

2019. 8. 9



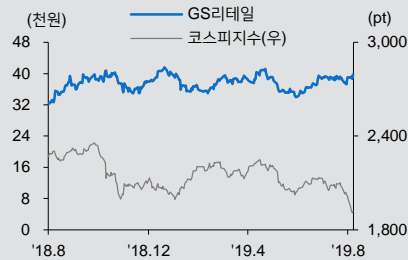
▲ 유통/화장품  
Analyst 양지혜  
02. 6454-4873  
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	50,000 원
현재주가 (8.8)	39,800 원
상승여력	25.6%
KOSPI	1,920.61pt
시가총액	30,646억원
발행주식수	7,700만주
유통주식비율	34.11%
외국인비중	20.30%
52주 최고/최저가	41,600원/32,700원
평균거래대금	53.9억원
주요주주(%)	
GS 외 1인	65.77
국민연금공단	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	11.8	21.7
상대주가	9.5	26.7	45.8

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	8,266.6	165.7	118.2	1,535	-57.9	26,369	26.3	1.5	9.8	5.9	112.8
2018	8,691.6	180.3	120.6	1,566	15.0	27,116	25.9	1.5	9.2	5.9	107.4
2019E	9,057.0	217.3	140.5	1,825	10.5	28,241	21.8	1.4	11.2	6.6	149.8
2020E	9,363.8	239.4	162.1	2,105	15.2	29,595	18.9	1.3	10.5	7.3	140.9
2021E	9,750.9	253.5	185.3	2,407	14.3	31,202	16.5	1.3	9.9	7.9	135.2

# GS리테일 007070

## 편의점 수익성 개선으로 호실적 달성

- ✓ 2Q 매출액 2.3조원 (+4.9% YoY), 영업이익 770억원 (+38.1% YoY) 기록
- ✓ 직접적인 매장 투자에 대한 회수기에 진입하면서 편의점 이익률 +1.0%pt 상승
- ✓ 슈퍼사업부와 기타사업부 부진, 호텔사업부와 라블라 (H&B스토어)는 개선
- ✓ 운영 효율성과 상품 경쟁력에서 우위에 있는 편의점 상위업체로의 집중도 강화
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 50,000원으로 상향

### 2Q 편의점 호실적으로 어닝 서프라이즈

GS리테일의 2분기 실적은 매출액 2.3조원 (+4.9% YoY), 영업이익 770억원 (+38.1% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (영업이익 644억원) 대비 대폭 상회했다. 영업이익이 예상치를 크게 상회한 이유는 편의점의 수익성 개선폭 예상보다 훨씬 컸기 때문이다. 2분기 편의점의 점포 수는 +4.7% YoY, 기존점성장률은 0.5%를 기록했으며 직접적인 매장 투자에 대한 회수기에 진입하면서 영업이익률 개선세 (+1.0%pt)가 뚜렷하게 나타났다. 6월부터 신가맹 점포가 본격적으로 확대되면서 동업계 대비 점당 매출액이 높고 시스템 지원이 강한 GS리테일로의 전환이 더욱 늘어날 전망이다. 슈퍼사업부와 기타사업부는 온라인과의 경쟁 심화 및 신규 투자 확대로 부진했다. 호텔사업부는 투숙률 상승으로 이익이 +17.4% YoY 증가했고 라블라라는 구조조정 효과로 기존점성장률이 개선되고 손실폭이 30억원 감소했다.

### 편의점 Consolidation (통합)으로 상위업체 집중도 강화 예상

과거 유통업체들의 성장 스토리와 주가 프리미엄 상승은 Consolidation에 의해 이루어 졌다. 2014년 이마트의 편의점 진출과 함께 2015년 담뱃값 인상으로 국내 편의점 수가 급증했으나 2017년 이후 가파른 최저임금 인상과 함께 점포 순증이 둔화하기 시작하면서 본부 임차 비중이 높은 GS리테일의 점포 투자에 대한 부담이 크게 완화되었다. 2019년 편의점 기존점성장률은 예상보다 부진하지만 상위업체와 하위업체간의 점포 순증 격차가 확대되면서 운영 효율성과 상품 경쟁력에서 절대적으로 우위에 있는 GS리테일의 수혜가 기대된다. 나아가 편의점은 온라인과 함께 유일하게 비중이 확대되고 있는 오프라인 유통 채널로서 GS리테일의 편의점과 슈퍼의 통합 구매 영향력도 강화되고 있다. 따라서 GS리테일에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 편의점 이익 추정치 조정을 반영하여 적정주가를 48,000원에서 50,000원으로 상향한다.

