

2017. 5. 10



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02. 6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

BGF리테일(027410)	Buy	138,000원
----------------	-----	----------

편의점 유통

사회 구조적 변화와 함께 하는 수익모델

- ✓ 2017년 편의점 시장은 전년대비 14.6% 증가하여 22조원에 이를 전망
- ✓ 1) 가파른 1인 가구 비중 확대와 2) 베이비붐 세대의 은퇴 후 창업 수요 크게 증가
- ✓ 전자담배 (iQOS 등) 출시 시 단기적인 매출 증가 예상, 이익 기여도는 미미할 전망
- ✓ 편의점 유통의 금융 서비스 확대, 금융 수익보다는 고객방문 빈도 증가에 주목
- ✓ 점포 확장기 고정비성 비용 부담이 적은 BGF리테일의 실적 모멘텀 두드러질 전망

가파른 점포 수 증가, 우려할 수준은 아니다

2017년 편의점 시장은 전년대비 14.6% 증가하여 22조원에 이를 전망이다. 편의점 점포가 급증하고 있는 이유는 1) 가파른 1인 가구 비중 확대와 2) 베이비붐 세대의 은퇴 후 창업 수요가 크게 증가하고 있기 때문이다. 점포 수 급증으로 신규 점포들의 효율성이 정상적인 수준에 도달하기 전까지 일시적으로 점당 매출액 증가율이 둔화될 수 있겠지만 점포당 수익성이 안정적으로 유지되고 있어 구조적인 편의점 채널의 성장세가 지속되고 있다는 판단이다.

상품 믹스의 변화, 구조적 성장 유효한 가운데 단기적으로 전자담배 부각

최근 담배 경고그림 영향으로 편의점 동일 점포 내 담배 매출이 소폭 감소하고 있는 가운데 전자담배 출시는 단기적인 매출 증가에 긍정적인 전망이다. 일본의 경우 필립모리스의 iQOS 출시 이후 점유율이 1Q16 0.8%에서 4Q16 4.9%까지 가파르게 상승했다. 다만 담배의 매출총이익률 10%에 불과하고 본사와 점주의 수익배분을 감안하면 실제로는 3%로 크게 낮아 절대적인 이익 기여는 미미할 전망이다.

일본 편의점 현황 비교, 금융 서비스 확대

지난 4월 인터넷 전문은행 K Bank가 출범하였으며 GS리테일은 10%의 지분 출자로 컨소시엄에 참여했다. K Bank는 GS리테일의 편의점 인프라에 설치된 ATM을 통해 다양한 은행 업무를 수행할 수 있다. 편의점에게 있어서 금융 부문에서의 실질적인 수익보다는 고객들의 편의점 방문 빈도 증가에 따른 점당 매출액 상승에 집중할 것으로 판단한다.

편의점 유통 Overweight 유지

창업 수요에 따른 점포수 급증과 iQOS 등 전자담배 출시로 2017년에는 편의점 채널의 양적인 성장이 두드러질 전망이다. 점포 확장기에 고정비성 비용 부담이 적은 순수가맹 중심의 신규 출점으로 BGF리테일의 실적 모멘텀이 두드러질 전망이다. 점포당 효율성이 향상되면서 점당 매출액이 보다 상승하는 시기에는 영업 레버리지 효과가 예상되는 GS리테일을 주목한다.

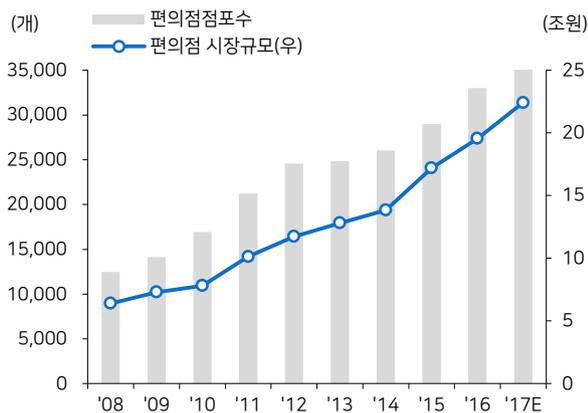
이슈1. 가파른 점포 수 증가, 우려할 수준은 아니다

2017년 편의점 점포수 가파른 증가, 2011년과는 다르다

2017년 편의점 시장은 전년대비 14.6% 증가하여 22조원에 이를 전망이다. 편의점 시장은 2012년 가맹사업법 시행 이후 2013년부터 점포 효율성 개선에 집중하는 동시에 2015년 담뱃값 인상으로 점당 매출액 증가에 따른 성장이 두드러졌다. 2016년부터는 도시락 등 편의점 상품력 강화와 함께 점포 수 증가에 따른 성장세가 강화되고 있다.

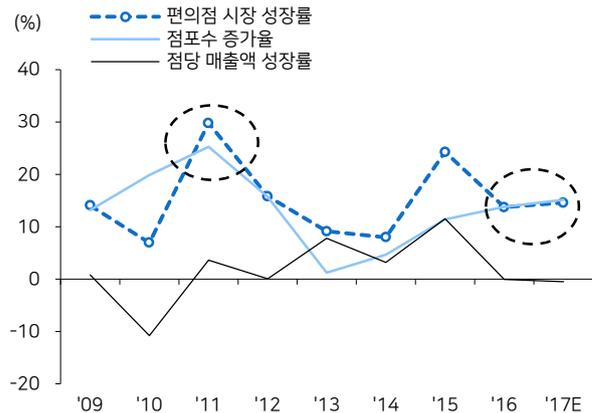
최근 들어서 과거 점포 확장 과열경쟁 시기와 비슷한 규모의 절대 수준이 나타나고 있지만 질적인 측면에서는 크게 다르다는 판단이다. 당시 점포 수 증가율은 2011년 25.3%에 육박했고 40% 이상이 경쟁사로부터 뺏고 뺏는 치열한 양상이었다. 2016년부터 다시 점포 수 확장이 강화되고 있는데 증가율은 2017년 15.2%가 예상되며 이 중 80%가 Mom&Pop (개인소매점)과 베이비붐 세대의 은퇴 후 창업에 따른 신규 상권 점포들이다.

그림1 국내 편의점 점포수 및 시장규모 추이



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 편의점 시장, 점포수, 점당 매출액 증가율 추이



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 연도별 편의점 시장규모 추이 및 전망



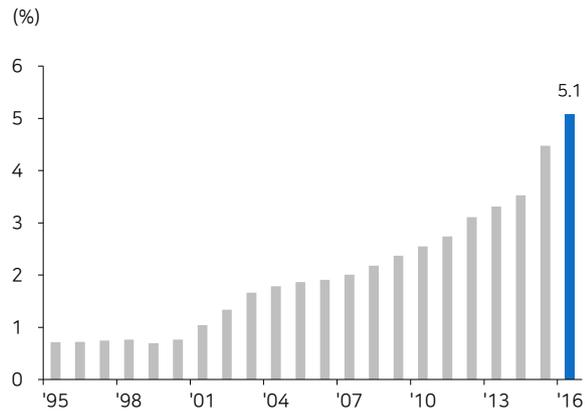
자료: 2016유통업체연감, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연도별 편의점 점포수 추이 및 전망



