



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

### Coverage List

<b>GS 리테일</b>	매수	(유지)
<b>(007070)</b>	56,000 원	(하향)
<b>BGF 리테일</b>	매수	(유지)
<b>(027410)</b>	117,000 원	(하향)

### 마냥 좋던 시절은 지남

2014 년 이후 고성장을 재개했던 편의점의 성장 모멘텀을 훼손시키는 이벤트들이 발생. 대형마트를 통한 성장에 한계를 느낀 이마트가 보다 공격적으로 편의점을 확장하겠다고 밝히며 편의점 업계의 경쟁 심화를 예고했고, 2020 년까지 최저임금을 10,000 원으로 올리겠다는 문재인 대통령의 공약이 현실화되며 수익성을 악화시킬 것으로 예상.

#### 이마트, 공격적인 편의점 확장 선언,

#### 성공 여부와 관계없이 시장의 경쟁을 심화시키는 요인

최근 이마트는 대형마트의 성장에 한계를 느끼고 편의점을 공격적으로 확장(향후 3 년간 매년 1,000 개 이상을 출점)하겠다는 전략을 발표. 기존 브랜드 '위드미'를 'emart24'로 전환하고 이마트의 PB 상품을 기반으로 차별화를 추구하겠다는 전략. 이마트가 편의점을 확장하고자 하는 전략은 이마트 입장에서는 필요한 선택. 그러나 잘 될 수 있을 것인지에 대해서는 의문이 있음. 소형 포맷 운영을 위한 노하우가 충분히 습득되었는지에 대한 검증이 되지 않았기 때문. 특히, 최근 극명하게 나타나는 잠재적 점주들의 'CU' & 'GS25' 선호 현상을 극복하는 것이 무엇보다도 필요. 이에 대해 회사측은 충분하지 않은 점주 수요를 해결하기 위해 직영점을 오픈하여 점포를 안정화시킨 후에 가맹점으로 전환하는 방법을 염두에 두고 있는 것으로 추정. 이는 이마트 편의점의 성공 여부와 관계 없이 편의점 업계의 출점 경쟁을 확대하는 요인. 점주 수요가 없으면 출점이 어려웠던 기존 편의점 업체의 특성을 파괴하는 것이기 때문.

#### 최저 임금인상, 점주에 부담 → 본사 부담 요인

여기에 2018 년 최저 임금이 시간당 7,530 원으로 결정됨에 따라 편의점 업체의 수익성 개선 역시 제동이 걸릴 전망이다. 아르바이트 직원을 많이 활용하는 편의점(점주)은 최저 임금 인상에 따른 비용 증가 영향을 직접적으로 받을 것이며, 직접적으로 증가하는 점주들의 비용은 편의점 본사의 수익성에도 영향을 줄 것. 점주들의 수익 악화는 편의점 업계의 출점 여력을 낮추는 요인이므로, 본사 차원의 점포 지원 프로그램 등이 많아질 가능성이 높음.

다만, 최저 임금 인상은 편의점과 경쟁 관계에 있는 자영업자들의 경쟁력을 더욱 약화시킨다는 점에서 장기적으로는 편의점의 성장성이 오히려 높아질 가능성 있음.

#### 편의점의 장기 성장성은 여전히 매력적이나 중단기 모멘텀 훼손 불가피

최근 나타나고 있는 편의점 업체를 둘러싼 환경 변화는 중단기적으로 편의점 업체들의 성장성 훼손 요인. 이에 따라 편의점 업체들에 대해 목표주가를 하향(BGF 리테일 160,000 원에서 117,000 원으로 하향, GS 리테일 73,000 원에서 56,000 원으로 하향). 그러나 투자의견은 매수를 유지하는데, 앞서 언급한 바와 같이 최저 임금 인상이 장기적으로 음식점 등 자영업자들의 경쟁력을 훼손시킬 가능성이 높아 편의점의 수요가 오히려 증가할 것으로 예상하기 때문.

