Company Note
2013. 09. 04

현대홈쇼핑(057050)

BUY / TP 213,000원

선택과 집중이 필요한 시점 (요약)

Analyst 박종렬
02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

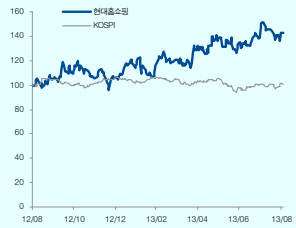
현재주가 (9/3)	165,500원
상승여력	28.7%
시가총액	1,986십억원
발행주식수	12,000천주
자본금/액면가	60십억원/5천원
52주 최고가/최저가	174,500원/110,000원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	32.30%
주요주주	현대백화점 외 40.94%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-5.7	2.8	21.0
상대주가(%p)	-5.8	6.9	27.3

당사추정 EPS	17,177원
컨센서스 EPS	16,777원
컨센서스 목표주가	187,000원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 경기침체 속에서도 홈쇼핑업종의 성장은 지속된다
- 홈쇼핑 3사 중 현대홈쇼핑이 올해 3분기부터 내년 2분기까지 실적 모멘텀 가장 우수
- 만년 보수적인 기업이었지만, 향후 보여줄게 많이 남아 있다
- 홈쇼핑업종의 주가 상승세, 끝난 것은 아니다

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	712	155	152	164	12,659	-1.3	10.5	1.8	4.6	19.1
2012	760	153	104	162	8,664	-31.6	14.0	1.5	5.6	11.3
2013F	808	155	206	161	17,177	98.3	9.6	1.7	8.3	19.3
2014F	883	173	178	180	14,864	-13.5	11.1	1.5	6.6	14.3
2015F	932	180	192	189	15,960	7.4	10.4	1.3	5.6	13.6

** K-IFRS 개별 기준*

경기침체 속에서도 홈쇼핑업종의 성장은 지속된다

소비경기 침체 지속으로 유통업종의 업황 모멘텀은 여전히 좋지 않다. 올해 하반기는 물론 내년에도 소비경기가 좀처럼 쉽게 회복되지 않을 것이라 판단한다. 지난해 낮은 기저효과가 무색할 정도로 백화점 · 대형마트 · 슈퍼마켓 등 오프라인 업태의 영업실적 부진이 이어지고 있는 반면, 홈쇼핑 업종은 TV부문의 안정적 성장과 모바일커머스의 고성장으로 양호한 취급고 성장률과 함께 수익창출이 진행되고 있다. 올해 연말까지 온라인 강세와 오프라인 약세라는 업태간의 성장성 차별화 현상은 큰 변화없이 지속될 전망이다.

홈쇼핑 3사 중 현대홈쇼핑이 올해 3분기부터 내년 2분기까지 실적 모멘텀 가장 우수

홈쇼핑업체들의 주가가 지난 8월 초를 고점으로 다소 하락 조정세를 보이고 있다. 양호한 2분기 실적을 기록했던 GS홈쇼핑과 CJ오쇼핑의 주가가 최근 들어 약세를 보이고 있는 이유는 지난해 3분기부터 실적 턴어라운드를 보였기에 올해 3분기와 4분기에 각각 GS홈쇼핑과 CJ오쇼핑 순으로 실적 모멘텀이 둔화될 것이라는 우려 때문이다. 물론, 지난해 높은 기저효과를 감안하면 영업이익 증가율의 둔화는 불가피하지만, 양호한 실적 추세는 지속될 전망이다. 한편, 현대홈쇼핑의 경우 홈쇼핑 3사 중 올해 3분기부터 내년 2분기까지 가장 양호한 실적 모멘텀이 가능할 전망이다.

