

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

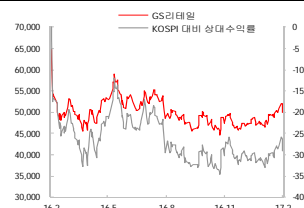
Company Data

자본금	770 억원
발행주식수	7,700 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	40,040 억원
주요주주	
GS(외1)	65.75%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	17.30%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(17/02/02)	52,000 원
KOSPI	2080.48 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	64,700 원
52주 최저가	44,700 원
60일 평균 거래대금	64 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.2%	6.4%
6개월	7.2%	4.6%
12개월	-20.7%	-26.7%

GS 리테일 (007070/KS | 매수(유지) | T.P 73,000 원(유지))

2017 년을 준비한 4Q16: 매출 성장이 수익성에 우선

동사 4Q16 실적은 매출은 예상을 초과하였으나 영업이익은 시장의 기대에 미치지 못하였음. 비수기임에도 불구하고 편의점의 출점을 적극적으로 단행한 것과 슈퍼마켓의 구조 조정 강도를 높였던 것이 영업이익 부진의 원인. 당사는 유통업체에 있어 매출 성장은 장기적으로 수익성 개선을 이끄는 주요 원동력이라 판단. 4Q16의 영업이익 부진은 비수기에도 단행된 적극적인 투자의 결과로 평가. 2017년 높은 매출 성장과 수익성 개선을 기대하게 하는 요인.

4Q16 매출 컨센서스 상회 vs 영업이익 컨센서스 하회

동사 4Q16 연결기준 매출은 1 조 9,235 억원으로 yoy +16.1% 증가하여 컨센서스 1 조 8,722 억원을 상회. 그러나 영업이익은 384 억원으로 yoy 1% 감소하여 컨센서스 429 억원에 미치지 못함. 편의점과 슈퍼마켓의 매출이 예상을 상회하였으나, 두 부문 모두 수익성이 예상에 미치지 못하였음.

편의점의 수익성이 기대에 미치지 못하였던 이유는 다음과 같음.

- 1) 통상 비수기인 4분기에는 비용부담을 줄이기 위해 출점 규모를 축소하는데, 4Q16에는 성수기인 3Q16의 출점수 322 개보다 많은 366 개를 출점. 고정비 부담이 컸음.
- 2) 지하철 6 호선과 8 호선의 세븐일레븐 점포(50 개)를 GS25로 전환하는 과정에서 영업실적 없이 일시적으로 임차료만을 부담하였던 것도 수익성 악화의 요인.
- 3) 성과급의 규모가 예상보다 컸던 것 역시 수익성을 악화시킴.

슈퍼마켓의 수익성 부진은 18 개 점포를 폐점하는 과정에서 적극적인 프로모션을 통해 재고를 소진한 것이 매출총이익률을 악화시킨 것으로 파악.

4Q16의 편의점 공격적인 출점 & 슈퍼마켓 구조조정, 2017년의 성장을 견인

비수기인 4분기의 출점은 매출이 작은 분기인 만큼, 비용 부담도 큼. 그럼에도 공격적으로 출점한 것은 통상 편의점의 매출이 확대되는 3 월부터의 성장을 극대화하고자 하는 회사의 의지가 반영된 것. 예상보다 많은 18 개의 점포를 폐점한 슈퍼마켓 역시 2017년에는 본격적인 출점과 이를 통한 수익성 개선을 추구할 수 있게 됨. 비수기에도 적극적인 성장 전략을 수립하였다는 점은 향후 성장에 대한 자신감을 반영한 것. 투자 의견 매수와 목표주가 73,000 원 유지.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	47,086	49,624	62,731	74,020	84,741	96,417
yoy	%	7.6	5.4	26.4	18.0	14.5	13.8
영업이익	억원	1,551	1,433	2,258	2,181	2,880	3,743
yoy	%	10.4	-7.6	57.6	-3.4	32.1	30.0
EBITDA	억원	3,270	3,237	4,248	4,512	5,191	5,491
세전이익	억원	1,593	1,486	2,214	3,646	2,788	3,611
순이익(지배주주)	억원	1,190	1,113	1,642	2,743	2,064	2,687
영업이익률%	%	3.3	2.9	3.6	3.0	3.4	3.9
EBITDA%	%	6.9	6.5	6.8	6.1	6.1	5.7
순이익률	%	2.5	2.2	2.7	3.7	2.5	2.8
EPS	원	1,546	1,445	2,133	3,563	2,680	3,490
PER	배	18.1	17.8	25.2	13.4	18.6	14.3
PBR	배	1.3	1.2	2.3	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	배	7.2	6.4	13.1	10.6	9.8	9.3
ROE	%	7.6	6.8	9.5	14.5	10.1	12.2
순차입금	억원	1,732	675	10,432	7,595	8,684	9,340
부채비율	%	78.4	73.7	119.3	122.7	145.7	167.2

