

# 엔에스쇼핑(138250)

## 중립(유지)

### 1Q18 Preview: 아직은 시간이 필요하다

#### 본업에 집중한 1분기 실적

1분기 엔에스쇼핑의 취급고는 전년동기대비 5.3% 증가한 3,590억원, 별도 영업이익은 전년동기와 유사한 254억원으로 추정한다. 양재동 부지 관련 세금 120억 원은 2017년과 마찬가지로 2분기에 전액 반영될 예정으로 연결 영업이익도 별도와 비슷하다. T커머스 취급고가 30% 이상 늘어나며 정채 중인 라이브TV 취급고의 빈자리를 채우고 있다. 온라인 취급고도 모바일 성장세에 힘입어 전년동기대비 15% 증가한다. T커머스 사업 호조로 상대적으로 낮았던 의류와 화장품 취급고 비중도 꾸준히 늘어나고 있다. 건강기능식품도 식약처 개별인증 승인이 본격 채개된 후 1년이 지나 신규 상품 출시가 시작되었다. 상품 출시로 정체되었던 건강기능식품 취급고도 10% 이상 증가한다.

#### 송출수수료 인상과 마케팅비 집행으로 비용 부담

IPTV 가입자 증가로 IPTV 송출수수료가 늘어나고 있다. 반면 케이블TV 송출수수료는 크게 감소하지 않아 분기당 전체 송출수수료가 11% 증가할 것으로 예상된다. 모바일 취급고가 꾸준히 증가했음에도 아직 비중이 14%로 업계 평균대비 낮은 편이다. 모바일 채널 비중 확대를 위한 마케팅비 집행이 예정되어 있어 비용 부담 요인이다. 전체 취급고가 증가하고 의류 비중 확대로 제품 mix가 개선됨에도 비용이 크게 증가해 이익은 정체 상태이다.

#### 투자의 결실을 맺기까지 시간이 필요

물류센터 건설을 위한 양재동 부지 개발은 여전히 진행 중이다. 서울에서 찾아보기 힘든 대형 부지인 만큼 개발 시 가치 재평가가 예상된다. 그러나 아직 개발 방안이 현실화되지 않았기에 시간이 필요하다. 트렌드가 빠른 HMR 시장에 효과적으로 대응하기 위한 하림식품 공장 또한 2019년까지 투자가 예정되어 있다. 완공 후 생산이 시작되면 이익 극대화보다는 신속한 HMR 시장 대응으로 취급고 증가에 도움이 된다. 부지 개발과 HMR 생산 투자에 대한 결실까지 아직 시간이 필요한 만큼 엔에스쇼핑에 대한 중립 의견을 유지한다.

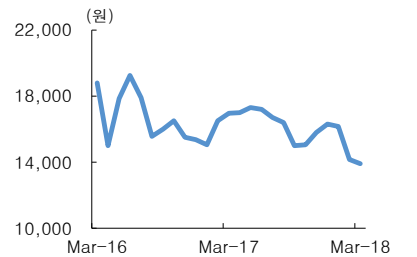
#### Stock Data

|                   |                   |
|-------------------|-------------------|
| KOSPI(3/29)       | 2,436             |
| 주가(3/29)          | 13,900            |
| 시가총액(십억원)         | 468               |
| 발행주식수(백만)         | 34                |
| 52주 최고/최저가(원)     | 18,350/13,700     |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 1,055             |
| 유동주식비율/외국인지분율(%)  | 43.9/11.5         |
| 주요주주(%)           | 하림홀딩스 외 10 인 54.3 |
|                   | 한국투자밸류자산운용 13.0   |

#### 주가상승률

|              | 1개월   | 6개월   | 12개월   |
|--------------|-------|-------|--------|
| 절대주가(%)      | (1.8) | (7.3) | (17.3) |
| KOSPI 대비(%p) | (2.1) | (9.1) | (29.7) |

#### 주가추이



자료: WISEfn

|       | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA<br>(십억원) | PER<br>(x) | EV/EBITDA<br>(x) | PBR<br>(x) | ROE<br>(%) | DY<br>(%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2016A | 441          | 79            | 50           | 149        | (92.6)     | 92              | 102.8      | 7.9              | 13.7       | 14.1       | 1.3       |
| 2017A | 477          | 80            | 55           | 1,664      | 1,014.5    | 93              | 9.8        | 7.5              | 1.3        | 13.9       | 1.2       |
| 2018F | 508          | 82            | 59           | 1,784      | 7.2        | 95              | 7.9        | 5.3              | 1.0        | 13.3       | 1.4       |
| 2019F | 527          | 77            | 55           | 1,675      | (6.1)      | 91              | 8.4        | 5.2              | 0.9        | 11.3       | 1.4       |
| 2020F | 548          | 62            | 47           | 1,410      | (15.8)     | 79              | 10.0       | 4.6              | 0.8        | 8.7        | 1.4       |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

