

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

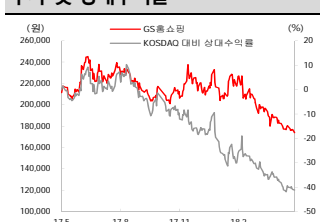
## Company Data

자본금	328 억원
발행주식수	656 만주
자사주	31 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,412 억원
주요주주	
GS	36.09%
베어링자산운용(외3)	9.97%
외국인지분률	30.80%
배당수익률	3.70%

## Stock Data

주가(18/04/30)	173,900 원
KOSDAQ	875.95 pt
52주 Beta	0.39
52주 최고가	245,200 원
52주 최저가	173,900 원
60일 평균 거래대금	43 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.8%	-8.3%
6개월	-17.3%	-34.4%
12개월	-14.6%	-38.7%

## GS 홈쇼핑 (028150/KQ | 매수(유지) | T.P 250,000 원(하향))

### 송출수수료, 여전히 숙제

1Q18 동사의 별도기준 취급고는 1 조 749 억원으로 yoy +8.7% 증가했으나, 영업이익은 310 억원으로 전년 동기 440 억원 대비 29.5% 감소. 전년도 1 분기에 있었던 일회성 이익(포인트 부가세 환급) 109 억원을 고려하더라도 금년 1 분기의 영업이익은 yoy 6.3% 감소한 것. 송출수수료 증가가 원인. T-commerce 사업자간 경쟁이 심화되며 T-commerce 채널의 송출수수료 증가가 예상보다 가파름. 이에 따라 동사의 송출수수료 역시 금년에도 120 억원 이상 증가할 전망이다.

### 견조한 취급고 성장에도 영업이익은 역성장

1Q18 동사의 별도기준 취급고는 1 조 749 억원으로 yoy +8.7% 증가했으나, 영업이익은 310 억원으로 전년 동기 440 억원 대비 29.5% 감소. 전년도 1 분기 포인트 부가세 환급으로 109 억원의 일회성 이익이 있었던 점을 고려하더라도 금년 1 분기의 영업이익은 6.3% 감소한 것. 송출수수료의 증가세가 지속되고 있는 것이 원인.

### 취급고 성장은 모바일 채널이 주도하고 있는데,

### 비용은 TV 송출수수료가 증가를 견인

2017 년 4 분기부터 동사의 취급고는 모바일 채널이 가파르게 성장을 주도하고 있음. TV 채널의 취급고는 전년도 4 분기에 yoy 8.7% 감소한데, 이어 2018 년 1 분기에도 4,714 억원으로 yoy 4.1% 감소한 반면, 모바일 채널은 4,663 억원으로 yoy 31.3% 증가로 성장률을 확대했음. 고객이 빠르게 TV 에서 모바일로 이동하고 있는 것. 이를 고려하면 TV 송출수수료 역시 통제되어야 합리적일 것. 그러나 송출수수료는 금년에도 5% 내외의 증가가 불가피해 보임. 기존 케이블TV 와의 송출수수료 인하협상이 쉽지 않은 가운데, T-commerce 사업자간 경쟁이 심화되며 T-commerce 채널의 송출수수료 증가가 예상을 초과하고 있기 때문. 송출수수료가 5% 증가하는 것은 연간 120 억원의 비용이 증가하는 것을 의미하는 것.

### 목표주가 250,000 원으로 하향하나 투자 의견 매수 유지: 절대 저평가 수준

예상과 달리 통제가 쉽지 않은 송출수수료 증가를 반영하여 이익전망을 하향하고 목표 주가도 기존 280,000 원에서 250,000 원으로 하향함. 투자 의견 매수는 유지. 현재 시가 총액 1 조 1,412 억원은 1) 동사의 보유 현금 6,000 억원과 2) 현주가 수준에서 예상 가능한 배당 수익률이 3.7%에 이른다는 점 및 3) 매년 창출 가능한 영업현금흐름이 1,000 억원을 상회한다는 점을 고려하면 절대 저평가 수준이기 때문.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	10,913	10,652	10,517	10,615	11,559	12,493
yoy	%	29	-24	-1.3	0.9	8.9	8.1
영업이익	억원	1,125	1,286	1,445	1,393	1,542	1,793
yoy	%	-20.5	14.4	12.3	-3.6	10.7	16.3
EBITDA	억원	1,348	1,521	1,655	1,590	1,723	1,981
세전이익	억원	1,145	1,364	1,374	1,649	1,662	1,893
순이익(지배주주)	억원	808	1,035	970	1,256	1,260	1,435
영업이익률%	%	10.3	12.1	13.7	13.1	13.3	14.4
EBITDA%	%	12.4	14.3	15.7	15.0	14.9	15.9
순이익률	%	7.4	9.7	9.2	11.8	10.9	11.5
EPS	원	12,308	15,770	14,782	19,131	19,196	21,869
PER	배	13.6	10.9	14.7	9.1	9.1	8.0
PBR	배	1.2	1.1	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	3.5	2.6	4.8	3.7	2.9	1.9
ROE	%	8.8	10.8	9.4	11.2	10.5	11.1
순차입금	억원	-6,348	-7,429	-6,336	-5,628	-6,491	-7,590
부채비율	%	32.9	36.7	31.6	31.5	31.6	31.4

