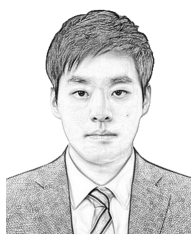


SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com.kr

02-3773-9180

Company Data

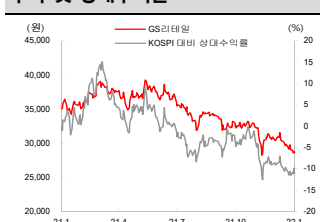
자본금	105 십억원
발행주식수	10,472 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,995 십억원
주요주주	
GS(외1)	57.90%

외국인지분률	8.10%
배당수익률	3.10%

Stock Data

주가(22/01/20)	28,600 원
KOSPI	2862.68 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	39,250 원
52주 최저가	28,250 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-2.8%
6개월	-19.3%	-8.9%
12개월	-18.3%	-11.1%

GS 리테일 (007070/KS | 매수(유지) | T.P 36,000 원(하향))

글로벌 쿠팡머스 조정세 여파 길지만 도약의 원년

이커머스 기업들 주가가 2020 년에 대한 역기저효과로 최근 퍼포먼스가 좋지 않았고, 쿠팡머스 기업들도 같은センチ먼트가 적용됨. 이에 요기요를 인수한 동사 주가도 약세를 보였는데, 2022 년은 요기요 인수로 온라인 거래액이 발생하는 원년이라는 점에서 P/GMV 밸류에이션으로 바라볼 필요성을 재차 강조함. 이에 투자의견 매수를 유지하며 목표주가는 Target P/GMV 하향으로 기존 45,000 원에서 36,000 원으로 하향 조정함

글로벌 쿠팡머스 주가 조정세 길어지는 중

동사는 요기요 인수로 글로벌 쿠팡머스 기업들 주가와 연동되기 시작했음. 피어그룹인 딜리버리히어로, 메이투안, 딜리버루와 주가 흐름이 유사하게 나타나고 있는데, 지난 몇 개월간 쿠팡머스 주가가 조정세를 보였음. 이커머스 기업들이 2020 년 큰 폭의 성장한 것이 역기저효과로 작용하며 2021 년 퍼포먼스가 좋지 못했던 것임. 2022 년 기준 딜리버리히어로 P/GMV 는 이전 보고서 작성 당시 0.77 배에서 최근 0.55 배로 - 28.6% 하락했고 메이투안은 0.79 배에서 0.69 배로 - 12.7% 하락, 딜리버루는 0.69 배에서 0.43 배로 - 37.7% 하락함

하지만 도약의 원년인 2022 년

하지만 동사에게 2022 년은 최근 요기패스를 출시한 요기요 서비스와 시너지가 본격화 되는 원년임. 미국 도어대시가 대시패스 출시 후 큰 폭의 거래액 성장을 이뤘던 바 있듯이 동사의 쿠팡머스 거래액도 유의미하게 발생할 수 있을 것으로 판단됨. 따라서 동사의 커머스 사업부 가치를 산정하기 위한 Target P/GMV 를 피어그룹 평균 0.56 배를 적용 하는데 무리가 없음

