

GS홈쇼핑 (028150)

소매/유통



이진협

02 3770 5659

jinyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	215,000원 (D)
현재주가 (1/31)	190,000원
상승여력	13%

시가총액	12,469억원
총발행주식수	6,562,500주
60일 평균 거래대금	27억원
60일 평균 거래량	14,312주
52주 고	227,000원
52주 저	169,200원
외인지분율	31.87%
주요주주	GS 36.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.8	(2.0)	(14.0)
상대	(0.3)	(11.3)	9.6
절대(달러환산)	6.1	0.4	(17.5)

4Q 리뷰 : 컨센서스 대비 부진했던 성장률

4Q18 Review : 컨센서스 대비 부진했던 성장률

4분기 별도 취급고 11,015억원(+10.2 YoY, +15.1% QoQ), 영업이익 411억원(+5.4% YoY, +34.3% QoQ)를 기록하며, 영업이익 컨센서스(420억원)을 소폭 하회하였다. ①추석 시점 차에도 불구하고 취급고 성장률이 +10.2% YoY에 불과했던 것과 ②홈쇼핑 송출수수료가 예상보다 많은 20억원이 반영되었던 점이 실적 부진의 원인이었다.

취급고 성장률 부진은 전 부문에 걸쳐서 나타났다. 부문별 취급고 성장률은 TV -7.7% YoY, T커머스 +11.2% YoY, 모바일 +31.2% YoY이었다. 언뜻 보기엔 훌륭한 성장률을 기록한 것처럼 보이지만 추석시점 차가 반영되어 3분기 취급고가 일부 이연되었다는 점을 고려할 때는 부진한 성적표이다. 취급고 성장률의 부진은 17년대비 따뜻했던 기후의 영향으로 아웃도어 매출이 부진했던 것에 기인한다.

동사의 4분기 실적에서 긍정적인 부분은 ①무형자산 매출의 회복과 ②PB 매출 호조세이다. 무형자산은 시간당 이익이 타 상품에 비해 높다는 점에서 3분기에 이어 4분기까지 매출이 부진이 지속되었을 경우, 감익에 대한 부담으로 작용할 수 있었다. SJ WANI, SOUL 등 의류 PB 브랜드의 매출 호조는 향후 동사의 수익성에 긍정적으로 작용할 전망이다.

4분기에도 연간 할인권 환입액은 +41억원 반영되었다. 일회성 영업외 손익은 비유동금융자산 평가이익 +9억원, 종속/관계기업(러시아 등) 손상차손 -103억원이 반영되었다.

2019년 감익의 기로에 서있다.

18년 1분기부터 반영되었던 연간 할인권 환입(18년간 155억원)이 4분기를 마지막으로 중단된다는 점이 19년 실적에 부담이 되는 상황이다. 더욱이 19년에도 5% 내외의 송출수수료 인상이 불가피하다. 9% 수준의 Organic 성장이 나타나지 않는다면 감익은 불가피하다.

당사는 9% 수준의 성장률에 대해선 회의적이다. TV 플랫폼의 성장률 둔화는 지속될 수 밖에 없는 상황에서 지난해 모바일 부문의 30% 수준의 성장률이 부담스럽다는 판단이다. 또한 T커머스 부문의 성장률 둔화세도 지속되고 있는 상황이다. 이에 따라 당사는 19년 동사의 실적 감익은 불가피할 것으로 전망한다. Organic 성장 외에 추가적인 성장 여력이 절실히 필요한 때이다.

GS홈쇼핑에 대해 투자의견 Buy를 유지하되, 목표주가는 19년 감익을 고려하여 21.5만원으로 하향 조정한다

Quarterly earning forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,981	11.5	19.7	2,723	9.5
영업이익	411	5.5	34.3	420	-2.2
세전계속사업이익	313	-23.9	-12.4	450	-30.4
지배순이익	210	-34.2	-15.7	349	-39.9
영업이익률 (%)	13.8	-0.8 %pt	+1.5 %pt	15.4	-1.6 %pt
지배순이익률 (%)	7.0	-4.9 %pt	-3.0 %pt	12.8	-5.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	10,652	10,517	10,735	10,876
영업이익	1,286	1,445	1,373	1,296
지배순이익	1,035	970	1,206	1,336
PER	11.1	14.5	9.8	8.7
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.6	4.6	3.7	3.6
ROE	10.8	9.4	11.1	11.7

