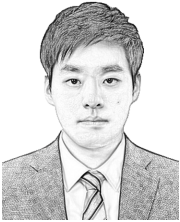


SK COMPANY Analysis



Analyst
유승우

yswbest@sk.com.kr
02-3773-9180

Company Data

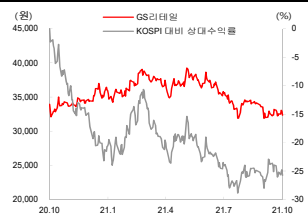
자본금	77 십억원
발행주식수	10,472 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	3,388 십억원
주요주주	
GS(외1)	57.90%

외국인지분률	9.60%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(21/10/28)	32,350 원
KOSPI	3009.55 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	39,250 원
52주 최저가	31,900 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	1.5%
6개월	-12.1%	-7.1%
12개월	-4.7%	-25.7%

GS 리테일 (007070/KS | 매수(유지) | T.P 45,000 원(하향))

라이더 확보가 관건

요기요 인수로 이커머스 기업들처럼 P/GMV 밸류에이션이 적절하다는 판단이며, 피어그룹과의 비교를 통해 산출한 동사의 커머스 사업부문 가치는 4.71 조원 수준임. 쿡커머스 GMV 성장을 위해서는 라이더 확보가 관건임. 현재 쿡커머스 대장 기업이라는 점에서 투자 의견 매수를 유지함. 그러나 이전 보고서 작성 당시보다 피어그룹의 2022 년 기준 P/GMV 가 하락한 점을 반영해 목표주가도 50,000 원에서 45,000 원으로 하향함

요기요 인수로 이커머스 기업처럼 평가해야 하며 라이더 확보가 관건

최근 동사는 요기요 인수금액을 확정 지은 바 있음. 이에 이커머스 기업들을 평가할 때 채택하는 P/GMV 밸류에이션을 제시함. 저스트잇테크어워드닷컴은 현재 다크 스토어를 운영하고 있지 않다는 점에서 피어그룹에서 제외했으며, 도어대시는 \$9.99/월에 모든 배달료를 무료로 제공하는 대시패스(Dash Pass)라는 구독 모델을 출시해 급성장중임을 감안해 피어그룹에서 제외함. 따라서 딜리버리히어로, 메이투안, 딜리버루를 최종 피어 그룹으로 선정하고 이들의 2022 년 기준 P/GMV 에 GS 리테일 + 요기요 합산 GMV 에 공급하는 방식으로 GS 리테일의 커머스(편의점, 슈퍼마켓, 홈쇼핑) 사업부문 가치 4.71 조원을 도출함. 향후 GMV 성장에 따라 기업가치가 상승할 것으로 전망되는데, GMV 성장을 위해서는 라이더 확보가 관건이라는 판단임. 동사는 GS 홈쇼핑을 흡수하며 메쉬코리아의 주주가 되었고, 메쉬코리아의 부릉 라이더를 활용해 GS25, GS 더프레시를 거점으로 짧은 시간 내에 온라인 배송 서비스를 제공하는 쿡커머스 거대 사업자가 되었음. 그러나 코로나19 를 계기로 전국적으로 라이더 부족 현상을 겪고 있는 만큼 경쟁사 대비 얼마나 빠르게 라이더를 내재화하는지에 주목해야 할 것임

