

홈쇼핑의 양호한 실적에 올라타자 (요약)

Analyst 박종렬

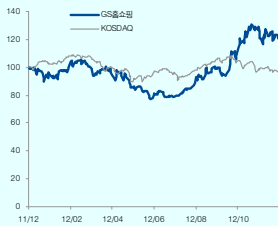
02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

현재주가 (12/21)	145,500원
상승여력	40.2%
시가총액	955십억원
발행주식수	6,563천주
자본금/액면가	33십억원/5천원
52주 최고가/최저가	151,900원/89,000원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	30.14%
주요주주	GS 30.00%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	0.0 25.4 54.8
상대주가(%)	3.0 39.4 57.1
당사추정 EPS	14,980원
컨센서스 EPS	15,131원
컨센서스 목표주가	178,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 2013년에도 구조적인 성장과 업황 양호한 홈쇼핑에 집중하자
- 각종 규제에도 불구하고 상품믹스 조정을 통해 수익성 향상
- 주가는 양호한 실적에 응답한다

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	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	1,059	111	98	120	14,980	-48.9	9.6	1.4	3.2	15.3
2013F	1,179	121	107	131	16,230	8.3	8.9	1.3	2.9	14.7
2014F	1,282	132	116	146	17,634	8.6	8.2	1.1	2.2	14.3

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

2013년에도 구조적인 성장과 업황 양호한 홈쇼핑에 집중하자

내년에도 가계구매력 약화로 소비경기 침체가 지속되면서 유통업종 전반의 실적 모멘텀은 강하지 못할 전망이다. 그렇지만 2013년 홈쇼핑시장의 성장률은 10.4%로 대형마트(3.9%)와 백화점(4.0%)의 성장률을 크게 상회할 것이다. 이처럼 양호한 성장을 가능케 하는 요인은 1) 경기침체에 따른 합리적 소비성향 강화, 2) 소비자 인지도 제고에 따른 확고한 유통 채널로 자리매김, 3) 모바일을 이용한 쇼핑패턴의 확산과 인구통계학적 소비패턴이 온라인에게 유리하게 작용, 4) 상품 소싱력 증대와 명품 브랜드 취급 비중 제고 등 취급품목의 다양화, 5) 대형 유통업체들의 온라인쇼핑 채널 확대, 6) 고객 저변의 확대(대형마트와 전통시장 등의 고객 흡수)를 통한 시장점유율 상승 등이다.

각종 규제에도 불구하고 상품믹스 조정을 통해 수익성 향상

홈쇼핑 업종은 정치권과 정부 당국의 유통업에 대한 전방위적 규제(유통수수료, 보험상품 판매 등)와 SO수수료 인상 등 여러 가지 악재에도 불구하고 상품 믹스 조정과 판매관리비 절감 등 자구 노력으로 수익성 개선을 이뤄가고 있다. 유통업종 대부분의 업체들이 경기침체에 따른 외형성장 둔화와 함께 수익성이 크게 훼손되고 있는 것과는 달리 홈쇼핑업체들은 지난 3분기 이후 수익성이 빠르게 개선되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 특히, GS홈쇼핑의 경우 경쟁사에 비해 좀 더 강한 속도로 수익성 개선이 이뤄지고 있는데, 이는 그동안 외형 위주의 사업전략에서 수익성 강화에 초점을 맞추면서 가능했다.

주가는 양호한 실적에 응답한다

GS홈쇼핑의 경우 최근 주가 상승에도 불구하고 현금성자산을 감안할 때 여전히 저평가되어 있다. 올해 연말 예상 순현금이 5,623억원인데, 현재 시가총액은 9,548억원으로 순현금을 감안한 실질P/E는 4.0배로 valuation 매력은 여전히 높다. 오프라인 유통 대형업체들과는 달리 GS홈쇼핑은 올해 4분기에 이어 내년에도 양호한 업황 모멘텀과 실적 흐름이 가능해 시장대비 초과 수익률이 가능할 전망이다.