투자의견 매수 유지, 목표주가 45,000 원 → 36,000 원으로 하향

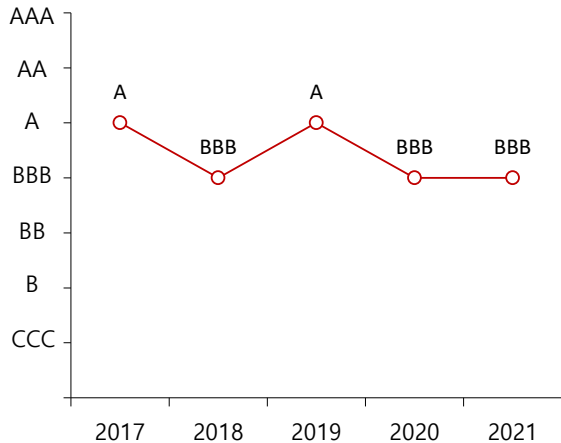
이에 투자의견 매수를 유지함. 그러나 목표주가는 기존 45,000 원에서 36,000 원으로 20% 하향함. 글로벌 쿠팡머스 기업들 주가 조정으로 동사 커머스 사업부 Target P/GMV 를 기존 0.75 배에서 0.56 배로 약 25% 하향조정했기 때문임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	8,692	9,007	8,862	9,705	10,946	11,545
yoy	%	5.1	3.6	-1.6	9.5	12.8	5.5
영업이익	십억원	180	239	253	230	342	360
yoy	%	8.8	32.5	5.8	-9.0	48.6	5.6
EBITDA	십억원	481	898	921	949	1,272	1,073
세전이익	십억원	180	200	201	912	1,030	1,084
순이익(지배주주)	십억원	121	133	168	853	792	834
영업이익률%	%	2.1	2.7	2.9	2.4	3.1	3.1
EBITDA%	%	5.5	10.0	10.4	9.8	11.6	9.3
순이익률	%	1.5	1.6	1.7	8.7	7.1	7.1
EPS(계속사업)	원	1,566	1,729	2,187	9,371	7,567	7,961
PER	배	25.9	22.7	15.8	3.2	3.8	3.6
PBR	배	1.5	1.4	1.2	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	9.2	6.8	6.1	6.4	4.3	4.8
ROE	%	5.9	6.2	7.5	26.8	17.9	16.1
순차입금	십억원	920	2,696	2,593	2,528	2,054	1,708
부채비율	%	107.4	174.6	169.1	120.2	109.2	99.6

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)	41.1	D	26.3
지배구조(Governance)	59.5	C	51.8
<비교업체 종합 등급>			
이마트	BBB	C	23.9
롯데쇼핑	BBB	C+	29.2
신세계	BBB	D	27.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 GS 리테일 ESG 평가

전반적으로 좋은 평가를 받고 있다. 최근 GS 리테일은 '음식점 위생등급제'를 통해 96 개 점포에서 인증 취득했다고 밝혔다. GS 리테일이 운영하는 편의점 GS25 와 슈퍼마켓 GS THE FRESH(GS 더프레시)는 식품의 위생·안전성에 대한 고객의 관심을 반영하고, 관련 내용에 대한 신뢰성을 확보하고자 '음식점 위생등급제'에 적극적으로 참여하고 있다. 향후, 적용이 가능한 모든 점포에 인증제도 도입을 추진해, 2022 년까지 편의점 GS25 5,000 점, 슈퍼마켓 GS 더프레시 100 점까지 인증을 취득 할 계획이라는 점도 긍정적이다.

자료: SK 증권

GS 리테일의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N/A			

자료: KRX, SK 증권

GS 리테일의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.11.10	사회 (Social)	개인정보 유출 GS 리테일 등 7 개사에 과태료 4560 만 원
2021.11.04	사회 (Social)	GS 리테일이마트, 위생논란 순대 파문...부라부라 판매 중지회수
2021.10.27	사회 (Social)	오징어게임 구슬 모양 사탕 또 논란 결국 백기든 편의점, 판매 속속 중단
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

자료: 주요 언론사, SK 증권

GS 리테일 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	2,142	2,140	2,419	2,161	2,100	2,286	2,725	2,594	9,007	8,862	9,705
YoY	2.8%	-7.2%	1.8%	-3.6%	-1.9%	6.8%	12.7%	20.0%	3.6%	-1.6%	9.5%
영업이익	89	59	79	26	38	43	102	47	239	253	230
YoY	314.7%	-23.2%	-12.8%	-48.5%	-57.7%	-27.7%	29.8%	82.8%	37.3%	5.7%	-9.0%
OPM	4.1%	2.8%	3.3%	1.2%	1.8%	1.9%	3.8%	1.8%	2.7%	2.8%	2.4%

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	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

