

# GS홈쇼핑 (028150)

소매/유통

이진협



02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>245,000원 (M)</b>
현재주가 (11/2)	<b>201,800원</b>
상승여력	<b>21%</b>

시가총액	13,243억원
총발행주식수	6,562,500주
60일 평균 거래대금	34억원
60일 평균 거래량	16,621주
52주 고	237,600원
52주 저	169,200원
외인지분율	31.98%
주요주주	GS 36.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.3)	3.2	(2.1)
상대	14.8	16.8	(1.5)
절대(달러환산)	(0.5)	3.6	(2.8)

## 3Q 리뷰 : 강력했던 추석 효과

### 3Q18 Review : 강력했던 추석 효과

3분기 별도 취급고 9,572억원(+1.1 YoY, -14.1% QoQ), 영업이익 306억원(+1.0% YoY, -11.6% QoQ)를 기록하며, 영업이익 컨센서스(321억원)을 하회하였다. 추석 시점 차에 따른 취급고 성장률의 둔화가 실적 부진의 가장 큰 원인이었으며, 무형자산(렌탈, 여행) 등의 취급액 부진도 영향을 미쳤다.

전반적인 취급고 성장률이 큰 폭으로 둔화 혹은 악화되었다.

TV쇼핑의 경우, 취급고 3,796억원(-12.5% YoY)를 기록하며 2분기 취급고 감소폭인 -5.3% YoY 보다 감소세가 대폭 확대되었다. T커머스 취급고 성장률 부진도 눈에 띈다. T커머스 취급고는 344억원(+2.7% YoY)을 기록했다.

모바일은 여전히 견조했다. 취급고 4,690억원(+20.4% YoY)를 기록하며, 성장률 둔화는 나타났지만 여전히 고성장세를 이어나갔다.

인터넷 취급고 성장률은 -18.7% YoY이었으며 카달로그는 -12.8% YoY 이었다. 기타 취급고는 회계 인식 기준의 정상화로 전분기 대비 -53.4% 감소한 247억원을 기록했다.

비용 측면에서는 GPM이 낮은 무형자산(렌탈, 여행) 등의 부진에 따른 상품 믹스 개선으로 전분기 대비 1.9%p 개선되었다. 송출수수료는 전년대비 약 70억원 증가하였다.

일회성 이익으로는 2분기에 이어 연간 할인권 환입액 56억원(영업이익)과 매도가능증권(벤처펀드) 평가이익 118억원(영업외이익)이 있었다. 연간할인권 환입은 4분기까지 지속될 전망이다. 직접투자 벤처 기업의 장부가액 재평가로 지분법증권 손상차손 88억원이 일회성 손실(영업외손익)로 반영되었다

### 향후 주목할 포인트

동사의 투자에 있어 1)송출수수료 상승률 둔화 2)무형자산 매출 부진 지속 여부 3) M&A 등 3가지라 판단한다.

국정감사에서 IPTV 3사는 '송출수수료 개선에 노력하겠다'는 뜻을 전달했으며, 홈쇼핑사업자와 IPTV사업자간 '송출수수료 협의체'가 구성되는 등 변화의 움직임이 감지되고 있다. 아직까지 송출수수료 인상을 둔화에 대해 속단하기는 이른 감이 있지만, 실제 송출수수료 인상을 둔화가 된다면, 취급고 성장률이 High Single 이상 나타나는 동사의 수혜가 가장 클 것으로 전망된다.

(다음 페이지에)

#### Quarterly earning forecasts

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,491	-0.5	-7.2	2,545	-2.1
영업이익	306	1.0	-11.6	321	-4.5
세전계속사업이익	358	8.9	-29.0	357	0.3
지배순이익	249	0.5	-34.8	274	-9.2
영업이익률 (%)	12.3	+0.2 %pt	-0.6 %pt	12.6	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	10.0	+0.1 %pt	-4.2 %pt	10.8	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

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

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		10,652	10,517	10,515	11,132
영업이익		1,286	1,445	1,397	1,526
지배순이익		1,035	970	1,379	1,392
PER		11.1	14.5	9.6	9.5
PBR		1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA		2.6	4.6	4.0	3.4
ROE		10.8	9.4	12.6	12.0

자료: 유안타증권

두 번째 포인트는 무형자산 매출 부진 지속 여부이다. 3분기에는 렌탈상품과 여행상품의 취급액 부진이 나타났다. 렌탈 상품 같은 경우는 렌탈상품 공급자의 홈쇼핑 사업 전략 변경(홈쇼핑 정규채널에서 티커머스로의 판매처 확대)에 따른 매출 부진이기 때문에 지속 가능성에 대해서 주목해볼 필요가 있다. 렌탈상품의 경우 인식되는 취급액이 크기 때문에 GPM에 부담이 되긴 하지만, 시간당 이익은 타 상품에 비해 높기 때문에 렌탈 상품 취급액 축소는 영업이익에 부정적일 수 밖에 없다.