## BGF 리테일 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	877	1,363	1,537	1,881	2,036	2,373	2,650
편의점 Multiple(X)				27.5	25.0	22.5	20.3
<b>A. 편의점 영업가치(억원)</b>				51,733	50,912	53,402	53,660
<b>B. 순현금(억원)</b>				6,000	6,000	6,000	6,000
<b>산정 적정 시가총액(=A+B)</b>				57,733	56,912	59,402	59,660
총주식수(천주)				48,548	48,548	48,548	48,548
적정주가				118,920	117,230	122,358	122,890

<b>목표주가(원)</b>	<b>117,000</b>						
<b>목표 시가총액(억원)</b>	<b>56,801</b>						
지배주주순이익(억원)	1,016	1,517	1,835	2,107	2,279	2,628	2,916
각 연도말 시가총액(억원)	18,850	42,487	40,530				
목표 시가총액 대비 각 연도 Implied P/E Multiple(X)				27.0	24.9	21.6	19.5
각 연도말 P/E Multiple(X)	18.5	28.0	22.1				

자료: SK 증권 리서치센터

## GS 리테일 목표주가 산정

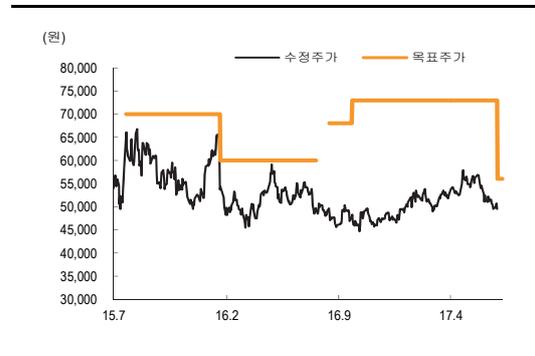
	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	685	829	934	863	1,471	1,663	2,010	2,170	2,603	2,865
슈퍼 NOPAT(억원)	216	236	122	13	6	-126	-83	-28	19	49
호텔 NOPAT(억원)					103	93	193	325	361	382
편의점 Multiple(X)							22.0	20.0	18.0	14.4
슈퍼 Multiple(X)										10
호텔 Multiple(x)							10	10	10	10
<b>편의점 영업가치(억원)</b>							44,218	43,410	46,858	41,258
<b>슈퍼 영업가치(억원)</b>							0	0	0	492
<b>호텔 영업가치(억원)</b>							1,933	3,251	3,613	3,816
<b>A: 영업가치 합계(억원)</b>							46,151	46,660	50,471	45,566
<b>B. 순현금(억원 GS리테일 본사 + 파르나스 호텔)</b>							-3,718	-3,218	-2,718	-2,218
<b>적정 시가총액(억원 =A+B+C)</b>							42,433	43,443	47,754	43,349
총주식수(천주)							77,000	77,000	77,000	77,000
적정주가(원)							55,108	56,419	62,018	56,297

<b>목표주가(원)</b>	<b>56,000</b>									
<b>목표 시가총액(억원)</b>	<b>43,120</b>									
지배주주순이익	934	1,235	1,190	1,113	1,642	2,743	1,901	2,283	2,856	3,198
각 연도말 시가총액	17,826	23,062	21,560	19,751	41,426	36,652				
목표 시가총액 대비 각 연도 Implied P/E Multiple(X)							22.7	18.9	15.1	13.5
<b>각 연도말 P/E Multiple(x)</b>	<b>19.1</b>	<b>18.7</b>	<b>18.1</b>	<b>17.7</b>	<b>25.2</b>	<b>13.4</b>				

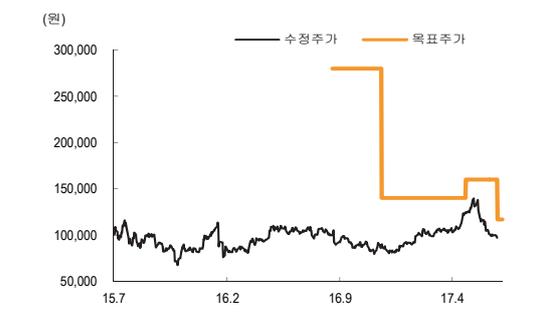
주: 2016년 지배주주순이익에는 롯데백화점 평촌점 부지 매각 차익이 800억원 수준으로 반영되어 있음

자료: SK 증권 리서치센터

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.18	매수	56,000원
	2017.05.16	매수	73,000원
	2017.02.03	매수	73,000원
	2017.01.10	매수	73,000원
	2016.11.15	매수	73,000원
	2016.10.28	매수	73,000원
	2016.10.26	매수	73,000원
	2016.10.12	매수	73,000원
	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



투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.18	매수	117,000원
	2017.06.28	매수	160,000원
	2017.06.23	매수	160,000원
	2017.05.16	매수	160,000원
	2017.03.22	매수	140,000원
	2017.02.10	매수	140,000원
	2017.01.10	매수	140,000원
	2016.12.08	매수	140,000원
	2016.11.15	매수	280,000원
	2016.11.08	매수	280,000원
	2016.10.26	매수	280,000원
	2016.09.26	매수	280,000원
	2016.09.06	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 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 18일 기준)

매수	93.63%	중립	6.37%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----