

Research	-여이동사- 가치투자연구회
-----------------	--------------------------

2009년 8월 11일 김병조 henbane@naver.com	<h2 style="margin: 0;">BUY(바겐세일중)</h2> <p>GS홈쇼핑 (028150)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 엄청난 현금이 들어오는 가치가 아직 평가되지 않은기업 - 바우포스트가 사는 기업 - 경기회복 수혜주 <p>매수 :NOW 2009년 매도가 14만원</p>
---	--

**회사의현황과
변화**

1. 사업의 영역

(1) TV 홈쇼핑

1995년 시작된 케이블 TV 산업은 현재 약 235여개의 프로그램을 공급하는 163개 프로그램공급자, 102개의 케이블 TV 방송국, KT·파워콤 등의 전송망사업자로 구성되어 있으며, 현재 케이블 TV 시청 가입자는 약 1,520 만입니다. 여기에 위성방송 가입자 208 만을 포함하면 총 1,728 만에 달하고 있습니다. TV 홈쇼핑 회사로는 당사와 CJ오쇼핑, 현대홈쇼핑, 롯데홈쇼핑, 농수산홈쇼핑 총 5개 회사가 영업 중입니다.

TV 홈쇼핑은 TV 영상매체를 이용하여 상품정보를 시청자에게 제공하고 이를 통해 상품을 판매하는 첨단 유통 산업입니다. 상품의 특성과 용도에 대한 자세한 설명을 통해 시청자로부터 전화로 주문을 받고 엄격한 품질관리를 통과한 상품을 고객이 희망하는 장소까지 배송해줍니다. TV 홈쇼핑 사업을 영위하기 위해서는 전략적인 상품 Sourcing, 체계적인 물류시스템, 효율적인 고객 데이터 관리와 다양한 서비스가 필수적입니다. TV 홈쇼핑은 유통업 특성상 국내 산업 전반에 미치는 영향이 크며 방송의 특징인 신뢰성과 공익성이 강조되는 산업입니다