#### 여영상

yeongsang.yeo@truefriend.com

#### 허나라

narae.heo@truefriend.com

<표 1> 연결기준 실적 추정

(단위: 십억원, %, % YoY)

|         | 2017  |        |      |        | 2018  |       |        |        | 연간     |      |       |       |
|---------|-------|--------|------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|------|-------|-------|
|         | 1Q    | 2Q     | 3Q   | 4Q     | 1QF   | 2QF   | 3QF    | 4QF    | 2016   | 2017 | 2018F | 2019F |
| 매출액     | 117   | 118    | 118  | 125    | 123   | 124   | 126    | 135    | 441    | 477  | 508   | 527   |
| 증가율     | 8.2   | 10.7   | 9.6  | 4.3    | 5.3   | 5.4   | 7.1    | 8.2    | 8.5    | 8.1  | 6.5   | 3.9   |
| 매출총이익   | 110   | 94     | 111  | 109    | 117   | 100   | 118    | 118    | 403    | 425  | 460   | 486   |
| 증가율     | 5.3   | (6.6)  | 10.8 | 12.0   | 5.9   | 6.0   | 6.3    | 8.8    | 1.5    | 5.3  | 8.4   | 5.7   |
| 매출총이익률  | 32.3  | 28.0   | 31.7 | 32.0   | 32.5  | 28.2  | 31.4   | 32.2   | 30.6   | 31.0 | 31.6  | 32.1  |
| 영업이익    | 25    | 22     | 26   | 19     | 25    | 22    | 26     | 19     | 79     | 80   | 82    | 77    |
| 증가율     | 6.0   | 4.0    | 14.4 | (17.4) | 0.4   | (3.4) | (2.0)  | (1.8)  | (12.1) | 1.3  | 2.1   | (6.2) |
| 영업이익률   | 7.4   | 6.6    | 7.5  | 5.7    | 7.1   | 6.1   | 6.9    | 5.2    | 6.0    | 5.8  | 5.6   | 5.1   |
| 세전이익    | 23    | 9      | 25   | 25     | 21    | 18    | 21     | 16     | 73     | 81   | 81    | 75    |
| 증가율     | (4.8) | (57.8) | 48.7 | 114.3  | (9.5) | 95.4  | (16.2) | (34.0) | (21.0) | 10.7 | 0.3   | (7.6) |
| 지배주주순이익 | 17    | 3      | 18   | 17     | 16    | 3     | 18     | 12     | 50     | 55   | 55    | 51    |
| 증가율     | (1.8) | (77.9) | 62.4 | 154.8  | (4.1) | (4.4) | (2.0)  | (28.2) | (25.7) | 9.7  | 0.3   | (7.6) |

자료: 엔에스쇼핑, 한국투자증권

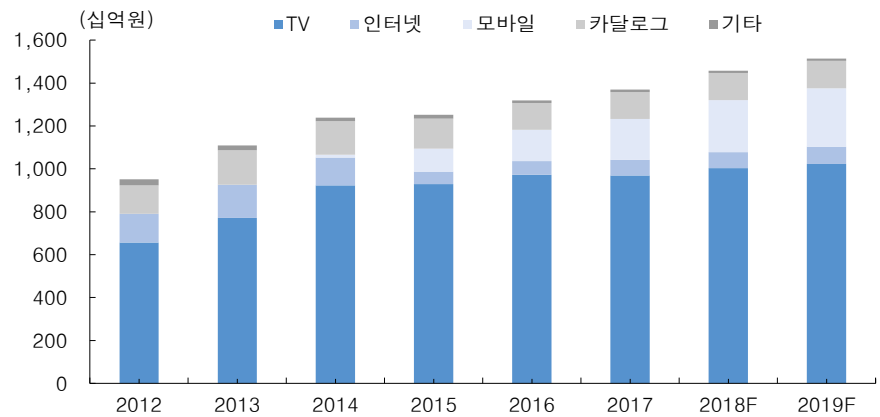
<표 2> 별도기준 실적 추정

(단위: 십억원, %, % YoY)

