

GS 리테일(007070/KS)

밸류에이션을 돌아 보는 계기

매수(유지)

T.P 60,000 원(하향)

Analyst

감기영

buyngogo@sk.com

02-3773-8893

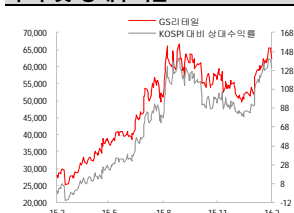
Company Data

| | |
|--------|-----------|
| 자본금 | 770 억원 |
| 발행주식수 | 7,700 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 1,000 원 |
| 시가총액 | 47,971 억원 |
| 주요주주 | |
| GS | 65.75% |
| 국민연금공단 | 6.05% |
| 외국인지분률 | 16.40% |
| 배당수익률 | 1.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(16/02/04) | 62,300 원 |
| KOSPI | 1890.67 pt |
| 52주 Beta | 1.08 |
| 52주 최고가 | 66,800 원 |
| 52주 최저가 | 25,250 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 146 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | 15.8% | 20.1% |
| 6개월 | 22.4% | 30.0% |
| 12개월 | 124.1% | 131.4% |

4 분기 매출액은 1 조 6,565 억원으로 32.4% 증가했으나 영업이익은 387 억원으로 15.8% 증가에 그쳤다. 편의점 영업이익 증가폭이 부진했으며, 슈퍼마켓은 출점에 따른 투자비 및 저효율 부담으로 적자폭이 확대되었다. 파르나스호텔은 '16 년 하반기까지 CAPEX 투자를 통해 점진적인 실적기여가 예상된다. '16 년 영업실적 감익을 반영해 투자의견을 중립으로, 목표주가를 60,000 원으로 하향한다.

슈퍼 부진으로 영업이익 증가폭 둔화

4 분기 매출액은 1 조 6,565 억원으로 32.4%, 영업이익은 387 억원으로 15.8% 증가했다. 당사 추정치와 Consensus 영업이익 추정치인 540 억원대에 비해 낮은 수준이다. 9 월부터 파르나스호텔 영업실적이 반영되기 시작했으며, 지난 4 분기에는 92 억원의 영업이익이 계상되었다. 편의점 영업이익이 351 억원(OPM 2.8%)로 다소 부진했으며, 슈퍼마켓은 94 억원 적자로 전년동기 57 억원 적자에 비해 확대되었다.

편의점 : 담배효과 소멸. 슈퍼 : 출점효율 발생 지연 가능성

담배값 인상에 따른 매출액 증가효과는 1 분기부터 소멸될 전망이다. '15 년 점포수 순증이 995 점으로 '14 년 516 점에 비해 큰 폭 증가했으며, 트래픽 증가로 인해 효율개선이 이어질 전망이다. 슈퍼마켓은 '14 년 순증이 4 점으로 부진했지만 '15 년에는 19 점을 기록해 외형성장이 이어질 전망이다. 그러나 출점비용 부담과 함께 초기 효율창출부진으로 수익성 개선은 더디게 나타날 것으로 예상된다. 파르나스호텔에 대한 투자는 '16 년 하반기까지 지속될 것이며, 영업실적에 본격적으로 기여하는 시기는 '16 년말 전후로 판단한다. 편의점은 국내 유통업체중 가장 성장성이 높은 모멘텀을 보유하고 있지만 최근까지 이어진 주가상승으로 인해 밸류에이션을 둘러싼 피로도가 높아져 있는 것으로 판단한다. 밸류에이션의 점진적인 하향을 예상한다.

