

소매/유통

이진협



02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>245,000원 (I)</b>
현재주가 (10/12)	<b>208,700원</b>
상승여력	<b>17%</b>

시가총액	13,696억원
총발행주식수	6,562,500주
60일 평균 거래대금	31억원
60일 평균 거래량	15,380주
52주 고	237,600원
52주 저	169,200원
외인지분율	31.44%
주요주주	GS 36.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.2	11.8	1.7
상대	17.7	25.3	(7.4)
절대(달려환산)	2.8	10.0	0.7

## 모바일 이커머스社로의 진화를 기대한다

### 투자의견 BUY, 목표주가 24.5만원으로 커버리지 개시

GS홈쇼핑에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 24.5만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV Valuation을 통해 산정했으며, 영업가치 산정에 적용한 Target EV/EBITDA Multiple 4배이다. IPTV의 경쟁력 강화에 따른 송출수수료 인상 우려가 있지만, 강한 송출수수료 압박(분기당 70억원 수준)에도 증익을 이뤄내고 있다는 점에서 충분히 도달 가능한 Multiple 수준이라 판단한다. 해당 시즌이 다가오면서 배당수익률 4%(18E DPS 8,000원) 수준이 전망되는 동사에 대한 투자 매력도가 높아질 것이다.

### 모바일 이커머스 기업으로의 진화 = Valuation Re-Rating

동사의 모바일 취급고는 지난 2분기 처음으로 TV 취급고를 넘어섰다. 2018년 모바일 취급고는 2조원(+31.1% YoY)을 기록하여 TV 취급고 1.76조원(-4.8% YoY)를 연간으로도 넘어설 것으로 전망된다. 모바일 취급고의 폭발적인 성장을 바탕으로 송출수수료 인상분을 상쇄하고 있다. TV 플랫폼과의 연계를 통한 마케팅이 동사가 지닌 모바일 이커머스의 독보적 강점이다.

다만 Valuation Re-Rating까지는 역부족이다. TV 플랫폼의 약화가 진행되고 있기 때문에 보다 근원적인 이커머스 사업에서의 경쟁력이 필요하다. 동사 또한 이에 대한 고민을 하고 있는 것으로 판단된다. 내부적으로 미래사업부를 조직하고, NHN페이코(간편결제 솔루션), 탭온북스(eBook), Vingle(SNS), Pixlee(SNS기반 마케팅) 등 벤처기업에 소규모 지분투자를 진행 중이다. 모바일 이커머스 기업으로의 진화가 예상된다. 향후 대규모 M&A 등 6,700억원 수준의 현금성 자산 사용 방안도 보다 구체화될 것으로 기대된다. 이커머스 기업으로의 진화 로드맵이 구체화될 경우 Valuation Re-Rating이 될 것으로 전망된다.

### 3Q18E Preview

3분기 별도 취급고는 1.05조원(+10.5% YoY), 별도 영업이익 308억원(+1.6% YoY)을 기록할 전망이다. 7~8월의 경우 모바일 취급고의 견조한 성장을 기반으로 취급고 성장 호조세가 이어졌지만, 9월 추적으로 인해 일부 매출이 10월로 이연되었을 것으로 추정된다. 이에 송출수수료 인상 부담을 100% 상쇄하지 못할 것으로 전망된다. 3분기에도 연간할인권 환급액 30억원이 일회성 이익으로 반영될 전망이다.

#### Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,653	6.0	-1.2	2,520	5.3
영업이익	308	1.6	-11.1	324	-5.1
세전계속사업이익	326	-1.0	-35.4	376	-13.4
지배순이익	248	-0.1	-35.1	275	-9.9
영업이익률 (%)	11.6	-0.5 %pt	-1.3 %pt	12.9	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	9.3	-0.6 %pt	-4.9 %pt	10.9	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	10,652	10,517	10,743	11,984
영업이익	1,286	1,445	1,389	1,491
지배순이익	1,035	970	1,332	1,209
PER	11.1	14.5	10.3	11.3
PBR	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	2.6	4.6	4.3	3.9
ROE	10.8	9.4	12.2	10.6

자료: 유안타증권

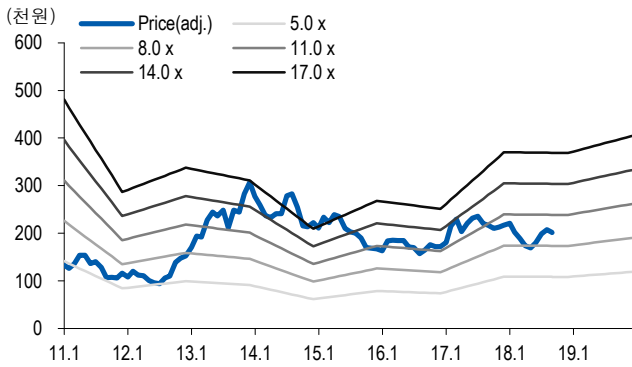
[표 34] GS 홈쇼핑 NAV Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	18E	19E	12M Forward	Target EV/EBITDA	비고
EBITDA	1,580	1,605	1,601	4	
영업가치	6,405				
투자자산	1,616				2Q18 장부가액, 20% 할인
순현금	6,733				별도 기준
현금성자산	6,733				2Q18 기준 현금성 자산 + 단기금융기관예치금
적정 시가총액	14,753				
발행주식수	6,052				자사주 제외
적정 주당가치	243,762				

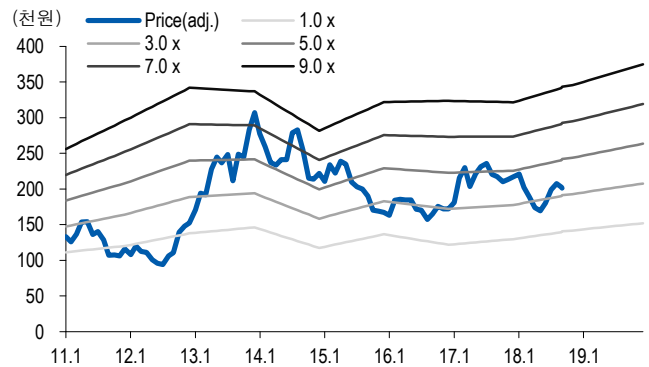
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 91] GS 홈쇼핑 P/E(Fwd) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 92] GS 홈쇼핑 EV/EBITDA(Fwd) Band



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 35] GS 홈쇼핑 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
취급고	9,889	9,866	9,467	9,999	10,749	11,144	10,465	11,154	39,221	43,512	47,142
YoY	8.6%	10.6%	8.2%	0.8%	8.7%	13.0%	10.5%	11.5%	6.9%	10.9%	8.3%
TV	4,904	4,800	4,340	4,386	4,714	4,548	4,123	4,167	18,430	17,552	16,850
모바일	3,551	3,779	3,895	4,336	4,663	5,037	5,064	5,637	15,561	20,400	24,480
인터넷	950	921	865	862	896	878	822	819	3,598	3,415	3,312
카달로그	163	164	156	152	146	151	140	137	635	574	528
기타	320	203	211	263	330	530	317	395	997	1,571	1,972
매출액	2,704	2,635	2,502	2,675	2,578	2,685	2,653	2,826	10,516	10,743	11,984
매출총이익	2,568	2,502	2,352	2,404	2,023	2,076	1,988	2,119	9,826	8,207	8,721
영업이익	440	312	303	390	310	346	308	425	1,445	1,388	1,491
YoY	37.1%	14.3%	25.7%	-13.5%	-29.5%	10.9%	1.5%	8.9%	12.4%	-3.9%	7.4%
영업이익률	4.4%	3.2%	3.2%	3.9%	2.9%	3.1%	2.9%	3.8%	3.7%	3.2%	3.2%

