



SK INDUSTRY ANALYSIS

유통산업

편의점,

유통업종 중 유일하게 출점이 가능한 업태

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

손윤경

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

유통

편의점, 유통업종 중 유일하게 출점이 가능한 업태

소비부진으로 유통업종 전반의 성장성 둔화가 나타나고 있는 가운데, 할인점과 SSM은 출점 및 영업시간 규제로 둔화 정도가 더 크다. 여기에 모바일 쇼핑 마저 기존 오프라인 시장을 잠식하며 유통업체들의 성장을 제한하고 있다. 그럼에도 불구하고 편의점은 오히려 성장성을 강화하고 있다. 대형포맷의 경쟁 업체들이 영업에 제한을 받는 것이 편의점에는 오히려 기회로 작용하고 있기 때문이다.

유통업체, 전반적인 부진에도 편의점은 매력적

유통업 전반의 부진에도 불구하고, 편의점에 대해서는 적극적인 투자를 권한다. 편의점의 고성장이 장기화될 것으로 예상하기 때문이다. 편의점의 최근 고성장은 1) 2014 년 하반기 편의점의 출점 규제가 완화되며 출점이 재개되었고 2) 담배가격 인상으로 출점 가능한 지역이 증가했으며, 3) 신규 점포의 안정화 기간이 단축되며 출점 속도가 더해지고 있기 때문이다. 이러한 편의점의 우호적인 영업환경이 단기기에 변화할 가능성은 없어 보인다.

인상된 담배가격, 편의점 출점 여력을 높임

2014 년 기준으로 전국에는 70,000 개의 구멍가게가 영업중이다. 이는 편의점이 잠재적으로 출점할 수 있는 상권이 여전히 많음을 의미한다. 구멍가게가 운영중인 70,000 개의 지역 모두가 편의점이 출점할 수 있는 지역은 아니겠지만, 2015 년 기준 29,000 개 편의점에 대해 향후 수년간 고속 출점을 전망하는 데는 무리가 없어 보인다. 특히, 2015 년 인상된 담배가격은 편의점의 잠재 출점 여력을 구조적으로 높였다. 과거에는 예상 매출이 작아서 편의점 출점이 불가능했던 지역이, 인상된 담배가격으로 점포의 매출이 증가해 편의점을 운영할 수 있는 지역으로 바뀌게 되었다.

편의점과 출점 경쟁을 할 업태가 없음

식품을 주로 판매하는 업태 중에서 출점을 할 수 있는 곳은 편의점뿐이다. 대형마트와 SSM은 영업시간 규제뿐만 아니라 출점도 규제의 대상이다. 대형마트와 SSM의 출점 제한은 편의점의 출점을 용이하게 하는 요인이다. 대형마트와 SSM이 커버하지 못하는 지역에 편의점이 출점하면 소비자들의 편의점 방문 가능성은 더 높아질 수 있기 때문이다.

편의점의 질적 성장, 간편식 시장에서 분식점/패스트푸드를 압도할 것

출점과 함께 각 점포의 성장률을 개선하는 질적인 성장은 객단가를 높일 수 있는 간편식을 통해 달성할 전망이다. 간편식 시장은 1인 가구 및 취업 여성이 증가하며 고성장이 예상된다. 편의점은 높은 접근성으로 간편식 시장에서 분식점/패스트푸드와의 경쟁에서 절대적 우위를 누릴 전망이다. 전체 편의점의 50%가 주거지 및 도심에 위치해 있어 1인 가구 및 직장인들의 방문이 쉽기 때문이다.

Contents

1. 편의점, 다시 매수해야 할 시점	3
2. 한국 편의점, 아직은 과출점을 논할 단계 아님	10
3. 대규모 출점에도 편의점 점포 이익은 안정적일 것	20
4. 편의점의 또 다른 경쟁력 : 점주와 상생하는 구조, 증가하는 창업 수요 흡수	26
5. [참고] 소비 및 주요 업체 업황 점검.	29

개별기업분석

- 1) BGF 리테일
- 2) GS 리테일
- 3) 롯데쇼핑

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 30 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 편의점, 다시 매수해야 할 시점

(1) BGF 리테일과 GS 리테일, 매수 추천

BGF 리테일 목표주가 280,000 원 &
GS 리테일 목표주가 68,000 원

편의점 업체인 BGF 리테일(027410, 매수, TP 280,000 원)과 GS 리테일(007070, 매수, TP 68,000 원)에 대해서는 적극적인 매수를 권한다. 유통업 전반의 부진에도 불구하고 편의점은 상대적으로 출점이 자유로운 가운데, 편의점의 핵심 수요인 1 인 가구 역시 가파르게 증가하여 고성장이 지속될 것으로 전망하기 때문이다.

롯데쇼핑,
투자의견 중립 & 목표주가
225,000 원

반면, 롯데쇼핑(023530, 중립, TP 225,000 원)에 대해서는 절대적으로 낮은 주가 수준에도 불구하고 중립의견을 제시한다. 전반적인 소비 부진의 영향을 전 사업부가 받고 있는 가운데, 출점 및 영업시간 규제를 받으며 심각한 부진에 빠져있는 대형마트와 슈퍼마켓의 실적이 단기간에 턴어라운드할 가능성이 낮기 때문이다.

유통업, 소비 부진과 정부 규제로
전반적으로 부진

당사는 소비 부진으로 시작된 유통업체의 업황 부진이 개선될 가능성을 높게 보지 않는다. 특히, 정부의 출점 규제로 영업이 제한되고 있는 할인점과 슈퍼마켓 업체의 실적 부진은 장기화될 것으로 전망한다.

모바일 쇼핑, 빠르게 성장은 하나
업체별 관점에서는 자기잠식 문제
존재

반면, 전반적인 유통업의 부진에도 소비자들의 소비 패턴 변화를 충분히 활용하고 있는 편의점과 모바일 업체는 높은 성장이 유지될 것으로 예상된다. 단, 모바일 쇼핑을 성장 동력으로 삼고 있는 유통업체에 대한 투자는 당분간 보수적인 관점을 유지할 필요가 있어 보인다. 업체들의 모바일 쇼핑 매출 증가가 일정부분 자기 잠식을 기초로 하고 있어 기업 입장에서 성장으로 나타나기까지는 시간이 필요해 보이기 때문이다.

편의점, 식품 유통 분야에서
출점이 가능한 유일한 업체

반면, 편의점은 자기 잠식 없이 성장하고 있는 분야로 적극적인 매수관점의 접근이 필요하다. 유통업의 규제 환경이 편의점의 출점을 통한 성장을 충분히 예상하게 하기 때문이다. 대형마트 및 SSM에 대한 출점 및 영업시간 규제는 지속되고 있는데, 편의점의 출점 규제는 2014년 하반기 폐지되었다. 식품 유통채널 중 편의점만 출점할 수 있는 환경이 조성된 것이다. 따라서 편의점의 출점을 통한 성장은 당분간 지속될 전망이다.

또한 편의점의 절대적인 효용인 ‘가까운 곳에서 빠르게 조금 구매할 수 있다’는 향후 모바일을 통해 식품구매가 활발해진다고 하더라도 대체할 수 없는 효용이다. 따라서 모바일 쇼핑과의 경쟁도 우려의 대상이 아니다.

(2) Valuation 논란에도 속도를 더하는 출점은 추가 상승의 원동력

편의점의 시가총액이 할인점을 넘을 수 있음

편의점의 시가총액은 이미 백화점 업체들을 넘어섰고, BGF 리테일의 시가총액은 대형 할인점 업체의 1위 사업자인 이마트의 시가총액도 넘어섰다. 높아진 주가로 인해 투자자들은 편의점 업체의 호조에 대해서는 상당 부분 인정하지만, 추가 상승에 대한 확신 부족으로 투자에 대해서는 주저하는 모습이다.

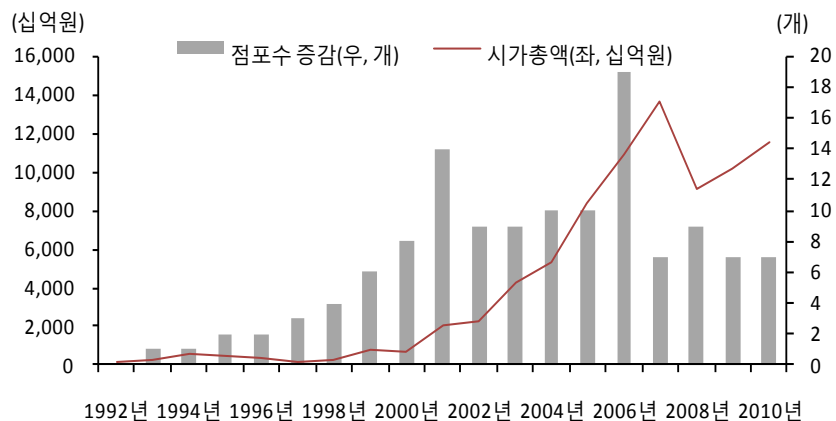
당사는 편의점 업체들의 시가총액이 절대적으로 타 유통업체들 대비 높은 수준임에도 불구하고 편의점 업체들의 성장 잠재력을 고려했을 때, 추가 상승은 충분하다는 판단이다. 우리나라와 규제 환경이 유사한 일본에서 편의점은 백화점과 대형마트 등 유통의 대표적인 업체들보다 시가총액이 크다.

유통업종 실적 개선 및 주가 상승의 Key driver는 출점

특히, 유통업체의 시가총액은 출점이 지속되는 동안 상승하는 경향이 있다. 유통업에게 출점은 중장기 이익 성장을 이끄는 기반이기 때문이다. 출점이 많아지는 기간에는 이익이 크게 개선되지 않더라도 향후 이익 증가를 예상할 수 있다. 충분한 출점은 점포의 영업이 안정화 단계에 접어들었을 때 개별 점포의 이익이 증가하는 것으로 이익을 확대시킬 뿐만 아니라, 많은 수의 점포를 운영함에 따라 나타나는 규모의 경제 효과로 본사의 이익이 더 크게 개선되는 효과로 이어진다. 이러한 기대감이 출점이 지속되는 동안 주가로 반영되는 것이다.

다만, 출점이 지속되고 있더라도 출점 속도가 이전과 비교하여 현저히 감소한다면 업황이 이전과 같은 호조에서 다소 둔화되고 있음을 암시하는 것인 만큼, 시가총액의 추가 상승이 어려울 수 있다.

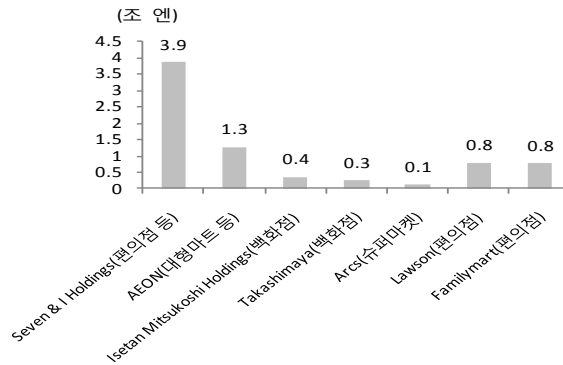
<참고: 이마트 출점과 시가총액 추이>



자료: wisefn, 이마트

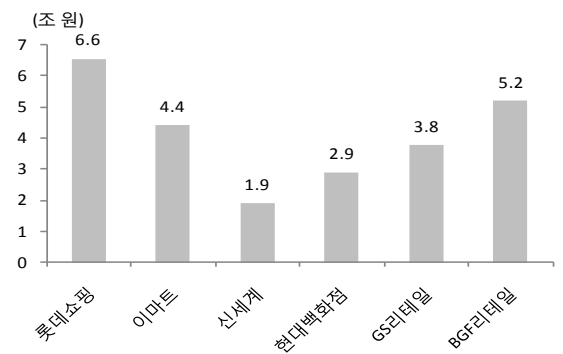
주: 2006년에는 월마트 16개점 인수

일본 유통업체 시가총액 비교



자료: Quantiwise Factset(wisefn)

한국 유통업체 시가총액 비교



자료: Quantiwise Factset(wisefn)

2015년 하반기부터 편의점 주가는 담배가격 인상에 따른 모멘텀을 과하게 반영한 후 기간 조정을 겪음

현재 편의점 업체들의 주가는 출점을 본격적으로 강화한 지 이미 1년이 지나고 있음에도 불구하고 2015년 하반기부터 이어진 조정에서 벗어나지 못하고 있다. 이는 담배가격 인상에 따른 실적 개선을 2015년에 과도하게 반영한 데 따른 조정으로 판단한다.

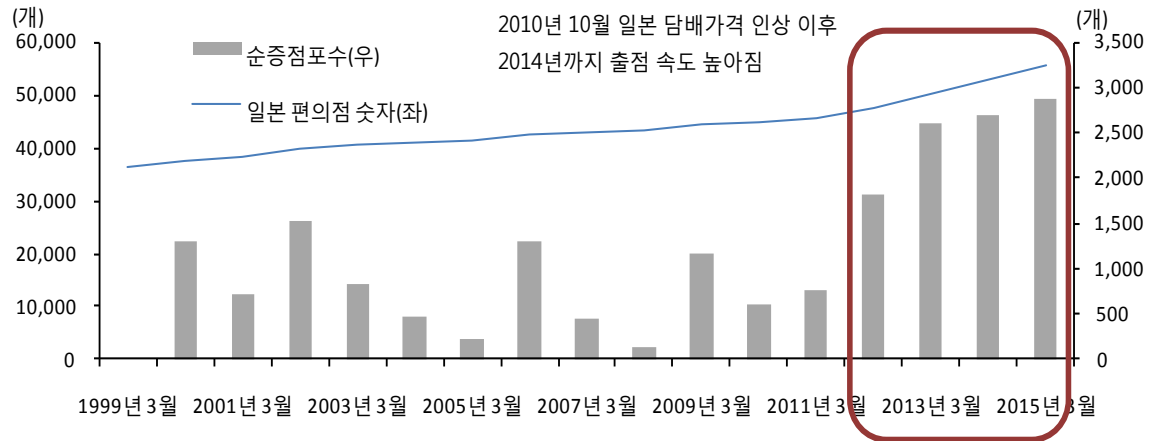
이미 1년간의 가격 조정, 현시점은 고속 출점이 주가에 반영될 시기

편의점의 주가가 이미 1년간의 가격 조정이 이어진 만큼, 담배가격 인상시에 있었던 과도한 주가 반영에 따른 거품은 해소된 것으로 판단한다. 따라서 현시점은 최근 빠르게 증가하는 출점이 주가에 반영될 시점이라 판단하고 편의점 업체들에 대한 적극적인 매수를 권한다.

한국 편의점의 출점 속도는 다음과 같은 이유로 향후 2~3년간 둔화되지 않을 전망이다.

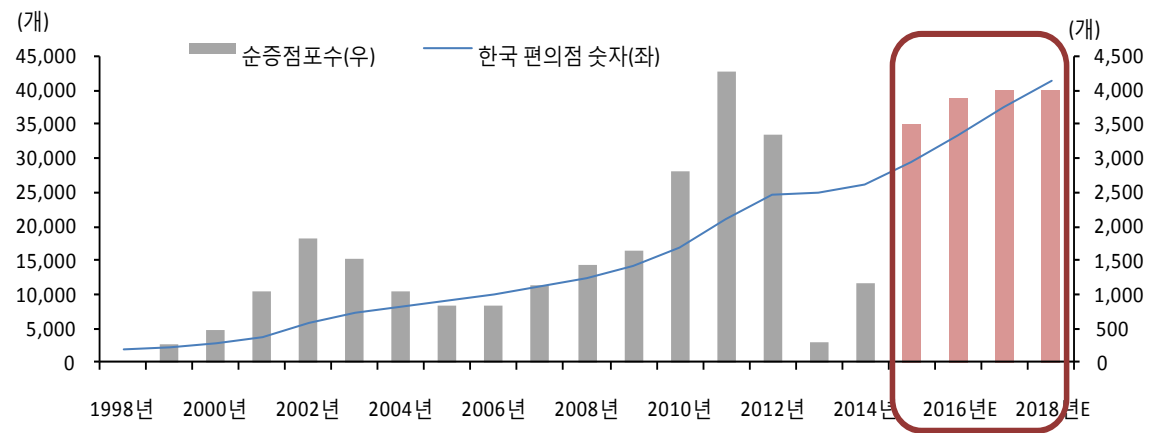
1) 2015년 인상한 담배가격이 신규 출점 점포의 예상매출을 높여 잠재적으로 출점이 가능한 지역이 많아졌고, 2) 담배에 의한 매출은 출점 초기에도 빠르게 발생하여 신규 점포의 안정화 기간을 단축시키고, 이는 본사 입장에서 출점에 속도를 더할 수 있게 해주기 때문이다. 실제로 2010년 10월 담배가격을 인상했던 일본에서 편의점의 출점은 2011년부터 2015년초까지 가파르게 증가한 바 있다. 3) 2014년 8월 가맹사업법 개정안이 시행되며 편의점 출점시 거리제한 규제는 폐지되었으나 대형마트와 SSM에 대한 출점 규제 및 영업시간 규제는 지속되고 있다는 점도 편의점의 출점 여력을 높이는 요인이다.

2000년대 출점이 둔화되었던 일본 편의점, 담배 가격 인상을 계기로 고성장 재개



자료: 일본프랜차이즈협회

한국 편의점 역시 2015년 담배가격 인상이 고속 출점의 계기를 마련



자료: 한국편의점협회, SK 증권 추정

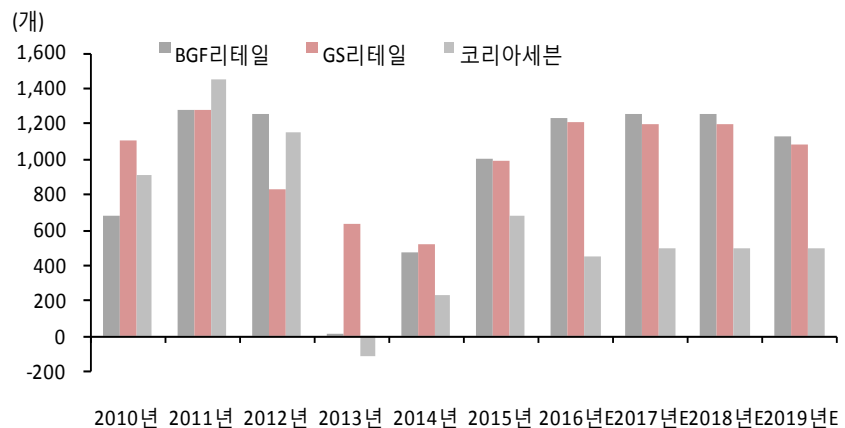
(3) Top-picks: BGF 리테일 & GS 리테일

편의점 업체 내에서의 출점 경쟁,
CU/GS25/세븐일레븐에서
CU/GS25 로 변화

BGF 리테일과 GS 리테일에 대해 목표주가를 각각 280,000 원과 68,000 원으로 제시하고 매수를 권한다. 산업의 성장성뿐만 아니라 편의점 업체내에서의 경쟁 역시 BGF 리테일과 GS 리테일에 우호적이기 때문이다.