투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000 원 → 45,000 원으로 하향

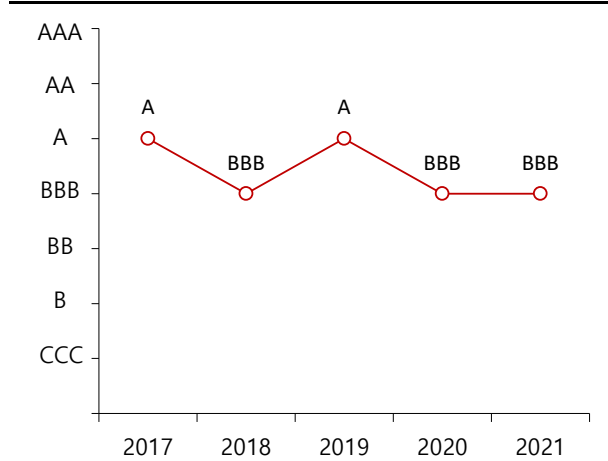
쿡커머스 대장 기업이라는 점에서 투자의견 매수를 유지하며 업종 내 Top Pick 의견 유지함. 그러나 목표주가는 50,000 원에서 45,000 원으로 10% 하향함. 딜리버리 히어로의 2022 년 기준 P/GMV 가 이전 보고서 작성 당시 0.89 배에서 0.77 배로, 딜리버루의 2022 년 기준 P/GMV 는 0.77 배에서 0.69 배로 하락해 동사 Target P/GMV 가 0.82 배에서 0.75 배로 약 8.5% 하락한 영향임. 참고로 메이투안은 멀티플 변화 없었음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	8,692	9,007	8,862	9,416	10,163	10,560
yoy	%	5.1	3.6	-1.6	6.3	7.9	3.9
영업이익	십억원	180	239	253	205	343	359
yoy	%	8.8	32.5	5.8	-18.7	67.2	4.5
EBITDA	십억원	481	898	921	879	1,078	936
세전이익	십억원	180	200	201	185	332	377
순이익(지배주주)	십억원	121	133	168	143	261	295
영업이익률%	%	2.1	2.7	2.9	2.2	3.4	3.4
EBITDA%	%	5.5	10.0	10.4	9.3	10.6	8.9
순이익률	%	1.5	1.6	1.7	1.4	2.5	2.7
EPS(계속사업)	원	1,566	1,729	2,187	1,571	2,870	3,242
PER	배	25.9	22.7	15.8	20.6	11.3	10.0
PBR	배	1.5	1.4	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	9.2	6.8	6.1	7.4	5.6	6.2
ROE	%	5.9	6.2	7.5	6.1	10.5	11.0
순차입금	십억원	920	2,696	2,593	2,728	2,312	2,026
부채비율	%	107.4	174.6	169.1	177.6	169.9	161.4

GS 리테일 ESG 하이라이트

GS 리테일의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
GS 리테일 종합 등급	BBB	D	22.5
환경(Environment)	10.7	D-	3.1
사회(Social)	46.4	D	26.3
지배구조(Governance)	61.8	C	51.8
<비교업체 종합 등급>			
이마트	BBB	C	23.9
롯데쇼핑	BBB	C	29.2
신세계	A	D+	27.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 GS 리테일 ESG 평가

전반적으로 좋은 평가를 받고 있다. PB 무라벨 생수를 출시하고, 에너지 절감 시스템을 이용해 점포 전기를 절약하고 있다. 앞서 9 월에는 동반성장위원회가 발표한 '2020 년 동반성장지수 평가에서 최우수 등급을 취득했다. 2700 억원 상당의 상생 펀드를 운영하며 코로나 19 지원, 일자리 창출에 나서고 있다. 또한 GS 리테일은 올해 3 월 ESG 추진협의회를 출범했다. 대표이사(CEO) 직속 컨트롤 타워 역할을 맡는 위원회로, 지속 가능한 경영을 실천하는 계획을 수립하고 있다. 이에 올해 한국기업지배구조원(KCGS) ESG 평가에서 통합 A 등급을 받았다.

