

September.2016



**BGF**retail

**C@U**



SK COMPANY ANALYSIS

**BGF리테일(027410KS)**

**2017년~2019년은  
2012년~2014년과는 규제 환경이 전혀 다름**

손윤경,CFA | 3773-8477, skcase1976@sk.com

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

## Company Data

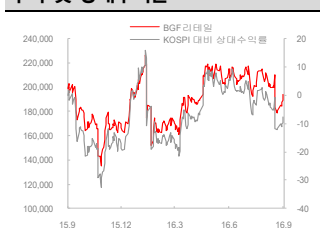
자본금	248 억원
발행주식수	2,477 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	48,185 억원
주요주주	
홍석조(외20)	55.78%

외국인지분률	29.80%
배당수익률	0.60%

## Stock Data

주가(16/09/23)	189,500 원
KOSPI	2049.7 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	226,500 원
52주 최저가	135,000 원
60일 평균 거래대금	153 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.6%	-7.9%
6개월	11.1%	8.3%
12개월	-3.8%	-7.0%

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

2017 년~2019 년은 2012 년~2014 년과는 규제 환경이 전혀 다름

최근 동사 주가는 대주주가 지분을 일부 매각하며 큰 폭으로 하락했다. 당사는 이번 주가 하락을 매수 기회로 활용할 것을 적극적으로 권한다. 현재 동사에 대해 투자자들은 추가 성장에 대한 기대보다 성장 둔화 가능성을 더 크게 보고 있다. 그러나 투자자들의 우려와 달리, 편의점의 고속 성장은 향후 2~3 년간 지속될 것이다. 따라서 성장성에 대한 우려가 확산된 현 시점은 동사 주식을 매수할 적기라는 판단이다.

## 2012 년과 2017 년이 가장 크게 다른 점: 규제 환경!

BGF 리테일에 대해 목표주가 280,000 원과 투자자의견 매수를 유지한다. 최근 대주주의 지분 매각으로 편의점 업체의 성장성에 대한 의구심이 확대되며 주가의 추가 조정이 있었다. 대부분의 투자자들은 2010 년과 2011 년에 편의점의 출점이 큰 폭으로 증가한 이후 2012 년~2014 년까지 출점이 둔화되었던 경험의 재현을 우려하고 있다.

그러나 2017 년~2019 년 편의점 영업환경은 다음과 같이 규제 측면에서 2012 년~2014 년과는 근본적으로 다르다.

- 1) 2012 년~2014 년까지는 편의점의 출점 규제가 있었으나, 2017 년~2019 년에는 편의점의 출점 규제가 없다. 게다가 2013 년부터 본격적으로 강화된 대형마트/SSM의 출점 및 영업시간 규제가 지속되고 있어 편의점의 출점 환경은 더욱 우호적이다.
- 2) 여기에 2013 년부터 시행되었던 중소기업적합업종에 '제과점 및 외식업'이 포함된 것 역시 편의점 업체의 성장에 우호적이다. 간편식 시장을 놓고 경쟁할 대기업이 없음을 의미하는 것이기 때문이다.

현재의 규제 환경은 편의점의 출점을 통한 양적 성장과 간편식/일상식의 판매 비중 확대를 통한 질적 성장을 모두 담보하고 있다.

여기에 2015 년에 인상된 담배가격이 출점 가능 점포 수를 증가시켰을 뿐만 아니라 신규 점포의 안정화 기간도 축소했다. 즉 담배가격 인상이 출점 속도를 구조적으로 높인 것이다. 따라서 현재의 출점 속도가 둔화될 것을 우려할 필요는 없어 보인다. 우려가 확산된 현 시점을 매수기회로 활용할 것을 권한다.

## 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	28.1	24.0	20.0
PBR	배	0.0	3.4	5.5	5.3	4.4	3.7
EV/EBITDA	배	0.0	6.8	12.4	12.8	10.5	8.8
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

# Contents

<b>1. 투자의견 매수 &amp; 목표주가 280,000 원</b>	<b>1</b>
<b>2. 높은 Valuation, '출점 경쟁을 할 업태가 없음'으로 설명</b>	<b>5</b>
1) 편의점을 대체할 산업 없음 1	
: 식품 유통업내에서 '할인점/SSM'의 규제	
2) 편의점을 대체할 산업 없음 2	
: '빵집 & 외식업' 중소기업적합업종 지정	
<b>3. 2014 년 이후 출점 재개 &amp; 2015 년부터 출점 속도 증가</b>	<b>10</b>
1) 2012 년 12 월부터 2014 년 8 월까지의 출점 제한	
: 에너지 축적의 기간	
2) 거리제한 폐지에 담배가격 인상은 출점에 가속도를 더 함	
3) 세븐일레븐의 부진, CU 의 출점에는 도움	
4) 증가하는 창업 수요: 편의점 출점을 담보하는 또 하나의 요인	
<b>4. 기존점 매출 증가는?</b>	<b>20</b>
1) 도시락 등 간편식 증가: 점포의 객단가 상승을 견인	
2) 편의점 도시락, 패스트푸드의 대명사가 될 듯	
<b>5. BGF 리테일의 매출 성장률이 시장 대비 낮은 원인 점검</b>	<b>26</b>
1) 신가맹제도 전환: 실제로 매출에 미치는 영향은 미미	
2) 직영점포의 가맹점 전환	
: 2016 년 2 분기까지 영향이 컸으나 향후에는 영향 미미	
<b>6. 골프장, 실적에 미치는 영향은 미미</b>	<b>30</b>

## 1. 투자의견 매수 & 목표주가 280,000 원

BGF 리테일에 대해 목표주가 280,000 원을 유지하고 투자의견 매수를 유지한다. 최근 대주주인 홍석조 회장이 3%의 지분을 매각하며 주가가 크게 하락한 바 있다. 지분 3%는 절대 규모가 작지 않아 일시적으로 주식시장에 영향을 줄 수 밖에 없다. 그러나 홍석조 회장의 지분은 매각 후에도 31.82%로 여전히 높아 편의점의 펀더멘털 훼손을 감지한 매각이라는 평가를 할 필요는 없어 보인다. 오히려 대주주 지분 매각을 계기로 나타난 주가 하락을 매수 기회로 활용하는 것이 바람직해 보인다.

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.

### 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
<b>A. 편의점 영업가치(억원)</b>				<b>62,219</b>	<b>68,119</b>	<b>70,251</b>	<b>70,750</b>
<b>B. 순현금(억원)</b>				<b>7,000</b>	<b>8,000</b>	<b>9,000</b>	<b>10,000</b>
<b>산정 적정 시가총액(=A+B)</b>				<b>69,219</b>	<b>76,119</b>	<b>79,251</b>	<b>80,750</b>
총주식수(천주)				24,774	24,775	24,776	24,777
적정주가				<b>279,401</b>	<b>307,243</b>	<b>319,872</b>	<b>325,906</b>

<b>목표주가(원)</b>	<b>280,000</b>						
<b>목표 시가총액(억원)</b>	<b>69,367</b>						
지배주주순이익(억원)	1,016	1,517	1,713	2,010	2,407	2,735	3,042
각 연도말 시가총액(억원)	18,850	42,487	48,158				
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 9월 23일 기준)	18.5	28.0	28.1				

자료: SK 증권 리서치센터

주: 순현금은 당사 추정치보다 다소 보수적으로 반영

## 영업이익 yoy 증가율

## 3Q16 이후 추세적으로 개선될 것

당사는 2016년 3분기 동사의 연결기준 매출과 영업이익을 1조 3,813억원과 641억원으로 전년 동기 대비 각각 14.5%와 17.8% 증가할 것으로 전망한다. 3분기 이후 영업이익의 전년 동기 대비 성장률은 추세적으로 개선될 전망이다. 전년도 3분기부터 출점이 본격적으로 증가한 만큼, 신규 출점 점포들의 영업이 안정화되어 영업이익 증가율도 본격적으로 개선될 것으로 전망하기 때문이다.

## 주가 상승을 결정할 출점 속도, 둔화되지 않을 전망

한편, 당사는 동사의 주가 상승 여부를 결정할 '출점의 속도'가 둔화되지 않을 것으로 전망한다. 국내 편의점 산업이 2010년 10월 담배가격 인상을 계기로 시작해 수년간 고속출점을 유지하고 있는 일본 편의점 산업의 전철을 밟을 것으로 예상하기 때문이다.

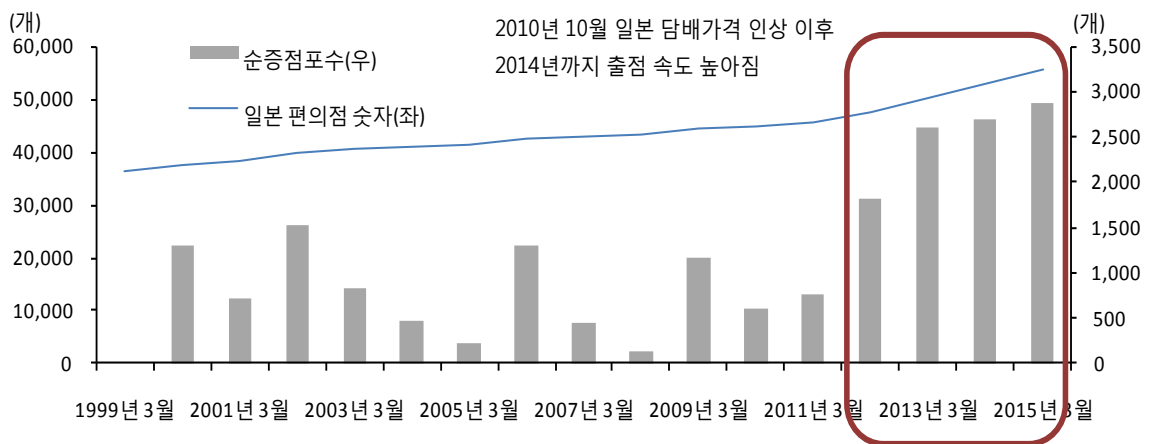
## BGF 리테일 분기 및 연간 이익 추이 및 전망

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

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



자료: 일본프랜차이즈협회

## 2. 높은 Valuation, '출점 경쟁을 할 업체가 없음'으로 설명

### 1. 편의점을 대체할 산업 없음 1: 유통업내에서 '할인점/SSM'의 규제

주가 하락에도 여전히 낮지 않은 valuation 수준과 추가 성장에 대한 우려로 투자자들이 선뜻 적극적인 투자에 나서지 못하고 있다. 이에 대해 당사는 현재 우리나라 편의점이 향후 수년간 성장이 담보되어 있는 것으로 판단하고 대주주의 지분 매각에 따른 주가 하락을 매수 기회로 활용할 것을 적극적으로 권한다.

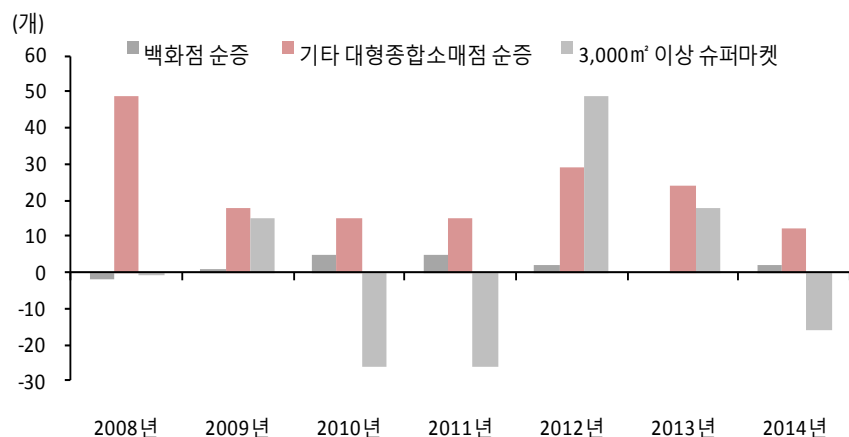
#### 출점을 경쟁할 대기업 포맷 없음

무엇보다도 당사는 편의점 업체들이 담보된 출점을 통해 연간 15%의 매출 성장을 누릴 수 있을 것으로 예상한다. 특히, 출점 관점에서 편의점과 경쟁할 대기업 포맷이 없음에 주목한다.

