

현대홈쇼핑 (057050)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	159,000원 (U)
현재주가 (2/25)	105,500원
상승여력	51%

시기총액	12,660억원
총발행주식수	12,000,000주
60일 평균 거래대금	26억원
60일 평균 거래량	25,977주
52주 고	118,500원
52주 저	90,600원
외인지분율	26.87%
주요주주	현대그린푸드 외 2 인 40.84%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.9	9.7	(3.2)
상대	(0.6)	1.1	6.3
절대(달력환산)	1.6	10.2	(7.2)

변화의 시작, 더 이상 홈쇼핑사업자가 아니다

홈쇼핑사업자가 아니다 지주회사이다

현대홈쇼핑은 19년 3월, 지주회사로 변화된다. 지주회사로 전환됨에 따라 연결기준 재무제표가 주재무제표로 변화하게 된다(*현재도 주재무제표가 연결기준이지만, 커뮤니케이션에 있어 별도기준 실적이 추가된다는 점에서 주재무제표라 표현). 이에 따라 경쟁력이 약화되는 홈쇼핑업에 대한 집중도는 낮아지고, 비상장 연결자회사인 현대렌탈케어와 현대L&C의 실적의 집중도는 높아질 것으로 전망된다.

특히, 홈쇼핑업의 가장 큰 장점은 안정적인 Cash Flow이다. 홈쇼핑업을 통해 창출한 현금을 M&A 및 자회사 출자에 활용하여 성장여력을 확보해나갈 수 있을 전망이다. 즉, 홈쇼핑과 지주회사는 궁합이 잘 맞는다는 것이다. 동사는 '홈쇼핑의 안정적 Cash Flow → 지주회사 Business Portfolio 강화 → 자회사 성장에 따른 배당 증가 → Cash Flow (홈쇼핑 + 배당)를 통한 지주회사 Business Portfolio 강화'라는 선순환 구조를 만들어낼 수 있을 것으로 기대된다.

렌탈과 건자재의 재평가 기대

지속적인 적자에 따라 현대렌탈케어의 가치를 사실상 인정받지 못해왔지만, ①브랜드력을 갖춘 제조사의 상품을 통한 렌탈 카테고리 확장, ②경쟁사 대비 높은 가격경쟁력 등에 따라 2020년 상반기 BEP 달성이 기대되는 바, 현대렌탈케어에 대한 가치 재평가가 필요한 시점이라 판단된다. EV/EBITDA Valuation을 통해서 도출된 현대렌탈케어의 가치는 1,448억원, 계정당 가치를 통해 산정된 가치는 1,190억원 수준이다.

'수도권 30만호 정책' 등 정부 정책 변화로 인해 건설/건자재 업종에 대한 투자심리 회복되고 있으며, 건설/건자재 업종 전반에 Valuation Multiple 상승이 나타나고 있다. 이러한 시장 상황 변화는 현대L&C의 Value에도 긍정적이다. EV/EBITDA Valuation을 통해 산출한 현대L&C의 적정가치는 4,588억원 수준이다. P/E Valuation을 적용하면 5,379억원의 가치가 도출된다.

목표주가 15.9만원로 상향

한화L&C, 현대렌탈케어의 가치를 반영하여, 현대홈쇼핑의 목표주가를 기존 13.5만원에서 15.9만원으로 상향한다. 최근 현대백화점그룹의 배당정책 변화도 동사가 보유한 현금성 자산의 가치를 인정받는 데 긍정적이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,583	5.1	1.1	2,547	1.4
영업이익	410	1.7	32.7	395	3.8
세전계속사업이익	448	-26.1	흑전	468	-4.1
지배순이익	341	-24.2	흑전	344	-1.0
영업이익률 (%)	15.9	-0.5 %pt	+3.8 %pt	15.5	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	13.2	-5.1 %pt	흑전	13.5	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	9,613	10,218	9,734	10,194
영업이익	1,323	1,499	1,355	1,411
지배순이익	1,034	878	754	1,209
PER	14.2	17.0	15.8	9.8
PBR	1.1	1.1	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.8	4.9	3.1	2.3
ROE	8.1	6.5	5.4	8.2

자료: 유안타증권

홈쇼핑사업자가 아니다 지주회사이다

19년 3월, 지주회사로의 변화

현대홈쇼핑은 전자재 업체 현대L&C 지분 100%를 인수함으로써, 공정거래법상 지주회사로의 전환을 하여야 한다. 동사는 3월까지 해당 작업을 완료한다는 방침이다. 이에 따라 19년 1분기부터는 동사의 *주재무제표는 별도기준이 아닌 연결기준으로 바뀌게 될 것이다. (* 현재도 주재무제표가 연결기준이지만, 커뮤니케이션에 있어 별도기준 실적이 주가 된다는 점에서 주재무제표라 표현)

투자자의 외면을 받아온 지난 날

그간 투자자들은 동사의 주재무제표가 별도기준이다 보니, 자회사의 가치보다 홈쇼핑 본업에 대해 조금 더 포커스를 맞춰왔다. TV 플랫폼의 영향력 약화에 따른 성장을 둔화, T커머스 등 과의 경쟁 심화, 유료방송 내 IPTV의 영향력 강화에 따른 높은 송출수수료 인상 등으로 인해 본업의 경쟁력이 약화는 자연스럽게 투자자들의 관심도 하락으로 이어졌다.

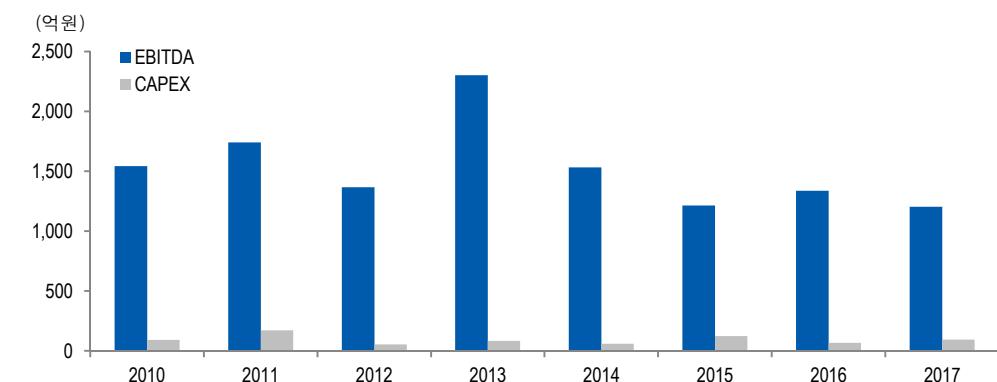
더욱이 뚜렷한 변화의 움직임을 보여주지도, 주주친화적인 배당 정책을 제시하지도 않았다는 점이 동사의 경쟁사 대비 Valuation 디스카운트 요인으로 작용했다.