투자의견 중립, 목표주가 60,000 원 하향

투자의견을 중립으로, 6 개월 목표주가는 60,000 원으로 하향한다. 편의점시장의 고성장은 인정하나 슈퍼마켓 수익성 개선에 대한 부담, 파르나스호텔 영업실적 기여시기까지의 부담은 주가에 대한 메리트를 희석시키는 요인으로 판단한다. 목표주가는 '16 년 예상 영업실적 기준 P/E 32.8 배 수준이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 43,776 | 47,086 | 49,624 | 62,732 | 69,950 | 73,510 |
| yoy | % | 9.9 | 7.6 | 5.4 | 26.4 | 11.5 | 5.1 |
| 영업이익 | 억원 | 1,405 | 1,551 | 1,433 | 2,260 | 2,590 | 3,129 |
| yoy | % | 49.6 | 10.4 | -7.6 | 57.7 | 14.6 | 20.8 |
| EBITDA | 억원 | 2,932 | 3,270 | 3,237 | 4,272 | 6,592 | 6,870 |
| 세전이익 | 억원 | 1,618 | 1,593 | 1,486 | 2,208 | 1,862 | 2,408 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 1,235 | 1,190 | 1,113 | 1,669 | 1,409 | 1,823 |
| 영업이익률% | % | 3.2 | 3.3 | 2.9 | 3.6 | 3.7 | 4.3 |
| EBITDA% | % | 6.7 | 6.9 | 6.5 | 6.8 | 9.4 | 9.3 |
| 순이익률 | % | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 2.7 | 2.0 | 2.5 |
| EPS | 원 | 1,603 | 1,546 | 1,445 | 2,167 | 1,829 | 2,367 |
| PER | 배 | 18.7 | 18.1 | 17.8 | 24.8 | 34.1 | 26.3 |
| PBR | 배 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 2.3 | 2.6 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 배 | 8.9 | 7.2 | 6.4 | 13.8 | 9.8 | 9.3 |
| ROE | % | 8.4 | 7.6 | 6.8 | 9.6 | 7.7 | 9.4 |
| 순차입금 | 억원 | 2,750 | 1,732 | 675 | 13,462 | 12,514 | 11,443 |
| 부채비율 | % | 91.1 | 78.4 | 73.7 | 123.9 | 121.8 | 116.6 |

GS 리테일 4 분기 영업실적 Review

(단위: %, 억원)

| | 4Q14A | 1Q15A | 2Q15A | 3Q15A | 4Q15A(a) | Y-Y | Q-Q | 컨센서스 | SK(b) | 차이(a/b) |
|----------|--------|--------|--------|--------|----------|------|-------|--------|--------|---------|
| 매출액 | 12,509 | 13,248 | 15,679 | 17,239 | 16,565 | 32.4 | -3.9 | 15,860 | 15,950 | 3.9 |
| 영업이익 | 335 | 397 | 696 | 777 | 387 | 15.6 | -50.2 | 538 | 542 | -28.6 |
| 세전이익 | 312 | 418 | 689 | 775 | 332 | 6.3 | -57.2 | 519 | 482 | -31.1 |
| 지배주주순이익 | 227 | 310 | 525 | 585 | 239 | 5.2 | -59.2 | 384 | 365 | -34.5 |
| 영업이익률 | 2.7 | 3.0 | 4.4 | 4.5 | 2.3 | -0.3 | -2.2 | 3.4 | 2.4 | 0.0 |
| 세전이익률 | 2.5 | 3.2 | 4.4 | 4.5 | 2.0 | -0.5 | -2.5 | 3.3 | 2.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익률 | 1.8 | 2.3 | 3.4 | 3.4 | 1.4 | -0.4 | -2.0 | 2.4 | 1.5 | -0.1 |

자료: GS 리테일 SK 증권 추정

GS 리테일 영업실적 전망 변경

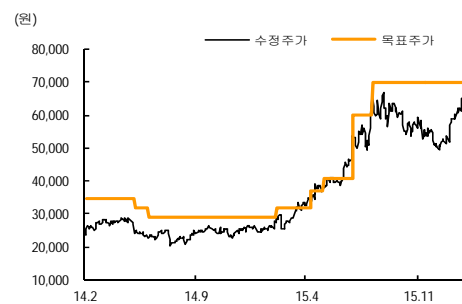
(단위: %, 억원)

| | 신규추정(a) | | 기존추정(b) | | 차이(a/b) | |
|----------|---------|--------|---------|--------|---------|-------|
| | 2015E | 2016E | 2015E | 2016E | 2015E | 2016E |
| 매출액 | 62,732 | 69,950 | 62,119 | 68,240 | 1.0 | 2.5 |
| 영업이익 | 2,260 | 2,590 | 2,412 | 2,920 | -6.3 | -11.3 |
| 영업이익률 | 3.6 | 3.7 | 3.9 | 4.3 | -0.3 | -0.6 |
| 세전이익 | 2,208 | 1,862 | 2,364 | 2,745 | -6.6 | -32.2 |
| 세전이익률 | 3.5 | 2.7 | 3.8 | 4.0 | -0.3 | -1.4 |
| 지배주주순이익 | 1,669 | 1,409 | 1,788 | 2,081 | -6.7 | -32.3 |
| 지배주주순이익률 | 2.7 | 2.0 | 2.9 | 3.1 | -0.2 | -1.0 |
| EPS(원) | 2,167 | 1,829 | 2,323 | 2,703 | -6.7 | -32.3 |

