

2분기를 비롯해 하반기에도 질적 성장 지속

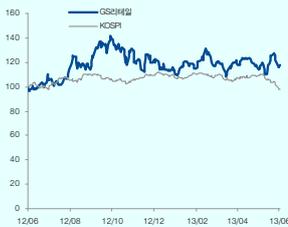
Analyst 박종렬

02) 3787-2099  
jrpark@hmcib.com

현재주가 (6/26)	28,950원		
상승여력	24.4%		
시가총액	2,229십억원		
발행주식수	77,000천주		
자본금/액면가	77십억원/1,000원		
52주 최고가/최저가	34,800원/23,750원		
일평균 거래대금 (60일)	5십억원		
외국인지분율	13.96%		
주요주주	GS 65.75%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	0.9	-1.7	-2.9
상대주가(%)	11.6	9.3	8.0
당사추정 EPS	1,823원		
컨센서스 EPS	1,728원		
컨센서스 목표주가	37,000원		

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 2분기 실적, 슈퍼마켓 부진에도 불구하고 편의점 호조로 당초 전망치 상회할 전망
- 슈퍼마켓에 이어 편의점에 대한 규제 강화, 부정적인 것은 사실이지만 영업실적에 미치는 영향 크지 않음
- 긍정적인 접근이 가능한 이유 : 주가하락으로 valuation 부담 축소, 질적 성장, 하반기 양호한 실적 모멘텀

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2011	3,982	94	94	215	1,215	N/A	19.1	1.4	9.0	6.5
2012	4,500	140	123	293	1,603	32.0	18.7	1.7	8.8	8.4
2013F	4,897	170	140	345	1,823	13.7	15.6	1.5	6.7	9.0
2014F	5,350	188	162	360	2,102	15.3	13.5	1.3	6.0	9.7
2015F	5,763	204	182	368	2,365	12.5	12.0	1.2	5.4	10.1

\* K-IFRS 연결 기준

2분기 실적, 슈퍼마켓 부진에도 불구하고 편의점 호조로 당초 전망치 상회할 전망

GS리테일의 2분기 영업실적은 당초 당사 전망치를 상회할 전망이다. 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기비 9.5%, 15.1% 증가한 1조 2,334억원과 470억원을 달성해, 영업이익률은 3.8%로 전년 동기비 0.2%p 개선될 전망이다. 슈퍼마켓의 부진에도 불구하고 편의점의 호조와 기타부문(평촌 임대사업, 미스터도너츠)의 수익기여 때문이다. 사업부문별로 살펴보면 편의점의 경우 매출액과 영업이익이 각각 전년 동기비 12.9%, 17.6% 증가한 8,395억원과 368억원을 기록할 것이며, 영업이익률도 4.4%로 전년 동기비 0.2%p 호전될 것이다. 신규 출점(순증 기준)은 지난 1분기(191개점)에 이어 2분기에도 대략 180개점이 증대될 것이다. 이는 경쟁업체인 CU와 세븐일레븐과 달리 당초 계획대로 점포 확장이 이뤄지고 있는 것이다. 신규 출점 경쟁이 완화되고 있어 지원금과 보증금 등 비용 부문의 절감 효과와 고객 트래픽 증대에 따른 매출충이익률의 개선이 가능할 전망이다. 반면, 슈퍼마켓 부문은 전분기에 이어 영업규제의 영향으로 여전히 부진하지만, 의무휴업 비율이 전년과 비슷해 감익 폭은 전분기 대비 축소될 전망이다. 슈퍼마켓 부문의 매출액은 전년 동기비 3.1% 증가한 3,680억원을 기록할 것이지만, 영업이익은 17.3% 감소한 73억원에 그칠 전망이다. <표3 참조>