|         | 2017  |       |      |        | 2018  |       |       |        | 연간    |       |       |       |
|---------|-------|-------|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|         | 1Q    | 2Q    | 3Q   | 4Q     | 1QF   | 2QF   | 3QF   | 4QF    | 2016  | 2017  | 2018F | 2019F |
| 취급고     | 341   | 337   | 351  | 340    | 359   | 355   | 376   | 368    | 1,320 | 1,369 | 1,458 | 1,514 |
| 증가율     | 4.1   | 3.1   | 8.2  | (0.1)  | 5.3   | 5.4   | 7.1   | 8.2    | 5.4   | 3.8   | 6.5   | 3.9   |
| TV      | 242   | 239   | 249  | 240    | 249   | 244   | 257   | 253    | 973   | 969   | 1,003 | 1,023 |
| 증가율     | (3.0) | (0.5) | 4.4  | (2.1)  | 3.0   | 2.2   | 3.4   | 5.4    | 4.8   | 0.1   | 3.5   | 2.0   |
| 온라인쇼핑   | 64    | 65    | 67   | 67     | 74    | 77    | 83    | 83     | 210   | 263   | 317   | 352   |
| 증가율     | 42.2  | 24.0  | 27.9 | 12.3   | 15.3  | 18.6  | 22.8  | 24.7   | 26.6  | 25.6  | 20.4  | 11.0  |
| 인터넷     | 18    | 19    | 18   | 18     | 18    | 19    | 18    | 18     | 64    | 72    | 74    | 79    |
| 증가율     | 31.9  | 13.9  | 1.7  | 9.3    | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 3.0    | 8.3   | 13.2  | 3.0   | 6.5   |
| 모바일     | 47    | 46    | 50   | 49     | 56    | 57    | 64    | 65     | 146   | 191   | 243   | 273   |
| 증가율     | 46.5  | 28.7  | 41.0 | 13.4   | 20.0  | 25.0  | 30.0  | 32.5   | 36.8  | 31.0  | 27.0  | 12.4  |
| 카탈로그    | 31    | 30    | 32   | 32     | 32    | 31    | 33    | 30     | 125   | 125   | 127   | 128   |
| 기타      | 4     | 3     | 2    | 2      | 4     | 3     | 2     | 2      | 12    | 11    | 11    | 11    |
| 영업이익    | 25    | 22    | 26   | 19     | 25    | 22    | 26    | 19     | 92    | 94    | 94    | 88    |
| 증가율     | 6.0   | 4.0   | 14.4 | (17.4) | 0.4   | (3.4) | (2.0) | (1.8)  | 1.1   | 1.7   | 0.1   | (6.2) |
| 영업이익률   | 7.4   | 6.6   | 7.5  | 5.7    | 7.1   | 6.1   | 6.9   | 5.2    | 7.0   | 6.8   | 6.4   | 5.8   |
| 세전이익    | 22    | 20    | 25   | 27     | 22    | 20    | 24    | 19     | 85    | 94    | 86    | 81    |
| 증가율     | (9.0) | (3.2) | 22.2 | 38.1   | 0.1   | (4.0) | (2.4) | (30.8) | (8.3) | 10.6  | (8.5) | (6.6) |
| 지배주주순이익 | 17    | 15    | 18   | 19     | 16    | 14    | 17    | 14     | 63    | 69    | 63    | 59    |
| 증가율     | (7.0) | (0.2) | 22.9 | 29.1   | (4.1) | (4.4) | (2.0) | (28.2) | (8.1) | 10.1  | (8.5) | (6.6) |

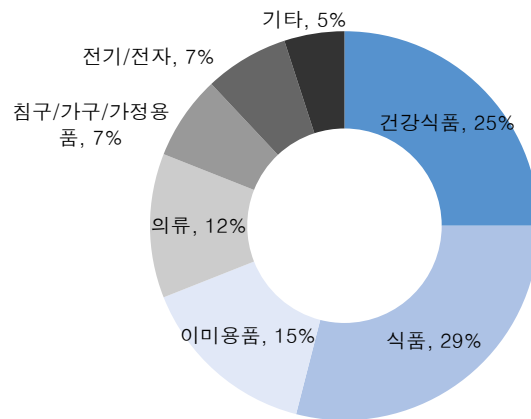
자료:엔에스쇼핑, 한국투자증권

[그림 1] 채널별 취급고 전망



자료: 엔에스쇼핑, 한국투자증권

[그림 2] 2018년 제품 mix 전망



자료: 한국투자증권

**기업개요**

엔에스쇼핑은 식품 전문 홈쇼핑업체로 2001년 현대홈쇼핑, 롯데홈쇼핑(우리홈쇼핑)과 함께 TV홈쇼핑 방송을 시작한 이후, 온라인쇼핑, 카탈로그 및 T-커머스 등 다양한 매체를 통해 사업을 영위하고 있음. 사업 재승인 조건에 따라 농수축 임산물 관련 상품의 방송 편성비율을 60% 이상으로 유지해야 함. 식품 분야에 특화된 경쟁력을 지속 강화하고 있으며, 전체 취급고 대비 식품 비중은 50%를 상회함