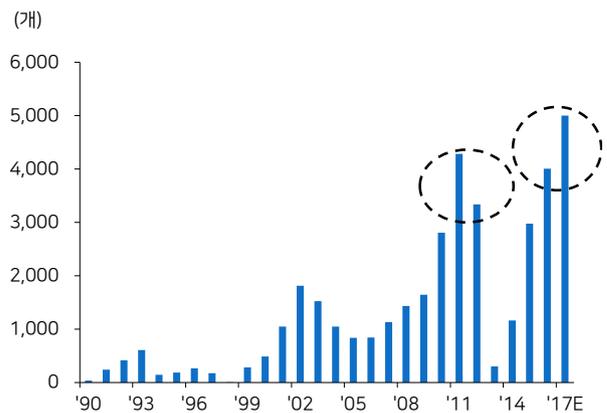
자료: 2016유통업체연감, 메리츠증권 리서치센터

그림5 전체 소매유통 시장 내 편의점 비중 추이



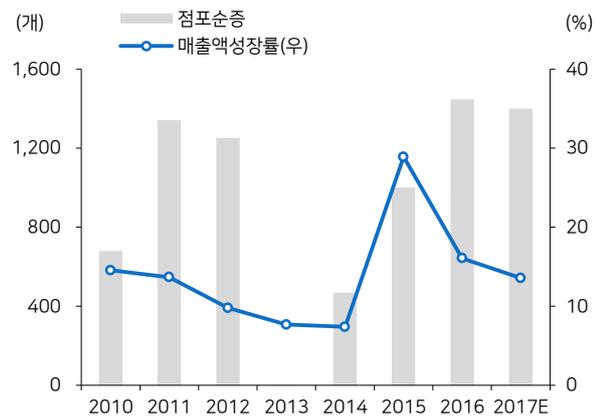
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연도별 편의점 점포수 순증 추이



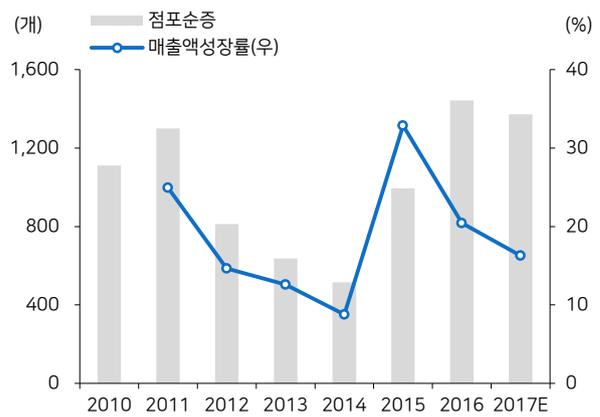
자료: 2016유통업체연감, 메리츠증권 리서치센터

그림7 CU 연도별 점포 순증 vs. 매출액 성장률 추이



자료: BGF리테일, 메리츠증권 리서치센터

그림8 GS25 연도별 점포 순증 vs. 매출액 성장률 추이

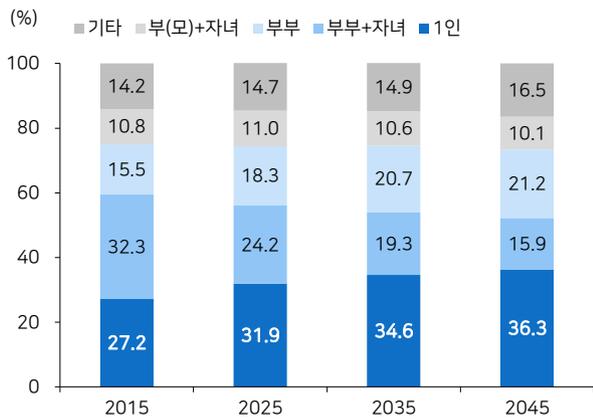


자료: GS리테일, 메리츠증권 리서치센터

편의점 유통, 사회 구조적 변화에 함께 한다

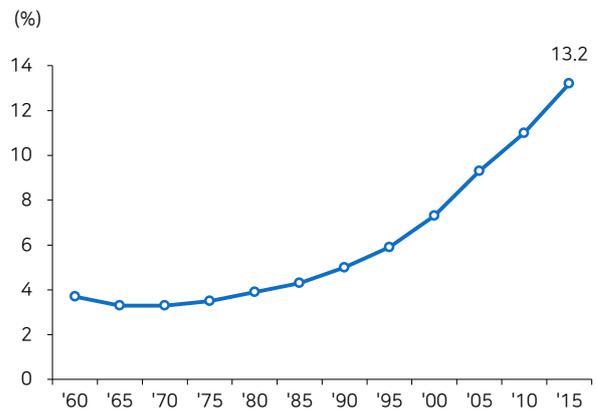
편의점 점포가 급증하고 있는 이유는 1) 가파른 1인 가구 비중 확대와 2) 베이비 붐 세대의 은퇴 후 창업 수요가 크게 증가하고 있기 때문이다. 점포 수 급증으로 신규 점포들의 효율성이 정상적인 수준에 도달하기 전까지 일시적으로 점당 매출액 증가율이 둔화될 수 있겠지만 상품력 강화에 따른 담배를 제외한 기존점성장률과 점포당 수익성 (편의점 영업이익률 상승세)이 안정적으로 유지되고 있어 구조적인 편의점 채널의 성장세가 지속될 전망이다.

그림9 주요 가구 유형별 구성비 (2015-2045)



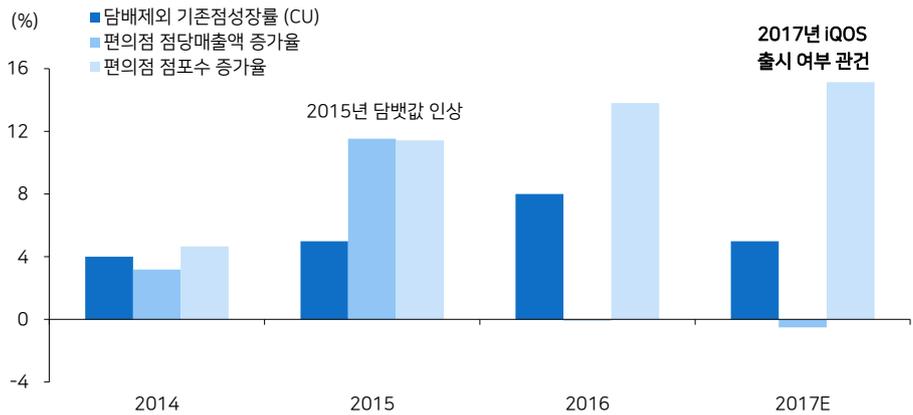
자료: SBS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 65세 이상 연령대 인구 구성비



자료: SBS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 담배제외 기존점성장률 vs. 점당 매출액 증가율 vs. 점포수 증가율



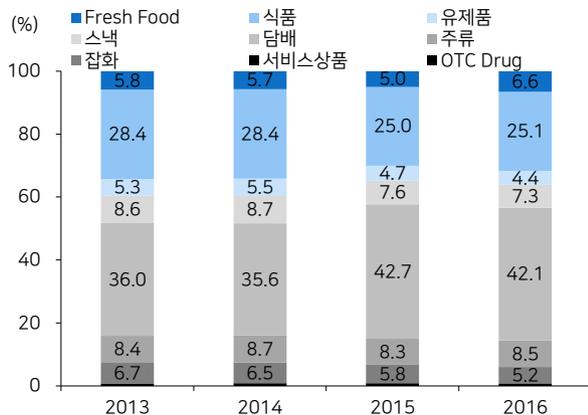
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

이슈2. IQOS (전자담배) 출시로 담배의 재부각

전자담배 (iQOS 등) 출시 시 단기적인 매출 증가 예상

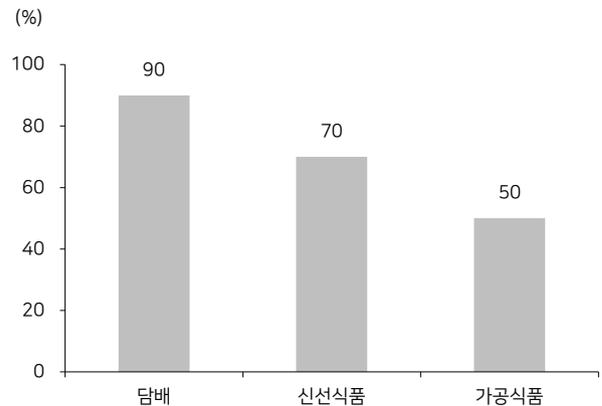
국내 전자담배 수입 규모가 꾸준히 증가하고 있으며 2017년 필립모리스의 iQOS 등 담배 제조사들의 전자담배 출시가 예정되어 있다. 최근 담배 경고그림 영향으로 편의점 동일 점포 내 담배 매출이 소폭 감소하고 있는 가운데 전자담배 출시는 단기적인 매출 증가에 긍정적인 것으로 판단한다. 일본의 경우 2015년 필립모리스 iQOS 출시 이후 점유율이 2016년 1분기 0.8%에서 4분기 4.9%까지 가파르게 상승했다. 다만 담배의 매출총이익률 10%에 불과하고 본사와 점주의 수익배분을 감안하면 실제 매출총이익률은 3% 수준으로 크게 낮아 절대적인 이익 기여는 미미할 전망이다. 일본과 비교해 볼 때 편의점 내 담배 비중이 일본은 20%, 한국은 40%로 크게 높다. 중장기적인 관점에서 상대적으로 수익성이 낮은 담배의 비중은 줄어들 전망이다.