자료: GS 리테일 SK 증권 추정

투자의견변경

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------|------|---------|
| 2016.02.04 | 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 |
| 2015.04.14 | 매수 | 37,000원 |
| 2015.02.23 | 매수 | 32,000원 |
| 2015.02.07 | 매수 | 32,000원 |
| 2014.06.08 | 매수 | 29,000원 |
| 2014.05.12 | 매수 | 32,000원 |
| 2014.02.10 | 매수 | 34,500원 |



Compliance Notice

- 작성자(김기영)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 (2016년 2월 4일 기준)

| | | | | | |
|----|-----|----|----|----|----|
| 매수 | 96% | 중립 | 4% | 매도 | 0% |
|----|-----|----|----|----|----|

대차대조표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 7,024 | 6,916 | 4,519 | 5,708 | 6,882 |
| 현금및현금성자산 | 444 | 1,043 | 0 | 771 | 1,591 |
| 매출채권및기타채권 | 1,045 | 1,035 | 1,891 | 2,109 | 2,216 |
| 재고자산 | 1,529 | 1,218 | 1,317 | 1,469 | 1,691 |
| 비유동자산 | 21,777 | 22,285 | 44,024 | 44,070 | 44,188 |
| 장기금융자산 | 158 | 149 | 151 | 151 | 151 |
| 유형자산 | 7,069 | 7,488 | 22,457 | 21,049 | 19,876 |
| 무형자산 | 1,504 | 1,491 | 1,544 | 1,470 | 1,412 |
| 자산총계 | 28,801 | 29,201 | 48,543 | 49,777 | 51,070 |
| 유동부채 | 4,797 | 5,451 | 7,170 | 7,473 | 7,614 |
| 단기금융부채 | 600 | 1,002 | 1,847 | 1,747 | 1,597 |
| 매입채무 및 기타채무 | 3,607 | 3,910 | 4,642 | 4,966 | 5,219 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 7,858 | 6,935 | 19,692 | 19,861 | 19,874 |
| 장기금융부채 | 5,381 | 4,001 | 12,503 | 12,425 | 12,325 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 20 | 20 | 20 |
| 장기충당부채 | 15 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 부채총계 | 12,655 | 12,385 | 26,862 | 27,334 | 27,488 |
| 지배주주지분 | 16,146 | 16,815 | 18,028 | 18,787 | 19,922 |
| 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 | 13,826 | 14,497 | 15,709 | 16,463 | 17,593 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 3,654 | 3,656 | 3,659 |
| 자본총계 | 16,146 | 16,815 | 21,681 | 22,444 | 23,581 |
| 부채외자본총계 | 28,801 | 29,201 | 48,543 | 49,777 | 51,070 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 3,253 | 3,959 | 3,239 | 6,130 | 6,074 |
| 당기순이익(손실) | 1,190 | 1,113 | 1,672 | 1,411 | 1,825 |
| 비현금성항목등 | 2,682 | 2,721 | 3,023 | 5,181 | 5,044 |
| 유형자산감가상각비 | 1,411 | 1,442 | 1,626 | 3,639 | 3,393 |
| 무형자산감가상각비 | 308 | 361 | 386 | 364 | 348 |
| 기타 | 225 | 246 | 223 | -100 | -90 |
| 운전자본감소(증가) | -277 | 588 | -1,356 | -12 | -212 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -100 | 69 | -456 | -218 | -107 |
| 재고자산감소(증가) | -36 | 311 | -90 | -152 | -222 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 561 | -149 | 551 | 324 | 253 |
| 기타 | -702 | 357 | -1,362 | 33 | -136 |
| 법인세납부 | -343 | -463 | -99 | -451 | -583 |
| 투자활동현금흐름 | -1,106 | -1,724 | -10,270 | -3,667 | -3,460 |
| 금융자산감소(증가) | -75 | 1 | 449 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -1,083 | -1,862 | -2,474 | -2,230 | -2,220 |
| 무형자산감소(증가) | -337 | -286 | -300 | -290 | -290 |
| 기타 | 390 | 423 | -7,945 | -1,147 | -950 |
| 재무활동현금흐름 | -2,220 | -1,635 | 5,987 | -1,693 | -1,793 |
| 단기금융부채증가(감소) | 0 | 0 | 0 | -100 | -150 |
| 장기금융부채증가(감소) | -1,500 | -930 | 6,853 | -77 | -100 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -308 | -347 | -462 | -655 | -693 |
| 기타 | -412 | -358 | -404 | -861 | -850 |
| 현금의 증가(감소) | -74 | 599 | -1,043 | 771 | 821 |
| 기초현금 | 518 | 444 | 1,043 | 0 | 771 |
| 기말현금 | 444 | 1,043 | 0 | 771 | 1,591 |
| FCF | 1,424 | 1,286 | 498 | 3,434 | 3,390 |

