

양호한 실적이 주가를 증명한다

Analyst 박종렬

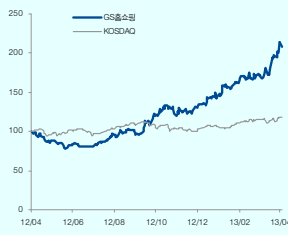
02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

현재주가 (4/29)	235,200원
상승여력	22.0%
시가총액	1,544십억원
발행주식수	6,563천주
자본금/액면가	33십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	242,000원/89,000원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
외국인지분율	39.30%
주요주주	GS 30.00%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	22.6 42.9 70.2
상대주가(%)	19.7 27.1 48.2
당사추정 EPS	20,511원
컨센서스 EPS	20,173원
컨센서스 목표주가	230,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 1분기 영업실적, 당초 예상치에 부합하는 양호한 수준
- 취급고 성장률 둔화는 가전제품 비중을 낮춘 결과
- 매수의견과 목표주가 28.7만원 유지

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	906	109	192	116	29,322	149.9	4.0	1.3	1.3	37.3
2012	1,020	136	111	144	16,876	-42.4	9.0	1.5	2.5	17.1
2013F	1,122	161	135	171	20,511	21.5	11.8	2.0	5.2	18.0
2014F	1,290	186	158	199	24,066	17.3	10.1	1.7	4.1	18.1
2015F	1,470	218	184	232	28,100	16.8	8.6	1.5	3.1	18.0

* K-IFRS 개별 기준

1분기 영업실적, 당초 예상치에 부합하는 양호한 수준

전일 GS홈쇼핑은 1분기 영업실적을 발표했는데, 당사 및 시장 전망치에 부합하는 양호한 실적을 기록했다. 취급고와 영업이익은 각각 전년동기비 3.0%, 32.9% 증가한 7,747억원과 376억원을 달성했다. 취급고 성장률이 당초 예상보다는 다소 부진했는데, 가전제품 매출 비중 축소와 인터넷 부문의 성장 둔화 때문이다. 한편, 매출액은 전년동기비 6.4% 감소했는데, 이는 보험매출 감소와 재고 리스크 축소를 위한 완전매입 형태의 상품 매출을 축소했기 때문이다. 영업이익률은 4.9%로 전년동기비 1.1%p 호전됐는데, SO송출수수료가 전년비 15% 인상되는 것을 가정한 것임에도 불구하고 매우 양호한 수준을 기록한 것으로 평가한다. 수익성 호전의 주된 이유는 저마진 상품인 가전과 주방용품의 비중을 낮추고 패션잡화와 이미용 등 고마진 상품의 판매비중 제고와 렌탈 사업 호조에 따라 매출총이익률이 큰 폭으로 호전됐기 때문이다. <표1, 2 참조>

취급고 성장률 둔화는 가전제품 비중을 낮춘 결과

경기침체에 따른 가계구매력 약화는 합리적 소비성향을 강화시키고 있어 홈쇼핑업태에 유리한 영업환경을 조성하고 있다. 패션잡화를 위주로 한 PB상품 비중확대와 렌탈서비스사업 강화 등을 통한 상품력 강화가 소비불황기에 강한 내성과 대응력을 보여주고 있고, 이는 수익성 향상으로 연결되고 있다. 다만, 업계 전반 수익 위주의 영업전략을 구사하고 있어 과거와는 달리 취급고 성장률이 크게 둔화되고 있다. 그렇지만 크게 우려할 바는 아니라고 판단한다. 가전 제품에 대한 판매비중을 낮춘 결과일 뿐이고, 외형 성장 보다는 이익 성장이 더 중요하기 때문이다.