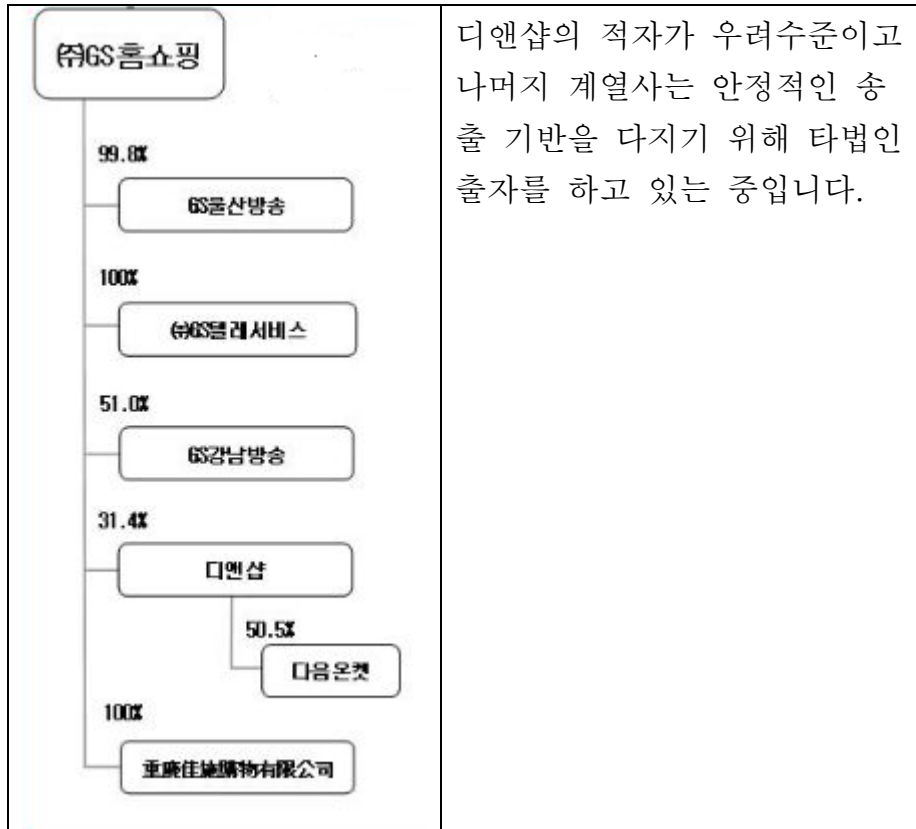
2. 주요주주

최대주주를 제외하고 5% 이상 지분을 보유하고 있는 주주는 Baupost Group(914,999 주, 13.94%)입니다.

			주식수	지분율
(주)GS	최대주주(본인)	보통주	1,968,900	30

3. 계열기업

독점규제 및 공정거래에 관한 법률상 GS 계열에 속해 있습니다.



산업특성

1.S.W.O.T

<p>강점: 자본적 지출이 적고 꾸준한 흑자가 가능한 사업모델</p>	<p>약점: 경쟁이 심화될수 있음 기에 반응됨 저성장화 산업</p>
<p>기회: 새로운 디지털 TV 방송으로 시청자층 증가 + 경기회복 수혜주</p>	<p>위협: 후발주자들과의 경쟁</p>

결론: 자본적 지출이 적은 현금창출 능력이 뛰어난 회사입니다. 후
 후발 주자들과의 경쟁이 향후 어떻게 진행 될것인가를 살펴
 보아야 겠지만 새로운 디지털 TV 의 증가로 시장 자체가 좀
 더 커질수 있다고 봅니다. GS 홈쇼핑이 최소한 지금과 같은
 시장점유율을 유지하면서 매출액이 연평균 3% 정도는 달성
 할수있다고 봅니다.

2. 산업의 성장성

TV 홈쇼핑

초기 TV 홈쇼핑 시장은 비대면 거래라는 한계에도 불구하고 비약적인 성장을 이
 루었습니다. 또한 2003 년부터 케이블 TV 가입자수가 한계에 이르고 전반적으로
 소비심리가 위축되는 환경 속에서도, 홈쇼핑 업체들은 상품과 서비스의 질을 끌어
 올리는 혁신활동을 통해 2004 년 이후 안정적인 성장세를 유지하고 있습니다. 다
 만 2007 년도부터 소비위축 등으로 전체시장 규모가 소폭 축소되고 있는 상황입니
 다.

국내 방송환경이 아날로그에서 디지털로 전환되면서 TV 홈쇼핑 시장은 새로운
 국면을 맞이하고 있습니다. 향후 디지털케이블 TV 보급이 확대됨에 따라 디지털
 케이블 TV 의 양방향성을 활용한 T-Commerce 가 활성화 될 수 있으며, 향후에는
 고화질의 생생한 홈쇼핑 방송을 통해 소비자에게 새로운 쇼핑경험을 제공할 수 있
 을 것으로 보입니다. 이밖에 2008 년 말부터 상용서비스가 시작된 IPTV 를 통해
 새로운 시청자층의 확보가 가능할 것으로 보입니다.

TV 홈쇼핑사업의 계절적 특징은 일반적으로 1 년중 연말효과로 4 분기가 분기 중
 가장 실적이 좋고, 여름휴가 등으로 인해 3 분기가 가장 약세이다. 또한 TV 홈쇼
 핑 사업은 경기상황에 따른 소비자의 영향을 받을 수도 있으나, 소비심리에 따라
 경기변동에 따른 상품선정을 할 수 있어 어느 정도 대처가 가능합니다.

인터넷쇼핑

인터넷파크, 디앤샵 같은 순수 온라인쇼핑 전문기업은 물론, 백화점과 할인점 등 오
 프라인 유통업체, GS 이숍을 필두로 한 홈쇼핑 회사 등이 B2C 분야에서 함께 경쟁
 하고 있습니다. 이와 함께 가격경쟁력을 앞세운 옥션, G마켓과 같은 오픈마켓 회
 사들의 성장세가 지속되고 있습니다.

