



GS리테일 (007070)

구조적 밸류에이션 상향에 대한 고민이 필요

▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

BUY (유지)

목표주가(상향): 60,000원

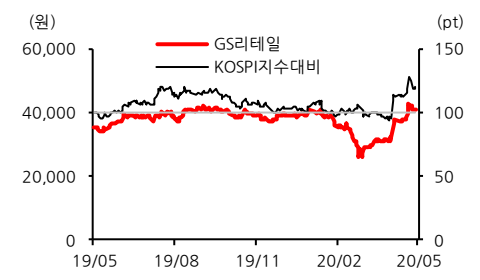
현재 주가(5/22)	40,800원
상승여력	▲ 47.1%
시가총액	31,416억원
발행주식수	77,000천주
52 주 최고가 / 최저가	42,800 / 25,950원
90 일 일평균 거래대금	119.44억원
외국인 지분율	17.8%
주주 구성	
GS (외 2 인)	65.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
GS 리테일우리스사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	31.8	12.4	3.7	16.1
상대수익률(KOSPI)	27.9	21.3	10.0	20.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,007	9,428	10,044	10,539
영업이익	239	348	345	377
EBITDA	898	639	630	656
지배주주순이익	133	228	224	250
EPS	1,729	2,966	2,913	3,241
순차입금	2,696	2,330	2,218	2,205
PER	22.7	13.8	14.0	12.6
PBR	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.4	8.6	8.5	8.2
배당수익률	1.8	1.8	2.0	2.1
ROE	6.2	10.1	9.2	9.5

주가 추이



GS 리테일에 대한 Top Pick 의견을 유지합니다.

유사업종 전환율 증가 중, 구조적 유통망 확대 가능성

편의점 산업은 구조적으로 유통망 확대가 가능할 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 근거는 1) 유사업종 전환율 비중이 2018년 이후 구조적으로 증가하고 있고, 2) 코로나 19에 따른 실업자 증가로 창업 수요 확대가 기대되며, 3) 부진한 업황에도 불구하고 편의점 가맹점주 실적이 견조한 것을 증명하였기 때문이다.

1분기 편의점 유사업종 전환율은 40%를 상회하는 것으로 파악된다. 2017년 이후 지속적으로 증가하고 있는 추세이다. 이는 여러가지 이유가 있지만, ▶ 최저임금 및 임대료 인상 등 고정비 부담이 가중되고 있고, ▶ 상품경쟁력 차이가 발생하고 있으며, ▶ 소비자 트래픽이 감소하는 것이 원인으로 분석한다. 동 수치의 변화는 상당히 중요한 부분이다. 개인자영업자 부담이 증가하면서 대형업체 위주로 전환되는 여러가지 요인이 발생하고 있기 때문이다.

감가상각비 축소, 이를 활용한 콘텐츠 경쟁력 확대에 집중

동사의 상품 경쟁력은 더욱 강화될 가능성이 높다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 본부임차 가맹점 상각비 종료에 따라 비용적 부담이 완화되고 있고, 2) GS슈퍼마켓과의 구매 통합에 따른 상품군 확대와, 3) 안정적인 유통망 확대로 내부역량 강화에 집중할 수 있기 때문이다. 동사는 경쟁사대비 빠르게 카운터푸드 보급 및 도시락폐기 지원금을 통해 FF 비중을 늘려나갔다. 감가상각비 부담이 완화되는 시기에 진입한 만큼 과거보다 상품경쟁력 강화에 더욱 집중할 가능성이 높다.

밸류에이션 레벨업 가능

동사에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 60,000원으로 상향한다. 목표주가 조정은 PER 밸류에이션에서 EV/EBITDA 밸류에이션으로 전환함에 따라 이루어졌다. 목표주가 산정 방식을 전환한 이유는 1) 가맹본부 산업의 특성상 인프라 투자 마무리 국면에서 감가상각비 감소가 빠르게 이루어지고, 2) 실질 현금흐름과 영업이익의 비율이 크게 차이가 나기 때문이다. Target Multiple은 일본 프랜차이즈 평균 EV/EBITDA 9.6배에 10% 할인한 수치를 적용하였다.