<표1> GS홈쇼핑 2013년 1분기 개별 실적 요약

(단위: 십억원, %)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	1Q12	4Q12	1Q13(p)	(YoY)	(QoQ)	1Q13	대비	1Q13	대비
매출액	264.3	269.3	247.3	-6.4%	-8.2%	296.2	-16.5%	288.7	-14.3%
영업이익	28.3	33.4	37.6	32.9%	12.5%	37.0	1.6%	36.4	3.2%
세전이익	33.6	51.1	40.3	19.9%	-21.1%	42.7	-5.6%	42.5	-5.3%
당기순이익	24.5	38.1	30.0	22.5%	-21.2%	32.4	-7.4%	31.7	-5.3%

자료: GS홈쇼핑, WISEFn, HMC투자증권

〈표2〉 GS홈쇼핑 분기별 실적 전망

(억원, %)	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
총매출액(취급고)	7,524	7,471	7,032	8,182	7,747	7,938	7,602	8,902	30,209	32,189	35,785
TV쇼핑	4,219	4,303	4,404	4,945	4,740	4,819	4,932	5,538	17,871	20,030	21,633
GS Shop	2,727	2,541	2,098	2,459	2,157	2,160	1,783	2,090	9,825	8,190	8,518
카탈로그	393	397	266	407	323	337	226	346	1,463	1,233	1,257
기타	185	230	264	371	527	621	660	928	1,050	2,736	4,377
매출액	2,643	2,445	2,416	2,693	2,473	2,844	2,786	3,122	10,196	11,225	12,904
매출총이익	2,095	2,049	2,068	2,397	2,264	2,461	2,417	2,804	8,608	9,945	11,556
영업이익	283	231	334	509	376	299	358	581	1,357	1,614	1,863
세전이익	336	285	354	511	403	356	416	608	1,485	1,783	2,084
순이익	245	210	272	381	300	270	315	461	1,107	1,346	1,579
수익성 (%)											
GPM	27.8	27.4	29.4	29.3	29.2	31.0	31.8	31.5	28.5	30.9	32.3
OPM	3.8	3.1	4.8	6.2	4.9	3.8	4.7	6.5	4.5	5.0	5.2
RPM	4.5	3.8	5.0	6.2	5.2	4.5	5.5	6.8	4.9	5.5	5.8
NPM	3.3	2.8	3.9	4.7	3.9	3.4	4.1	5.2	3.7	4.2	4.4
성장성 (% YoY)											
총매출액	23.1	20.1	22.8	11.0	3.0	6.2	8.1	8.8	18.8	6.6	11.2
영업이익	-2.9	-17.7	38.6	80.7	32.9	29.7	7.0	14.2	23.9	19.0	15.4
세전계속이익	-83.3	-13.7	25.9	흑전	20.0	24.9	17.6	19.0	-43.4	20.0	16.9
순이익	-84.1	-25.8	28.6	흑전	22.7	28.6	15.8	21.0	-42.4	21.5	17.3
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.8	2.4	1.6	1.5	1.5	1.8	2.5	2.9	2.0	2.2	3.4
민간소비 (YoY)	1.3	1.0	1.7	2.7	-0.3	0.8	0.9	1.1	1.7	1.0	2.0
소비자물가상승률	3.0	2.4	1.6	1.7	1.7	1.8	1.6	1.5	2.2	1.7	2.5

주: 수익성 지표는 총매출액대비
 자료: GS홈쇼핑 HMC투자증권

매수의견과 목표주가 28.7만원 유지

지난해 7월 이후 가파른 주가 재평가 작업이 이뤄진 상태라 추가 상승에 대한 우려감이 있을 수 있지만, 현 시점에서 GS홈쇼핑에 대해 여전히 긍정적인 접근을 권고한다. 최근 상승에도 불구하고 올해와 내년 수익예상 기준 PER은 각각 11.8배, 10.1배로 유통업종 피어그롭 대비 고평가되어 있지 않을 뿐만 아니라, 향후에도 양호한 업황과 실적 모멘텀으로 시장대비 초과 수익률이 가능할 것이기 때문이다.