1990 년대 중반 형성되기 시작한 인터넷쇼핑 시장은 그간 꾸준한 성장세를 보
 여왔습니다. 2009 년 통계청 자료(사이버쇼핑몰 통계조사)에 의하면, 인터넷 쇼핑
 을 통한 연간 거래액은 2002 년 6.0 조원, 2003 년 7.1 조원, 2004 년 7.8 조원,
 2005 년 10.7 조원, 2006 년 13.5 조원, 2007 년 15.8 조원, 2008 년 18.1 조원으로

매년 큰 폭의 성장을 하고 있으며, 2009 년은 글로벌 금융위기에서 촉발된 경기불황 상황에도 불구하고 가격 경쟁력을 갖춘 인터넷쇼핑시장은 전년대비 10%이상 성장할 것으로 예측되고 있습니다.

카탈로그(DM; Direct Marketing)

1994 년 시작된 카탈로그 시장은 1997 년 TV 홈쇼핑회사(GS, CJ)의 카탈로그 발행 및 카탈로그 전문업체(두산오토, 코리아홈쇼핑)의 시장 진출로 본격적인 카탈로그 시장이 형성되기 시작하여 2002 년까지 큰 폭의 성장세가 지속되었습니다. 그러나, 2003 년 이후 인터넷 쇼핑의 급속한 성장, 경기 침체, 카탈로그 발송 관련한 우편요금 인상 등으로 군소 업체들의 퇴출이 이어져 카탈로그 시장은 대형 업체 중심으로 재편되었습니다. 이후, 시장은 2005 년 회복기를 거쳐 2006 년 들어서 성장국면으로 전환되었습니다. 2007 년에는 GS, CJ, 현대, 농수산 등 홈쇼핑업체들의 운영지면 증대 등 고객 중심의 마케팅활동 등을 적극적으로 전개함으로써 카탈로그시장이 활성화되었습니다. 한편, 2008 년 4 월 롯데홈쇼핑이 카탈로그시장에 신규진출하여 시장내 경쟁이 심화되었습니다.

국내시장에는 현재 당사와 CJ, 현대, 농수산 홈쇼핑, 2008 년 4 월 신규진출한 롯데홈쇼핑 등 홈쇼핑 회사가 발행하는 카탈로그와 두산오토, 코리아홈쇼핑 등 카탈로그 전문업체가 발행하는 카탈로그가 있으며, 2007 년 시장규모는 6,300 억원에 이르는 시장을 형성하였으며, 2008 년도에는 롯데홈쇼핑의 진출 등으로 인해 약 7,000 억원에 이르는 시장을 형성할 것으로 추정됩니다.

3. 경쟁구도

구분	2008 년		2007 년		2006 년	
	매출액	M/S	매출액	M/S	매출액	M/S
GS 홈쇼핑	5,982	28.90%	5,930	32.70%	5,760	30.60%
CJ 홈쇼핑	5,424	26.20%	5,188	28.60%	5,128	27.20%
후발 3 사	9,305	44.90%	7,034	38.70%	7,961	42.20%
계	20,711	100%	18,152	100%	18,849	100%

4. 수익성 변화(원가변동의 판매가 반영) 가능성

	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.03
영업이익률	14.5	12.2	11.3	13.7	14.1

보험 판매 호조로 인해서 영업이익율이 증가했고 앞으로도 안정적인 영업이익율이 달성될거로 추정됨

영업위험

1. 매출 증감 및 구성 분석

2009년 1분기 상품매출은 202 억원으로 전년대비 22% 감소하였으나, 보험상품매출 등을 통한 수수료매출이 전년 대비 10% 증가하여 전체 매출은 전년대비 3.5% 증가하였습니다. 2009년 1분기 매출액은 다음과 같습니다.