자료: GS 홈쇼핑, 유안타증권 리서치센터

GS 홈쇼핑 (028150) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>10,652</b>	<b>10,517</b>	<b>10,743</b>	<b>11,984</b>	<b>12,779</b>
매출원가	943	691	2,537	3,263	3,564
매출총이익	9,709	9,826	8,206	8,721	9,214
판매비	8,422	8,381	6,818	7,230	7,586
<b>영업이익</b>	<b>1,286</b>	<b>1,445</b>	<b>1,389</b>	<b>1,491</b>	<b>1,628</b>
EBITDA	1,521	1,655	1,580	1,690	1,834
영업외손익	78	-71	361	101	137
외환관련손익	1	-4	-1	-2	-2
이자손익	135	130	122	142	179
관계기업관련손익	-96	-190	131	0	0
기타	38	-7	108	-40	-40
법인세비용차감전순손익	1,364	1,374	1,749	1,591	1,765
법인세비용	330	404	418	382	424
계속사업순손익	1,035	970	1,332	1,209	1,341
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,035	970	1,332	1,209	1,341
<b>지배지분순이익</b>	<b>1,035</b>	<b>970</b>	<b>1,332</b>	<b>1,209</b>	<b>1,341</b>
포괄순이익	1,100	939	1,332	1,213	1,344
지배지분포괄이익	1,100	939	1,332	1,213	1,344

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>8,118</b>	<b>7,336</b>	<b>7,564</b>	<b>7,870</b>	<b>8,279</b>
현금및현금성자산	1,660	1,861	2,477	2,754	3,139
매출채권 및 기타채권	498	677	482	496	508
재고자산	96	243	157	172	184
비유동자산	5,434	6,912	7,011	7,452	7,886
유형자산	2,037	2,204	2,578	2,782	2,978
관계기업등 지분관련자산	1,354	1,903	2,140	2,380	2,620
기타투자자산	1,630	2,473	1,914	1,914	1,914
<b>자산총계</b>	<b>13,552</b>	<b>14,248</b>	<b>14,576</b>	<b>15,322</b>	<b>16,165</b>
유동부채	3,578	3,364	3,460	3,476	3,487
매입채무 및 기타채무	2,642	2,288	2,478	2,494	2,505
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	59	52	36	36	36
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>3,636</b>	<b>3,417</b>	<b>3,496</b>	<b>3,511</b>	<b>3,523</b>
지배지분	9,916	10,832	11,080	11,810	12,642
자본금	328	328	328	328	328
자본잉여금	799	1,105	1,105	1,105	1,105
이익잉여금	9,130	9,673	10,590	11,316	12,145
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>9,916</b>	<b>10,832</b>	<b>11,080</b>	<b>11,810</b>	<b>12,642</b>
순차입금	-7,429	-6,336	-6,830	-7,107	-7,491
총차입금	4	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,912</b>	<b>748</b>	<b>1,019</b>	<b>665</b>	<b>812</b>
당기순이익	1,035	970	1,332	1,209	1,341
감가상각비	118	111	106	116	123
외환손익	0	3	3	2	2
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	457	-616	-126	-414	-411
기타현금흐름	302	279	-295	-249	-243
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,555</b>	<b>-618</b>	<b>154</b>	<b>-640</b>	<b>-640</b>
투자자산	-163	-1,195	-182	-240	-240
유형자산 증가 (CAPEX)	-259	-321	-479	-320	-320
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,134	897	815	-80	-80
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-511</b>	<b>74</b>	<b>-1,283</b>	<b>-483</b>	<b>-513</b>
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-323	-427	-410	-483	-513
기타현금흐름	-188	501	-873	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-2	726	735	725
<b>현금의 증감</b>	<b>-154</b>	<b>202</b>	<b>616</b>	<b>277</b>	<b>384</b>
기초 현금	1,814	1,660	1,861	2,477	2,754
기말 현금	1,660	1,861	2,477	2,754	3,139
NOPLAT	1,286	1,445	1,389	1,491	1,628
FCF	1,408	293	644	599	712