GS홈쇼핑에 대해 기존 매수의견과 목표주가 287,000원을 유지한다. 가치합산(STOP) 방식에 따른 GS홈쇼핑의 적정주주가치(12개월 Forward기준)는 1조 9,047억원이고, 주당가치는 290,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 1조 463억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 5.8배 적용), 2) 투자자산가치 1,436억원(순자산가액의 20% 할인율 적용)에다 3) 순현금 7,149억원을 가산한 것이다. <표3, 4 참조>

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	13F	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	9,934	11,520	13,472	10,463	
EBITDA	1,713	1,986	2,323		
EV/EBITDA	5.8	5.8	5.8		시장평균(5.8배) 적용
2. 투자자산가치	1,307	1,693	2,083	1,436	장부가 20% 할인율 적용
1) 관계기업 지분투자	882	1,202	1,522		
2) 장기매도가능금융자산	425	490	560		
3. 기업가치 (=1+2)	11,241	13,213	15,555	11,898	
4. 순현금	6,895	7,656	8,690	7,149	
5. 주주가치 (=3+4)	18,136	20,869	24,246	19,047	
발행주식수 (천주)	6,563	6,563	6,563	6,563	
목표주가 (원)	276,358	318,004	369,460	290,240	
현재주가 (원)	235,200	235,200	235,200	235,200	
상승여력 (%)	17.5	35.2	57.1	23.4	

자료: HMC투자증권

〈표4〉 GS홈쇼핑의 순현금 전망

(억원, %)	07	08	09	10	11	12	13F	14F	15F	16F
현금성자산	1,636	1,581	1,885	2,771	5,975	6,437	6,895	7,656	8,690	9,910
이자수익	86	79	69	80	210	235	253	277	308	351
순이자수익	86	79	69	80	202	231	253	277	308	351
순현금	1,636	1,581	1,885	2,771	5,975	6,437	6,895	7,656	8,690	9,910
자본총계	3,259	3,671	3,595	4,252	6,073	6,880	8,039	9,430	11,086	12,926
순현금비율	50.2	43.1	52.4	65.2	98.4	93.6	85.8	81.2	78.4	76.7

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

자료: GS홈쇼핑, HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	906	1,020	1,122	1,290	1,470
증가율 (%)	13.4	12.5	10.1	15.0	13.9
매출원가	160	159	128	135	134
매출원가율 (%)	17.7	15.6	11.4	10.4	9.1
매출총이익	746	861	995	1,156	1,336
매출이익률 (%)	82.3	84.4	88.6	89.6	90.9
증가율 (%)	11.8	15.4	15.5	16.2	15.6
판매관리비	636	725	833	969	1,118
판매관리비율 (%)	70.2	71.1	74.2	75.1	76.0
EBITDA	116	144	171	199	232
EBITDA 이익률 (%)	12.8	14.2	15.3	15.4	15.8
증가율 (%)	-7.2	24.0	18.6	16.0	16.9
영업이익	109	136	161	186	218
영업이익률 (%)	12.1	13.3	14.4	14.4	14.8
증가율 (%)	-6.8	23.9	19.0	15.4	17.1
영업외손익	16	16	20	25	28
금융수익	21	24	25	28	31
금융비용	1	2	0	0	0
기타영업외손익	-3	-5	-5	-2	-2
종속/관계기업관련손익	136	-3	-3	-3	-3
세전계속사업이익	262	149	178	208	243
세전계속사업이익률	28.9	14.6	15.9	16.1	16.5
증가율 (%)	149.1	-43.4	20.0	16.9	16.8
법인세비용	70	38	44	50	59
계속사업이익	192	111	135	158	184
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	192	111	135	158	184
당기순이익률 (%)	21.2	10.9	12.0	12.2	12.5
증가율 (%)	149.9	-42.4	21.5	17.3	16.8
지배주주지분 순이익	192	111	134.6	158	184
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	3	0	0	0
총포괄이익	195	114	135	158	184