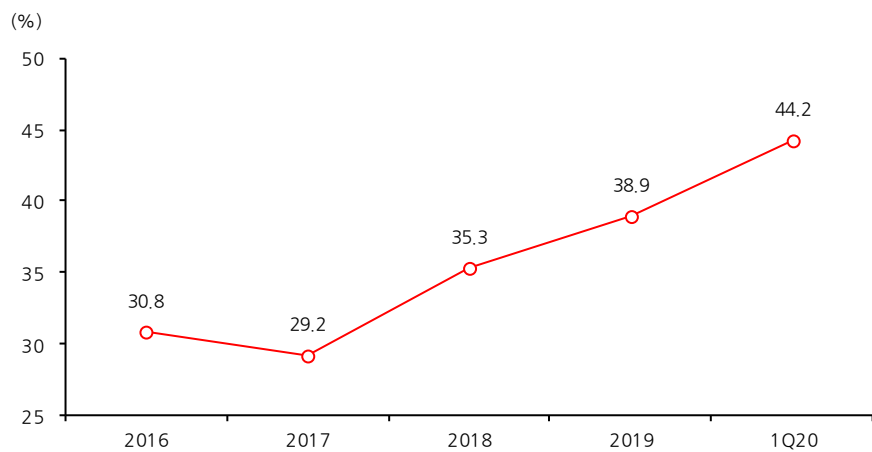
[표1] GS 리테일 분기 및 연간 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E
매출액	2,082.8	2,307.7	2,375.6	2,240.8	2,141.9	2,412.2	2,508.8	2,365.3	9,428.2	10,043.7	10,539.1
YoY, %	4.4	4.9	2.2	3.2	2.8	4.5	5.6	5.6	4.7	6.5	4.9
_편의점	1,556.9	1,758.0	1,817.8	1,723.7	1,602.8	1,892.0	1,983.4	1,884.2	7,362.4	7,861.6	8,270.2
_슈퍼마켓	375.9	384.7	389.3	325.5	345.1	369.1	368.5	302.6	1,385.4	1,376.1	1,419.3
_기타	82.5	88.4	93.8	104.7	148.7	93.7	100.9	113.3	456.6	491.3	528.6
_파르나스호텔	67.4	76.6	74.6	86.9	45.3	57.5	56.0	65.2	223.9	314.7	321.0
매출원가	1,646.9	1,801.8	1,846.4	1,777.5	1,636.9	1,876.5	1,945.9	1,809.0	7,268.3	7,790.9	8,158.7
YoY, %	4.1	4.3	1.1	4.7	-0.6	4.1	5.4	1.8	2.8	7.2	4.7
매출총이익	435.9	506.0	529.2	463.3	505.0	535.7	562.8	556.3	2,159.9	2,252.8	2,380.5
YoY, %	5.4	7.3	5.9	-2.3	15.9	5.9	6.4	20.1	11.7	4.3	5.7
매출총이익률, %	20.9	21.9	22.3	20.7	23.6	22.2	22.4	23.5	22.9	22.4	22.6
판매비	414.2	429.0	438.6	413.5	416.2	440.9	454.9	500.0	1,811.9	1,907.7	2,003.6
YoY, %	5.8	3.1	4.2	-7.9	0.5	2.8	3.7	20.9	6.9	5.3	5.0
_인건비	127.6	135.3	134.3	141.7	123.9	138.7	139.7	133.5	535.7	557.2	579.6
_감가상각비	55.6	57.0	57.6	44.9	55.4	55.4	55.4	55.4	221.5	228.1	235.0
_무형자산상각비	12.6	12.1	12.1	4.0	10.5	10.5	10.5	10.5	42.1	43.3	44.6
_지급임차료	56.0	51.9	69.8	1.7	59.7	56.0	75.5	67.6	258.7	277.3	292.5
_기타판매비	162.3	172.7	164.9	221.2	166.8	180.3	173.8	233.0	754.0	801.8	852.0
영업이익	21.4	76.9	90.6	49.8	88.8	94.8	108.0	56.3	348.0	345.0	376.8
YoY, %	-0.9	38.1	16.8	96.8	315.0	23.3	19.2	13.1	45.8	-0.8	9.2
영업이익률, %	1.0	3.3	3.8	2.2	4.1	3.9	4.3	2.4	3.7	3.4	3.6