2019년은 변화의 원년

이러한 상황에서 동사의 지주회사 전환은 반가운 소식이다. 지주회사로 전환됨으로써 연결기준 재무제표가 주재무제표로 변화하게 된다면, 경쟁력이 약화되고 있는 홈쇼핑업에 대한 투자자의 집중도는 낮아지고, 비상장 연결자회사인 현대렌탈케어와 현대L&C의 실적의 집중도는 높아질 것으로 전망된다.

특히, 홈쇼핑업의 가장 큰 장점은 안정적인 Cash Flow이다. 특별한 CAPEX 투자를 필요로 하지 않다 보니, 연간 500~1,500억원 수준의 현금을 쌓을 수 있다. 쌓인 현금을 통해 동사는 M&A 및 자회사 출자에 활용하여 성장여력을 확보해나갈 수 있다.

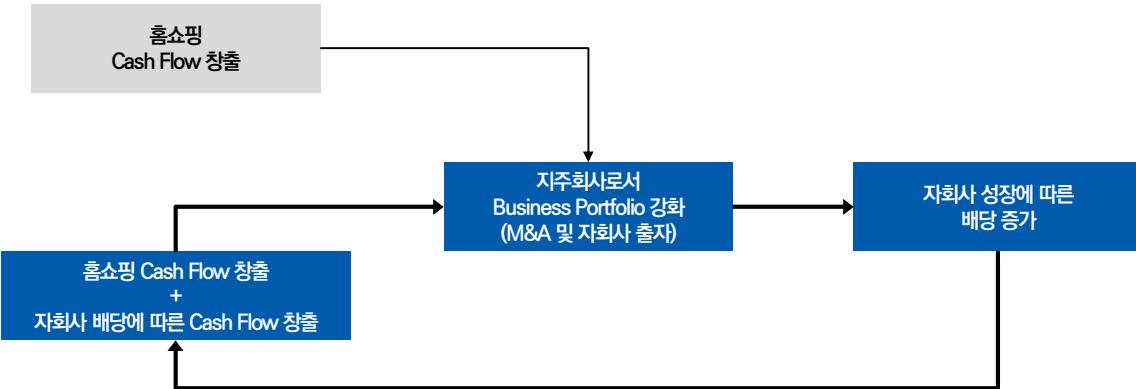
[그림 1] 현대홈쇼핑 별도기준 EBITDA 및 CAPEX 추이



자료: 현대홈쇼핑, 유안타증권 리서치센터

정리하면, 홈쇼핑업과 지주회사는 궁합이 잘 맞는다는 것이다. 동사는 ‘홈쇼핑의 안정적 Cash Flow → 지주회사 Business Portfolio 강화 → 자회사 성장에 따른 배당 증가 → Cash Flow (홈쇼핑 + 배당)를 통한 지주회사 Business Portfolio 강화’라는 선순환 구조를 만들어낼 수 있을 것으로 기대된다.

[그림 2] 홈쇼핑업과 지주회사 체제의 선순환 구조

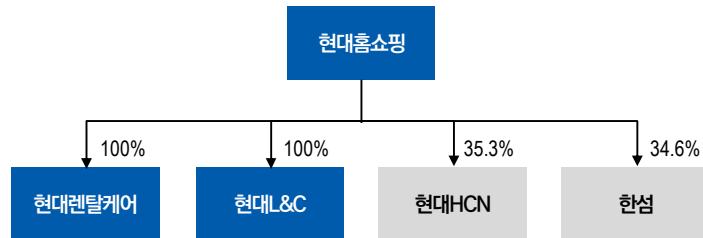


자료: 유안타증권 리서치센터

Business Portfolio의 핵심은 홈쇼핑, 렌탈, 건자재

현대홈쇼핑의 주요 Business Portfolio는 홈쇼핑, 유료방송, 패션MD, 렌탈, 건자재 등이다. 이 중 동사의 가치를 결정하는 핵심 factor는 홈쇼핑, 렌탈, 건자재라 판단한다. HCN과 한섬 역시 동사의 핵심 Portfolio이긴 하지만, 시장에 상장되어 있기 때문에 투자자의 관심은 홈쇼핑 본업과 현대렌탈케어, 현대L&C 등 비상장사에 집중될 전망이다.

[그림 3] 현대홈쇼핑 주요 Business Portfolio



자료: 현대홈쇼핑, 유안타증권 리서치센터

렌탈과 건자재의 재평가 기대

홈쇼핑업은 앞서 언급한 바와 같이 대외적인 변수에 의해 지속적으로 경쟁력이 약화되고 있다. 유료방송 시장 재편에 따른 유료방송 사업자의 협상력 강화는 홈쇼핑 사업자와 같은 PP(Program Provider) 사업자에게 부담으로 작용할 수 있다. 현재로선 특별한 변화를 찾기 어렵고, 이에 따른 시장의 재평가를 기대하기도 어려운 것이 사실이다.

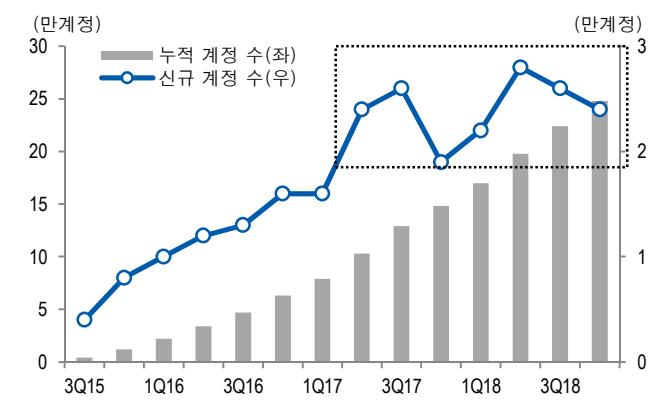
반면 현대렌탈케어와 현대L&C와 같은 사업자의 경우에는 가치 재평가를 기대할 수 있는 상황이라 판단한다. 현대렌탈케어의 경우, 핵심 렌탈 카테고리 확장을 통해 2020년 상반기 BEP 달성이 가능할 수 있어 시장의 재평가가 전망된다. 현대L&C의 경우, 우호적인 정부 스탠스 변화에 따른 수혜가 기대된다.