M&A 가능성에 대해서도 주목할 필요가 있다. 동사는 약 6,700억원의 현금성 자산을 보유하고 있으며, 본업 경쟁력 확보를 위한 M&A에 적극적이다. 대규모 M&A과 같은 현금성 자산 활용 방안이 구체화될 경우, 동사의 기업가치 상승으로 연결될 전망이다.

**배당상향의 기대감은 낮출 필요가 있어..**

배당상향에 대한 기대감은 낮출 필요가 있어 보인다. 3분기 누적 동사의 순이익 중 미실현이익이 약 30%를 차지하기 때문이다. 미실현이익의 경우 배당가능이익에서 제외되기 된다. 이에 따라 2018년 DPS를 8,000원에서 7,000원으로 하향한다. 그럼에도 여전히 현 주가기준 배당수익률은 3.5%로 유통업종 내 배당매력이 가장 높다.

**투자의견 BUY, 목표주가 24.5만원 유지**

동사의 현 주가는 12MF EV/EBITDA(당사 전망치 기준) 2.4배 수준에 불과하다. 또한 3.5%의 높은 배당수익률을 고려할 경우, 충분히 주가의 하방 경직성은 확보된 상황이다. 이에 작은 호재에도 민감하게 반응할 수 있을 전망이다. 투자의견 BUY, 목표주가 24.5만원을 유지한다.

[표 1] 3 분기 실적과 컨센서스 (단위: 억원)

	3Q17	2Q18	3Q18P	YoY	QoQ	Consensus	대비
취급고	9,467	11,144	9,572	1.1%	-14.1%	10,249	-6.6%
영업이익	303	346	306	1.0%	-11.6%	321	-4.5%
법인세차감전이익	329	504	358	8.9%	-29.0%	357	0.3%
당기순이익	248	382	249	0.5%	-34.8%	274	-9.2%

자료: GS 홈쇼핑 유안타증권 리서치센터

[표 2] GS 홈쇼핑 실적 추이 및 전망 (별도기준) (단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
취급고	9,889	9,866	9,467	9,999	10,749	11,144	9,572	11,227	39,221	42,692	45,669
YoY	8.6%	10.6%	8.2%	0.8%	8.7%	13.0%	1.1%	12.3%	6.9%	8.8%	7.0%
TV	4,904	4,800	4,340	4,386	4,714	4,548	3,796	4,298	18,430	17,356	16,662
모바일	3,551	3,779	3,895	4,336	4,663	5,037	4,690	5,637	15,561	20,027	24,032
인터넷	950	921	865	862	896	878	703	836	3,598	3,313	3,214
카탈로그	163	164	156	152	146	151	136	140	635	573	527
기타	320	203	211	263	330	530	247	316	997	1,423	1,234
매출액	2,704	2,635	2,502	2,675	2,578	2,685	2,491	2,760	10,516	10,514	11,132
매출총이익	2,568	2,502	2,352	2,404	2,023	2,076	1,959	2,133	9,826	8,191	8,677
영업이익	440	312	303	390	310	346	306	435	1,445	1,397	1,526
YoY	37.1%	14.3%	25.7%	-13.5%	-29.5%	10.9%	1.0%	11.5%	12.4%	-3.3%	9.2%
영업이익률	4.4%	3.2%	3.2%	3.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.9%	3.7%	3.3%	3.3%

자료: GS 홈쇼핑, 유안타증권 리서치센터

GS 홈쇼핑 (028150) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	10,652	10,517	10,515	11,132	11,718
매출원가	943	691	2,324	2,455	2,592
매출총이익	9,709	9,826	8,191	8,677	9,125
판매비	8,422	8,381	6,794	7,151	7,490
영업이익	1,286	1,445	1,397	1,526	1,635
EBITDA	1,521	1,655	1,589	1,726	1,841
영업외손익	78	-71	445	305	348
외환관련손익	1	-4	-1	-2	-2
이자손익	135	130	122	147	189
관계기업관련손익	-96	-190	131	0	0
기타	38	-7	192	160	160
법인세비용차감전순이익	1,364	1,374	1,842	1,831	1,983
법인세비용	330	404	463	439	476
계속사업순이익	1,035	970	1,379	1,392	1,507
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,035	970	1,379	1,392	1,507
지배지분순이익	1,035	970	1,379	1,392	1,507
포괄순이익	1,100	939	1,379	1,395	1,510
지배지분포괄이익	1,100	939	1,379	1,395	1,510

