



GS리테일 (007070)

인적분할 결의로 호텔사업에 대한 가치평가 변화가 핵심

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(상향): 31,000원

현재 주가(5/31)	19,830원
상승여력	▲56.3%
시가총액	20,766억원
발행주식수	104,718천주
52 주 최고가 / 최저가	25,400 / 18,560원
90 일 일평균 거래대금	38.5억원
외국인 지분율	7.2%

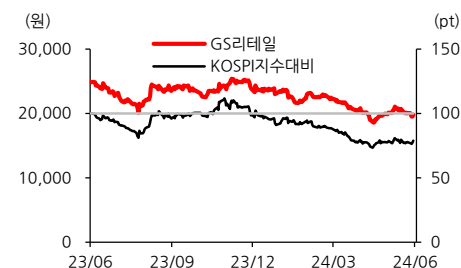
주주 구성	
GS (외 2 인)	57.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.5%
자사주 (외 1 인)	1.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.5	-11.1	-16.9	-20.2
상대수익률(KOSPI)	1.6	-10.9	-20.8	-22.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	11,032	11,613	12,128	12,595
영업이익	360	394	432	485
EBITDA	1,056	1,116	1,180	1,220
지배주주순이익	40	18	274	324
EPS	386	169	2,653	3,136
순차입금	2,879	2,879	2,439	2,154
PER	72.9	136.5	7.5	6.3
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.5	4.7	3.8	3.5
배당수익률	1.5	2.2	5.5	6.3
ROE	1.0	0.4	6.6	7.4

주가 추이



인적분할 결의

GS리테일은 유통업을 중심으로 하는 GS리테일과 호텔업의 중간지주 회사인 파르나스홀딩스를 0.81: 0.19의 비율로 인적분할 이사회 결의하였음. 임시주총은 11월 6일이며, 임시주총 통과 시, 분할 기일은 12월 26일, 변경/재상장일은 25년 1월 16일이다. 인적분할과 함께 GS홈쇼핑 흡수합병 시 확보하게된 자사주 1.22% 전량을 소각한다고 밝혔다.

호텔 사업에 대한 재평가 전망

금번 인적분할로 기대되는 효과는 파르나스호텔 법인의 재평가이다. 지금까지는 GS리테일 내 하나의 사업부 정도로 평가를 받아왔기 때문에 P/E Valuation 방식을 통해 호텔법인에 대한 밸류에이션이 통용되어 왔다. 동 방식을 통할 시, 호텔법인의 가치는 4~5,000억원 내외로 평가해볼 수 있겠다. 다만, 호텔사업과 같이 Asset-heavy 비즈니스의 경우 상각비가 큰 사업에는 순이익을 통한 밸류에이션은 현금흐름을 충분히 평가하기는 어렵다. 이 때문에 EV/EBITDA를 통한 가치 평가가 통용되는 데, EV/EBITDA를 통한 파르나스홀딩스의 가치는 1.2조~1.6조원 수준까지도 평가가 가능할 것이다. 지난해 연간 매출액 1,694억원 영업이익 399억원을 창출한 서부T&D의 현재 시가총액이 4,800억원 수준임을 감안 시, 합리적인 평가라 판단된다. 호텔사업의 평가 척도 변경으로 약 0.8~1.2조 수준의 주가 업사이드가 열릴 수 있을 것으로 기대된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 3.1만원 상향

GS리테일에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 3.1만원으로 상향한다. 호텔사업에 대한 평가방법을 수정한 것이다. 유통사업부에 대한 P/E 배수는 동사의 현 주가(5/31 기준)에 내재되어있던 8.5배를 적용하였으며, 당사가 평가한 파르나스홀딩스의 가치는 1.2조원 수준인 데, 이는 24년 하반기부터 25년 상반기까지 코엑스 호텔 리뉴얼로 인한 영업중지 영향을 반영하여 산정한 것으로 보수적인 기업가치라 판단된다. 영업이 정상화될 경우에는 1.6조원까지 평가가 확장될 수 있겠다.

