

현대홈쇼핑(057050)

BUY / TP 176,000원

상품부문에서 긍정적 변화는 시작됐다

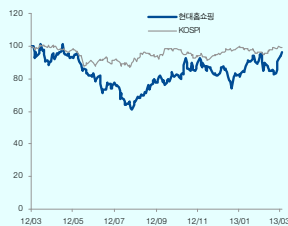
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (3/5)	142,500원
상승여력	23.5%
시가총액	1,710십억원
발행주식수	12,000천주
자본금/액면가	60십억원/5천원
52주 최고가/최저가	150,000원/90,100원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인지분율	36.56%
주요주주	현대백화점 외 41.16%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	6.7 12.2 18.8
상대주가(%)	2.6 8.3 10.4
당사추정 EPS(2013년)	14,490원
컨센서스 EPS(2013년)	14,102원
컨센서스 목표주가	160,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 지난해 부진했던 만큼 올해 개선 가능성도 높다
- 1분기 다소 부진할 것이지만 2분기부터 영업실적 개선 가능할 전망
- 상품MIX에서 긍정적 변화는 시작됐다
- 올해 동남아시아 국가로 해외 사업 확대 가능할 전망

	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	154	142	163	11,874	-7.5	11.2	1.9	4.6	18.4
2012P	760	153	104	162	8,637	-27.3	14.0	1.5	5.9	11.5
2013F	840	162	174	173	14,490	67.8	9.8	1.5	6.3	16.6
2014F	921	176	193	188	16,095	11.1	8.9	1.3	5.0	15.9

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

지난해 부진했던 만큼 올해 개선 가능성도 높다

현대홈쇼핑에 대해 기존 매수 의견과 목표주가 176,000원을 유지하며, 긍정적인 접근이 여전히 유효하다는 판단이다. 수익성 위주의 영업전략으로 인해 지난해 경쟁사들에 비해 성장성이 크게 뒤떨어졌지만 올해 2분기부터는 충분히 만회할 수 있을 것이고, 경쟁사 대비 부진했던 주가수익률을 감안하면 추가적인 주가 상승이 가능할 것이기 때문이다. <그림1 참조> 올해는 경쟁사들에 비해 약했던 렌탈사업과 패션잡화 상품군을 강화해 수익성 증대로 연결시킬 것이다. 그동안 해외사업에 있어서도 보수적인 스타일을 유지해왔지만 올해 하반기 베트남, 태국 등 동남아시아 국가로 해외사업을 확장해 나갈 전망이다. 올해에도 무리한 외형경쟁은 자제하겠지만 수익성을 고려한 범위 내에서의 외형 확대와 동시에 비용 절감을 통한 수익성 향상에 초점을 맞출 것이다.

1분기 다소 부진할 것이지만 2분기부터 영업실적 개선 가능할 전망

전일 탐방을 통해 확인한 결과 현대홈쇼핑의 올해 1분기 영업실적은 당초 전망치를 소폭 하회할 전망이다. 2월 누계 기준 취급고 성장률은 5%로 전분기(3.7%)보다는 개선될 것이지만, 당초 예상했던 9.6%의 성장률에는 미치지 못할 것이다. 이는 지난해 1분기 성장률이 12.0%로 높은 기저효과 때문이다. 1분기 영업실적은 당초 기대치를 하회할 수 있지만, 2분기부터는 지난해 낮은 기저효과로 인해 실적 개선이 가시화될 전망이다. 현대홈쇼핑은 올해 사업계획을 취급고 성장률 8%, 영업이익 증가율 3~4%, SO송출수수료 인상률 10%대 후반을 제시했는데, 보수적인 목표로 충분히 달성 가능할 것으로 판단한다.