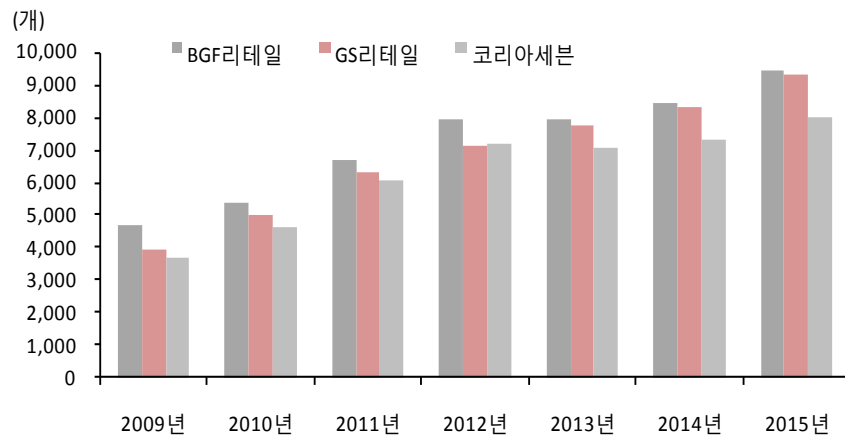
편의점 업체는 2012 년까지는 CU, GS25, 세븐일레븐이 치열한 출점 경쟁을 해왔으나 2014 년 규제 완화 이후 출점은 절대적으로 CU 와 GS25 에 의해 주도되고 있다. 세븐일레븐의 영업력이 상대적으로 약화된 것으로 평가할 수 있다. 따라서 BGF 리테일과 GS 리테일의 출점 여력은 오히려 확대된 것으로 판단된다.

BGF 리테일, GS 리테일, 코리아세븐(세븐일레븐) 연도별 점포수 증가 추이 및 전망



자료: BGF 리테일 GS 리테일 SK 증권 추정

BGF 리테일, GS 리테일, 코리아세븐(세븐일레븐 & Buy the way) 연도별 점포수 추이 및 전망



자료: BGF 리테일 GS 리테일 SK 증권 추정

BGF 리테일의 목표주가 280,000 원은 시가총액 6 조 9,000 억원 수준으로, 편의점의 영업가치 6 조 2,000 억원과 순현금 7,000 억원으로 구성되어 있다. 이는 2017 년 순이익 대비 P/E 34.5x 에 해당하는 것으로 낮지 않은 valuation 수준이다. 그럼에도 불구하고 동사가 편의점 업체에서 점포수 기준 1 위를 유지하고 있고 편의점의 영업이익을 훼손할 사업들이 없다는 점을 고려하면 높은 Multiple 을 적용받을만 하다고 판단한다.

GS 리테일은 목표주가 68,000 원과 투자 의견 매수로 커버리지를 시작한다. 목표주가 68,000 원은 시가총액 5 조 2,000 억원 수준인데, 편의점의 영업가치를 5 조 9,000 억원으로 평가하고 파르나스 호텔 사업의 가치를 1,700 억원으로 평가하였다. 여기에 GS 리테일 본사와 파르나스 호텔의 순차입금 7,000 억원을 제외하여 산정하였다.

BGF 리테일 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	877	1,363	1,441	1,778	2,163	2,478	2,773
편의점 Multiple(X)				35.0	31.5	28.4	25.5
A. 편의점 영업가치(억원)				62,219	68,119	70,251	70,750
B. 순현금(억원)				7,000	8,000	9,000	10,000
산정 적정 시가총액(=A+B)				69,219	76,119	79,251	80,750
총주식수(천주)				24,774	24,775	24,776	24,777
산정 적정주가				279,401	307,243	319,872	325,906

목표주가(원)	280,000						
목표 시가총액(억원)	69,367						
지배주주순이익(억원)	1,016	1,517	1,713	2,010	2,407	2,735	3,042
각 연도말 시가총액(억원)	18,850	42,487	51,901				
목표 시가총액 대비 각 연도 Implied P/E Multiple(X)	68.2	45.7	40.5	34.5	28.8	25.4	22.8
각 연도말 P/E Multiple(X, 2016년은 8월 26일 기준)	18.5	28.0	30.3				

자료: SK 증권 리서치센터

주: 순현금은 당사 추정치보다 다소 보수적으로 반영

GS 리테일 목표주가 산정

Valuation	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	685	829	934	863	1,471	1,688	2,136	2,715	3,243	3,566
슈퍼 NOPAT(억원)	216	236	122	13	6	-63	-30	6	58	91
호텔 NOPAT(억원)					103	143	171	186	203	217
편의점 Multiple(X)							27.0	24.3	21.9	17.5
슈퍼 Multiple(X)								10	10	10
호텔 Multiple(X)							10	10	10	10
편의점 영업가치(억원)							57,681	65,966	70,922	62,390
슈퍼 영업가치(억원)							0	63	583	914
호텔 영업가치(억원)							1,714	1,856	2,029	2,169
A: 영업가치 합계(억원)							59,395	67,885	73,535	65,472
B. 순현금(억원, GS리테일 본사 + 파르나스 호텔)							-7,000	-6,000	-5,000	-4,000
C. 롯데백화점 평촌점 부지 매각시 현금 유입액[= 1-3-((1-2)*0.25)]							3,225	3,225	3,225	3,225
1. 매각가격							7,000	7,000	7,000	7,000
2. 장부가(=a+b)							6,300	6,300	6,300	6,300
a. 토지							1,800	1,800	1,800	1,800
b. 건물(PF보유로 장부가는 4,300억원이나 4,500억원 수준에서 매각 대금 중 지급될 것으로 추정)							4,500	4,500	4,500	4,500
적정 시가총액1(억원, =A+B)							52,395	61,885	68,535	61,472
총주식수(천주)							77,000	77,000	77,000	77,000
적정주가(원)							68,046	80,370	89,006	79,834
적정 시가총액2(억원, =A+B+C)							54,720	64,210	70,860	63,797
총주식수(천주)							77,000	77,000	77,000	77,000
적정주가(원)							71,065	83,390	92,026	82,854
목표주가(원)							68,000			
목표 시가총액							52,360			
지배주주순이익	934	1,235	1,190	1,113	1,642	1,628	2,247	2,978	3,815	4,407
각 연도말 시가총액	17,826	23,062	21,560	19,751	41,426	37,846				
목표 시가총액 대비 각 연도 Implied P/E Multiple(X)	56.1	42.4	44.0	47.1	31.9	32.2	23.3	17.6	13.7	11.9
각 연도말 P/E Multiple(X, 2016년의 8월 26일 기준)	19.1	18.7	18.1	17.7	25.2	23.2				

자료: SK 증권 리서치센터

주: 재무제표에는 롯데백화점 평촌점의 PF 가 차입한 3,600 억원도 차입금으로 반영되어 있음. 이 금액은 건물 매각대금을 지급하면 PF 에서 해결.

2. 한국 편의점, 아직은 과출점을 논할 단계 아님

(1) 아직도 구멍가게는 70,000 개가 남아 있음

70,000 개의 구멍가게,
편의점이 잠재적으로 출점 가능한
지역

편의점 업체에 대해 논의할 때, 이미 많은 점포가 출점해 있어 추가 출점 여력이 높지 않을 것이라는 의견이 많다. 당사는 이 의견에 동의하지 않는다. 아직까지 동네 구멍가게로 표현되는 기타 음식료품 위주 종합소매업의 점포가 2014 년 기준으로 69,570 개로 전체 편의점 수의 2 배를 상회한다. 아직까지 구멍가게가 있다는 것은 편의점도 진입할 수 있는 상권이 있음을 의미하는 것이다. 뿐만 아니라 구멍가게를 편의점으로 전환하는 수요만으로도 편의점의 출점 여력은 2014 년 전체 편의점 수 27,000 개와 유사한 수준이다.

모든 구멍가게가 편의점으로 1:1 로 전환되지는 않지만, 2011 년 이후 편의점이 증가하는 숫자와 구멍가게가 감소하는 수가 유사하다. 상당수의 구멍가게가 편의점으로 전환되고 있음을 추정할 수 있다. 실제로 편의점의 신규 점포 중 30%~40% 정도가 기존 구멍가게의 전환 수요로 알려져 있다.

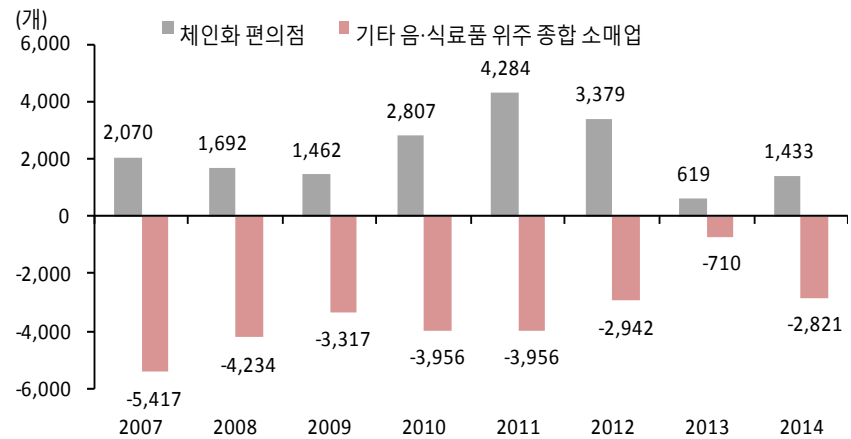
구멍가게의 편의점 전환,
제로섬 게임 아님

이는 2010 년 이전의 구멍가게의 대량 폐점과는 성격이 다르다. 2010 년까지는 대형점포인 할인점과 SSM 의 출점으로 동네 구멍가게가 문을 닫는 경우가 많았다면 할인점과 SSM 의 출점이 제한된 이후에는 동네 구멍가게가 편의점으로 형태를 전환하고 있는 것으로 볼 수 있다. 기존 구멍가게 점주의 영업 활동이 지속되고 있는 것이다.

편의점 이용 고객의 다양화,
구멍가게의 편의점 전환의 유인

구멍가게의 편의점 전환은 구멍가게보다 편의점 이용을 선호하는 고객이 많아지고 있기 때문이다. 과거 편의점은 ‘젊은이가 이용하는 가게’ 정도의 개념이었다. 그러나 최근 편의점은 ‘집 근처에서 음식을 조금 사는 가게’로 인식이 전환되며 고객의 범위가 확대되고 있다. 2000 년대 초반 하더라도 편의점의 고객은 10 대와 20 대가 전체 매출의 50% 이상을 구성했다. 그러나 2014 년 기준 편의점 고객은 10 대와 20 대가 35% 수준에 그치고 30 대가 32%, 40 대가 20%, 50 대 이상도 13%에 이르고 있다.

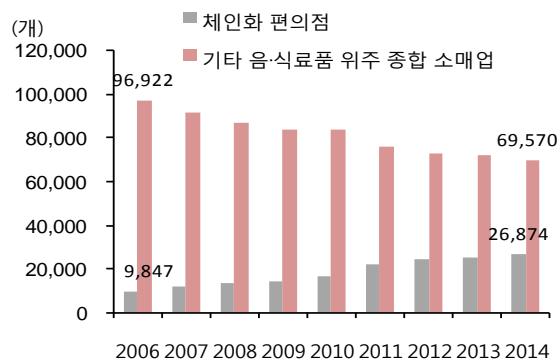
체인화 편의점과 구멍가게 연도별 증감



자료: 통계청

주: 2010 년 기타 음·식료품 위주 종합 소매업 숫자는 조사자료가 없어 2009 년과 2011 년 숫자를 평균하여 사용

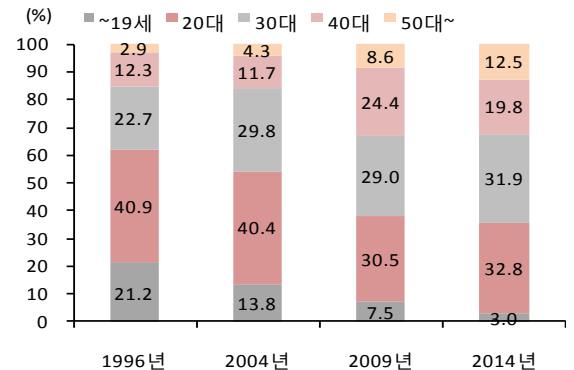
체인화 편의점과 구멍가게 숫자 추이



자료: 통계청

주: 2010 년 기타 음·식료품 위주 종합 소매업 숫자는 조사자료가 없어 2009 년과 2011 년 숫자를 평균하여 사용

고객 연령별 구성비



자료: 한국편의점협회, GS 리테일

(2) 담배가격 인상, 편의점 출점에 안전 마진을 제공

담배가격 인상, 편의점의 출점 여력을 높임

앞서 언급한 바와 같이 2015 년 1 월부터 담배가격이 2,500 원에서 4,000 원으로 인상되며 편의점의 고성장이 시작되었다. 담배가격 인상은 그 자체로 편의점의 매출과 영업이익을 한 단계 올렸다. 그러나 담배가격 인상이 갖는 진정한 의미는 편의점의 출점 여력을 높였다는 것이다.

가격에 비탄력적인 특성을 보유한 담배소비는 담배가격 인상으로 점포의 매출을 증가시켰다. 이러한 담배로 인한 점포의 매출 증가는 두 가지 측면에서 점포의 출점 여력을 높였다.

담배가격 인상, 전체적인 예상 매출을 상승시켜 신규 출점 후보지를 확대

첫 번째는 전반적인 매출 개선으로 인해 기존에는 출점 기준에 미치지 못했던 지역마저도 출점이 가능한 상권으로 편입될 수 있게 한 것이다. 즉 출점을 하기 위해서는 예상 매출이 100 이 필요한데, 기존에는 예상 매출이 90 에 불과해 출점 지역에서 제외된 곳이 인상된 담배가격으로 인해 예상 매출이 110 으로 상승하게 되어 출점이 가능한 지역으로 편입되는 것이다.

담배 매출 출점 초기 매출이 가장 빠르게 상승하는 품목 -> 신규점의 안정화 기간을 단축, 출점 속도를 높이는 요인

두 번째는 신규 점포들의 안정화 기간을 단축시킨다는 것이다. 가격에 비탄력적인 담배 소비는 출점 초기 가장 빠르게 매출이 발생하는 품목이다. 기존 예상 매출의 20%에 이르는 규모가 출점 초기에 매출을 상승시키는 역할을 하기 때문에 점포를 오픈하고 영업을 부진한 기간을 의미있게 줄일 수 있다. 신규 점포의 빠른 영업 안정화는 출점 속도를 높일 수 있게 한다. 영업을 부진한 신규점이 많다면 본사 입장에서는 출점 속도를 조절할 수 밖에 없기 때문이다.

일본, 2010 년 10 월 담배가격 인상 편의점 출점 재개되는 계기

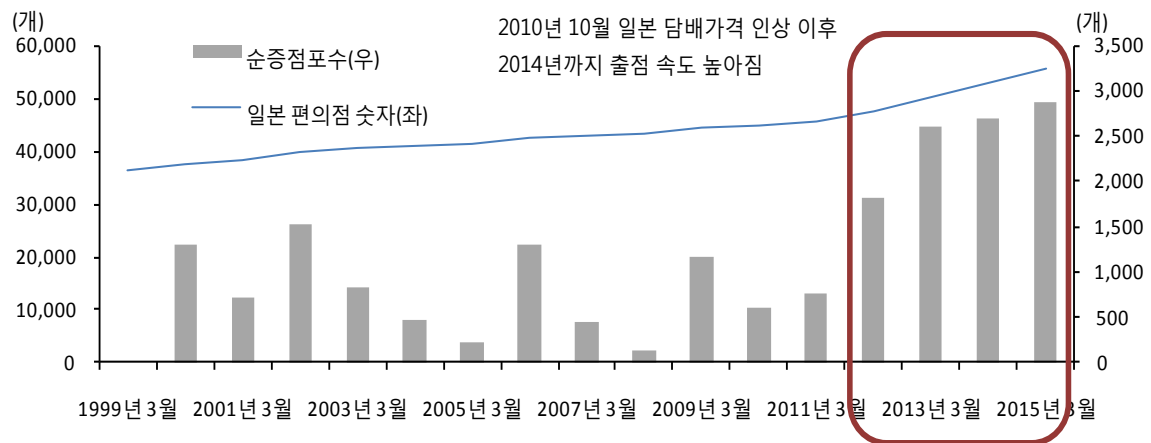
실제로 담배가격 인상이 편의점 업체들의 출점을 확대하게 한 사례는 일본의 경우에서 쉽게 찾을 수 있다. 일본은 2010 년 10 월 담배가격을 300 엔대에서 400 엔대로 인상했다. 담배가격을 인상한 이후 일본의 편의점은 2000 년대 들어 위축되었던 출점이 증가세로 전환되었다. 2011 년부터 본격적으로 증가한 출점은 2015 년초까지 증가 속도가 둔화되지 않았다.

한국 편의점 출점 속도

2018년까지는 둔화되지 않을 것

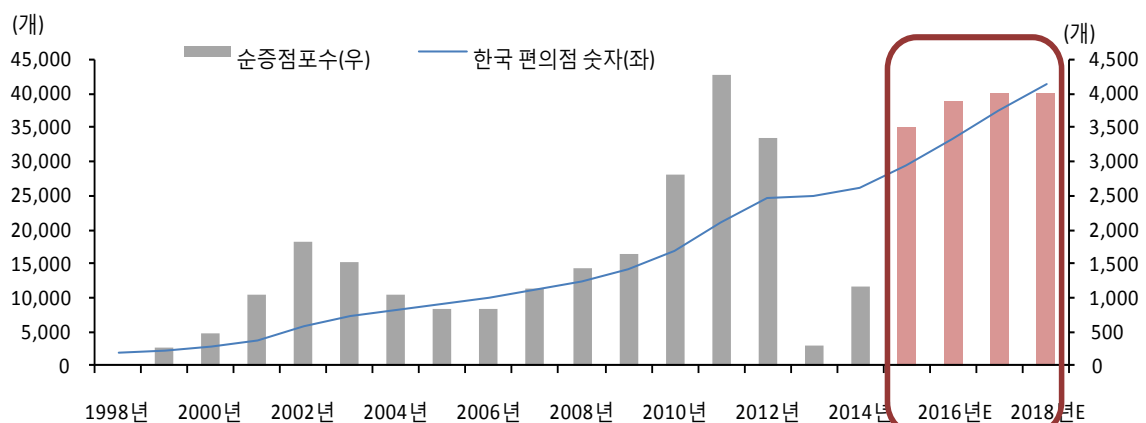
한국 편의점의 출점 역시 일본과 같은 패턴을 보일 가능성이 높다. 단기적으로 담배가격이 인상된 2015년부터 편의점의 출점이 속도를 내고 있다는 점이 이러한 전망의 근거이다. 앞서 언급한 바와 같이 담배가격 인상이 잠재 출점 지역을 확대하고 신규 출점 점포의 안정화 기간을 단축시켜 추가 출점 여력을 높인다는 점과 일본이 담배가격을 인상한 이후 3년 이상의 기간을 고속 출점을 유지하고 있다는 점을 고려할 때, 한국의 편의점은 2018년까지 출점 속도가 둔화되지 않을 전망이다.

2000년대 출점이 둔화되었던 일본 편의점, 담배 가격 인상을 계기로 고성장 재개



자료: 일본프랜차이즈협회

한국 편의점 역시 2015년 담배가격 인상이 고속 출점의 계기를 마련



자료: 한국편의점협회, SK 증권 추정

(3) 대형마트/SSM 출점 규제, 편의점에 고객과 접할 기회를 넓혀 줌

당사는 현재 시행되고 있는 대규모 점포의 출점 및 영업시간 제한이 편의점 업태의 고 성장을 담보하는 또 하나의 요인이라 판단한다. 대형점포의 출점 제한은 도시 생활자들의 생필품 구매 창구를 품목별로 다양화시키는 결과를 가져온다. 대형 할인점에서 취급하는 다양한 품목들이 도심에서 작은 점포로 세분화되어 판매되기 때문이다. 생활잡화 분야에서 다이소가 지속적으로 성장하는 것과 식품 분야에서는 편의점과 같은 소형점포가 성장하는 것을 같은 맥락으로 이해할 수 있다.