만년 보수적인 기업이었지만, 향후 보여줄게 많이 남아 있다

지난해 7월 이후 홈쇼핑 3사 중 가장 부진한 수익률을 기록했던 현대홈쇼핑은 순현금과 관계회사 지분가치 등을 감안한 절대 저평가와 3분기부터의 실적 턴어라운드를 바탕으로 강력한 재평가의 수순을 밟게 될 전망이다. 현대홈쇼핑의 주가는 여전히 저평가되어 있는데, 홈쇼핑 3사 뿐만 아니라 유통업종 피어그룹 대비 크게 할인되어 거래되고 있다. 현대백화점과 한섬 등 그룹 계열사들과의 패션사업을 위주로한 시너지 확대도 내년부터는 기대해볼 만하다. 풍부한 현금성자산과 현금창출력을 근간으로 해외사업에 대해 적극적인 투자도 고려해 볼 수 있는 시기가 도래하고 있다. 올해 하반기에는 베트남과 태국 등 동남아시아 국가로 해외사업을 확장할 전망이다.

HMC 투자증권

홈쇼핑업종의 주가 상승세, 끝난 것은 아니다

민간소비 침체 지속으로 유통업종에 대해 중립의견 유지

유통업종에 대해 여전히 중립(Neutral)의견을 유지한다. 지난해 낮은 기저효과에도 불구하고 소비경기 침체와 가계 구매력 악화로 유통업종 업황의 부진이 지속되고 있기 때문이다. 유통업종은 계절적 성수기에 진입하고 있지만 최근 전월세 가격 급등에 따른 중산층 가계의 추가적인 재무구조 악화로 소비지출의 강한 반등을 기대하기 어렵다. 올해 연말은 물론 내년에도 민간소비가 뚜렷한 회복이 쉽지 않을 것으로 판단하는데, 그 이유는 1) 산업의 선순환 구조 붕괴, 2) 소비회복의 주체 부재, 3) 소득과 소비지출의 디커플링, 4) 가계의 구조적인 문제점 때문이다.

양호한 영업환경과 우수한 실적 모멘텀

지난 8월 초 이후 업종 대표주인 GS홈쇼핑과 CJ오쇼핑의 주가가 하락 조정을 받으면서 홈쇼핑 업종에 대한 우려의 시각이 높아지고 있다. 필자는 홈쇼핑 업종의 주가 상승세가 여기서 끝났다고 보지 않으며, 현대홈쇼핑을 비롯한 홈쇼핑업종에 대해서는 비중확대 의견을 유지한다. 그 이유는 크게 세가지다. 첫째, 홈쇼핑업종의 양호한 영업환경과 우수한 실적 모멘텀 때문이다. 경기침체에 따른 합리적 소비성향 강화와 대형마트와 기업형슈퍼마켓에 대한 영업규제로 인해 당분간 '온라인(홈쇼핑, 인터넷쇼핑몰)과 아울렛을 비롯한 저가 유통채널의 강세와 백화점 · 대형마트 등 오프라인 유통의 부진' 의 채널별 실적 차별화가 지속될 것이다. 경기침체에 따른 가계구매력 약화는 가치소비를 강화시키고 있어 홈쇼핑업태에 유리한 영업조건을 조성하고 있다. 홈쇼핑업체들의 고객 니즈에 부합하는 발 빠른 상품 대응력도 주효하고 있고, 패션잡화와 렌탈서비스 등 고마진 위주의 상품믹스 조정과 모바일 커머스의 고성장으로 불황을 극복해가고 있다.

