

2016. 1. 13

Company Update



남옥진
Analyst
oj.nam@samsung.com
02 2020 7766

현대홈쇼핑 (057050)

봄을 기다리며

- 2015년 4분기 영업이익은 yoy 9.2% 감소한 337억원으로 현재 시장 컨센서스(363억원)를 하회하겠지만 백수오, 메르스 영향이 컸던 2분기(-34.6%)와 3분기(-23.7%) 대비 역신장 폭 축소될 전망.
- 2016년 동사 전체 취급고와 영업이익은 yoy 5.8%, 12.8% 증가한 3.3조원, 1,269억원으로 회복될 전망. 백수오 등 전년기저, TV부문 취급고 성장 회복, SO수수료 인상 폭 둔화가 주원인이며 2016년 1분기부터 전년기저효과(OP 200억대)로 yoy성장을 플러스로 반전할 전망.
- 동사 현재 시가총액(1.3조원)은 보유자산(순현금 7천억원대, 한섬 등 지분가치 4천억원) 대비 rock-bottom 수준으로 주가 하방경직성이 강할 전망. 2016년 1분기 이후 실적회복이 주가반등 재료이며 그룹차원의 M&A, 신사업 발굴이 2016년에 강화되고 이 역시 주가에 긍정적인 일 전망.

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	160,000원	(44.1%)
현재주가	111,000원	
시가총액	1.3조원	
Shares (local)	12,000,000주 (57.8%)	
52 주 최저/최고	107,500원/141,500원	
60 일-평균거래대금	24.2억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
현대홈쇼핑 (%)	-3.9	3.3	-15.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.0	10.9	-13.9

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	160,000	180,000	-11.1%
2015E EPS	10,309	9,997	3.1%
2016E EPS	11,711	12,592	-7.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	18
Target price	154,941
Recommendation	3.8
BUY***: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL***: 1	

WHAT'S THE STORY

홈쇼핑 4분기 실적 컨센서스 소폭 하회, 2분기~3분기 대비 역신장 폭 축소 전망: 현대홈쇼핑의 2015년 4분기 영업이익은 전년동기대비 9.2% 감소한 337억원을 기록해, 현재 컨센서스(363억원)을 하회하겠지만 백수오, 메르스 영향이 있었던 2분기(-34.6%), 3분기(-23.7%) 대비 역신장 폭은 축소될 것으로 예상됨. 4분기 전체 취급고는 yoy 6.1% 증가한 8,169억원이 예상되는데 주력인 TV부문 취급고는 2.8% 증가해 견고하고 모바일 부문이 50.1% 증가해 성장을 견인할 전망. 영업이익이 전년동기대비 역신장하는 주된 이유는 4분기까지 주력인 TV홈쇼핑의 취급고 성장률이 2%~3% 수준인 반면, 회계상 반영된 SO수수료는 6%대 상승으로 반영되어 고정비 부담이 높기 때문. 또 4분기에 보너스 등 인건비 부담이 높아지는 점도 작용.

SO수수료 인상 폭 둔화 시그널 포착: 동사의 경우 작년 말까지도 케이블TV에 대한 SO수수료 협상이 타결되지 못한 것으로 추정됨. 일부 홈쇼핑사는 국내 주요 MSO 중 한 두 군데와 작년 말에 협상을 마무리했는데 최초로 전년대비 SO수수료가 감소한 것으로 추정됨. 따라서 협상을 마무리한 일부 홈쇼핑사의 경우 4분기에 소폭의 SO수수료 환입을 기대할 수 있을 것으로 예상됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	868	871	922	966
순이익 (십억원)	148	124	141	154
EPS (adj) (원)	12,317	10,309	11,711	12,833
EPS (adj) growth (%)	(24.4)	(16.3)	13.6	9.6
EBITDA margin (%)	17.7	14.0	14.8	15.4
ROE (%)	12.2	9.3	9.7	9.6
P/E (adj) (배)	11.2	11.2	9.5	8.6
P/B (배)	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	6.0	5.3	3.5	2.0
Dividend yield (%)	1.2	1.2	1.2	1.2

자료: 삼성증권 추정

연내 협상을 마무리하지 못한 동사의 경우 2016년 상반기에 일부 수수료 환입이 기대됨. 2015년의 경우 IPTV에서 20%대의 송출수수료가 상승했지만 케이블TV의 수수료 하락으로 홈쇼핑업체의 전체 연간 수수료는 yoy 6% 상승으로 마무리될 것으로 봄. 케이블TV의 수수료가 최초로 하락하기 시작했다는 점이 매우 중요한데, 이런 추이를 감안하면 2016년 전체 송출수수료는 2015년보다 낮은 3%~4% 수준의 상승률을 기대함.