먼저, 유통업종 내에서는 식품을 유통하는 경쟁 업체인 할인점과 SSM의 출점 규제가 편의점 업체의 출점 증가를 담보하는 요인이다. 현재, 대형마트와 SSM은 영업시간 규제를 받고 있을 뿐 아니라 출점시에 이미 형성된 상권에 진입하기 위해서 지자체의 승인을 받아야 한다. 따라서 지역 상인들과의 합의가 필수적인 상황이다. 그런데 지역 상인들의 요구가 많아지면서 대형마트 및 SSM은 출점을 포기하는 경우가 많아지고 있다.

전국의 대형점포 포맷은 전통시장 반경 500m 이내에 출점불가에서 1Km 이내 출점불가로 규제가 강화되었던 2010년 이후 출점 속도가 크게 둔화되었다. 또한 대형점포 영업시간 및 출점 규제가 확정된 2013년 이후 다시 한번 증가가 둔화되었다.

#### 전국 대형 점포 수 증감 추이



자료: 통계청

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

편의점도 출점 규제가 있었으나,  
현재는 폐지

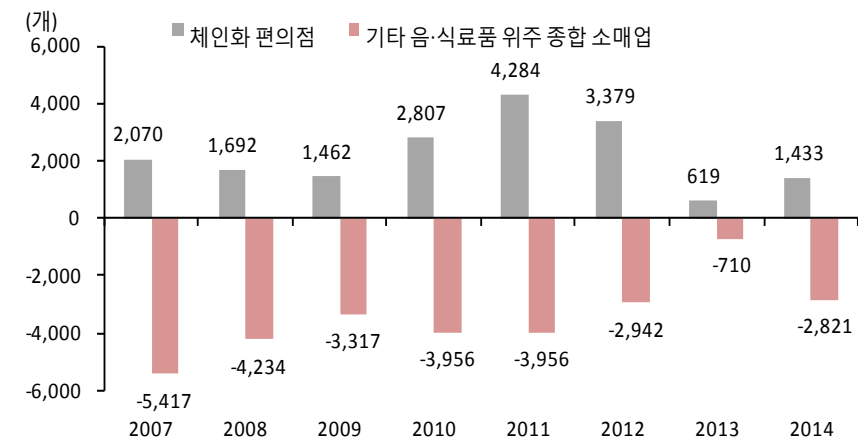
편의점에 대해서도 출점 규제가 존재했었다. 그리고 출점 규제가 있었던 동안 편의점 역시 출점이 크게 위축되었다. 2012 년 12 월 공정거래위원회가 가맹본부와 가맹점주 사이의 불공정 계약을 막기 위해 ‘모범거래기준’을 마련했는데, 모범거래기준에는 편의점이 신규 출점할 때, 기존 동일 브랜드 점포에서 동선기준 250m 이내에는 출점을 하지 못하도록 하는 내용이 포함되어 있었다. 편의점에 대해 일괄적인 거리제한 규제가 시행되었던 것이다. 이로 인해 2013년에는 편의점 업체들의 출점은 현저히 감소했다.

하지만 이후 2014 년 하반기부터 편의점의 출점이 다시 속도를 내고 있는데, 2014 년 8 월 가맹업법 개정안이 시행되면서 일괄적인 거리제한 규제가 폐지되고 자율규제로 전환되었기 때문이다. 2014 년 가맹사업법 개정안에서 점주와 프랜차이즈 본부간 계약 내용을 세부적으로 규정하면서 공정거래위원회의 모범거래기준 적용이 중단된 것이다.

현 상황은 식품유통업체 중  
편의점만이 출점이 자유로움

따라서 현 상황은 대형점포의 출점 규제가 지속되고 있는 가운데, 편의점만 출점이 비교적 자유로운 상황이다. 편의점 출점을 하는데 경쟁으로 인한 어려움은 없는 것이다. 또한 이는 편의점이 같은 상권을 두고 출점을 경쟁할 상대가 없기 때문에 편의점의 출점 속도가 떨어진다고 하더라도 다른 업체가 편의점의 잠재시장을 잠식할 가능성도 높지 않음을 의미한다. 따라서 편의점 출점을 통한 성장은 향후 수년간 담보된 것으로 평가할 수 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

## 유통산업발전법 규제 주요 내용(2013년 4월 24일 적용법의 신규 및 주요 내용)

<p><b>영업시간 규제</b></p>	<p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 건전한 유통질서 확립, 근로자의 건강권 및 대규모점포 등과 중소기업의 상생발전을 위하여 필요하다고 인정하는 경우 <b>대형마트(대규모점포에 개설된 점포로서 대형마트의 요건을 갖춘 점포를 포함한다)와 준대규모점포에 대하여 다음 각 호의 영업시간 제한을 명하거나 의무휴업일을 지정하여 의무 휴업을 명할 수 있다.</b> 다만, 연간 총매출 중 농수산물 유통 및 가격안정에 따른 법률에 따른 농수산물의 매출액 비중이 55퍼센트 이상인 대규모점포드응로서 해당 지방자치단체의 조례로 정하는 대규모점포 등에 대해서는 그러하지 아니하다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 영업시간 제한</li> <li>2. 의무휴업일 지정</li> </ol> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 특별자치시장/시장/군수/구청장은 오전0시부터 오전10시까지의 범위에서 영업시간을 제한할 수 있다</li> <li>- 특별자치시장/시장/군수/구청장은 매월 이들을 의무휴업일로 지정하여야한다. 이 경우 의무휴업일은 공휴일 중에서 지정하되 이해당사자와 합의를 거쳐 공휴일이 아닌 날을 의무휴업일로 지정할 수 있다.</li> </ul>
<p><b>대규모점포 개설 및 변경 등록</b></p>	<p>대규모점포를 개설하거나 전통상업보존구역에 준대규모 점포를 개설하려는 자는 영업을 시작하기전에 지식경제부령으로 정하는 바에 따라 상권영향평가서 및 지역협력계획서를 첨부하여 특별자치시장/시장/군수/구청장에게 등록하여야한다. 등록한 내용을 변경하려는 경우에도 같다</p> <p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 제출받은 상권영향평가서 및 지역협력계획서가 미진하다고 판단되는 경우 제출받은 날부터 대통령령으로 정하는 기간내에 그 사유를 명시하여 보완을 요청할 수 있다.</p> <p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 <b>개설 등록</b> 또는 <b>변경등록</b>(점포소재지를 변경하거나 매장면적의 10분의 10이상 증가하는 경우로 한정한다)하려는 <b>대규모 점포등의 위치가 전통상업보존구역에 있을 때에는 등록을 제한하거나 조건을 붙일 수 있다.</b></p> <p>위의 항에 따른 등록 제한 및 조건에 관한 세부사항은 해당 지방자치단체의 조례로 정한다</p> <p>대규모점포 등을 개설하려는 자는 영업을 시작하기 30일전까지 지식경제부령으로 정하는 바에 따라 개설지역 및 시기 등을 포함한 개설계획을 예고해야 한다.</p>
<p><b>전통상업보존구역의 지정</b></p>	<p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 지역유통산업의 전통과 역사를 보존하기 위하여 [전통시장 및 상점가 육성을 위한 특별법]에 따른 전통시장이나 중소기업청장이 지정하는 전통상점가(이하 '전통시장등'이라 한다)의 경계로부터 1킬로미터 이내의 범위에서 해당 지방자치단체의 조례로 정하는 지역을 전통상업보존구역으로 지정할 수 있다.</p> <p>위의 항에 따라 전통상업보존구역을 지정하려는 특별자치시장/시장/군수/구청장은 관할구역 전통시장등의 경계로부터 1킬로미터 이내의 범위 일부가 인접 특별자치시/시/군/구에 속해있는 경우 인접지역의 특별자치시장/시장/군수/구청장에게 해당 지역을 전통상업보존구역으로 지정할 것을 요청할 수 있다.</p> <p>위의 항에 따라 요청받은 인접 지역의 특별자치시장/시장/군수/구청장은 요청한 특별자치시장/시장/군수/구청장과 협의하여 해당 지역을 전통상업보존구역으로 지정해야 한다.</p>
<p><b>영업정지 등 패널티</b></p>	<p>특별자치시장/시장/군수/구청장은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우 1개월 이내의 기간을 정하여 영업의 정지를 명할 수 있다</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 영업시간 제한 규정을 1년 이내에 3회 이상 위반하여 영업을 한 자 또는 의무휴업일을 1년 이내에 3회 이상 위반하여 영업을한자, 이 두 경우의 횟수는 통산한다</li> <li>2. 1에 해당하는 영업정지 명령을 위반하여 영업정지기간 중 영업을 한 자</li> </ol>

자료: 국회

## 참고: 대규모점포 기준

대규모점포란 다음 각 목의 요건을 모두 갖춘 매장을 보유한 점포의 집단으로서 별표에 규정된 것을 말한다

- 가. 하나 또는 대통령령으로 정하는 둘이상의 연접되어 있는 건물 안에 하나 또는 여러 개로 나누어 설치되는 매장일 것
- 나. 상시 운영되는 매장일 것
- 다. 매장면적의 합계가 3천제곱미터 이상일 것

준대규모점포란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 점포로서 대통령령으로 정하는 것을 말한다

- 가. 대규모점포를 경영하는 회사 또는 그 계열회사(독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 계열회사를 말한다)가 직영하는 점포
- 나. [독점규제 및 공정거래에 관한 법률]에 따른 상호출자제한기업집단의 계열회사가 직영하는 점포
- 다. 가목 및 나목의 회사 또는 계열사가 직영점체인사업에 따른 직영점형 체인사업 및 프랜차이즈형 체인사업의 형태로 운영하는 점포

자료: 국회

## 2. 편의점을 대체할 산업 없음 2

## : ‘빵집 &amp; 외식업’ 중소기업적합업종 지정

대형 유통업체에 대한 출점 규제뿐만 아니라 ‘제과점업 및 외식업’에 대한 ‘중소기업적합업종 지정’도 편의점 업체들의 출점에 우호적이다. 1~2인 가구 및 취업 여성의 증가로 간편식 시장의 성장은 충분히 예상되는데, 동 규제는 이 간편식 시장을 두고 경쟁할 대기업이 나타나지 않을 것임을 의미하기 때문이다.

제과점업 및 외식업,  
공정거래위원회가  
‘중소기업 적합업종’으로 지정,  
대기업의 출점 제한

편의점과 함께 제과제빵, 치킨, 피자, 커피 업종 등에 대한 일괄적인 거리제한 규제는 2014년 8월 시행된 가맹사업법 개정안으로 폐지되었다. 그러나 공정거래위원회의 출점시 거리제한 규제가 사라진 자리를 동반성장위원회의 ‘중소기업적합업종’ 지정이 자리잡으며 대기업의 대상 사업 진출을 제한하고 있다.

주거지 인근에서 형성되는  
간편식 시장에서  
편의점의 경쟁력 부각

물론, 대기업의 출점이 없다고 하더라도 자영업자들의 소형 외식업 진출은 지속될 수 있다. 그러나 영세 자영업자들이 운영하는 점포들은 상대적으로 다양한 제품을 제공할 수 없을 뿐만 아니라 규모의 경제가 확보되지 않아 경쟁력 있는 가격으로 제품을 공급하기도 쉽지 않을 것이다. 따라서 소비자 입장에서는 편의점이 제공하는 다양한 품목의 패스트푸드와 경쟁력 있는 가격을 선호할 가능성이 높다.