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	20	155	139	167	196
당기순이익	192	111	135	158	184
유형자산 상각비	5	5	7	9	12
무형자산 상각비	2	4	3	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-80	42	-6	-3	-3
기타	-99	-7	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	270	-238	-74	-73	-73
투자자산의 감소(증가)	378	-68	-51	-53	-53
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-15	-17	-20	-20	-20
기타	-93	-153	-3	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-19	-33	-19	-19	-19
장기차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-19	-22	-19	-19	-19
기타	0	-11	0	0	0
기타현금흐름	8	0	0	0	0
현금의증가(감소)	279	-116	46	76	103
기초현금	42	313	196	242	318
기말현금	321	196	242	318	422

* K-IFRS 개별 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	707	744	798	881	992
현금성자산	313	196	242	318	422
단기투자자산	295	447	447	447	447
매출채권	21	17	22	25	29
재고자산	42	19	23	27	31
기타유동자산	36	64	64	64	64
비유동자산	261	314	379	439	498
유형자산	62	76	89	100	108
무형자산	22	19	19	16	14
투자자산	72	140	191	244	297
기타비유동자산	105	79	79	79	79
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	967	1,058	1,177	1,320	1,490
유동부채	351	363	365	367	370
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	23	14	15	17	19
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	328	349	350	350	351
비유동부채	9	7	8	10	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	7	8	10	11
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	360	370	373	377	381
지배주주지분	607	688	804	943	1,109
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	80	80	80	80	80
자본조정 등	-17	-28	-28	-28	-28
기타포괄이익누계액	0	4	4	4	4
이익잉여금	512	600	715	855	1,020
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	607	688	804	943	1,109

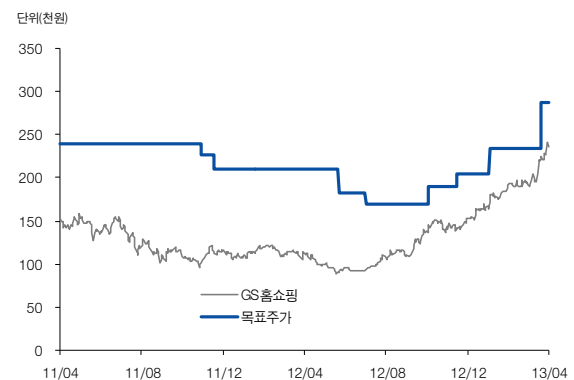
(단위: 원,백%)

주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	29,322	16,876	20,511	24,066	28,100
EPS(지배순이익 기준)	29,322	16,876	20,511	24,066	28,100
BPS(자본총계 기준)	89,139	101,885	119,578	141,240	166,863
BPS(지배자본 기준)	89,139	101,885	119,578	141,240	166,863
DPS	3,500	3,000	3,000	4,000	4,000
PER(당기순이익 기준)	4.0	9.0	11.8	10.1	8.6
PER(지배순이익 기준)	4.0	9.0	11.8	10.1	8.6
PBR(자본총계 기준)	1.3	1.5	2.0	1.7	1.5
PBR(지배자본 기준)	1.3	1.5	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(Reported)	1.3	2.5	5.2	4.1	3.1
배당수익률	3.0	2.0	1.2	1.7	1.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	149.9	-42.4	21.5	17.3	16.8
EPS(지배순이익 기준)	149.9	-42.4	21.5	17.3	16.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	37.3	17.1	18.0	18.1	18.0
ROE(지배순이익 기준)	37.3	17.1	18.0	18.1	18.0
ROA	22.5	10.9	12.0	12.7	13.1
안정성 (%)					
부채비율	59.3	53.8	46.4	40.0	34.4
순차입금비율	-100.1	-93.6	-85.8	-81.2	-78.4
이자보상배율	152.9	391.0	N/A	N/A	N/A

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
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	13/01/31	BUY	234,000
11/11/26	BUY	226,000	13/02/28	BUY	234,000
11/12/15	BUY	210,000	13/04/18	BUY	287,000
12/01/06	BUY	210,000	13/04/30	BUY	287,000
12/02/20	BUY	210,000			
12/03/13	BUY	210,000			
12/06/19	BUY	183,000			

▶ 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 HMC 투자증권의 업종 투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종 주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종 주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종 주가의 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.