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	11.48	24.40	32.15	35.66	0.36	0.32
Delivrey Hero	O	Korea+Europe+Emerging	22.47	24.85	37.05	41.10	0.61	0.55
Meituan	O	China	191.10	125.25	200.87	274.99	0.95	0.69
Deliveroo	O	UK	4.28	5.41	9.02	10.00	0.47	0.43
DoorDash	O	USA	45.2	24.66	39.65	45.41	1.14	1.00
GS Retail	O	Korea		1.09	1.65	2.22		
DH Korea	O	Korea		2.45	2.75	3.07		
Target P/GMV = Average Delivery Hero, Meituan, Deliveroo Fwd P/GMV							0.68	0.56
GS Retail + DH Korea GMV							4.39	5.30
Target Cap							2.98	2.95
GS Retail Commerce Value (A)							3.53	조원
GS Retail Hotel Valuation								
Peer Group						호텔신라	강원랜드	
EV/EBITDA (2021E)						15.47	63.84	
EV/EBITDA (2022E)						11.47	9.73	
Target EV/EBITDA = Average 호텔신라, 강원랜드 EV/EBITDA (2022E)						10.60	배	
Hotel 12M Fwd EBITDA						0.04	조원	
Hotel EV						0.43	조원	
Hotel Net Debt						0.54	조원	
Hotel Value (B)						-	조원	
GS Retail etc Valuation								
etc Book Value						0.23	조원	
Target PBR						1.00	배	
etc Value (C)						.23	조원	
GS Retail Total Value								
Total Value = (A) + (B) + (C)						3.76	조원	
# of Shares Outstanding						1.05	억주	
Target Price						36,000	원	
Current Price						28,600	원	
Upside Potential						25.9%		

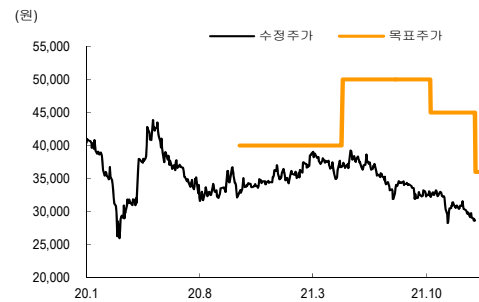
자료: Research and Markets, Just Eat Takeaway.com, Delivery Hero, Meituan, Deliveroo, DoorDash, Bloomberg, Yahoo Finance, SK 증권

GS 리테일 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E
매출액(십억원)	2,459	9,416	2,594	9,705	5.5%	3.1%
영업이익(십억원)	30	205	47	230	56.7%	12.1%
목표주가(원)	45,000		36,000		-20.0%	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.01.21	매수	36,000원	6개월		
2021.10.29	매수	45,000원	6개월	-31.28%	-26.22%
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 정확하게 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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 1 월 21 일 기준)

매수	91.41%	중립	8.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	800	923	1,552	2,136	2,576
현금및현금성자산	58	37	0	530	929
매출채권및기타채권	267	274	329	356	375
재고자산	183	189	227	245	258
비유동자산	6,249	6,255	8,200	8,618	9,189
장기금융자산	192	261	803	807	808
유형자산	2,297	2,299	2,544	1,918	1,496
무형자산	136	112	252	186	139
자산총계	7,050	7,178	9,753	10,754	11,764
유동부채	1,777	1,682	1,940	2,113	2,261
단기금융부채	875	738	805	885	965
매입채무 및 기타채무	531	570	685	740	780
단기충당부채	0	4	6	7	9
비유동부채	2,705	2,828	3,384	3,501	3,610
장기금융부채	2,069	2,217	2,601	2,576	2,550
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	12	9	9	8	8
부채총계	4,483	4,511	5,324	5,614	5,871
지배주주지분	2,190	2,304	4,065	4,789	5,554
자본금	77	77	105	105	105
자본잉여금	156	156	1,204	1,204	1,204
기타자본구성요소	-1	-6	-113	-113	-113
자기주식	0	0	-98	-98	-98
이익잉여금	1,969	2,083	2,866	3,582	4,339
비지배주주지분	377	363	363	351	339
자본총계	2,567	2,667	4,428	5,140	5,893
부채외자본총계	7,050	7,178	9,753	10,754	11,764

