

둔화되는 이익 성장성 vs. valuation 부담

Analyst 박종렬

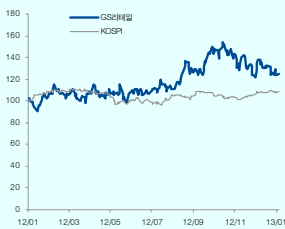
02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

현재주가 (1/15)	27,750원
상승여력	18.9%
시가총액	2,160십억원
발행주식수	77,000천주
자본금/액면가	77십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	34,800원/20,400원
일평균 거래대금 (60일)	14십억원
외국인지분율	10.84%
주요주주	GS 65.75%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-10.5 -15.7 11.2
상대주가(%)	-10.0 -18.1 1.6
당사추정 EPS	1,613원
컨센서스 EPS	1,680원
컨센서스 목표주가	39,500원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 지난해 4분기 실적, 당초 전망치 소폭 하회할 전망
- 출점 계획과 영업규제 반영해 2013년 연간 수익전망 하향 조정
- 영업규제에도 불구하고 PB확대와 상품믹스 조정으로 수익개선

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2011	3,982	103	94	224	1,215	N/A	19.1	1.4	11.7	6.5
2012F	4,558	165	124	323	1,613	32.7	18.6	1.6	9.1	8.4
2013F	5,075	183	135	361	1,748	8.4	16.0	1.4	7.5	8.5
2014F	5,480	199	151	371	1,961	12.1	14.3	1.3	7.0	8.9

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

지난해 4분기 실적, 당초 전망치 소폭 하회할 전망

전일 탐방을 통해 확인한 지난해 4분기 GS리테일의 영업실적은 당초 당사 전망(매출액 1조 1,673억 원, 영업이익 372억원)을 소폭 하회할 전망이다. 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 11.9%, 65.2% 증가한 1조 1,570억원과 355억원을 기록할 것으로 보인다. 당초 전망에 비해 영업이익이 낮아진 것은 영업규제 영향으로 슈퍼마켓 부문의 부진 때문이었다. 의무휴업 점포수 비율이 지난해 3분기 일시적으로 낮아졌으나 4분기에는 12월 실시한 자율휴무(월 2회, 수요일) 영향으로 확대된 바 있다. 올해에는 월 2회, 일요일의 의무휴업과 영업시간 단축(24시~10시) 등 규제가 강화됨으로써 적지 않은 부정적 영향이 불가피할 전망이다. <표3 참조>

출점 계획과 영업규제 반영해 2013년 연간 수익전망 하향 조정

지난해 GS리테일은 편의점과 슈퍼마켓의 신규 출점을 각각 831개와 24개 단행했다. 올해에도 편의점은 700~800개 수준의 신규 출점을 계획하고 있고, 슈퍼마켓도 지난해 수준인 24개를 목표로 하고 있다. 이에 따라 Capex 규모는 지난해 2,400억원에서 올해 2,000억원으로 추정된다. 편의점의 경우 신규 출점시 거리제한(동선거리 기준 250m)의 모범거래 기준이 도입됐지만, 700개 이상의 신규 출점은 문제 없을 것으로 보인다. GS리테일의 사업계획(신규 출점)과 영업규제 등을 반영해 올해 연간 수익 전망을 소폭 하향 조정했다. 연간 매출액과 영업이익은 전년비 각각 11.3%, 10.9% 증가한 5조 746억원과 1,831억원으로 수정 전망한다. <표4 참조>

영업규제에도 불구하고 PB확대와 상품믹스 조정으로 수익개선

편의점의 신규 출점 거리제한과 슈퍼마켓에 대한 영업규제 등은 부정적인 요인이나 가맹점과 상생에 통한 동반성장으로 위기를 헤쳐나갈 것이고, 슈퍼마켓의 경우 적극적인 출점을 통한 시장확대와 효율중심의 운영으로 수익개선에 주력할 전망이다. 반면, 긍정적인 것은 지난해 11월 5일 시행된 편의점에서 13개 품목의 안전상비의약품(해열진통제, 감기약, 소화제, 파스 등) 판매 허용으로 고객 트래픽과 건강기능식품 등의 연계 매출이 증대될 수 있다는 점이다. 또한, 상품믹스의 조정과 PB상품 비중 확대에 수익개선을 이뤄가고 있고, 향후 더욱 강화될 수 있다는 점이다.