Risk 요인, 2013년 SO송출수수료 인상률은 안정화될 것인가

내년 인상률은 15% 전후로 안정될 것 SO수수료 인상이 홈쇼핑업체들의 수익성 악화에 가장 큰 부담으로 작용하고 있다. 올해 업계 평균 전년비 20~25%의 높은 인상이 단행된 바 있는데, 문제는 내년에도 이 추세가 지속될 것인가에 있다. 올해 홈쇼핑 업체들의 외형성장률을 크게 상회한 SO수수료는 내년에는 그 증가율이 크게 둔화될 것으로 판단한다. 이는 1) 수익성이 크게 악화된 롯데쇼핑과 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 확대되면서 SO수수료 부담이 경감될 것이고, 이는 수익성 개선으로 연결될 전망이다.

GS홈쇼핑 해외사업, 본격적인 투자를 시작하다

내년에도 터키, 말레이시아, 러시아 등 3개국 진출 계획 오랫동안 기다려왔던 GS홈쇼핑의 해외사업에 대한 본격적인 투자가 올해부터 단행됐다. 현재 해외사업은 인도, 태국, 중국, 베트남, 인도네시아 등 5개 국가에 진출해 있다. 물론 사업 초기라 중국을 제외한 나머지 법인들의 경우 적자이지만 이에 굴하지 않고 내년에도 본격적인 투자를 통해 해외사업 확장을 단행할 것으로 보인다. 여러 곳을 그 동안 스터디 해왔고 그 결과 투자 우선순위 지역으로 터키, 말레이시아, 러시아 등으로 내년에 투자를 집행할 계획이다. 물론 투자 규모는 그리 크지 않은데, 국가별로 100~150억원 범위로 동사의 순현금 보유 규모로 볼 때 전혀 무리수의 투자 규모는 아니다. 필자의 생각은 오히려 보다 더 강하게 드라이브를 걸 필요도 있다고 본다. 정보의 한계로 진출 지역의 홈쇼핑 사업환경과 현황을 파악하는데 한계가 있지만 GS홈쇼핑의 역량으로 충분히 승산이 있고 성공 가능할 것이라 본다. 물론, 사업 초기 적어도 2~3년 경우에 따라서는 4~5년까지 연장될 수도 있지만 특별한 경우를 제외하고는 대략 3년이 경과된 4년 차부터는 흑자를 기록할 수 있다는 것은 이미 국내 사업과 CJ오쇼핑의 동방CJ가 확인시켜준 사실이다. 특히, 한국의 홈쇼핑 업체들의 그 동안의 업력을 바탕으로 창출된 경영 노하우와 훌륭한 파트너와의 파트너십 등이 어우러지면서 달성 가능할 것이라 판단한다.

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	799	906	1,059	1,179	1,282
증가율 (%)	15.2	13.4	16.8	11.4	8.7
매출원가	132	160	190	200	205
매출원가율 (%)	16.5	17.7	17.9	16.9	16.0
매출총이익	667	746	869	979	1,076
매출이익률 (%)	83.5	82.3	82.1	83.1	84.0
증가율 (%)	10.2	11.8	16.5	12.7	9.9
판매관리비	550	636	752	855	941
조정영업이익 (GP-SG&A)	117	109	117	124	135
조정영업이익률 (%)	14.7	12.1	11.1	10.5	10.5
증가율 (%)	18.5	-6.8	7.2	5.7	8.9
기타영업손익	0	-3	-6	-3	-3
EBITDA	126	113	120	131	146
EBITDA 이익률 (%)	15.7	12.5	11.4	11.1	11.4
증가율 (%)	15.2	-9.9	6.3	9.1	11.5
영업이익	117	106	111	121	132
영업이익률 (%)	14.7	11.7	10.5	10.3	10.3
증가율 (%)	18.5	-9.7	4.9	8.6	9.2
금융손익	8	20	23	22	23
기타영업외손익	-3	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	-18	136	-3	-3	-3
세전계속사업이익	105	262	131	141	153
세전계속사업이익률 (%)	13.2	28.9	12.4	11.9	11.9
증가율 (%)	25.6	149.1	-49.9	7.1	8.6
법인세비용	28	70	33	34	37
계속사업이익	77	192	98	107	116
당기순이익	77	192	98	107	116
당기순이익률 (%)	9.6	21.2	9.3	9.0	9.0
증가율 (%)	32.1	149.9	-48.9	8.3	8.6
지배주주지분 순이익	77	192	98	107	116
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	3	1	0	0
총포괄이익	0	195	99	107	116