제과업 및 외식업에 대한 대기업  
진입 제한, 편의점 기존 점포의  
성장성도 개선시킴

결국, ‘제과점업 및 외식업’에 대한 대기업의 진입 제한은 편의점의 출점 여력을 개선시켰을뿐만 아니라 기존 편의점 점포가 도시락과 같은 간편식 판매를 통해 추가 성장할 기회도 확대해 주었다. 간편식은 편의점의 다른 품목과 비교하여 단가가 높은 편으로, 매출이 확대될 경우 편의점 점포의 의미있는 성장을 이끌 수 있다.

2012년 공정거래위원회의 업종별 모범거래기준 주요내용: 2014년 8월 가맹사업법 개정안이 시행되면서 일괄적 거리제한 폐지

	제과제빵 (2012년 4월)	치킨 (2012년 7월)	피자 (2012년 7월)	커피 (2012년 11월)	편의점 (2012년 12월)
영업지역 규제	500m 거리제한	800m 거리제한	1,500m 거리제한	500m 거리제한	250m 거리제한
주기	5년	7년	7년	5년	-
리뉴얼	비용지원	20%~40%지원	20%~40%지원	20~40% 지원	-
기타	관련내용 없음	과도한 감리비 등 제한	관련내용 없음	과도한 감리비 등 제한	-
광고	관련내용 없음	년도별 총 광고비 사전동의 분기별 광고내역 송부, 세부내역 열람요구시 열람의무		관련내용 없음	관련내용 없음
판촉	관련내용 없음	원칙: 동의하는 가맹점만 판촉요구가 가능 - 예와 전체가맹점 참여가 불가피한 판촉행사의 경우, 70%이상 사전 동의시에만 가능		관련내용 없음	관련내용 없음
대금정산	-	-	-	대금 월 1~2회 정산 (정산기간 최소 7일 보장)	관련내용 없음

자료: 공정거래위원회 SK 증권 정리

## 중소기업적합업종 중 편의점과 관련이 있는 분야 정리

제과점업		음식점업 7개 (한식, 중식, 일식, 서양식, 기타 외국식, 분식 및 김밥전문점, 그 외 기타 음식점업)	
권고사항		확장자제 및 진입자제	
내용	1. 대기업(중소기업기본법 기준)은 점포수 총량*을 확장 자제 * 직영점 및 가맹점은 전년도말 2% 이내 허용	1. 대기업(중소기업기본법 기준)은 신규 진입 자제 * 인수합병 등으로 인한 진입을 포함	
	2. 대기업(중소기업기본법 기준)의 신규 진입자제 - 인수합병 및 업종변경(예: 커피전문점에서 제과점으로 변경하는 경우 등) 등으로 인한 진입 포함	2. 대기업(중소기업기본법 기준)은 확장 자제 * 2015년 12월 31일 점포수(가맹점 + 직영점) 기준	
	3. 대한제과협회는 중소제과점의 경쟁력 강화를 위한 자구노력을 실시해야 함	3. 외식전문 중견기업 : 복합다중시설, 역세권 등의 출점 예외지역과 무관하게 간이과세자(연 4,800만원 매출)의 주메뉴가 50% 이상인 점포 기준으로 도보 150m초과지역에서 출점 가능	
		4. 기타사항 - 대기업 신규브랜드 허용 - 농촌살리기 일환의 농협목우촌 프랜차이즈 '미소와돈'은 권고대상 예외 인정 - 기존 음식점업간 M&A는 허용하되 적대적 M&A는 불가 - 외식산업 발전을 위해 대·중소기업간 상생협의회를 구성·운영하고 상생협력 결과를 준용	
권고기간		2016년 3월 1일~ 2019년 2월 28일	
예외	1. 프랜차이즈형 : 매년 전년도말 점포수의 2% 이내 범위에서 신설만 허용하되, 기존 인근 중소제과점과의 근접 출점*을 자제 * 도보기준 500m이내	<복합다중시설, 역세권, 신도시/신상권 상업지역 내 출점에 한해 예외 인정>	2016년 6월 1일~ 2019년 5월 31일
	- 신도시/신상권 등은 500m거리제한의 예외 적용 * 신도시 : 국토해양부의 '지속가능한 신도시 계획기준'을 준용하여 330만㎡이상 국가차원으로 추진하는 도시 * 신상권 : 3천세대 이상 아파트가 신규 건설되거나, 철길/왕복8차선 도로로 상권이 확연히 구분되어 새로 형성되는 경우 및 기타 이에 준하는 경우를 의미	1. 복합다중시설 : 상호출자제한 기업집단 소속 대기업은 연면적 20,000㎡이상, 중견기업은 10,000㎡이상의 건물/시설에서 출점 가능하며, 본사 및 계열사(연결재무제표 대상)가 소유하고 있는 건물/시설에서는 연면적 관계없이 예외적으로 출점 가능	
	- 기존점포의 이전, 재출점이 불가피한 경우에 한해 가맹사업거래의 공정화에 관한 법률*에 의한 가맹계약서상 영업구역 내 이전은 가능 * 상가 임대차 재계약 불가, 건물 재건축 또는 리모델링, 임차료의 과다 상승, 건물주의 상가 직접운영, 경영상의 문제 등	2. 역세권 : 수도권 및 광경기에서 교통시설 출구로부터 반역 100m이내, 그 외 지역은 교통시설 출구로부터 반영 200m이내 지역에서 출점 가능	
	2. 인스타어형 : 유통산업발전법 등을 준수하여 개점한 백화점, 대형마트, SSM 및 호텔 내의 출점	3. 신도시/신상권 : 330만㎡이상의 규모로 국가 차원의 계획으로 추진하는 신도시 및 상권이 확연히 구분되어 새로이 형성되는 신상권은 출점 가능	
		4. 상업지역 : 토지이용 목적상 중심·일반·근린 유통 상업지역은 출점 가능	
		5. 패밀리 레스토랑 : 수도권 및 광역시의 경우 왕복 6차선(그 이외지역은 4차선)이상의 도로에 접해 있는 나대지에 한해 예외적으로 출점 가능 * 다만, 패밀리레스토랑의 경우, 1~5 예외조항에 구매받지 않고 매년 최대 5개 점포까지 신설하는 안도 선택 가능	

자료: 동반성장위원회, SK 증권 리서치센터

### 3. 2014 년 이후 출점 재개 & 2015 년부터 출점 속도 증가

#### 1. 2012 년 12 월부터 2014 년 8 월까지의 출점 제한

##### : 에너지 축적의 기간

2012 년 12 월 동일브랜드간 출점시 거리제한 규제가 생기면서 업체들의 출점이 둔화되었는데, 이 기간 편의점 업계는 체질 개선에 성공한 것으로 판단된다. 특히, BGF 리테일은 이 기간을 CU 로 브랜드를 전환한 이후에 발생한 혼란을 안정화시키는 기간으로 적절히 활용한 것으로 평가된다.

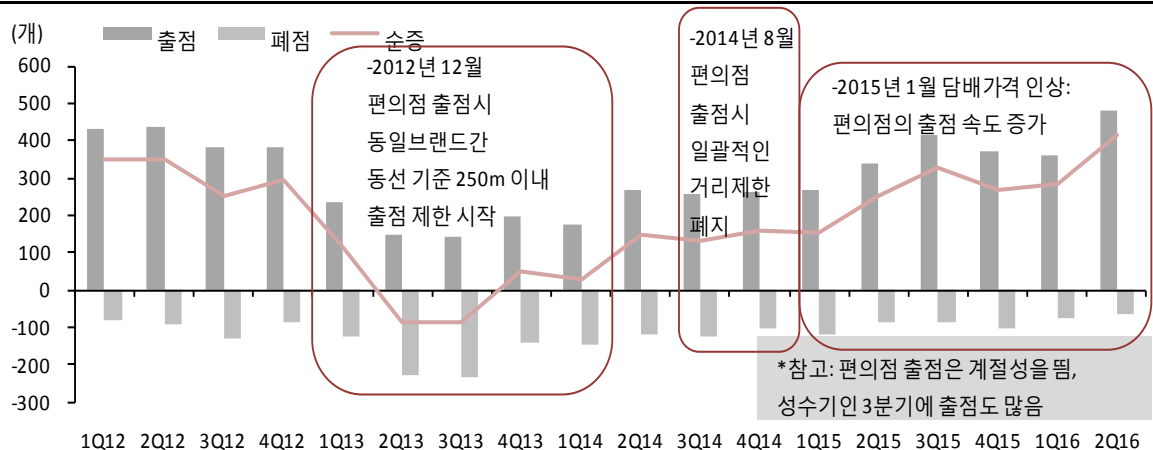
#### 2010 년 이후 편의점 업계의 출점 경쟁 심화

BGF 리테일은 2012 년 12 월 신규 출점시 동일브랜드간 도보 기준 250m 거리제한 규제가 시작되기 전 2011 년과 2012 년에 고속 출점을 단행하였다. GS25 가 IPO 를 앞두고 2010 년 많은 출점을 단행한 이후 세븐일레븐과 CU(당시 패밀리마트)가 출점 경쟁에 참여한 것이다. 그러나 충분히 성숙되지 않은 시장에서 단행한 많은 출점으로 편의점 업계에는 부진 점포들이 많아졌다. 그리고 부진 점포의 증가는 편의점 본사에 대한 점주들의 불만으로 이어져 2012 년 12 월 편의점에 대한 출점 규제가 만들어지는 계기가 되었다.

#### 2012 년 12 월 편의점의 동일 브랜드간 거리제한 -> 편의점 업계의 출점 경쟁 완화 -> 브랜드를 전환한 BGF 리테일에 브랜드 안정화 시간을 벌어줌

출점 규제 이후 편의점 업체들은 출점보다는 기존 점포들의 체질 개선에 집중했다. 이에 따라 편의점 업계 전반의 출점 경쟁은 완화되었다. 그리고 이 시기를 브랜드 전환 이후 안정화 시간이 필요했던 BGF 리테일이 가장 적극적으로 활용한 것으로 판단한다. 해당기간 동안 BGF 리테일은 출점 점포수를 축소하였을 뿐만 아니라 기존 점포의 폐점도 적극적으로 단행했다.

BGF 리테일 분기별 출점 및 폐점 점포수 추이



자료: BGF 리테일

## 2. 거리제한 폐지에 이어 담배가격 인상이 출점에 가속도를 더 함

편의점 출점시 거리제한 규제 시기  
BGF 리테일 적극적인 폐점으로  
출점 에너지 축적

2013 년과 2014 년에 걸친 체질 개선 노력으로 편의점 업계는 향후 성장을 위한 충분한 에너지를 축적할 수 있었던 것으로 판단된다. 이에 따라 2014 년 8 월 출점 규제가 완화된 이후 편의점의 출점은 다시 증가하기 시작했는데, 2015 년과 2016 년을 거치며 속도가 더해지고 있다.

2015 년 1 월 담배가격 인상  
출점을 가속화시키는 계기

편의점 점포수가 증가한 것은 거리제한 규제가 폐지된 것뿐만 아니라 2015 년 1 월 담배가격이 2,500 원에서 4,000 원으로 인상된 점도 큰 원인이다. 인상된 담배가격은 편의점이 출점할 수 있는 잠재 점포수를 확대하였을 뿐만 아니라, 신규 출점 점포들의 안정화 기간 역시 단축하여 고속 출점이 가능한 환경을 만들었다.