대표 유통업태
일본: 편의점(세븐일레븐)
vs 미국: 슈퍼센터(월마트)

우리가 주로 많이 비교하는 유통 선진국은 미국과 일본이다. 그런데 두 나라의 유통업은 다소 다른 방향으로 성장했다. 특히, 식품유통분야에서 미국은 월마트와 코스트코와 같은 대형 슈퍼스토어가 지배적인 사업자로 성장한 반면, 일본은 세븐일레븐과 패밀리마트, 로손으로 대표되는 편의점이 식품 유통업의 지배적 사업자로 성장하였다.

일본과 미국의 대표 유통업태가
다른 이유: 대형 점포 출점 규제
유무

이러한 차이의 원인은 여러가지 요소로 설명될 수 있지만, 가장 대표적인 이유는 정부 규제에서 찾을 수 있다. 미국은 대형 슈퍼스토어들의 출점을 규제하는 법이 없었다. 그러나 일본은 1974 년대부터 도심 인근에 GMS 로 대표되는 생필품을 주로 판매하는 대형점포의 출점을 제한했다. 이에 따라 미국은 대형 슈퍼스토어들이 식품 수요가 있는 지역에 충분히 출점한 것에 반해, 일본은 유통업체들이 도시인근에 대형 점포를 출점하지 못하고 다소 작은 형태의 현대화된 상점인 편의점을 통해 생필품 소비 수요를 흡수하였다.

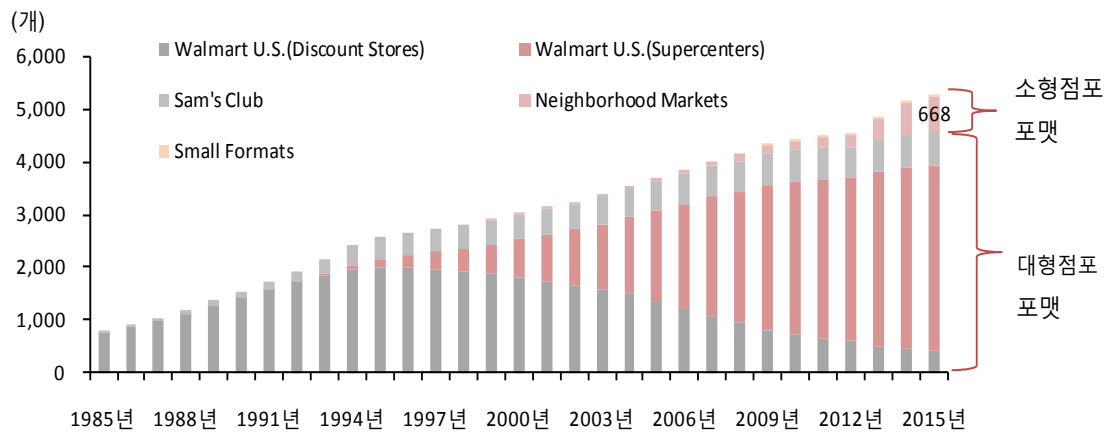
미국,
도시 인근의 대형 슈퍼스토어가
도심 내부의 소비수요를 대부분
흡수
-> 도심내부의 작은 점포 경쟁력은
현저히 낮아짐

대형 슈퍼스토어들이 도시 인근에 출점한 미국에서 도시의 작은 상점들에 대한 수요는 유통업체가 관심을 갖기에 충분하지 않았다. 유통업체의 핵심 경쟁력은 '규모의 경제'다. 자금력 있는 유통업체들은 규모의 경제 효과를 극대화해서 저렴한 가격에 제품을 공급하는 대형점포를 도시 인근에 출점하여 도시의 고객을 유치했다. 여기에 넓은 지역에서 생활하는 미국인에게 운전해서 생필품을 구매하는 것은 익숙한 일이었고 이로 인해 도심에 있는 작은 규모의 생필품점에서 구매할 제품은 많지 않았을 것이다. 이에 따라 도시의 작은 상점이 존재한다 하더라도 잠재수요는 크지 않았을 것이다. 또한 상대적으로 가격 경쟁력이 낮은 소형점포가 대형 슈퍼스토어의 고객을 뺏기는 쉽지 않았을 것이다. 결국, 미국에서는 편의점과 같은 소형 점포 포맷이 주요 포맷으로 성장하지 못했다.

대형점포 출점 규제가 없는
미국에서 월마트,
소형 점포를 출점 전략을
수립하고도 소형 점포보다는
대형점포 출점이 더 많음

실제로 월마트는 도심 인근의 작은 점포를 향후 성장 동력으로 생각하고 작은 점포의 출점을 시작하였으나, 아직까지 뚜렷한 성과를 보이고 있지 못하다. 이미 대형점포가 출점을 완료하면서 소형점포를 이용하는 고객이 상대적으로 많지 않은 것이 예상보다 소형 점포 출점이 작은 이유로 추정된다.

월마트 미국 내 점포수 추이

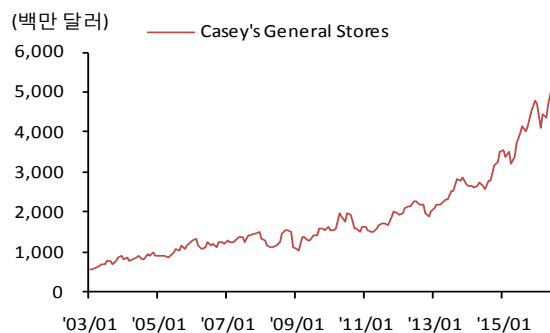


자료 : 월마트

최근 미국에서도 편의점 업체
Casey's General Stores 빠르게
성장 중 <= 대형유통업체들이
커버하지 못하는 곳에 진출,
여전히 마이너 시장

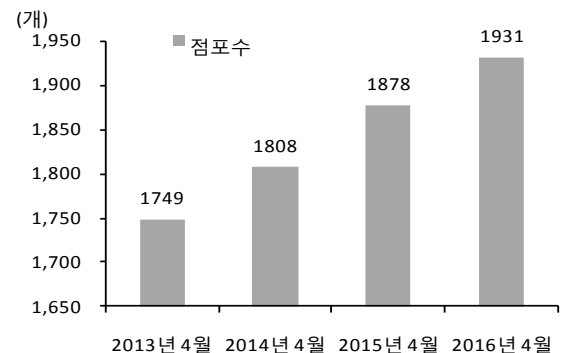
물론, 최근 미국에서도 상대적으로 작은 점포 포맷을 운영하는 편의점 업체 Casey's General Stores 의 성장이 눈에 띄고 있다. Casey's 는 기존 대형 유통업체들이 진출하지 않은 지역에 진출하는 것을 전략으로 하고 있다. 월마트가 대형점포를 출점하는 동안 상대적으로 크지 않은 상권에는 생필품을 판매하는 일반상점에 대한 충족되지 않은 수요가 있어 이러한 곳으로 진출하여 성장하고 있는 것이다. 다만, 이 시장은 미국에서 여전히 틈새 시장으로, 향후 큰 시장으로 성장하기는 쉽지 않아 보인다.

Casey's General Stores 시가총액 추이



자료 : Quantwise Factset,

Casey's General Stores 점포수 추이



자료 Casey's General Stores

**일본의 편의점,
절대적으로 큰 식품 유통업체
<= 대형 출점 규제의 영향**

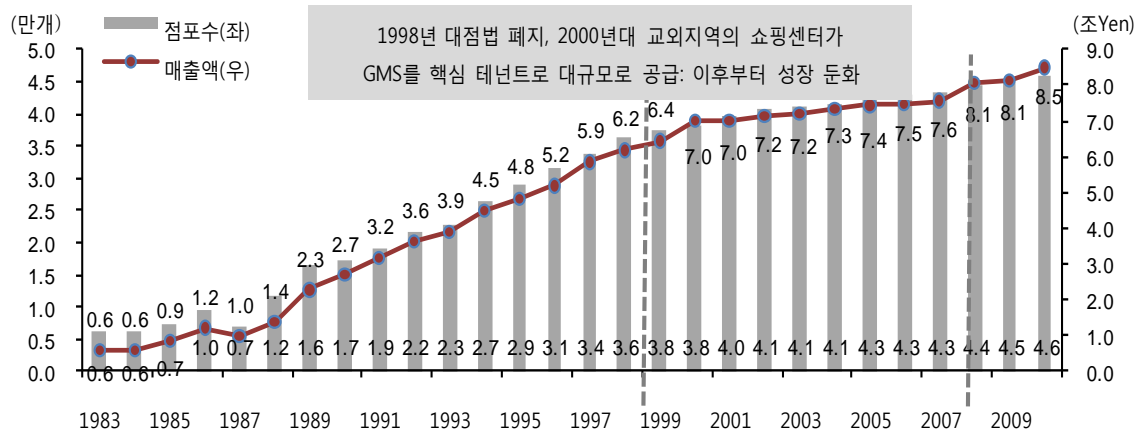
반면, 일본에서는 편의점이 가장 큰 식품 유통채널로 자리잡고 있는데, 편의점이 이렇게 성장한 데는 일본의 유통산업 규제가 가장 큰 역할을 한 것으로 판단된다. 일본에서는 1930년대부터 중소기업인을 보호하기 위해 백화점의 출점을 제한하기 시작했는데, 백화점의 출점을 제한하자 GMS 및 슈퍼마켓이 크게 성장했다. 이에 따라 중소기업인은 다시 GMS와 슈퍼마켓을 포함한 대형점포를 모두 규제할 것을 요구했고 이 요구가 받아들여져 1974년에 일정 규모를 넘는 대형점포는 모두 출점을 제한하는 '대규모소매점포법(대점법)'이 발효되었다.

대규모소매점포법(대점법)의 주요 내용은 대형점포를 출점하기 위해서는 자세한 계획안을 일본경제산업성에 제출하여 지역의 대규모소매점위원회에 의견을 묻고, 대형소매점이 중소기업인에게 중대한 영향을 줄 수 있다고 판단되면 점포의 규모나 영업시간, 휴점일 등을 조정하도록 한 것이다.

대점법에서는 이러한 조정의 절차를 신고된 이후 8개월을 넘지 못하도록 명시했으나, 실제로는 신고 이후 개점하는 데 수년이 걸렸고, 심하게는 10년이 소요되는 경우도 있었다고 한다. 지역상인들의 불만이 이어지자 일본경제산업성이 지역상인들의 개점 동의조건을 첨부하지 않으면 처음부터 출점 신고를 거절한 것이다.

이렇듯 대형 점포의 출점이 제한되자 일본에서는 도심에 현대화된 식료품 판매점으로 편의점이 확산되기 시작했다. 대점법은 1998년에 폐지되었는데, 일본의 편의점은 1998년까지 1차 고성장을 누린 이후 대점법이 폐지된 이후 정체 국면을 맞이하게 된다.

일본 편의점 시장, 대점법 규제가 있는 동안 1차 고성장

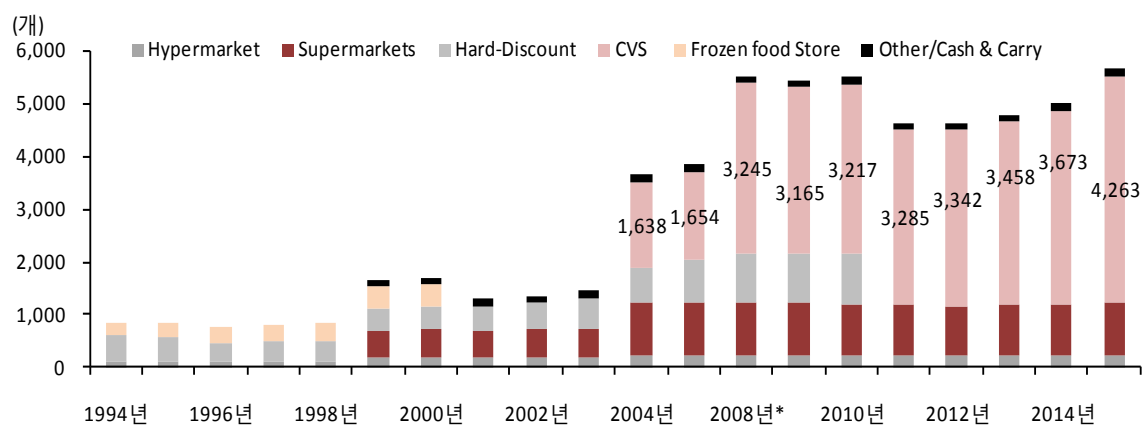


자료: 일본프랜차이즈협회

대형점포 출점 규제가 있는 프랑스 역시 소형 점포 포맷 활성화

대형점포의 출점 규제가 소형점포 포맷을 확산시켰다는 근거는 프랑스에서도 증명될 수 있다. 프랑스는 역시 대형 유통매장에 대한 직접적인 출점규제를 시행하고 있는데, 1,000m² 이상의 유통매장에 대해 ‘지역상업시설위원회’의 개설허가를 얻어야 출점이 가능하다. 이로 인해 유럽에서 대형 할인점으로 성장하고 있는 까르푸가 정작 프랑스 내에서는 대형마트(Hypermarket)나 슈퍼보다 소형포맷인 편의점(CVS)을 더 적극적으로 운영하고 있는 상황이다.

까르푸 프랑스 내 점포수 추이



자료: 까르푸

주: 2006 년과 2007 년 자료는 없음.

대형마트/SSM 과 달리, 편의점은 2014 년 3 분기부터 직접적인 출점 규제 완화

한편, 우리나라에서는 편의점에 대해서도 2012 년 12 월부터 2014 년 3 분기까지 직접적인 출점 규제를 시행했다. 공정위에 의해서 동일 브랜드의 편의점을 신규로 출점할 때, 고객의 동선 기준으로 250m 이내에는 출점을 하지 못하도록 하는 규제가 있었다. 그러나 2014 년 8 월 가맹사업법 개정안이 시행되면서 공정거래위원회의 출점시 일괄적인 거리제한 규제는 폐지되었고 가맹계약서에 상호합의 된 영업지역을 설정하는 것만으로 출점 요건이 완화되었다.

규제환경까지 고려한다면 담배가격 인상 이후 증가하는 편의점수는 한국이 일본보다 많을 듯

담배가격이 인상된 2015 년 1 월 이전인 2014 년 8 월에 편의점에 대한 출점 규제가 완화되며 2014 년 3 분기부터 편의점의 출점은 증가하기 시작했다. 대형 식품유통 포맷에는 출점 규제가 남아있는 가운데, 편의점의 출점 규제가 완화된 것이 담배가격 인상과 함께 편의점의 폭발적인 성장을 이끌고 있는 것이다. 규제환경을 고려했을 때, 한국의 담배가격 인상 이후 증가할 수 있는 점포 수는 오히려 일본의 경우보다 많을 가능성이 높다.

(4) 높은 인구밀도, 소형점포의 영업 안정성을 높임

절대적으로 높은 인구밀도,
타국가와는 차별화되는 숫자의
편의점을 출점할 수 있게 함

마지막으로 편의점의 추가 출점을 예상하게 하는 요인으로 절대적으로 높은 인구밀도를 들 수 있다. 대형 점포 출점 규제가 편의점의 도심 진출 기회를 제공하였다면, 절대적으로 높은 인구밀도는 도심에 출점할 수 있는 편의점의 숫자가 다른 국가에 비해 현저히 높을 것을 예상하게 하는 요인이다.

편의점 수요, 즉흥적인 소비
-> 필요할 때,
가까운 곳에 있어야 이용!

편의점 소비는 같은 식품 소비라 할지라도 할인점과는 다른 성격을 가진다. 편의점을 이용하는 소비는 즉흥적인 소비가 많다. 대형마트를 이용하거나 온라인에서 식품을 소비하는 수요는 대부분 앞으로 필요가 예상되는 품목을 구매하기 위한 것으로 계획된 소비다. 따라서 계획을 세워 주말에 필요한 물품을 구매하는 것이 가능하다. 그러나 편의점은 길을 가다가 목이 말라서 음료수를 마시고 싶다면, 업무 중 간단히 요기를 하고 싶을 때 찾는 곳이다. 이러한 소비를 흡수하기 위해서는 가까운 곳에 편의점이 있어야 한다.

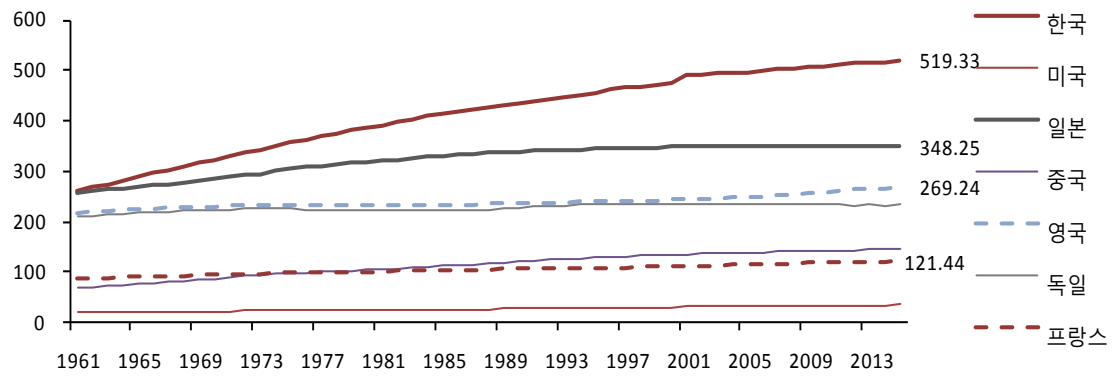
결국, 유통 업체 중 접근성이 가장 중요한 편의점의 특성으로 인해 인구밀도는 편의점이 확장할 수 있는 여력을 결정하는 중요한 요인이다. 인구 밀도가 높다는 것은 특정 지역에 생활하는 사람의 숫자가 현저히 많음을 의미한다. 반경 200m 안에 1,000 명을 대상으로 편의점 1 개를 운영할 수 있다면, 반경 500m 에 1,000 명은 상대적으로 편의점 1 개를 운영하는 의사결정을 하는데 고민이 될 수 있다. 최대 200m 의 이동 거리는 간단히 요기를 하기 위해 방문할 가능성이 높지만 500m 가 되면 편의점을 방문을 포기할 가능성이 높아지기 때문이다.

일본보다 50% 높은 인구밀도,
인구 수 대비 점포 수
한국이 일본보다 50%이상 많아야

우리나라의 인구 밀도는 주요 국가와 비교할 때, 절대적으로 높다. 인구밀도가 현저히 낮은 미국에 비해서는 15 배 가량 높으며 편의점이 활성화된 일본과 비교해도 50% 정도 높다. 인구 대비 점포수 기준으로 일본과 비교하더라도 한국의 편의점이 출점할 수 있는 점포 수는 산술적으로 50% 많다고 할 수 있다.

한국의 인구밀도는 일본과 비교해도 절대적으로 높음

(단위: 명/sq km)



자료: World Bank

3. 대규모 출점에도 편의점 점포의 이익은 안정적인 것

(1) 편의점, 간편식 시장에서 분식/패스트푸드를 압도할 것

점포 수 증가에 의한 양적인 증가에도 불구하고 기존점 성장률이 개선되는 질적인 성장 역시 가능할 전망이다. 증가하는 간편식 수요를 흡수해 객단가를 상승시킬 수 있기 때문이다. 이미 일본 편의점에서 도시락이 주요 판매품목으로 올라서며 간편식 시장에서 높은 경쟁력을 증명한 바 있다.

편의점, 접근성과 다양성 측면에서
다른 간편식 경쟁자 대비 우위

간편식 수요의 성장이 편의점 업체들에게 성장의 기회가 될 것이라는 전망을 할 때, 반대의견으로 한국은 분식점과 같은 한국형 패스트푸드에 활성화되어 있어 굳이 편의점을 이용하는 사람이 많지 않을 것이라는 의견이 있다. 더 나아가 글로벌 패스트푸드 업체들의 점유율 확대를 이야기하기도 한다. 그러나 한국의 편의점은 접근성과 취급 품목의 다양성 측면에서 절대적 우위에 있어 간편식 시장에서 점유율을 지속적으로 확대할 전망이다.