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

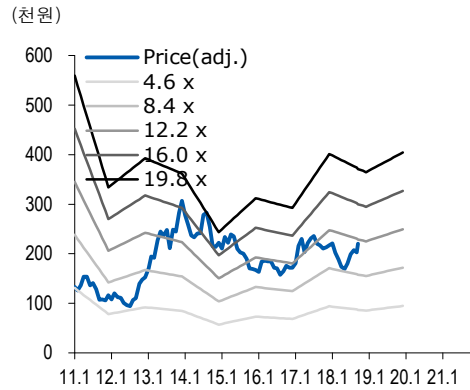
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

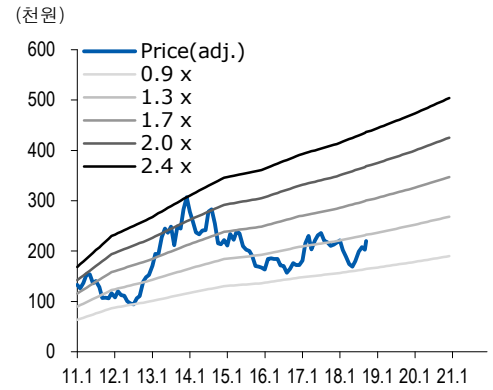
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	15,770	14,782	20,291	18,430	20,437
BPS	162,566	171,643	183,674	195,776	209,562
EBITDAPS	23,172	25,223	24,080	25,759	27,941
SPS	162,309	160,253	163,707	182,615	194,722
DPS	7,000	6,500	8,000	8,500	9,500
PER	11.1	14.5	10.3	11.3	10.2
PBR	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.6	4.6	4.3	3.9	3.4
PSR	1.1	1.3	1.3	1.1	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-2.4	-1.3	2.2	11.5	6.6
영업이익 증가율 (%)	14.4	12.3	-3.9	7.4	9.2
지배순이익 증가율 (%)	28.1	-6.3	37.3	-9.2	10.9
매출총이익률 (%)	91.1	93.4	76.4	72.8	72.1
영업이익률 (%)	12.1	13.7	12.9	12.4	12.7
지배순이익률 (%)	9.7	9.2	12.4	10.1	10.5
EBITDA 마진 (%)	14.3	15.7	14.7	14.1	14.3
ROIC	-402.7	-419.9	1,653.2	668.2	325.9
ROA	8.0	7.0	9.2	8.1	8.5
ROE	10.8	9.4	12.2	10.6	11.0
부채비율 (%)	36.7	31.5	31.5	29.7	27.9
순차입금/자기자본 (%)	-74.9	-58.5	-61.6	-60.2	-59.3
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

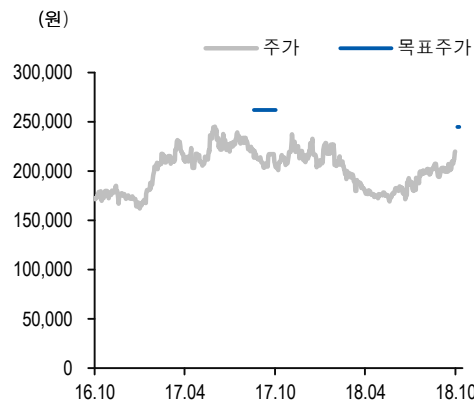
P/E band chart



P/B band chart



GS 홈쇼핑 (028150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-15	BUY	245,000	1년		
2017-10-29	담당자 변경				
2017-10-29	1년 경과 이후		1년	-24.16	-9.31
2017-08-30	BUY	262,000	1년	-22.72	-6.41
2016-10-29	담당자 변경				
2016-10-29	1년 경과 이후		1년		
2015-10-29	BUY	230,000	1년	-24.86	-14.35

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	84.7
Hold(중립)	13.6
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외