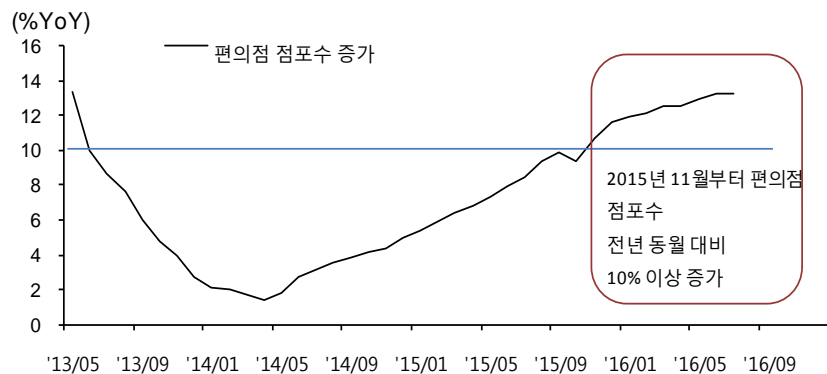
담배가격 인상,  
전체적인 예상 매출을 상승시켜  
신규 출점 후보지를 확대

담배가격 인상은 점포의 매출을 개선시켜 기존에는 출점 기준에 미치지 못했던 지역마저도 출점이 가능한 상권으로 편입될 수 있게 하였다. 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 편입된 것이다.

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

또한 담배가격 인상은 신규 점포들의 안정화 기간도 단축시켰다. 가격에 비탄력적인 담배소비는 출점 초기에 매출이 가장 빠르게 발생하는 품목이다. 기존 예상 매출의 20%에 이르는 규모가 출점 초기에 매출을 상승시키는 역할을 하기 때문에 점포를 오픈하고 영업이 부진한 기간을 의미있게 줄일 수 있다. 신규 점포의 빠른 영업 안정화는 출점 속도를 높일 수 있게 한다. 영업이 부진한 신규점이 많다면 본사 입장에서는 출점 속도를 조절할 수 밖에 없기 때문이다.

편의점 점포수 yoy 증가율 추이: 2014년 하반기 이후 증가율 확대 중

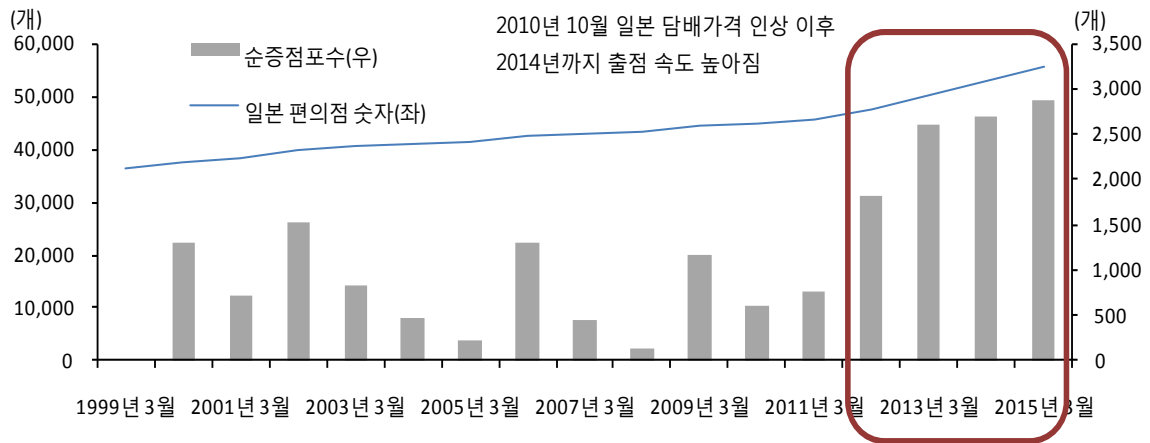


자료: 산업통상자원부

2010년 10월 담배가격을 인상한  
일본의 사례에서 한국 편의점의  
높은 출점 속도를 예상할 수 있음

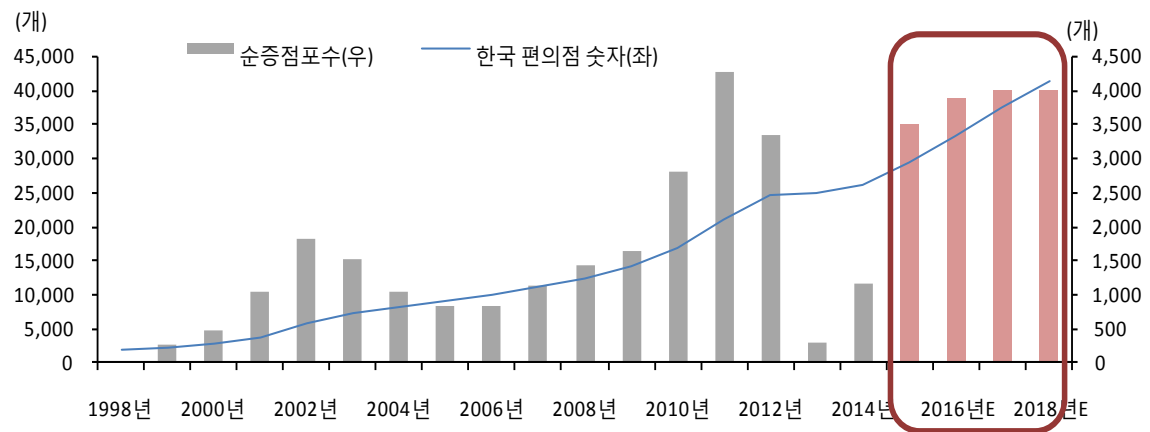
실제로 담배가격 인상이 편의점 업체들의 출점을 확대하게 한 사례는 일본의 경우  
에서 쉽게 찾을 수 있다. 일본은 2010년 10월 담배가격을 300 엔대에서 400 엔  
대로 인상했다. 담배가격을 인상한 이후 일본의 편의점은 2000년대 들어 위축되  
었던 출점이 증가세로 전환되었다. 2011년부터 본격적으로 증가한 출점은 2015  
년초까지 증가 속도가 둔화되지 않았다. 우리나라 역시 일본의 전철의 경험을 뒤  
따라갈 전망이다.

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. 세븐일레븐의 부진, CU의 출점에는 도움

세븐일레븐의 경쟁력이 약화된 것도 BGF 리테일의 출점에 힘을 실어주고 있다. 2015년 이후 출점을 본격적으로 재개한 편의점 업계에서 눈에 띄는 것은 세븐일레븐의 출점 속도가 경쟁사인 BGF 리테일과 GS 리테일에 크게 미치지 못한다는 점이다. 세븐일레븐은 2011년과 2012년 출점 경쟁에서는 다른 어느 업체들보다 적극적이었다. 그러나 2015년 이후의 출점에서는 이전의 공격적인 모습을 찾아볼 수 없다.

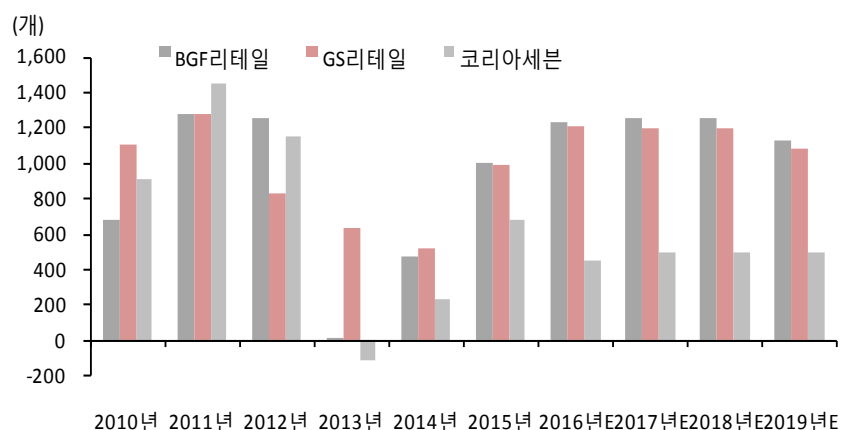
**세븐일레븐,  
2011년과 2012년 출점 경쟁에서  
부작용이 가장 많았던 것으로 추정**

먼저, 2011년과 2012년의 고속출점 이후 다른 어느 업체보다 부작용이 많았다. 그런데 이러한 부작용을 적절히 해소하지 못했던 것으로 추정된다. 2013년에 점포의 순증이 마이너스로 전환되었고 규제가 완화된 이후에도 출점을 빠르게 확대하지 못하고 있다.

2015년 시작된 롯데그룹의 경영권 분쟁 역시 세븐일레븐의 출점을 상대적으로 약화시키는 역할을 했던 것으로 추정된다. 롯데그룹의 부정적인 이미지는 편의점을 내고자 하는 잠재 점주들에게 굳이 편의점을 롯데그룹 브랜드인 세븐일레븐으로 출점하고 싶어하지 않게 했을 가능성이 높다.

이에 따라 2016년 상반기에 세븐일레븐의 신규 출점은 경쟁사들의 50%에도 미치지 못하고 있다.

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



자료: BGF 리테일, GS 리테일, SK 증권 추정

#### 4. 증가하는 창업 수요: 편의점 출점을 담보하는 또 하나의 요인

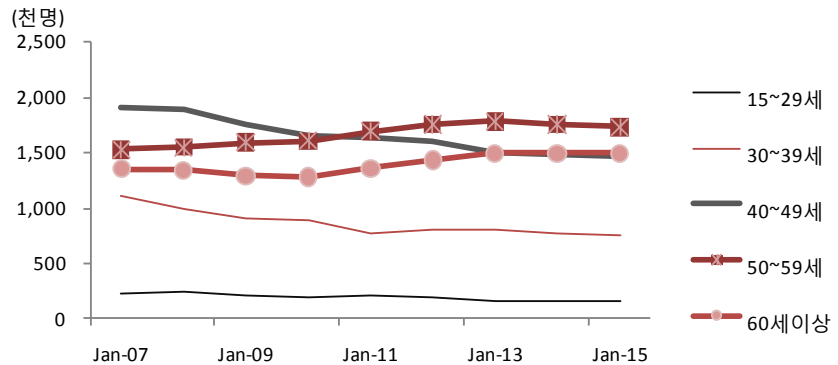
풍부한 창업 수요도  
편의점 출점을 담보

편의점 출점을 담보하는 또 하나의 요인은 풍부한 창업수요이다. 한국에서 인구구조 상 창업수요 증가는 충분히 예상할 수 있다. 은퇴인구가 급증하고 있는데, 100 세 시대를 살아가는 입장에서 은퇴 이후에도 경제활동을 해야만 한다. 퇴직한 50 세 이상 인구가 모두 재취업 하는 것이 사실상 불가능하기 때문에 창업 수요 역시 증가할 수 밖에 없다.

물론, 정부가 적극적으로 고령자 고용 정책을 시행하며 50 세 이상 취업자들은 꾸준히 증가하고 있다. 특히, 65 세 이상 인구의 취업률은 2010 년까지 감소했으나 2015 년에는 개선되었다. 또한 50 세 이상 취업자 중 자영업자 비중이 추세적으로 감소하고 있는 것도 의미가 있어 보인다. 상대적으로 영업의 안정성이 높지 않은 자영업자의 비중이 감소한 것을 고용의 안정성이 높아진 것으로 해석할 수 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 50 세 이상 자영업자의 절대 규모는 감소하고 있지 않다. 50 세 이상 인구가 증가하고 있기 때문이다.