[표1] GS 리테일 분기별 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	27,002	29,578	30,902	29,317	28,104	30,861	31,924	30,392	116,799	121,281	125,948
YoY	3.9%	5.0%	4.5%	1.5%	4.1%	4.3%	3.3%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%
편의점	18,667	20,919	22,209	20,662	19,683	22,181	23,414	21,838	82,457	87,117	91,267
수퍼	3,413	3,574	3,903	3,586	3,809	3,906	4,252	3,930	14,476	15,897	16,676
홈쇼핑	2,901	2,863	2,598	2,949	2,763	2,751	2,515	2,755	11,311	10,784	10,774
호텔	973	1,236	1,259	1,354	1,097	1,298	991	1,066	4,822	4,453	4,047
기타	1,048	987	933	765	753	725	751	803	3,733	3,032	3,184
영업이익	466	972	1,268	804	739	1,164	1,340	1,077	3,510	4,320	4,846
YoY	70.7%	105.1%	44.7%	-5.7%	58.6%	19.8%	5.7%	33.9%	41.8%	23.1%	12.2%
편의점	227	652	780	524	263	714	846	576	2,183	2,398	2,743
수퍼	43	44	132	54	99	107	208	118	273	531	555
홈쇼핑	316	273	213	367	328	270	206	362	1,169	1,166	1,243
호텔	214	219	329	267	243	229	217	173	1,029	862	722
기타	-333	-215	-186	-409	-193	-155	-136	-152	-1,143	-636	-417
영업이익률	1.7%	3.3%	4.1%	2.7%	2.6%	3.8%	4.2%	3.5%	3.0%	3.6%	3.8%

자료: 한화투자증권 리서치센터

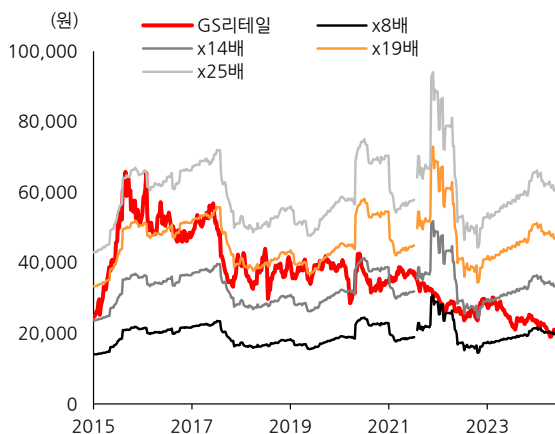
[표2] GS 리테일 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
GS 리테일(준속) 지배순이익	2,250	
Target P/E	9	현 주가(5/31 기준) 내재 P/E
GS 리테일(준속) 적정가치	19,122	
파르나스홀딩스(신설) 적정가치	12,166	표3 참고
적정가치	31,288	
발행주식수	102,180	자사주 제외
적정 주당가치	30,620	

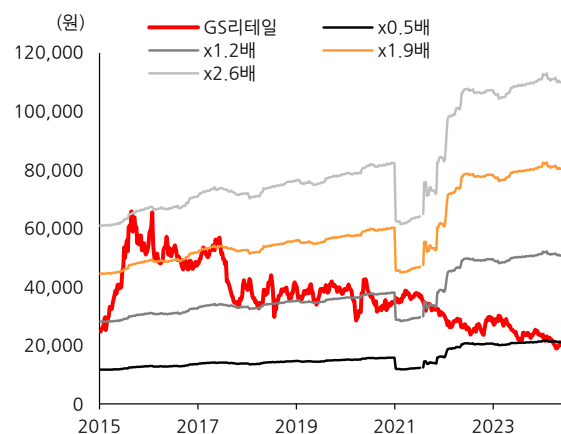
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] GS 리테일 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] GS 리테일 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 파르나스홀딩스 Valuation1

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
EBITDA	1,446	기준 당사전망치 기준
Target EV/EBITDA	14	
EV	20,244	
순차입금	2,247	
차입금	2,369	
현금성자산	122	
파르나스호텔 가치	17,997	
파르나스홀딩스 가치	12,166	지분율 67.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