현대렌탈케어의 긍정적인 변화, 재평가가 필요하다

당사는 현재 동사의 가치 판단에 있어 가장 중요한 Factor는 현대렌탈케어라고 판단한다. 지속적인 적자에 따라 현대렌탈케어의 가치를 사실상 인정받지 못해왔지만, 2020년 상반기 BEP 달성이 기대되는 바, 현대렌탈케어에 대한 가치 재평가가 필요한 시점이라 판단된다.

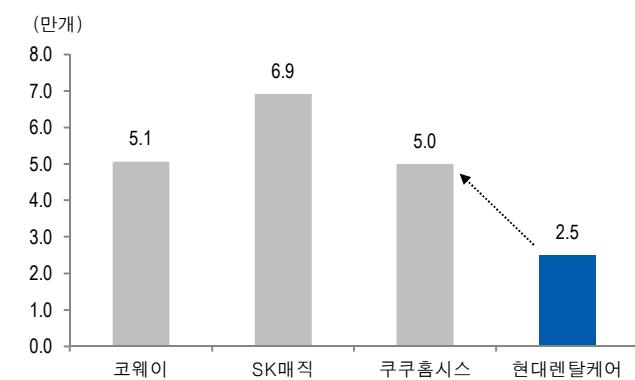
BEP 조기 달성이 키는 신규 계정 수 성장에 있다. 2Q17 이후, 현대렌탈케어의 계정 수 순증은 분기당 2.5만 계정 수준에서 정체되었다. 이는 경쟁사인 코웨이(5.1만), SK매직(6.9만), 쿠쿠홈시스(5.0만)에 절반 이하의 수준이다. 당사는 19년부터 현대렌탈케어의 신규 계정 수가 다시금 증가하여 장기적으로 경쟁사 수준으로 올라올 수 있을 것으로 전망한다. 이는 ①브랜드력을 갖춘 제조사의 상품을 통한 렌탈 카테고리 확장, ②경쟁사 대비 높은 가격경쟁력에 기인한다.

[그림 4] 현대렌탈케어 계정 수 추이 - 19년 박스권 돌파 전망



자료: 현대렌탈케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 분기당 계정 수 순증 비교 - 장기적으로 경쟁사 수준으로 성장 전망



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

브랜드력을 갖춘 제조사 상품을 통한 렌탈 카테고리 확장

현대렌탈케어의 신규 계정 수가 경쟁사에 미치지 못한 이유는 ①경쟁사보다 낮은 브랜드력과 ②정수기와 비데, 공기청정기 중심의 단순한 렌탈 상품 라인업이라 판단한다.

현대렌탈케어는 브랜드력을 기획보한 제조사 및 계열사와의 적극적인 협업으로 이를 극복해나가고 있다. 18년 7월 삼성전자-캐리어 등과 협업해 의류건조기를 렌탈 카테고리에 추가한 것을 시작으로, 19년 1월 삼성전자의 의류청정기 에어드레서와 현대리바트의 매트리스의 렌탈 서비스를 개시하였다. 19년 하반기부터는 피부미용 관리 등 헬스케어 기기와 에어컨 등의 렌탈 서비스를 시작할 계획이며, 현대리바트, 현대L&C등 계열사와의 협업을 통해 매트리스 외에 소파, 부엌가구, 인테리어 등의 렌탈 상품 확대를 꾀하고 있다.

이러한 움직임은 현대렌탈케어가 현대백화점그룹이라는 강점을 적극적으로 활용한 것이라 평가할 수 있다. 계열사를 비롯한 다양한 유력 제조사의 상품을 소싱이 가능했던 것은 현대렌탈케어가 유통업 베이스의 현대백화점그룹이 장기간 구축한 제조사와의 관계를 렌탈 상품 소싱에 활용하였기 때문이라 판단되기 때문이다.

[그림 6] 현대렌탈케어의 삼성전자 에어드레서 렌탈 서비스



자료: 현대렌탈케어, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 현대렌탈케어의 현대리바트 매트리스 렌탈 서비스



자료: 현대렌탈케어, 유안타증권 리서치센터

현대렌탈케어는 적극적인 제조사와의 협업을 통해 상위 사업자 못지 않은 렌탈 상품 카테고리를 상대적으로 단기간에 구축할 수 있게 되었다. 이에 따라 ①신규 계정 성장에 따른 양적 성장 뿐만 아니라 대형가전/가구 등 고 ARPU 제품 렌탈 확대에 따른 질적 성장이 전망된다.

[표 1] 주요 렌탈 사업자의 렌탈 카테고리 비교

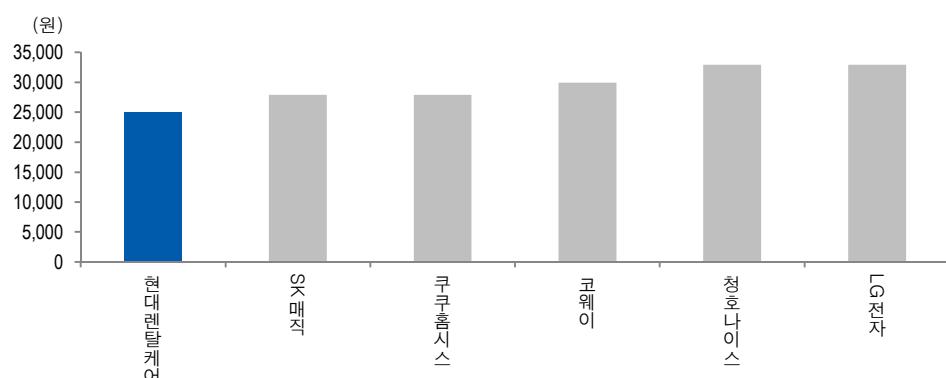
	정수기	비데	공기청정기	의류건조기	의류관리기	매트리스	안마의자	전기레인지	에어컨
코웨이	○	○	○	X	○	○	○	○	X
SK 매직	○	○	○	○	X	X	○	○	X
교원웰스	○	○	○	○	○	○	○	○	X
쿠쿠홈시스	○	○	○	X	X	○	○	○	X
청호나이스	○	○	○	X	X	○	○	○	○
LG 전자	○	X	○	○	○	X	○	○	X
웅진렌탈	○	○	○	○	X	○	X	○	X
현대렌탈케어	○	○	○	○	○	○	X	○	X