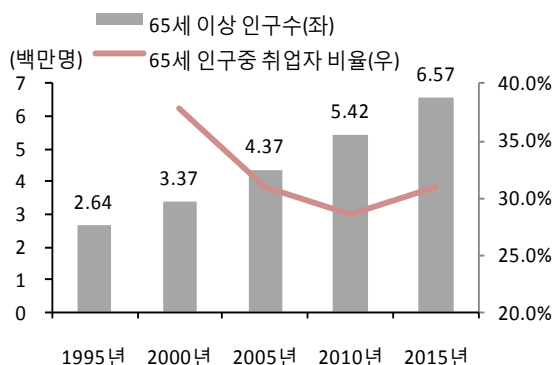
전체 자영업자수는  
2000 년대 중반 이후 감소  
vs 50 세 이상 자영업자 수  
여전히 증가

연령별 자영업자 추이

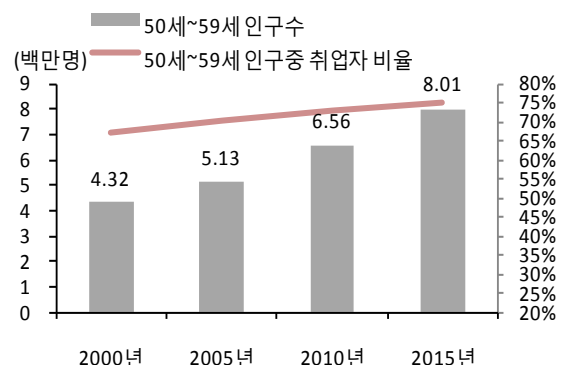


자료: 통계청

65 세 이상 인구수 및 취업률 추이



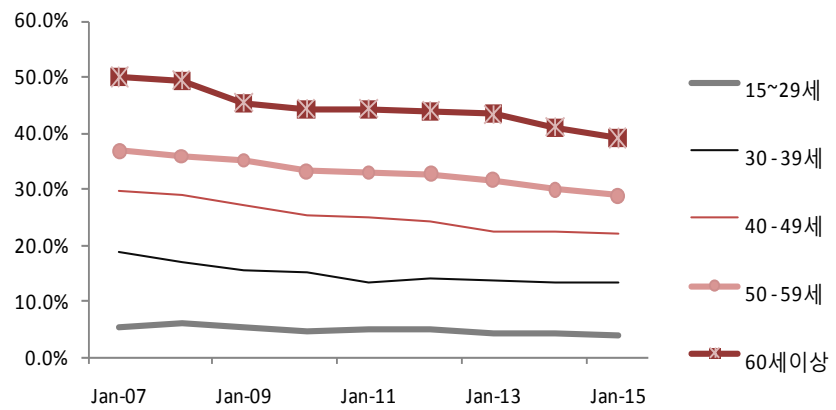
50 세 ~ 59 세 인구수 및 취업률 추이



자료: 통계청

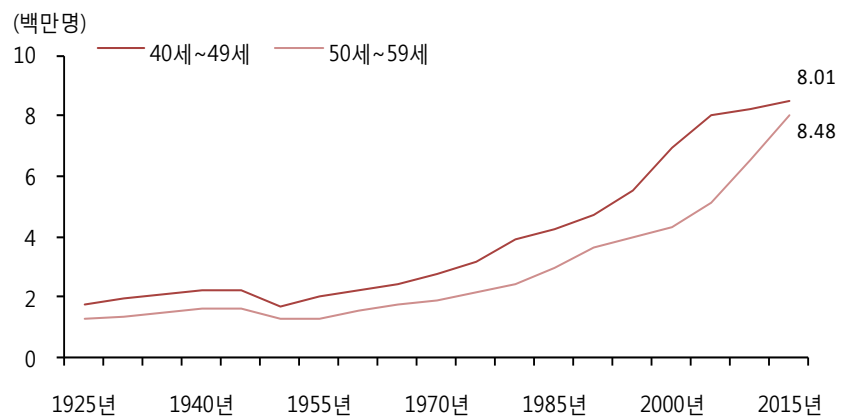
자료: 통계청

## 연령별 취업자 중 자영업자 비중 추이



자료: 통계청

## 40세~59세 인구수 추이



자료: 통계청

정부의 적극적인 보호 정책에도  
자영업자들의 경쟁력은  
여전히 낮음

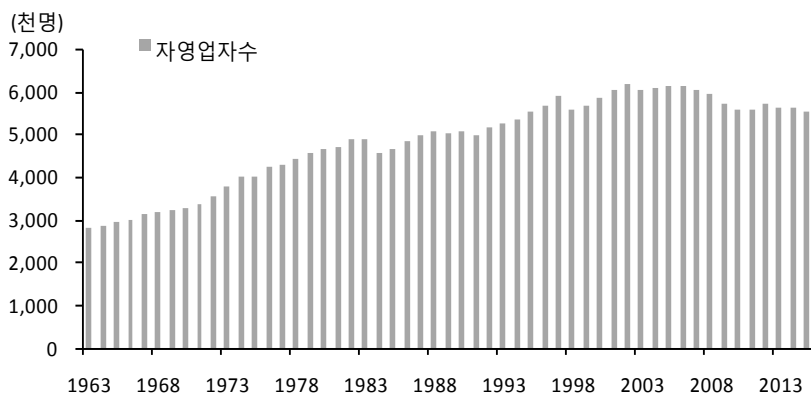
당사는 전체 자영업자의 감소에 대해 앞서 언급한 긍정적인 시각, 즉 고령취업의 증가라는 시각과 다르게 현 상황을 해석해 보고자 한다. 전체 자영업자의 감소는 취업의 증가 때문이라기 보다 자영업자들의 경쟁력 부족 때문일 가능성이 높다. 2010년 이후 정부는 고령 인구의 재취업을 추진과 함께 자영업자를 보호하기 위한 정책도 적극적으로 시행했다. 앞서 언급한 대형마트/SSM 출점 및 영업시간 제한, 그리고 동반성장위원회의 중소기업적합업종 지정 등이 대표적인 예이다. 하지만 그럼에도 불구하고 전체 자영업자수는 감소하고 있는 것이다.

결국, 영세 자영업자들이 소비자의 트렌드 변화 등에 적극적으로 대응하지 못하고 폐업하는 것으로 추정할 수 있다. 따라서 50세 이상에서 퇴직 인구가 지속적으로 증가하면서 자영업에 대한 수요 역시 지속적으로 증가하겠지만, 자영업 경험이 없는 퇴직인구의 신규 창업이 영업을 지속할 수 있는 기간이 어느 정도일지에 대한 의문이 생긴다.

퇴직인구의 신규 창업수요,  
운영 노하우를 전수해주는  
프랜차이즈로 집중될 수 밖에 없음

이러한 상황에서 자영업 경험이 없는 퇴직인구의 신규 창업 수요는 운영 노하우를 전수해 주는 프랜차이즈 업체에 집중될 수 있다. 실패 위험을 줄이기 위해서다. 특히, 이용할 수 있는 자금이 크지 않은 은퇴자들이 주로 창업하는 업종은 일상식 혹은 간식 수요를 타겟으로 하는 식음 관련 프랜차이즈일 것이다.

전체 자영업자 수 추이

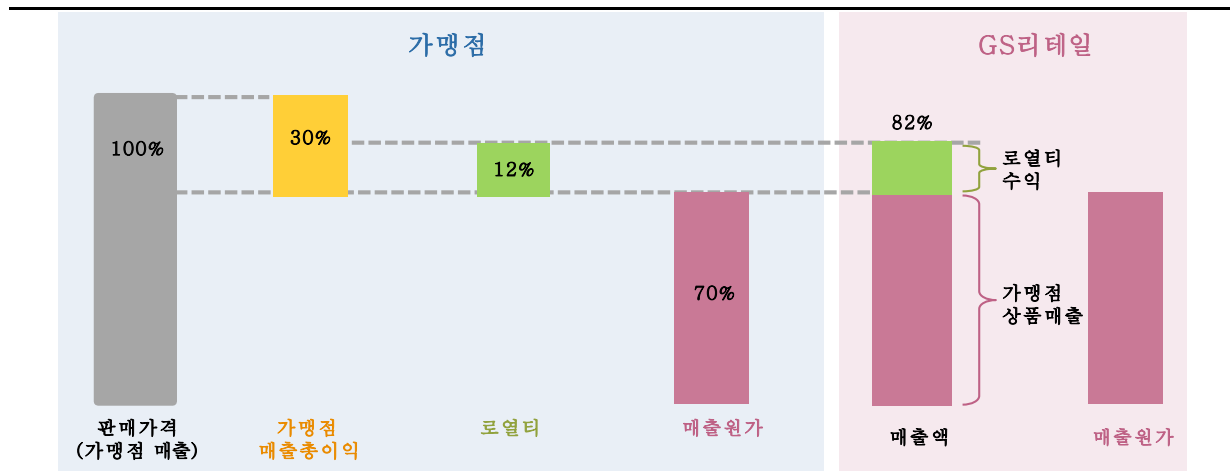


자료: 통계청

**편의점**  
**퇴직인구가 선호하는 프랜차이즈**  
**중에서도 선호되는 포맷**

그런데 편의점은 이러한 퇴직 인구의 신규 창업 수요가 집중되는 식음관련 프랜차이즈보다 매력적인 대안이다. 상대적으로 작은 투자비로 출점이 가능한데다가 매출총이익을 본사와 점주가 배분하는 수익모델로 운영되며, 점포 매출총이익을 높이기 위한 본사의 지원이 다른 프랜차이즈보다 적극적이기 때문이다. 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.

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



자료: GS리테일

주: 가맹점 수수료는 매출총이익의 40%를 가정

**BGF 리테일 점포 형태**

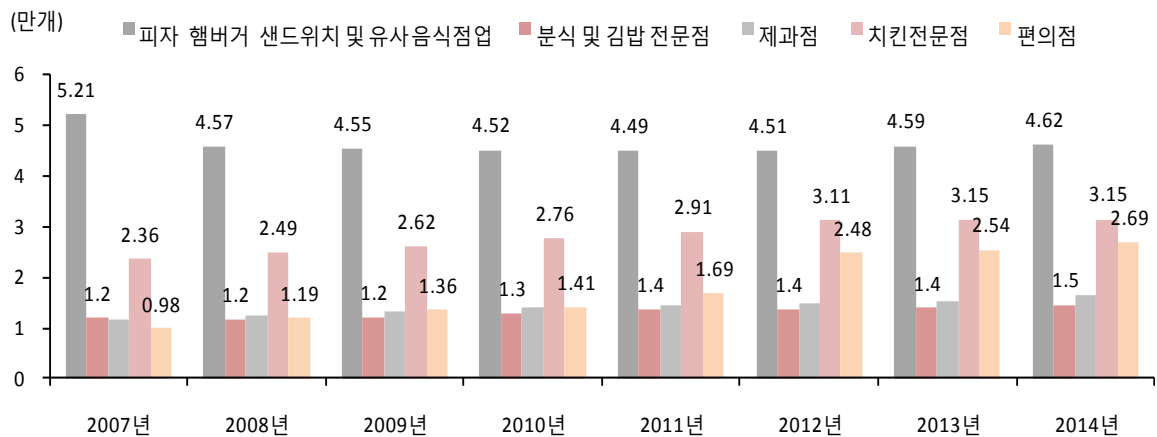
	점주 직접 입차		점주 입차 부담	
	점주수익추구형1(PURPLE 1)	점주수익추구형 2(PURPLE 2)	점주투자안정형 1(GREEN 1)	점주투자안정형 2(GREEN 2)
가입비	700만원(부가세별도)			
상품준비금	1,400만원			
소모품준비금	100만원			
투자	가맹점주 투자		가맹본부 투자(가맹점주 투자 부담)	
인테리어	가맹점주 투자	무상대여	무상대여	무상대여
집기	가맹점주 월 사용료 부담	무상대여	무상대여	무상대여
합계	2,200만원 + 점포임차 비용+인테리어 비용	2,200만원 + 점포임차 비용	2,200만원+점포임차 투자 부담	2,200만원+점포임차 투자 부담
담보	3,600만원	5,000만원	5,000만원	5,000만원
수입	매출이익 중			
	24시간: 80% 19시간: 75%	24시간: 70% 19시간: 65%	24시간: 60% 19시간: 50%	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	24시간: 350만원 + 월 임차료	24시간: 300만원 + 월 임차료	24시간: 300만원 + 월 임차료	
수입(제반지원)과 비교하여 차액발생시 지급	19시간: 250만원 + 월 임차료	19시간: 200만원 + 월 임차료	19시간: 200만원 + 월 임차료	

자료: BGF리테일, SK증권 리서치센터 정리

실제로 편의점이 신규 창업수요를 흡수하는 동안 프랜차이즈 창업이 주를 이루는 음식점의 점포 수 증가는 점차 둔화되는 모습을 보이고 있다. 창업수요자들의 편의점 선호를 방증하는 것이다. 특히, 피자 햄버거 샌드위치 및 유사음식점의 점포수 정체는 이미 상당기간 지속되고 있고 2012년까지 가파르게 증가했던 치킨전문점들의 증가세도 둔화되고 있다. 하나의 품목을 판매하는 형태이기 때문에 점포간 경쟁은 치열해지고 있는데, 적지 않은 투자비가 창업수요자들에게 부담으로 작용하고 있는 것이다.

