

GS홈쇼핑(028150)

Buy(183,000원)

Analyst 유주연 (☎6309-4584), RA 박지은(☎6309-4510)

2012. 12. 12 (WED)

탐방 브리프: 펀더멘탈 개선 지속

➤ **투자 의견 매수(유지), 목표주가 183,000원(상향)**

- 4Q 실적 호실적 전망으로 연간 추정을 조정, 목표주가를 상향. 금번 호실적은 패션 잡화부문에서의 경쟁력 부각, 렌탈 판매 확대 등 펀더멘탈 개선에 의한 것이라는 점에 의미가 있음
- Positives: 성장성, 수익성, Valuation

➤ **Investment Point: 호실적은 지속, 펀더멘탈 개선에 주목할 만**

1. 4Q 실적은 기대치를 상회
 - 4Q 실적은 컨센서스를 상회할 것으로 추정. 15.9%대의 취급고 성장률, 4.2%의 영업이익률 추정 (렌탈, 패션 잡화 등 고마진 Product Mix 판매 호조, 보험 효율 개선, 기부금의 개정 변환)
 - 렌탈 판매 호조 트렌드 지속: '동양', '웅진코웨이'와 같은 유명 브랜드의 렌탈 상품 단독 판매(전체 취급고의 3%, 타 상품의 1.5배 이익, 일일 한시간 방송)
 - 패션, 잡화 구색 upgrade + 한파 영향: '모르간', 'SJ WANI', 'Mountain Equipment' 등 패션, 잡화 유명 브랜드의 판매호조(취급고 CATV내 비중은 11년도 4분기 28%에서 12년도 4분기 34%로 확대 추정)
2. 13년도에도 호실적은 지속될 전망
 - 렌탈 판매 확대(렌탈 품목 등 확대), M-commerce 확대(11년도 60억원에서 12년E 360억원, 13년E 650억원, OPM 4%), 패션 잡화 브랜드의 경쟁력 강화, SO 수수료 인상 폭 축소(12년도 20%, 13년도 10~15%)로 취급고 9.3% 성장, 영업이익률 4.3%(+0.5%P 개선) 추정
3. 해외진출, 진입 초기 국면인 해외에서의 잠재 성장성 보유, 14년도 이익 기여 확대 전망
 - 태국, 홈쇼핑 합작사 '트루GS'는 런칭 2년차인 13년도 흑자 전환 목표. 태국의 경쟁강도가 낮은 수준이고, 합작사가 태국의 유력 미디어, 유통채널이기 때문에 영업환경은 동사에게 우호적. 12년도 취급고 170억원, 영업손실 16억원에서 13년도 취급고 300억원에 월 BEP 도달 목표
 - 중국, '차이나홈쇼핑'은 전국 라이선스를 지닌 방송사업자이며, 가시청가구수 6,300만, 송출 지역 140개 도시의 잠재 고객을 가장 많이 확보한 홈쇼핑 업체이기 때문에 향후 높은 성장성과 수익성을 기대. 예상 실적은 12년도 취급고 3,100억원에 영업이익 100억원, 13년도 취급고 3,600억원에 영업이익 150억원 추정
 - 터키와 말레이시아, 러시아에도 진출 추진 중
4. Valuation 매력: 현금성자산 5,800억원, 시가총액 9,083억원 고려하면 영업가치는 저평가
5. 배당은 + @: 과거 주당 배당금 3,000원 가정, 시가 배당률 2.3%로 유통업체 중 비교적 높은 수준

➤ **Valuation**

	매출액(억원)	영업이익(억원)	순이익(억원)	EPS(원)	증감(%)	PER(배)	PBR(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)	부채비율(%)
2011	9,061	1,061	1,924	29,322	149.9	4.0	1.3	4.0	37.3	59.3
2012E	10,618	1,161	1,003	15,283	-47.9	9.1	1.4	5.5	15.8	54.4
2013E	11,793	1,433	1,218	18,563	21.5	7.5	1.2	4.2	17.2	48.1
2014E	12,849	1,596	1,392	21,207	14.2	6.5	1.1	3.3	17.0	43.6

<표 1> Valuation Table

(억원, 만주, 원, X)	FY13E	
EBITDA(a)	1,674	
적용 EV/EBITDA(b)	4	
EV(c=a*b)	6,696	
자산가치(d)	5,368	
순현금	3,985	
매각 가능 자산	1,383	tax 등 고려 30% discount
총주주가치(f=c+d)	12,064	
발행주식수(g)	6,564	
Target Price(h=f/g)	183,791	