(십억원)	2Q19	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,307.7	2,198.9	4.9	2,082.8	10.8	2,301.9	0.3	2,302.8	0.2
영업이익	77.0	55.7	38.1	21.4	259.8	66.3	16.1	64.4	19.6
지배주주순이익	52.7	44.2	19.3	7.6	593.4	45.6	15.6	45.4	16.1
영업이익률 (%)	3.3			1.0		2.9	0.4%p	2.8	0.5%p
지배주주순이익률 (%)	2.3			0.4		2.0	0.3%p	2.0	0.3%p

자료: GS리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	9,108.6	9,431.6	9,057.0	9,363.8	-0.6	-0.7
영업이익	210.4	235.6	217.3	239.4	3.3	1.6
지배주주순이익	142.1	166.5	140.5	162.1	-1.1	-2.6

자료: GS리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)		12MF	multiple	지분율	가치
영업가치	편의점	196.6	20	100.0	3,972
	슈퍼	-8.5	12	100.0	-102
	호텔	48.2	15	67.6	489
	H&B스토어	-11.2	20	100.0	-223
	<b>합</b>				<b>4,135</b>
				<b>순자산</b>	<b>가치</b>
자산가치	투자부동산				656
	<b>합</b>				<b>656</b>
순차입금 (연결)					930
적정가치 (NAV)					3,862
주식수 (천주)					77,000
<b>주당적정가치 (원)</b>					<b>50,150</b>