편의점의 위치는
주택가 비중이 가장 높음
-> 1인 가구의 식품 소비 수요를
흡수하기에 용이한 위치

2015 년 기준 29,000 여개의 편의점이 있는데, 이들의 50%가 주택가 인근이다. 간편식 수요가 많은 1인 가구의 수요를 흡수하기에 편의점 만한 위치 선점은 없어 보인다.

또한 장기적으로도 작은 상권에 진출이 가능한 편의점이 패스트푸드보다 고객과 더 가까운 곳에 출점할 가능성이 높다. 상대적으로 편의점의 초기 투자비용이 패스트푸드보다 작기 때문이다. 패스트푸드가 출점하기 위해서는 편의점보다 좀 더 큰 상권이 필요하다. 따라서 편의점이 보다 촘촘히 고객을 커버하며 규모의 경제를 확대할 전망이다.

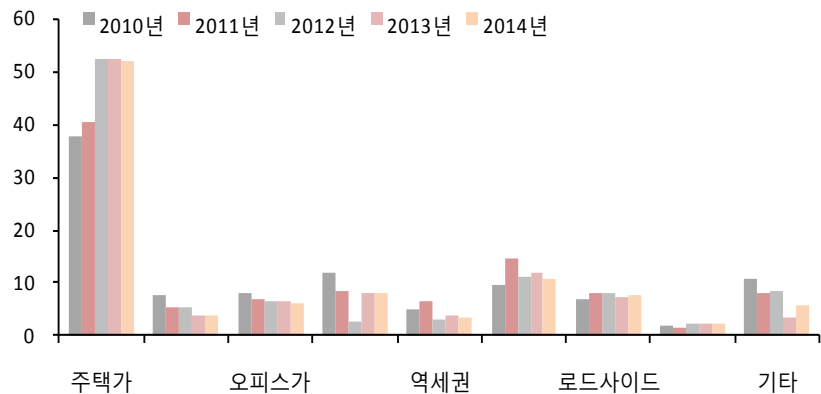
소형점포 없는 미국,
패스트푸드 성장
vs 일본, 도시를 장악한 편의점이
패스트푸드 시장의 성장을 제한

실제로 소형점포가 충분한 점포를 확장하지 못했던 미국에서는 패스트푸드 시장이 꾸준히 성장했지만, 편의점이 많은 출점을 했던 일본에서는 패스트푸드 시장이 성장하지 못했다. 일본에서는 편의점의 시장규모가 2015 년 10 조엔을 넘어서는 동안 패스트푸드 시장규모는 1990 년대 이후 지속적으로 2 조엔 수준에서 정체를 보이고 있다.

여기에서 추가로 주목해야 할 점은 일본의 패스트푸드 산업에서 집계한 품목들이 햄버거, 샌드위치와 같은 서양식뿐만 아니라 초밥/도시락, 라면/만두, 카레, 오코노미야끼 등 전통 일식들을 포함하고 있다는 점이다. 결국, 1990 년대 공격적인 출점으로 접근성을 높인 편의점이 간편식 시장을 장악했다고 볼 수 있다. 우리나라 편의점 역시 글로벌 패스트푸드 업체뿐만 아니라 분식점과 같은 간편식 제공 업체들의 성장을 제한할 수 있을 것이다.

주택가 인근 편의점 비중 증가: 1인 가구의 식품 소비 수요 흡수에 용이

(단위: %)



자료: 편의점산업협회

**제한된 품목의
패스트푸드 & 분식집,
트렌드에 민감하고
수요가 제한되어 있음**

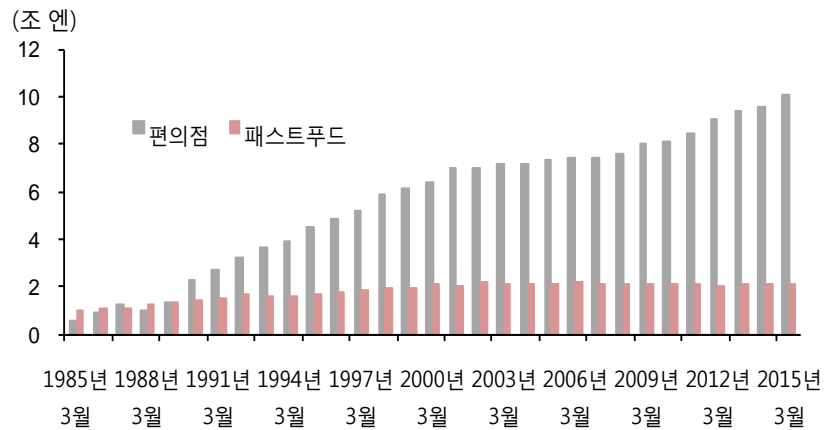
또한 편의점은 다양한 품목의 제품을 취급한다는 점에서도 일반 분식점이나 글로벌 패스트푸드 업체들보다 우위에 있다. 물론, 간편식 시장이 성장함에 따라 맥도널드, 버거킹, KFC, 피자헛 등 글로벌 패스트푸드 업체와 김밥/떡볶이 등 간편식을 제공하는 업체들도 품목을 다양화할 전망이다. 그러나 점포수가 제한되어 있는 상황에서 규모의 경제를 유지하기 위해서는 한 점포에서 판매하는 제품을 무한정 확대할 수 없다. 이러한 제한된 제품은 각 시기별 트렌드에 따라 부침이 심할 수 밖에 없다. 따라서 지속적인 성장을 기대하기 어렵다.

**편의점 다양한 제품군을 보유,
고객이 질리지 않고 구매할 수 있음**

반면, 편의점은 이미 많은 점포를 통해 본사 차원의 규모의 경제 효과를 누리며 점포에서 다양한 품목들을 판매하고 있다. 여기에 도시락이라는 카테고리가 추가되는 만큼, 일부 도시락이 인기가 없어지면 다른 제품을 선보여 고객의 욕구를 충족시킬 수 있다. 즉 편의점을 찾는 고객은 도시락이 만족스럽지 않으면 샌드위치를 구매할 수도 있다. 따라서 고객의 방문 여부가 한 품목에 의해서 결정되지는 않는다.

고객이 지속적으로 방문하고 있다면, 편의점은 새로운 트렌드를 반영한 제품들을 새롭게 출시해 고객들에게 판매할 기회를 가질 수 있다. 하나의 트렌드가 지나가면 고객이 급감하는 다른 간편식 제공 업체와는 큰 차이다.

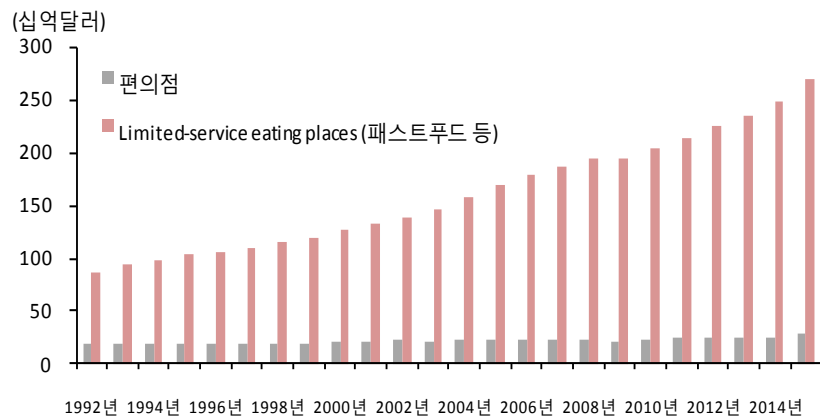
일본 연간 편의점 시장 규모 vs 패스트푸드 시장 규모 추이



자료: 일본프랜차이즈협회

주: 패스트푸드에는 초밥/도시락, 라면/만두, 우동/메밀국수, 카레/규동/돈부리, 오꼬노미야끼, 햄버거/샌드위치, 아이스크림 등의 품목을 취급하는 체인이 포함

미국 연간 편의점 시장 규모 vs 패스트푸드 시장 규모 추이



자료: 미국 통계청

(2) 간편식 시장, 현재의 한국에서는 성장할 수 밖에 없음

1인 가구 증가 & 여성 취업 증가

편의점의 질적인 성장의 핵심 시장인 간편식 시장은, 현재의 한국에서는 구조적으로 성장할 수 밖에 없다. 1인 가구의 증가와 여성들의 취업 증가에 따른 맞벌이 부부의 증가로, 집안에서 조리를 해서 식사를 하는 수요가 감소하고 간편식을 이용하거나 외식을 하려는 수요가 많아지고 있기 때문이다.

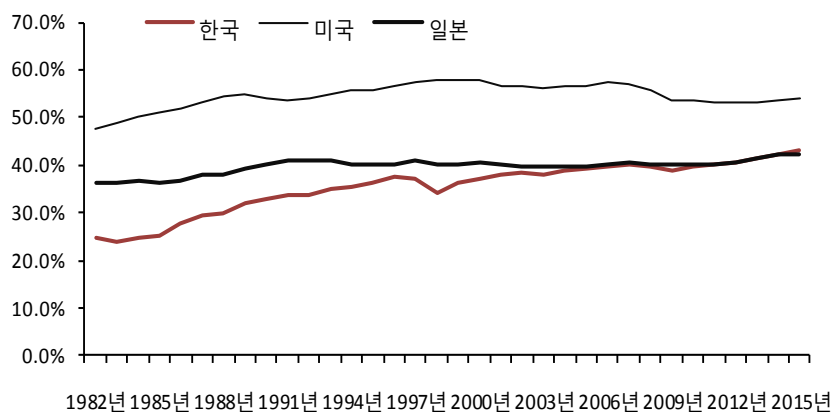
많은 투자자들이 인지하고 있듯이 우리나라의 1인 ~ 2인 가구는 2000년대 들어서며 빠르게 증가했다. 여기에 취업한 여성의 비중도 가파르게 증가하고 있다. 전체 여성 중 직업을 가지고 있는 여성의 비율은 꾸준히 상승하며 2015년에는 이미 일본을 넘어섰다. 이러한 트렌드에 변화가 나타나지 않는 이상, 간편식에 대한 수요는 증가할 수 밖에 없는 것이다.

간편식 수요는 가격에 민감, 일상적인 식사를 위한 것으로 반복 구매가 전제되기 때문

1인 ~ 2인 가구 증가 및 여성 취업인구 증가로 함께 증가한 외식 혹은 간편식 수요는 가격에 민감하다. 특별한 날 맛있는 것을 먹기 위한 외식이 아니라 일상적인 식사를 해결하기 위한 소비이기 때문이다. 일상적인 식사는 반복 구매를 전제로 하는데, 한번에 많은 비용을 지불하려고 하지는 않는다. 따라서 전통적인 고가의 음식점보다는 간단하더라도 저렴한 식사를 할 수 있는 곳을 찾게 된다.

저렴한 가격에 한 끼를 해결할 수 있는 식사로 일본에서는 편의점의 도시락이, 미국에서는 패스트푸드다 성장한 것이다.

한국/미국/일본의 각 국의 여성 중 취업 여성 비율



자료: 각 국 통계청

**‘소량구매’가 가능한
편의점의 질적 성장은 무엇보다도
1인 가구의 기여가 가장 클 것**

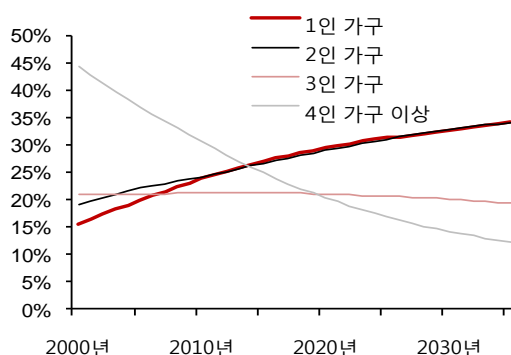
당사는 편의점의 간편식 수요 확대에 특히 더 크게 영향을 미치는 변화를 ‘1인 가구의 증가’로 판단한다. 편의점이 타 유통채널과 차별되는 가장 큰 특성인 ‘소량판매’ 때문이다. 맞벌이하는 2인 가구의 경우, 일상식을 배달음식으로 해결하는 것도 충분히 예상해 볼 수 있다. 그러나 1인 가구가 배달식으로 식사를 해결하기에는 주문의 최소량이 너무 큰 경우가 많다.

예를 들면, ‘1만원 이상 주문시 배달 가능’이라고 하면 1만원이라는 최소 주문 금액은 두 가지 경로로 1인 가구에 부담이 된다. 첫 번째, 1만원이라는 금액 자체가 한끼 간단한 식사로 부담이 되는 금액일 수 있다. 두 번째, 떡볶이와 같은 저렴한 가격의 품목은 1만원이라는 단가를 맞추기 위해 너무 많은 양을 한번에 주문해야 한다. 이 역시 간단히 식사를 끝내고자 하는 수요에는 적합하지 않은 것이다. 한편, 배달이 가능한 최소 금액의 하락은 배달 음식점들의 수익성 악화로 연결되기 때문에 현실화되기 어려울 듯 하다.

**한국의 1인 가구 비중,
2013년 이후 3.7%p 증가**

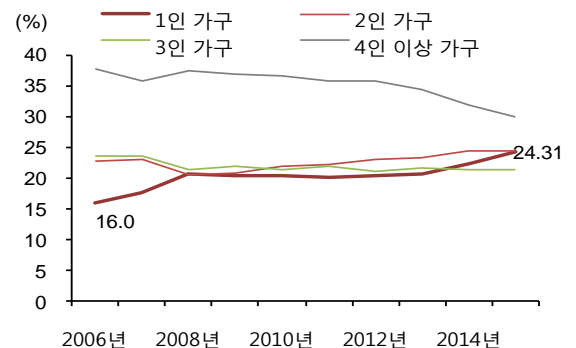
우리나라의 경우 1인 가구 증가가 최근 들어 더 가파르게 나타나고 있어 편의점의 질적 성장에 대해 의구심을 가질 필요는 없어 보인다. 우리나라는 2000년대 이후로 1~2인 가구가 꾸준히 증가하는 중에서도 1인 가구의 비중이 2인 가구보다 더 가파르게 증가하고 있다. 2006년 이후 10년 동안 2인 가구의 비중은 1.7%p 증가한 데 반해, 1인 가구 비중은 8.3%p 증가했다. 그리고 지난 10년간 8.3%p 증가 중, 2014년과 2015년에 각각 1.6%p, 2.1%p 증가했다. 최근 들어 1인 가구의 증가가 더 빠르게 나타나고 있는 것이다.

한국 가구 구성원 수 별 비중 추이 및 전망



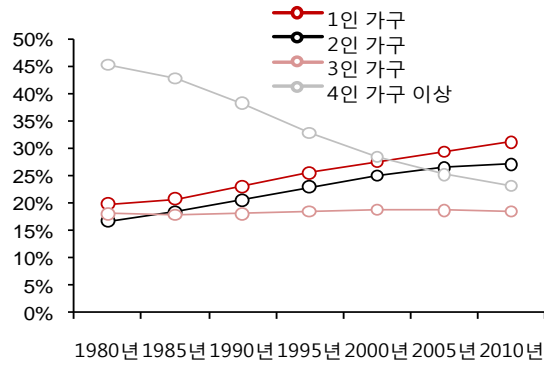
자료 통계청

한국 가구 구성원 수 별 비중 최근 추이



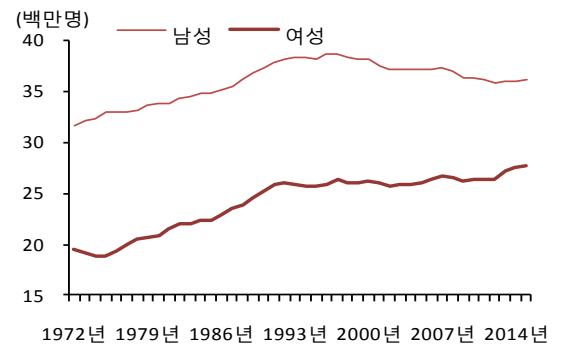
자료 통계청

일본 가구 구성원 수 별 비중 추이



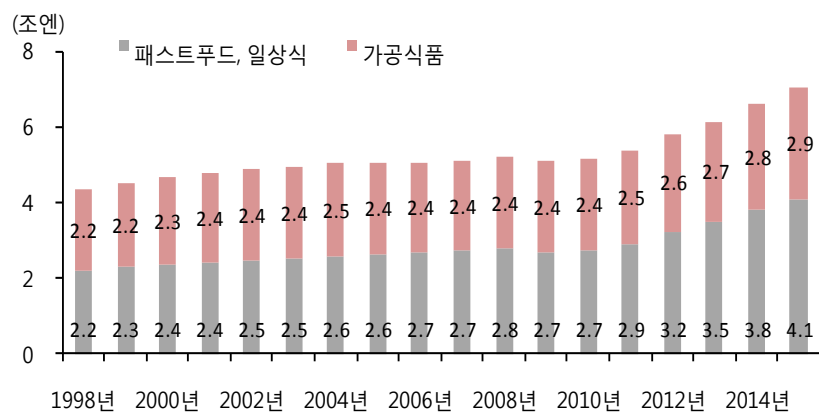
자료: 일본 통계청

일본 남/녀 취업자 수 추이



자료: 일본 통계청

일본 편의점 패스트푸드 및 일상식 매출 규모 추이



자료: 일본프랜차이즈협회

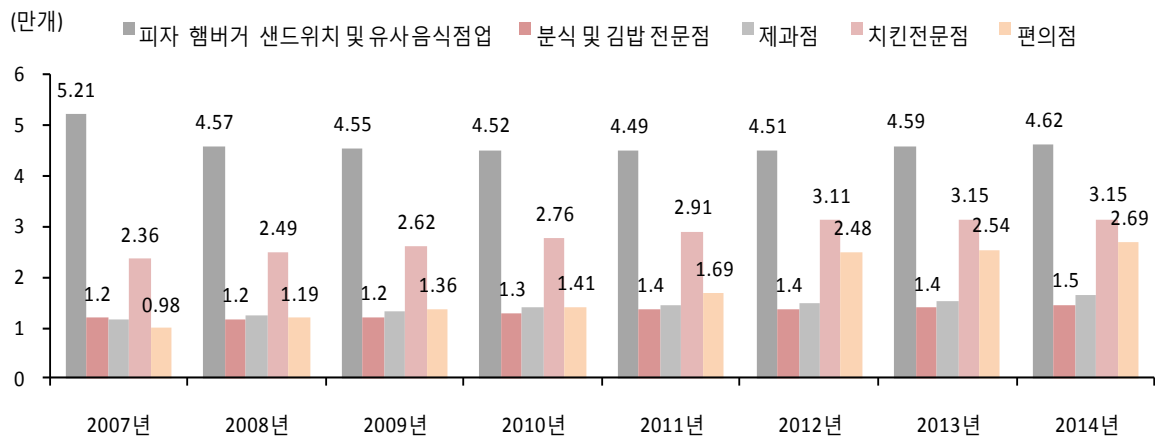
4. 편의점의 또 다른 경쟁력

: 점주와 상생하는 구조, 증가하는 창업 수요 흡수

편의점은 신규로 창업을 준비하는 창업수요에도 매력적인 대안이다. 편의점이 다음과 같은 이유로 본사와 점주가 상생하는 구조를 가지고 있기 때문이다. 1) 편의점은 초기 투자비의 상당부분을 본사가 투자하고 2) 매출총이익을 본사와 점주가 배분하는 수익모델로 운영된다. 따라서 점주가 되고자 하는 사람들은 작은 투자비로도 편의점의 운영을 시작할 수 있고 본사가 점포의 매출총이익을 기준으로 수익을 배분하기 때문에 점포의 매출을 개선시키기 위한 다양한 지원을 제공한다. 특히, 초기 1~2년간 최저 수익을 보장하는 제도를 운영하고 있어 처음 영업을 하는 점주들에게 안정감을 제공한다. 따라서 편의점을 창업하려는 수요는 향후에도 지속적으로 증가할 것으로 판단한다.