슈퍼마켓에 이어 편의점에 대한 규제 강화, 부정적인 것은 사실이지만

올해도 정부의 영업규제가 끊이지 않고 있다. 기업형슈퍼마켓(SSM)에 대한 영업규제가 강화되고 있어 슈퍼마켓 사업부문의 영업실적 둔화가 불가피하다. 대형마트와 함께 SSM도 지난해 4월부터 의무휴업이 시작됐지만 의무휴업 비율이 점진적으로 증가한 이후 7월을 피크로 해서 3~4분기 중 재차 크게 낮아진 점을 고려하면 기저효과를 기대하기는 쉽지 않기 때문이다. 편의점에 대한 규제도 강화되고 있는데, 지난해 시행된 동일 브랜드 신규 출점 시 반경 250m 거리제한에 이어 가맹점 중도 계약 해지 시 위약금 인하 조치와 24시간 영업 강제 금지 등이다. 정부 규제에서 자유로운 것은 아니지만 세진 모두 GS리테일의 영업실적에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. 위약금 인하 조치의 경우 이미 상당 부분 시행한 상태라 영업이익에 미치는 영향은 대단히 미미한 상태이고, 24시간 영업 강제 금지 시행도 부진 점포는 이미 정리 중에 있어 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단한다.

Valuation 부담 축소, 질적 성장, 하반기 양호한 실적 모멘텀

긍정적인 접근이 가능한 이유

GS리테일에 대해 기존 매수의견과 목표주가 36,000원을 유지한다. 유통업종 피어 그룹 대비 높은 valuation 프리미엄이 부담스럽게 작용해왔지만, 최근 주가 하락으로 인해 그 부담도 크게 경감된 상태다. 과거에 비해 외형 성장성은 크게 둔화되고 있지만, 주력사업인 편의점의 수익성 향상을 통해 질적 성장을 이뤄가고 있는 점은 높이 평가할 만하다. 하반기에도 양호한 수익성장이 가능해 오프라인 유통업태 중 비교적 양호한 실적 모멘텀이 지속될 전망이다. 특히, 올해까지는 슈퍼마켓 부문의 부진이 불가피하지만, 기저효과로 내년부터는 개선될 것이다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 GS리테일의 적정주가가치(12개월 Forward 기준)는 2조 7,854억원이고, 주당가치는 36,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 2조 4,324억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 대비 15% 할증률 적용), 2) 투자자산가치 148억원(순자산가액 대비 20% 할인을 적용)에다 3) 조정 순현금(평균물 차입금 3,711억원 반영) 3,382억원을 가산한 것이다. <표1~2 참조>

<표1> 적정주가가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	13F	14F	15F	12M Forward	비고
1. 사업가치	23,787	24,862	25,409	24,324	
EBITDA	3,447	3,603	3,682		
EV/EBITDA	6.9	6.9	6.9		시장평균(6.0배) 대비 15% 할증률 적용
2. 투자자산가치	148	148	148	148	순자산가액의 20%할인을 적용
1) 관계기업지분	83	83	83		
2) 기타 금융자산	64	64	64		
3. 기업가치 (=1+2)	23,934	25,010	25,556	24,472	
4. 순차입금	2,651	4,112	5,792	3,382	
5. 적정주가가치 (=3+5)	26,586	29,122	31,348	27,854	
발행주식수	77,000	77,000	77,000	77,000	
적정주가 (원)	<b>34,527</b>	<b>37,821</b>	<b>40,712</b>	<b>36,174</b>	
현재주가 (원)	28,950	28,950	28,950	28,950	
상승여력 (%)	19.3	30.6	40.6	25.0	