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

전통적 렌탈상품의 가격 경쟁력

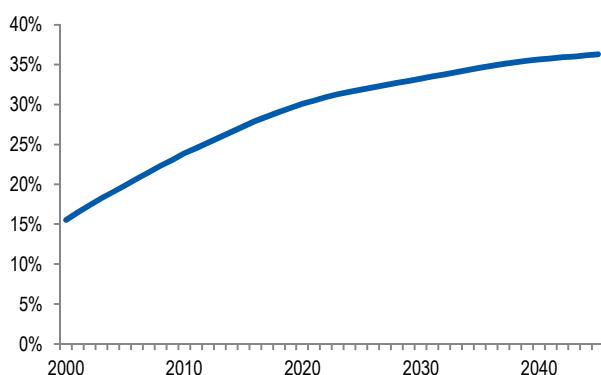
경쟁사 대비 상대적으로 저렴한 가격 역시, 현대렌탈케어의 경쟁력이다. 현대렌탈케어의 냉온정수기 월 렌탈비용은 경쟁사 대비 3,000원 ~ 8,000원 가량 저렴하다. 4인 가구 대비 경제력이 열위에 있는 1인 가구 비중의 증가하고, 최저임금 인상 등에 따른 자영업자(특히 외식업종) 부담이 가중되고 있는 대외적인 환경은 현대렌탈케어에게 우호적인 영업환경이라 판단된다.

[그림 8] 주요 렌탈사업자의 냉온정수기 월 렌탈료 비교



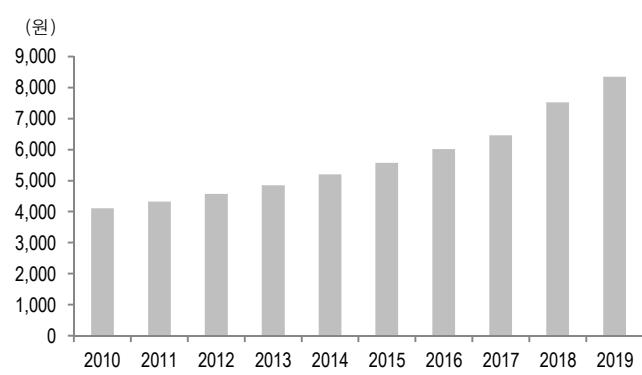
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 1인 가구 비중 추이 및 전망



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 최저임금 추이 - 자영업자(특히 외식업)에 부담이 가중되는 상황

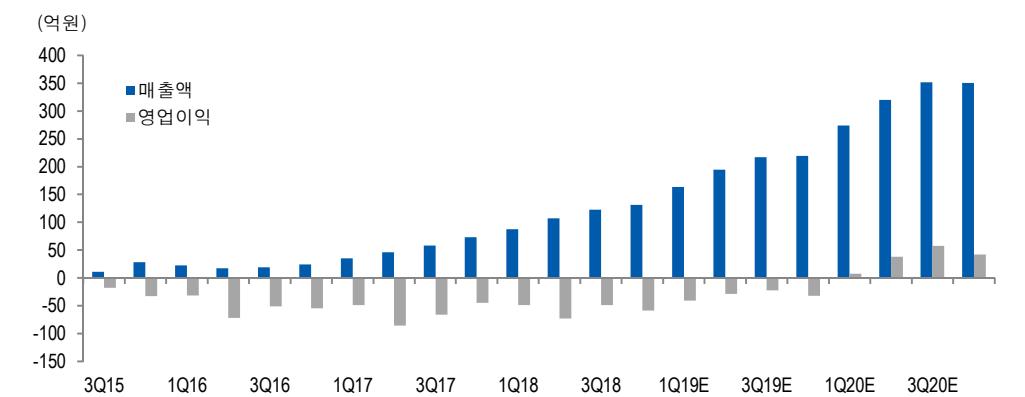


자료: 유안타증권 리서치센터

2020년 BEP 달성 전망, 현대렌탈케어에 대한 재평가 필요!

당사는 현대렌탈케어의 적극적인 렌탈 카테고리 확장에 따른 신규 계정 수 성장, 고 ARPU 상품 비중 확대에 따른 ARPU 상승에 따라 2020년 상반기 현대렌탈케어의 실적이 턴어라운드할 수 있을 것으로 전망한다. 특히, 18년 3분기 이후부터 사업 3년차에 돌입함에 따라 3년 약정 만료 계정의 수익화가 시작되고 해지율이 1% 수준에 불과해 그 수가 지속적으로 늘어난다는 점에서 실적 턴어라운드에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

[그림 11] 현대렌탈케어 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 현대렌탈케어, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 현대렌탈케어 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, 만계정, 원)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	39	82	212	447	794	1,297
영업이익	-51	-210	-246	-230	-125	145
영업이익률	-130.8%	-256.1%	-116.0%	-51.5%	-15.7%	11.2%
EBITDA	-51	-178	-155	-70	101	432
EBITDA Margin	-130.3%	-216.5%	-73.1%	-15.7%	12.8%	33.3%
신규 계정 수	1.2	5.1	8.5	10.0	13.0	15.6
YoY			66.7%	17.6%	30.0%	20.0%
누적 계정 수	1.2	6.3	14.8	24.8	37.8	53.4
원가 상각 대상 계정 수	1.6	6.3	14.8	23.6	31.5	38.6
ARPU	54,167	9,111	8,373	9,407	10,572	11,847
YoY			-8.1%	12.3%	12.4%	12.1%

자료: 현대렌탈케어, 유안타증권 리서치센터

주 : 2018년 EBITDA, ARPU 와 원가 상각 대상 계정 수는 당사 추정치

현대렌탈케어의 적자가 지속됨에 따라서 그 가치를 인정받지 못해왔지만, BEP 달성을 시점이 가시화됨에 따라서 현대렌탈케어에 대한 가치 재평가가 필요하다고 판단한다.

당사는 컨센서스가 형성되어있는 순수 렌탈업체인 코웨이와의 비교를 통해 현대렌탈케어의 가치를 평가하였다. 현대렌탈케어의 Valuation에 있어, 코웨이의 Valuation Multiple, 계정당 가치를 50% 할인하였는 데, 이는 코웨이와 현대렌탈케어의 브랜드파워와 계정 규모에 따른 규모의 경제를 고려한 것이다. EV/EBITDA Valuation을 통해서 도출된 현대렌탈케어의 가치는 1,448억원, 계정당 가치를 통해 산정된 가치는 1,190억원 수준이다.