자료: SK 증권

GS 리테일의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA			

자료: KRX, SK 증권

GS 리테일의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.14	사회 (Social)	기름때 가득한 편의점 튀김기...점주 "위생 문제없다" 강조
2021.8.31	사회 (Social)	GS25 편의점택배 앱사이트 한때 먹통...소비자 불편
2021.8.23	사회 (Social)	환경보건시민센터, GS 함박웃음 가습기 살균제 피해 사례 확인
2021.7.13	사회 (Social)	"폐미 싫다" 사과한 GS25 점주... 인권위 진정
2021.7.8	사회 (Social)	남혐 터졌던 GS25, 이번엔 직원 실수로 고객 개인정보 유출 파문
2021.6.3	사회 (Social)	GS25 또 논란...점주가 알바 면접자에 욕설 문자 보내

자료: 주요 언론사, SK 증권

GS 리테일 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	2,142	2,140	2,419	2,161	2,100	2,286	2,572	2,459	9,007	8,862	9,416
YoY	2.8%	-7.2%	1.8%	-3.6%	-1.9%	6.8%	6.3%	13.8%	3.6%	-1.6%	6.3%
영업이익	89	59	79	26	38	43	95	30	239	253	205
YoY	314.7%	-23.2%	-12.8%	-48.5%	-57.7%	-27.7%	20.8%	15.2%	37.3%	5.7%	-18.7%
OPM	4.1%	2.8%	3.3%	1.2%	1.8%	1.9%	3.7%	1.2%	2.7%	2.8%	2.2%

자료: GS 리테일, SK 증권

GS 리테일 SOTP Valuation (이전)

GS Retail Commerce(CVS + SSM + Home Shopping) Valuation								
Unit: Billion USD	Dark Store	Region	Mkt Cap	2020 GMV	2021E GMV	2022E GMV	2021 Fwd P/GMV	2022 Fwd P/GMV
JustEat	X	Europe	17.80	24.19	34.22	37.96	0.52	0.47
Delivrey Hero	O	Korea+Europe+Emerging	38.04	25.72	38.35	42.54	0.99	0.89
Meituan	O	China	217.62	125.25	200.87	274.99	1.08	0.79
Deliveroo	O	UK	7.38	5.54	8.59	9.53	0.86	0.77
DoorDash	O	USA	61.5	24.66	39.65	45.41	1.55	1.35
GS Retail	O	Korea		1.13	1.70	2.29		
DH Korea	O	Korea		2.53	2.83	3.17		
Target P/GMV = Average Delivery Hero, Meituan, Deliveroo Fwd P/GMV							0.98	0.82
GS Retail + DH Korea GMV							4.53	5.46
Target Cap							4.43	4.48
GS Retail Commerce Value (A)							5.04	조원
GS Retail Hotel Valuation								
Peer Group						호텔신라	강원랜드	
EV/EBITDA (2021E)						16.95	98.35	
EV/EBITDA (2022E)						12.74	9.06	
Target EV/EBITDA = Average 호텔신라, 강원랜드 EV/EBITDA (2022E)						10.90	배	
Hotel 12M Fwd EBITDA						0.05	조원	
Hotel EV						0.51	조원	
Hotel Net Debt						0.54	조원	
Hotel Value (B)						-	조원	
GS Retail etc Valuation								
etc Book Value						0.14	조원	
Target PBR						1.0	배	
etc Value (C)						0.14	조원	
GS Retail Total Value								
Total Value = (A) + (B) + (C)						5.38	조원	
# of Shares Outstanding						1.05	억주	
Target Price						50,000	원	

자료: Research and Markets, Just Eat Takeaway.com, Delivery Hero, Meituan, Deliveroo, DoorDash, Bloomberg, Yahoo Finance, SK 증권

GS 리테일 SOTP Valuation (현재)