지난 1~2월 부진했던 취급고 성장률을 감안해 1분기 영업실적을 하향 조정한다. 취급고와 영업이익은 각각 6,873억원과 480억원으로 전년동기비 각각 5.8%, 1.9% 증가할 전망이다. 반면, 3월부터 렌탈사업과 패션잡화 등을 중심으로 한 상품 믹스 조정을 단행함을 감안해, 2분기 이후 영업실적은 소폭 상향 조정했다. 연간 수익전망은 당초 전망치와 큰 변동은 없다. 올해에는 외형성장률이 회복되면서 SO수수료 부담이 경감될 것이고, 이는 수익성 개선으로 연결될 전망이다. 이에 따라 현대홈쇼핑의 올해 취급고와 영업이익은 전년비 각각 9.5%, 6.2% 증가한 2조 7,004억원과 1,623억원으로 수정 전망한다. <표1 참조>

상품MIX에서 긍정적 변화는 시작됐다

이번 탐방을 통해 확인한 긍정적인 점은 상품부문에서 긍정적 변화가 시작되고 있다는 것이다. 첫째, 렌탈사업을 강화할 것으로 보인다. 취급 품목을 정수기, 주방가전, 안마의자, 렌터카(SK, 금호) 등으로 확대함과 동시에 지난해까지 월 1~2회 방송에서 올해는 월 10회 이상으로 방송편성도 증대할 것이다. 렌탈사업의 수익성은 타 상품군과 비교할 때 중간 정도이지만, 정액방송의 편성비율을 감안하면 평균 이상으로 수익성 개선에 일조할 전망이다. 둘째, 패션잡화 상품군의 매출비중을 확대할 전망이다. 패션잡화 상품군에는 패션, 화장품, 잡화, 보석 등이 포함된 것으로 매출비중을 지난해 40%에서 올해는 45%로 확대할 것이다. 외국인 패션제품을 중심으로 독점 상품을 강화해 나갈 것으로 보인다. 다만, 경쟁사에서 확대하고 있는 PB상품에 대해서는 재고 부담을 감안해 올해에도 런칭할 계획은 없는 것으로 보인다.

〈표1〉 현대홈쇼핑 분기별 실적 전망

(억원, %)	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
총매출액(취급고)	6,495	5,922	5,825	6,420	6,873	6,450	6,489	7,191	24,662	27,004	29,687
TV	4,051	3,705	3,491	3,858	4,233	4,001	3,910	4,360	15,105	16,504	18,155
인터넷	1,927	1,675	1,826	2,038	2,100	1,859	2,027	2,262	7,466	8,249	9,115
카탈로그	374	384	360	367	385	419	392	400	1,485	1,596	1,724
기타	143	158	148	157	154	171	160	170	606	654	694
순매출액	2,019	1,850	1,767	1,968	2,124	2,058	1,967	2,251	7,604	8,400	9,209
매출총이익	1,953	1,821	1,733	1,943	2,059	2,031	1,938	2,235	7,449	8,264	9,061
영업이익	471	359	309	389	480	383	331	428	1,528	1,623	1,762
세전이익	632	489	404	-21	649	524	462	658	1,503	2,294	2,548
순이익	485	380	349	-178	492	397	350	499	1,036	1,739	1,931
수익성 (%)											
GP	30.1	30.7	29.7	30.3	30.0	31.5	29.9	31.1	30.2	30.6	30.5
OP	7.3	6.1	5.3	6.1	7.0	5.9	5.1	6.0	6.2	6.0	5.9
RP	9.7	8.2	6.9	-0.3	9.4	8.1	7.1	9.2	6.1	8.5	8.6
NP	7.5	6.4	6.0	-2.8	7.2	6.2	5.4	6.9	4.2	6.4	6.5
성장성 (% YoY)											
총매출액(취급고)	12.0	6.7	1.9	3.7	5.8	8.9	11.4	12.0	6.1	9.5	9.9
영업이익	5.6	-5.9	-1.2	-3.4	1.9	6.8	7.0	10.1	-0.9	6.2	8.6
세전이익	21.1	-0.9	3.0	적전	2.7	7.3	14.5	흑전	-19.9	52.6	11.1
순이익	22.6	1.4	16.5	적전	1.4	4.7	0.4	흑전	-27.3	67.8	11.1
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.8	2.3	1.5	1.5	2.2	2.7	3.0	3.1	2.0	2.8	3.4
민간소비 (YoY)	1.6	1.1	1.6	2.8	0.8	0.6	0.6	0.9	1.8	0.7	2.0
소비자물가상승률	3.0	2.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.5

주1: 수익성 지표는 총매출액대비

주2: 2013년 세전이익 증가 폭이 큰 것은 2012년 4분기 일회성손실(추징금 542억원)과 지분법이익 증가 때문임. 특히, 현대홈쇼핑은 영업외수지가 흑자 구조인데, 이는 현금성자산으로 인한 금융수익과 한섬과 현대HCN을 통한 지분법이익이 발생하고 있기 때문임.