그림12 편의점 상품군별 비중 추이



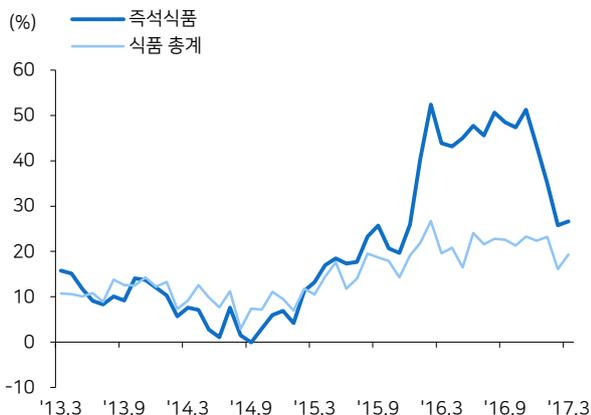
자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 편의점 상품군별 원가율



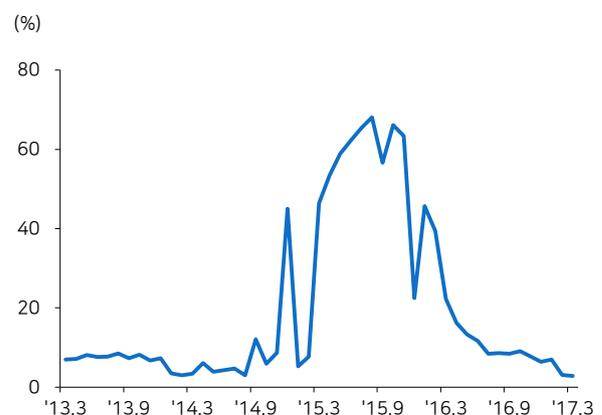
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 편의점 식품 및 즉석식품 월별 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 편의점 담배 월별 성장률 추이



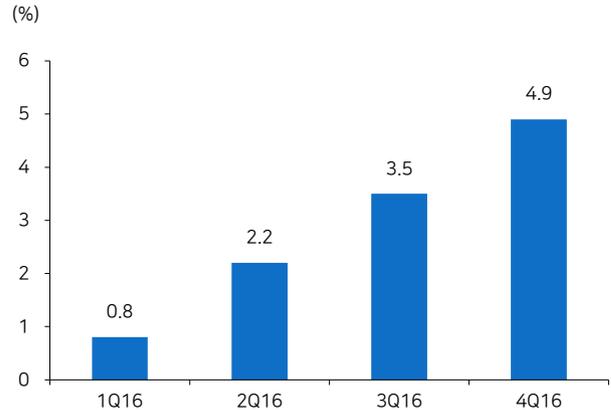
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 국가별 iQOS HEETS stick 가격 비교

국가	단위	Heatstick	일반 말보로	비율
일본	엔	460.0	449.0	102%
영국	파운드	8.0	8.7	92%
이탈리아	유로	5.0	5.2	96%
독일	유로	6.0	6.0	100%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 일본 Philip Morris iQOS 분기별 점유율



자료: Philip Morris, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 전자담배 국내 출시 예정

날짜	신문사	제목	내용
2017.4.24	포커스뉴스	'궐련형 전자담배' 출시 임박... 과세 체계는 '미흡'	<ul style="list-style-type: none"> * 필립모리스 코리아, 연내 궐련형 전자담배 '아이코스' 전용 매장 국내에 열 계획 * KT&G, 최근 궐련형 전자담배 스틱을 제조하는 설비를 독일회사에 발주 의뢰 * KT&G, 2016년 5월 전자담배 시장 진출을 위해 전담부서(TF)를 꾸림
2017.4.16	서울경제	'전자담배의 아이폰' CU서만 살 수 있다?	<ul style="list-style-type: none"> * 한국필립모리스와 편의점 CU가 아이코스 단독 판매를 협의 중 * 출시 시기는 상반기로 예상
2017.4.12	머니투데이	이름부터 모호한 '궐련형 전자담배' ... 과세 기준도 '모호'	<ul style="list-style-type: none"> * 일반담배 한 갑 당 부과되는 세금은 모두 3,318원, * 전자담배에는 일부(담배소비세, 지방교육세) 세금만 매겨지기 때문에 과세 금액이 일반담배의 절반에 불과
2017.3.15	뉴스웨이	BAT, 전자담배 '글로(GLO)' 연내 한국 출시	<ul style="list-style-type: none"> * BAT코리아, 궐련형 전자담배 '글로(GLO)' 하반기 한국에 출시할 예정 * 스틱을 1개비씩 충전해야 하는 아이코스의 단점을 보완해 편리성을 높인 제품
2017.2.23	해럴드경제	몰려오는 글로벌 전자담배... 불붙는 세금 논쟁	<ul style="list-style-type: none"> * 일본의 경우 1갑당 세금은 궐련의 경우 2,693.6원 * iQOS는 807.6원으로 궐련대비 30%수준에 불과 * 국내에서는 전자담배로 분류 vs. 궐련과 같은 기준을 적용하자는 의견이 갈림 * 현행법상 연초 고품질을 사용한 전자담배로 분류될 경우 궐련(1,007원) 정발수준의 담배소비세(528원)가 부과될 것
2017.2.6	서울경제	필립모리스 '아이코스' 국내 출시 추진... 전자담배시장 지각변동 예고	<ul style="list-style-type: none"> * 영국 담배업체 BAT, 미국 레이놀즈 인수하며 전자담배를 차세대 성장동력으로 삼음 * 국내 전자담배 수입 규모는 2015년 1,889만달러로 매년 두자릿수 이상 성장세

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 편의점 사례, M&A와 점유율 확대가 주가 상승의 Key point

일본의 경우 편의점 중 필립모리스의 iQOS를 단독 판매했던 Seven & I Holdings (Seven Eleven)의 주가에 미치는 영향은 미미했다. 그 이유로는 1) Seven & I Holdings는 편의점 비중 (매출 46%, 영업이익 80%)이 가장 높기는 하지만 슈퍼마켓, 백화점 등이 복합적으로 구성된 종합 유통업체이고 2) 한국 대비 일본 편의점 내 담배 비중 (한국 40%, 일본 20%)이 크게 낮으며 3) 편의점 외 필립모리스의 iQOS 전용매장을 통한 판매가 많았기 때문으로 추정한다.

최근 일년 간 일본 편의점 업체들의 주가 흐름은 M&A를 통한 신규 사업 확대와 일본 내 시장 점유율 상승이 Key Factor로 작용했다. 일본 편의점 시장은 Seven Eleven이라는 절대적인 1강 (점유율 41%)과 Lawson (점유율 20.5%), Family Mart (점유율 19%)의 2중 구도로 형성되어 있다. 이러한 가운데 Family Mart가 4위 업체인 Circle K Sunkus (점유율 9.6%)를 인수하면서 점유율 확대로 주가가 상승했고 최근 Seven & I Holdings는 미국 편의점 인수로 주가가 반등하고 있다. 참고로 한국 편의점 시장의 경우 2014년 이전까지 CU, GS25, Seven Eleven의 3강 구도에서 2015년부터 CU와 GS25의 2강 구도로 변화하고 있다.