일본에서도 편의점이 성장하는 동안, 패스트푸드(초밥/도시락, 우동/메밀국수, 햄버거/샌드위치, 아이스크림 등) 프랜차이즈들의 성장이 정체를 보인 경험이 있다. 이 역시 한국 편의점의 매력을 설명하는 요인이다.

#### 편의점 점포수, 피자 햄버거 샌드위치 및 유사 음식점업과 비교하여 아직 현저히 작음

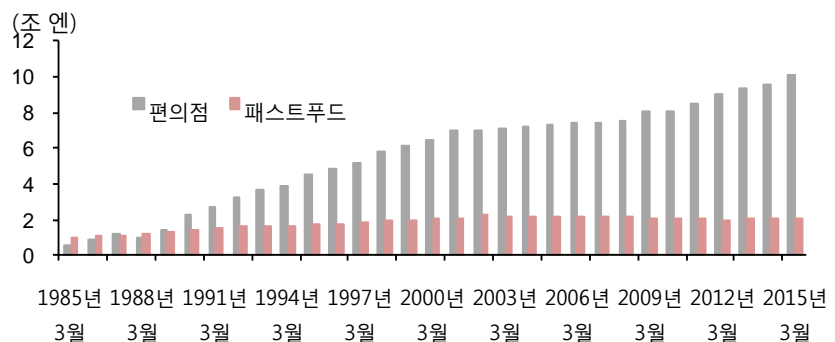


자료: 통계청

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

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

#### 일본 연간 편의점 시장 규모 vs 패스트푸드 시장 규모 추이



자료: 일본프랜차이즈협회

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

## 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 (의탁자 제외)	1,500만원	1,600만원	1,600만원	1,800만원	1,900만원	2,000만원	2,200만원	2,350만원	2,350만원
간판 (여닝/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
개 인테리어	5,000	9,500	1,850	11,000
설 주방기기/집기	3,500	2,500	800	3,500
비 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

## 4. 기존점 매출 증가는?

### 1. 도시락 등 간편식 증가: 점포의 객단가 상승을 견인

2015 년의 높은 기존점 성장률은  
2013 년과 2014 년의 구조조정의  
효과

BGF 리테일은 현재 자사의 2016 년 2 분기 기존점 성장률을 7% 수준으로 밝히고 있다. 이는 전년도 담배 제외시 9% 수준에서 2%p 하락한 것이다. 당사는 BGF 리테일의 2015 년 기존점 성장률이 9%에 달했던 것은 2013 년과 2014 년에 걸쳐 있었던 구조조정의 효과 때문으로 판단한다. 추가 출점을 줄이고 부진 점포를 폐점하여 우량 점포만 영업한 기간이 2015 년이었기 때문이다. 그러나 2016 년부터는 2014 년 하반기부터 출점했던 점포들이 기존점에 포함되며 기존점 성장률이 다소 하락할 수 밖에 없는 구조이다.

2017 년~2019 년  
기존점 성장률 5% 수준으로 추정

당사는 궁극적으로 편의점 업체들의 기존점 성장률이 향후 2~3 년간 5% 수준에 수렴할 것으로 추정된다. 이는 2015 년에도 담배 가격 인상을 제외했을 경우, 산업 전체의 기존점 성장률과 유사한 수준이다.

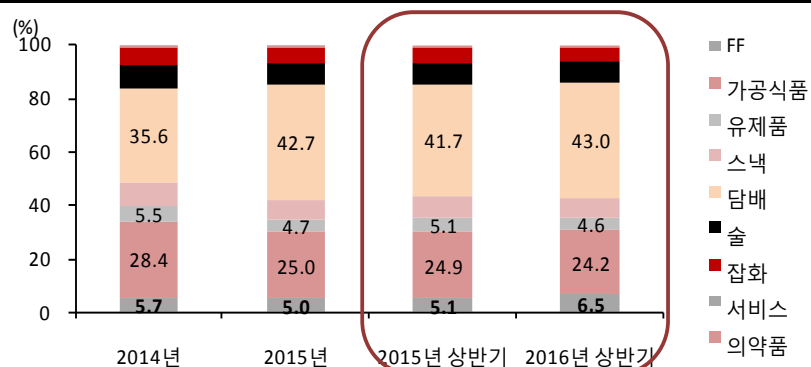
도시락 매출 급증이 기존점 성장을  
견인할 전망

기존점의 매출 성장을 견인하는 것은 도시락/샌드위치 등 프레쉬푸드다. BGF 리테일의 2016 년 상반기 실적을 살펴보면 담배가격 인상효과가 지속되며 담배 매출 비중이 전년 동기 대비 1.3%p 확대된 반면, 다른 대부분 품목의 매출 비중이 감소했다. 이는 2015 년 이후 신규 출점이 많아지면서 출점 초기에 빠르게 매출이 확대되는 담배의 특성이 영향을 미친 것이다.

하지만 여전히 담배 매출 비중이 확대되고 있음에도 불구하고 도시락/샌드위치 등을 포함하는 카테고리인 FF(Fresh Food) 비중 역시 2015 년 상반기 5.1%에서 2016 년 상반기 6.5%로 1.4%p 증가했다. 담배 매출이 확대된 것만큼 도시락의 매출 비중도 증가한 것이다.

2016 년 상반기  
담배 & Fresh Food의  
매출 비중 각각 1.3%p, 1.4%p 증가

BGF 리테일 품목별 매출 비중 추이



자료: BGF 리테일

주: FF에는 도시락, 샌드위치 등의 제품이 포함되어 있음

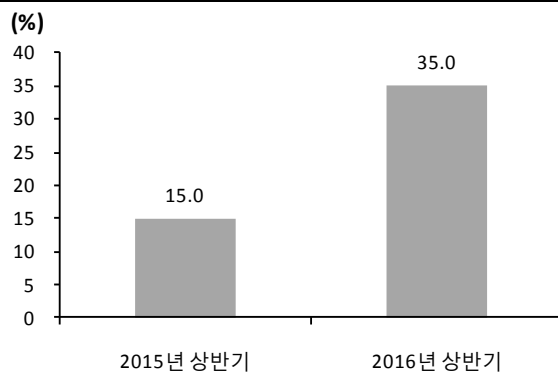
### Fresh Food의 매출 비중 증가 1.4%p 모두 도시락 매출 성장이 견인한 것

구체적으로 살펴보면, 동사는 도시락이 FF 카테고리 내에서 구성하는 비중이 2015년 상반기 10% 중반에서 2016년 30% 중반으로 상승했다고 밝혔는데, 이를 이용해 2015년 상반기 도시락의 매출 비중을 FF 카테고리 중 15%로 가정하고 2016년 상반기를 35%로 가정하면 전체 매출에서 도시락이 차지하는 비중은 0.77%에서 2.28%로 증가하게 된다. FF의 증가한 비중 1.4%p 모두가 도시락에 의한 것이다. 이를 기초로 BGF 리테일의 도시락 매출을 추정해보면 2015년 상반기 150억원 수준에서 2016년 상반기 525억원으로 급증한 것을 알 수 있다.

### 단가 높은 도시락의 성공은 객단가를 상승시키는 요인

도시락은 신규 고객을 유입하는 역할보다는 기존 고객의 객단가를 인상시키는 역할을 한다. 편의점 업체들에 따르면 도시락 매출의 증가는 기존 고객들의 도시락 구매빈도가 높아진 것이 주요원인이라 한다. 이는 점포가 확보하고 있던 기존 상권의 고객에게 적절히 소구하는 단가 높은 제품을 개발하는데 성공한 것으로 향후 유사한 상권에 출점할 때 고객들의 객단가 인상을 담보하는 요인이다.

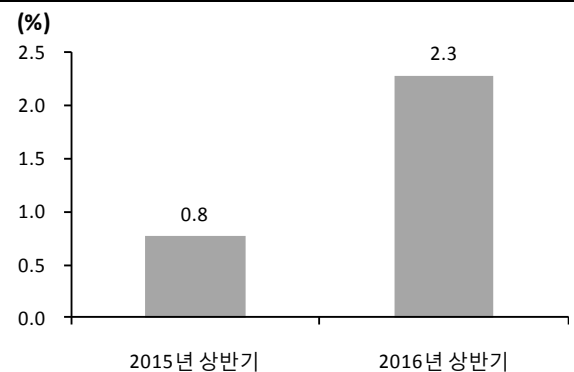
FF(Fresh Food)카테고리 내 도시락 비중 증가



자료: BGF 리테일

주: FF에는 도시락 샌드위치 등의 제품이 포함되어 있음

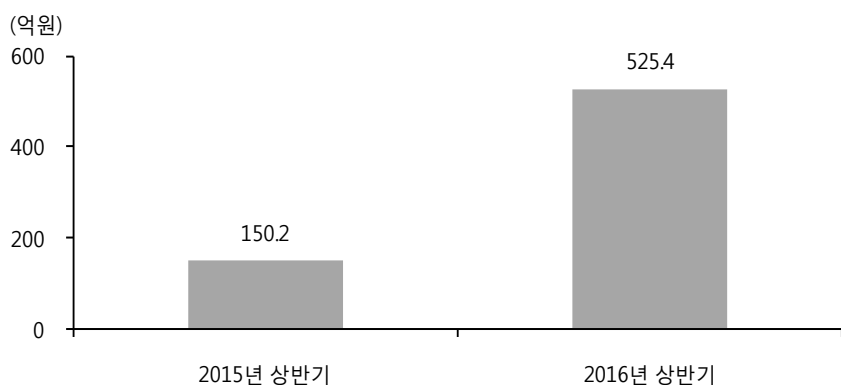
전체 매출 대비 도시락 비중 증가



자료: BGF 리테일

주: FF에는 도시락 샌드위치 등의 제품이 포함되어 있음

BGF 리테일 도시락 매출 추정



자료: SK 증권 리서치센터

## 2. 편의점 도시락, 패스트푸드의 대명사가 될 듯

2015 년 이후 출점한 점포의  
고객들이 도시락을 구매  
-> 점포의 객단가 상승

출점 초기 빠르게 매출이 상승하는 담배와 달리 도시락 매출은 상대적으로 검증의 시간을 거치는 것으로 추정된다. 편의점 도시락을 구매해 보지 않은 고객들이 도시락의 품질에 대한 의구심을 품을 수 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 현재 편의점 도시락은 기존 점포에서 매출이 급증하는 모습을 보인 만큼, 향후 편의점을 방문하는 고객이 도시락을 구매할 것을 충분히 기대할 수 있다.

즉, 편의점의 매출을 '고객수 x 객단가'로 추정한다면, 고객수 증가는 출점의 증가를 통해 가능할 것이고 객단가의 상승은 도시락과 같은 단가 높은 제품의 구매빈도가 증가하는 것으로 가능할 것이다.