## GS 홈쇼핑 분기별 및 연간 실적 전망

단위: 억원

GS홈쇼핑(IFRS 별도)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
취급고	9,888	9,866	9,467	9,999	10,749	10,744	10,389	10,835	34,487	35,119	36,695	39,220	42,717	46,519	50,282
TV	4,917	4,787	4,328	4,386	4,714	4,596	4,241	4,092	18,987	18,260	18,281	18,418	17,643	17,053	16,599
모바일	3,552	3,779	3,895	4,336	4,663	4,837	4,869	5,420	7,348	10,553	13,151	15,562	19,789	24,097	28,300
인터넷	950	921	865	862	896	893	839	836	6,387	4,735	3,916	3,598	3,465	3,361	3,260
카탈로그	163	164	156	152	146	139	133	129	1,193	924	785	635	547	558	569
기타	306	215	223	263	330	279	307	358	572	647	562	1,007	1,274	1,450	1,553
영업이익	440	312	303	389	310	311	313	460	1,414	1,125	1,286	1,444	1,393	1,542	1,793
영업이익률	4.4%	3.2%	3.2%	3.9%	2.9%	2.9%	3.0%	4.2%	4.1%	3.2%	3.5%	3.7%	3.3%	3.3%	3.6%
세전이익	376	258	329	412	476	341	343	490	1,587	1,145	1,365	1,375	1,649	1,662	1,893
세전이익률	3.8%	2.6%	3.5%	4.1%	4.4%	3.2%	3.3%	4.5%	4.6%	3.3%	3.7%	3.5%	3.9%	3.6%	3.8%
당기순이익	264	140	248	319	366	258	260	371	1,201	808	1,035	970	1,256	1,260	1,435
지분법반영 당기순이익	271	195	219	344	445	253	255	366	1,144	787	1,057	1,029	1,320	1,240	1,415

자료: GS 홈쇼핑 SK 증권 리서치센터

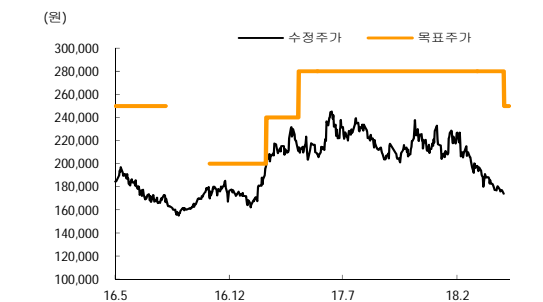
주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %

## GS 홈쇼핑 목표주가 산정

	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
NOPAT(억원)	803	1,012	1,177	1,069	793	975	1,020	1,061	1,169	1,359
Target Multiple(X)								10.0		
적정영업가치								10,606		
순현금								6,000		
적정 시가총액(억원)								16,606		
주식 수(천주)								6,563		
적정주가(원)								253,050		
목표주가(원)								250,000		
목표 시가총액(억원)								16,406		

자료: wisefn, SK 증권 리서치센터

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.05.02	매수	250,000원	6개월		
2018.03.26	매수	280,000원	6개월	-23.80%	-12.43%
2018.01.09	매수	280,000원	6개월	-22.53%	-12.43%
2017.08.29	매수	280,000원	6개월	-21.68%	-12.43%
2017.07.31	매수	280,000원	6개월	-20.07%	-12.43%
2017.04.11	매수	280,000원	6개월	-20.45%	-12.43%
2017.02.09	매수	240,000원	6개월	-10.92%	-3.46%
2017.02.01	매수	200,000원	6개월	-12.32%	-1.40%
2016.11.15	매수	200,000원	6개월	-12.97%	-7.45%
2016.11.02	매수	200,000원	6개월	-11.86%	-9.95%
2016.10.26	매수	200,000원	6개월	-12.76%	-10.90%
2016.08.05	담당자 변경				
2016.05.03	매수	250,000원	6개월	-31.18%	-21.20%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 5 월 2 일 기준)