그림17 Seven&I Holdings 주가추이 및 최근 주요 이슈



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 Lawson 주가추이 및 최근 주요 이슈



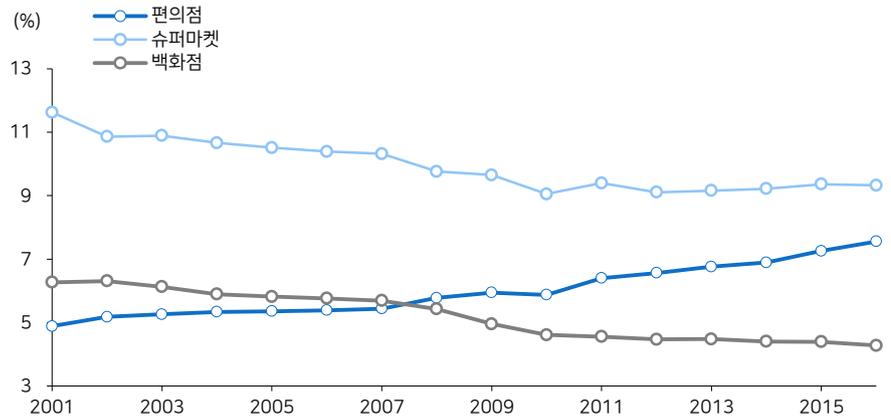
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 Family Mart 주가추이 및 최근 주요 이슈



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 일본 소매시장 내 채널별 비중 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 소매채널별 성장률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 한국 메이저 편의점과 일본 메이저 편의점 비교

구분	한국 메이저편의점	일본 메이저편의점
편의점 연혁	1989년 (주)코리아 세븐 설립	1973년 세븐일레븐 도입
편의점 수	약 2만 2,500개	약 4만 8,200개
대표 브랜드	CU, GS 25시, 세븐일레븐, 미니스톱	세븐일레븐, 로손, 웨미리마트, 미니스톱, 서클케이산크스
점포 매출	2010년 기준 하루 평균매출 155만 8천원	2011년 기준 하루 평균매출 45~60만엔
매출분포	상대적으로 심야시간대 매출이 높음	상대적으로 주간시간대 매출이 높음
매장 면적	일반적으로 15평 전후	일반적으로 30평 전후
상품 아이템	전반적으로 아이템이 골고루 있으나 패스트푸드 등 즉석조리음식은 빈약한 편임	전반적으로 상품아이템도 풍부하지만 패스트푸드 등 즉석조리음식이 매우 다양함
상품가격	전반적으로 권장소비자가로 판매하나 행사 상품 등을 활용하여 탄력적으로 운용함	전반적으로 슈퍼보다 비쌘
PB상품 비중	약 20%내	약 30% 이상, 고급 PB상품 강화
패스트푸드 및 즉석 조리식품 매출 비중	미미함	약 20~40%
매장 특징	매장여건이 허락하는 한 시식공간을 적극 활용함	매장내 시식공간 없음
대중성	접근성은 좋지만 시장규모에 비해 슈퍼의 비중도 높기 때문에 주 소비연령대가 좁은 편	접근성도 좋고 상대적으로 슈퍼가 많지 않기 때문에 소비연령대가 넓은 편
브랜드별 특징	4대 메이저 편의점의 브랜드별 특징이 크지 않음	브랜드별 특징이 강함
쇼핑유형	접근형이나 실속형 단품 쇼핑이 주류	마트형 쇼핑이 주류를 이루고 있으며 인터넷 판매도 확대하고 있음
소비자의 가격저항	높은 편	낮은 편
소비자 트렌드	저렴하고 맛있는 제품 선호	가격이 비싸더라도 질 좋고 맛있는 제품 선호
소비자 트렌드 반영	소득수준에 비해 소비자의 수준이 높아 변화에 민감하여 빠르게 대응	과감한 투자로 소비자의 욕구를 충족시킴
행사	한국프랜차이즈 창업박람회, 회사별 개별행사	슈퍼마켓 트레이드 쇼, 동경 점포개발 전시회, 동경 식품 박람회 등
중점 운영	한국시장과 매장여건에 맞게 한국형 단품 관리를 통해 상품회전율을 높이고 고객의 편의성을 강조	특화 상품과 콘셉트를 통한 경쟁력 확보
해외진출	한국형 편의점 강화	자체브랜드로 아시아 등 신흥시장에 적극적으로 진출

자료: 편의점 성공전략, 메리츠증권증권 리서치센터

이슈3. 편의점 유통의 금융 서비스 확대

일본 Seven Bank 및 한국 K Bank, ATM 를 통한 편의점의 금융 서비스 확대

2017년 4월 3일 국내 최초 인터넷 전문은행 K Bank가 출범하였으며 GS리테일은 10%의 지분 출자로 컨소시엄에 참여했다. K Bank는 GS리테일의 편의점 인프라를 기반으로 GS25에 설치된 ATM을 통해 다양한 은행 업무를 수행할 수 있다. 다만 현행 은행법상 비금융주력사의 은행 지분 보유 한도는 4%에 불과한데 원활한 은행 서비스 제공을 위해서는 현재 추가적인 유상증자가 필요한 상황이어서 향후 제도 변화 여부가 관건이다. 편의점에게 있어서 인터넷 전문은행을 통한 금융 서비스 확대는 아직 금융 부문에서의 실질적인 수익보다는 고객들의 편의점 방문 빈도 증가에 따른 점당 매출액 상승에 집중할 것으로 판단한다.

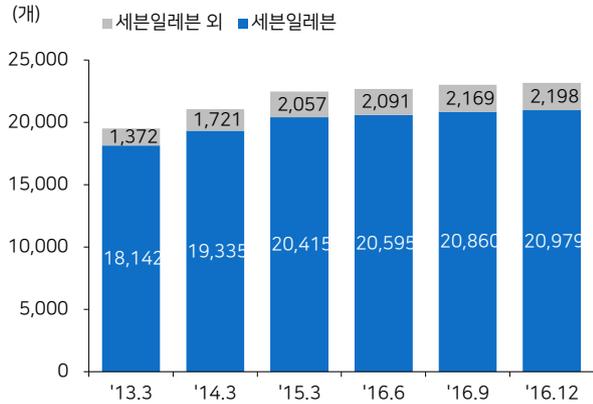
일본의 경우 2000년대 초반부터 인터넷 전문은행을 포함한 새로운 형태의 은행 설립이 허용되며 유통업체들의 금융 서비스 확대가 진행되었다. 대표적인 일본 대형 유통업체인 AEON 그룹과 Seven & I Holdings는 각각 Card와 ATM을 적극적으로 활용하여 금융 수익을 창출하고 있다. 일본 유통업체들은 소매 판매 채널을 통해 고객 트래픽을 유도하여 꾸준히 계좌 수를 확대하고 있으며, 최근에는 자신들의 유통 판매망을 벗어나 신규 채널 확장과 해외 진출도 가시화하고 있는 점에 주목할 만하다.

표4 일본 유통회사들의 인터넷전문은행 현황

		Seven Bank	AEON Bank
업무범위		ATM 대여 서비스, 예금, 대출, 이체, 송금	예금, 대출, 신용카드, 펀드판매, 방카, 전자화폐
비즈니스 모델		- 세븐일레븐 등 유통매장에 ATM을 설치하여 금융기관에 ATM 사용료 수취 - ATM수수료 무료 혜택을 활용하여 저금리 예금을 유치하여 출금자금으로 활용	- 전자화폐(WAON) 및 포인트 도입으로 유통고객을 은행고객으로 확대될 수 있게 함
운영 조달 구조	운영 ('10→'14)	- 현금 및 예금 70.2% → 78.6% - 유가증권 17.4% → 9.4% - 대출 0.1% → 1.4% - ATM관련 일시지급금 12%→11%	- 현금 및 예금 20.4% → 17.1% - 유가증권 49.6% → 10.5% - 대출금 30.0% → 48.5% - 카드매출채권 0.0% → 23.9%
	조달 ('10→'14)	- 예금 70.8% → 75.4% - 차입금 4.2% → 2.4% - 은행채 19.1% → 16.5% - ATM관련 입금분 5.9% → 5.7%	- 예금 98% → 95% - 차입금 2% → 5%
수익구조 ('10→'14)		- 이자이익 -2.5% → -1.1% - 수수료이익 102.5% → 101.1% - 수수료이익 96%가 ATM관련 수수료	- 이자이익 65.8% → 103.6% - 수수료이익 16.1% → -26.2% - 기타이익 18.1% → 22.6% - 카드관련 이익은 "이자수익"으로, 카드관련 비용은 "수수료 비용"으로 인식
채널		- 지점 5개 - ATM 21,000개	- 지점 129개 - ATM 5,600개