**재무상태표**

(단위: 십억원)

|            | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산       | 129   | 101   | 154   | 156   | 250   |
| 현금성자산      | 85    | 40    | 88    | 88    | 91    |
| 매출채권및기타채권  | 22    | 32    | 35    | 36    | 38    |
| 재고자산       | 2     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 비유동자산      | 680   | 668   | 725   | 765   | 818   |
| 투자자산       | 6     | 5     | 8     | 10    | 11    |
| 유형자산       | 629   | 148   | 165   | 182   | 213   |
| 무형자산       | 32    | 28    | 34    | 35    | 37    |
| 자산총계       | 809   | 769   | 879   | 921   | 1,068 |
| 유동부채       | 202   | 211   | 286   | 289   | 405   |
| 매입채무및기타채무  | 91    | 93    | 79    | 72    | 49    |
| 단기차입금및단기사채 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성장기부채    | 87    | 87    | 37    | 18    | 0     |
| 비유동부채      | 228   | 141   | 124   | 117   | 109   |
| 사채         | 130   | 80    | 63    | 55    | 47    |
| 장기차입금및금융부채 | 94    | 56    | 56    | 56    | 56    |
| 부채총계       | 430   | 352   | 410   | 405   | 514   |
| 지배주주지분     | 379   | 417   | 468   | 516   | 554   |
| 자본금        | 17    | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 자본잉여금      | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 기타자본       | (3)   | (13)  | (13)  | (13)  | (13)  |
| 이익잉여금      | 363   | 411   | 464   | 513   | 553   |
| 비지배주주지분    | 0     | 0     | (0)   | (0)   | (0)   |
| 자본총계       | 379   | 417   | 468   | 516   | 554   |

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

|           | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름  | 65    | 61    | 194   | 89    | 195   |
| 당기순이익     | 50    | 55    | 59    | 55    | 47    |
| 유형자산감가상각비 | 7     | 7     | 7     | 7     | 8     |
| 무형자산상각비   | 6     | 6     | 7     | 7     | 8     |
| 자산부채변동    | (2)   | (5)   | 122   | 19    | 132   |
| 기타        | 4     | (3)   | 0     | 0     | 0     |
| 투자활동현금흐름  | (486) | (2)   | (72)  | (57)  | (159) |
| 유형자산투자    | (488) | (16)  | (50)  | (50)  | (65)  |
| 유형자산매각    | 0     | 26    | 26    | 26    | 26    |
| 투자자산순증    | 5     | (4)   | (3)   | (4)   | (2)   |
| 무형자산순증    | (7)   | (2)   | (13)  | (9)   | (9)   |
| 기타        | 4     | (6)   | (32)  | (20)  | (109) |
| 재무활동현금흐름  | 309   | (104) | (74)  | (34)  | (33)  |
| 자본의증가     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 차입금의순증    | 309   | (87)  | (67)  | (27)  | (26)  |
| 배당금지급     | 0     | (7)   | (7)   | (7)   | (7)   |
| 기타        | (0)   | (10)  | 0     | 0     | 0     |
| 기타현금흐름    | 2     | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 현금의증가     | (110) | (45)  | 49    | (1)   | 3     |