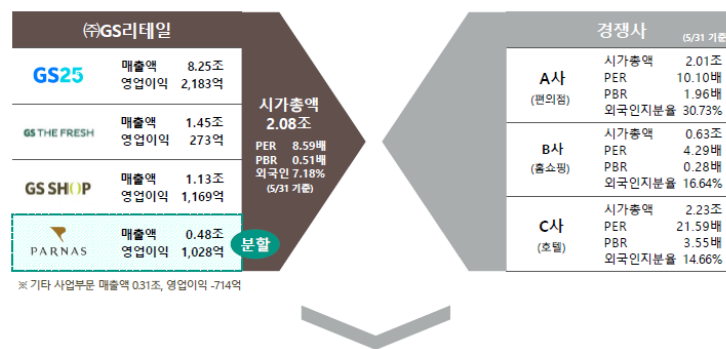
[표4] 파르나스홀딩스 Valuation2

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	26E	비고
EBITDA	1,863	코엑스 리뉴얼 후 그랜드 오픈인 26년 실적 전망치 기준
Target EV/EBITDA	14	
EV	26,082	
순차입금	2,247	
차입금	2,369	
현금성자산	122	
파르나스호텔 가치	23,835	
파르나스홀딩스 가치	16,112	지분율 67.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 파르나스홀딩스 분할 목적



「복잡한 사업구조로 인한 시장의 저조한 관심도 및 기업가치 저평가의 극복」

「회사의 본업에 역량 집중 및 사업 경쟁력 강화 통한 주주가치 제고」

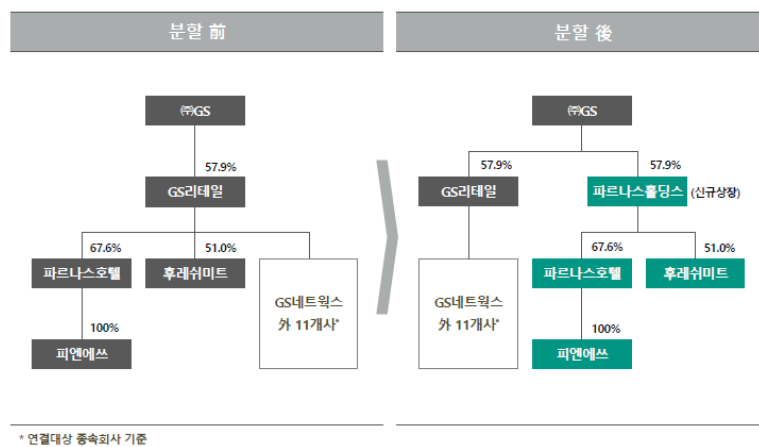
자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 파르나스홀딩스 분할 개요

	준속법인: ㈜ GS리테일	신설법인: 파르나스홀딩스㈜ (가칭)
업종	소매유통업, 부동산 개발업 등	지주회사
주요 자회사	GS네트웍스, GS텔레서비스 등	파르나스호텔, 후레쉬미트
분할비율	0.8105782	0.1894218
자본금	84,882백만원	19,836백만원
액면가	1,000원	1,000원
발행주식총수	보통주 84,882,065주	보통주 19,835,857주