자료: 하나금융연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 Seven Bank ATM 수 추이



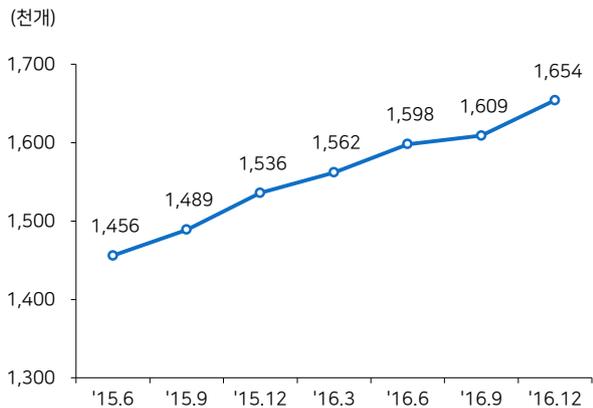
자료: Seven Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 Seven Bank ATM의 역할



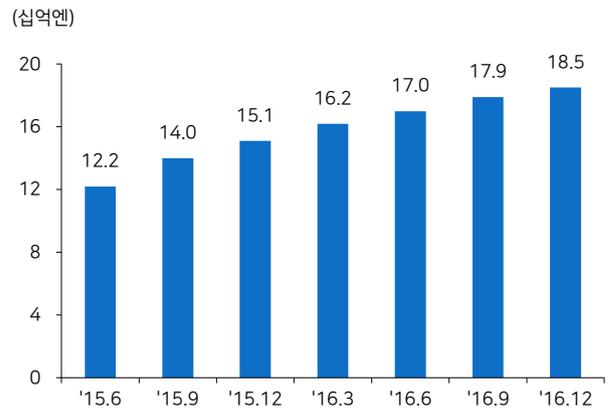
자료: KB금융연구소, Seven Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 Seven Bank 계좌수 추이



자료: Seven Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 Seven Bank Personal Loan 추이



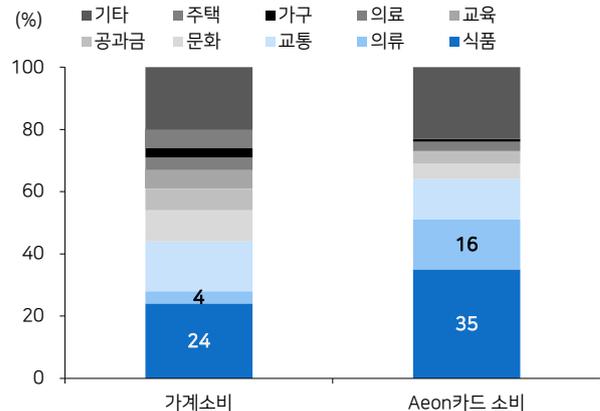
자료: Seven Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 Aeon Financial Service 카드 이용자 수 및 이용률



자료: Aeon Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 가계소비와 Aeon 카드 소비 비교



자료: Aeon Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 GS리테일 인터넷 전문은행 무인단말기



자료: GS리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 국내 인터넷전문은행 관련 법안 주요 내용

대표발의자	은행법 개정안		인터넷전문은행 특례법		
	강석진 의원	김용태 의원	정재호 의원	김관영 의원	유의동 의원
은산분리규제	4% → 50% 완화	4% → 50% 완화	4% → 34% 완화	4% → 34% 완화	4% → 50% 완화
주요내용	- 상호출자제한 기업집단 제외	- 대주주 신용공여 금지	- 2019년까지 특례법 한시 적용 - 대주주 신용공여 금지"	- 5년단위로 인가조건 심사 - 대주주 신용공여 금지	- 대주주 신용공여 한도 자기자본의 10% 이내

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

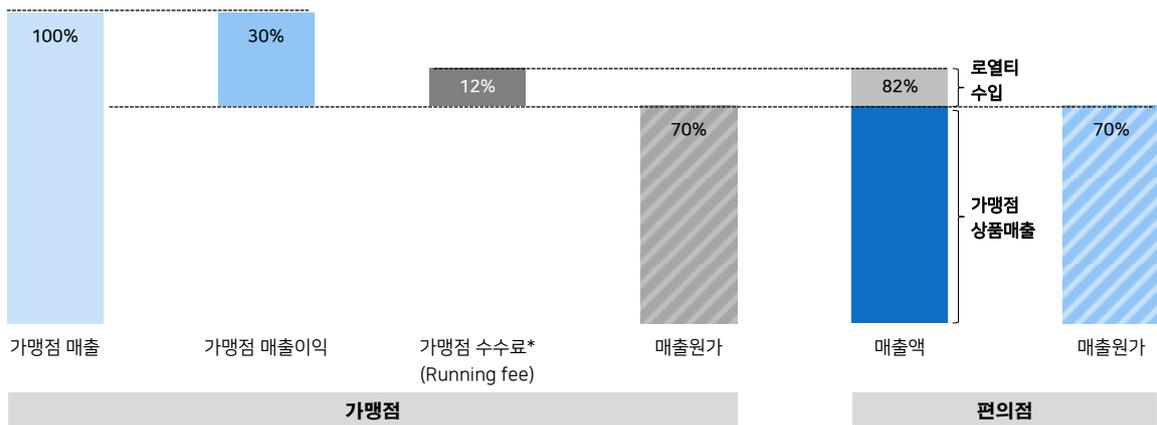
편의점, 사회 구조적 변화와 함께 하는 수익모델

편의점 유통, 투자의견 Overweight 유지

편의점은 신규 출점과 폐점이 유동적인 산업의 특성상 영업이익 대비 감가상각비 비중이 높은 편 (감가상각 내용연수가 유통업종 내 상대적으로 짧음)이다. 따라서 편의점의 실질적인 현금 창출력은 보여지는 영업이익보다 훨씬 크다. 최근 편의점의 점포수 증가율이 강화되면서 Capex 또한 증가하고 있다. 그럼에도 1인 가구 소비 증가와 자체적인 상품력 강화로 매출액 증가가 투자 대비 높은 수준을 지속하면서 판관비 효율화가 두드러진다. 이는 높은 영업이익 성장으로 이어져 편의점은 현금흐름 관점에서나 수익 관점에서나 투자 매력도가 높다.

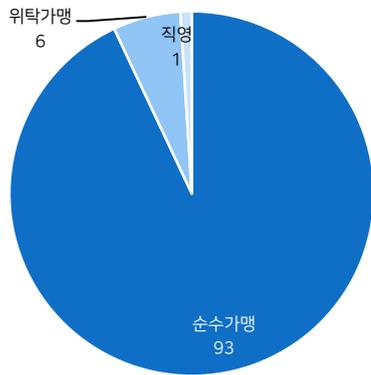
단기적으로는 최근 점포 확장기에 고정비성 비용 부담이 적은 순수가맹 중심의 신규 출점으로 BGF리테일의 실적 모멘텀이 두드러질 전망이다. 중장기적으로 점포당 효율성이 향상되면서 점당 매출액이 보다 상승하는 시기에는 영업 레버리지 효과가 예상되는 GS리테일을 주목한다.