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,118	7,336	7,600	8,132	8,761
현금및현금성자산	1,660	1,861	2,521	3,033	3,643
매출채권 및 기타채권	498	677	479	488	497
재고자산	96	243	153	163	173
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
자산총계	13,552	14,248	14,612	15,584	16,647
유동부채	3,578	3,364	3,449	3,448	3,454
매입채무 및 기타채무	2,642	2,288	2,467	2,466	2,472
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
부채총계	3,636	3,417	3,485	3,484	3,489
지배지분	9,916	10,832	11,127	12,100	13,158
자본금	328	328	328	328	328
자본잉여금	799	1,105	1,105	1,105	1,105
이익잉여금	9,130	9,673	10,637	11,606	12,661
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,916	10,832	11,127	12,100	13,158
순차입금	-7,429	-6,336	-6,873	-7,386	-7,996
총차입금	4	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,912	748	1,063	839	978
당기순이익	1,035	970	1,379	1,392	1,507
감가상각비	118	111	106	116	123
외환손익	0	3	3	2	2
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	457	-616	-129	-421	-411
기타현금흐름	302	279	-295	-249	-243
투자활동 현금흐름	-1,555	-618	154	-640	-640
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
재무활동 현금흐름	-511	74	-1,283	-422	-452
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-323	-427	-410	-422	-452
기타현금흐름	-188	501	-873	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-2	726	735	725
현금의 증감	-154	202	659	512	610
기초 현금	1,814	1,660	1,861	2,521	3,033
기말 현금	1,660	1,861	2,521	3,033	3,643
NOPLAT	1,286	1,445	1,397	1,526	1,635
FCF	1,408	293	629	618	717

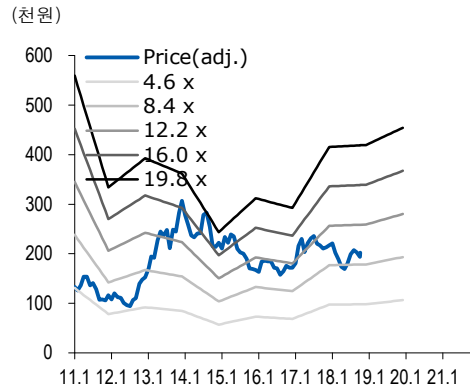
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

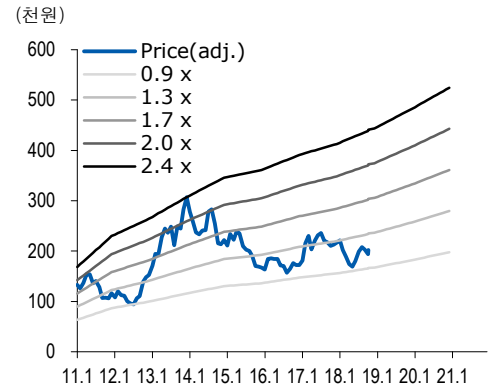
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	15,770	14,782	21,011	21,204	22,967
BPS	162,566	171,643	184,457	200,576	218,113
EBITDAPS	23,172	25,223	24,207	26,293	28,054
SPS	162,309	160,253	160,230	169,626	178,554
DPS	7,000	6,500	7,000	7,500	8,000
PER	11.1	14.5	9.6	9.5	8.8
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.6	4.6	4.0	3.4	2.9
PSR	1.1	1.3	1.3	1.2	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-2.4	-1.3	0.0	5.9	5.3
영업이익 증가율 (%)	14.4	12.3	-3.3	9.2	7.2
지배순이익 증가율 (%)	28.1	-6.3	42.1	0.9	8.3
매출총이익률 (%)	91.1	93.4	77.9	77.9	77.9
영업이익률 (%)	12.1	13.7	13.3	13.7	14.0
지배순이익률 (%)	9.7	9.2	13.1	12.5	12.9
EBITDA 마진 (%)	14.3	15.7	15.1	15.5	15.7
ROIC	-402.7	-419.9	1,588.4	655.1	318.0
ROA	8.0	7.0	9.6	9.2	9.4
ROE	10.8	9.4	12.6	12.0	11.9
부채비율 (%)	36.7	31.5	31.3	28.8	26.5
순차입금/자기자본 (%)	-74.9	-58.5	-61.8	-61.0	-60.8
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

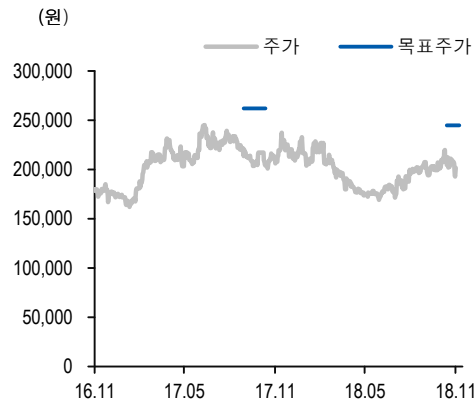
P/E band chart



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
2018-11-05	BUY	245,000	1년		
2018-10-15	BUY	245,000	1년		
2018-01-04	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-25.99	-12.71
2017-08-30	BUY	262,000	1년	-21.60	-6.41
2017-01-04	담당자 변경 1년 경과 이후		1년		
2016-01-04	BUY	230,000	1년	-24.15	-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)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-01

※해의 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 기존 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 투자의사결정은 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.