GS Retail Commerce(CVS + SSM + Home Shopping) Valuation								
Unit: Billion USD	Dark Store	Region	Mkt Cap	2020 GMV	2021E GMV	2022E GMV	2021 Fwd P/GMV	2022 Fwd P/GMV
JustEat	X	Europe	16.21	23.78	33.64	37.32	0.48	0.43
Delivrey Hero	O	Korea+Europe+Emerging	32.59	25.72	38.35	42.54	0.85	0.77
Meituan	O	China	217.49	125.25	200.87	274.99	1.08	0.79
Deliveroo	O	UK	6.59	5.59	8.66	9.60	0.76	0.69
DoorDash	O	USA	67.2	24.66	39.65	45.41	1.70	1.48
GS Retail	O	Korea		1.11	1.68	2.26		
DH Korea	O	Korea		2.50	2.79	3.13		
Target P/GMV = Average Delivery Hero, Meituan, Deliveroo Fwd P/GMV							0.90	0.75
GS Retail + DH Korea GMV							4.47	5.39
Target Cap							4.02	4.03
GS Retail Commerce Value (A)							4.71	조원
GS Retail Hotel Valuation								
				Peer Group	호텔신라	강원랜드		
				EV/EBITDA (2021E)	14.82	68.15		
				EV/EBITDA (2022E)	11.59	10.03		
				Target EV/EBITDA = Average 호텔신라, 강원랜드 EV/EBITDA (2022E)	10.81	배		
				Hotel 12M Fwd EBITDA	0.04	조원		
				Hotel EV	0.44	조원		
				Hotel Net Debt	0.54	조원		
				Hotel Value (B)	-	조원		
GS Retail etc Valuation								
				etc Book Value	0.12	조원		
				Target PBR	1.00	배		
				etc Value (C)	0.12	조원		
GS Retail Total Value								
				Total Value = (A) + (B) + (C)	4.83	조원		
				# of Shares Outstanding	1.05	억주		
				Target Price	45,000	원		
				Current Price	32,350	원		
				Upside Potential	39.1%			

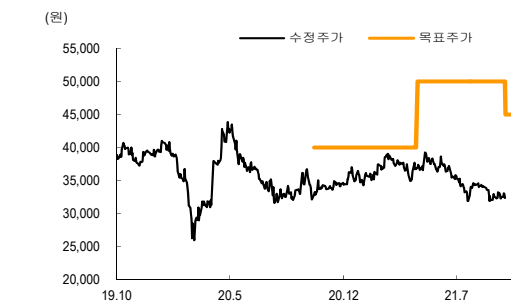
자료: Research and Markets, Just Eat Takeaway.com, Delivery Hero, Meituan, Deliveroo, DoorDash, Bloomberg, Yahoo Finance, SK 증권

GS 리테일 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E
매출액(십억원)	2,447	9,100	2,572	9,416	5.1%	3.5%
영업이익(십억원)	98	251	95	205	-2.6%	-18.2%
목표주가(원)	50,000		45,000		-10.0%	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.29	매수	45,000원	6개월		
2021.05.17	매수	50,000원	6개월	-29.59%	-21.50%
2020.11.04	매수	40,000원	6개월	-10.46%	-2.38%
2020.05.21	Not Rated				
2020.02.06	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 29일 기준)

매수	89.15%	중립	10.85%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	800	923	1,075	1,567	1,930
현금및현금성자산	58	37	0	466	802
매출채권및기타채권	267	274	312	325	338
재고자산	183	189	215	223	232
비유동자산	6,249	6,255	6,551	6,336	6,286
장기금융자산	192	261	269	269	269
유형자산	2,297	2,299	2,059	1,588	1,272
무형자산	136	112	113	88	69
자산총계	7,050	7,178	7,626	7,903	8,216
유동부채	1,777	1,682	1,650	1,776	1,904
단기금융부채	875	738	573	653	733
매입채무 및 기타채무	531	570	649	675	702
단기충당부채	0	4	7	11	14
비유동부채	2,705	2,828	3,230	3,199	3,169
장기금융부채	2,069	2,217	2,592	2,562	2,532
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	12	9	9	9	9
부채총계	4,483	4,511	4,880	4,976	5,073
지배주주지분	2,190	2,304	2,387	2,577	2,801
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	161	161	161
기타자본구성요소	-1	-6	-10	-10	-10
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,969	2,083	2,157	2,339	2,556
비지배주주지분	377	363	360	351	341
자본총계	2,567	2,667	2,747	2,928	3,143
부채외자본총계	7,050	7,178	7,626	7,903	8,216