그림29 편의점 수익구조 - 가맹점의 매출액 인식방식



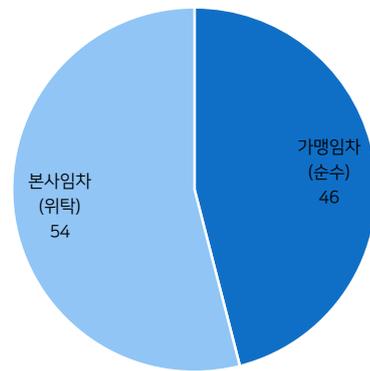
주: 가맹점 수수료는 매출이익의 40% 가정
 자료: GS리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 BGF리테일 순수가맹 vs. 위탁가맹 vs. 직영점 비중 비교



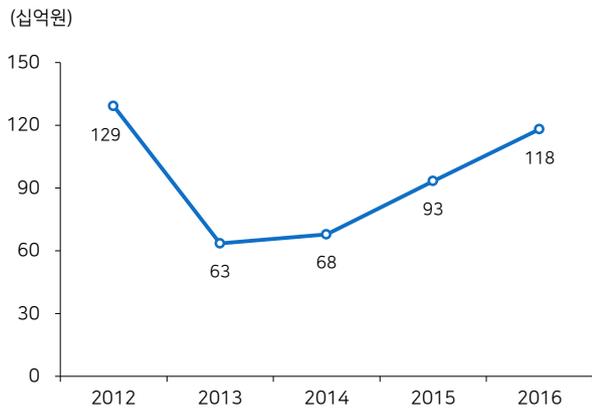
자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 GS리테일 순수가맹 vs. 위탁가맹 vs. 직영점 비중 비교



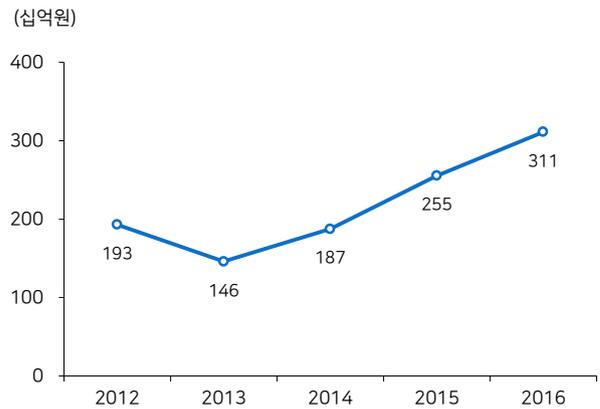
자료: GS리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 BGF리테일 Capex 추이



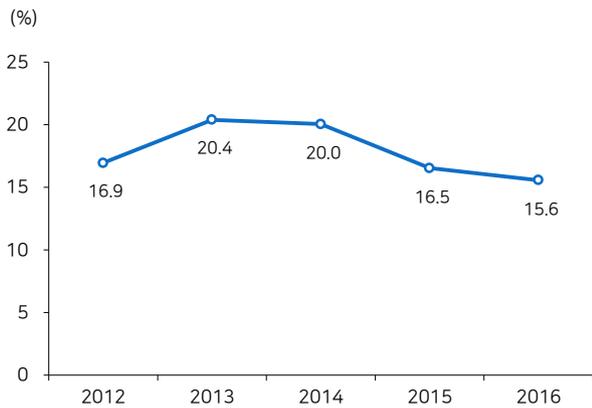
자료: Quantwise 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 GS리테일 Capex 추이



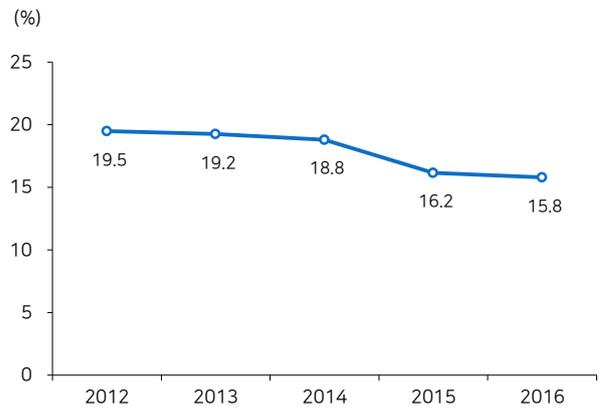
자료: Quantwise 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 BGF리테일 판관비율 추이



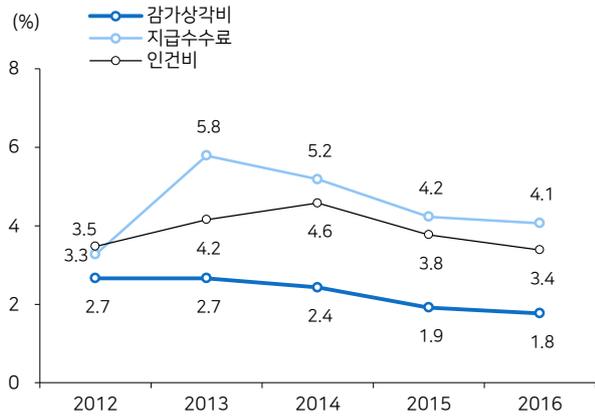
자료: Quantwise 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 GS리테일 판관비율 추이



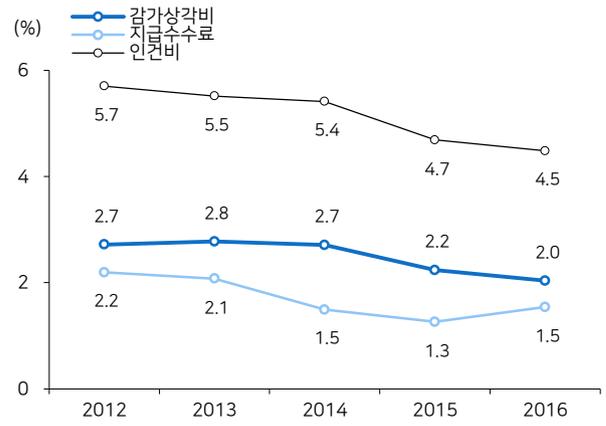
자료: Quantwise 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 BGF리테일 판관비 세부현황



자료: Quantwise 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 GS리테일 판관비 세부현황



자료: Quantwise 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2017. 5. 10

BGF 리테일 027410

1Q 양호한 실적, 효율적 수익모델 강점

▲ 유통/화장품

Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA **윤보미**
02. 6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

- ✓ 1Q 매출액 1,22조원 (+11.3% YoY), 영업이익 396억원 (+42.9% YoY) 달성
- ✓ 기존점성장률 둔화에도 상품믹스 개선과 효율성 향상으로 영업이익 대폭 증가
- ✓ 점포수 급증과 전자담배 출시로 2017년 편의점의 양적인 성장 두드러질 전망
- ✓ 순수가맹 중심으로 고정비성 비용 부담이 적기 때문에 안정적 이익 증가 예상
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 138,000원으로 상향

Buy

적정주가 (12개월) **138,000원**
현재주가 (5.8) **113,500원**

상승여력 **21.6%**

KOSPI	2,292.76pt
시가총액	56,237억원
발행주식수	4,955만주
유통주식비율	43.11%
외국인비중	32.52%
52주 최고/최저가	113,500원 / 79,500원
평균거래대금	115.1억원

주요주주(%)	
홍석조 외 22인	55.5
FIDELITY MANAGEMENT	5.8

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.58	22.04	16.71
상대주가	1.59	9.95	9.54

주가그래프



1Q 기존점성장률 둔화에도 영업이익 42.9% YoY 증가, 예상치 상회

BGF리테일의 1분기 실적은 매출액 1,22조원 (+11.3% YoY), 영업이익 396억원 (+42.9% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1,26조원, 영업이익 360억원)를 상회했다. 점포수 증가율 +16.3%, 기존점성장률 +1%, (담배제외 일반상품 기준 +5%), 즉석식품 +40% 성장하여 상품믹스 개선에 따른 매출총이익률이 0.3%pt 개선되었다. 순수가맹 점포 비중 확대와 효율성이 향상되면서 판관비를 또한 0.4%pt 감소하여 영업이익이 예상치를 크게 상회했다. 경고그림 영향으로 기존점에서의 일시적인 담배 매출 감소와 1분기 비수기 신규 점포 급증으로 기존점성장률이 둔화되었지만 중장기적인 관점에서 편의점 채널의 구조적 성장세는 지속되고 있다는 판단이다.