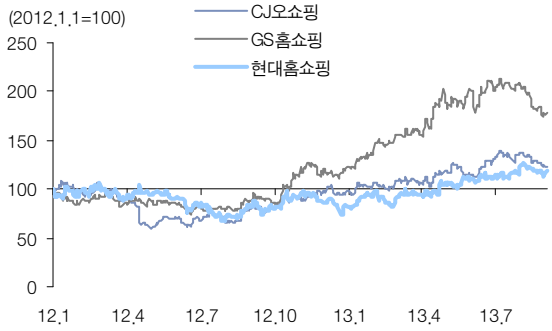
여전히 저평가 상태, 추가적인 재평가 가능

둘째, 지난해 7월 이후 가파른 주가 상승에도 불구하고 홈쇼핑업체들의 주가가 아직도 여전히 저평가되어 있을 뿐만 아니라 양호한 영업실적을 바탕으로 추가적인 재평가가 가능할 것이기 때문이다. 현대홈쇼핑의 올해와 내년 수익예상 기준 PER은 각각 9.6배, 11.1배로 유통업종 평균 PER(13.0배, 11.9배)에 비해 valuation 매력은 우수하다. 또한, 올해 연말 기준 순현금(6,558억원)과 계열사 지분가치를 감안한 실질 PER은 4.9배로 대단히 저평가된 상태다.

〈그림1〉 홈쇼핑업체들의 주가 추이

자료: KRX, HMC투자증권

〈그림2〉 홈쇼핑업체들의 상대수익률 추이



자료: KRX, HMC투자증권

박종렬 수석연구위원 02) 3787-2099 / jrpark@hmcib.com

중장기 성장성 확보와 양호한 수익모델 보유

셋째, 중장기 성장성 확보와 양호한 수익모델 때문이다. 고객 저변의 확대와 끊임없는 상품개발로 국내 홈쇼핑 시장의 성장은 지속될 것이다. 또한, 2005년부터 시작한 해외사업에서도 결실을 맺어가면서 주가 재평가의 또 다른 요소로 작용할 전망이다. 업체별로 시차는 있겠지만 CJ오쇼핑, GS홈쇼핑, 현대홈쇼핑 순서대로 해외사업 실적도 전체 손익에 기여할 것이고, 이는 주가 재평가의 추가적인 요인으로 작용할 것이다. CJ오쇼핑과 GS홈쇼핑은 해외사업에 대해 공격적인 투자를 진행하고 있지만, 영업활동현금흐름 범위 내에서 충분히 커버가 가능한 상황이고, 올해와 내년에는 해외법인 손익의 의미 있는 반전을 기대해 볼만하다. 홈쇼핑업종은 안정적인 영업활동현금흐름을 보이고 있는 가운데 해외사업에 대한 투자를 감안해도 전체 투자(투자자산+CAPEX)규모는 크지 않다. 업체별로 다소 차이는 있지만 연평균 1,300~1,600억원의 현금증가가 가능한 사업구조이다.

현대홈쇼핑을 홈쇼핑 3사 중 Top pick으로 고수하는 이유

실적과 수익률에서 그 동안의 부진했던 것을 일거에 만회할 수 있는 계기가 마련되고 있어

홈쇼핑 3사중 현대홈쇼핑을 Top pick으로 유지한다. 현대홈쇼핑의 영업이익은 지난 2분기를 끝으로 그동안의 지난한 감익 추세에서 벗어날 전망이다. 업계 최고의 수익성에도 불구하고 영업이익 감소세로 인해 경쟁사보다 대단히 부진한 주가수익률을 기록했지만, 올해 3분기부터 시작된 실적 턴어라운드를 통해 그동안의 부진을 만회할 것이다. 지난 3월부터 진행하고 있는 렌탈사업과 패션잡화에 대한 비중 확대를 통해 수익성 향상이 가능할 전망이다. 또한, 올해 하반기에는 베트남과 태국 등 동남아시아 국가로 해외사업을 확장함으로써 보수적이었던 해외사업에 대한 스탠스도 변화될 전망이다.

그룹 계열사와의 시너지, 해외사업 확장 등으로 긍정적인 변화 모색

현대백화점, 한섬 등 그룹 계열사들과의 패션사업을 위주로 한 시너지 확대도 내년부터는 기대해 볼 만하다. 또한, 풍부한 현금성자산과 현금창출력을 근간으로 해외사업을 비롯한 기업가치 제고에 대한 다양한 노력이 경주될 수 있는 잠재력을 높이 평가한다. 이제까지의 보수적인 사업전략으로 인해 시장 기대치를 충족해주지 못했지만 현대홈쇼핑의 무한한 가능성을 감안할 때 올해 하반기부터 긍정적 변화 가능성이 가장 큰 기업이라 할 수 있다.