자료: 현대홈쇼핑, HMC투자증권

올해 동남아 국가로 해외 사업 확대 가능할 전망

현대홈쇼핑의 해외사업에 대한 투자 태도는 CJ오쇼핑과 GS홈쇼핑에 비해 상당히 보수적이라 평가할 수 있다. 이미 알고 있듯이 CJ오쇼핑은 IPO 홈쇼핑 3사 중 해외사업 전개 속도를 가장 강력하게 진행하고 있고, 지난해부터 GS홈쇼핑도 해외사업을 본격적으로 추진하고 있다. 반면, 현대홈쇼핑은 지난 2011년 7월 상하이에 진출한 현대가우홈쇼핑 이후 아직까지 추가적인 해외투자를 하지 않고 있었다. 반면, 올해 하반기를 기점으로 해외사업에 대해 공격적인 모드로 변화될 것이라 판단한다. 베트남, 태국 등 동남아시아 시장에 관심을 두고 있고, 이들 지역에 대한 집중적인 탐구와 시장조사, 그리고 파트너를 물색 중에 있는 것으로 보여 올해에는 긍정적인 변화가 가능할 전망이다.

한섬과 현대HCN을 통해 올해 지분법이익은 전년비 27.9% 증가

지난해 한섬의 영업실적 부진으로 지분법이익이 당초 전망치를 크게 하회했지만, 올해 관계기업 관련 손익은 큰 폭 증가가 가능할 전망이다. 올해에는 한섬 실적의 개선과 현대HCN의 경우 SO수수로 인상에 따른 이익증가, 상해현대가우홈쇼핑의 적자 축소 등으로 지분법이익은 407억원으로 전년비 27.9% 증가할 전망이다. 상해현대가우홈쇼핑은 지난해 취급고 300억원, 지분법손실 12억원을 기록했는데, 올해 취급고 600억원, 내년 BEP 돌파를 목표로 하고 있다. 현재 낮은 인지도의 홈쇼핑채널(30번째)로 인해 당초 제시했던 취급고 보다는 낮은 수준이지만, 2014년 흑자전환은 당초 계획대로 순항하고 있다. 상하이 디지털 전환가구수가 지난해 360만 가구에서 올해 400만 가구, 2015년 500만 가구로 확대될 것이다. 긍정적인 것은 디지털 가입자 증가 대비 취급고 증가율이 두 배 수준을 보이고 있는 점이다. 중국 홈쇼핑에서의 주요 상품군은 가전, 이미용품, 소장품(보석, 장신구 등) 등으로 이들의 매출성장률이 돋보이고 있다. <표2 참조>

〈표2〉 관계기업을 통한 지분법이익 전망

(단위: 억원, %)

	지분율	11	12P	13F	14F	15F	16F
한섬	34.64%		200	264	296	334	398
현대HCN	19.68%	104	130	150	164	179	194
상해현대가우	30.00%	-13	-12	-7	0	5	10
합계		91	318	407	461	519	602
증감률 (% , YOY)			249.5	27.9	13.3	12.6	16.0

자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

매수의견과 목표가 17.6만원 유지

현대홈쇼핑에 대해 기존 매수 의견과 목표주가 176,000원을 유지한다. 다만, 목표주가를 상향할 여지는 있지만, 현재로서는 그 폭이 크지 않아 향후 1분기 영업실적이 확정된 이후 조정할 것이다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 현대홈쇼핑의 적정주가가치(12개월 Forward기준)는 2조 1,639억원이고, 주당가치는 180,000원으로 평가된다. 이는 1) 사업가치 1조 166억원 (EV/EBITDA multiple 시장평균 5.8배 적용), 2) 투자자산가치 5,034억원(순자산가액의 20% 할인율 적용)에다 3) 순현금 6,439억원을 가산한 것이다. <표3 참조>