자료: 유안타증권

GS홈쇼핑 NAV Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	19E	20E	12M Forward	Target EV/EBITDA	비고
EBITDA	1,479	1,792	1,531	3	
영업가치	4,594				
투자자산	1,608			3Q18 장부가액, 20% 할인	
순현금	6,797			별도 기준	
현금성자산	6,797			3Q18 기준 현금성 자산 + 단기금융기관예치금	
적정 시가총액	12,998				
발행주식수	6,052			자사주 제외	
적정 주당가치	214.766				

자료: 유안타증권 리서치센터

GS홈쇼핑 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
취급고	10,749	11,144	9,572	11,015	11,316	11,593	10,781	12,004	39,221	42,480	45,695
YoY	8.7%	13.0%	1.1%	10.2%	5.3%	4.0%	12.6%	9.0%	6.9%	8.3%	7.6%
TV	4,714	4,548	3,796	4,050	4,478	4,321	3,834	3,929	18,430	17,108	16,561
모바일	4,663	5,037	4,690	5,690	5,596	6,044	5,863	6,828	15,561	20,080	24,331
인터넷	896	878	703	887	860	843	703	852	3,598	3,364	3,258
카달로그	146	151	136	152	131	136	122	137	635	585	527
기타	330	530	247	236	251	249	259	260	997	1,343	1,019
매출액	2,578	2,685	2,491	2,981	2,732	2,770	2,565	2,809	10,516	10,735	10,876
매출총이익	2,023	2,076	1,959	2,146	2,094	2,125	2,048	2,221	9,826	8,204	8,488
영업이익	310	346	306	411	292	315	287	402	1,445	1,373	1,296
YoY	-29.5%	10.9%	1.0%	5.4%	-5.8%	-9.1%	-6.1%	-2.1%	12.4%	-5.0%	-5.6%
영업이익률	2.9%	3.1%	3.2%	3.7%	2.6%	2.7%	2.7%	3.4%	3.7%	3.2%	2.8%

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	10,735	10,876	11,427
매출원가	943	691	2,532	2,389	2,322
매출총이익	9,709	9,826	8,203	8,488	9,106
판관비	8,422	8,381	6,830	7,191	7,507
영업이익	1,286	1,445	1,373	1,296	1,598
EBITDA	1,521	1,655	1,558	1,479	1,792
영업외손익	78	-71	279	462	521
외환관련손익	1	-4	-1	1	1
이자손익	135	130	124	142	183
관계기업관련손익	-96	-190	-174	0	0
기타	38	-7	330	319	337
법인세비용차감전순손익	1,364	1,374	1,652	1,758	2,119
법인세비용	330	404	446	422	509
계속사업순손익	1,035	970	1,206	1,336	1,611
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,035	970	1,206	1,336	1,611
지배지분순이익	1,035	970	1,206	1,336	1,611
포괄순이익	1,100	939	1,212	1,352	1,626
지배지분포괄이익	1,100	939	1,212	1,352	1,626

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,118	7,336	7,948	8,314	8,967
현금및현금성자산	1,660	1,861	2,036	2,421	3,056
매출채권 및 기타채권	498	677	849	840	849
재고자산	96	243	166	156	165
비유동자산	5,434	6,912	6,899	7,429	7,948
유형자산	2,037	2,204	2,554	2,761	2,961
관계기업등 지분관련자산	1,354	1,903	2,088	2,401	2,714
기타투자자산	1,630	2,473	1,971	1,971	1,971
자산총계	13,552	14,248	14,848	15,743	16,915
유동부채	3,578	3,364	3,861	3,827	3,825
매입채무 및 기타채무	2,642	2,288	2,948	2,914	2,912
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	59	52	54	54	54
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,636	3,417	3,915	3,882	3,880
지배지분	9,916	10,832	10,932	11,862	13,035
자본금	328	328	328	328	328
자본잉여금	799	1,105	1,105	1,105	1,105
이익잉여금	9,130	9,673	10,463	11,377	12,536
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,916	10,832	10,932	11,862	13,035
순차입금	-7,429	-6,336	-6,754	-7,138	-7,773
총차입금	4	0	0	0	0