구분		제 16 기 1 분기	제 15 기 1 분기	제 15 기 연간
상품매출	수출	-	-	-
	내수	20,240	25,983	100,321
수수료매출	수출	-	-	-
	내수	128,714	116,918	466,424
기 타	수출	-	-	-
	내수	7,633	8,323	31,410
합 계	수출	-	-	-
	내수	156,588	151,224	598,156

아래는 매출액 증가율인데 향후 충분히 연평균 2% 는 보수적으로 달성할것으로 보임

	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.03
매출액증가율	4	9.6	2.9	0.9	3.6

2. 추정 매출 및 세후영업이익 (단위는 억)

		2006	2007	2008
매출액		5,760	5,929	5,982
매출원가		455	672	642
매출원가율		8%	11%	11%
매출총이익		5305	5257	5340
매출총이익율		92%	89%	89%
판관비		4603	4590	4521
판관비율		80%	77%	76%
영업이익		702	667	819
영업이익율		12%	11%	14%

법인세납부액	212	215	249
법인세납부액/영업이익	30%	32%	30%

지난 3 년간을 바탕으로

매출액증가율?	2%
평균원가율?	11%
평균총이익율?	89%
판관비율?	76%
영업이익율	11%
법인세납부액/영업이익	30%

매우 보수적으로 추정을 해보았습니다. 실제 최근년도엔 보험 판매 호조로 영업이익율이 증가해서 14%에 육박하지만 앞으로 최소한 11%의 영업이익율을 달성할수 있다고 보았습니다

		2009	2010	2011	2012
매출액		6,102	6,224	6,348	6,475
매출액증가율		2%	2%	2%	2%
영업이익		671	685	698	712
영업이익율		11%	11%	11%	11%
법인세		201	205	209	214
법인세납부율		30%	30%	30%	30%
세후영업이익		470	479	489	499

**우발채무현황
과 우발채무가
미치는 영향**

- 현재 하나은행과 50 억원, 국민은행과 50 억원, SC 제일은행과 50 억원을 한도로 당좌차월계약을 체결하고 있습니다.
- 현재 국민은행과 500 억원, 농협중앙회와 700 억원, 기업은행과 300 억원, SC 제일은행과 400 억원을 한도로 기업구매카드한도 계약을 체결하고 있습니다.
- 현재 국민은행과 미화 4 백만달러의 수입신용장 개설약정을 맺고 있습니다.
- 현재 전자상거래소비자보호법에 따라 소비자가 10 만원이상 현금으로 결제한 모든 금액의 대금지급의 안전성 확보를 위한 채무지급보증으로 30 억원을 사용하고 있습니다.

- 현재 (주)한진과 화물운송에 관한 용역계약을 체결하고 있습니다. 이 계약에 따라 (주)한진은 도서지역을 포함한 국내 전 지역에 운송서비스를 제공하고 있습니다.
- 회사는 상품매매약관에 의거하여 소비자들의 반품권을 30일간(일부 보석 및 의류는 15일간) 인정하고 있습니다.
- 회사는 2006년 3월 21일 한상만 외 9인으로부터 주식회사 GS 강남방송의 보통주 7,777,500 주(51%)를 취득하였으며, 주식의 양도인은 2006년 3월 21일부터 3년 경과후 6개월간 잔여지분 26.5%에 대해 회사에 매각을 청구할 수 있는 Put-option 을 가지고 있습니다. 당분기말 현재 동 Put-option 은 모두 행사되었으며, 행사일로부터 3개월 이내에 4,036,227 주(26.5%)를 600억원에 취득할 예정입니다.
- 현재 보험대리점 영업등과 관련하여 서울보증보험으로부터 436백만원의 계약이행보증을 제공받고 있습니다.

밸류에이션

적정주가를 산출하기위해서 DCF 법을 사용했습니다.

주주의 이익을 세후영업이익+ 감가상각비-(자본적지출+ 순운전자본증감) 을 기준으로 했습니다.