자료: HMC투자증권

<표2> GS리테일 순차입금 현황 및 전망

(억원, %)	11	12	13F	14F	15F	16F
단기차입금	3,050	1,600	0	0	0	0
유동성장기부채	1,999	500	300	0	0	0
단기금융부채	18	0	0	0	0	0
사채	499	997	0	0	0	0
장기차입금	3,538	4,428	5,214	5,214	4,714	3,714
장기금융부채	0	0	2	2	2	2
차입금 총계	9,104	7,524	5,516	5,216	4,716	3,716
평균차입금	9,104	8,314	6,520	5,366	4,966	4,216
이자비용	199	460	399	356	335	284
조달금리	2.2	5.5	6.1	6.6	6.7	6.7
현금성자산	7,623	4,775	4,456	5,617	6,797	7,969
이자수익	418	427	316	356	440	591
순이자비용	-219	33	83	0	-105	-307
순차입금	1,481	2,750	1,060	-401	-2,081	-4,253
자본총계	14,346	15,245	16,033	17,305	18,780	20,504
순차입금비율	10.3	18.0	6.6	-2.3	-11.1	-20.7

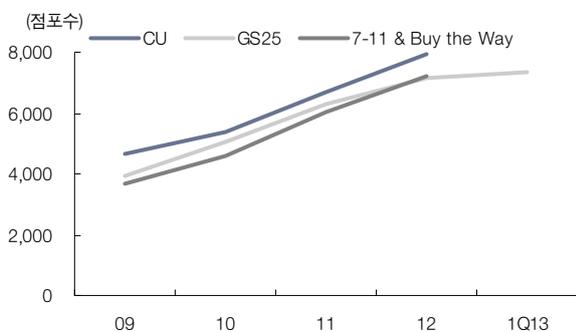
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈표3〉 GS리테일 분기별 실적 전망

(억원 %)	2012F				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			
매출액	10,473	11,264	12,277	10,983	11,177	12,334	13,455	12,001	44,997	48,967	53,498
CVS	6,688	7,439	8,144	7,460	7,463	8,395	9,135	8,272	29,731	33,265	36,123
SM	3,537	3,568	3,830	3,273	3,403	3,680	3,971	3,417	14,208	14,470	15,865
기타	248	257	304	250	311	258	349	313	1,059	1,232	1,511
매출총이익	2,181	2,515	2,774	2,461	2,414	2,749	3,101	2,730	9,931	10,994	12,236
영업이익	110	408	591	295	144	470	708	378	1,405	1,701	1,881
CVS	72	313	433	245	101	368	506	282	1,063	1,257	1,380
SM	51	88	180	-17	11	73	168	21	302	272	302
기타	-13	8	-22	66	32	29	34	75	39	171	198
세전이익	209	441	652	317	156	512	757	429	1,618	1,854	2,135
순이익	158	334	498	244	117	388	574	325	1,235	1,404	1,619
수익성 (%)											
GP	20.8	22.3	22.6	22.4	21.6	22.3	23.0	22.7	22.1	22.5	22.9
OP	1.1	3.6	4.8	2.7	1.3	3.8	5.3	3.1	3.1	3.5	3.5
CVS	1.1	4.2	5.3	3.3	1.4	4.4	5.5	3.4	3.6	3.8	3.8
SM	1.4	2.5	4.7	-0.5	0.3	2.0	4.2	0.6	2.1	1.9	1.9
기타	-5.2	3.1	-7.2	26.4	10.3	11.4	9.9	24.1	3.7	13.9	13.1
RP	2.0	3.9	5.3	2.9	1.4	4.1	5.6	3.6	3.6	3.8	4.0
NP	1.5	3.0	4.1	2.2	1.0	3.1	4.3	2.7	2.7	2.9	3.0
성장성 (% YoY)											
매출액	19.6	14.9	12.5	6.2	6.7	9.5	9.6	9.3	13.0	8.8	9.3
영업이익	249.9	42.5	45.6	37.2	30.6	15.1	19.8	28.2	49.6	21.1	10.6
세전이익	64.6	41.9	15.7	8.7	-25.2	16.0	16.2	35.4	25.3	14.6	15.2
순이익	73.7	49.7	15.6	29.2	-26.0	16.1	15.2	33.2	32.2	13.7	15.3
주요 가정											
GDP성장률(실질)	2.8	2.4	1.6	1.5	1.5	1.8	2.5	2.9	2.0	2.2	3.4
민간소비	1.3	1.0	1.7	2.7	1.5	0.5	0.9	0.8	1.7	1.0	2.0