자료: GS리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 GS리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>8,266.6</b>	<b>1,994.8</b>	<b>2,198.9</b>	<b>2,325.4</b>	<b>2,172.5</b>	<b>8,691.6</b>	<b>2,082.8</b>	<b>2,307.7</b>	<b>2,414.0</b>	<b>2,252.5</b>	<b>9,056.9</b>
증가율 (% YoY)	11.7	8.1	5.3	2.9	4.8	5.1	4.4	4.9	3.8	3.7	4.2
편의점	6,278.0	1,479.2	1,669.7	1,756.5	1,645.6	6,551.0	1,556.9	1,758.0	1,840.5	1,721.5	6,876.9
증가율 (% YoY)	12.1	7.0	4.3	1.6	5.1	4.3	5.3	5.3	4.8	4.6	5.0
점포수 (개)	11,907	12,635	12,772	12,977	13,107	12,873	13,260	13,370	13,530	13,630	13,448
증가율 (% YoY)	16.9	12.6	8.5	6.4	5.5	8.1	4.9	4.7	4.3	4.0	4.5
점당매출액 (억원)	5.3	1.2	1.3	1.4	1.3	5.1	1.2	1.3	1.4	1.3	5.1
증가율 (% YoY)	-4.2	-4.9	-3.9	-4.5	-0.3	-3.5	0.3	0.6	0.5	0.6	0.5
기존점성장률 일반	2.4	1.0	1.0	2.0	2.0	1.5	1.0	0.0	0.5	0.5	0.5
기존점성장률 전체	-1.9	0.0	2.0	3.0	3.0	2.0	1.0	0.5	0.6	0.5	0.7
슈퍼마켓	1,459.9	364.8	373.2	409.0	359.9	1,506.9	375.9	384.7	409.0	360.8	1,530.4
증가율 (% YoY)	2.5	2.9	2.0	3.4	4.6	3.2	3.0	3.1	0.0	0.3	1.6
점포수 (개)	282	291	291	302	308	298	318	323	323	323	322
증가율 (% YoY)	-1.0	5.4	4.3	6.3	6.6	5.7	9.3	11.0	7.0	4.9	8.0
호텔사업부	245.2	66.7	73.0	69.9	79.9	289.5	67.4	76.6	72.7	82.3	299.0
증가율 (% YoY)	17.3	26.3	29.2	15.5	6.0	18.1	1.0	4.9	4.0	3.0	3.3
랄라블라 (H&B)	150.0	32.5	45.0	45.0	42.0	164.5	41.1	40.1	40.0	38.0	159.2
증가율 (% YoY)		30.0	50.0	12.5	-23.6	9.7	26.5	-10.9	-11.1	-9.5	-3.2
기타사업부	133.5	51.6	38.0	45.0	45.3	179.9	41.4	48.3	51.8	49.8	191.3
증가율 (% YoY)	-19.4	63.3	9.2	32.4	36.9	34.8	-19.8	27.1	15.0	10.0	6.3
<b>매출원가</b>	<b>6,707.3</b>	<b>1,581.4</b>	<b>1,727.4</b>	<b>1,826.0</b>	<b>1,718.0</b>	<b>6,852.8</b>	<b>1,647.0</b>	<b>1,800.0</b>	<b>1,885.3</b>	<b>1,772.7</b>	<b>7,105.0</b>
증가율 (% YoY)	11.5	5.0	1.8	-0.2	2.6	2.2	4.1	4.2	3.2	3.2	3.7
매출원가율 (%)	81.1	79.3	78.6	78.5	79.1	78.8	79.1	78.0	78.1	78.7	78.4
<b>매출총이익</b>	<b>1,559.3</b>	<b>413.4</b>	<b>471.5</b>	<b>499.4</b>	<b>454.5</b>	<b>1,838.8</b>	<b>435.8</b>	<b>507.7</b>	<b>528.7</b>	<b>479.8</b>	<b>1,951.9</b>
증가율 (% YoY)	12.4	21.9	20.3	16.1	14.2	17.9	5.4	7.7	5.9	5.6	6.1
매출총이익률 (%)	18.9	20.7	21.4	21.5	20.9	21.2	20.9	22.0	21.9	21.3	21.6
<b>판관비</b>	<b>1,393.6</b>	<b>391.6</b>	<b>415.8</b>	<b>422.0</b>	<b>429.2</b>	<b>1,658.6</b>	<b>414.4</b>	<b>430.7</b>	<b>442.4</b>	<b>447.1</b>	<b>1,734.6</b>
증가율 (% YoY)	19.2	25.1	22.7	12.6	16.9	19.0	5.8	3.6	4.8	4.2	4.6
판관비율 (%)	16.9	19.6	18.9	18.1	19.8	19.1	19.9	18.7	18.3	19.9	19.2
<b>영업이익</b>	<b>165.8</b>	<b>21.6</b>	<b>55.7</b>	<b>77.6</b>	<b>25.3</b>	<b>180.3</b>	<b>21.4</b>	<b>77.0</b>	<b>86.3</b>	<b>32.7</b>	<b>217.3</b>
증가율 (% YoY)	-24.0	-17.2	5.0	39.6	-18.4	8.7	-0.9	38.1	11.1	29.1	20.6
영업이익률 (%)	2.0	1.1	2.5	3.3	1.2	2.1	1.0	3.3	3.6	1.4	2.4
편의점	208.9	19.9	65.3	76.4	30.6	192.2	26.8	86.8	92.0	34.4	240.1
증가율 (% YoY)	-2.0	-37.2	1.7	0.7	-17.5	-8.0	34.7	32.9	20.5	12.5	24.9
이익률 (%)	3.3	1.3	3.9	4.3	1.9	2.9	1.7	4.9	5.0	2.0	3.5
슈퍼마켓	-13.2	1.0	1.1	5.7	-9.8	-2.0	-4.8	-1.1	1.0	-10.0	-14.9
증가율 (% YoY)	적지	흑전	흑전	137.5	적지	적지	적전	적전	-82.5	적지	적지
이익률 (%)	-0.9	0.3	0.3	1.4	-2.7	-0.1	-1.3	-1.5	-1.5	-1.5	-1.0
호텔사업부	29.1	14.6	10.9	14.0	17.9	57.4	14.0	12.8	15.0	18.3	60.0
증가율 (% YoY)	144.5	231.8	흑전	66.7	4.7	97.3	-4.1	17.4	7.0	2.0	4.6
이익률 (%)	11.9	21.9	14.9	20.0	22.4	19.8	20.8	16.7	20.6	22.2	20.1
랄라블라 (H&B)	-18.5	-6.0	-7.0	-7.0	-6.0	-26.0	-3.9	-4.2	-4.5	-4.0	-16.6
증가율 (% YoY)		적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
이익률 (%)	-12.3	-18.5	-15.6	-15.6	-14.3	-15.8	-9.5	-10.5	-11.3	-10.5	-10.4
기타사업부	-47.8	-7.9	-14.5	-11.5	-7.4	-41.3	-10.7	-17.3	-17.2	-6.0	-51.3
증가율 (% YoY)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
이익률 (%)	-35.8	-15.3	-38.2	-25.6	-16.3	-23.0	-25.8	-35.8	-33.3	-12.1	-26.8

