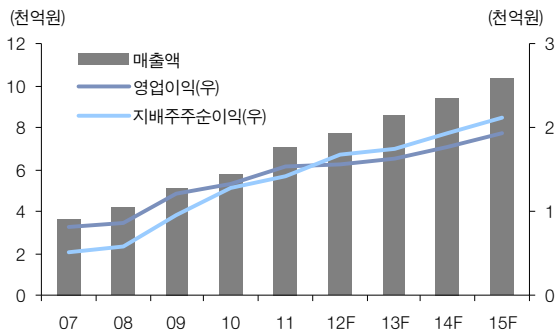
자료: 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈표4〉 현대홈쇼핑의 순현금 동향 및 전망

(억원, %)	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F	15F
단기차입금	0	0	0	0	0	21	0	0	0	0
차입금 총계	0	0	0	0	0	21	0	0	0	0
평균차입금	0	0	0	0	0	10	10	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	2	4	45	0	0	0
조달금리	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
현금성자산	781	902	1,771	2,623	7,154	8,408	5,155	6,389	7,847	9,271
이자수익	42	55	95	124	187	323	278	266	327	393
순이자수익	42	55	95	123	185	319	233	266	327	393
순현금	781	902	1,771	2,623	7,154	8,387	5,155	6,389	7,847	9,271
자본총계	1,350	1,763	2,361	3,219	7,205	8,325	10,308	11,885	13,656	15,581
순현금비율	57.8	51.1	75.0	81.5	99.3	100.8	50.0	53.8	57.5	59.5

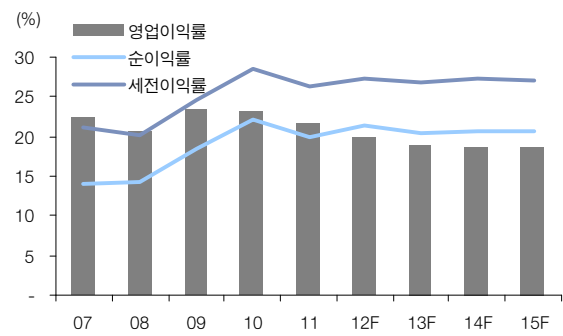
자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈그림1〉 안정적인 외형 및 이익 성장



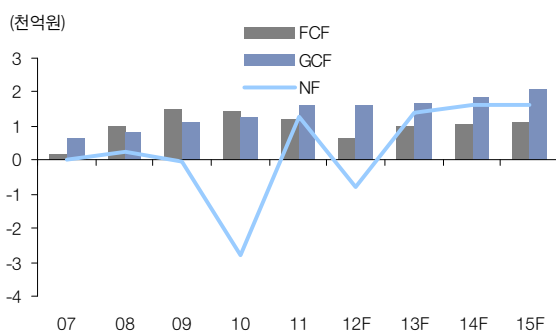
자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈그림2〉 수익성 추이 및 전망



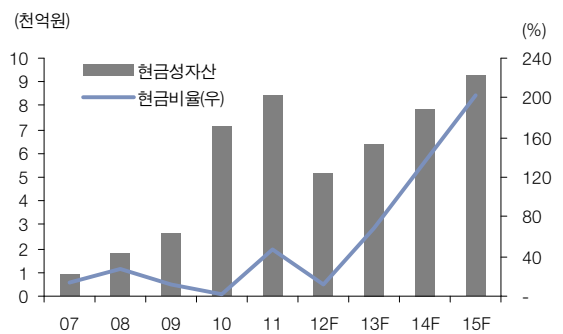
자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈그림3〉 FCF의 안정적 증대



자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈그림4〉 순현금은 지속적으로 확대



자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	577	711	774	859	941
증가율 (%)	11.8	23.4	8.8	10.9	9.6
매출원가	7	21	19	19	20
매출원가율 (%)	1.3	3.0	2.5	2.2	2.2
매출총이익	569	690	754	840	921
매출이익률 (%)	98.7	97.0	97.5	97.8	97.8
증가율 (%)	13.5	21.2	9.3	11.3	9.6
판매관리비	436	536	600	678	745
조정영업이익 (GP-SG&A)	133	154	155	162	176
조정영업이익률 (%)	23.1	21.7	20.0	18.9	18.7
증가율 (%)	11.0	15.7	0.3	4.8	8.6
기타영업손익	0	-2	-3	-3	-3
EBITDA	142	161	161	170	184
EBITDA 이익률 (%)	24.6	22.7	20.8	19.8	19.6
증가율 (%)	10.7	13.8	0.0	5.1	8.7
영업이익	133	152	152	159	173
영업이익률 (%)	23.1	21.4	19.6	18.5	18.4
증가율 (%)	11.0	14.2	-0.4	4.9	8.7
금융손익	19	35	24	28	34
기타영업외손익	-2	0	0	0	0
종속관계기업관련손익	14	0	36	43	49
세전계속사업이익	164	188	212	230	256
세전계속사업이익률 (%)	28.5	26.4	27.4	26.8	27.2
증가율 (%)	29.2	14.2	12.9	8.7	11.1
법인세비용	37	45	45	56	62
계속사업이익	128	142	166	174	194
당기순이익	128	142	166	174	194
당기순이익률 (%)	22.2	20.0	21.5	20.3	20.6
증가율 (%)	33.8	11.6	16.8	4.8	11.1
지배주주지분 순이익	128	142	166.4	174.5	194
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	8	0	0
총포괄이익	0	139	175	174	194