1분기 이후, 2016년 영업이익 yoy 플러스 성장을 전망하는 이유는?: 동사의 2016년 전체 취급고는 yoy 5.8% 증가한 3.3조원, 영업이익은 12.8% 증가한 1,269억원으로 2015년 부진에서 벗어날 것으로 봄. TV부문 취급고 성장률이 2015년 2.6%에서 4.9%로 회복되고 SO수수료 인상률이 3%대로 하향 안정, 전년의 백수오 관련 일회성 환급비용 및 영업차질이 정상화될 것으로 보기 때문임. 분기별로도 2016년 1분기부터 yoy 영업이익 역신장에서 벗어날 수 있다고 보는데, 2015년 1분기부터 분기 영업이익 base가 200억대로 낮아지고 2분기~3분기에는 전년 백수오, 메르스로 특히 기저효과가 커지기 때문임.

Valuation rock-bottom 상태에서 실적성장을 회복이 주가반등 재료 될 전망: 동사 현재 시가총액은 1.3조원 수준으로 동사 보유순현금(7천억원대), 한섬과 HCN 보유지분가치(약 4천억원)을 감안하면 rock-bottom 수준임. 따라서 현재 수준에서 주가의 하방경직성이 매우 높을 것으로 보며 2016년 실적 성장을 회복이 주가반등의 재료가 될 것으로 봄. 아울러 동사는 막대한 보유 순현금을 재원으로 M&A와 신사업 발굴에 적극적이며 2016년에는 그룹차원에서 이러한 노력이 강화될 것으로 예상됨. 과거 사례와 그룹의 보수적인 기업문화를 감안할 때 현대백화점 그룹의 M&A와 신사업 추진은 적정가격, 시너지 창출 기대감으로 주가에 긍정적인 이벤트였음. 이런 요인을 반영해 동사에 대한 투자의견 BUY를 유지함. 다만 동사에 대한 목표주가는 기존의 18만원에서 16만원으로 하향 조정하는데, 소비경기와 홈쇼핑업황에 대한 전망을 최대한 보수적으로 반영하여 동사에 대한 실적 추정치를 7%하향하고 보유지분에 대해서도 30%의 할인율을 새로 적용했기 때문임.

표 1. 현대홈쇼핑 분기별 실적

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	2015E
취급고매출	727.8	691.6	697.2	770.1	2,886.7	787.2	775.2	768.3	816.9	3,147.6
TV	459.1	441.0	425.8	441.1	1,767.0	469.9	454.0	435.7	453.5	1,813.1
인터넷*	232.7	213.1	236.3	293.0	975.1	285.7	291.9	304.4	331.3	1,213.3
1)인터넷쇼핑몰	188.0	160.4	162.3	172.2	682.9	156.2	148.5	142.4	150.0	597.1
2)모바일	44.7	52.7	74.0	120.8	292.2	129.5	143.4	162.0	181.3	616.2
카탈로그	25.0	26.2	22.8	23.6	97.6	19.6	17.6	18.1	18.4	73.7
기타	11.0	11.2	12.3	12.5	47.0	12.1	11.7	10.1	13.8	47.6
영업이익	36.5	39.8	31.7	37.1	145.1	28.6	26.0	24.2	33.7	112.5
이익률 (%)										
영업이익	5.0	5.8	4.5	4.8	5.0	3.6	3.4	3.1	4.1	3.6
성장률 (%)										
취급고매출	9.3	4.8	3.8	3.6	5.3	8.2	12.1	10.2	6.1	9.0
TV	12.7	4.9	1.3	(4.2)	3.4	2.4	2.9	2.3	2.8	2.6
인터넷*	13.8	14.2	16.1	25.6	17.9	22.8	37.0	28.8	13.1	24.4
1)인터넷쇼핑몰	(1.0)	(3.7)	(6.8)	(11.1)	(5.7)	(16.9)	(7.4)	(12.3)	(12.9)	(12.6)
2)모바일	208.3	163.5	150.8	205.8	182.3	189.7	172.1	118.9	50.1	110.9
카탈로그	(33.5)	(29.9)	(31.7)	(26.0)	(30.4)	(21.6)	(32.8)	(20.6)	(22.1)	(24.5)
기타	(33.3)	(28.2)	(14.6)	(28.6)	(27.1)	10.0	4.5	(18.3)	10.0	1.3
영업이익	6.2	11.3	(4.4)	(10.5)	0.3	(21.7)	(34.6)	(23.7)	(9.2)	(22.5)