효율적 수익모델 강점으로 양호한 실적 모멘텀 지속될 전망

베이비붐 세대의 은퇴 후 창업 수요에 따른 점포수 급증과 iQOS 등 전자담배 출시로 2017년에는 편의점 채널의 양적인 성장이 두드러질 전망이다. BGF리테일은 순수가맹 중심으로 점포 수를 확장하고 있어 상대적으로 고정비성 비용 부담이 적기 때문에 매출 성장에 따른 안정적인 이익 증가가 예상된다. 또한 담배 제조사들의 적극적인 전자담배 출시로 인해 단기적인 매출 증가 가능성이 높지만 중장기적인 관점에서 1인 가구 증가와 자체적인 상품력 강화에 따른 즉석식품의 높은 성장으로 수익성 개선 추세가 이어질 것으로 판단한다. 따라서 BGF리테일에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 구조적인 편의점 채널의 높은 성장성과 1분기 호실적을 반영하여 적정주가 138,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,334.3	183.6	151.7	3,072	48.9	14,565	27.9	5.9	12.6	22.8	109.6
2016	5,052.6	217.2	183.5	3,704	20.6	16,917	22.1	4.8	10.7	21.6	103.5
2017E	5,740.9	267.7	217.8	4,396	18.7	20,617	25.8	5.5	12.2	21.6	93.1
2018E	6,492.3	318.1	262.0	5,288	20.3	24,918	21.5	4.6	10.4	22.0	86.6
2019E	7,047.9	366.5	302.2	6,100	15.4	29,767	18.6	3.8	8.9	21.4	78.4

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,215.6	1,092.3	11.3	1,315.0	-7.6	1,243.9	-2.3	1,255.0	-3.1
영업이익	39.6	27.7	42.9	55.5	-28.6	33.0	20.1	36.0	10.1
지배주주순이익	32.1	29.1	10.3	45.2	-28.8	23.2	38.5	30.6	5.0

자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,670.2	6,337.6	5,740.9	6,492.3	1.2	2.4
영업이익	254.6	297.9	267.7	318.1	5.1	6.8
지배주주순이익	214.7	254.5	217.8	262.0	1.4	2.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액 (연결기준)	4,334.2	5,052.6	5,740.9	1,092.3	1,272.5	1,372.2	1,315.7	1,215.6	1,440.7	1,584.1	1,500.5
증가율 (% YoY)	28.7	16.6	13.6	23.5	14.7	13.8	16.0	11.3	13.2	15.4	14.0
기타자회사 매출액	76.7	111.4	128.1	25.1	30.2	28.7	27.3	28.9	34.8	33.0	31.4
증가율 (% YoY)	18.2	45.3	15.0	67.0	86.6	57.9	0.3	15.0	15.0	15.0	15.0
매출액 (별도기준)	4,257.6	4,941.3	5,610.7	1,067.2	1,242.2	1,343.5	1,288.4	1,184.6	1,405.9	1,551.1	1,469.1
증가율 (% YoY)	28.9	16.1	13.5	22.8	13.6	13.1	16.4	11.0	13.2	15.5	14.0
매장수	9,409	10,857	12,257	9,692	10,106	10,509	10,857	11,273	11,671	12,073	12,257
증가율 (% YoY)	11.9	15.4	12.9	13.2	14.7	15.0	15.4	16.3	15.5	14.9	12.9
점당매출액 (백만원)	473.2	479.5	473.9	110.1	122.9	127.8	118.7	105.1	120.5	128.5	119.9
증가율 (% YoY)	17.4	1.3	-1.2	8.4	-0.9	-1.6	0.9	-4.6	-2.0	0.5	1.0
담배제외 기존점성장률 (%)	5.0	8.0	5.0	9.3	7.0	8.0	9.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가	3,434.0	4,048.5	4,590.1	880.1	1,015.3	1,095.9	1,057.2	975.8	1,146.8	1,262.5	1,204.9
증가율 (% YoY)	33.7	17.9	13.4	31.2	15.3	13.2	15.6	10.9	13.0	15.2	14.0
매출원가율 (%)	79.2	80.1	80.0	80.6	79.8	79.9	80.4	80.3	79.6	79.7	80.3
매출총이익	900.2	1,004.1	1,150.9	212.2	257.2	276.2	258.5	239.8	293.9	321.6	295.6
증가율 (% YoY)	12.6	11.5	14.6	-0.6	12.0	16.1	17.9	13.0	14.3	16.4	14.4
매출총이익률 (%)	20.8	19.9	20.0	19.4	20.2	20.1	19.6	19.7	20.4	20.3	19.7
판관비	716.6	786.9	883.2	184.5	194.5	205.0	203.0	200.2	219.0	234.4	229.6
증가율 (% YoY)	6.1	9.8	12.2	7.8	9.1	11.8	10.4	8.5	12.6	14.3	13.1
판관비율 (%)	16.5	15.6	15.4	16.9	15.3	14.9	15.4	16.5	15.2	14.8	15.3
영업이익	183.6	217.2	267.7	27.7	62.7	71.2	55.5	39.6	74.9	87.1	66.0
증가율 (% YoY)	47.9	18.3	23.3	-34.4	22.0	30.9	56.3	42.9	19.4	22.4	19.0
영업이익률 (%)	4.2	4.3	4.7	2.5	4.9	5.2	4.2	3.3	5.2	5.5	4.4

자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 BGF리테일 SOTP 적정주가 산출

(십억원)	비고
연결 NOPLAT	228.5 12개월 Forward 예상
멀티플 (X)	25.8 글로벌 편의점 업종 평균 PER
영업가치	5,895
연결순현금	890 12개월 Forward 예상
투자부동산 등	57 장부가
자산가치	946
기업가치	6,842
주식수	49,548
적정주가 (원)	138,079
메리츠종금증권 적정주가 (원)	138,000

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표10 BGF리테일 DCF Valuation

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT	183.6	217.2	267.7	318.1	366.5	392.1	419.6
- EBIT에 대한 세금	40.8	50.4	63.3	73.2	85.3	91.4	97.4
- CAPEX	93.3	118.1	110.0	110.0	110.0	100.0	100.0
- 순운전자본 증가(감소)	-110.4	-9.5	-46.9	-67.3	-49.7	-44.2	-47.3
+ 감가상각비	93.0	98.2	117.9	116.0	114.6	111.1	108.5
+ 무형자산상각비	14.8	15.4	15.1	10.6	7.4	5.2	3.6
FCFF	267.7	171.8	274.3	328.7	342.9	361.2	381.6
Terminal Value	8,877.5						
Terminal Growth	2.0%						
NPV of FCFF	1,395.1						
PV of Terminal Value	4,781.0						
Enterprise Value	6,176.0						
Cash & Equivalents	101.4						
Other Investment	701.4						
Interest Bearing Debt	265.1						
Minority Interest	18.2						
Preferred Stock	0.0						
Equity Value	6,695.5						
Mid-year abj Factor	1.0						
Current Equity Value	6,846.6						
Shares Outstanding	49,547.6						
추정주당가치 (원)	138,183						
현재주가 (원)	113,500						
Upside (%)	21.7%						