매수의견과 목표주가 21.3만원 유지

현대홈쇼핑에 대해 기존 매수의견과 목표주가 213,000원을 유지한다. 가치합산방식에 따른 현대홈쇼핑의 적정주주가치(12개월 Forward기준)는 2조 4,728억원이고, 주당가치는 213,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 1조 1,274억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 6.0배 대비 10% 할증률 적용), 2) 투자자산가치 6,384억원(순자산가액의 20% 할인율 적용)에다 3) 순현금 7,231억원을 가산한 것이다. 현대홈쇼핑의 주가는 대단히 저평가되어 있다. 올해 수익예상 기준 PER은 9.6배로 경쟁사인 CJ오쇼핑(17.1배)과 GS홈쇼핑(9.8배)에 비해 낮다. 또한, 올해 연말 순현금 6,558억원과 한섬(지분율 34.6%, 시가평가 2,393억원)과 현대HCN(지분율 19.7%, 시가평가 850억원)의 지분가치를 감안한 실질PER은 4.9배이다.

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	712	760	808	883	932
증가율 (%)	23.4	6.9	6.2	9.3	5.6
매출원가	21	16	13	12	12
매출원가율 (%)	3.0	2.1	1.6	1.3	1.3
매출총이익	690	745	795	871	920
매출이익률 (%)	97.0	97.9	98.4	98.7	98.7
증가율 (%)	21.3	7.9	6.7	9.6	5.7
판매관리비	536	592	640	698	740
판관비율(%)	75.3	77.8	79.2	79.1	79.3
EBITDA	164	162	161	180	189
EBITDA 이익률 (%)	23.0	21.3	20.0	20.5	20.3
증가율 (%)	15.4	-1.0	-0.5	12.0	4.6
영업이익	155	153	155	173	180
영업이익률 (%)	21.7	20.1	19.2	19.6	19.3
증가율 (%)	15.9	-1.1	1.3	11.7	4.2
영업외손익	33	-35	72	22	26
금융수익	37	29	22	25	30
금융비용	1	5	0	0	0
기타영업외손익	-2	-58	51	-3	-3
종속/관계기업관련손익	9	32	32	41	46
세전계속사업이익	197	150	260	235	253
세전계속사업이익률	27.7	19.7	32.1	26.7	27.1
증가율 (%)	19.9	-23.8	72.8	-9.3	7.4
법인세비용	45	46	53	57	61
계속사업이익	152	104	206	178	192
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	152	104	206	178	192
당기순이익률 (%)	21.3	13.7	25.5	20.2	20.5
증가율 (%)	18.9	-31.6	98.3	-13.5	7.4
지배주주지분 순이익	152	104	206	178	192
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	15	-5	0	0
총포괄이익	149	119	201	178	192

(단위:십억원)

재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	891	596	699	837	984
현금성자산	123	3	106	240	386
단기투자자산	719	551	550	550	550
매출채권	17	20	25	27	29
재고자산	6	5	5	5	5
기타유동자산	25	17	14	14	14
비유동자산	249	711	738	776	812
유형자산	91	88	95	107	118
무형자산	5	5	7	7	7
투자자산	148	613	632	657	683
기타비유동자산	5	5	5	5	5
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,140	1,306	1,437	1,612	1,796
유동부채	261	315	256	268	276
단기차입금	2	5	0	0	0
매입채무	2	1	124	135	143
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	257	309	132	132	132
비유동부채	9	17	19	20	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	17	19	20	21
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	271	332	274	288	297
지배주주지분	869	975	1,163	1,324	1,499
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	253	253	253	253	253
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	2	17	12	12	12
이익잉여금	554	644	837	999	1,174
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	869	975	1,163	1,324	1,499