참고: * 인터넷쇼핑몰과 모바일 부문의 합

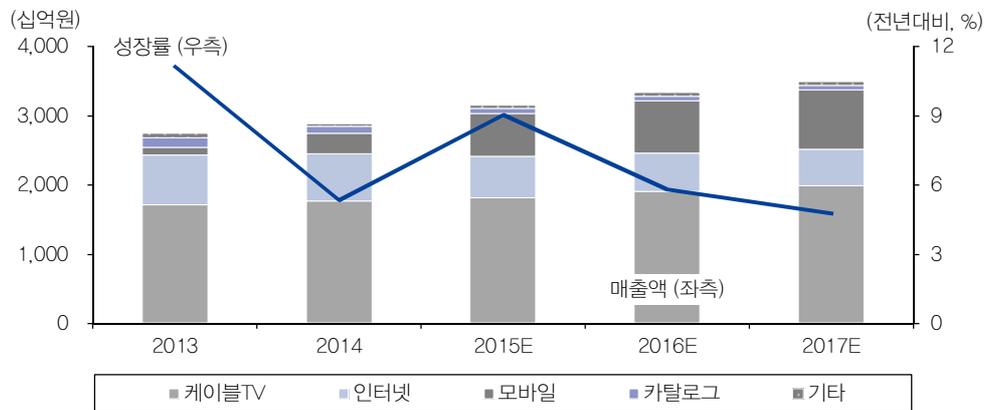
자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

표 2. 현대홈쇼핑에 대한 Valuation

(십억원)	
1. 영업부문 가치	
해당 사업의 EBITDA(12개월 Forward)	136.7
적정 EBITDA Multiple(배)	8.2
적정가치	1,120.9
2. 보유순현금	
할인율(%)	30
적정가치	517
3-1. 한심 지분가치	
전체 시가총액	9600
지분율(%)	34.6
할인율(%)	30.0
적정가치	233
3-2. HCN 지분가치	
전체 시가총액	3540
지분율(%)	19.7
할인율(%)	30.0
적정가치	49
4. 현대홈쇼핑의 적정가치	
적정 시가총액(=1+2+3)	1,920
적정주가(원)	160,000

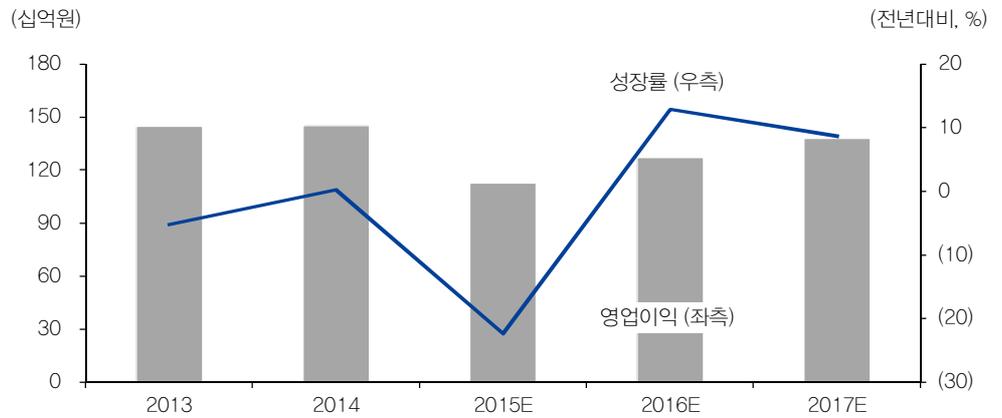
자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