실제로 편의점이 신규 창업수요를 흡수하는 동안 프랜차이즈 창업이 많은 음식점의 점포 수 증가는 점차 둔화되는 모습을 보이며 창업수요자들의 편의점 선호를 증명하고 있다. 특히, 2012년까지 가파르게 증가했던 치킨전문점들의 증가세도 둔화되고 있다. 하나의 품목을 판매하는 형태이기 때문에 점포간 경쟁은 치열해지고 있는데, 적지 않은 투자비가 창업수요자들에게 부담으로 작용한 것으로 판단한다.

편의점 점포수 아직 치킨전문점에도 미치지 못 함



자료: 통계청

주: 1. 2010년은 조사자료가 없어 2009년과 2011년 숫자를 평균한 값으로 변동을 계산

2. 편의점 점포수 또한 편의점협회가 집계한 것과는 차이가 있음(편의점협회는 협회예의 회원사 숫자만 포함)

BGF 리테일 점포 형태

	점주 직접 임차		점주 임차 부담	
	점주수익추구형1(PURPLE 1)	점주수익추구형 2(PURPLE 2)	점주투자안정형 1(GREEN 1)	점주투자안정형 2(GREEN 2)
가입비	700만원(부가세 별도)			
상품준비금	1,400만원			
소모품준비금	100만원			
투자	가맹점주 투자		가맹본부 투자(가맹점주 투자 부담)	
인테리어	가맹점주 투자	무상대여	무상대여	무상대여
집기	가맹점주 월 사용료 부담	무상대여	무상대여	무상대여
합계	2,200만원 + 점포임차 비용+인테리어 비용	2,200만원 + 점포임차 비용	2,200만원+점포임차 투자 부담	2,200만원+점포임차 투자 부담
담보	3,600만원	5,000만원	5,000만원	5,000만원
수입	매출이익 중 24시간: 80% 19시간: 75%	매출이익 중 24시간: 70% 19시간: 65%	매출이익 중 24시간: 60% 19시간: 50%	매출이익 중 24시간: 68% 19시간: 60%
계약기간	5년/7년/10년 중 택1(기간별 차등수익 적용)		4년/7년/10년 중 택1(기간별 차등수익 적용)	
초기안정화제도 기준금액	점주비용 공제전 수입(제한지원)과 비교하여 차액발생시 지급			
	24시간: 350만원 + 월 임차료 19시간: 250만원 + 월 임차료	24시간: 300만원 + 월 임차료 19시간: 200만원 + 월 임차료	24시간: 300만원 + 월 임차료 19시간: 200만원 + 월 임차료	

자료: BGF리테일, SK증권 리서치센터 정리

파리바게트 가맹 조건(임차비용 제외, VAT 별도)

가맹유형	일반형			카페형 25 평			카페형 35 평		
가맹비				500만원					
기획관리비				300만원					
교육비				150만원					
계약이행 보증금	1,000만원~2,000만원(점포 매출에 따라 차등 적용)								
POS 임대료	약 400만원(구매형태에 따라 상이함)								
오픈비용	500만원(이벤트 및 집기류)								
인테리어비용	210만원~260만원/평 (외부 및 기타 공사 미포함)			190만원~240만원/평 (외부 및 기타 공사 미포함)			180만원~240만원/평 (외부 및 기타 공사 미포함)		
장비	5,500만원~6,500만원								
	1면	2면	3면	1면	2면	3면	1면	2면	3면
가구 (의/탁자 제외)	1,500만원	1,600만원	1,600만원	1,800만원	1,900만원	2,000만원	2,200만원	2,350만원	2,350만원
간판 (어닝/사인물 외)	850만원	1,100만원	1,350만원	1,10만원	1,400만원	1,500만원	1,300만원	1,600만원	1,800만원
기타 (에어컨 및 전기 증설)	1,200만원	1,300만원	1,400만원	1,400만원	1,600만원	1,800만원	1,600만원	1,700만원	2,000만원
합계	14억원 ~1.75억원	15억원 ~1.8억원	15억원 ~1.85억원	17억원 ~1.95억원	17.5억원 ~2.0억원	18억원 ~2.05억원	19억원 ~2.3억원	20억원 ~2.35억원	20억원 ~2.4억원

자료: 파리크라상, SK증권 리서치센터 정리

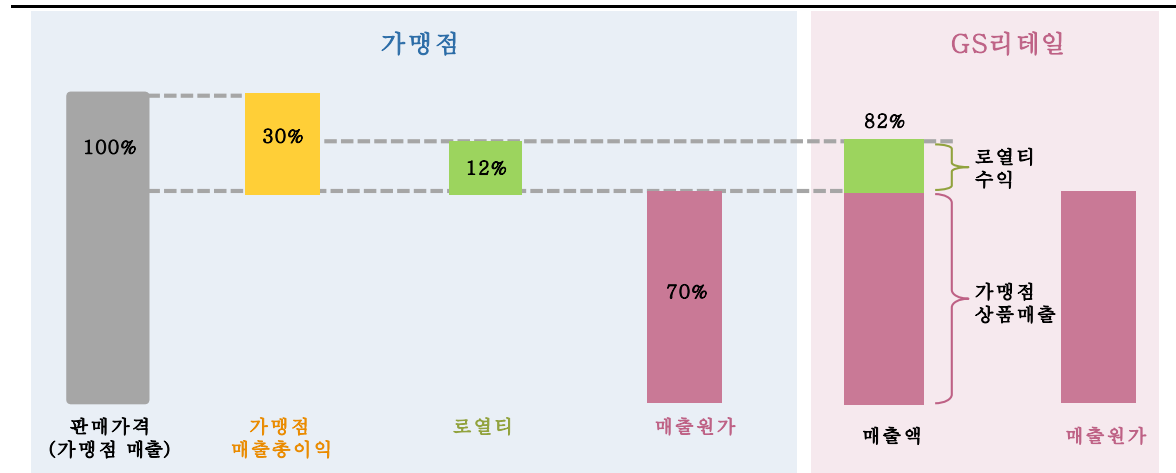
BBQ Type 별 개설비

단위: 만원

	Olive café(20평 기준)	BBQ치킨앤비어(50평 기준)	Olive Chicken(10평 기준)	Premium Café(50평 기준)
가입비	1,500	2,000	1,000	2,000
보증금		500		
교육비	380	380	280	700
개점행사비	-	-	-	1,000
인테리어	5,000	9,500	1,850	11,000
주방기기/집기	3,500	2,500	800	3,500
의탁자	500	1,500	150	700
POS.오토바이	700	250	534	660
간판	350	700	별도	별도
추가공사	별도	별도	별도	별도
총계	1억 2,430만원	1억 7,330만원	5,114만원	2억 60만원

자료: BBQ

편의점 가맹점과 가맹본부의 매출 인식: 상품 공급을 통해 수익을 추구하지 않음



자료: GS 리테일

주: 가맹점 수수료는 매출총이익의 40%를 가정

5. [참고] 소비 및 주요 업태 업황 점검

(1) 소비부진 지속, 훼손된 성장에 대한 기대 심리 회복하기 위해서는 수출이 개선되거나 내수 대기업에 대한 규제 완화가 필요

정부 지출을 증가시키는 형태의
경기 부양 정책만으로는
소비심리를 개선시키기 어려움

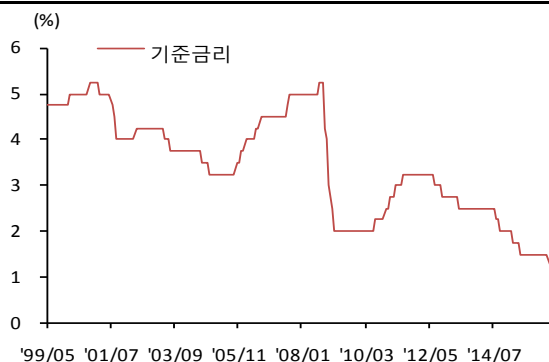
정부가 최근 실시하고 있는 적극적인 경기 부양정책에도 내수 소비는 뚜렷한 회복을 보이지 못하고 있다. 2008년 금융위기 이후 성장성 둔화를 우려한 정부의 적극적인 경기 부양정책은 장기 성장에 대한 기대감을 가계에 심어주기 충분했던 반면, 현재의 경기 부양정책은 2012년 이후 이미 훼손된 경기회복 심리를 개선시키기에는 턱 없이 부족한 것이다.

훼손된 심리가 회복되는 데는
많은 시간이 필요

장기 성장에 대한 우려를 완화하기 위해서는 수출이 회복되거나 2012년부터 강화된 내수시장에서의 대기업 규제를 완화해 투자를 확대하는 정책이 필요하다. 그러나 주로 중국시장에 의존하던 한국 수출 기업들이 미국 등 다른 시장에서 경쟁력을 갖는 데까지는 상당한 시간이 필요하고 내수 시장에서 대기업 규제를 풀기 위해서는 반대 여론을 이겨내야 하기 때문에 단기간에 규제가 완화되는 것도 기대하기 어렵다.

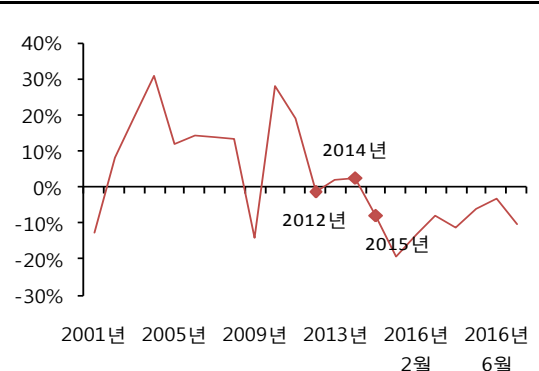
2008년과 2012년 이후 정부 경기 부양책의 효과가 다른 것은 무엇보다도 2012년 이후 경기회복에 대한 기대심리가 훼손된 것이 가장 큰 원인이다. 2008년 상황을 보면 그 직전 2007년까지도 수출 증가율이 10%이상으로 유지되었다. 이러한 안정적인 상황에서 발생한 금융위기는 경제주체들에게 경기위축에 대한 우려를 제공했지만, 일시적인 것으로 해석된 경향이 강했다. 여기에 2008년과 2009년에 걸쳐 시행된 적극적인 경기부양 정책은 성장 회복에 대한 기대심리를 강화시켰다. 한국은행도 재빠르게 금리를 인하했는데, 이는 원화약세로 이어져 수출을 가파르게 회복시켰다. 수출의 회복과 함께 가계의 소비 성향도 빠르게 개선되었다.

기준금리 추이



자료 한국은행

수출 yoy 증가율 추이



자료 관세청

그러나 가파른 금리인하가 가계부채를 증가시키자 한국은행은 2010년 6월부터 금리를 가파르게 인상(2010년 5월 2%에서 2011년 7월 3.25%로 인상)했다. 글로벌 수요의 뚜렷한 회복이 없는 상황에서 단행한 금리 인상은 원화 가치를 상승시켜 수출 경쟁력을 하락시켰다. 결과적으로 2012년 수출은 2011년 대비 감소했다. 수출 비중이 높은 국내 경제에서 수출 부진은 경기 둔화를 우려하게 하는 요인이 되었다.

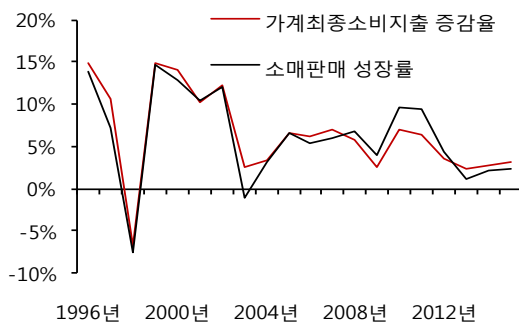
2012년 논의가 확대된

내수 시장의 대기업 규제

-> 장기 성장 둔화 우려를 강화

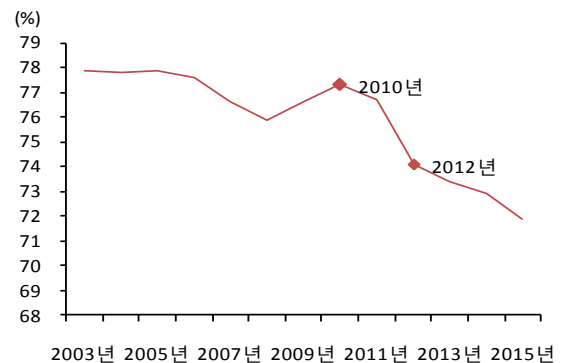
여기에 2011년부터 시작되어 2012년 논의가 확대되었던 대기업에 대한 내수시장 참여 규제가 국민들로 하여금 한국 경제의 향후 성장에 대한 의구심을 갖게 한 것으로 판단된다. 향후 성장이 충분할 것으로 예상했다면 대기업만 성장하고 중소기업들이 고사하고 있다는 논리로 대규제를 규제하지는 않았을 것이기 때문이다. 이에 따라 2012년 하반기부터 가계의 소비 성향은 이전보다 가파르게 하락했다.

가계소비지출 개선보다 부진한 소매판매 성장률



자료: 한국은행, 통계청

가계소비성향 빠르게 하락 중



자료: 통계청

주: 2인 이상 가계의 평균소비성향

이미 훼손된 성장에 대한 기대

심리가 회복되기 위해서는 수출

회복이 선행되어야 할 듯

이미 훼손된 성장에 대한 기대 심리가 회복되기 위해서는 무엇보다 수출의 증가가 필요하다. GDP에서 수출 비중이 높은 우리나라에서 이미 장기 성장에 대한 기대심리가 훼손된 가계를 대상으로 수출 회복 없이 소비를 증가시키기는 불가능에 가깝기 때문이다. 그런데 현재 글로벌 경기는 한국 수출 기업들이 적극적으로 활약하기에 우호적이지 않다. 따라서 수출이 증가세로 전환되기까지는 아직도 시간이 필요해 보인다.

수출 회복이 없다면

소비를 자극할 기업투자를 유도하는

것이 필수적

수출의 회복이 쉽지 않다면 소비를 자극할 기업 투자를 유도하는 것이 필수적이다. 이러한 투자는 중소기업체들이 하기는 어려운 것이다. 그런데 2012년부터 강화된 내수 시장에서의 대기업 규제로 인해 대기업의 적극적인 투자 역시 기대하기 어렵다.

(2) 백화점 부진, 전형적인 경기부진 영향 그리고 모바일 쇼핑의 간섭

백화점,
경기 회복에 대한 기대감이
개선되기 전까지
성장성 회복 어려울 듯

유통 업체별로 살펴보면 백화점과 대형할인점의 부진이 지속되고 있다. 백화점의 부진은 경제성장률이 둔화되며 고가 소비가 구조적으로 증가하지 못하고 있는 것이 원인이다. 대중적인 고가 소비 채널인 백화점이 성장하기 위해서는 신규 고가 소비층이 나타나야 하는데, 향후 경제성장률에 대한 불확실성은 가계의 미래 소득에 있어 불확실성을 야기, 고가 소비를 확대할 여력을 제한한다. 따라서 백화점 업체의 성장 둔화는 경제성장률 회복에 대한 확신이 심어질 때까지 지속될 전망이다.

모바일 쇼핑 확산 역시
백화점의 성장성을 훼손한 요인

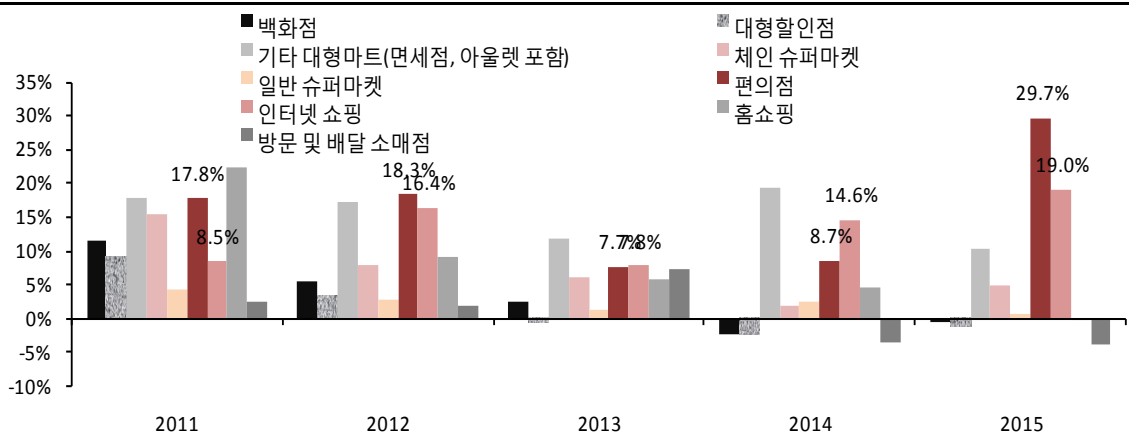
백화점 업체 부진에 악화의 강도를 더한 것은 모바일 쇼핑이다. 모바일 쇼핑 규모는 2015 년 이미 24.5 조원으로 백화점 시장 규모 28.9 조원에 육박했다. 2016 년 상반기에도 모바일 쇼핑은 전년 동기 대비 44% 성장해 15.6 조원의 시장 규모를 형성하며 백화점 시장 규모 14.5 조원을 넘어섰다.

이러한 모바일 쇼핑의 급증은 백화점 시장의 성장을 제한했다. 모바일 쇼핑이 확대되면서 모바일을 통해 백화점의 주력 품목인 의류 구매가 급증했기 때문이다. 남성들의 이용이 많았던 PC 인터넷 쇼핑과 달리 모바일 쇼핑은 초기부터 여성들이 성장을 주도했다. 여성들의 주요 쇼핑 품목인 의류, 화장품 등이 오프라인에서 온라인으로 이동하며 백화점의 현재 및 잠재 고객이 감소하는 결과를 가져왔다.

네이버
모바일 환경에서 검색 서비스 개선
-> 모바일 쇼핑 더 확산될 전망

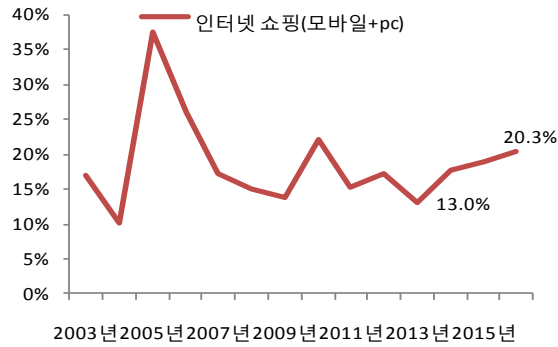
더욱이 네이버 등 포털업체가 모바일 환경에 적응하여 PC 환경 못지 않는 제품 검색 서비스를 제공하기 시작했다. 모바일 쇼핑에 의한 구매는 더욱 확산될 전망이다. 따라서 백화점의 잠재수요 위축 역시 지속될 전망이다.