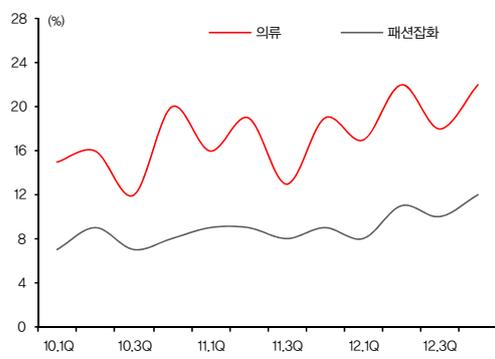
자료: GS 홈쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

<표 2> 분기별 실적 추정

(억원, %)	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4QE	컨센서스	FY11	FY12E	FY13E
취급고	6,112	6,222	5,727	7,368	7,377	7,471	7,032	8,538		25,429	30,418	33,250
YoY	18.0	16.1	8.8	19.9	20.7	20.1	22.8	15.9		15.9	19.6	9.3
QoQ	-0.5	1.8	-8.0	28.7	0.1	1.3	-5.9	21.4				
CATV	3,481	3,564	3,461	4,244	4,071	4,303	4,404	4,916		14,750	17,694	19,082
YoY	19.2	14.1	9.1	20.6	16.9	20.7	27.2	15.8		15.8	20.0	7.8
Catalogue	427	391	263	431	393	397	266	442		1,512	1,498	1,509
YoY	-8.2	-6.9	-33.8	-19.0	-8.0	1.5	1.1	2.6		-16.6	-0.9	0.7
Gs eshop	2,092	2,149	1,890	2,464	2,727	2,541	2,098	2,847		8,595	10,213	11,589
YoY	22.6	24.4	18.0	23.4	30.4	18.2	11.0	15.5		22.2	18.8	13.5
영업이익	291	274	232	269	276	224	301	361	318	1,061	1,161	1,433
YoY	15.7	-10.3	-14.2	-22.4	-5.4	-18.1	29.6	33.8		-9.7	9.4	23.4
QoQ	-16.1	-6.1	-15.1	16.1	2.3	-18.7	34.3	19.8				
순이익	1,536	283	212	-106	245	210	272	276	240	1,924	1,003	1,218
YoY	799.3	29.5	30.5	31.5	32.5	33.5	34.5	35.5		149.9	-47.9	21.5
QoQ	800.7	-81.6	-25.1	-150.1	-330.7	-14.3	29.8	1.4				
영업이익률	4.8	4.4	4.1	3.7	3.7	3.0	4.3	4.2		4.2	3.8	4.3
순이익률	25.1	4.5	3.7	-1.4	3.3	2.8	3.9	3.2		7.6	3.3	3.7

자료: GS 홈쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 1] Product Mix 변화: 고마진 구조로 전환



자료: GSHS

<표 3> 의류 판매 약진

순위	GS 홈쇼핑	CJ 오쇼핑	현대홈쇼핑
1	모르간*	입큰진동파운데이션	김성은의 라뽀띠*
2	뱅뱅바지*	피델리아*	하유미 마스크팩
3	버블비 염색약	아이오페에어쿠션	정현돈 돈까스
4	시슬리 핸드백*	에셀리아*	카라*
5	그라드 매직랩	지오송지오*	현영의 에스라린*
6	한경희파운데이션	브레라*	헤움*
7	원더브라*	옛지*	변정수 엘리호야*
8	산지애 세척사과	플로엘제이*	엔프라니 진동파운데이션
9	조성아파운데이션	트레스페이스*	KJ.CHOI*
10	아이오페 기초 세트 뽕뽕*		썬라이즈 냉장고 정리용기

주1) *는 패션 잡화 브랜드

주2) 주문량 기준

자료: 언론

<표 4> 연간 실적 상향 조정

(억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
취급고	30,418	33,250	29,256	32,043	4.0	3.8
영업이익	1,161	1,433	1,072	1,220	8.3	17.4
순이익	1,003	1,218	904	989	10.9	23.2
영업이익률	3.8	4.3	3.7	3.8		
순이익률	3.3	3.7	3.1	3.1		

자료: GS 홈쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

<표 5> 해외 진출 현황

해외법인	진출시기	지분율, 투자금액	가시청가구 (만가구)	12E 취급고 (억원)	12E 영업이익 (억원)	지분 적용 12E	지분 적용 13E	지분 적용 14E
중국	12	20%, 428 억원	6,300	3,100	100	12	20	26
인도	09	15%, 214 억원	2,000	1,300	-220	-33	-27	-15
태국	11.10	35%, 35 억원	300	170	-16	-6	0	8
베트남	12.03	30%, 150 만불	100	60	-5	-2	-3	-2
인도네시아	12.11	40%, 34 억원						
해외 예상 지분법 평가이익(억원)						-28	-10	17