그림 1. 현대홈쇼핑 부문별 취급고매출과 매출성장률



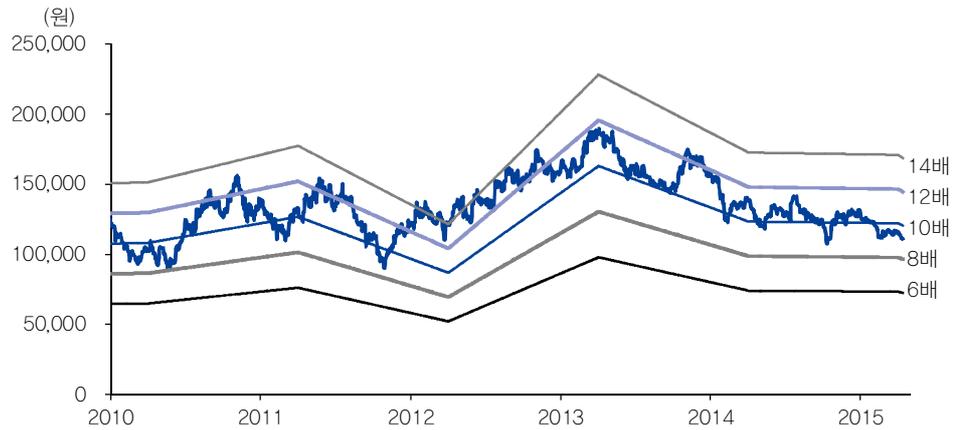
자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

그림 2. 현대홈쇼핑 영업이익과 성장률



자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

그림 3. 현대홈쇼핑 P/E 밴드



자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

그림 4. 현대홈쇼핑 P/B 밴드



자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	800	868	871	922	966
매출원가	15	49	24	31	33
매출총이익	785	819	848	891	933
(매출총이익률, %)	98.1	94.4	97.3	96.7	96.6
판매 및 일반관리비	640	674	735	764	795
영업이익	145	145	113	127	138
(영업이익률, %)	18.1	16.7	12.9	13.8	14.3
영업외손익	99	45	48	53	60
금융수익	21	21	19	20	23
금융비용	0	1	1	1	1
지분법손익	28	29	33	37	41
기타	50	(4)	(3)	(4)	(4)
세전이익	244	190	161	180	197
법인세	48	42	37	40	43
(법인세율, %)	19.8	22.3	23.1	22.0	22.0
계속사업이익	195	148	124	141	154
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	195	148	124	141	154
(순이익률, %)	24.4	17.0	14.2	15.2	15.9
지배주주순이익	195	148	124	141	154
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	151	153	122	137	148
(EBITDA 이익률, %)	18.9	17.7	14.0	14.8	15.4
EPS (지배주주)	16,290	12,317	10,309	11,711	12,833
EPS (연결기준)	16,290	12,321	10,309	11,710	12,829
수정 EPS (원)*	16,290	12,317	10,309	11,711	12,833

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	90	100	136	154	168
당기순이익	195	148	124	141	154
현금유출입이없는 비용 및 수익	9	4	11	12	13
유형자산 감가상각비	6	8	9	10	11
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	3	(5)	2	2	3
영업활동 자산부채 변동	(73)	(10)	1	2	1
투자활동에서의 현금흐름	(66)	(69)	(79)	(85)	(83)
유형자산 증감	(8)	(6)	(10)	(11)	(12)
장단기금융자산의 증감	(83)	(91)	(69)	(74)	(71)
기타	25	28	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(18)	(35)	(10)	(11)	(11)
차입금의 증가(감소)	(5)	0	13	1	1
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(13)	(13)	(12)	(12)	(12)
기타	(0)	(22)	(11)	0	1
현금증감	6	(5)	47	58	74
기초현금	3	8	4	51	109
기말현금	8	4	51	109	183
Gross cash flow	205	151	135	152	167
Free cash flow	81	94	127	143	156