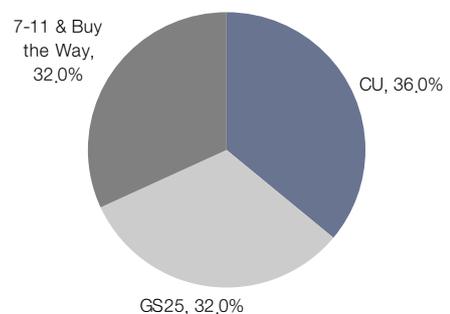
자료: GS리테일 HMC투자증권

〈그림1〉 편의점 경쟁 현황 (점포수 기준)



자료: GS리테일 HMC투자증권

〈그림2〉 편의점 시장점유율 (점포수 기준)



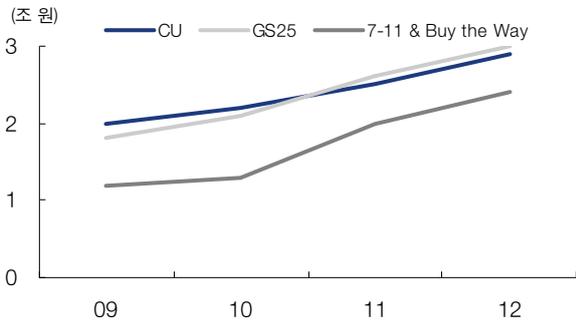
자료: GS리테일 HMC투자증권

〈표4〉 GS리테일 사업부문별 점포수 현황 및 전망

점포수 (개점)	10	11	12	13F	14F	15F	16F
CVS	5,026	6,307	7,138	7,889	8,589	9,229	9,829
SM	205	230	254	273	293	313	333
GS Watsons (H&B)	40	54	76	112	144	172	196
Mister Donut (F&B)	82	87	49	49	49	49	49
순증 (개점)							
CVS	1,111	1,281	831	751	700	640	600
SM	67	25	24	19	20	20	20
GS Watsons (H&B)	14	14	22	36	32	28	24
Mister Donut (F&B)	46	5	-38	0	0	0	0
평균점포수 (개점)							
CVS	4,888	6,139	7,001	7,794	8,502	9,149	9,754
SM	197	228	253	270	291	311	331
GS Watsons	38	53	72	108	140	169	193
Mister Donut	77	87	54	49	49	49	49
평균점포수 증감률 (% , YoY)							
CVS	33.8	25.6	14.1	11.3	9.1	7.6	6.6
SM	63.1	15.8	11.2	6.5	7.8	6.9	6.4
GS Watsons	65.2	38.2	37.1	49.3	30.2	20.4	14.5
Mister Donut	218.8	13.1	-37.6	-9.3	0.0	0.0	0.0

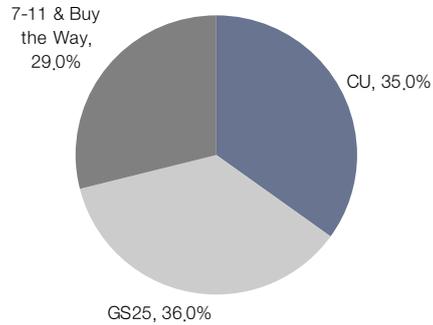
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림3〉 편의점 경쟁 현황 (매출액 기준)