GS 왓슨스 지분 100% 확보, 드렉스토어 시장에서 공격적인 출점을 예고 : 성장 동력 하나를 더 확보한 것으로 평가

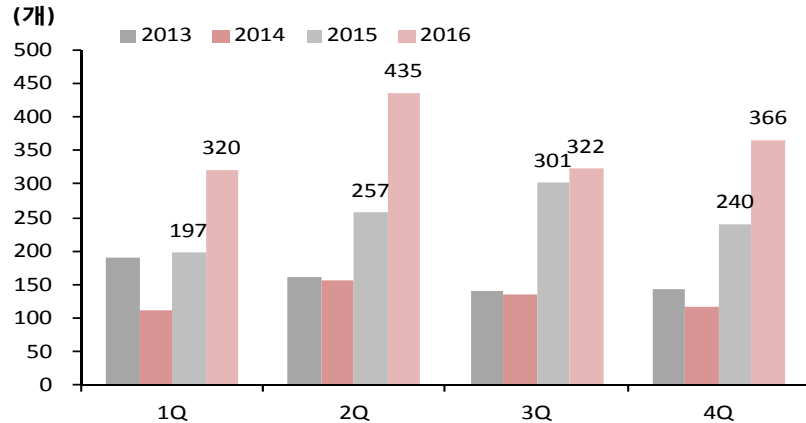
실적발표와 함께 동사는 GS 왓슨스의 지분을 기존 50%에서 100%로 확대하는 것을 공시. 그 동안 동사는 왓슨과 50:50 지분율로 드렉스토어 GS 왓슨스를 운영했음. 동사는 올리브영과의 경쟁을 위해 적극적인 출점이 필요하다는 전략을 갖고 있었으나, 왓슨의 반대로 적극적인 출점 정책을 추구하지 못하였고, 이로 인해 GS 왓슨스의 점포는 150 개에 불과해 이미 700 개 점포를 넘어서는 올리브영과의 격차가 심화되었음. 이에 따라 지난 수년간 GS 리테일은 왓슨스에게 공동 경영을 청산하고 지분 매각을 요청했던 것으로 알려짐. 금번 공시는 동사의 드렉스토어 경영권 확보 노력의 결과임.

향후 동사는 적극적으로 출점하여 규모의 경제 효과를 꾀할 계획임. 2016 년 GS 왓슨스는 매출 1,500 억원에 60~70 억원 규모의 적자를 기록. 출점 과정에서 적자 규모는 더 확대될 수 있음. 그러나 국내 유통시장에서 편의점과 함께 성장할 수 있는 소형 포맷의 점포를 추가로 낼 수 있다는 점은 신규 성장 동력을 확보한 것으로 평가할 수가 있음. 또한 편의점의 주요 고객이 남성인 반면, 드렉스토어의 주요 고객은 여성이라는 점에서 드렉스토어를 통해 고객의 저변을 넓힐 수 있다는 점도 긍정적.

한편, GS 왓슨스의 지분을 동사가 100% 보유한 만큼, '왓슨스' 브랜드를 지속적으로 사용할 것인가의 의문이 있음. 이에 대해 회사측은 당분간 '왓슨스'브랜드는 사용할 계획이며 로열티 계약은 아직 체결하지 않은 상황이라고 함. 보수적으로 코리아세븐이 일본 세븐일레븐에 지급하는 로열티 수준인 매출의 0.4% 수준의 비용 부담이 추가적으로 있을 수 있음은 감안할 필요가 있음.

2017 년 드렉스토어의 공격적인 출점에 따른 비용부담과 로열티 지급 가능성이 있음에도 불구하고 현재 동사가 GS 왓슨스를 운영하기 위해 투자한 물류시스템 등의 고정비 효율성을 고려할 때, 2017 년의 적자폭 확대 규모는 제한적일 전망.