자료 : GS리테일 SK증권 추정

손익계산서

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 47,086 | 49,624 | 62,732 | 69,950 | 73,510 |
| 매출원가 | 36,473 | 38,865 | 49,981 | 55,288 | 57,866 |
| 매출총이익 | 10,612 | 10,758 | 12,751 | 14,662 | 15,644 |
| 매출총이익률 (%) | 22.5 | 21.7 | 20.3 | 21.0 | 21.3 |
| 판매비와관리비 | 9,062 | 9,325 | 10,491 | 12,072 | 12,515 |
| 영업이익 | 1,551 | 1,433 | 2,260 | 2,590 | 3,129 |
| 영업이익률 (%) | 3.3 | 2.9 | 3.6 | 3.7 | 4.3 |
| 비영업손익 | 42 | 53 | -51 | -728 | -721 |
| 순금융비용 | 127 | 121 | 234 | 808 | 801 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -54 | -35 | -32 | -20 | -10 |
| 세전계속사업이익 | 1,593 | 1,486 | 2,208 | 1,862 | 2,408 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 3.4 | 3.0 | 3.5 | 2.7 | 3.3 |
| 계속사업법인세 | 402 | 373 | 537 | 451 | 583 |
| 계속사업이익 | 1,190 | 1,113 | 1,672 | 1,411 | 1,825 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,190 | 1,113 | 1,672 | 1,411 | 1,825 |
| 순이익률 (%) | 2.5 | 2.2 | 2.7 | 2.0 | 2.5 |
| 지배주주 | 1,190 | 1,113 | 1,669 | 1,409 | 1,823 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 2.53 | 2.24 | 2.66 | 2.01 | 2.48 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 총포괄이익 | 1,210 | 1,016 | 1,677 | 1,417 | 1,831 |
| 지배주주 | 1,210 | 1,016 | 1,674 | 1,414 | 1,828 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| EBITDA | 3,270 | 3,237 | 4,272 | 6,592 | 6,870 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 7.6 | 5.4 | 26.4 | 11.5 | 5.1 |
| 영업이익 | 10.4 | -7.6 | 57.7 | 14.6 | 20.8 |
| 세전계속사업이익 | -1.6 | -6.7 | 48.6 | -15.7 | 29.3 |
| EBITDA | 11.5 | -1.0 | 32.0 | 54.3 | 4.2 |
| EPS(계속사업) | -3.6 | -6.5 | 50.0 | -15.6 | 29.4 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 7.6 | 6.8 | 9.6 | 7.7 | 9.4 |
| ROA | 4.1 | 3.8 | 4.3 | 2.9 | 3.6 |
| EBITDA마진 | 6.9 | 6.5 | 6.8 | 9.4 | 9.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 146.4 | 126.9 | 63.0 | 76.4 | 90.4 |
| 부채비율 | 78.4 | 73.7 | 123.9 | 121.8 | 116.6 |
| 순차입금/자기자본 | 10.7 | 4.0 | 62.1 | 55.8 | 48.5 |
| EBITDA/이자비용(배) | 7.6 | 8.3 | 9.5 | 7.7 | 8.1 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,546 | 1,445 | 2,167 | 1,829 | 2,367 |
| BPS | 20,969 | 21,838 | 23,413 | 24,399 | 25,873 |
| CFPS | 3,779 | 3,788 | 4,780 | 7,028 | 7,225 |
| 주당 현금배당금 | 450 | 600 | 850 | 900 | 1,000 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 21.9 | 19.9 | 30.8 | 35.9 | 27.7 |
| PER(최저) | 17.1 | 14.2 | 11.4 | 28.4 | 21.9 |
| PBR(최고) | 1.6 | 1.3 | 2.9 | 2.7 | 2.5 |
| PBR(최저) | 1.3 | 0.9 | 1.1 | 2.1 | 2.0 |
| PCR | 7.4 | 6.8 | 11.3 | 8.9 | 8.6 |
| EV/EBITDA(최고) | 8.5 | 7.1 | 16.2 | 10.2 | 9.6 |
| EV/EBITDA(최저) | 6.8 | 5.1 | 8.6 | 8.6 | 8.1 |