〈표3〉 적정주가가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	12P	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	9,420	10,023	10,880	10,166	
EBITDA	1,624	1,728	1,876		
EV/EBITDA	5.8	5.8	5.8		시장평균(5.8배) 적용
2. 투자자산가치	4,795	5,000	5,204	5,034	순자산가액의 20%할인을 적용
1) 관계기업지분투자	4,381	4,582	4,784		
2) 장기매도가금융자산	392	392	392		
3) 기타 금융자산	22	26	28		
3. 기업가치 (=1+2)	14,215	15,023	16,084	15,200	
4. 순현금	4,935	6,197	7,648	6,439	
5. 적정주가가치 (=3+4)	19,151	21,220	23,733	21,639	
발행주식수	12,000	12,000	12,000	12,000	
적정주가 (원)	159,588	176,836	197,773	180,326	
현재주가 (원)	142,500	142,500	142,500	142,500	
상승여력 (%)	12.0	24.1	38.8	26.5	

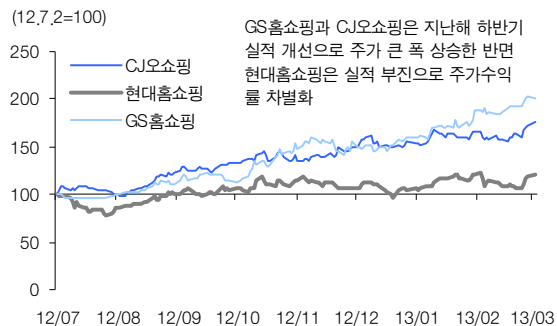
자료: HMC투자증권

〈표4〉 현대홈쇼핑의 순현금 동향 및 전망

(억원, %)	06	07	08	09	10	11	12P	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	4,935	6,197	7,648	9,088
이자수익	42	55	95	124	187	323	277	251	312	377
순이자수익	42	55	95	123	185	319	232	251	312	377
순현금	781	902	1,771	2,623	7,154	8,387	4,935	6,197	7,648	9,088
자본총계	1,350	1,763	2,361	3,219	7,205	8,325	9,681	11,287	13,051	14,991
순현금비율	57.8	51.1	75.0	81.5	99.3	100.8	51.0	54.9	58.6	60.6

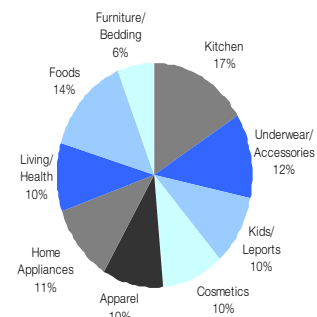
자료: 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈그림1〉 부진했던 만큼 올해는 기대를 걸어도 좋다



자료: 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈그림2〉 현대홈쇼핑의 상품 Mix 현황



자료: 현대홈쇼핑, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012P	2013F	2014F
매출액	577	711	760	840	921
증가율 (%)	11.8	23.4	6.9	10.5	9.6
매출원가	7	21	16	14	15
매출원가율 (%)	1.3	3.0	2.0	1.6	1.6
매출총이익	569	690	745	826	906
매출이익률 (%)	98.7	97.0	98.0	98.4	98.4
증가율 (%)	13.5	21.2	8.0	10.9	9.6
판매관리비	436	536	592	664	730
판매관리비율 (%)	75.6	75.3	77.9	79.1	79.3
EBITDA	142	163	162	173	188
EBITDA 이익률 (%)	24.6	23.0	21.4	20.6	20.4
증가율 (%)	10.7	15.3	-0.5	6.4	8.6
영업이익	133	154	153	162	176
영업이익률 (%)	23.1	21.7	20.1	19.3	19.1
증가율 (%)	11.0	15.7	-0.9	6.2	8.6
영업외손익	17	33	-32	26	32
금융수익	19	37	29	26	32
금융비용	0	1	60	0	0
기타영업외손익	-2	-2	-2	0	0
종속/관계기업관련손익	14	0	30	41	46
세전계속사업이익	164	188	150	229	255
세전계속사업이익률	28.5	26.4	19.8	27.3	27.7
증가율 (%)	29.2	14.2	-19.9	52.6	11.1
법인세비용	37	45	47	56	62
계속사업이익	128	142	104	174	193
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	128	142	104	174	193
당기순이익률 (%)	22.2	20.0	13.6	20.7	21.0
증가율 (%)	33.8	11.6	-27.3	67.8	11.1
지배주주지분 순이익	128	142	103.6	173.9	193
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	8	0	0
총포괄이익	0	139	112	174	193