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,912	748	1,087	897	1,192
당기순이익	1,035	970	1,206	1,336	1,611
감가상각비	118	111	103	113	120
외환손익	0	3	3	-1	-1
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	457	-616	17	-348	-347
기타현금흐름	302	279	-242	-203	-191
투자활동 현금흐름	-1,555	-618	-150	-713	-713
투자자산	-163	-1,195	-449	-313	-313
유형자산 증가 (CAPEX)	-259	-321	-497	-320	-320
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,134	897	795	-80	-80
재무활동 현금흐름	-511	74	-1,120	-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	-710	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-2	359	623	609
현금의 증감	-154	202	175	385	635
기초 현금	1,814	1,660	1,861	2,036	2,421
기말 현금	1,660	1,861	2,036	2,421	3,056
NOPLAT	1,286	1,445	1,373	1,296	1,598
FCF	1,408	293	707	500	741

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

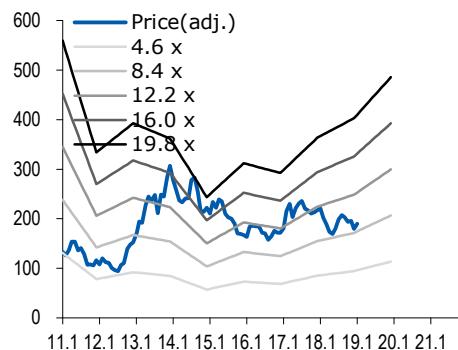
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	15,770	14,782	18,370	20,365	24,543
BPS	162,566	171,643	181,219	196,660	216,120
EBITDAPS	23,172	25,223	23,739	22,540	27,306
SPS	162,309	160,253	163,586	165,731	174,129
DPS	7,000	6,500	7,000	7,500	8,000
PER	11.1	14.5	9.8	8.7	7.2
PBR	1.1	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.6	4.6	3.7	3.6	2.6
PSR	1.1	1.3	1.1	1.1	1.0
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-2.4	-1.3	2.1	1.3	5.1
영업이익 증가율 (%)	14.4	12.3	-5.0	-5.6	23.3
지배순이익 증가율 (%)	28.1	-6.3	24.3	10.9	20.5
매출총이익률 (%)	91.1	93.4	76.4	78.0	79.7
영업이익률 (%)	12.1	13.7	12.8	11.9	14.0
지배순이익률 (%)	9.7	9.2	11.2	12.3	14.1
EBITDA 마진 (%)	14.3	15.7	14.5	13.6	15.7
ROIC	-402.7	-419.9	1,651.5	570.1	302.2
ROA	8.0	7.0	8.3	8.7	9.9
ROE	10.8	9.4	11.1	11.7	12.9
부채비율 (%)	36.7	31.5	35.8	32.7	29.8
순차입금/자기자본 (%)	-74.9	-58.5	-61.8	-60.2	-59.6
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

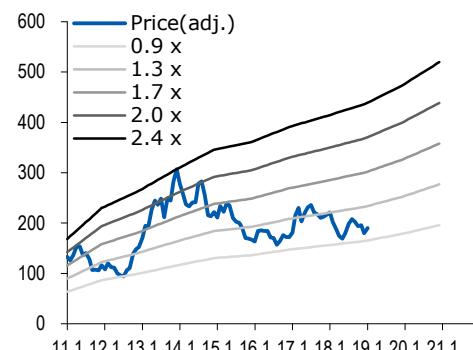
P/E band chart

(천원)



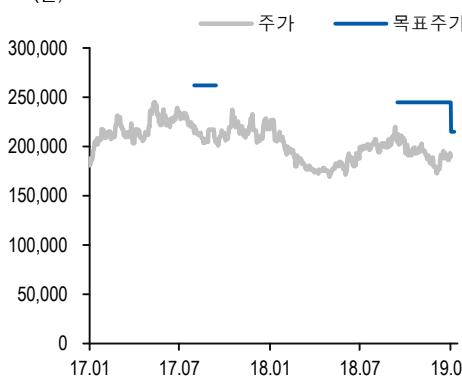
P/B band chart

(천원)



GS 홈쇼핑 (028150) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2019-02-01	BUY	215,000	1년			
2018-10-15	BUY	245,000	1년	-21.12	-13.27	
	담당자 변경					
2018-03-02	1년 경과 이후		1년	-27.97	-16.07	
2017-08-30	BUY	262,000	1년	-20.96	-6.41	
	담당자 변경					
2017-03-02	1년 경과 이후		1년			
2016-03-02	BUY	230,000	1년	-22.95	-5.43	

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	85.6
Hold(중립)	13.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-29

※ 해외 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 기준 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 투자 의사결정은 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.