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표11 Global Peers Comparison								
		SEVEN & I HOLDINGS	FAMILYMART	LAWSON	MINISTOP	PRESIDENT	CASEY'S	Average
Ticker		43,100	8028 JP	2651 JP	9946 JP	2912 TT	CASY US	
국가		일본	일본	일본	일본	대만	미국	
현재주가 (5/9)	(달러)	43	58	66	20	9	114	
시가총액	(백만달러)	38,052	7,347	6,657	580	9,017	4,453	
절대수익률 (%)								
	1M	4.9	(0.9)	(2.5)	8.3	0.6	1.8	2.0
	3M	10.4	(9.7)	(9.1)	7.1	13.1	(4.4)	1.2
	6M	13.3	(0.7)	(0.8)	25.0	8.8	(1.8)	7.3
	1Y	10.4	14.2	(8.3)	30.2	18.1	2.7	11.2
	YTD	10.4	(15.8)	(7.1)	9.9	12.3	(4.0)	1.0
초과수익률 (%p)								
	1M	3.0	(2.9)	(4.4)	6.3	(1.4)	(0.2)	0.1
	3M	5.4	(14.8)	(14.1)	2.0	8.0	(9.5)	(3.8)
	6M	0.1	(14.0)	(14.0)	11.8	(4.4)	(15.1)	(5.9)
	1Y	(8.7)	(4.9)	(27.4)	11.1	(1.0)	(16.4)	(7.9)
	YTD	2.5	(23.6)	(14.9)	2.0	4.5	(11.9)	(6.9)
PER (X)								
	2016	24.7	24.4	27.7	58.5	24.4	19.5	29.9
	2017E	22.1	27.5	21.0	431.7	26.7	24.8	92.3
	2018E	19.3	23.9	20.0	162.0	24.5	22.6	45.4
PBR (X)								
	2016	1.7	1.8	3.3	1.0	8.4	4.0	3.4
	2017E	1.7	1.6	2.6	n/a	8.5	3.4	3.6
	2018E	1.6	1.6	2.5	n/a	8.0	3.1	3.4
ROE (%)								
	2016	6.9	7.6	12.0	1.6	35.3	23.1	14.4
	2017E	3.6	5.8	13.0	n/a	33.4	23.6	15.9
	2018E	8.1	5.7	12.6	n/a	32.1	15.1	14.7
매출액성장률 (%)								
	2016	(1.5)	1.5	(4.6)	2.3	3.2	(0.9)	0.0
	2017E	15.8	1,124.5	262.9	28.6	11.7	(2.9)	240.1
	2018E	4.0	(0.1)	5.2	5.8	4.8	13.8	5.6
영업이익성장률 (%)								
	2016	(8.2)	7.9	(7.9)	(21.6)	7.4	20.3	(0.4)
	2017E	19.3	35.9	4.8	(33.2)	13.2	(18.1)	3.7
	2018E	8.1	9.5	3.4	18.8	8.8	4.9	8.9
순이익성장률 (%)								
	2016	(16.8)	(26.6)	(14.1)	(1.1)	17.6	25.1	(2.6)
	2017E	29.8	48.0	21.0	(83.2)	10.5	(20.3)	1.0
	2018E	14.9	18.3	5.2	166.7	9.2	5.9	36.7
영업이익률 (%)								
	2016	6.3	41.3	37.3	1.4	4.9	5.0	16.0
	2017E	6.5	4.6	10.8	0.7	4.9	4.2	5.3
	2018E	6.8	5.0	10.6	0.8	5.1	3.9	5.4
순이익률 (%)								
	2016	2.9	17.8	16.1	0.5	4.6	2.9	7.5
	2017E	3.2	2.2	5.4	0.1	4.5	2.4	3.0
	2018E	3.6	2.6	5.4	0.2	4.7	2.2	3.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

BGF 리테일(027410)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,334.3	5,052.6	5,740.9	6,492.3	7,047.9
매출액증가율 (%)	28.7	16.6	13.6	13.1	8.6
매출원가	3,434.2	4,048.5	4,590.1	5,187.4	5,617.2
매출총이익	900.1	1,004.1	1,150.9	1,305.0	1,430.7
판매비와관리비	716.5	786.9	883.2	986.8	1,064.2
영업이익	183.6	217.2	267.7	318.1	366.5
영업이익률 (%)	4.2	4.3	4.7	4.9	5.2
금융수익	9.6	6.3	8.3	13.3	18.9
중속/관계기업관련손익	1.1	3.5	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	2.2	13.4	10.0	10.0	10.0
세전계속사업이익	196.5	240.4	287.0	342.4	396.4
법인세비용	43.6	55.8	67.9	78.8	92.3
당기순이익	152.8	184.6	219.1	263.6	304.1
지배주주지분 순이익	151.7	183.5	217.8	262.0	302.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	359.3	331.4	397.6	456.8	472.8
당기순이익(손실)	152.8	184.6	219.1	263.6	304.1
유형자산감가상각비	93.0	98.2	117.9	116.0	114.6
무형자산상각비	14.8	15.4	15.1	10.6	7.4
운전자본의 증감	76.7	50.4	45.5	66.7	46.7
투자활동 현금흐름	-444.6	-157.4	-234.5	-246.0	-210.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-93.3	-118.1	-110.0	-110.0	-110.0
투자자산의 감소(증가)	-45.9	-13.8	-29.0	-31.7	-23.4
재무활동 현금흐름	26.7	-224.8	-39.9	-46.5	-57.9
차입금증감	-17.2	20.2	-0.3	3.1	1.5
자본의증가	86.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-58.6	-50.8	123.1	164.4	204.3
기초현금	210.8	152.2	101.4	224.5	389.0
기말현금	152.2	101.4	224.5	389.0	593.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	947.6	983.4	1,206.7	1,499.7	1,799.1
현금및현금성자산	152.2	101.4	224.5	389.0	593.3
매출채권	10.8	17.9	16.3	18.4	20.0
재고자산	52.6	80.8	75.8	85.7	93.0
비유동자산	674.1	934.2	940.2	955.3	966.7
유형자산	374.3	577.4	569.5	563.5	558.9
무형자산	51.5	85.8	70.7	60.2	52.8
투자자산	195.5	212.8	241.8	273.5	296.9
자산총계	1,621.6	1,917.6	2,146.9	2,455.0	2,765.8
유동부채	690.2	739.1	791.0	886.5	956.2
매입채무	382.3	446.9	471.1	532.7	578.3
단기차입금	63.1	39.0	39.0	36.0	33.0
유동성장기부채	3.3	5.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	157.7	236.4	244.1	252.6	258.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	10.5	10.5	10.5	10.5
부채총계	847.9	975.4	1,035.2	1,139.1	1,215.2
자본금	24.8	49.5	49.5	49.5	49.5
자본잉여금	104.1	79.1	79.1	79.1	79.1
기타포괄이익누계액	0.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
이익잉여금	649.4	802.6	970.9	1,173.4	1,406.3
비지배주주지분	0.5	18.2	19.5	21.1	22.9
자본총계	773.7	942.2	1,111.7	1,315.9	1,550.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	87,780	101,975	115,867	131,032	142,245
EPS(지배주주)	3,072	3,704	4,396	5,288	6,100
CFPS	12,659	7,005	8,308	9,197	10,081
EBITDAPS	5,902	6,675	8,086	8,975	9,859
BPS	14,565	16,917	20,617	24,918	29,767
DPS	1,200	800	1,000	1,200	1,400
배당수익률(%)	1.4	1.0	0.9	1.1	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	27.9	22.1	25.8	21.5	18.6
PCR	13.6	11.7	13.7	12.3	11.3
PSR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
PBR	5.9	4.8	5.5	4.6	3.8
EBITDA	291.4	330.7	400.7	444.7	488.5
EV/EBITDA	12.6	10.7	12.2	10.4	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.8	21.6	21.6	22.0	21.4
EBITDA 이익률	6.7	6.5	7.0	6.8	6.9
부채비율	109.6	103.5	93.1	86.6	78.4
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	19.5	21.3	25.3	29.9	34.2
매출채권회전율(x)	478.9	352.6	336.2	374.3	367.1
재고자산회전율(x)	75.0	75.8	73.3	80.4	78.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

BGF 리테일(027410) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이 (원)
2015.05.26	기업분석	Buy	165,000	유주연	
2015.06.30	산업브리프	Buy	165,000	유주연	
2015.07.01	기업브리프	Buy	198,000	유주연	
2015.07.09	산업분석	Buy	198,000	유주연	
2015.08.27	산업브리프	Buy	198,000	유주연	
2015.10.01	산업브리프	Buy	198,000	유주연	
2015.10.13	산업분석	Buy	230,000	유주연	
2015.10.29	산업브리프	Buy	230,000	유주연	
				담당자 변경	
2016.05.02	산업분석	Buy	240,000	양지혜	
2016.05.09	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.07.12	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.08.05	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.11.08	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.11.30	산업분석	Buy	120,000	양지혜	
2017.02.10	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	
2017.05.10	산업브리프	Buy	138,000	양지혜	