[표 3] 현대렌탈케어 EV/EBITDA Valuation

(단위: 억원)

구분	가치	비고
19E EBITDA	101	
Target EV/EBITDA	4.4	코웨이 19E EV/EBITDA 50% 할인
현대렌탈케어 EV	448	
순현금	1,000	무차입, 현대홈쇼핑 1,000억원 출자 반영
현대렌탈케어 적정가치	1,448	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 현대렌탈케어 계정당 가치 Valuation

(단위: 만 계정, 억원)

	총 계정 수	시가총액	계정당 시가총액	현대렌탈케어 계정 수	현대렌탈케어 가치	현대렌탈케어 적정가치 (50% 할인)
코웨이	701.3	67,305	96.0	24.8	2,380	1,190

자료: 유안타증권 리서치센터

건자재, 정부 정책의 변화의 수혜가 기대된다

동사는 18년 12월, 현대L&C의 지분 100%를 3,666억원에 인수를 완료하였다. 현대L&C는 창호 M/S 18%, 인테리어스톤 M/S 30%, 바닥재 M/S 19%, 데코 마감재/필름/시트 M/S 40%를 기록 중인 Major 건자재 업체이다.

[그림 12] 현대L&C 주요 제품 라인업

창호 창호 (M/S 18%, 3위)	인테리어 스톤 (M/S 30%, 2위)	바닥재 (M/S 19%, 2위)
		
브랜드: 다원, 미류	브랜드: 칸스톤, 하넥스	브랜드: 소리지음, 참숯나라
데코 마감재 / 필름 / 시트 (M/S 40%, 1위)	가구	벽지
		
인테리어필름, 데코시트, DIY타일 등	브랜드: 큐링크(일반 가구), 큐치네(주방 가구)	브랜드: 큐티에, 큐피트

자료: 현대홈쇼핑, 유안티증권 리서치센터

현대L&C 인수 당시, 부동산 경기 둔화 및 분양 물량 축소 등이 건설/건자재 업종에 대해 부담으로 작용하면서, 투자심리가 악화된 상황이었다. 더욱이 본업인 홈쇼핑업 및 자회사가 전개하고 있는 사업 등과의 시너지가 나타나기 어려운 건자재 업체를 인수한다는 점을 당사는 부정적으로 평가하였다.

하지만 동사가 지주회사로의 전환을 꾀한다면 이야기는 달라진다. 현대L&C 인수는 동사의 Business Portfolio 강화 측면에서 충분히 납득 가능한 딜이라 판단되기 때문이다.

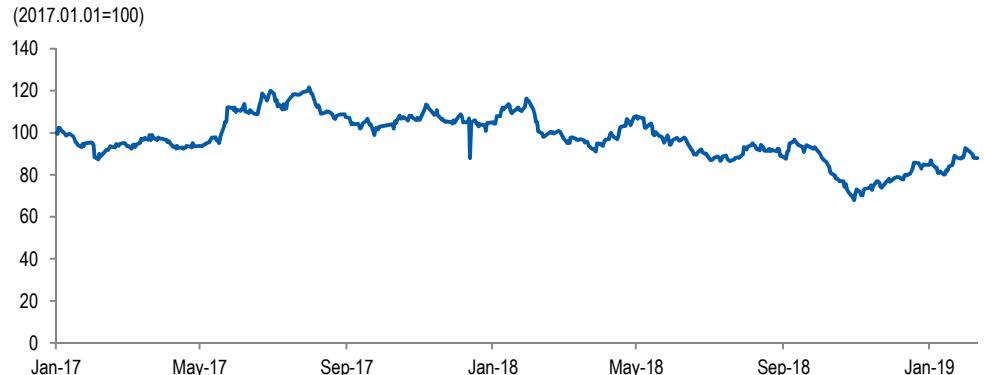
정부는 18년 9월 21일 '수도권 주택공급 확대 방안'을 발표하고 지난 12월 '2차 수도권 주택공급 계획 및 수도권 광역교통망 개선방안'을 후속적으로 발표했다. 당초 언급된 '수도권 30만호 공급계획'이 구체화되고 있는 것이다. 이러한 정부 정책은 건설/건자재 업종에 대한 투자심리에 긍정적 영향을 미치고 있으며, 건설/건자재 업종 전반에 Valuation Multiple 상승이 나타나고 있다. 이러한 시장 상황 변화는 현대L&C의 Value에도 긍정적이다.

[표 5] 9·21 '수도권 주택공급 확대 방안' 요약

구분	세구분	내용
1) 수도권 공공택지 확보를 통한 30만호 추가공급	신규택지 확보	1차 17곳, 3.5만호 선정 + 향후 26.5만호 택지확보 계획
	주택공급	공급시기를 앞당겨 2021년부터 순차적으로 주택 공급 전매제한 강화(최대 8년), 거주의무기간(5년) 등 투기목적 주택구입 방지
	투기방지	모니터링 강화, 개발행위 제한, 투기단속반 투입, 토지거래허가구역등 지정
2) 신혼희망타운 조기 공급	부지확보 실적	전국 공급목표 10만호 중 택지 8만호 확보 완료 (확보율 80%) 수도권 공급목표 7만호 중 택지 6만호 확보 완료 (확보율 86%)
	조기 공급	올해 첫 분양(위례, 평택 고덕), 2022년까지 수도권 5.4만호 분양
3) 도심 내 주택공급 확대	도시규제 등 정비	I. 도시규제 완화를 통한 상업지역 등 주택공급 확대 - 상업지역 : 주거용 비율 80%로 상향, 주거용 용적률 상향 (400% → 600%) - 준주거지역 : 초과용적률의 50% 이상 임대 공급 시 용적률 상향 (400% → 600%) II. 개발사업 기부채납 제도 개선 - 기부채납 시설을 공공임대주택까지 확대 III. 역세권 분양 · 임대주택 공급확대를 위한 제도 개선 - 역세권 종상향 : 역세권 용도지역 상향을 통해 주택공급 확대 추진 - 주차장 설치 기준 : 자자체 조례로 완화할 수 있도록 위임법위 확대 검토
	소규모 정비 활성화	- 공적임대주택이 세대수의 20%인 경우에도 인센티브 부여, 기반시설 설치시에도 - 사업 대상에 연립주택 추가 및 가로구역 인정 요건 완화 - 일반분양분 전량 매입 임대리츠 설립 및 기금 융자기간 연장

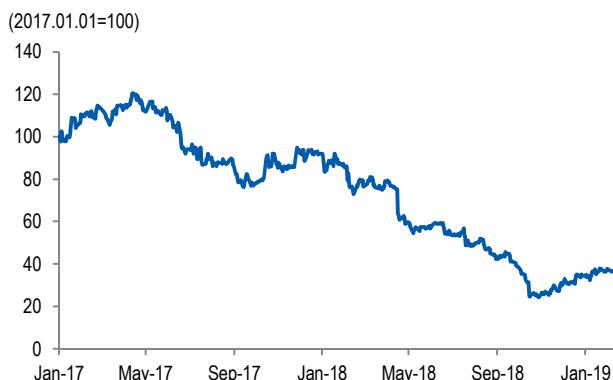
자료: 국토교통부, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] KCC 주가 추이