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	112	20	64	115	128
당기순이익	77	192	98	107	116
유형자산 상각비	5	5	5	7	11
무형자산 상각비	3	2	4	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	5	-80	-19	-2	-2
기타	22	-99	-24	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-147	270	-193	-90	-50
투자자산의 감소(증가)	17	378	-62	-27	-26
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-15	-22	-60	-24
기타	-152	-93	-110	-3	0
재무활동으로인한현금흐름	-26	-19	-26	-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	-4	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-61	271	-156	2	56
기초현금	103	42	313	157	159
기말현금	42	313	157	159	215

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

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	359	707	657	666	729
현금성자산	42	313	157	159	215
단기투자자산	235	0	405	405	405
매출채권	19	345	29	32	35
채고자산	24	42	32	36	39
기타유동자산	39	7	34	34	34
비유동자산	387	261	328	409	444
유형자산	93	62	80	133	146
무형자산	3	22	19	19	16
투자자산	278	72	134	161	187
기타비유동자산	13	105	95	95	95
기타금융유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	746	967	985	1,075	1,173
유동부채	297	351	294	298	301
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	22	23	27	30	33
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	275	328	267	267	268
비유동부채	24	9	12	13	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	24	9	12	13	14
기타금융유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	321	360	306	311	315
지배주주지분	425	607	680	764	858
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	80	80	80	80	80
자본조정 등	-4	-17	-21	-21	-21
기타포괄이익누계액	7	0	0	0	0
이익잉여금	310	512	588	672	766
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	425	607	680	764	858

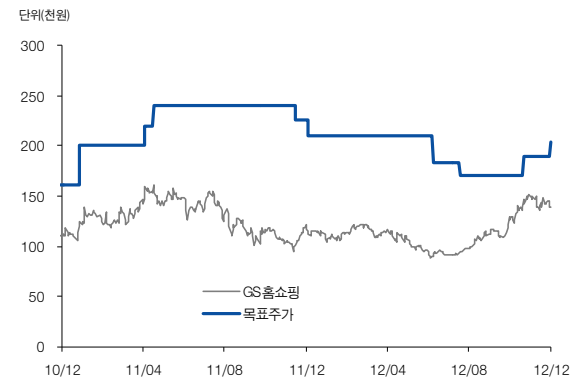
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	11,734	29,322	14,980	16,230	17,634
EPS(지배순이익 기준)	11,734	29,322	14,980	16,230	17,634
BPS(자본총계 기준)	64,376	89,139	100,679	113,596	128,326
BPS(지배자본 기준)	64,376	89,139	100,679	113,596	128,326
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	4,000
PER(당기순이익 기준)	9.3	4.0	9.6	8.9	8.2
PER(지배순이익 기준)	9.3	4.0	9.6	8.9	8.2
PBR(자본총계 기준)	1.7	1.3	1.4	1.3	1.1
PBR(지배자본 기준)	1.7	1.3	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(Reported)	3.5	4.0	3.2	2.9	2.2
배당수익률	2.7	3.0	2.4	2.4	2.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	32.1	149.9	-48.9	8.3	8.6
EPS(지배순이익 기준)	32.1	149.9	-48.9	8.3	8.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.6	37.3	15.3	14.7	14.3
ROE(지배순이익 기준)	19.6	37.3	15.3	14.7	14.3
ROA	11.1	22.5	10.1	10.3	10.3
안정성 (%)					
부채비율	75.6	59.3	44.9	40.7	36.7
순차입금비율	-65.2	-51.5	-82.7	-73.9	-72.3
이자보상배율	N/A	148.3	427.9	N/A	N/A

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
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	12/11/01	BUY	190,000
11/08/25	BUY	240,000	12/12/13	BUY	204,000
11/08/26	BUY	240,000	12/12/24	BUY	204,000
11/09/26	BUY	240,000			
11/11/26	BUY	226,000			

▶ 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.