자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 파르나스홀딩스 분할 구조



자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

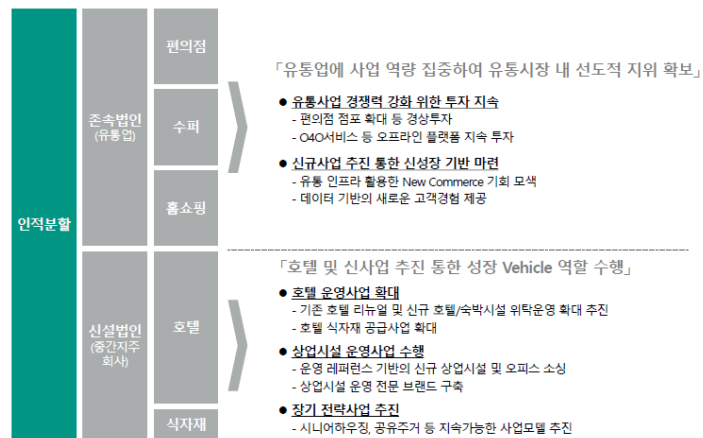
[그림5] GS 리테일 분할 전/후 재무구조



주: 2023년 말 기준

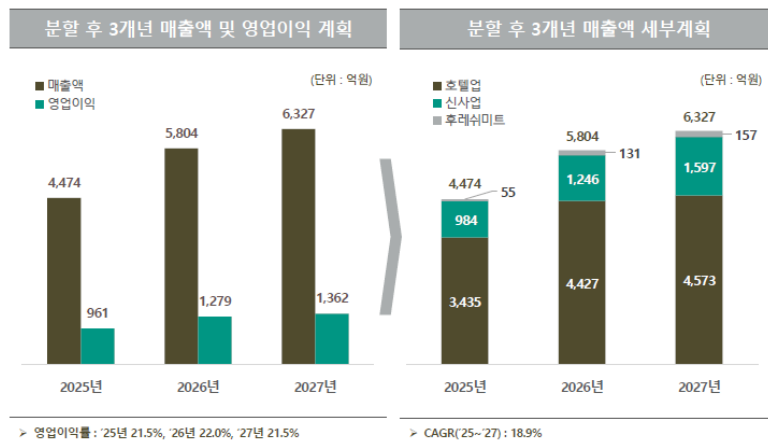
자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 분할 후 사업전략



자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 신설법인 손익계획(연결기준)



자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 파르나스홀딩스 분할 일정

날짜	일정
2024.06.03(월)	이사회(분할승인) - 자기주식(1.22%) 소각결의
2024.09.13(금)	주주 확정일
2024.11.06(수)	임시주주총회
2024.12.26(목)	분할기일
2025.1.16(목)	변경상장/재상장일

자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 주주환원정책 등 주주가치 제고 방안

1 자기주식 소각

- 보유자기주식 전량(1.22%) 소각

2 증·장기 배당 정책

- 분할 후 40% 수준의 배당성향 유지
 - ※ 비경상 손익을 제외한 (지배지분)연결당기순이익 기준
 - 배당성향의 급격한 변동이 있을 경우, 관련 사유에 대한 근거 제시 예정

3 지배구조 개선 및 주주 참여 확대

- 신설중간지주회사 감사위원회 설치
 - ※ 상법 상 특례감사위원회 설치 기준(자산총액 2조원 이상) 미해당
- 신설중간지주회사 외 자회사 중복상장 미실시

자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	9,691	11,032	11,613	12,128	12,595
매출총이익	2,197	2,832	2,960	3,054	3,150
영업이익	220	360	394	432	485
EBITDA	901	1,056	1,116	1,180	1,220
순이자손익	-4	-34	-45	-4	-3
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	57	-28	-152	-32	-32
세전계속사업손익	915	212	148	390	449
당기순이익	801	48	22	290	341
지배주주순이익	815	40	18	274	324
증가율(%)					
매출액	9.3	13.8	5.3	4.4	3.8
영업이익	-13.1	64.1	9.4	9.7	12.2
EBITDA	-2.1	17.1	5.7	5.8	3.4
순이익	418.6	-94.1	-53.5	1,210.5	17.6
이익률(%)					
매출총이익률	22.7	25.7	25.5	25.2	25.0
영업이익률	2.3	3.3	3.4	3.6	3.8
EBITDA 이익률	9.3	9.6	9.6	9.7	9.7
세전이익률	9.4	1.9	1.3	3.2	3.6
순이익률	8.3	0.4	0.2	2.4	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	715	713	894	902	815
당기순이익	801	48	22	290	341
자산상각비	682	696	722	748	736
운전자본증감	-81	-139	-108	139	14
매출채권 감소(증가)	-20	-122	-8	31	-28
재고자산 감소(증가)	38	-34	-83	6	-11
매입채무 증가(감소)	-34	30	194	102	52
투자현금흐름	-277	20	-357	-410	-416
유형자산처분(취득)	-347	-349	-384	-360	-360
무형자산 감소(증가)	-10	-5	-6	-12	-12
투자자산 감소(증가)	155	47	-14	0	0
재무현금흐름	-383	-433	-496	-102	-164
차입금의 증가(감소)	-426	-327	-449	-50	-50
자본의 증가(감소)	-69	-123	-19	-52	-114
배당금의 지급	-69	-123	-49	-52	-114
총현금흐름	930	971	1,133	763	801
(-)운전자본증감(감소)	-328	48	255	-139	-14
(-)설비투자	380	360	386	360	360
(+)자산매각	23	6	-4	-12	-12
Free Cash Flow	901	569	488	530	443
(-)기타투자	485	-237	-194	38	44
잉여현금	416	806	682	492	399
NOPLAT	195	252	223	322	368
(+) Dep	682	696	722	748	736
(-)운전자본투자	-328	48	255	-139	-14
(-)Capex	380	360	386	360	360
OpFCF	825	540	304	849	758