	2009	2010	2011	2012
매출액	6,102	6,224	6,348	6,475
매출액증가율	2%	2%	2%	2%
영업이익	671	685	698	712
영업이익율	11%	11%	11%	11%
법인세	201	205	209	214
법인세납부율	30%	30%	30%	30%
세후영업이익	470	479	489	499

자본적지출

-자본적지출은 지난 4년간 매출액 대비 약 2% 였었고 앞으로도 크게 투자가 늘어날 회사는 아니라고 생각하고 2%로 추정

	2009	2010	2011	2012
자본적지출	122	124	127	130
자본적지출/매출액	2%	2%	2%	2%
유형자산장부가액	972	1008	1043	1077
감가상각율	9%	9%	9%	9%
감가상각비	86	89	92	95

순운전자본 추정

매출액대비 매출채권은 지난 4년간을 바탕으로 앞으로 3% 정도 로 추정하고 매출원가 대비 재고자산은 지난 4년간을 바탕으로 15% 로 추정했습니다.

기타영업용 유동자산은 매출액대비 지난 4년간을 기준으로 1% 로 추정했습니다.

	2009	2010	2011	2012
매출채권	183	187	190	194
매출채권/매출액	3%	3%	3%	3%
기타영업용유동자산	61	62	63	65
기타항목/매출액	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
재고자산	101	103	105	107
재고자산/매출원가	15%	15%	15%	15%
영업용유동자산합계	345	352	359	366

-매입채무는 최근년도 2008년도 매출원가대비 매입채무인 18% 를 적용했습니다

-미지급금은 매출원가대비 2008년도 기준으로 189%로 추정했습니다.

-기타 영업용유동부채 부분의 매출원가대비 96% 최근 2008년도 기준으로 추정했습니다.

	2009	2010	2011	2012
매입채무	121	123	126	128
매입채무/매출원가	18%	18%	18%	18%
미지급금	1,269	1,294	1,320	1,346
미지급금/매출원가	189%	189%	189%	189%
기타영업용유동부채	644	657	670	684
기타항목/매출원가	96%	96%	96%	96%
영업용유동부채합계	2034	2074	2116	2158

따라서 추정된 순운전자본 증감 형태 입니다.

	2009	2010	2011	2012
영업용유동자산합계	345	352	359	366
영업용유동부채합계	2034	2074	2116	2158
순 운전자본	- 1,689	- 1,723	- 1,757	- 1,792
순 운전자본 증감	24	- 34	- 34	- 35

추정된 잉여현금흐름

	2009	2010	2011	2012
세후영업이익	470	479	489	499
감가상각비	86	89	92	95
총현금유입	556	568	581	594
순운전자본 증감	24	- 34	- 34	- 35
설비투자	122	124	127	130
총현금유출	146	91	93	94
잉여현금	409.10	477.50	488.43	499.46

내재가치 추정

	2009	2010	2011	2012	2013
10년 잉여현금현재가치	5,402	5,083	4,787	4,509	4,246
계속가치의 현재가치	1,687	1,721	1,755	1,791	1,826
비영업자산의 가치	4,267	4,744	5,233	5,732	6,243
기업가치	11,356	11,548	11,775	12,032	12,315
주당내재가치	173,055	175,986	179,443	183,359	187,670

WACC 는 12% 를 가정했습니다. 계속가치는 마지막년도 세후영업이익*[1-(영구성장/ROIC)]/(할인율-영구성장율) 공식을 이용하였습니다. 이때 영구성장율은 1%로 가정하였고 이후의 투자자본수익율은 WACC 와 같은 12%로 보수적으로 산정했습니다.

WACC 도 높게 잡아 안전마진을 잡았고 매출액 증가도 미비한 2%로 추정함에도 불구하고 DCF 를 써보니 주당 내재가치의 증가는 미비하지만 5년안에 한번 수렴 할 수있다는 가정을 하게되면 현재 7 만원대의 가격은 약 28%의 기대수익율을 가져다

줍니다. 적정매도가는 개인적으로 7%의 기대수익율로 낮아지는 14 만원이 올 2009
년도의 적정 매도가라고 생각 됩니다.

현재 바우포스트그룹(가치투자) 에서 GS 홈쇼핑을 많이 매집하고 있고 최근에는
공시도 올라와 있습니다