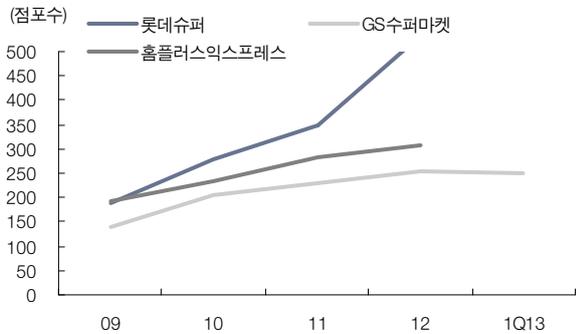
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림4〉 편의점 시장점유율 (매출액 기준)



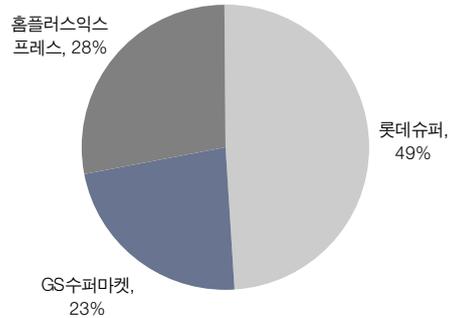
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림5〉 슈퍼마켓 경쟁 현황 (점포수 기준)



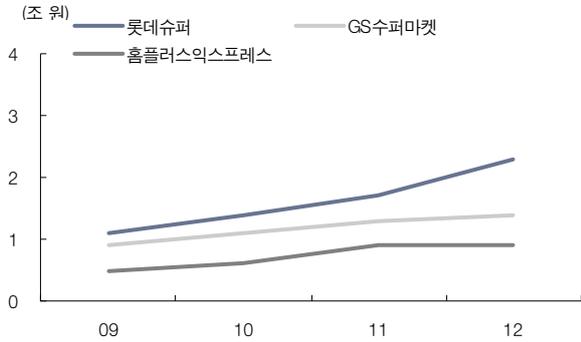
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림6〉 슈퍼마켓 시장점유율 (점포수 기준)



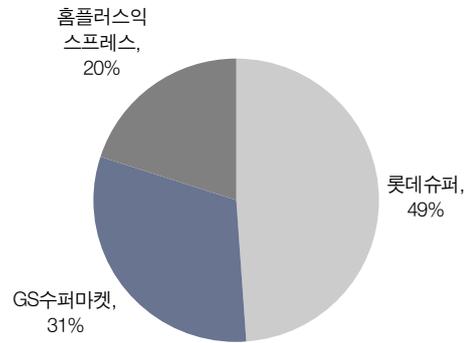
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림7〉 슈퍼마켓 경쟁 현황 (매출액 기준)



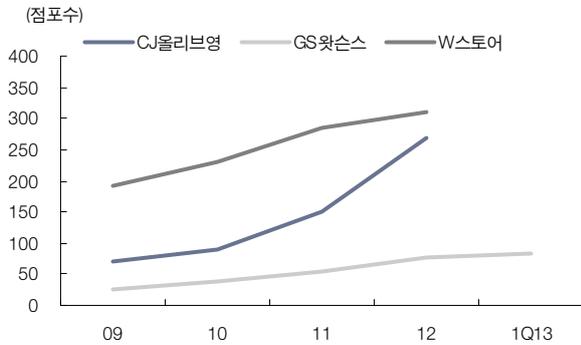
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림8〉 슈퍼마켓 시장점유율 (매출액 기준)



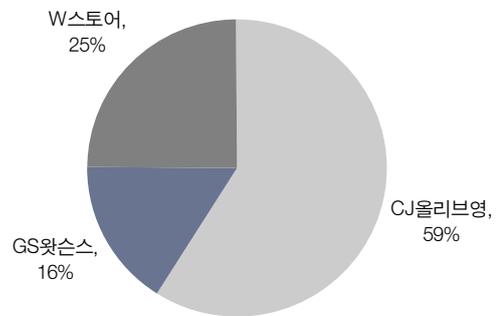
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림9〉 드럭스토어 경쟁 현황 (점포수 기준)