유통 업체별 성장률: 2014 년 이후 업체별 성장률 차별화 뚜렷



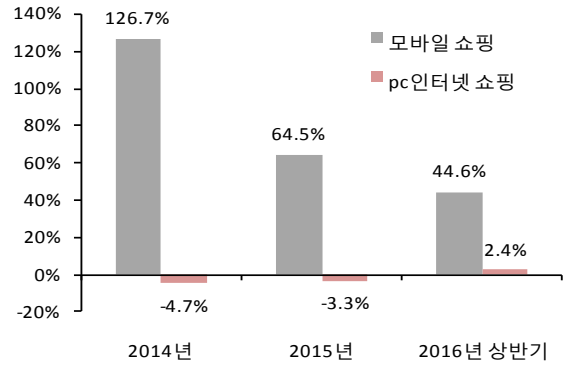
자료: 통계청

인터넷 쇼핑(모바일+PC) 성장세 강화



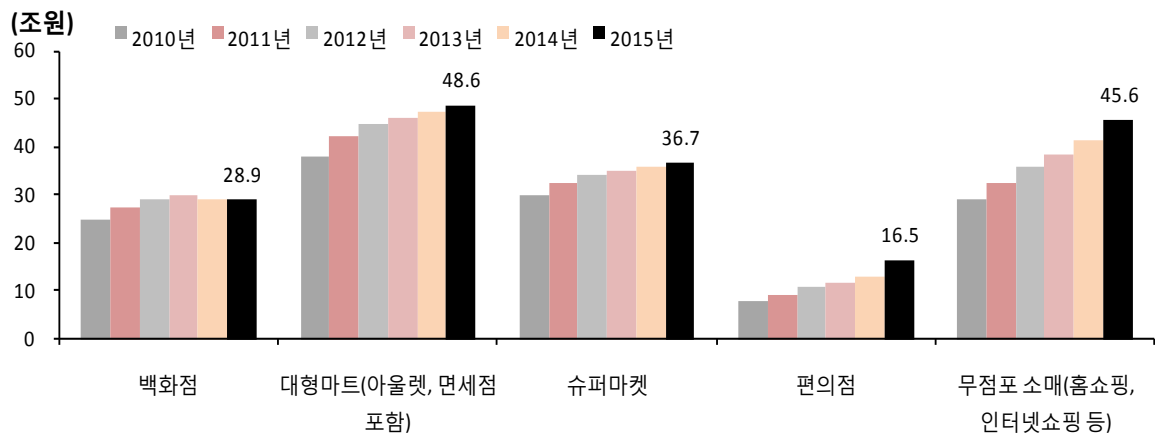
자료 통계청

모바일 쇼핑이 인터넷 쇼핑의 성장을 견인



자료 통계청

유통 업체별 시장 규모 추이



자료 통계청

(3) 대형마트 부진, 경기 부진보다 정부 규제의 영향이 더 큼

대형 마트 부진
경기 부진보다도
정부 규제가 더 큰 영향

백화점과 달리 대형마트의 경우, 정부의 출점 규제가 구조적인 성장 부진의 원인인 것으로 판단된다. 가계소비지출 중에서 식료품의 소비가 의류 소비와 달리 상대적으로 견조함에도 불구하고, 백화점보다 할인점 판매부진이 크기 때문이다.

물론, 대형마트 역시 규제가 없었더라도 높은 성장을 보이기는 어려웠을 것이다. 대형마트가 과거에 다양하면서도 새로운 제품을 제공하면서 주었던 '재미'의 요소가 새로운 제품을 선보이는 것이 어려워지며 지속적으로 하락하고 있었기 때문이다. 또한 모바일로 가공식품과 같은 생필품을 구매하는 수요가 증가하며 대형마트의 점유율을 잠식하고 있는 것도 피할 수 없는 변화다.

그러나 이러한 부정적인 영향을 단기에 극대화한 것은 정부의 대형마트 출점 규제 및 의무휴업, 영업시간 제한 등 규제다.

일요일 휴무,
대형마트에 대한 인식을
레저의 공간에서 장보기 공간으로
빠르게 변경시킴

먼저, 일요일 의무휴업은 대형마트가 제공했던 '주말에 가족과 함께 대형마트에서 쇼핑하며 시간 보내기'라는 '레저의 효용'을 급격히 하락시켰다. 대형마트가 일요일에 문을 닫으면서 일요일에 가족과 함께 할 공간을 새롭게 찾기 시작했고 이에 대한 대안으로 교외에 형성된 프리미엄 아울렛이 부각되었다. 결국, 일요일 여가를 보낼 장소를 찾은 소비자들에게 대형마트는 '장보기'를 하는 공간으로만 여겨지게 된 것이다.

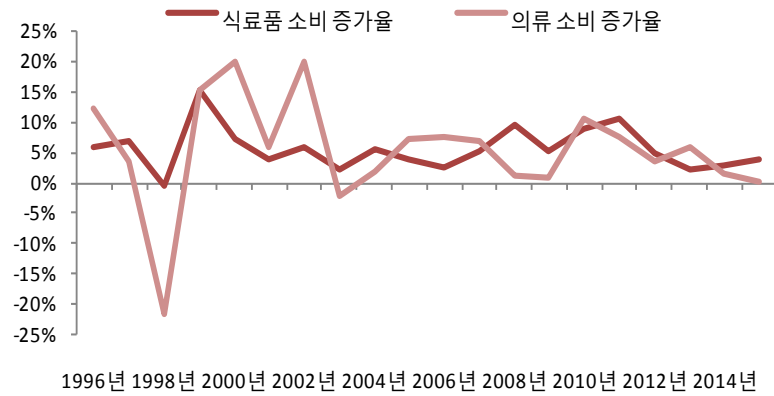
'장보기 숙제'를 쉽게 할 수 있는
모바일 쇼핑이 생필품 구매 채널로
부각

대형마트가 오직 '장보기' 공간으로 인식되면서營業을 하는 일요일에도 대형마트를 방문하는 소비자는 이전보다 감소했다. '장보기'는 일종의 '해야만 하는 일(노동)'이기 때문에 대형마트는 숙제를 하듯 방문하는 공간이 된 것이다. 그런데 이 숙제를 좀 더 쉽게 해결할 수 있는 채널로 모바일 쇼핑이 부각되었다. 대형마트에서 제공하는 제품들이 다른 식품공급 채널과 차별화되지 않으면서 쿠팡과 같이 싸게 공산품을 제공하는 모바일 쇼핑의 효용이 더 커지고 있다.

출점 규제, 신제품 기획 역량을
하락시킴

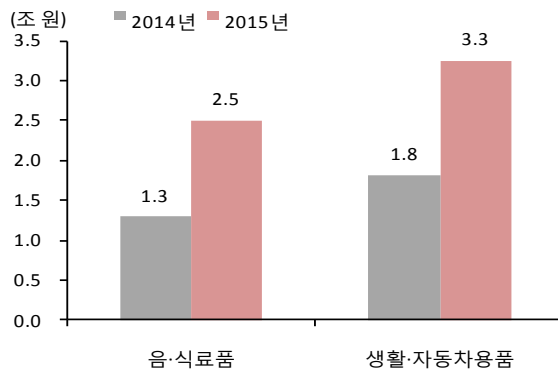
대형마트의 출점 규제는 대형마트가 새로운 제품을 선보일 역량도 약화시켰다. 유통업체에 있어 점포의 출점은 규모의 경제 효과를 형성하는 근본인데, 추가 출점을 통해 규모의 경제 효과를 강화할 수 없는 환경에서 수요가 검증되지 않은 새로운 제품의 판매를 시도하기 쉽지 않기 때문이다. 다른 채널과 차별화된 제품을 제공하지 못하면서 소비자들은 대형마트를 찾을 이유가 더 없어졌고, 앞서 언급한 바와 같이 모바일을 이용해 주문을 하는 것으로 숙제를 마치는 소비자는 더욱 많아지고 있다.

연도별 가계소비 중 식료품과 의류 소비 증가율 추이



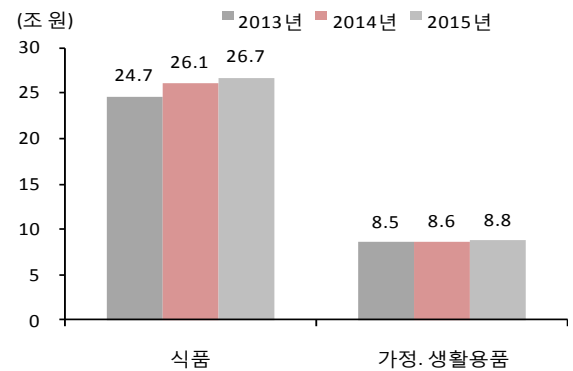
자료: 한국은행

식품 및 생활, 자동차용품 모바일 쇼핑 판매 규모



자료: 통계청

대형마트 식품 및 가정생활용품 판매 규모



자료: 통계청

(4) 편의점, 담배가격 인상, 인구구조 변화와 출점 규제 완화로 고성장

편의점 성장, 1인 가구 증가와
담배가격 인상
그리고 출점 규제 완화가 핵심 원인

인터넷 쇼핑을 제외하고 가장 높은 성장을 유지하고 있는 업태가 편의점이다. 편의점의 성장은 1인 가구 증가라는 구조적 요인에 더해 담배가격 인상과 동일 브랜드 신규 출점시 250m 거리제한 규제가 폐지된 것이 주요 원인으로 판단된다. 또한 편의점은 모바일 쇼핑 확산에 따른 시장 잠식에 대해서도 자유롭다.

2015년 1월부터 담배가격
2,500원에서 4,000원으로 인상

무엇보다 2015년의 편의점 시장 급성장은 담배가격 인상이 원인이다. 2016년 상반기 기준으로 BGF 리테일의 담배 매출 비중은 43.0%이다. 담배가격 인상 전에도 담배는 편의점 매출의 35% 이상을 구성했다. 전체 매출의 35%를 구성하는 담배가격이 60% 인상되면서 산술적으로 20% 이상의 매출 개선이 가능했다.

2014년 3분기 편의점 신규 출점시
거리 제한 규제 폐지

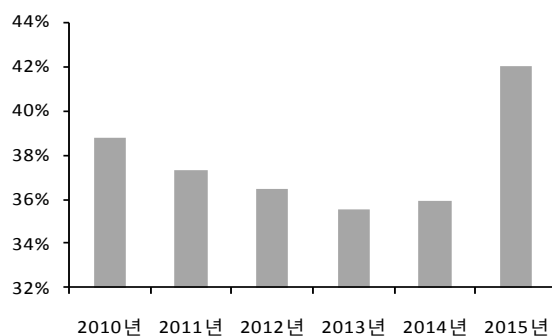
담배가격 인상이 없었더라도 편의점은 성장이 회복되고 있었는데, 편의점과 관련된 출점 규제가 2014년 3분기에 폐지되며 그 속도가 더욱 빨라졌다. 당초 공정거래위원회는 동일 브랜드가 신규 출점할 때 기존 점포에서 250m 동선 안에는 출점할 수 없도록 했었는데, 이러한 규제가 가맹사업법 개정안이 시행되면서 자율규제로 전환된 것이다.

여기에 구조적으로 성장하고 있는 1인 가구는 소포장 구매 수요를 확산시키고 있다. 경기부진 역시 소포장 구매 수요를 확대시키고 있다. 싸게 많이 사서 단가를 낮추는 구매보다 단가가 높더라도 현재 지출되는 금액이 작은 소비를 하고자 하는 것이다.

모바일 쇼핑,
편의점 수요의 가장 큰 효용인
소량 구매 욕구를 충족시키기는
어려움

모바일 쇼핑이 빠르게 확산되고 있지만, 소량 구매 욕구를 충족시키는 어렵다. 모바일 쇼핑은 배송을 전제로 하는데, 배송과 관련한 변동비가 상당해 일정 단가 이상의 구매를 전제로 하기 때문이다.

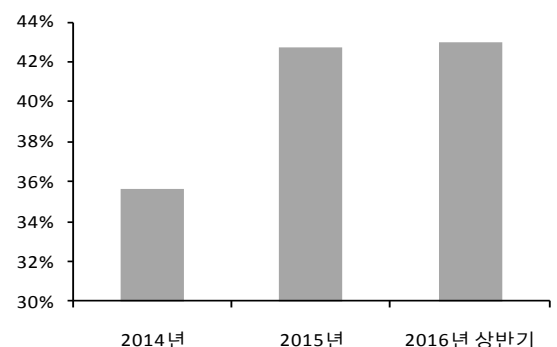
GS 리테일 담배 비중 추이



자료: GS 리테일

주: 2014년 담배가격 인상 발표전 담배 매출 비중은 35%로 2013년 대비 하락

BGF 리테일 담배 비중 추이



자료: BGF 리테일

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

Company Data

자본금	248 억원
발행주식수	2,477 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	51,901 억원
주요주주	
홍석조(외20)	58.78%

외국인지분률	28.10%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(16/08/26)	209,500 원
KOSPI	2037.5 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	226,500 원
52주 최저가	135,000 원
60일 평균 거래대금	133 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.7%	-4.2%
6개월	28.1%	20.8%
12개월	8.0%	0.4%

BGF 리테일 (027410/KS | 매수(신규편입) | T.P 280,000 원(신규편입))

Valuation 논란, 출점으로 해소할 것

BGF 리테일에 대해 투자자들은 높은 Valuation 수준을 부담스러워 한다. 이러한 부담은 동사의 성장성이 둔화될 수 있을 것이라는 우려 때문이다. 이러한 우려는 편의점의 영업 환경을 고려하면 충분히 해소될 것으로 판단한다. 1) 할인점과 SSM에 대한 출점 규제가 지속되며 편의점이 출점 가능한 지역은 2000년대보다 많아졌으며 2) 편의점 업체 내의 경쟁에서 세븐일레븐이 위축되고 있어 BGF 리테일의 출점 여력은 더 높아졌다.

목표주가 280,000 과 투자이전 매수로 분석 시작

BGF 리테일에 대해 목표주가 280,000 원과 투자이전 매수로 커버리지를 시작한다. 목표주가 280,000 원은 시가총액 6 조 9,000 억원 수준으로 편의점의 영업이익치 6 조 2,000 억원과 순현금 7,000 억원으로 구성되어 있다. 이는 2017 년 순이익 대비 P/E 34.5x 에 해당하는 것으로 낮지 않은 valuation 수준이다. 그럼에도 불구하고 동사가 편의점 업체에서 점포수 기준 1 위를 유지하고 있고 편의점의 영업이익을 훼손할 사업들이 없다는 점을 고려하면 높은 Multiple 을 적용받을만 하다고 판단한다.

현재 편의점 업체, 다른 업체와 출점 경쟁이 없음

담배가격 인상 외에도 편의점이 성장을 재개하게 된 주요 요인은 2014 년 하반기에 단행된 신규 출점시 동일 브랜드간 250m 이내에는 출점을 할 수 없도록 한 편의점 출점 규제의 폐지다. 대신 편의점은 '가맹사업법'을 통해 본사와 점주간의 계약에 대해 규제를 받고 있다. 근본적으로 편의점 출점은 상권이 확보된다면 출점할 수 있는 것으로 변경이 된 것이다. 반면, 대형마트와 SSM 의 출점은 2020 년까지 규제에 묶여 있다. 이 시기까지 식품을 유통하는 업체 중 출점이 가능한 것은 편의점뿐인 것이다.

편의점 업체 내에서의 경쟁, 3사에서 2사로

편의점 업체는 2012 년까지는 CU, GS25, 세븐일레븐이 치열한 출점 경쟁을 해왔으나 2014 년 규제 완화 이후 출점은 절대적으로 CU 와 GS25 에 의해 주도되고 있다. 세븐일레븐의 영업력이 상대적으로 약화된 것으로 평가할 수 있다. 따라서 GS 리테일과 함께 동사의 출점 여력은 오히려 확대된 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	31,300	33,680	43,343	50,164	57,302	64,942
yoy	%	7.5	7.6	28.7	15.7	14.2	13.3
영업이익	억원	1,050	1,241	1,836	1,969	2,401	2,910
yoy	%	64.8	18.2	47.9	7.2	22.0	21.2
EBITDA	억원	2,134	2,290	2,914	3,277	3,809	4,340
세전이익	억원	933	1,362	1,965	2,209	2,577	3,086
순이익(지배주주)	억원	689	1,016	1,517	1,713	2,010	2,407
영업이익률%	%	3.4	3.7	4.2	3.9	4.2	4.5
EBITDA%	%	6.8	6.8	6.7	6.5	6.7	6.7
순이익률	%	2.2	3.0	3.5	3.4	3.5	3.7
EPS	원	2,796	4,125	6,144	6,913	8,113	9,716
PER	배	0.0	18.5	27.9	30.3	25.8	21.6
PBR	배	0.0	3.4	5.5	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	배	0.0	6.8	12.4	13.9	11.5	9.7
ROE	%	40.2	27.0	22.8	20.3	20.1	20.2
순차입금	억원	898	-3,622	-6,442	-6,493	-8,358	-10,072
부채비율	%	471.5	134.0	109.6	102.0	99.8	90.3

BGF 리테일 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	877	1,363	1,441	1,778	2,163	2,478	2,773
편의점 Multiple(X)				35.0	31.5	28.4	25.5
A. 편의점 영업가치(억원)				62,219	68,119	70,251	70,750
B. 순현금(억원)				7,000	8,000	9,000	10,000
산정 적정 시가총액(=A+B)				69,219	76,119	79,251	80,750
총주식수(천주)				24,774	24,775	24,776	24,777
적정주가				279,401	307,243	319,872	325,906

목표주가(원)	280,000						
목표 시가총액(억원)	69,367						
지배주주순이익(억원)	1,016	1,517	1,713	2,010	2,407	2,735	3,042
각 연도말 시가총액(억원)	18,850	42,487	51,901				
목표 시가총액 대비 각 연도 Implied P/E Multiple(X)	68.2	45.7	40.5	34.5	28.8	25.4	22.8
각 연도말 P/E Multiple(X, 2016년은 8월 26일 기준)	18.5	28.0	30.3				

자료: SK 증권 리서치센터

주: 순현금은 당사 추정치보다 다소 보수적으로 반영

BGF 리테일 분기 및 연간 이익 추이 및 전망

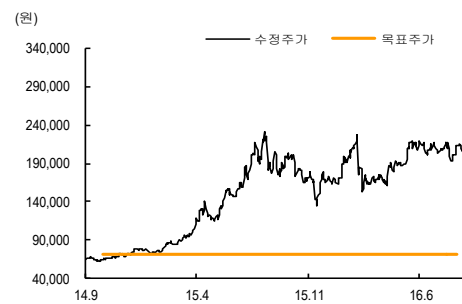
IFRS 연결 단위: 억원

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년E	2017년E
매출	8,843	11,099	12,062	11,339	10,923	12,725	13,813	12,704	12,545	14,510	15,755	14,492	43,343	50,164	57,302
편의점	8,692	10,936	11,881	11,068	10,672	12,422	13,497	12,411	12,260	14,188	15,398	14,159	42,576	49,002	56,004
기타	150	163	182	272	251	302	316	293	285	322	357	333	766	1,162	1,298
영업이익	423	513	544	356	277	627	641	423	348	732	793	527	1,836	1,969	2,401
편의점	431	477	509	331	277	556	605	408	355	678	752	494	1,748	1,847	2,279
기타	-8	36	35	25	0	71	36	15	-7	54	41	34	88	122	122
영업이익률	4.8%	4.6%	4.5%	3.1%	2.5%	4.9%	4.6%	3.3%	2.8%	5.0%	5.0%	3.6%	4.2%	3.9%	4.2%
편의점	5.0%	4.4%	4.3%	3.0%	2.6%	4.5%	4.5%	3.3%	2.9%	4.8%	4.9%	3.5%	4.1%	3.8%	4.1%
세전이익	431	558	577	398	388	669	685	467	392	776	837	571	1,965	2,209	2,577
세전이익률	4.9%	5.0%	4.8%	3.5%	3.6%	5.3%	5.0%	3.7%	3.1%	5.4%	5.3%	3.9%	4.5%	4.4%	4.5%
당기순이익	321	423	439	346	300	524	534	365	306	606	653	446	1,528	1,722	2,010
지배주주순이익	323	418	429	347	291	523	534	365	306	606	653	446	1,517	1,713	2,010