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	154	138	71	114	123
당기순이익	128	142	166	174	194
유형자산 상각비	8	9	9	10	11
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	29	12	-40	-1	-1
기타	-11	-25	-65	-70	-82
투자활동으로인한현금흐름	-432	-11	-148	26	40
투자자산의 감소(증가)	22	1	-488	-26	-26
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-17	-6	-16	-16
기타	-445	5	346	68	82
재무활동으로인한현금흐름	260	-10	-20	-17	-17
장기차입금의 증가(감소)	0	2	-2	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	265	-21	0	0	0
배당금	-5	-12	-13	-17	-17
기타	0	20	-4	0	0
기타현금흐름	0	0	-1	0	0
현금의증가(감소)	-18	117	-98	123	146
기초현금	23	5	121	25	148
기말현금	5	121	25	148	294

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	739	889	558	684	833
현금성자산	5	121	25	148	294
단기투자자산	711	719	491	491	491
매출채권	1	17	21	23	25
재고자산	1	6	4	5	6
기타유동자산	22	25	17	17	17
비유동자산	205	212	697	730	760
유형자산	87	91	87	93	98
무형자산	1	5	5	7	7
투자자산	113	112	600	625	651
기타비유동자산	5	5	5	5	5
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	944	1,102	1,255	1,414	1,593
유동부채	216	260	214	215	215
단기차입금	0	2	0	0	0
매입채무	0	2	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	215	256	213	214	214
비유동부채	8	9	10	11	12
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	9	10	11	12
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	224	269	224	226	227
지배주주지분	720	832	1,031	1,189	1,366
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	274	253	253	253	253
자본조정 등	-13	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	14	12	10	10	10
이익잉여금	385	507	707	865	1,042
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	720	832	1,031	1,189	1,366

(단위: 원,배,%)

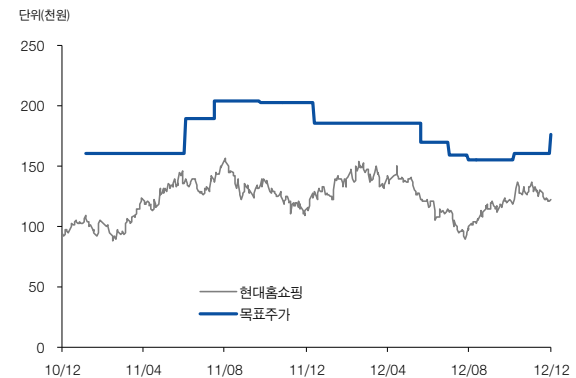
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	12,831	11,874	13,868	14,540	16,158
EPS(지배순이익 기준)	12,831	11,874	13,868	14,540	16,158
BPS(자본총계 기준)	59,990	68,954	85,470	98,468	113,254
BPS(지배자본 기준)	59,990	68,954	85,470	98,468	113,254
DPS	1,000	1,100	0	1,400	1,600
PER(당기순이익 기준)	8.0	11.2	8.8	8.4	7.6
PER(지배순이익 기준)	8.0	11.2	8.8	8.4	7.6
PBR(자본총계 기준)	1.7	1.9	1.4	1.2	1.1
PBR(지배자본 기준)	1.7	1.9	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	3.6	4.7	5.9	4.9	3.7
배당수익률	1.0	0.8	0.0	1.1	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	21.0	-7.5	16.8	4.8	11.1
EPS(지배순이익 기준)	21.0	-7.5	16.8	4.8	11.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.5	18.4	17.9	15.7	15.2
ROE(지배순이익 기준)	24.5	18.4	17.9	15.7	15.2
ROA	17.5	13.9	14.1	13.1	12.9
안정성 (%)					
부채비율	31.0	32.3	21.7	19.0	16.7
순차입금비율	-99.3	-100.8	-50.0	-53.8	-57.5
이자보상배율	708.6	418.8	33.8	N/A	N/A

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

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/06/07	BUY	190,000	12/01/06	BUY	186,000
11/06/21	BUY	190,000	12/01/16	BUY	186,000
11/07/19	BUY	204,000	12/02/17	BUY	186,000
11/08/16	BUY	204,000	12/03/13	BUY	186,000
11/08/25	BUY	204,000	12/03/20	BUY	186,000
11/08/26	BUY	204,000	12/04/18	BUY	186,000
11/09/26	BUY	203,000	12/05/23	BUY	170,000
11/10/22	BUY	203,000	12/07/04	BUY	159,000
11/11/01	BUY	203,000	12/08/01	BUY	155,000
11/11/10	BUY	203,000	12/09/04	BUY	155,000
11/11/19	BUY	203,000	12/10/09	BUY	161,000
11/12/15	BUY	186,000	12/12/04	BUY	176,000

▶ 최근 2년간 현대홈쇼핑 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 HMC 투자증권의 업종 투자 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
- ▶ HMC 투자증권의 종목 투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 상대 수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가 대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가 대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가 대비 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.