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	839	849	558	902	748
당기순이익(손실)	144	155	134	252	286
비현금성항목등	833	820	769	826	651
유형자산감가상각비	618	631	636	701	552
무형자산감가상각비	41	37	38	33	26
기타	86	87	7	-6	-6
운전자본감소(증가)	-85	-40	-287	-88	-90
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-1	-53	-13	-13
재고자산감소(증가)	42	-5	-27	-9	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-44	20	106	26	27
기타	-85	-53	-313	-93	-95
법인세납부	-52	-86	-58	-87	-98
투자활동현금흐름	-288	-371	-337	-342	-317
금융자산감소(증가)	-66	-182	-120	0	0
유형자산감소(증가)	-251	-297	-242	-230	-235
무형자산감소(증가)	-1	-4	-8	-8	-8
기타	29	112	33	-104	-74
재무활동현금흐름	-555	-499	-258	-94	-95
단기금융부채증가(감소)	-851	-623	-223	80	80
장기금융부채증가(감소)	399	250	88	-30	-30
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-54	-62	-69	-79	-79
기타	-49	-63	-53	-66	-67
현금의 증가(감소)	-4	-21	-37	466	336
기초현금	62	58	37	0	466
기말현금	58	37	0	466	802
FCF	-1,046	591	309	666	514

자료 : GS리테일 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,007	8,862	9,416	10,163	10,560
매출원가	7,065	7,031	7,487	8,083	8,399
매출총이익	1,942	1,831	1,930	2,080	2,161
매출총이익률 (%)	21.6	20.7	20.5	20.5	20.5
판매비외관리비	1,703	1,579	1,724	1,736	1,802
영업이익	239	253	205	343	359
영업이익률 (%)	2.7	2.9	2.2	3.4	3.4
비영업손익	-39	-52	-20	-11	18
순금융비용	35	33	35	15	-15
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-1	-7	-2	-3	-3
세전계속사업이익	200	201	185	332	377
세전계속사업이익률 (%)	2.2	2.3	2.0	3.3	3.6
계속사업법인세	56	46	52	80	91
계속사업이익	144	155	134	252	286
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	144	155	134	252	286
순이익률 (%)	1.6	1.7	1.4	2.5	2.7
지배주주	133	168	143	261	295
지배주주귀속 순이익률(%)	1.48	1.9	1.52	2.57	2.79
비지배주주	11	-14	-9	-9	-9
총포괄이익	137	163	141	259	293
지배주주	126	177	151	269	303
비지배주주	11	-14	-9	-9	-9
EBITDA	898	921	879	1,078	936

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	3.6	-1.6	6.3	7.9	3.9
영업이익	32.5	5.8	-18.7	67.2	4.5
세전계속사업이익	11.3	0.5	-7.7	79.2	13.5
EBITDA	86.6	2.6	-4.5	22.5	-13.1
EPS(계속사업)	10.4	26.5	-28.2	82.7	13.0
수익성 (%)					
ROE	6.2	7.5	6.1	10.5	11.0
ROA	2.4	2.2	1.8	3.2	3.6
EBITDA마진	10.0	10.4	9.3	10.6	8.9
안정성 (%)					
유동비율	45.0	54.9	65.2	88.2	101.4
부채비율	174.6	169.1	177.6	169.9	161.4
순차입금/자기자본	105.0	97.2	99.3	79.0	64.5
EBITDA/이자비용(배)	12.3	13.4	14.0	16.4	14.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,729	2,187	1,571	2,870	3,242
BPS	28,443	29,929	22,793	24,611	26,753
CFPS	10,289	10,870	8,981	10,940	9,592
주당 현금배당금	750	900	750	750	750
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.3	20.1	25.0	13.7	12.1
PER(최저)	19.7	11.9	20.3	11.1	9.8
PBR(최고)	1.5	1.5	1.7	1.6	1.5
PBR(최저)	1.2	0.9	1.4	1.3	1.2
PCR	3.8	3.2	3.6	3.0	3.4
EV/EBITDA(최고)	7.0	6.9	7.9	6.1	6.7
EV/EBITDA(최저)	6.4	5.4	6.5	4.9	5.4