(단위:십억원)

현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	138	113	106	132	133
당기순이익	152	104	206	178	192
유형자산 상각비	9	9	6	7	9
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	11	54	-58	11	7
기타	-34	-54	-48	-64	-75
투자활동으로인한현금흐름	-11	-218	15	19	29
투자자산의 감소(증가)	-35	-465	-1	15	21
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-6	-13	-20	-20
기타	42	252	29	24	29
재무활동으로인한현금흐름	-10	-15	-18	-17	-17
장기차입금의 증가(감소)	2	3	-5	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-21	0	0	0	0
배당금	-12	-13	-13	-17	-17
기타	20	-4	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	117	-120	103	135	145
기초현금	6	123	3	106	240
기말현금	123	3	106	240	386

(단위: 원,배,%)

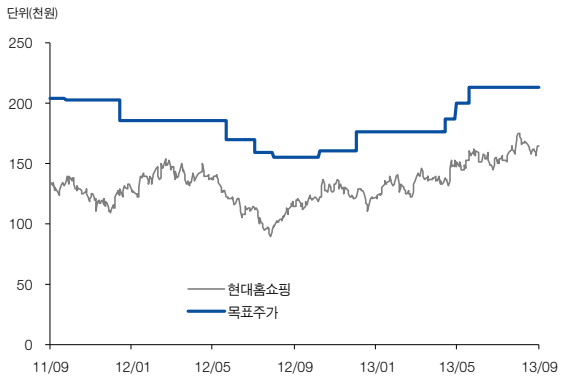
주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	12,659	8,664	17,177	14,864	15,960
EPS(지배순이익 기준)	12,659	8,664	17,177	14,864	15,960
BPS(자본총계 기준)	72,018	80,790	96,319	109,785	124,347
BPS(지배지분 기준)	72,018	80,790	96,319	109,785	124,347
DPS	1,100	1,100	1,400	1,400	1,600
PER(당기순이익 기준)	10.5	14.0	9.6	11.1	10.4
PER(지배순이익 기준)	10.5	14.0	9.6	11.1	10.4
PBR(자본총계 기준)	1.8	1.5	1.7	1.5	1.3
PBR(지배지분 기준)	1.8	1.5	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA(Reported)	4.6	5.6	8.2	6.6	5.5
배당수익률	0.8	0.9	0.8	0.8	1.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-1.3	-31.6	98.3	-13.5	7.4
EPS(지배순이익 기준)	-1.3	-31.6	98.3	-13.5	7.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.1	11.3	19.3	14.3	13.6
ROE(지배순이익 기준)	19.1	11.3	19.3	14.3	13.6
ROA	14.6	8.5	15.0	11.7	11.2
안정성 (%)					
부채비율	31.1	34.0	23.6	21.7	19.8
순차입금비율	-96.7	-56.3	-56.4	-59.7	-62.4
이자보상배율	425.0	34.0	1,728.5	N/A	N/A

** K-IFRS 개별 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	일 자	투자의견	목표주가
12/02/17	BUY	186,000	13/02/28	BUY	176,000
12/03/13	BUY	186,000	13/03/06	BUY	176,000
12/03/20	BUY	186,000	13/04/16	BUY	187,000
12/04/18	BUY	186,000	13/05/02	BUY	200,000
12/05/23	BUY	170,000	13/05/14	BUY	200,000
12/07/04	BUY	159,000	13/05/21	BUY	213,000
12/08/01	BUY	155,000	13/05/24	BUY	213,000
12/09/04	BUY	155,000	13/06/19	BUY	213,000
12/10/09	BUY	161,000	13/06/21	BUY	213,000
12/12/04	BUY	176,000	13/07/03	BUY	213,000
13/02/05	BUY	176,000	13/07/31	BUY	213,000
13/02/07	BUY	176,000	13/09/04	BUY	213,000

▶ 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.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류HMC투자증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 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 조사자료는 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.