목표주가 3.3만원으로 하향, 매수의견 유지

GS리테일에 대해 기존 매수의견을 유지하나 목표주가를 기존 38,000원에서 33,000원으로 하향 조정한다. 목표주가를 낮춘 이유는 동사의 외형과 영업이익 성장성의 둔화를 반영해 EV/EBITDA multiple을 하향했기 때문이다. 할증률을 기존 35%에서 25%로 낮췄다. 가치합산 방식(SOTP)에 따른 GS리테일의 적정주주가치(12개월 Forward 기준)는 2조 5,477억원이고, 주당가치는 33,000원으로 평가된다. 이는 1) 사업가치 2조 6,265억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 대비 25% 할증률 적용), 2) 투자자산가치 146억원(순자산가액 대비 20% 할인율 적용)에다 3) 순차입금 1,004억원을 차감한 것이다. 목표주가 33,000원은 2013년 수익예상 기준 P/E가 18.6배에 해당된다. <표1 참조>

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	23,391	26,205	26,928	26,265	
EBITDA	3,226	3,614	3,714		
EV/EBITDA	7.3	7.3	7.3		시장평균(5.8배) 대비 25% 할증률 적용
2. 투자자산가치	146	146	146	146	순자산가액의 20%할인율 적용
1) 관계기업지분	97	97	97		
2) 기타 금융자산	49	49	49		
3. 기업가치 (=1+2)	23,537	26,351	27,074	26,411	
4. 순차입금	1,848	1,091	45	1,004	
5. 적정주주가치 (=3+5)	21,689	25,260	27,029	25,407	
발행주식수	77,000	77,000	77,000	77,000	
적정주가 (원)	28,168	32,805	35,102	32,996	
현재주가 (원)	27,750	27,750	27,750	27,750	
상승여력 (%)	1.5	18.2	26.5	18.9	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 GS리테일 순차입금 현황 및 전망

(억원, %)	11	12F	13F	14F	15F	16F
단기차입금	3,050	1,200	1,100	900	792	692
유동성장기부채	1,999	500	300	0	0	0
단기금융부채	18	0	0	0	0	0
사채	499	997	697	497	100	100
장기차입금	3,538	4,359	4,159	3,859	3,359	2,359
장기금융부채	0	1	1	1	1	1
차입금 총계	9,104	7,056	6,256	5,256	4,251	3,151
평균차입금	9,104	8,080	6,656	5,756	4,753	3,701
이자비용	199	464	439	387	319	249
조달금리	2.2	5.7	6.6	6.7	6.7	6.7
현금성자산	5,125	5,208	5,164	5,210	5,719	6,237
이자수익	418	427	384	385	292	286
순이자비용	-219	37	55	1	27	-37
순차입금	3,979	1,848	1,091	45	-1,468	-3,086
자본총계	14,346	15,314	16,391	17,592	18,863	20,303
순차입금비율	27.7	12.1	6.7	0.3	-7.8	-15.2

자료: GS리테일, HMC투자증권

〈표3〉 GS리테일 분기별 실적 전망

(억원 %)	2012F				2013F				2011	2012F	2013F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	10,472	11,264	12,277	11,570	11,675	12,593	13,684	12,794	39,817	45,583	50,746
CVS	6,688	7,439	8,144	7,859	7,540	8,413	9,190	8,758	25,947	30,130	33,901
SM	3,537	3,568	3,830	3,554	3,914	3,933	4,170	3,858	13,098	14,489	15,876
기타	247	257	304	157	221	247	324	177	772	965	969
매출총이익	2,181	2,515	2,774	2,307	2,451	2,754	3,065	2,537	8,460	9,777	10,807
영업이익	144	468	685	355	197	515	785	335	1,030	1,652	1,831
CVS	101	348	468	304	93	371	505	315	1,018	1,221	1,284
SM	66	97	188	32	44	74	169	1	337	383	287
기타	-23	23	28	13	16	-5	26	13	-325	41	50
세전이익	209	441	652	332	169	492	782	333	1,292	1,633	1,776
순이익	158	334	498	251	128	373	593	252	934	1,242	1,346
수익성 (%)											
GP	20.8	22.3	22.6	19.9	21.0	21.9	22.4	19.8	21.2	21.4	21.3
OP	1.4	4.2	5.6	3.1	1.7	4.1	5.7	2.6	2.6	3.6	3.6
RP	2.0	3.9	5.3	2.9	1.4	3.9	5.7	2.6	3.2	3.6	3.5
NP	1.5	3.0	4.1	2.2	1.1	3.0	4.3	2.0	2.3	2.7	2.7
성장성 (% YoY)											
매출액	19.6	14.9	12.5	11.9	11.5	11.8	11.5	10.6	21.4	14.5	11.3
영업이익	86.7	83.6	41.8	65.2	36.7	9.9	14.6	-5.6	8.4	60.4	10.9
세전이익	64.6	41.9	15.7	13.8	-19.1	11.6	20.1	0.4	N/A	26.4	8.8
순이익	73.7	49.7	15.6	33.1	-19.3	11.6	19.1	0.4	N/A	33.0	8.4
기본가정											
GDP 성장률(실질)	2.8	2.3	1.5	1.6	2.3	2.9	3.1	3.2	3.6	2.1	2.9
민간소비	1.6	1.1	1.6	0.6	0.8	0.6	0.6	0.9	2.3	1.2	0.7
소비자물가상승률	3.0	2.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	4.0	2.2	2.1