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	839	849	310	959	797
당기순이익(손실)	144	155	841	781	822
비현금성항목등	833	820	142	491	251
유형자산감가상각비	618	631	669	857	657
무형자산감가상각비	41	37	51	74	55
기타	86	87	-619	-646	-646
운전자본감소(증가)	-85	-40	-583	-179	-129
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-1	-36	-27	-20
재고자산감소(증가)	42	-5	-3	-18	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-44	20	-23	55	41
기타	-85	-53	-522	-190	-137
법인세납부	-52	-86	-89	-133	-147
투자활동현금흐름	-288	-371	-179	-337	-303
금융자산감소(증가)	-66	-182	-128	-4	-1
유형자산감소(증가)	-251	-297	-242	-230	-235
무형자산감소(증가)	-1	-4	-8	-8	-8
기타	29	112	198	-95	-59
재무활동현금흐름	-555	-499	-167	-93	-95
단기금융부채증가(감소)	-851	-623	-232	80	80
장기금융부채증가(감소)	399	250	184	-25	-26
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-54	-62	-69	-77	-77
기타	-49	-63	-50	-71	-72
현금의 증가(감소)	-4	-21	-37	530	399
기초현금	62	58	37	0	530
기말현금	58	37	0	530	929
FCF	-1,046	591	251	762	603

자료 : GS리테일 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,007	8,862	9,705	10,946	11,545
매출원가	7,065	7,031	7,645	8,635	9,107
매출총이익	1,942	1,831	2,060	2,312	2,438
매출총이익률 (%)	21.6	20.7	21.2	21.1	21.1
판매비와관리비	1,703	1,579	1,830	1,970	2,078
영업이익	239	253	230	342	360
영업이익률 (%)	2.7	2.9	2.4	3.1	3.1
비영업손익	-39	-52	682	688	724
순금융비용	35	33	24	-22	-58
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-1	-7	36	20	20
세전계속사업이익	200	201	912	1,030	1,084
세전계속사업이익률 (%)	2.2	2.3	9.4	9.4	9.4
계속사업법인세	56	46	71	249	262
계속사업이익	144	155	841	781	822
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	144	155	841	781	822
순이익률 (%)	1.6	1.7	8.7	7.1	7.1
지배주주	133	168	853	792	834
지배주주귀속 순이익률(%)	1.48	1.9	8.78	7.24	7.22
비지배주주	11	-14	-12	-12	-12
총포괄이익	137	163	849	789	830
지배주주	126	177	861	800	842
비지배주주	11	-14	-12	-12	-12
EBITDA	898	921	949	1,272	1,073

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	3.6	-1.6	9.5	12.8	5.5
영업이익	32.5	5.8	-9.0	48.6	5.6
세전계속사업이익	11.3	0.5	353.8	13.0	5.3
EBITDA	86.6	2.6	3.1	34.0	-15.7
EPS(계속사업)	10.4	26.5	328.4	-19.3	5.2
수익성 (%)					
ROE	6.2	7.5	26.8	17.9	16.1
ROA	2.4	2.2	9.9	7.6	7.3
EBITDA마진	10.0	10.4	9.8	11.6	9.3
안정성 (%)					
유동비율	45.0	54.9	80.0	101.1	113.9
부채비율	174.6	169.1	120.2	109.2	99.6
순차입금/자기자본	105.0	97.2	57.1	40.0	29.0
EBITDA/이자비용(배)	12.3	13.4	15.1	17.9	14.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,729	2,187	9,371	7,567	7,961
BPS	28,443	29,929	38,819	45,731	53,037
CFPS	10,289	10,870	17,283	16,453	14,763
주당 현금배당금	750	900	750	750	750
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	24.3	20.1	4.2	4.0	3.8
PER(최저)	19.7	11.9	3.0	3.8	3.6
PBR(최고)	1.5	1.5	1.0	0.7	0.6
PBR(최저)	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
PCR	3.8	3.2	1.8	1.7	1.9
EV/EBITDA(최고)	7.0	6.9	7.2	4.4	4.9
EV/EBITDA(최저)	6.4	5.4	5.9	4.3	4.8