자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 편의점 유사업종 전환율 가속화



자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 일본 대표 프랜차이즈 외식업체 EV/EBITDA 밸류에이션

(단위: 배)

연도	일본 맥도날드	스카이라	젠쇼 홀딩스	스시로	요시노야	이치반야	Create Restaurants	콜로와이드	사이제리아
FY2010	6.0		8.4		11.6	6.7	3.1	7.9	3.9
FY2011	5.4		7.0		6.5	6.2	3.0	9.0	3.5
FY2012	6.5		6.8		6.3	5.6	2.6	9.9	3.3
FY2013	13.7		9.1		8.8	10.2	5.1	12.4	4.3
FY2014	88.9	10.8	10.1		10.7	9.4	7.3	9.8	4.9
FY2015	n/a	10.6	13.4		9.0	11.7	7.4	17.1	8.8
FY2016	25.5	9.4	10.9		13.9	15.7	10.2	12.7	5.3
FY2017	23.2	10.3	10.7	10.7	14.5	n/a	10.6	17.2	6.9
FY2018	16.9	12.5	13.0	14.2	12.9	21.1	12.8	19.6	4.9
FY2019	17.5	9.6	13.4	12.5	19.9	23.8	17.9	18.9	5.4

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 국내 가맹본부 상장사 PER 밸류에이션

(단위: 배)

연도	BGF리테일	GS리테일	해마로푸드서비스	디딤
2015		25.2		
2016		13.4	17.9	99.0
2017		26.3	18.1	27.8
2018	22.9	25.9	11.7	36.5
2019E	19.3	22.7	21.4	50.3
2020E	17.4	15.5	9.9	n/a
2021E	15.1	13.7	11.5	n/a

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 국내 가맹본부 상장사 EV/EBITDA 밸류에이션

(단위: 배)

연도	BGF리테일	GS리테일	해마로푸드서비스	디딤
2015		13.5		
2016		10.4	8.9	
2017		10.0	10.5	17.8
2018	10.2	9.3	8.1	14.8
2019E	5.7	7.0	10.9	9.0
2020E	5.1	7.5	8.3	n/a
2021E	4.7	7.5	6.8	n/a

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	8,692	9,007	9,428	10,044	10,539
매출총이익	1,839	1,942	2,160	2,253	2,380
영업이익	180	239	348	345	377
EBITDA	481	898	639	630	656
순이자손익	-3	-30	-41	-43	-42
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	6	6	6
세전계속사업손익	180	200	300	295	328
당기순이익	132	144	228	224	250
지배주주순이익	121	133	228	224	250
증가율(%)					
매출액	5.1	3.6	4.7	6.5	4.9
영업이익	8.8	32.5	45.7	-0.8	9.2
EBITDA	10.2	86.6	-28.9	-1.4	4.2
순이익	15.0	8.5	59.0	-1.8	11.3
이익률(%)					
매출총이익률	21.2	21.6	22.9	22.4	22.6
영업이익률	2.1	2.7	3.7	3.4	3.6
EBITDA 이익률	5.5	10.0	6.8	6.3	6.2
세전이익률	2.1	2.2	3.2	2.9	3.1
순이익률	1.5	1.6	2.4	2.2	2.4

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	325	804	565	550	511
당기순이익	132	144	228	224	250
자산상각비	301	659	291	285	279
운전자본증감	-169	-85	14	15	-46
매출채권 감소(증가)	9	2	-13	-14	-40
재고자산 감소(증가)	8	42	-9	-10	-45
매입채무 증가(감소)	-82	-44	27	28	29
투자현금흐름	-385	-301	-151	-387	-444
유형자산처분(취득)	-268	-251	-357	-287	-296
무형자산 감소(증가)	-25	-1	6	6	6
투자자산 감소(증가)	-9	-30	-6	-6	-8
재무현금흐름	31	-507	-54	-58	-62
차입금의 증가(감소)	79	-452	0	0	0
자본의 증가(감소)	-47	-50	-54	-58	-62
배당금의 지급	47	50	54	58	62
총현금흐름	557	976	551	535	556
(-)운전자본증가(감소)	130	21	-14	-15	46
(-)설비투자	288	269	357	287	296
(+)자산매각	-6	17	6	6	6
Free Cash Flow	134	704	214	268	220
(-)기타투자	121	84	-206	99	146
잉여현금	12	620	420	169	75
NOPLAT	133	172	264	262	286
(+) Dep	301	659	291	285	279
(-)운전자본투자	130	21	-14	-15	46
(-)Capex	288	269	357	287	296
OpFCF	16	542	212	274	224