자료: GS리테일, HMC투자증권

〈표4〉 GS리테일 사업부문별 점포수 현황 및 전망

점포수 (개점)	08	09	10	11	12	13F	14F
CVS	3,388	3,915	5,026	6,307	7,138	7,938	8,638
SM	103	138	205	230	255	279	299
GS Watsons (H&B)	20	26	40	54	77	97	113
Mister Donut (F&B)	12	36	82	87	49	49	49
순증 (개점)							
CVS	532	527	1,111	1,281	831	800	700
SM	15	35	67	25	25	24	20
GS Watsons (H&B)	9	6	14	14	23	16	16
Mister Donut (F&B)	6	24	46	5	-38	5	5
평균점포수 (개점)							
CVS	3,122	3,652	4,888	6,139	7,001	7,838	8,551
SM	96	121	197	228	254	276	297
GS Watsons	16	23	38	53	73	95	111
Mister Donut	9	24	77	87	54	49	49
평균점포수 증감률 (% YoY)							
CVS	18.8	17.0	33.8	25.6	14.1	12.0	9.1
SM	10.4	26.2	63.1	15.8	11.4	8.9	7.4
GS Watsons	181.8	48.4	65.2	38.2	38.1	30.3	17.5
Mister Donut	200.0	166.7	218.8	13.1	-37.6	-9.3	0.0

자료: GS리테일, HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	N/A	3,982	4,558	5,075	5,480
증가율 (%)	N/A	N/A	14.5	11.3	8.0
매출원가	N/A	3,136	3,581	3,994	4,298
매출원가율 (%)	N/A	78.8	78.5	78.7	78.4
매출총이익	N/A	846	978	1,081	1,183
매출이익률 (%)	N/A	21.2	21.5	21.3	21.6
증가율 (%)	N/A	N/A	15.6	10.5	9.4
판매관리비	N/A	752	832	919	1,004
조정영업이익 (GP-SG&A)	N/A	94	146	162	178
조정영업이익률 (%)	N/A	2.4	3.2	3.2	3.3
증가율 (%)	N/A	N/A	55.7	11.2	10.0
기타영업손익	N/A	9	19	21	21
EBITDA	N/A	224	323	361	371
EBITDA 이익률 (%)	N/A	5.6	7.1	7.1	6.8
증가율 (%)	N/A	N/A	44.2	12.0	2.8
영업이익	N/A	103	165	183	199
영업이익률 (%)	N/A	2.6	3.6	3.6	3.6
증가율 (%)	N/A	N/A	60.4	10.9	8.8
금융손익	N/A	26	-2	-5	0
기타영업외손익	N/A	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	N/A	0	0	0	0
세전계속사업이익	N/A	129	163	178	199
세전계속사업이익률 (%)	N/A	3.2	3.6	3.5	3.6
증가율 (%)	N/A	N/A	26.4	8.8	12.1
법인세비용	N/A	36	39	43	48
계속사업이익	N/A	93	124	135	151
당기순이익	N/A	93	124	135	151
당기순이익률 (%)	N/A	2.3	2.7	2.7	2.8
증가율 (%)	N/A	N/A	33.0	8.4	12.1
지배주주지분 순이익	N/A	94	124	135	151
비지배주주지분 순이익	N/A	0	0	0	0
기타포괄이익	N/A	-3	0	0	0
총포괄이익	N/A	90	124	135	151