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

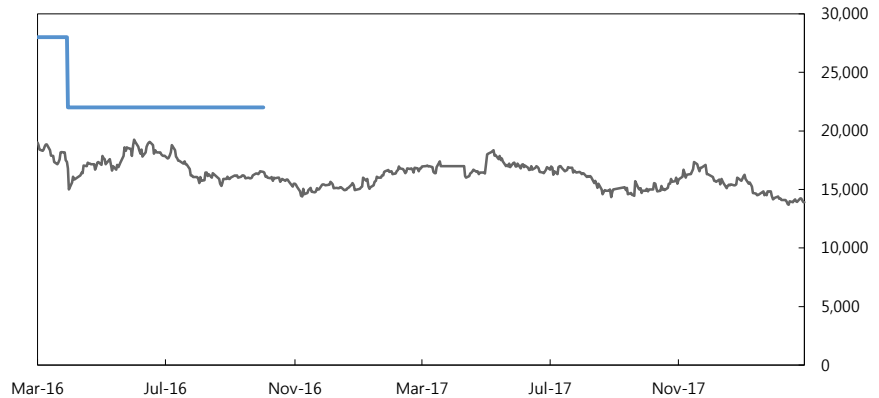
|            | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 441   | 477   | 508   | 527   | 548   |
| 매출원가       | 38    | 52    | 48    | 41    | 60    |
| 매출총이익      | 403   | 425   | 460   | 486   | 488   |
| 판매관리비      | 324   | 345   | 379   | 410   | 425   |
| 영업이익       | 79    | 80    | 82    | 77    | 62    |
| 금융수익       | 3     | 1     | 2     | 2     | 3     |
| 이자수익       | 3     | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 금융비용       | 6     | 9     | 3     | 2     | 2     |
| 이자비용       | 5     | 8     | 3     | 2     | 2     |
| 기타영업외손익    | (3)   | 9     | 7     | 6     | 6     |
| 관계기업관련손익   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 세전계속사업이익   | 73    | 81    | 87    | 82    | 69    |
| 법인세비용      | 23    | 26    | 28    | 26    | 22    |
| 연결당기순이익    | 50    | 55    | 59    | 55    | 47    |
| 지배주주지분순이익  | 50    | 55    | 59    | 55    | 47    |
| 기타포괄이익     | (3)   | (0)   | (1)   | (1)   | (1)   |
| 총포괄이익      | 47    | 55    | 58    | 54    | 45    |
| 지배주주지분포괄이익 | 47    | 55    | 58    | 54    | 45    |
| EBITDA     | 92    | 93    | 95    | 91    | 79    |

**주요투자지표**

|               | 2016A  | 2017A   | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)       |        |         |        |        |        |
| EPS           | 149    | 1,664   | 1,784  | 1,675  | 1,410  |
| BPS           | 1,124  | 12,668  | 14,191 | 15,598 | 16,744 |
| DPS           | 200    | 200     | 200    | 200    | 200    |
| 성장성(% YoY)    |        |         |        |        |        |
| 매출증가율         | 8.5    | 8.1     | 6.5    | 3.9    | 3.9    |
| 영업이익증가율       | (12.1) | 1.3     | 2.1    | (6.2)  | (18.6) |
| 순이익증가율        | (25.7) | 9.7     | 6.9    | (6.1)  | (15.8) |
| EPS증가율        | (92.6) | 1,014.5 | 7.2    | (6.1)  | (15.8) |
| EBITDA증가율     | (8.1)  | 1.6     | 1.9    | (3.9)  | (13.9) |
| 수익성(%)        |        |         |        |        |        |
| 영업이익률         | 17.9   | 16.8    | 16.1   | 14.5   | 11.4   |
| 순이익률          | 11.4   | 11.6    | 11.6   | 10.5   | 8.5    |
| EBITDA Margin | 20.8   | 19.5    | 18.7   | 17.3   | 14.3   |
| ROA           | 8.0    | 7.0     | 7.2    | 6.2    | 4.7    |
| ROE           | 14.1   | 13.9    | 13.3   | 11.3   | 8.7    |
| 배당수익률         | 1.3    | 1.2     | 1.4    | 1.4    | 1.4    |
| 배당성향          | 13.4   | 12.0    | 11.2   | 11.9   | 14.2   |
| 안정성           |        |         |        |        |        |
| 순차입금(십억원)     | 206    | 159     | 42     | 15     | (103)  |
| 차입금/자본총계비율(%) | 82.0   | 53.4    | 33.2   | 24.9   | 18.5   |
| Valuation(X)  |        |         |        |        |        |
| PER           | 102.8  | 9.8     | 7.9    | 8.4    | 10.0   |
| PBR           | 13.7   | 1.3     | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| EV/EBITDA     | 7.9    | 7.5     | 5.3    | 5.2    | 4.6    |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)      | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |             |
|---------------|------------|------|---------|---------|-------------|
|               |            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 엔에스쇼핑(138250) | 2016.02.18 | 매수   | 28,000원 | -33.2   | -30.4       |
|               | 2016.04.28 | 매수   | 22,000원 | -22.6   | -12.5       |
|               | 2016.11.01 | 중립   | -       | -       | -           |
|               | 2017.11.01 | 1년경과 | -       | -       | -           |



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 30일 현재 엔에스쇼핑 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

| 매수    | 중립    | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 79.6% | 19.9% | 0.5%     |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.