GS 리테일 분기별 편의점 순증 추이



자료: GS 리테일

GS 리테일 분기 및 연간 실적 전망

단위: 억원, %

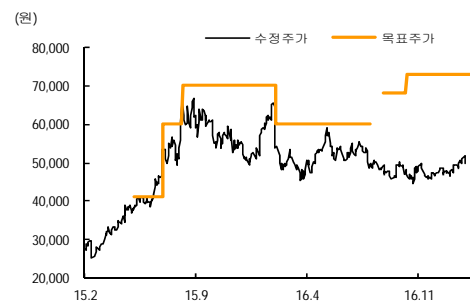
GS리테일(IFRS 연결)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년E	2017년E	2018년E
매출	13,248	15,680	17,239	16,565	16,403	18,509	19,873	19,235	18,835	21,188	22,662	22,057	62,732	74,020	84,741	96,417
편의점	9,502	11,677	12,919	12,427	12,032	14,011	15,195	14,790	14,367	16,586	17,886	17,102	46,525	56,028	65,941	76,437
슈퍼	3,366	3,631	3,746	3,150	3,536	3,578	3,779	3,351	3,673	3,666	3,846	3,620	13,893	14,244	14,805	15,586
호텔	0	0	164	617	420	547	469	655	483	656	586	852	781	2,091	2,577	2,835
기타	380	372	410	371	415	373	430	439	311	280	344	483	1,533	1,657	1,418	1,560
영업이익	398	697	777	388	265	679	853	384	390	890	1,049	551	2,260	2,181	2,880	3,743
편의점	380	537	618	351	262	681	795	394	370	839	989	524	1,886	2,132	2,723	3,462
슈퍼	-19	58	63	-94	-7	-30	11	-135	4	-12	23	-92	8	-161	-77	-4
호텔	0	0	11	92	-1	47	2	71	11	58	32	114	103	119	215	265
기타	37	102	85	39	11	-19	45	54	5	5	5	5	263	91	20	21
영업이익률	3.0%	4.4%	4.5%	2.3%	1.6%	3.7%	4.3%	2.0%	2.1%	4.2%	4.6%	2.5%	3.6%	2.9%	3.4%	3.9%
편의점	4.0%	4.6%	4.8%	2.8%	2.2%	4.9%	5.2%	2.7%	2.6%	5.1%	5.5%	3.1%	4.1%	3.8%	4.1%	4.5%
슈퍼	-0.6%	1.6%	1.7%	-3.0%	-0.2%	-0.8%	0.3%	-4.0%	0.1%	-0.3%	0.6%	-2.5%	0.1%	-1.1%	-0.5%	0.0%
세전이익	418	689	775	333	253	660	847	1,886	378	871	1,043	496	2,214	3,646	2,788	3,611
세전이익률	3.2%	4.4%	4.5%	2.0%	1.5%	3.6%	4.3%	9.8%	2.0%	4.1%	4.6%	2.2%	3.5%	4.9%	3.3%	3.7%
당기순이익	310	525	588	239	189	501	637	1,407	284	650	785	370	1,662	2,735	2,089	2,706
지배주주순이익	310	525	585	221	192	491	642	1,417	281	640	790	353	1,642	2,743	2,064	2,687

자료: GS 리테일, SK 증권 리서치센터

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2017.02.03	매수	73,000원
2017.01.10	매수	73,000원
2016.11.15	매수	73,000원
2016.10.28	매수	73,000원
2016.10.26	매수	73,000원
2016.10.12	매수	73,000원
2016.08.30	매수	68,000원
2016.08.05	담당자 변경	
2016.02.05	매수	60,000원
2015.11.06	매수	70,000원
2015.08.10	매수	70,000원
2015.07.03	매수	60,000원
2015.05.08	매수	41,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 2월 3일 기준)

매수	95.62%	중립	4.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	6,916	4,826	11,731	18,512	27,583
현금및현금성자산	1,043	653	1,236	1,147	3,315
매출채권및기타채권	1,035	1,823	1,846	2,117	2,405
재고자산	1,218	1,163	1,350	1,549	1,760
비유동자산	22,285	42,529	40,775	42,245	43,214
장기금융자산	149	150	367	367	367
유형자산	7,488	20,953	22,267	21,593	21,482
무형자산	1,491	1,632	1,655	1,653	1,651
자산총계	29,201	47,355	52,506	60,756	70,797
유동부채	5,451	8,757	16,015	22,730	29,783
단기금융부채	1,002	1,734	3,661	4,661	6,686
매입채무 및 기타채무	3,910	5,289	6,142	7,043	8,002
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,935	17,008	12,917	13,299	14,518
장기금융부채	4,001	10,234	5,767	5,767	6,567
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	21	23	25	26
부채총계	12,385	25,765	28,931	36,029	44,301
지배주주지분	16,815	17,926	19,933	21,069	22,828
자본금	770	770	770	770	770
자본잉여금	1,555	1,555	1,555	1,555	1,555
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	14,497	15,607	17,693	18,910	20,750
비지배주주지분	0	3,664	3,641	3,658	3,669
자본총계	16,815	21,590	23,575	24,727	26,496
부채외자본총계	29,201	47,355	52,506	60,756	70,797