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	1	345	303	315
당기순이익	N/A	93	124	135	151
유형자산 상각비	N/A	101	132	154	153
무형자산 상각비	N/A	20	26	24	19
외환손익	N/A	-4	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	N/A	-62	51	-10	-8
기타	N/A	-148	12	0	0
투자활동으로인한현금흐름	N/A	-216	-111	-200	-180
투자자산의 감소(증가)	N/A	-18	0	0	0
유형자산의 감소	N/A	5	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	-188	-240	-200	-180
기타	N/A	-15	126	0	0
재무활동으로인한현금흐름	N/A	208	-227	-107	-131
차입금의 증가(감소)	N/A	661	-105	-30	-50
사채의증가(감소)	N/A	50	50	-30	-20
자본의 증가	N/A	233	0	0	0
배당금	N/A	-39	-23	-27	-31
기타	N/A	-697	-149	-20	-30
기타현금흐름	N/A	0	0	0	0
현금의증가(감소)	N/A	-8	7	-4	5
기초현금	N/A	38	30	38	33
기말현금	N/A	30	38	33	38

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	N/A	994	757	770	788
현금성자산	N/A	30	38	33	38
단기투자자산	N/A	53	53	53	53
매출채권	N/A	40	58	64	68
채고자산	N/A	133	112	124	133
기타유동자산	N/A	738	496	496	496
비유동자산	N/A	2,001	2,209	2,231	2,239
유형자산	N/A	683	788	834	861
무형자산	N/A	110	117	92	73
투자자산	N/A	18	18	18	18
기타비유동자산	N/A	1,189	1,286	1,286	1,286
기타금융융입자산	N/A	0	0	0	0
자산총계	N/A	2,994	2,966	3,001	3,027
유동부채	N/A	957	648	618	568
단기차입금	N/A	305	120	110	90
매입채무	N/A	215	0	0	0
유동성장기부채	N/A	200	50	30	0
기타유동부채	N/A	237	478	478	478
비유동부채	N/A	603	787	744	700
사채	N/A	50	100	70	50
장기차입금	N/A	354	436	416	386
장기금융부채 (리스포함)	N/A	0	0	0	0
기타비유동부채	N/A	199	251	259	264
기타금융융입부채	N/A	0	0	0	0
부채총계	N/A	1,559	1,434	1,362	1,268
지배주주지분	N/A	1,430	1,531	1,639	1,759
자본금	N/A	77	77	77	77
자본잉여금	N/A	156	156	156	156
자본조정 등	N/A	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	N/A	0	0	0	0
이익잉여금	N/A	1,198	1,299	1,407	1,527
비지배주주지분	N/A	4	0	0	0
자본총계	N/A	1,435	1,531	1,639	1,759

(단위: 원,배,%)

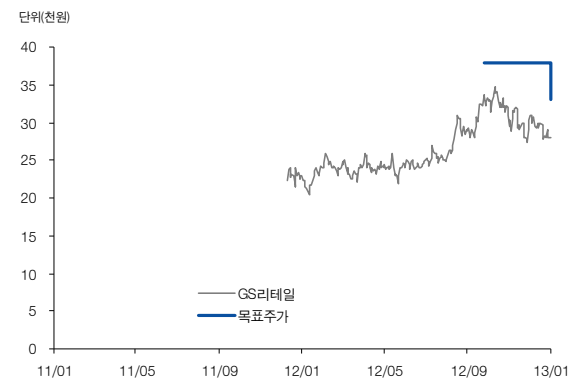
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	N/A	1,213	1,613	1,748	1,961
EPS(지배순이익 기준)	N/A	1,215	1,613	1,748	1,961
BPS(자본총계 기준)	N/A	17,199	18,374	20,086	21,895
BPS(지배자본 기준)	N/A	17,141	18,374	20,086	21,895
DPS	2,500	300	350	400	450
PER(당기순이익 기준)	N/A	19.1	18.6	16.0	14.3
PER(지배순이익 기준)	N/A	19.1	18.6	16.0	14.3
PBR(자본총계 기준)	N/A	1.3	1.6	1.4	1.3
PBR(지배자본 기준)	N/A	1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(Reported)	N/A	11.7	9.1	7.5	7.0
배당수익률	N/A	1.3	1.2	1.4	1.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	33.0	8.4	12.1
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	32.7	8.4	12.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	6.5	8.4	8.5	8.9
ROE(지배순이익 기준)	N/A	6.5	8.4	8.5	8.9
ROA	N/A	3.1	4.2	4.5	5.0
안정성 (%)					
부채비율	N/A	108.7	93.7	83.1	72.1
순차입금비율	N/A	57.7	40.1	32.9	24.7
이자보상배율	N/A	5.2	3.6	4.2	5.2

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
12/10/09	BUY	38,000			
12/10/29	BUY	38,000			
13/01/16	BUY	33,000			

▶ 최근 2년간 GS리테일 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.