자료: 유안티증권 리서치센터

[그림 14] 한샘 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 15] LG 하우시스 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

동사는 현대L&C 인수 이후, 중장기적으로 계열사인 현대리바트의 영업망을 통해 범현대 B2B 사업을 확대하고 다소 열위에 있던 B2C 사업을 강화한다는 방침이다. B2C 영역의 확대는 마진율 측면에서 긍정적이다. 원스톱 인테리어 쇼핑몰 ‘현대L&C몰’의 오픈으로 B2C영역 확대에 본격적인 드라이브를 건 것으로 판단된다. 비용단에서는 투자/비용 효율화를 진행하여 고정비를 줄여나갈 계획이다. 단기적으로는 사명 변경으로 기존 한화에 지금하던 브랜드로열티 비용 감소 연간 40억원 수준(로열티율 30bp 가정)이 나타날 전망이다. 또한 18년 말부터 캐나다 인조대리석 제 2공장 정상 가동으로 연간 50억원 수준의 이익 개선도 기대할 수 있다.

19년 예상 EBITDA 571억원에 EV/EBITDA 9.7배(KCC, 한샘, LG하우시스 등 Peer Group 평균 19년 Forward EV/EBITDA)을 적용할 경우, 현대L&C의 적정가치는 4,588억원 수준이다. P/E Valuation을 적용하면 5,379억원의 가치가 도출된다.

[표 6] 현대 L&C EV/EBITDA Valuation

(단위: 억원, x 배)

구분	가치	비고
19년 예상 EBITDA	571	
Target EV/EBITDA	10.8	KCC, 한샘, LG 하우시스 19년 EV/EBITDA 평균
현대 L&C EV	6,163	
순차입금	1,575	2017년 기준
차입금	1,703	
현금성자산	128	
현대 L&C 적정가치	4,588	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 7] 현대 L&C P/E Valuation

(단위: 억원)

구분	가치	비고
19년 예상 지배순이익	283	
Target P/E	19.0	KCC, 한샘, LG 하우시스 19년 P/E 평균
현대 L&C 적정가치	5,379	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 현대 L&C 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	7,708	8,608	10,636	11,699	12,284
영업이익	382	329	216	269	381
영업이익률	5.0%	3.8%	2.0%	2.3%	3.1%
EBITDA	523	490	406	459	571
EBITDA Margin	6.8%	5.7%	3.8%	3.9%	4.6%
지배순이익	164	189	113	187	283
지배순이익률	2.1%	2.2%	1.1%	1.6%	2.3%

자료: 현대L&C, 유안타증권 리서치센터

Valuation

한화L&C, 현대렌탈케어의 가치를 반영하여, 현대홈쇼핑의 목표주가를 기준 13.5만원에서 15.9만원으로 상향한다. 한화L&C와 현대렌탈케어의 가치는 보수적으로 산정된 Valuation을 활용하였다. 동사의 가치를 NAV Valuation을 통해 도출하였으며, NAV 할인율은 51% 수준이다. 이는 지주회사 평균 NAV 할인율 42%를 상회하는 수준이다.

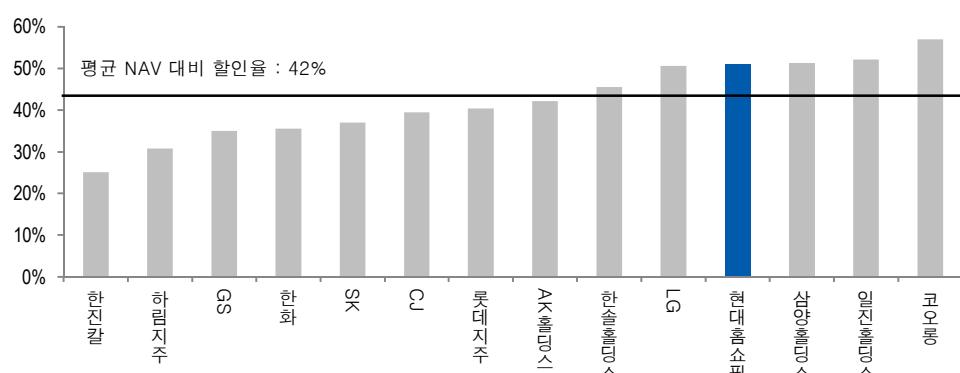
[표 9] 현대홈쇼핑 NAV Valuation

(단위: 억원)

구분	적정가치	비고
홈쇼핑 영업가치	6,076	12M Forward EBITDA 1,519억원 * EV/EBITDA 4배
상장 자회사	시가총액	지분율 현대홈쇼핑 보유가치
현대 HCN	9,125	35.3% 3,221
한섬	4,876	34.6% 1,687
남영비비안	450	1.0% 4
현대종합상사	4,313	1.0% 43
현대코퍼레이션	1,602	1.0% 16
대원강업	3,050	7.7% 235
현대리바트	4,312	1.3% 56
상장사 가치	5,263	
비상장 자회사	적정가치	비고
현대 L&C	4,588	[표 6] 참조
현대렌탈케어	1,190	[표 4] 참조
기타	126	장부가액, 해외 JV 제외
비상장자회사 가치	5,904	
순현금	3,000	현대렌탈케어 출자, 현대 L&C 인수 비용 차감
NAV	18,556	상장 자회사 30% 할인
발행주식수	11,688	자사주 제외
적정 주당가치	158,767	