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,959	4,731	5,371	5,420	4,892
당기순이익(손실)	1,113	1,662	2,736	2,089	2,706
비현금성항목등	2,721	3,136	2,288	3,102	2,785
유형자산감가상각비	1,442	1,594	1,899	1,874	1,311
무형자산감가상각비	361	397	432	437	436
기타	392	404	-1,382	-103	-103
운전자본감소(증가)	588	270	1,389	955	334
매출채권및기타채권의 감소(증가)	69	-508	247	-271	-288
재고자산감소(증가)	311	65	-187	-198	-211
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-149	994	1,012	901	959
기타	357	-280	317	522	-126
법인세납부	-463	-337	-1,041	-725	-932
투자활동현금흐름	-1,724	-8,759	-4,446	-5,194	-4,174
금융자산감소(증가)	1	456	-122	0	0
유형자산감소(증가)	-1,862	-2,422	-2,558	-1,232	-1,232
무형자산감소(증가)	-286	-344	-435	-435	-435
기타	423	-6,449	-1,330	-3,527	-2,507
재무활동현금흐름	-1,635	3,637	-255	-315	1,450
단기금융부채증가(감소)	0	178	-51	1,000	2,025
장기금융부채증가(감소)	-930	4,310	947	0	800
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-347	-462	-655	-847	-847
기타	-358	-389	-490	-468	-528
현금의 증가(감소)	599	-391	583	-89	2,169
기초현금	444	1,043	653	1,236	1,147
기말현금	1,043	653	1,236	1,147	3,315
FCF	1,273	2,559	1,964	3,913	3,375

자료 : GS리테일 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	49,624	62,731	74,020	84,741	96,417
매출원가	38,865	50,341	60,151	70,477	80,253
매출총이익	10,758	12,390	13,869	14,264	16,164
매출총이익률 (%)	21.7	19.8	18.7	16.8	16.8
판매비와관리비	9,325	10,132	11,689	11,384	12,421
영업이익	1,433	2,258	2,181	2,880	3,743
영업이익률 (%)	2.9	3.6	3.0	3.4	3.9
비영업손익	53	-44	1,466	-92	-132
순금융비용	121	182	302	175	228
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-35	-24	-21	-21	-21
세전계속사업이익	1,486	2,214	3,646	2,788	3,611
세전계속사업이익률 (%)	3.0	3.5	4.9	3.3	3.8
계속사업법인세	373	552	910	699	905
계속사업이익	1,113	1,662	2,736	2,089	2,706
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,113	1,662	2,736	2,089	2,706
순이익률 (%)	2.2	2.7	3.7	2.5	2.8
지배주주	1,113	1,642	2,743	2,064	2,687
지배주주귀속 순이익률(%)	2.24	2.62	3.71	2.44	2.79
비지배주주	0	20	-7	25	19
총포괄이익	1,016	1,587	2,646	1,999	2,616
지배주주	1,016	1,573	2,662	1,982	2,606
비지배주주	0	14	-16	17	11
EBITDA	3,237	4,248	4,512	5,191	5,491

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	5.4	26.4	18.0	14.5	13.8
영업이익	-7.6	57.6	-3.4	32.1	30.0
세전계속사업이익	-6.7	49.0	64.7	-23.5	29.5
EBITDA	-1.0	31.3	6.2	15.1	5.8
EPS(계속사업)	-6.5	47.6	67.1	-24.8	30.2
수익성 (%)					
ROE	6.8	9.5	14.5	10.1	12.2
ROA	3.8	4.3	5.5	3.7	4.1
EBITDA마진	6.5	6.8	6.1	6.1	5.7
안정성 (%)					
유동비율	126.9	55.1	73.3	81.4	92.6
부채비율	73.7	119.3	122.7	145.7	167.2
순차입금/자기자본	4.0	48.3	32.2	35.1	35.3
EBITDA/이자비용(배)	8.3	10.2	9.3	11.1	10.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,445	2,133	3,563	2,680	3,490
BPS	21,838	23,281	25,887	27,362	29,646
CFPS	3,788	4,717	6,591	5,682	5,759
주당 현금배당금	600	850	1,100	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.9	31.3	18.4	19.4	14.9
PER(최저)	14.2	11.6	12.6	17.4	13.3
PBR(최고)	1.3	2.9	2.5	1.9	1.8
PBR(최저)	0.9	1.1	1.7	1.7	1.6
PCR	6.8	11.4	7.2	8.8	8.7
EV/EBITDA(최고)	7.1	15.5	13.7	10.1	9.6
EV/EBITDA(최저)	5.1	7.8	10.1	9.3	8.9