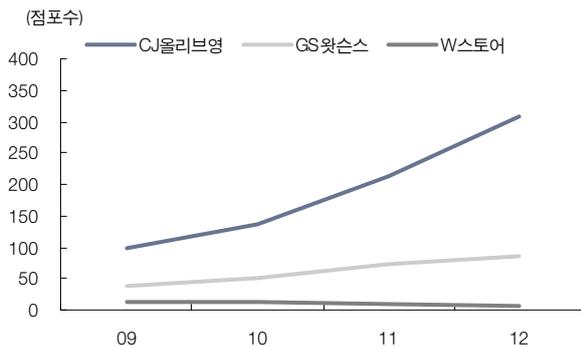
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림10〉 드럭스토어 시장점유율 (점포수 기준)



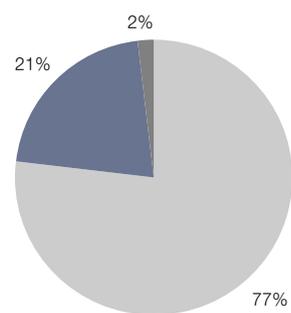
자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림11〉 드럭스토어 경쟁 현황 (매출액 기준)



자료: GS리테일, HMC투자증권

〈그림12〉 드럭스토어 시장점유율 (매출액 기준)



자료: GS리테일, HMC투자증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>매출액</b>	3,982	4,500	4,897	5,350	5,763
증가율 (%)	N/A	13.0	8.8	9.3	7.7
<b>매출원가</b>	3,136	3,506	3,797	4,126	4,424
매출원가율 (%)	78.8	77.9	77.5	77.1	76.8
<b>매출총이익</b>	846	993	1,099	1,224	1,339
매출이익률 (%)	21.2	22.1	22.5	22.9	23.2
증가율 (%)	N/A	17.4	10.7	11.3	9.4
<b>판매관리비</b>	752	853	929	1,036	1,134
판매관리비율 (%)	18.9	19.0	19.0	19.4	19.7
<b>EBITDA</b>	215	293	345	360	368
EBITDA 이익률 (%)	5.4	6.5	7.0	6.7	6.4
증가율 (%)	N/A	36.7	17.6	4.5	2.2
<b>영업이익</b>	94	140	170	188	204
영업이익률 (%)	2.4	3.1	3.5	3.5	3.5
증가율 (%)	N/A	49.6	21.1	10.6	8.6
<b>영업외손익</b>	35	22	11	19	29
금융수익	49	45	32	36	44
금융비용	24	46	40	36	33
기타영업외손익	9	23	19	19	19
중속/관계기업관련손익	0	-1	1	3	3
<b>세전계속사업이익</b>	129	162	185	214	240
세전계속사업이익률	3.2	3.6	3.8	4.0	4.2
증가율 (%)	N/A	25.3	14.6	15.2	12.5
법인세비용	36	38	45	52	58
계속사업이익	93	123	140	162	182
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	93	123	140	162	182
당기순이익률 (%)	2.3	2.7	2.9	3.0	3.2
증가율 (%)	N/A	32.2	13.7	15.3	12.5
지배주주지분 순이익	94	123	140	162	182
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-6	0	0	0
총포괄이익	90	118	140	162	182

(단위:십억원)					
현금흐름표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	1	221	368	328	340
당기순이익	93	123	140	162	182
유형자산 상각비	101	127	145	147	143
무형자산 상각비	20	26	27	22	17
외환손익	-4	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-62	-82	52	0	0
기타	-148	27	4	-3	-3
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-216	-23	-109	-147	-137
투자자산의 감소(증가)	-18	-2	2	3	3
유형자산의 감소	5	4	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-188	-193	-182	-150	-140
기타	-15	168	70	0	0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	208	-177	-231	-65	-85
장기차입금의 증가(감소)	661	-58	-81	0	-50
사채의증가(감소)	50	50	-100	0	0
자본의 증가	233	0	0	0	0
배당금	-39	-23	-31	-35	-35
기타	-697	-146	-19	-30	0
<b>기타현금흐름</b>	14	0	0	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	6	21	29	116	118
기초현금	38	30	52	80	196
기말현금	44	52	80	196	314