자료: BGF 리테일

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.08.30	매수	280,000원



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 (2016년 8월 30일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	7,231	9,476	10,135	12,731	15,118
현금및현금성자산	2,108	1,522	852	3,001	5,006
매출채권및기타채권	360	469	526	600	676
재고자산	630	526	590	673	759
비유동자산	6,154	6,741	8,624	9,237	9,823
장기금융자산	71	393	1,855	1,855	1,855
유형자산	3,692	3,743	5,502	5,608	5,809
무형자산	470	515	786	735	697
자산총계	13,385	16,216	18,759	21,969	24,941
유동부채	5,994	6,902	7,708	8,706	9,778
단기금융부채	832	664	715	768	824
매입채무 및 기타채무	4,120	4,786	5,361	6,077	6,855
단기충당부채	35	41	51	58	65
비유동부채	1,670	1,577	1,763	2,265	2,059
장기금융부채	297	14	240	470	705
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	9	254	290	654
부채총계	7,664	8,479	9,471	10,971	11,836
지배주주지분	5,590	7,732	9,139	10,850	12,958
자본금	246	248	248	248	248
자본잉여금	174	1,041	1,041	1,041	1,041
기타자본구성요소	47	-53	-59	-59	-59
자기주식	-124	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	5,121	6,494	7,907	9,619	11,729
비지배주주지분	131	5	148	148	147
자본총계	5,721	7,737	9,288	10,998	13,105
부채외자본총계	13,385	16,216	18,759	21,969	24,941

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,559	3,017	4,336	3,682	3,604
당기순이익(손실)	1,015	1,528	1,722	2,010	2,407
비현금성항목등	1,479	1,597	1,662	1,799	1,933
유형자산감가상각비	912	930	1,103	1,194	1,229
무형자산감가상각비	137	148	205	215	202
기타	155	182	-55	-84	-26
운전자본감소(증가)	346	241	1,753	317	-181
매출채권및기타채권의 감소(증가)	64	-391	-248	-74	-77
재고자산감소(증가)	-135	103	-61	-83	-86
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	584	741	1,149	716	778
기타	-166	-212	914	-241	-795
법인세납부	-280	-350	-802	-444	-556
투자활동현금흐름	-2,540	-4,358	-375	-1,350	-1,405
금융자산감소(증가)	-1,738	-3,308	484	0	0
유형자산감소(증가)	-663	-926	-954	-1,300	-1,430
무형자산감소(증가)	-88	-147	-163	-163	-163
기타	-51	22	259	113	188
재무활동현금흐름	96	774	-4,623	-184	-193
단기금융부채증가(감소)	75	528	-727	53	56
장기금융부채증가(감소)	38	-451	-1,742	230	235
자본의증가(감소)	98	923	0	0	0
배당금의 지급	-97	-185	-297	-297	-297
기타	-18	-41	-1,851	-170	-187
현금의 증가(감소)	116	-586	-670	2,148	2,005
기초현금	1,993	2,108	1,522	852	3,001
기말현금	2,108	1,522	852	3,001	5,006
FCF	1,762	2,768	3,860	2,164	1,955

자료 : BGF리테일 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	33,680	43,343	50,164	57,302	64,942
매출원가	25,688	34,342	40,290	46,023	52,159
매출총이익	7,992	9,001	9,874	11,279	12,783
매출총이익률 (%)	23.7	20.8	19.7	19.7	19.7
판매비와관리비	6,751	7,165	7,906	8,878	9,873
영업이익	1,241	1,836	1,969	2,401	2,910
영업이익률 (%)	3.7	4.2	3.9	4.2	4.5
비영업손익	121	129	240	176	176
순금융비용	-65	-88	-50	-92	-150
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	11	10	0	0
세전계속사업이익	1,362	1,965	2,209	2,577	3,086
세전계속사업이익률 (%)	4.1	4.5	4.4	4.5	4.8
계속사업법인세	348	436	486	567	679
계속사업이익	1,015	1,528	1,722	2,010	2,407
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,015	1,528	1,722	2,010	2,407
순이익률 (%)	3.0	3.5	3.4	3.5	3.7
지배주주	1,016	1,517	1,713	2,010	2,407
지배주주귀속 순이익률(%)	3.02	3.5	3.41	3.51	3.71
비지배주주	-2	12	10	0	0
총포괄이익	972	1,530	1,720	2,008	2,405
지배주주	975	1,519	1,711	2,008	2,405
비지배주주	-4	11	9	-1	-1
EBITDA	2,290	2,914	3,277	3,809	4,340

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.6	28.7	15.7	14.2	13.3
영업이익	18.2	47.9	7.2	22.0	21.2
세전계속사업이익	46.1	44.2	12.4	16.7	19.8
EBITDA	7.3	27.2	12.5	16.2	14.0
EPS(계속사업)	47.5	48.9	12.5	17.4	19.8
수익성 (%)					
ROE	27.0	22.8	20.3	20.1	20.2
ROA	8.1	10.3	9.9	9.9	10.3
EBITDA마진	6.8	6.7	6.5	6.7	6.7
안정성 (%)					
유동비율	120.6	137.3	131.5	146.2	154.6
부채비율	134.0	109.6	102.0	99.8	90.3
순차입금/자기자본	-63.3	-83.3	-69.9	-76.0	-76.9
EBITDA/이자비용(배)	21.2	31.0	21.3	22.4	23.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,125	6,144	6,913	8,113	9,716
BPS	22,686	31,211	36,890	43,796	52,304
CFPS	8,384	10,509	12,194	13,798	15,490
주당 현금배당금	600	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.2	37.7	32.8	27.9	23.3
PER(최저)	12.9	11.6	22.0	18.7	15.6
PBR(최고)	3.5	7.4	6.1	5.2	4.3
PBR(최저)	2.4	2.3	4.1	3.5	2.9
PCR	9.1	16.3	17.2	15.2	13.5
EV/EBITDA(최고)	7.0	17.4	15.2	12.6	10.6
EV/EBITDA(최저)	4.3	3.9	9.6	7.7	6.4

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

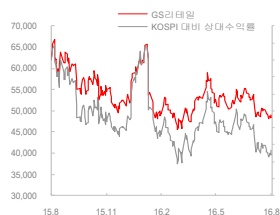
Company Data

자본금	770 억원
발행주식수	7,700 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	37,807 억원
주요주주	
GS(외1)	65.75%
국민연금공단	7.06%
외국인지분률	14.70%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(16/08/26)	49,100 원
KOSPI	2037.5 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	66,800 원
52주 최저가	45,500 원
60일 평균 거래대금	125 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.5%	-8.0%
6개월	-2.4%	-8.0%
12개월	-21.2%	-26.7%

GS 리테일 (007070/KS | 매수(신규편입) | T.P 68,000 원(신규편입))

편의점 사업을 고려할 때, 절대 저평가

투자자들은 다양한 신규 사업을 추진하고 있는 동사보다 편의점 사업에만 집중하는 BGF 리테일을 더 선호하는 것 같다. 당사 역시 BGF 리테일이 매력적인 투자안이라 평가하나, 동사 역시 편의점 사업의 비중이 절대적이고 편의점 산업에서 탁월한 역량을 보이고 있는 만큼, 경쟁사 대비 과도한 할인을 받을 필요는 없어 보인다. 오히려 현 시점은 할인 요인이었던 재무구조를 개선할 가능성이 높아진 만큼, 더 매력적인 투자안이 될 수 있다.

목표주가 68,000 원과 투자 의견 매수, 편의점 영업 가치 5 조 9,000 억원

GS 리테일에 대해 목표주가 68,000 원과 투자 의견 매수로 커버리지를 시작한다. 목표주가 68,000 원은 시가총액 5 조 2,000 억원 수준인데, 편의점의 영업가치를 5 조 9,000 억원으로 평가하고 파르나스 호텔 사업의 가치를 1,700 억원으로 평가하였다. 여기에 GS 리테일 본사와 파르나스 호텔의 순차입금 7,000 억원을 제외하여 산정하였다.

BGF 리테일과의 시가총액 차이는 슈퍼보다는 파르나스 호텔 인수의 결과물

동사의 현재 시가총액은 3 조 8,000 억원 수준으로 편의점 경쟁사인 BGF 리테일의 5 조 2,000 억원보다 현저히 작다. 편의점 사업에서 두 회사의 경쟁력이 현저히 차이가 나지 않음에도 불구하고 시가총액의 차이가 큰 것에 대해 당사는 파르나스호텔 인수의 결과로 판단한다. 파르나스 호텔을 인수하며 보유현금을 모두 소진하고 순차입금이 7,000 억원 발생했다. 반면, BGF 리테일은 5,000 억원을 상회하는 현금을 보유하고 있어 이 차이가 시가총액에 반영된 것으로 보인다.

악화된 재무구조를 인정하더라도 GS 리테일의 가치는 현저히 저평가

GS 리테일의 악화된 재무구조를 인정하더라도 현재 주가 하락은 과도하다. 현주가는 영업이익의 90% 이상을 기여하는 편의점 사업의 성장성을 과소 평가하고 있다. 2014 년 하반기 편의점의 출점 규제 완화와 2015 년 담배가격 인상이라는 사업환경 변화가 출점 여력을 근본적으로 변화시킨 만큼, 빠른 속도의 출점은 지속될 것이며 출점에 따른 실적 개선 역시 강화될 전망이다. 또한 주가 상승의 부담이 되고 있는 재무구조 역시 동사가 보유하고 있는 롯데백화점 평촌점 부지의 매각을 통해 일부 개선할 수 있을

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	47,086	49,624	62,731	73,981	84,118	95,702
yoy	%	7.6	5.4	26.4	17.9	13.7	13.8
영업이익	억원	1,551	1,433	2,258	2,314	3,032	3,838
yoy	%	10.4	-7.6	57.6	2.5	31.0	26.6
EBITDA	억원	3,270	3,237	4,248	4,586	5,297	6,116
세전이익	억원	1,593	1,486	2,214	2,194	3,014	3,982
순이익(지배주주)	억원	1,190	1,113	1,642	1,628	2,247	2,978
영업이익률%	%	3.3	2.9	3.6	3.1	3.6	4.0
EBITDA%	%	6.9	6.5	6.8	6.2	6.3	6.4
순이익률	%	2.5	2.2	2.7	2.2	2.7	3.1
EPS	원	1,546	1,445	2,133	2,115	2,919	3,867
PER	배	18.1	17.8	25.2	23.2	16.8	12.7
PBR	배	1.3	1.2	2.3	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	배	7.2	6.4	13.1	11.2	9.3	7.7
ROE	%	7.6	6.8	9.5	8.9	11.5	13.9
순차입금	억원	1,732	675	10,432	9,891	7,741	5,355
부채비율	%	78.4	73.7	119.3	128.3	126.2	120.4

GS 리테일 목표주가 산정

Valuation	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	685	829	934	863	1,471	1,688	2,136	2,715	3,243	3,566
슈퍼 NOPAT(억원)	216	236	122	13	6	-63	-30	6	58	91
호텔 NOPAT(억원)					103	143	171	186	203	217
편의점 Multiple(X)							27.0	24.3	21.9	17.5
슈퍼 Multiple(X)								10	10	10
호텔 Multiple(x)							10	10	10	10
편의점 영업가치(억원)							57,681	65,966	70,922	62,390
슈퍼 영업가치(억원)							0	63	583	914
호텔 영업가치(억원)							1,714	1,856	2,029	2,169
A: 영업가치 합계(억원)							59,395	67,885	73,535	65,472
B. 순현금(억원, GS리테일 본사 + 파르나스 호텔)							-7,000	-6,000	-5,000	-4,000
C. 롯데백화점 평촌점 부지 매각시 현금 유입액[= 1-3-((1-2)*0.25)]							3,225	3,225	3,225	3,225
1. 매각가격							7,000	7,000	7,000	7,000
2. 장부가(=a+b)							6,300	6,300	6,300	6,300
a. 토지							1,800	1,800	1,800	1,800
b. 건물(PF보유로 장부가는 4,300억원이나 4,500억원 수준에서 매각 대금 중 지급될 것으로 추정)							4,500	4,500	4,500	4,500
적정 시가총액1(억원, =A+B)							52,395	61,885	68,535	61,472
총주식수(천주)							77,000	77,000	77,000	77,000
적정주가(원)							68,046	80,370	89,006	79,834
적정 시가총액2(억원, =A+B+C)							54,720	64,210	70,860	63,797
총주식수(천주)							77,000	77,000	77,000	77,000
적정주가(원)							71,065	83,390	92,026	82,854
목표주가(원)							68,000			
목표 시가총액							52,360			
지배주주순이익	934	1,235	1,190	1,113	1,642	1,628	2,247	2,978	3,815	4,407
각 연도말 시가총액	17,826	23,062	21,560	19,751	41,426	37,846				
목표 시가총액 대비 각 연도 Implied P/E Multiple(X)	56.1	42.4	44.0	47.1	31.9	32.2	23.3	17.6	13.7	11.9
각 연도말 P/E Multiple(x, 2016년의 8월 26일 기준)	19.1	18.7	18.1	17.7	25.2	23.2				

자료: SK 증권 리서치센터

주: 재무제표에는 롯데백화점 평촌점의 PF 가 차입한 3,600 억원도 차입금으로 반영되어 있음 이 금액은 건물 매각대금을 지급하면 PF 에서 해결

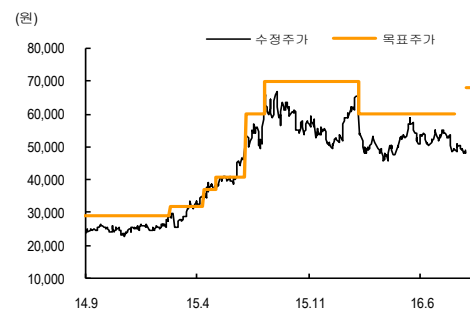
GS 리테일 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

IFRS 연결 단위: 억원

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년E	2017년E
매출	13,248	15,680	17,239	16,565	16,403	18,509	20,207	18,862	18,735	21,008	22,952	21,423	62,731	73,981	84,118
편의점	9,502	11,677	12,919	12,427	12,032	14,011	15,138	14,461	14,057	16,240	17,580	16,760	46,525	55,642	64,637
슈퍼	3,366	3,631	3,746	3,150	3,536	3,578	4,068	3,345	3,780	3,783	4,299	3,534	13,893	14,527	15,396
호텔			164	617	420	547	550	648	441	574	578	680	781	2,165	2,273
기타	380	372	410	371	415	373	451	408	457	410	496	449	1,533	1,647	1,812
영업이익	398	697	777	388	265	679	875	495	415	881	1,089	647	2,258	2,314	3,032
편의점	380	537	618	351	262	681	770	452	362	822	964	591	1,886	2,164	2,739
슈퍼	-19	58	63	-94	-7	-30	40	-83	4	-20	55	-77	8	-80	-39
호텔			11	92	-1	47	39	99	21	51	42	106	103	183	220
기타	37	102	85	39	11	-19	27	28	28	28	28	28	263	47	112
영업이익률	3.0%	4.4%	4.5%	2.3%	1.6%	3.7%	4.3%	2.6%	2.2%	4.2%	4.7%	3.0%	3.6%	3.1%	3.6%
편의점	4.0%	4.6%	4.8%	2.8%	2.2%	4.9%	5.1%	3.1%	2.6%	5.1%	5.5%	3.5%	4.1%	3.9%	4.2%
슈퍼	-0.6%	1.6%	1.7%	-3.0%	-0.2%	-0.8%	1.0%	-2.5%	0.1%	-0.5%	1.3%	-2.2%	0.1%	-0.6%	-0.3%
세전이익	418	689	775	333	253	660	793	488	432	858	1,045	679	2,214	2,194	3,014
세전이익률	3.2%	4.4%	4.5%	2.0%	1.5%	3.6%	3.9%	2.6%	2.3%	4.1%	4.6%	3.2%	3.5%	3.0%	3.6%
당기순이익	310	525	588	239	189	501	594	371	323	652	783	516	1,662	1,656	2,274
지배주주순이익	310	525	585	221	192	491	591	354	326	642	780	499	1,642	1,628	2,247

자료: GS 리테일 SK 증권 리서치센터

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.04.14	매수	37,000원
	2015.02.23	매수	32,000원
	2015.02.07	매수	32,000원



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 기관투자가 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 8월 30일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	6,916	4,826	6,685	8,391	10,676
현금및현금성자산	1,043	653	2,265	3,463	5,168
매출채권및기타채권	1,035	1,823	2,076	2,358	2,679
재고자산	1,218	1,163	1,324	1,504	1,709
비유동자산	22,285	42,529	44,689	45,978	47,315
장기금융자산	149	150	367	367	367
유형자산	7,488	20,953	21,167	21,330	21,517
무형자산	1,491	1,632	1,617	1,602	1,591
자산총계	29,201	47,355	51,374	54,369	57,990
유동부채	5,451	8,757	10,673	12,424	14,040
단기금융부채	1,002	1,734	1,879	1,727	1,887
매입채무 및 기타채무	3,910	5,289	6,023	6,841	7,772
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,935	17,008	18,200	17,906	17,643
장기금융부채	4,001	10,234	10,950	10,150	9,310
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	21	46	71	95
부채총계	12,385	25,765	28,873	30,330	31,683
지배주주지분	16,815	17,926	18,825	20,343	22,592
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	16,578	18,171	20,494
비지배주주지분	0	3,664	3,676	3,696	3,715
자본총계	16,815	21,590	22,501	24,039	26,307
부채와자본총계	29,201	47,355	51,374	54,369	57,990

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,959	4,731	5,258	5,452	5,566
당기순이익(손실)	1,113	1,662	1,656	2,274	3,005
비현금성항목등	2,721	3,136	3,269	3,023	3,111
유형자산감가상각비	1,442	1,594	1,840	1,837	1,852
무형자산감각비	361	397	432	429	425
기타	392	404	126	-208	-208
운전자본감소(증가)	588	270	992	870	404
매출채권및기타채권의 감소(증가)	69	-508	-94	-282	-321
재고자산감소(증가)	311	65	-161	-180	-205
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-149	994	713	818	931
기타	357	-280	535	514	-2
법인세납부	-463	-337	-659	-716	-954
투자활동현금흐름	-1,724	-8,759	-3,316	-2,117	-2,026
금융자산감소(증가)	1	456	-286	0	0
유형자산감소(증가)	-1,862	-2,422	-1,970	-2,032	-2,072
무형자산감소(증가)	-286	-344	-414	-414	-414
기타	423	-6,449	-646	329	460
재무활동현금흐름	-1,635	3,637	-330	-2,137	-1,835
단기금융부채증가(감소)	0	178	50	-152	160
장기금융부채증가(감소)	-930	4,310	836	-800	-840
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-347	-462	-655	-655	-655
기타	-358	-389	-554	-530	-500
현금의 증가(감소)	599	-391	1,613	1,198	1,705
기초현금	444	1,043	653	2,265	3,463
기말현금	1,043	653	2,265	3,463	5,168
FCF	1,273	2,559	2,484	3,008	3,122