자료: GS 홈쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

<표 6> Peer Group 비교

Ticker		CJ오쇼핑 035760 KS	현대홈쇼핑 057050 KS	GS홈쇼핑 028150 KS	LIBERTY LINTA US	HSN INC HSNI US	ACORN ATV US
EPS growth(%)	10	33.6	21.0	32.1	N/A	N/A	N/A
	11	46.7	-7.5	149.9	-39.7	33.3	-181.0
	12E	46.9	15.7	-47.9	13.4	48.7	N/A
	13E	-12.4	4.2	21.5	26.5	5.6	N/A
ROE(%)	10	20.6	24.5	19.6	20.9	24.1	-3.3
	11	25.4	18.4	37.3	10.2	24.0	2.7
	12E	32.0	17.8	15.8	8.5	22.8	N/A
	13E	22.1	15.7	17.2	10.3	25.6	N/A
PER(X), A	10	24.2	8.0	9.3	19.5	15.8	N/A
	11	18.1	11.2	4.0	20.8	18.4	24.0
	12E	13.0	9.2	9.1	19.2	14.9	N/A
	13E	14.9	8.9	7.5	15.2	14.2	N/A
PBR(X)	10	4.2	1.8	1.7	0.8	3.3	0.7
	11	4.9	1.9	1.3	1.4	3.7	0.6
	12E	3.8	1.5	1.4	1.7	3.4	N/A
	13E	3.1	1.3	1.2	1.5	N/A	N/A
시장 PER(X), B	10	11.4	11.4	11.4	15.0	15.0	15.0
	11	10.2	10.2	10.2	13.6	13.6	13.6
	12E	9.3	9.3	9.3	14.4	14.4	14.4
	13E	8.5	8.5	8.5	12.9	12.9	12.9
Market 대비 Premium(%) C=A/B	10	212.3	70.1	81.7	129.8	105.2	N/A
	11	177.4	109.8	38.8	152.9	135.0	176.5
	12E	194.6	99.4	97.4	133.4	103.8	N/A
	13E	153.3	104.3	87.7	117.7	109.7	N/A

주) Acorn 은 추정치 없음

자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

▶ **Key Financial Data**

(단위: 원,%배)	2011	2012E	2013E	2014E
주당데이터(원)				
SPS	138,074	161,799	179,697	195,800
EPS	29,322	15,283	18,563	21,207
CFPS	17,950	19,587	22,931	25,768
EBITDAPS	17,229	19,024	23,083	25,509
BPS	89,139	97,617	113,285	131,521
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500
배당수익률(%)	3.0	2.4	2.4	2.4
Valuation(Multiple)				
PER	4.0	9.1	7.5	6.5
PCR	6.5	7.1	6.0	5.4
PSR	0.8	0.9	0.8	0.7
PBR	1.3	1.4	1.2	1.1
EBITDA	1,130.7	1,248.5	1,514.8	1,674.1
EV/EBITDA	4.0	5.5	4.2	3.3
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	37.3	15.8	17.2	17.0
EBITDA이익률	12.5	11.8	12.8	13.0
부채비율	59.3	54.4	48.1	43.6
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율(x)	148.3	446.2		
재고자산회전율(x)	5.0	3.1	3.2	3.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2012년 12월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2012년 12월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2012년 12월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 유주연, 박지은)
 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급관련 사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

→아래 종목투자 의견은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자 의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

GS홈쇼핑(028150)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2011.04.12	산업분석	BUY	180,000	유주연	
2011.06.27	산업분석	BUY	204,000	유주연	
2011.12.12	산업분석	BUY	165,000	유주연	
2012.02.17	산업분석	BUY	165,000	유주연	
2012.02.27	산업분석	BUY	176,000	유주연	
2012.03.02	산업분석	BUY	176,000	유주연	
2012.03.20	산업브리프	BUY	176,000	유주연	
2012.04.04	산업분석	BUY	176,000	유주연	
2012.04.10	기업브리프	BUY	176,000	유주연	
2012.07.03	산업분석	BUY	176,000	유주연	
2012.07.11	기업브리프	BUY	134,000	유주연	
2012.10.10	산업분석	BUY	150,000	유주연	
2012.12.12	기업브리프	BUY	183,000	유주연	