\* K-IFRS 연결 기준

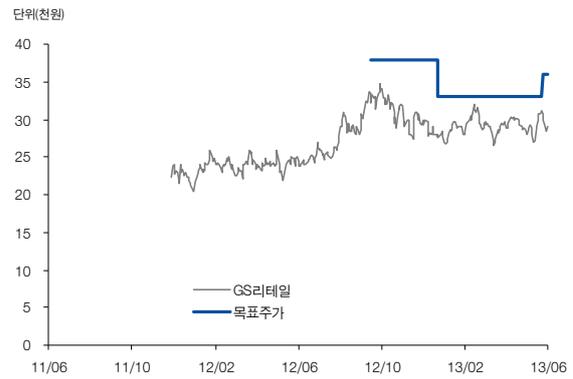
(단위:십억원)					
재무상태표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>유동자산</b>	994	731	721	855	991
현금성자산	30	52	80	196	314
단기투자자산	732	426	365	365	365
매출채권	40	50	66	71	77
재고자산	133	149	152	165	177
기타유동자산	58	54	57	57	57
<b>비유동자산</b>	2,001	2,183	2,184	2,165	2,145
유형자산	683	749	788	791	788
무형자산	110	131	108	87	69
투자자산	18	19	20	20	20
기타비유동자산	1,189	1,285	1,268	1,268	1,268
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	2,994	2,914	2,905	3,021	3,136
<b>유동부채</b>	957	602	527	511	523
단기차입금	305	160	0	0	0
매입채무	215	207	160	174	186
유동성장기부채	200	50	30	0	0
기타유동부채	237	185	337	337	337
<b>비유동부채</b>	603	787	774	779	734
사채	50	100	0	0	0
장기차입금	354	443	521	521	471
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	199	245	252	258	263
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,559	1,389	1,301	1,290	1,258
<b>지배주주지분</b>	1,430	1,524	1,603	1,731	1,878
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156	156
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,198	1,292	1,371	1,498	1,646
<b>비지배주주지분</b>	4	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,435	1,524	1,603	1,731	1,878

(단위: 원배,%)					
주요투자지표	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS(당기순이익 기준)	1,213	1,603	1,823	2,102	2,365
EPS(지배순이익 기준)	1,215	1,603	1,823	2,102	2,365
BPS(자본총계 기준)	17,199	18,103	19,415	21,348	23,487
BPS(지배지분 기준)	17,141	18,103	19,415	21,348	23,487
DPS	300	400	400	450	450
PER(당기순이익 기준)	19.1	18.7	15.6	13.5	12.0
PER(지배순이익 기준)	19.1	18.7	15.6	13.5	12.0
PBR(자본총계 기준)	1.3	1.7	1.5	1.3	1.2
PBR(지배지분 기준)	1.4	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(Reported)	9.0	8.8	6.7	6.0	5.4
배당수익률	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	32.2	13.7	15.3	12.5
EPS(지배순이익 기준)	N/A	32.0	13.7	15.3	12.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	6.5	8.3	9.0	9.7	10.1
ROE(지배순이익 기준)	6.5	8.4	9.0	9.7	10.1
ROA	3.1	4.2	4.8	5.5	5.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	108.7	91.1	81.2	74.6	67.0
순차입금비율	10.3	18.0	6.6	-2.3	-11.1
이자보상배율	4.7	3.1	4.3	5.4	6.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
12/10/09	BUY	38,000			
12/10/29	BUY	38,000			
13/01/16	BUY	33,000			
13/02/01	BUY	33,000			
13/06/19	BUY	36,000			
13/06/27	BUY	36,000			

▶ 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.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 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.