자료: GS리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

## GS 리테일 (007070)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>8,266.6</b>	<b>8,691.6</b>	<b>9,057.0</b>	<b>9,363.8</b>	<b>9,750.9</b>
매출액증가율 (%)	11.7	5.1	4.2	3.4	4.1
매출원가	6,707.3	6,852.9	7,105.1	7,320.2	7,615.5
매출총이익	1,559.3	1,838.8	1,951.9	2,043.6	2,135.5
판매관리비	1,393.6	1,658.5	1,734.6	1,804.2	1,881.9
<b>영업이익</b>	<b>165.7</b>	<b>180.3</b>	<b>217.3</b>	<b>239.4</b>	<b>253.5</b>
영업이익률	2.0	2.1	2.4	2.6	2.6
금융손익	-1.2	-3.2	-24.8	-24.8	-3.1
종속/관계기업손익	0.6	-1.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	24.0	3.6	5.0	10.0	9.0
세전계속사업이익	189.2	179.6	197.6	224.6	259.5
법인세비용	74.1	47.2	51.4	56.2	66.9
<b>당기순이익</b>	<b>115.1</b>	<b>132.3</b>	<b>146.2</b>	<b>168.5</b>	<b>192.6</b>
지배주주지분 순이익	118.2	120.6	140.5	162.1	185.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>442.2</b>	<b>324.8</b>	<b>469.6</b>	<b>443.3</b>	<b>470.4</b>
당기순이익(손실)	115.1	132.3	146.2	168.5	192.6
유형자산상각비	224.6	250.3	235.4	228.9	223.7
무형자산상각비	46.5	50.7	16.4	14.7	13.3
운전자본의 증감	59.5	-169.0	73.5	33.0	42.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-423.3</b>	<b>-384.9</b>	<b>-1,317.6</b>	<b>-201.9</b>	<b>-202.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-380.9	-287.6	-215.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-73.4	-58.9	-1.1	-0.9	-1.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>28.2</b>	<b>31.2</b>	<b>1,018.4</b>	<b>-179.9</b>	<b>-103.8</b>
차입금의 증감	167.7	84.5	1,068.4	-126.0	-46.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.7	-29.0	170.4	61.5	163.8
기초현금	44.0	90.7	61.8	232.1	293.6
기말현금	90.7	61.8	232.1	293.6	457.4