참고로 일부에서는 최근의 객단가 상승에 대해 지난 2~3 년간 가공식품의 가격인상에 따른 영향이 있고 향후 가격 인상이 없을 것이라는 점을 우려하고 있다. 그러나 현시점은 점포의 객단가 상승이 개별 품목의 가격인상에 기초하기 보다는 단가가 높은 품목의 매출이 증가하면서 나타나는 시점이기 때문에 각 품목의 가격 인상 여부를 우려할 단계는 아니다.

1인 가구 증가 & 여성 취업 증가  
=> 간편식 수요 확대

편의점의 객단가 인상을 결정할 핵심 시장인 도시락 수요는, 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.

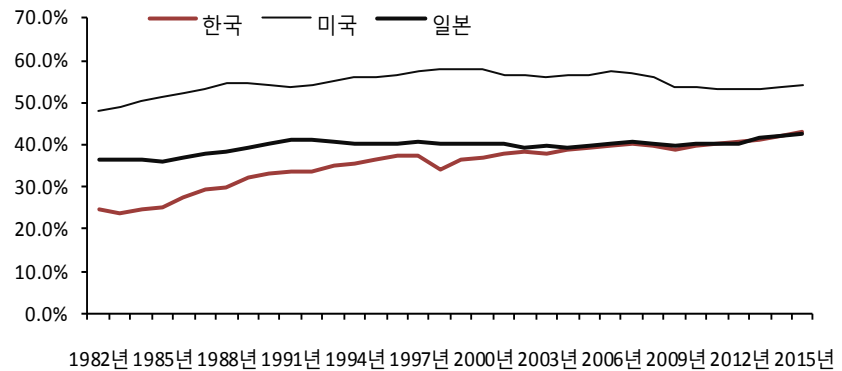
많은 투자자들이 인지하고 있듯이 우리나라의 1인 ~ 2인 가구는 2000년대 들어서며 빠르게 증가했다. 여기에 취업 여성의 비중도 가파르게 증가하고 있다. 전체 여성 중 직업을 가지고 있는 여성의 비율은 꾸준히 상승하며 2015년에는 이미 일본을 넘어섰다. 이러한 트렌드에 변화가 나타나지 않는 이상, 간편식에 대한 수요는 증가할 수 밖에 없는 것이다.

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.

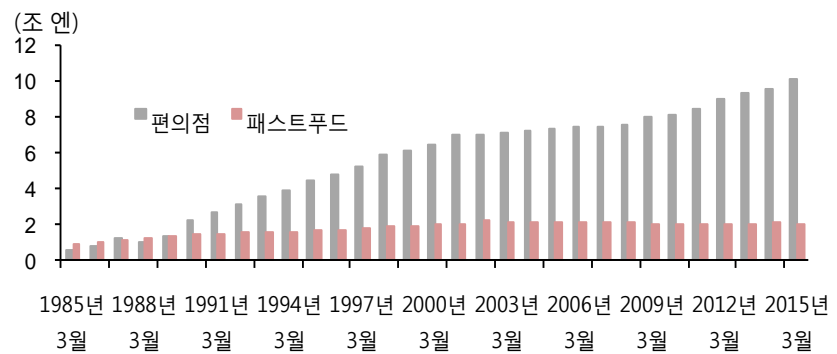
저렴한 가격에 한 끼를 해결할 수 있는 식사로 일본에서는 편의점의 도시락이, 미국에서는 패스트푸드가 성장한 것이다.

## 한국/미국/일본의 각 국의 여성 중 취업 여성 비율



자료: 각 국 통계청

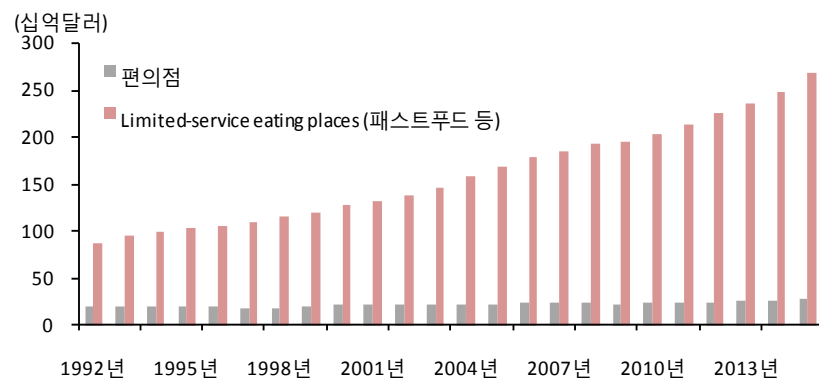
## 일본 연간 편의점 시장 규모 vs 패스트푸드 시장 규모 추이



자료: 일본프랜차이즈협회

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

## 미국 연간 편의점 시장 규모 vs 패스트푸드 시장 규모 추이



자료: 미국 통계청

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

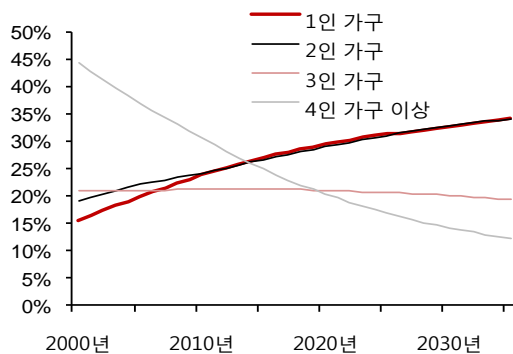
한편, 당사는 편의점 입장에서 더 중요한 수요는 ‘1인 가구’로 판단한다. 편의점이 타 유통채널과 차별되는 가장 큰 특성인 ‘소량판매’ 때문이다. 맞벌이하는 2인 가구의 경우, 일상식을 배달음식으로 해결하는 것도 충분히 예상해 볼 수 있다. 그러나 1인 가구가 배달식으로 식사를 해결하기에는 주문의 최소량이 너무 큰 경우가 많다.

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.

**2015년 한국의 1인 가구,  
2인 가구를 넘어 섬**

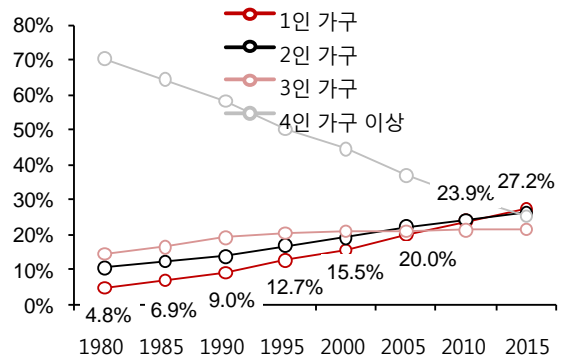
우리나라의 경우 1인 가구 증가가 최근 들어 더 가파르게 나타나고 있어 편의점의 도시락 수요 성장에 대해 의구심을 가질 필요는 없어 보인다. 우리나라는 2000년대 이후로 1~2인 가구가 꾸준히 증가하는 중에서도 1인 가구의 비중이 2인 가구보다 더 가파르게 증가하고 있다. 2015년 기준으로 1인 가구수는 절대 규모에서 2인 가구를 넘어섰다.

한국 가구 구성원 수 별 비중 추이 및 전망



자료 통계청

한국 가구 구성원 수 별 비중 최근 추이



자료 통계청

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

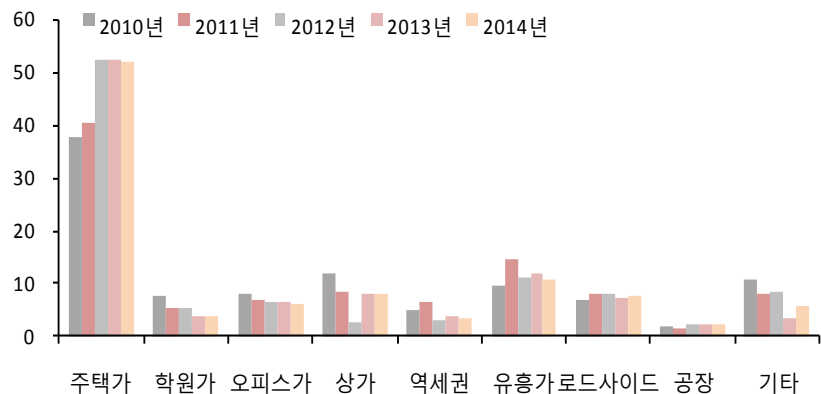
또 하나 주목해야 할 점은 편의점의 출점 지역이다. 2015년 기준 29,000여개의 편의점이 있는데, 이들의 50%가 주택가 인근이다. 간편식 수요가 많은 1인 가구의 수요를 흡수하기에 편의점 만한 위치 선점은 없어 보인다.

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.

실제로 일본에서도 담배가격 인상을 계기로 편의점의 출점이 증가한 이후 편의점의 패스트푸드, 일상식 매출의 증가는 속도를 더하고 있다.

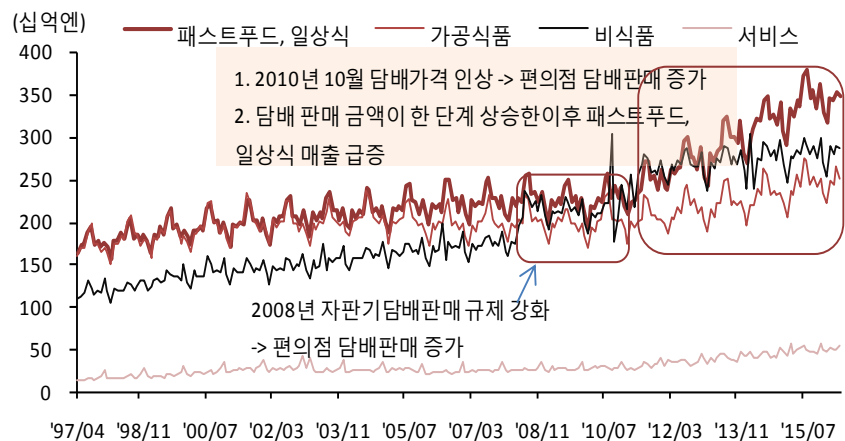
주택가 인근 편의점 비중 증가: 1인 가구의 식품 소비 수요 흡수에 용이

(단위: %)



자료: 편의점산업협회

일본 편의점 품목별 월별 매출 추이



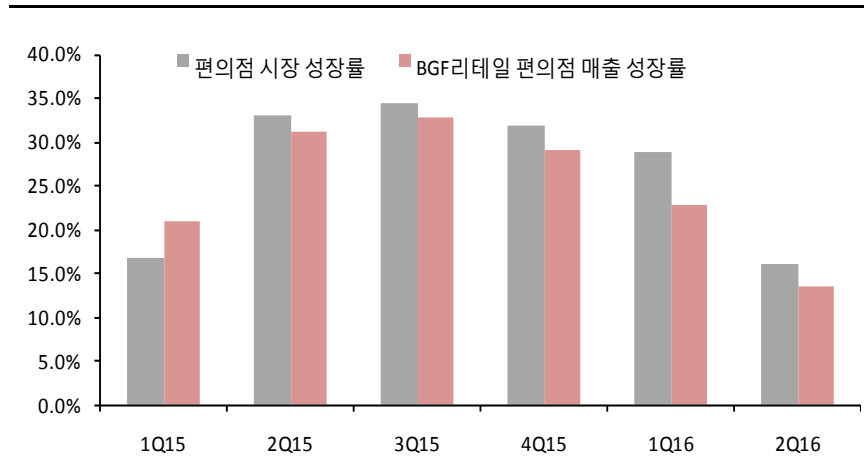
자료: 일본프랜차이즈협회

## 5. BGF 리테일의 매출 성장률이 시장 대비 낮은 원인 점검

2016년 2분기 실적 발표 이후 투자자들은 동사의 매출 성장이 편의점 시장 성장률에 미치지 못했다는 것에 우려를 표시했다.