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 주요 지주회사 NAV 할인율



자료: 유안타증권 리서치센터

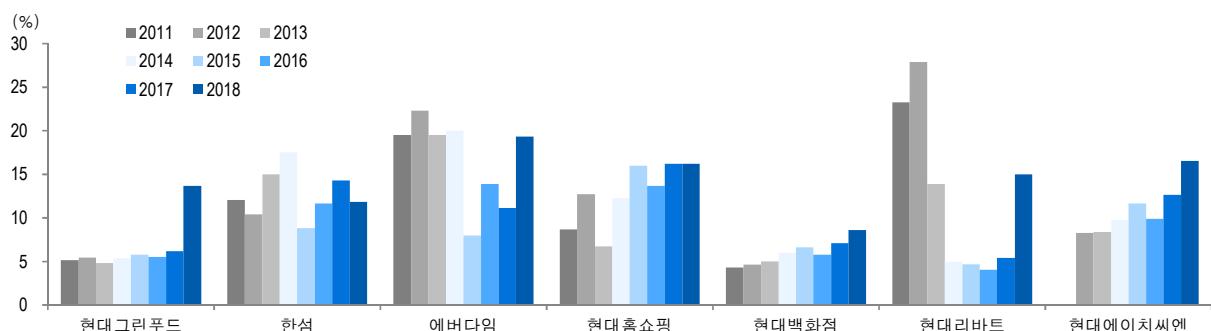
현대백화점그룹의 배당 정책의 변화

지금까지 배당에 인색하다는 평가를 받아오던 현대백화점그룹의 배당정책에 변화가 나타나고 있다. 2017년 현대백화점그룹 상장 7개사의 평균 배당성향은 10.4% 수준에 불과했으나, 18년 평균 배당성향은 14.5%로 상향되었다. 특히, 현대그린푸드는 17년 DPS 80원에서 18년 210원으로 상향했으며, 2018년~2020년 배당정책을 발표, 3년간 배당성향 연결기준 13% 이상(별도기준 23% ~ 24%)을 유지할 계획이라 공시하였다. 현대백화점그룹의 배당정책 변화에 대해선 굉장히 긍정적으로 평가할 수 있다.

현대홈쇼핑 역시, 그룹사의 변화에 동조하고 있다. 18년 DPS는 전년대비 200원 상향한 1,900 원으로 결정하였다. 배당수익률은 1.9% 수준이다. 유통업종 내에서 더 이상 배당 정책이 열위에 있지 않다. 주목할 만한 점은 지난해 현대L&C 인수(3,680억원), 올해 현대렌탈케어 출자(1,000 억원) 등 현금유출이 있었음에도 불구하고 배당금을 상향했다는 점은 주주환원에 대해 회사가 의지를 가지고 있음을 보여준다.

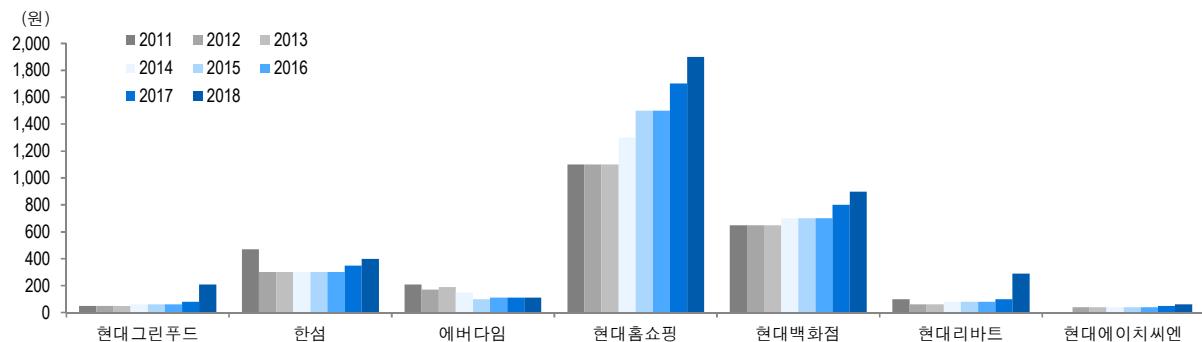
현대백화점그룹의 배당 정책 변화는 국민연금의 스튜어드십 코드 도입에 따른 본격적인 주주권 행사에 기인하기 때문에, 단발성 이슈가 아니라 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

[그림 17] 현대백화점그룹 배당성향 추이



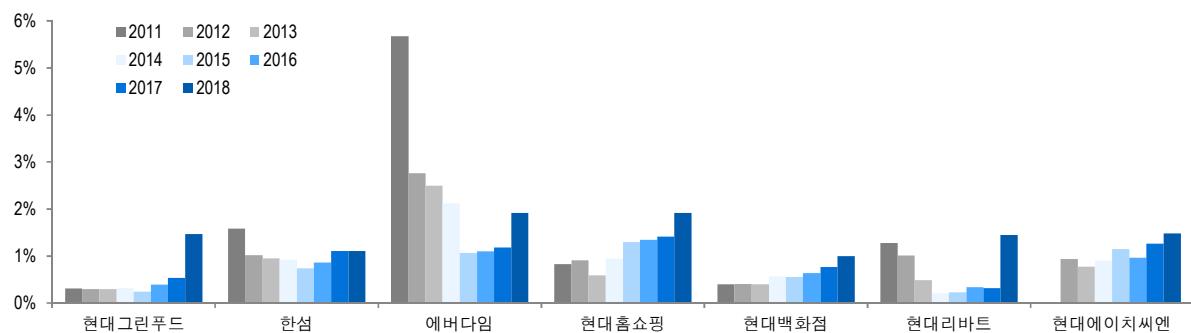
자료: 각 사, 유안티증권 리서치센터

[그림 18] 현대백화점그룹 DPS 추이



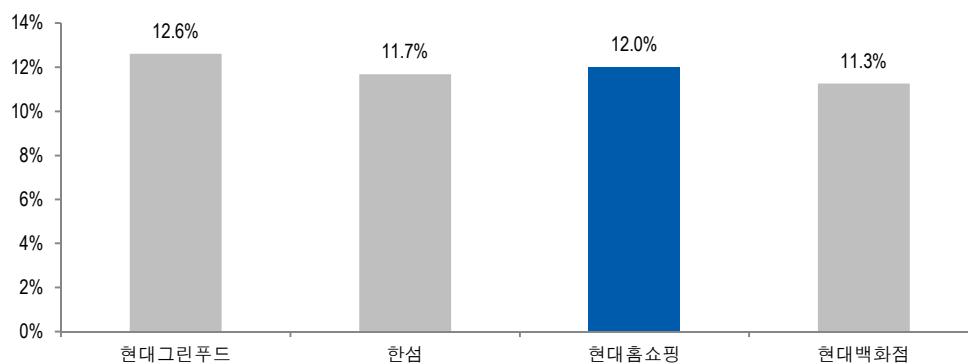
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 현대백화점그룹 배당수익률 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 국민연금의 현대백화점그룹 주요 계열사 지분율 (3Q18 기준)