자료 : GS리테일, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	49,624	62,731	73,981	84,118	95,702
매출원가	38,865	50,341	61,200	71,186	81,054
매출총이익	10,758	12,390	12,781	12,932	14,648
매출총이익률 (%)	21.7	19.8	17.3	15.4	15.3
판매비와관리비	9,325	10,132	10,467	9,900	10,810
영업이익	1,433	2,258	2,314	3,032	3,838
영업이익률 (%)	2.9	3.6	3.1	3.6	4.0
비영업손익	53	-44	-120	-18	144
순금융비용	121	182	327	216	54
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-35	-24	-24	-24	-24
세전계속사업이익	1,486	2,214	2,194	3,014	3,982
세전계속사업이익률 (%)	3.0	3.5	3.0	3.6	4.2
계속사업법인세	373	552	538	740	977
계속사업이익	1,113	1,662	1,656	2,274	3,005
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,113	1,662	1,656	2,274	3,005
순이익률 (%)	2.2	2.7	2.2	2.7	3.1
지배주주	1,113	1,642	1,628	2,247	2,978
지배주주귀속 순이익률(%)	2.24	2.62	2.2	2.67	3.11
비지배주주	0	20	27	27	27
총포괄이익	1,016	1,587	1,573	2,192	2,922
지배주주	1,016	1,573	1,554	2,173	2,903
비지배주주	0	14	19	19	19
EBITDA	3,237	4,248	4,586	5,297	6,116

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	5.4	26.4	17.9	13.7	13.8
영업이익	-7.6	57.6	2.5	31.0	26.6
세전계속사업이익	-6.7	49.0	-0.9	37.4	32.1
EBITDA	-1.0	31.3	8.0	15.5	15.5
EPS(계속사업)	-6.5	47.6	-0.8	38.0	32.5
수익성 (%)					
ROE	6.8	9.5	8.9	11.5	13.9
ROA	3.8	4.3	3.4	4.3	5.4
EBITDA마진	6.5	6.8	6.2	6.3	6.4
안정성 (%)					
유동비율	126.9	55.1	62.6	67.5	76.0
부채비율	73.7	119.3	128.3	126.2	120.4
순차입금/자기자본	4.0	48.3	44.0	32.2	20.4
EBITDA/이자비용(배)	8.3	10.2	8.5	10.0	12.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,445	2,133	2,115	2,919	3,867
BPS	21,838	23,281	24,448	26,420	29,340
CFPS	3,788	4,717	5,066	5,861	6,825
주당 현금배당금	600	850	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.9	31.3	31.0	22.5	17.0
PER(최저)	14.2	11.6	21.5	15.6	11.8
PBR(최고)	1.3	2.9	2.7	2.5	2.2
PBR(최저)	0.9	1.1	1.9	1.7	1.6
PCR	6.8	11.4	9.7	8.4	7.2
EV/EBITDA(최고)	7.1	15.5	14.0	11.7	9.8
EV/EBITDA(최저)	5.1	7.8	10.6	8.8	7.2

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

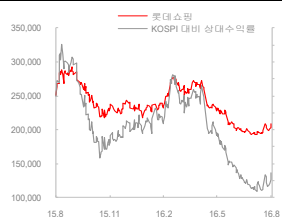
Company Data

자본금	1,575 억원
발행주식수	3,149 만주
자사주	194 만주
액면가	5,000 원
시가총액	65,659 억원
주요주주	
신동빈(외18)	63.96%
롯데쇼핑 자사주	6.15%
외국인지분률	16.00%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(16/08/26)	208,500 원
KOSPI	2037.5 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	293,000 원
52주 최저가	193,000 원
60일 평균 거래대금	144 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.2%	6.7%
6개월	-12.8%	-17.8%
12개월	-16.9%	-22.8%

롯데쇼핑 (023530/KS | 중립(신규편입) | T.P 225,000 원(신규편입))

영업으로 회복을 기대하기는 쉽지 않음

롯데쇼핑은 정부의 유통업 규제가 본격적으로 강화된 2012 년 이후 지속적으로 영업이 익이 감소했다. 특히, 할인점과 SSM 의 실적이 크게 악화되고 있는데 영업시간 및 출점 규제가 효율을 크게 악화시키고 있기 때문에 판단된다. 유통업에 대한 규제가 지속되 는 동안 롯데쇼핑의 의미있는 실적 턴어라운드는 쉽지 않아 보인다.

목표주가 225,000 원, 투자의견 중립

롯데쇼핑에 대해 목표주가 225,000 과 투자의견 중립으로 커버리지를 시작한다. 목표주 가 225,000 원은 시가총액 7 조 1,000 억원 수준인데, 2017 년 예상 지배주주순이익 대 비 P/E 22.0x 수준이다. 2017 년부터 영업이익의 개선 가능성을 고려해 높은 Multiple 을 적용한 것이다. 그럼에도 불구하고 동사의 주가 상승 여력은 높지 않는데, 영업이익 이 감소하는 추세에서 벗어나더라도 백화점 수요의 성장성 둔화, 할인점과 SSM 의 출 점 규제 등으로 과거와 비교해 이익 성장은 제한된 수준에 그칠 전망이다. 여 기에 여전히 적자가 확대되고 있는 해외 사업들의 턴어라운드도 단기에 기대하기 어려 운 만큼, 주가 상승의 촉매가 되기는 어려워 보인다.

시너지를 기대했던 M&A, 소비부진과 유통업 규제로 비효율을 창출

현시점에서 롯데쇼핑은 국내 사업만으로도 턴어라운드가 쉽지 않아 보인다. 시너지를 기대하며 단행했던 M&A 가 소비부진과 유통업 규제로 오히려 비효율을 낳고 있는 것 으로 판단되기 때문이다. M&A 를 통해 기대했던 시너지는 무엇보다 규모의 경제 효과 였다. 그러나 규모의 경제 효과를 누리기 위해서는 충분한 매출 성장이 있어야 하는데, 2013 년부터 할인점과 SSM 에 대해 매출 성장과 직결되는 영업시간 규제가 시행되며 매출은 오히려 감소했다. 규모의 경제를 기대했던 것에서 반대의 결과가 나온 것이다. M&A 로 규모가 커진 조직에서 축소된 매출은 비효율을 낳았고 이로 인해 회사는 매 출확대에 성행해서 비용효율화 노력을 추진할 수 밖에 없어 보인다. 매출 성장 없이 비 용 효율화에 따른 실적 개선 폭은 제한된 수준에 그칠 가능성이 높다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	282,117	280,996	291,277	299,062	314,586	328,360
yoy	%	12.7	-0.4	3.7	2.7	5.2	4.4
영업이익	억원	14,853	11,884	8,537	7,169	8,604	9,993
yoy	%	1.2	-20.0	-28.2	-16.0	20.0	16.2
EBITDA	억원	23,062	20,878	18,399	17,015	18,570	20,069
세전이익	억원	13,184	10,780	-798	5,529	7,383	8,713
순이익(지배주주)	억원	7,884	5,267	-3,831	2,413	3,202	3,779
영업이익률%	%	5.3	4.2	2.9	2.4	2.7	3.0
EBITDA%	%	8.2	7.4	6.3	5.7	5.9	6.1
순이익률	%	3.1	2.2	-1.2	1.0	1.3	1.5
EPS	원	25,048	16,724	-12,164	7,664	10,169	12,001
PER	배	16.1	16.3	N/A	27.2	20.5	17.4
PBR	배	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	7.3	5.8	6.0	6.1	5.5	5.0
ROE	%	5.1	3.2	-2.3	1.5	1.9	2.3
순차입금	억원	32,984	25,826	28,964	28,507	26,418	23,747
부채비율	%	130.3	128.4	138.1	139.7	140.5	140.1

롯데쇼핑 목표주가 산정

	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	9,318	10,803	7,884	5,267	-3,831	2,413	3,202	3,779	4,158	4,565
Target P/E Multiple(X)							22.0	19.8	17.8	16.0
산출 적정 시가총액(억원)							70,452	74,829	74,101	73,208
주식 수(천주)							31,491	31,491	31,491	31,491
산출 적정주가(원)							223,721	237,620	235,310	232,473

목표주가(원)	225,000									
목표 시가총액(억원)	70,855									
각 연도말 시가총액(억원)	98,602	109,494	127,223	85,970	73,216	65,659				
목표 시가총액 대비 Implied P/E	7.6	6.6	9.0	13.5	-	29.4	22.1	18.7	17.0	15.5
각 연도말 P/E(x 2016 년은 8 월 26 일 기준)	10.6	10.1	16.1	16.3	-	25.5				

주: Sk 증권 리서치센터 추정

롯데쇼핑 분기 및 연간 이익 전망

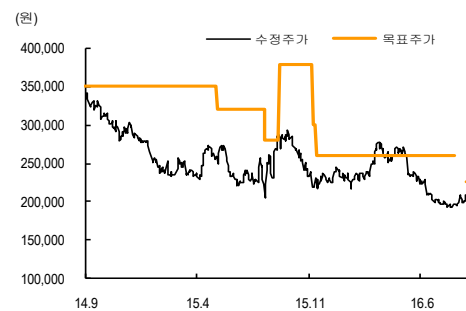
IFRS-연결(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년E	2017년E
총매출	71,777	74,513	77,187	78,079	74,610	75,041	80,001	80,790	78,240	78,368	85,026	84,918	301,556	310,443	326,552
백화점	20,950	20,550	19,290	25,860	21,660	21,260	20,392	27,351	22,877	22,465	21,316	28,596	86,650	90,663	95,254
국내	20,630	20,250	18,960	25,540	21,310	20,920	20,052	27,011	22,537	22,125	20,976	28,256	85,380	89,293	93,894
해외	320	300	330	320	350	340	340	340	340	340	340	340	1,270	1,370	1,360
할인점	21,540	20,810	22,370	20,340	21,810	20,700	22,969	21,127	23,063	21,587	23,577	21,928	85,060	86,605	90,155
국내	15,090	14,380	15,820	14,470	15,370	13,980	16,057	14,615	15,684	14,330	16,322	14,775	59,760	60,022	61,111
해외	6,450	6,430	6,550	5,870	6,440	6,720	6,912	6,512	7,379	7,258	7,255	7,153	25,300	26,583	29,044
하이마트	8,589	9,682	10,633	10,058	8,877	9,510	11,039	10,603	9,442	10,550	11,606	10,951	38,962	40,030	42,549
금융	4,100	4,730	4,760	4,310	4,350	4,490	4,549	4,726	4,496	4,602	4,662	4,848	17,900	18,115	18,608
슈퍼	5,810	6,130	6,260	5,440	5,770	5,770	5,929	5,181	5,523	5,548	5,724	5,020	23,640	22,650	21,814
홈쇼핑	2,250	2,130	2,040	2,450	2,060	2,250	1,020	1,225	1,545	1,913	1,785	2,144	8,870	6,555	7,386
편의점	7,030	8,680	9,420	8,030	8,310	9,420	11,689	8,986	9,520	10,062	13,942	9,841	33,160	38,405	43,366
기타	1,508	1,801	2,414	1,591	1,773	1,641	2,414	1,591	1,773	1,641	2,414	1,591	7,314	7,420	7,420
순매출	69,354	72,280	74,840	74,803	71,789	72,304	77,568	77,401	75,281	75,509	82,440	81,356	291,277	299,062	314,586
영업이익	2,672	2,022	1,957	1,889	2,081	1,710	1,522	1,856	2,163	1,808	2,151	2,482	8,540	7,169	8,604
영업이익률	3.7%	2.7%	2.5%	2.4%	2.8%	2.3%	1.9%	2.3%	2.8%	2.3%	2.5%	2.9%	2.8%	2.3%	2.6%
백화점	1,440	760	630	2,310	1,450	900	715	2,500	1,583	997	794	2,669	5,140	5,566	6,043
국내	1,690	1,010	900	2,590	1,700	1,110	972	2,766	1,820	1,196	1,038	2,922	6,190	6,548	6,976
해외	-250	-250	-270	-280	-250	-210	-257	-266	-238	-200	-244	-253	-1,050	-983	-933
할인점	150	-400	60	-270	60	-630	-79	-238	189	-412	66	-127	-460	-887	-284
국내	380	-70	410	150	300	-300	256	195	353	-164	309	242	870	451	740
해외	-230	-330	-350	-420	-240	-330	-335	-433	-164	-248	-243	-369	-1,330	-1,338	-1,023
하이마트	354	422	562	265	280	410	442	280	304	326	470	292	1,602	1,412	1,393
금융	430	790	210	270	330	620	255	219	255	530	451	306	1,700	1,424	1,542
슈퍼	20	70	20	-60	10	-10	-11	-62	-1	-4	-5	-55	50	-73	-66
홈쇼핑	250	230	150	100	100	290	-129	-134	-2	248	42	88	730	127	376
편의점	90	230	160	-20	20	180	163	-4	4	172	167	15	460	359	358
기타	-62	-80	165	-706	-168	-50	165	-706	-168	-50	165	-706	-681	-758	-758
세전이익	1,919	1,744	851	-5,311	1,302	1,494	1,174	1,559	1,843	1,551	1,803	2,186	-798	5,529	7,383
세전이익률	2.7%	2.3%	1.1%	-6.8%	1.7%	2.0%	1.5%	1.9%	2.4%	2.0%	2.1%	2.6%	-0.3%	1.8%	2.3%
당기순이익	1,154	957	257	-5,823	660	823	647	859	1,015	854	993	1,204	-3,455	2,989	4,068
지배주주순이익	1,062	646	18	-5,556	580	648	509	676	799	673	782	948	-3,831	2,413	3,202

자료: 롯데쇼핑, SK 증권 리서치센터 추정

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.08.30	중립	225,000원
2016.08.05	담당자 변경	
2016.05.09	중립	260,000원
2016.02.05	매수	260,000원
2015.11.16	매수	260,000원
2015.11.09	매수	300,000원
2015.09.07	매수	380,000원
2015.08.10	매수	280,000원
2015.05.11	매수	320,000원
2015.04.14	매수	350,000원
2014.11.09	매수	350,000원



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 기관투자가 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 8월 30일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	149,756	159,973	163,697	169,879	176,011
현금및현금성자산	19,281	17,513	21,193	22,879	28,100
매출채권및기타채권	9,130	9,189	9,508	9,993	10,366
재고자산	31,611	32,660	33,794	35,521	36,844
비유동자산	250,967	246,961	249,293	252,339	255,152
장기금융자산	7,105	7,280	7,303	7,668	8,051
유형자산	159,010	157,591	157,883	159,347	160,647
무형자산	41,561	35,784	35,383	35,053	34,778
자산총계	400,723	406,934	412,990	422,218	431,163
유동부채	125,339	119,187	122,292	126,694	130,079
단기금융부채	45,910	42,797	43,250	43,613	43,903
매입채무 및 기타채무	56,231	54,659	56,557	59,447	61,661
단기충당부채	549	604	625	656	681
비유동부채	99,945	116,869	118,411	119,961	121,512
장기금융부채	82,613	98,949	100,125	101,359	102,619
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	691	757	783	823	854
부채총계	225,284	236,055	240,704	246,655	251,591
지배주주지분	167,258	162,475	163,656	166,248	169,417
자본금	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
자본잉여금	39,108	39,108	39,108	39,108	39,108
기타자본구성요소	-785	-790	-791	-791	-791
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	123,601	118,937	120,619	123,230	126,418
비지배주주지분	8,181	8,404	8,631	9,315	10,155
자본총계	175,439	170,878	172,286	175,563	179,572
부채와자본총계	400,723	406,934	412,990	422,218	431,163

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	14,067	8,255	11,028	15,292	16,088
당기순이익(손실)	6,157	-3,455	2,989	4,068	4,800
비현금성항목등	13,182	20,456	13,679	14,502	15,268
유형자산감가상각비	7,647	8,401	8,350	8,536	8,700
무형자산감각비	1,347	1,461	1,495	1,430	1,376
기타	-1,623	5,311	-132	-214	-149
운전자본감소(증가)	90	-5,284	-2,813	398	332
매출채권및기타채권의 감소(증가)	547	225	117	-486	-372
재고자산감소(증가)	-1,560	-864	-1,042	-1,727	-1,323
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,280	-491	4,477	2,890	2,214
기타	-1,177	-4,154	-6,366	-280	-187
법인세납부	-5,363	-3,462	-2,827	-3,675	-4,312
투자활동현금흐름	-2,795	-15,486	-5,443	-12,004	-9,182
금융자산감소(증가)	-3,433	-11,499	893	-2,365	617
유형자산감소(증가)	-5,659	-9,540	-9,535	-10,000	-10,000
무형자산감소(증가)	-791	-994	-1,101	-1,101	-1,101
기타	7,087	6,547	4,300	1,461	1,302
재무활동현금흐름	-5,098	5,372	-1,905	-1,602	-1,685
단기금융부채증가(감소)	2,933	2,544	-179	363	290
장기금융부채증가(감소)	-3,561	7,753	2,600	1,235	1,259
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-590	-739	-591	-591	-591
기타	-3,880	-4,185	-3,551	-2,608	-2,643
현금의 증가(감소)	6,187	-1,769	3,680	1,686	5,221
기초현금	13,095	19,281	17,513	21,193	22,879
기말현금	19,281	17,513	21,193	22,879	28,100
FCF	11,469	31,808	3,254	3,888	4,697

자료 : 롯데쇼핑, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	280,996	291,277	299,062	314,586	328,360
매출원가	193,367	202,171	207,789	216,955	224,748
매출총이익	87,629	89,105	91,273	97,631	103,612
매출총이익률 (%)	31.2	30.6	30.5	31.0	31.6
판매비와관리비	75,745	80,568	84,104	89,028	93,619
영업이익	11,884	8,537	7,169	8,604	9,993
영업이익률 (%)	4.2	2.9	2.4	2.7	3.0
비영업손익	-1,104	-9,335	-1,640	-1,221	-1,280
순금융비용	1,545	1,615	1,616	1,621	1,619
외환관련손익	-157	-1,356	-288	-288	-288
관계기업투자등 관련손익	558	195	413	400	400
세전계속사업이익	10,780	-798	5,529	7,383	8,713
세전계속사업이익률 (%)	3.8	-0.3	1.9	2.4	2.7
계속사업법인세	4,623	2,657	2,540	3,315	3,912
계속사업이익	6,157	-3,455	2,989	4,068	4,800
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	6,157	-3,455	2,989	4,068	4,800
순이익률 (%)	2.2	-1.2	1.0	1.3	1.5
지배주주	5,267	-3,831	2,413	3,202	3,779
지배주주귀속 순이익률(%)	1.87	-1.32	0.81	1.02	1.15
비지배주주	891	376	576	865	1,021
총포괄이익	6,943	-3,876	2,231	3,868	4,600
지배주주	5,656	-4,059	1,836	3,183	3,760
비지배주주	1,287	184	395	684	840
EBITDA	20,878	18,399	17,015	18,570	20,069

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-0.4	3.7	2.7	5.2	4.4
영업이익	-20.0	-28.2	-16.0	20.0	16.2
세전계속사업이익	-18.2	적전	흑전	33.5	18.0
EBITDA	-9.5	-11.9	-7.5	9.1	8.1
EPS(계속사업)	-33.2	적전	흑전	32.7	18.0
수익성 (%)					
ROE	3.2	-2.3	1.5	1.9	2.3
ROA	1.6	-0.9	0.7	1.0	1.1
EBITDA마진	7.4	6.3	5.7	5.9	6.1
안정성 (%)					
유동비율	119.5	134.2	133.9	134.1	135.3
부채비율	128.4	138.1	139.7	140.5	140.1
순차입금/자기자본	14.7	17.0	16.6	15.1	13.2
EBITDA/이자비용(배)	8.4	7.2	6.6	7.1	7.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,724	-12,164	7,664	10,169	12,001
BPS	531,131	515,941	519,692	527,923	537,987
CFPS	45,284	19,152	38,929	41,817	43,996
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.5	N/A	36.2	27.3	23.1
PER(최저)	16.3	N/A	25.2	19.0	16.1
PBR(최고)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	6.0	12.1	5.4	5.0	4.7
EV/EBITDA(최고)	7.8	7.1	7.4	6.7	6.1
EV/EBITDA(최저)	5.8	5.6	5.8	5.2	4.8

memo