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	696	792	1,018	1,222	1,430
현금 및 현금등가물	8	4	51	109	183
매출채권	25	25	49	58	65
재고자산	12	19	19	20	22
기타	651	744	899	1,035	1,161
비유동자산	733	759	799	828	872
투자자산	636	662	690	712	745
유형자산	92	92	101	105	115
무형자산	5	5	6	6	6
기타	0	0	3	5	6
자산총계	1,429	1,550	1,817	2,050	2,302
유동부채	252	260	411	503	604
매입채무	105	107	112	116	122
단기차입금	0	0	13	14	14
기타 유동부채	147	153	286	374	468
비유동부채	22	24	20	25	27
사채 및 장기차입금	0	0	21	21	22
기타 비유동부채	22	24	(1)	4	6
부채총계	274	285	431	528	631
지배주주지분	1,155	1,266	1,386	1,522	1,671
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	253	253	253	253	253
이익잉여금	826	957	1,069	1,198	1,340
기타	16	(5)	3	11	18
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,155	1,266	1,386	1,522	1,671
순부채	(643)	(730)	(568)	(672)	(850)

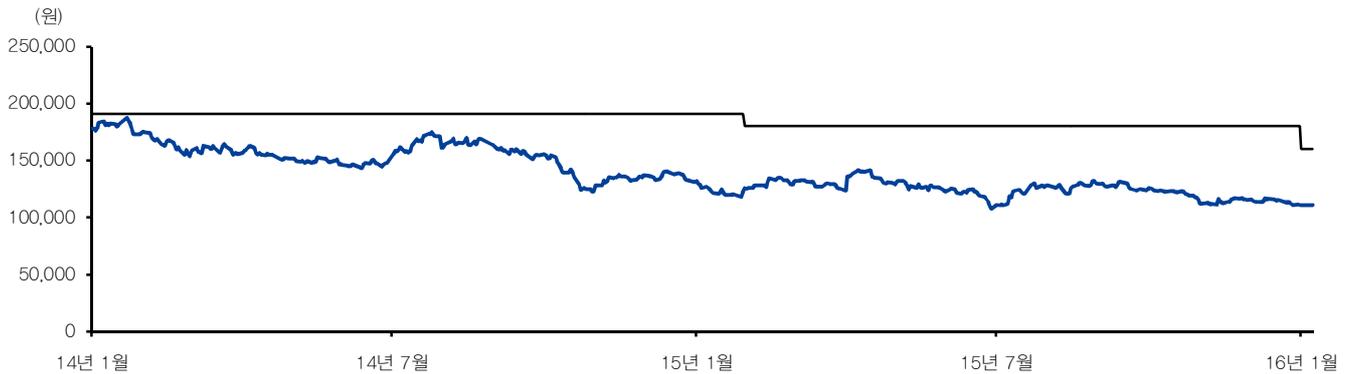
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	5.2	8.5	0.4	5.8	4.8
영업이익	(5.3)	0.2	(22.5)	12.8	8.6
순이익	88.0	(24.4)	(16.3)	13.6	9.6
수정 EPS**	88.0	(24.4)	(16.3)	13.6	9.6
주당지표					
EPS (지배주주)	16,290	12,317	10,309	11,711	12,833
EPS (연결기준)	16,290	12,321	10,309	11,710	12,829
수정 EPS**	16,290	12,317	10,309	11,711	12,833
BPS	96,266	105,462	115,496	126,848	139,307
DPS (보통주)	1,100	1,300	1,300	1,300	1,300
Valuations (배)					
P/E***	11.4	11.2	11.2	9.5	8.6
P/B***	1.9	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.5	6.0	5.3	3.5	2.0
비율					
ROE (%)	18.4	12.2	9.3	9.7	9.6
ROA (%)	14.3	9.9	7.3	7.3	7.1
ROIC (%)	(86.4)	(115.5)	590.6	74.2	97.6
배당성향 (%)	6.8	10.4	12.4	11.0	10.0
배당수익률 (보통주, %)	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
순부채비율 (%)	(55.7)	(57.7)	(41.0)	(44.2)	(50.9)
이자보상배율 (배)	1,581.1	180.7	178.7	190.5	197.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2014/1/13	2015/2/11	2016/1/13
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	191,000	180,000	160,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30% HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외 SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30% SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 12월 31일 기준

매수 (69.8%) | 중립 (30.2%) | 매도 (0%)