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,184	1,366	1,857	2,210	2,483
현금성자산	375	479	517	907	1,142
매출채권	343	478	812	781	809
재고자산	193	227	304	298	309
비유동자산	8,272	8,466	8,185	8,106	8,046
투자자산	5,259	5,444	5,110	5,116	5,128
유형자산	2,735	2,767	2,831	2,777	2,730
무형자산	278	255	244	214	189
자산총계	9,456	9,832	10,042	10,317	10,529
유동부채	2,055	2,174	2,664	2,766	2,818
매입채무	1,063	1,201	1,378	1,480	1,532
유동성이자부채	742	830	1,122	1,122	1,122
비유동부채	2,986	3,239	2,944	2,894	2,844
비유동이자부채	2,265	2,528	2,274	2,224	2,174
부채총계	5,042	5,412	5,608	5,660	5,662
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	1,205	1,209	1,209	1,209	1,209
이익잉여금	2,853	2,809	2,773	2,996	3,206
자본조정	-94	-74	-29	-29	-29
자기주식	-98	-98	-68	-68	-68
자본총계	4,414	4,420	4,434	4,656	4,867

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	7,785	386	169	2,653	3,136
BPS	38,857	38,667	38,755	40,882	42,893
DPS	1,200	430	500	1,100	1,250
CFPS	8,880	9,275	10,821	7,288	7,645
ROA(%)	9.8	0.4	0.2	2.7	3.1
ROE(%)	25.6	1.0	0.4	6.6	7.4
ROIC(%)	3.7	4.4	3.7	5.4	6.3
Multiples(x, %)					
PER	3.9	72.9	136.5	7.5	6.3
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	3.4	3.0	2.1	2.7	2.6
EV/EBITDA	6.5	5.5	4.7	3.8	3.5
배당수익률	3.9	1.5	2.2	5.5	6.3
안정성(%)					
부채비율	114.2	122.5	126.5	121.6	116.3
Net debt/Equity	59.6	65.1	64.9	52.4	44.3
Net debt/EBITDA	291.9	272.6	258.0	206.7	176.5
유동비율	57.6	62.8	69.7	79.9	88.1
이자보상배율(배)	3.6	4.6	4.0	7.5	8.5
자산구조(%)					
투하자본	49.3	49.8	52.0	49.4	48.1
현금+투자자산	50.7	50.2	48.0	50.6	51.9
자본구조(%)					
차입금	40.5	43.2	43.4	41.8	40.4
자기자본	59.5	56.8	56.6	58.2	59.6

[Compliance Notice]

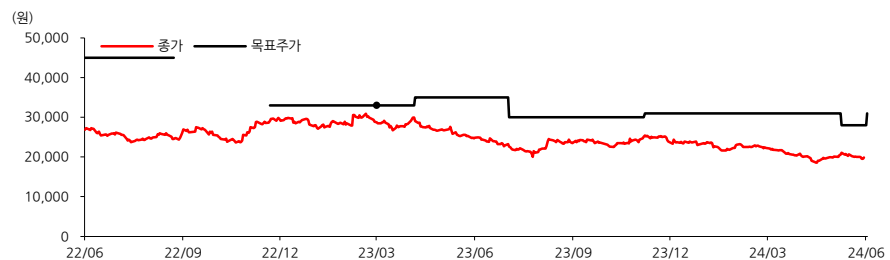
(공표일: 2024년 06월 03일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[GS리테일 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.02.08	2023.04.07
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이진협	33,000	33,000	33,000	35,000
일 시	2023.05.10	2023.05.23	2023.07.04	2023.08.09	2023.08.18	2023.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2023.11.01	2023.11.08	2024.01.08	2024.02.01	2024.02.06	2024.04.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2024.05.10	2024.06.03				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	28,000	31,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.22	Buy	33,000	-12.70	-6.52
2023.04.07	Buy	35,000	-26.79	-17.00
2023.07.04	Buy	30,000	-22.73	-16.33
2023.11.08	Buy	31,000	-28.19	-18.06
2024.05.10	Buy	28,000	-27.95	-24.82
2024.06.03	Buy	31,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%