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

현대홈쇼핑 (057050) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	9,613	10,218	9,734	10,194	10,551
매출원가	871	1,205	2,571	2,682	2,736
매출총이익	8,743	9,013	7,163	7,512	7,815
판관비	7,420	7,514	5,808	6,101	6,315
영업이익	1,323	1,499	1,355	1,411	1,500
EBITDA	1,423	1,602	1,468	1,512	1,591
영업외손익	78	-226	-156	181	199
외환관련손익	0	0	3	0	0
이자손익	167	176	164	181	199
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-88	-401	-323	0	0
법인세비용차감전순손익	1,401	1,274	1,199	1,591	1,699
법인세비용	367	395	444	382	408
계속사업순손익	1,034	878	754	1,209	1,291
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,034	878	754	1,209	1,291
지배지분순이익	1,034	878	754	1,209	1,291
포괄순이익	963	857	774	1,199	1,281
지배지분포괄이익	963	857	774	1,199	1,281

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,544	7,961	9,146	10,261	11,329
현금및현금성자산	48	295	709	1,761	2,799
매출채권 및 기타채권	431	402	520	539	551
재고자산	238	306	364	408	426
비유동자산	7,754	8,750	8,384	8,319	8,263
유형자산	915	922	893	828	773
관계기업등 지분관련자산	6,329	6,328	6,858	6,858	6,858
기타투자자산	463	1,369	472	472	472
자산총계	17,298	16,711	17,530	18,579	19,592
유동부채	4,136	2,993	3,266	3,338	3,315
매입채무 및 기타채무	2,606	2,411	2,841	2,963	2,990
단기차입금	960	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	12	10	10	10
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,153	3,005	3,276	3,348	3,325
지배지분	13,145	13,706	14,254	15,232	16,267
자본금	600	600	600	600	600
자본잉여금	2,535	2,535	2,535	2,535	2,535
이익잉여금	10,104	10,804	11,337	12,324	13,369
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	13,145	13,706	14,254	15,232	16,267
순차입금	-7,865	-7,128	-8,049	-9,152	-10,240
총차입금	960	0	0	-50	-100

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,290	737	615	1,105	1,126
당기순이익	1,034	878	754	1,209	1,291
감가상각비	99	102	112	101	91
외환손익	0	0	-3	0	0
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	154	-505	-70	-344	-409
기타현금흐름	3	261	-178	138	153
투자활동 현금흐름	-2,307	769	-38	-141	-140
투자자산	-1,343	126	-530	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-68	-95	-115	-116	-116
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-898	737	608	-25	-24
재무활동 현금흐름	718	-1,258	-199	-272	-295
단기차입금	960	-960	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-178	-177	-199	-222	-245
기타현금흐름	-64	-121	0	-50	-50
연결범위변동 등 기타	0	0	35	360	348
현금의 증감	-299	247	413	1,052	1,038
기초 현금	347	48	295	709	1,761
기말 현금	48	295	709	1,761	2,799
NOPLAT	1,323	1,499	1,355	1,411	1,500
FCF	1,162	537	780	714	707

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

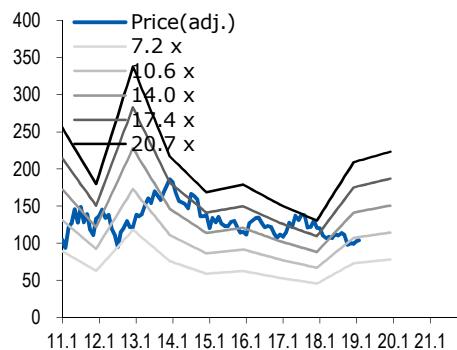
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	8,615	7,320	6,286	10,077	10,758
BPS	111,580	117,269	121,960	130,321	139,182
EBITDAPS	11,855	13,349	12,234	12,603	13,262
SPS	80,112	85,153	81,117	84,953	87,922
DPS	1,500	1,700	1,900	2,100	2,200
PER	14.2	17.0	15.8	9.8	9.2
PBR	1.1	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.8	4.9	3.1	2.3	1.5
PSR	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	7.9	6.3	-4.7	4.7	3.5
영업이익 증가율 (%)	19.5	13.3	-9.6	4.1	6.3
지배순이익 증가율 (%)	6.2	-15.0	-14.1	60.3	6.8
매출총이익률 (%)	90.9	88.2	73.6	73.7	74.1
영업이익률 (%)	13.8	14.7	13.9	13.8	14.2
지배순이익률 (%)	10.8	8.6	7.7	11.9	12.2
EBITDA 마진 (%)	14.8	15.7	15.1	14.8	15.1
ROIC	-73.2	-76.7	-70.1	-82.6	-82.2
ROA	6.3	5.2	4.4	6.7	6.8
ROE	8.1	6.5	5.4	8.2	8.2
부채비율 (%)	31.6	21.9	23.0	22.0	20.4
순차입금/자기자본 (%)	-59.8	-52.0	-56.5	-60.1	-62.9
영업이익/금융비용 (배)	159.4	595.6	6,833.9	-25,891.5	-5,179.4

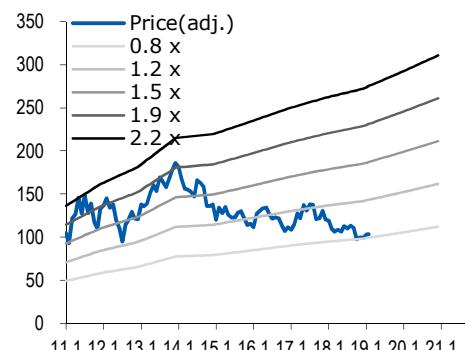
P/E band chart

(천원)



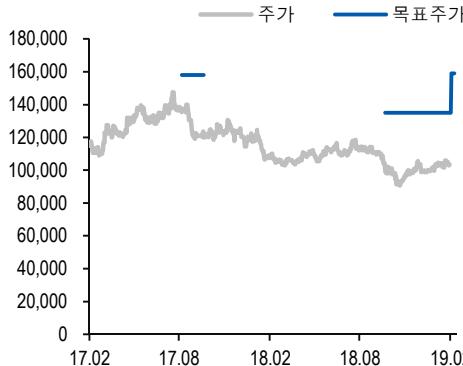
P/B band chart

(천원)



현대홈쇼핑 (057050) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2019-02-26	BUY	159,000	1년			
2018-10-15	BUY	135,000	1년	-26.20	-21.48	담당자 변경
2018-03-02	1년 경과 이후		1년	-30.59	-25.00	
2017-08-30	BUY	158,000	1년	-24.45	-6.65	담당자 변경
2017-03-02	1년 경과 이후		1년			
2016-03-02	BUY	164,000	1년	-26.02	-13.72	

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-23

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.