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	154	138	55	117	126
당기순이익	128	142	104	174	193
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	0	-1	-1
기타	-11	-25	-58	-66	-77
투자활동으로인한현금흐름	-432	-11	-154	22	36
투자자산의 감소(증가)	22	1	-489	-26	-26
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-17	-6	-16	-16
기타	-445	5	340	64	77
재무활동으로인한현금흐름	260	-10	-20	-13	-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	-13	-17
기타	0	20	-4	0	0
기타현금흐름	0	0	-1	0	0
현금의증가(감소)	-18	117	-120	126	145
기초현금	23	5	121	3	129
기말현금	5	121	3	129	274

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
유동자산	739	889	534	664	812
현금성자산	5	121	3	129	274
단기투자자산	711	719	491	491	491
매출채권	1	17	19	22	24
재고자산	1	6	4	5	5
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	599	625	651
기타비유동자산	5	5	5	5	5
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	944	1,102	1,231	1,394	1,572
유동부채	216	260	254	254	255
단기차입금	0	2	0	0	0
매입채무	0	2	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	215	256	253	253	254
비유동부채	8	9	9	10	12
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	9	9	10	12
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	224	269	263	265	267
지배주주지분	720	832	968	1,129	1,305
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	644	805	981
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	720	832	968	1,129	1,305

(단위: 원,백%)

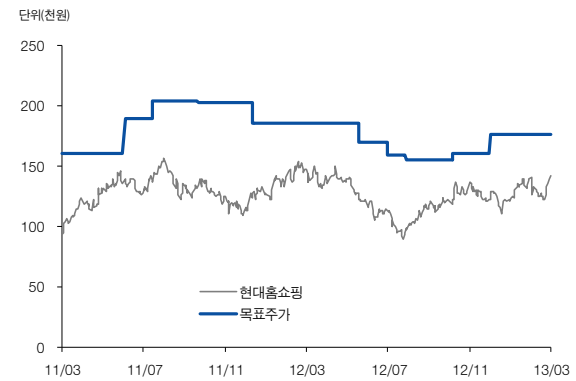
주요투자지표	2010	2011	2012P	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	12,831	11,874	8,637	14,490	16,095
EPS(자배순이익 기준)	12,831	11,874	8,637	14,490	16,095
BPS(자본총계 기준)	59,990	68,954	80,239	93,487	108,209
BPS(자배부본 기준)	59,990	68,954	80,239	93,487	108,209
DPS	1,000	1,100	1,100	1,400	1,400
PER(당기순이익 기준)	8.0	11.2	14.0	9.8	8.9
PER(자배순이익 기준)	8.0	11.2	14.0	9.8	8.9
PBR(자본총계 기준)	1.7	1.9	1.5	1.5	1.3
PBR(자배부본 기준)	1.7	1.9	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA(Reported)	3.6	4.6	5.9	6.3	5.0
배당수익률	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	21.0	-7.5	-27.3	67.8	11.1
EPS(자배순이익 기준)	21.0	-7.5	-27.3	67.8	11.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.5	18.4	11.5	16.6	15.9
ROE(자배순이익 기준)	24.5	18.4	11.5	16.6	15.9
ROA	17.5	13.9	8.9	13.2	13.0
안정성 (%)					
부채비율	31.0	32.3	27.2	23.5	20.4
순차입금비율	-99.3	-100.8	-51.0	-54.9	-58.6
이자보상배율	708.6	424.3	34.1	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
11/08/25	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
12/01/06	BUY	186,000	13/02/05	BUY	176,000
12/01/16	BUY	186,000	13/02/07	BUY	176,000
12/02/17	BUY	186,000	13/02/28	BUY	176,000
12/03/13	BUY	186,000	13/03/06	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 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.