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>743.0</b>	<b>709.5</b>	<b>916.8</b>	<b>1,001.2</b>	<b>1,193.8</b>
현금및현금성자산	90.7	61.8	232.1	293.6	457.4
매출채권	187.1	179.0	190.7	197.2	205.4
재고자산	230.6	224.6	237.2	245.2	255.3
<b>비유동자산</b>	<b>4,349.3</b>	<b>4,389.4</b>	<b>5,453.7</b>	<b>5,411.0</b>	<b>5,375.2</b>
유형자산	2,392.6	2,346.6	2,326.2	2,297.3	2,273.6
무형자산	170.8	165.3	148.9	134.2	120.9
투자자산	130.3	188.1	189.1	190.0	191.2
<b>자산총계</b>	<b>5,092.3</b>	<b>5,098.9</b>	<b>6,370.5</b>	<b>6,412.1</b>	<b>6,569.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,795.6</b>	<b>1,720.4</b>	<b>1,637.0</b>	<b>1,556.2</b>	<b>1,564.4</b>
매입채무	480.5	398.9	458.2	473.7	493.3
단기차입금	235.0	595.2	445.2	345.2	325.2
유동성장기부채	311.5	60.5	55.5	50.5	45.5
<b>비유동부채</b>	<b>903.3</b>	<b>920.1</b>	<b>2,182.9</b>	<b>2,194.6</b>	<b>2,212.2</b>
사채	109.8	109.9	104.9	99.9	94.9
장기차입금	154.7	165.0	160.0	155.0	150.0
<b>부채총계</b>	<b>2,698.9</b>	<b>2,640.5</b>	<b>3,819.9</b>	<b>3,750.8</b>	<b>3,776.6</b>
자본금	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
자본잉여금	155.5	155.5	155.5	155.5	155.5
기타포괄이익누계액	-3.5	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
이익잉여금	1,801.7	1,859.8	1,946.4	2,050.7	2,174.4
비지배주주지분	363.0	370.4	376.1	382.5	389.8
<b>자본총계</b>	<b>2,393.3</b>	<b>2,458.4</b>	<b>2,550.6</b>	<b>2,661.4</b>	<b>2,792.4</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	107,358	112,878	117,623	121,608	126,635
EPS(지배주주)	1,535	1,566	1,825	2,105	2,407
CFPS	6,708	7,232	6,156	6,404	6,486
EBITDAPS	5,673	6,251	6,091	6,274	6,370
BPS	26,369	27,116	28,241	29,595	31,202
DPS	600	650	700	750	800
배당수익률(%)	1.5	1.6	1.8	1.9	2.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	26.3	25.9	21.8	18.9	16.5
PCR	6.0	5.6	6.5	6.2	6.1
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
EBITDA	436.8	481.3	469.0	483.1	490.5
EV/EBITDA	9.8	9.2	11.2	10.5	9.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.9	5.9	6.6	7.3	7.9
EBITDA 이익률	5.3	5.5	5.2	5.2	5.0
부채비율	112.8	107.4	149.8	140.9	135.2
금융비용부담률	0.3	0.3	0.7	0.9	0.8
이자보상배율(x)	5.9	6.1	3.4	2.9	3.2
매출채권회전율(x)	48.5	47.5	49.0	48.3	48.4
재고자산회전율(x)	42.9	38.2	39.2	38.8	39.0

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**GS 리테일 (007070) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.10.16	기업브리프	Trading Buy	40,000	양지혜	-5.0	8.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	46,000	양지혜	-14.4	-6.6	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	43,000	양지혜	-20.1	-15.6	
2018.04.13	기업브리프	Trading Buy	43,000	양지혜	-15.3	2.2	
2018.08.10	기업브리프	Buy	43,000	양지혜	-14.2	2.2	
2018.11.02	기업브리프	Buy	48,000	양지혜	-21.9	-21.9	
2018.11.05	산업분석	Buy	48,000	양지혜	-25.1	-21.9	
2018.11.19	산업분석	Buy	48,000	양지혜	-20.8	-13.3	
2019.01.04	기업브리프	Buy	48,000	양지혜	-20.9	-13.3	
2019.05.03	기업브리프	Buy	48,000	양지혜	-21.6	-13.3	
2019.07.18	기업브리프	Buy	48,000	양지혜	-21.5	-13.3	
2019.08.09	기업브리프	Buy	50,000	양지혜	-	-	