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	710	800	1,194	1,335	1,439
현금성자산	151	248	614	725	739
매출채권	266	267	280	294	335
재고자산	225	183	193	202	248
비유동자산	4,389	6,254	6,110	6,207	6,365
투자자산	1,878	3,821	3,621	3,725	3,877
유형자산	2,347	2,297	2,395	2,418	2,447
무형자산	165	136	94	64	42
자산총계	5,099	7,055	7,304	7,542	7,804
유동부채	1,720	1,777	1,819	1,862	1,908
매입채무	573	531	558	585	615
유동성이자부채	792	875	875	875	875
비유동부채	920	2,727	2,754	2,781	2,810
비유동이자부채	279	2,069	2,069	2,069	2,069
부채총계	2,641	4,504	4,572	4,644	4,718
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156	156
이익잉여금	1,860	1,952	2,127	2,293	2,481
자본조정	-4	-11	-5	-5	-5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,458	2,551	2,732	2,898	3,086

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,566	1,729	2,966	2,913	3,241
BPS	27,116	28,232	30,579	32,743	35,184
DPS	650	700	750	800	850
CFPS	7,232	12,680	7,151	6,954	7,227
ROA(%)	2.4	2.2	3.2	3.0	3.3
ROE(%)	5.9	6.2	10.1	9.2	9.5
ROIC(%)	4.2	4.1	5.3	5.3	5.6
Multiples(x, %)					
PER	25.9	22.7	13.8	14.0	12.6
PBR	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	5.6	3.1	5.7	5.9	5.6
EV/EBITDA	8.4	6.4	8.6	8.5	8.2
배당수익률	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1
안정성(%)					
부채비율	107.4	176.6	167.4	160.2	152.9
Net debt/Equity	37.4	105.7	85.3	76.5	71.4
Net debt/EBITDA	191.1	300.2	364.8	352.3	336.1
유동비율	41.2	45.0	65.7	71.7	75.4
이자보상배율(배)	6.1	3.3	3.6	3.6	3.9
자산구조(%)					
투하자본	61.8	55.8	53.8	52.9	52.8
현금+투자자산	38.2	44.2	46.2	47.1	47.2
자본구조(%)					
차입금	30.3	53.6	51.9	50.4	48.8
자기자본	69.7	46.4	48.1	49.6	51.2

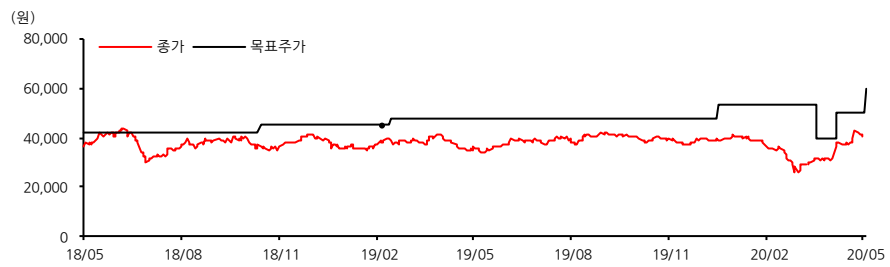
[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 05월 25일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[GS리테일 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.08.23	2018.11.05	2019.01.11	2019.02.01	2019.03.06
투자의견	투자등급변경	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		42,000	45,000	45,000	45,000	48,000
일 시	2019.05.07	2019.08.05	2019.08.09	2019.10.17	2020.01.08	2020.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	48,000	48,000	48,000	48,000	53,000	53,000
일 시	2020.04.09	2020.04.28	2020.05.25			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	40,000	50,000	60,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.05	Buy	45,000	-16.75	-7.56
2019.03.06	Buy	48,000	-19.34	-12.50
2020.01.08	Buy	53,000	-32.95	-22.64
2020.04.09	Buy	40,000	-20.42	-8.75
2020.04.28	Buy	50,000	-20.79	-14.40
2020.05.25	Buy	60,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%