매수	90.6%	중립	9.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	8,118	7,336	6,643	7,590	8,773
현금및현금성자산	1,660	1,861	1,154	2,017	3,116
매출채권및기타채권	455	615	623	675	727
재고자산	96	243	246	267	287
<b>비유동자산</b>	5,434	6,912	8,671	8,812	8,919
장기금융자산	1,630	2,473	3,973	3,973	3,973
유형자산	2,037	2,204	2,399	2,586	2,764
무형자산	306	225	146	101	68
<b>자산총계</b>	13,552	14,248	15,314	16,402	17,691
<b>유동부채</b>	3,578	3,364	3,412	3,716	3,998
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	1,958	1,699	1,723	1,885	2,029
단기충당부채	93	23	24	26	28
<b>비유동부채</b>	59	52	256	218	228
장기금융부채	4	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	22	26	26	35	38
<b>부채총계</b>	3,636	3,417	3,668	3,934	4,226
<b>지배주주지분</b>	9,916	10,832	11,646	12,468	13,466
자본금	328	328	328	328	328
자본잉여금	799	1,105	1,105	1,105	1,105
기타자본구성요소	-556	-459	-459	-459	-459
자기주식	-526	-428	-428	-428	-428
이익잉여금	9,130	9,673	10,518	11,371	12,399
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	9,916	10,832	11,646	12,468	13,466
<b>부채외자본총계</b>	13,552	14,248	15,314	16,402	17,691

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,733	622	1,435	1,502	1,731
당기순이익(손실)	1,035	970	1,256	1,260	1,435
비현금성항목등	518	729	334	463	545
유형자산감가상각비	118	111	126	144	162
무형자산감가상각비	117	99	71	37	26
기타	-6	52	-158	-14	24
운전자본감소(증가)	457	-616	236	180	206
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-117	-161	-9	-52	-51
재고자산감소(증가)	125	-147	-3	-21	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	134	-248	24	163	143
기타	315	-60	225	90	135
법인세납부	-277	-461	-392	-400	-456
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,376	-493	-1,732	-233	-225
금융자산감소(증가)	-1,047	399	-1,500	0	0
유형자산감소(증가)	-258	-321	-321	-330	-340
무형자산감소(증가)	-3	8	8	8	8
기타	-68	-579	81	90	107
<b>재무활동현금흐름</b>	-511	74	-410	-407	-407
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-188	501	0	0	0
배당금의 지급	-323	-427	-410	-407	-407
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-154	202	-708	863	1,099
기초현금	1,814	1,660	1,861	1,154	2,017
기말현금	1,660	1,861	1,154	2,017	3,116
FCF	1,615	389	1,186	1,213	1,427

자료 : GS홈쇼핑 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	10,652	10,517	10,615	11,559	12,493
<b>매출원가</b>	943	691	2,273	2,615	2,826
<b>매출총이익</b>	9,709	9,826	8,341	8,944	9,666
매출총이익률 (%)	91.2	93.4	78.6	77.4	77.4
<b>판매비와관리비</b>	8,422	8,381	6,948	7,402	7,873
영업이익	1,286	1,445	1,393	1,542	1,793
영업이익률 (%)	12.1	13.7	13.1	13.3	14.4
비영업손익	78	-71	256	120	100
<b>순금융비용</b>	-135	-130	-98	-107	-125
외환관련손익	1	-4	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-96	-190	0	0	0
세전계속사업이익	1,364	1,374	1,649	1,662	1,893
세전계속사업이익률 (%)	12.8	13.1	15.5	14.4	15.2
계속사업법인세	330	404	394	402	458
<b>계속사업이익</b>	1,035	970	1,256	1,260	1,435
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,035	970	1,256	1,260	1,435
<b>순이익률 (%)</b>	9.7	9.2	11.8	10.9	11.5
<b>지배주주</b>	1,035	970	1,256	1,260	1,435
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	9.72	9.22	11.83	10.9	11.49
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,100	939	1,225	1,229	1,404
<b>지배주주</b>	1,100	939	1,225	1,229	1,404
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	1,521	1,655	1,590	1,723	1,981

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-24	-1.3	0.9	8.9	8.1
영업이익	144	12.3	-3.6	10.7	16.3
세전계속사업이익	19.2	0.7	20.0	0.8	13.9
EBITDA	12.8	8.9	-3.9	8.4	15.0
EPS(계속사업)	28.1	-6.3	29.4	0.3	13.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.8	9.4	11.2	10.5	11.1
ROA	8.0	7.0	8.5	7.9	8.4
EBITDA마진	14.3	15.7	15.0	14.9	15.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	226.9	218.1	194.7	204.3	219.4
부채비율	36.7	31.6	31.5	31.6	31.4
순차입금/자기자본	-74.9	-58.5	-48.3	-52.1	-56.4
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	15,770	14,782	19,131	19,196	21,869
BPS	151,097	165,052	177,462	189,989	205,189
CFPS	19,341	17,987	22,125	21,952	24,722
주당 현금배당금	7,000	6,500	6,500	6,500	6,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	12.5	16.6	12.0	11.9	10.5
PER(최저)	9.8	11.0	9.1	9.1	8.0
PBR(최고)	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
PCR	8.9	12.1	7.9	7.9	7.0
EV/EBITDA(최고)	3.6	5.9	5.9	5.0	3.8
EV/EBITDA(최저)	1.8	-3.8	3.7	2.9	1.9