BGF 리테일의 편의점 매출 성장률은 2015년 1분기 이후 지속적으로 편의점 시장의 성장률에 미치지 못했다. 그 동안은 성장률이 충분히 높은 수준을 유지하고 있었기 때문에 상대적으로 낮은 동사의 매출 성장률에 주목하지 않았으나, 담배가격 인상 효과가 사라지기 시작하면서 투자자들의 우려가 확대되고 있는 것이다.

편의점 시장 성장률 VS BGF 리테일 편의점 매출 성장률



자료: 통계청 BGF 리테일

이에 대해 회사측은 3 가지 이유로 설명을 했다. 1) 신가맹제도 전환으로 점주로 귀속되는 수익 배분 비율이 높아진 것과 2) 일부 직영점포의 가맹점 전환에 따른 본사 수익 인식 비율 하락, 3) 2015년 3분기부터 시행된 VAN 수수료 수취 금지의 영향으로 설명했다.

이 중에서 투자자들은 향후에도 영향이 지속될 것으로 예상되는 신가맹제도 전환에 따른 본사 매출 인식비율 하락과 관련된 우려를 지속적으로 제기하고 있다.

## 1. 신가맹제도 전환: 실제로 매출에 미치는 영향은 미미

신가맹과 구가맹의 가장 큰 차이  
계약 기간이 2년인 위탁가맹이  
없는 것

동사는 2014년 1월부터 신가맹제도를 운영했는데, 구가맹제도와 가장 크게 차이가 나는 것은 계약기간 2년인 위탁가맹이 없는 것이다. 위탁가맹은 계약기간이 2년일 뿐만 아니라 점포 임차 비용을 비롯한 모든 초기 투자비용을 가맹본부인 본사가 부담하고 가맹점주는 매출총이익의 40%만을 수익배분으로 보장받는 형태다.

이러한 위탁가맹은 동사가 2013년 723점이라는 대규모 폐점을 단행할 당시 주로 폐점을 요청한 가맹형태였다. 위탁가맹은 점주 입장에서는 매우 작은 규모의 투자비로 편의점을 운영하는 경험을 해 볼 수 있다는 장점이 있으나, 점주의 수익 배분 비율이 낮아 점주들로 하여금 보다 적극적으로 운영할 동기를 제공하지 못하는 경향이 있다. 이에 따라 점포의 매출이 기대했던 수준으로 상승하지 못하고 본사의 지원금으로 연명하는 부실 점포가 되는 비율이 높았던 것으로 추정된다.

결국, 회사는 동기부여가 약한 위탁가맹보다는 순수가맹 형태를 보다 세분화하고 점주들이 영업을 적극적으로 하도록 동기를 부여하기 위해 점주에게 유리한 수익배분 비율을 적용한 신가맹제도를 2014년 1월부터 운영하기 시작한 것이다.

본사의 매출 성장 둔화가 예상되나  
작은 규모가 장기적으로 나타나는  
형태

하지만 신가맹제도에 따라 나타날 수 있는 본부의 매출 감소에 대해 투자자들이 크게 우려할 필요는 없어 보인다. 신가맹제도 시행으로 본사의 매출이 감소하는 규모가 투자자들의 우려와 같이 크지 않을 것으로 추정되기 때문이다.

기존 구가맹제도에서도 순수가맹의 본부 매출 인식 비중은 매출총이익의 65%로 신가맹의 50%~80%와 비교하여 현저하게 차이가 나지는 않는다. 또한 신가맹 비중은 2014년말 7.3%에서 2015년말 32.7%로 증가한 이후 2016년 상반기말 42.5%로 증가했다. 이를 기초로 대략적인 영향을 추정하면 다음과 같다.

모든 점포의 매출이 동일하다고 가정하고 매출총이익률을 30%, 구가맹의 본사 수익배분을 35%, 신가맹의 본사 수익배분을 30%로 가정하고, 2015년 상반기 대비 2016년 상반기 신가맹 비중이 15%p 높아졌다면 BGF 리테일 본사의 매출이 감소하는 규모는 0.23%에 불과하다. 다만, 이런 작은 규모의 영향이 향후 수년간 지속적으로 나타날 전망이다. 위탁가맹의 감소가 미치는 영향도 눈에 띄는 수준은 아니었던 것으로 추정된다. 위탁가맹이 발생시킨 매출이 크지 않았기 때문이다.

더욱이 신가맹제도에서는 구가맹제도에서 제공하던 다양한 영업지원금들을 제공하지 않으면서 영업이익의 규모로 보면 본사 입장에서는 큰 차이가 없는 것으로 추정된다.

BGF 리테일 과거 가맹형태(구가맹, 2011년 기준)

가맹유형	CU(Family Mart)	
	순수가맹(1FC)	위탁가맹(2FC)
가맹비	700(VAT제외)	
상품준비금	1,400만원	
소모품잔존준비금	100	
가맹투자금 액(만원)	점포임차 비용	가맹자 부담
	판매설비/집기	본부 무상 대여
	점포내/외장공사	(평당소요액 130만원) 본부부담
	전기/동력공사	본부부담
	예치보증금	-
		최소 1,500이상
	합계	임차비용+2,200
매출이익배분(매월)	본부 35%	본부 60%
	가맹점 65%	가맹점 40%
계약기간	5년/7년/10년	2년
본부지원(만원)	광열비	월 50%
	점포보증금, 월세	가맹자부담
	최저수입보장금	연간 6,000
	기타	연간 4,200
	실제폐기한 후레쉬푸드 매입원가 월 합계금액의 15%내 발주장려금 24시간 운영장려금 등	

자료: 편의점협회, SK증권 리서치센터 정리

BGF 리테일 현재 점포 형태(신가맹, 2014년 1월부터 시행)

	점주 직접 임차		점주 임차 부담	
	점주수익추구형1(PURPLE 1)	점주수익추구형 2(PURPLE 2)	점주투자안정형 1(GREEN 1)	점주투자안정형 2(GREEN 2)
가맹비	700만원(부가세별도)			
상품준비금	1,400만원			
소모품준비금	100만원			
투자	점포임차비용	가맹점주 투자	가맹본부 투자(가맹점주 투자 부담)	
	인테리어	가맹점주 투자	무상대여	무상대여
	집기	가맹점주 월 사용료 부담	무상대여	무상대여
	합계	2,200만원 + 점포임차 비용+인테리어 비용	2,200만원 + 점포임차 투자 부담	2,200만원 + 점포임차 투자 부담
	담보	3,600만원	5,000만원	5,000만원
수입	매출이익 중	24시간: 80% 19시간: 75%	24시간: 60% 19시간: 50%	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		24시간: 350만원 + 월 임차료	24시간: 300만원 + 월 임차료	
수입(제반지원)과 비교하여 차액발생시 지급		19시간: 250만원 + 월 임차료	19시간: 200만원 + 월 임차료	

자료: BGF리테일, SK증권 리서치센터 정리

## 2. 직영점포의 가맹점 전환

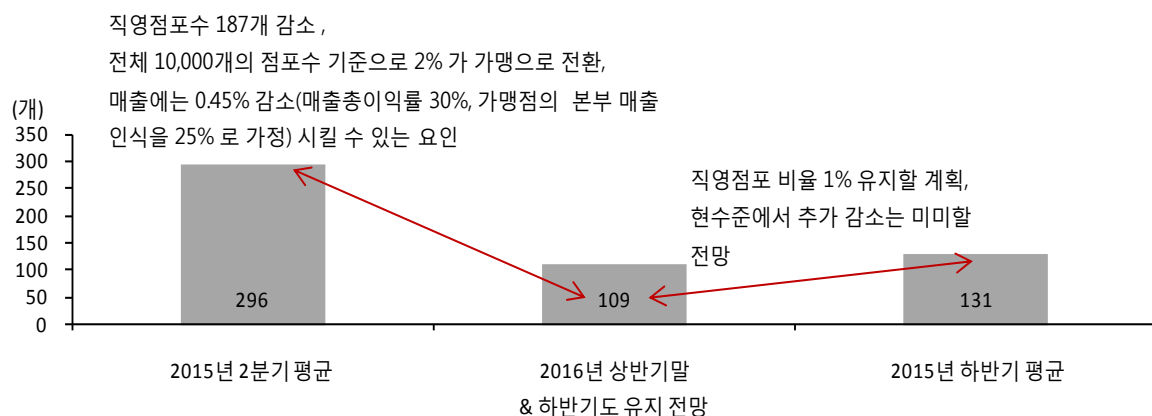
### : 2016 년 2 분기까지 영향이 컸으나 향후에는 영향 미미

그럼에도 BGF 리테일의 매출 성장률이 편의점 시장 성장률 대비 2%p 낮은 것은 2016 년 2 분기까지 작은 규모의 영향을 미치는 요인들이 여러 개 있었기 때문이다. 그 중 하나는 2015 년 하반기에 본격적으로 진행된 것으로 추정되는 직영점포의 가맹점 전환이다.

동사는 2013 년 대규모 폐점을 단행할 시점에 폐점을 원하는 점포들 중에서 폐점하기 아까운 점포들은 새로운 점주를 찾기 전까지 직영으로 운영하기로 하며 직영점포가 크게 증가했다.

당초 동사는 전체 점포의 1% 수준을 직영점으로 운영하겠다는 정책을 가지고 있었다. 그런데 2013 년에 직영점포를 확대한 의사결정의 결과로 2015 년 2 분기 평균 직영점 수가 296 개로 늘었다. 전체 점포수 8,813 개의 3.3% 수준으로 회사 정책보다 2%p 많은 수준이 된 것이다. 이에 따라 가맹을 원하는 점주에게 적극적으로 점포를 내어 줌으로서 정책 수준까지 직영점포를 축소했다. 하지만 2015 년 하반기에는 평균 직영점 수가 131 개로 감소했고 2016 년 2 분기말에는 109 개로 직영점포 수가 감소했다. 2016 년 2 분기말 동사의 점포수가 10,106 개이고 동사가 전체 점포의 1% 수준을 직영점으로 운영할 계획을 가지고 있는 만큼, 이제부터 추가적인 직영점포 감소는 크지 않을 전망이다. 따라서 2016 년 2 분기까지 영향을 상당히 미쳤을 것으로 추정되는 직영점포의 가맹점 전환에 따른 매출 성장률 감소는 2016 년 하반기 이후에는 크지 않을 전망이다.

BGF 리테일 직영 점포수 비교



자료: BGF 리테일

## 6. 골프장, 실적에 미치는 영향은 미미

### 1. 골프장 인수

간단한 사업 모델을 보유한 동사에 대해 편의점의 성장성 외에 투자자들의 우려가 커진 것은 보광그룹의 골프장을 인수하면서부터다. 동사는 2016년 2월 주식회사 보광이천의 유상증자에 참여하여 보광그룹의 회원제 골프장인 휘닉스스프링스를 인수했다. 투자자들은 동사가 관계사를 지원한 것을 지배구조 리스크로 해석했다.

그러나 투자 규모가 크지 않았고 유사한 의사결정을 할 만한 사업이 추가로 없어 보인다는 점에서 과도한 우려를 할 필요는 없어 보인다.

골프장 인수에 들어간 자금 규모는 현금 1,280억원과 동사가 보유한 회원권 가치 21억원을 포함한 1,301억원이다. 동사는 1,301억원으로 주식회사 보광이천의 유상증자에 참여해 100% 지분을 확보했다. BGF 리테일이 증자를 하기 전 기존 주주들의 지분은 무상감자를 통해 0%로 정리하였다. 따라서 대주주에 대한 직접적인 지원은 없었던 것으로 판단한다. 그럼에도 불구하고 적자 기업이었던 주식회사 보광이천의 부실을 정리해 준 것 자체를 지원으로 해석할 여지는 충분히 남는다.

### 2. 퍼블릭으로 전환, 동사 실적에 미치는 영향은 크지 않을 듯

동사는 주식회사 보광이천의 회원제 골프장인 휘닉스스프링스를 5월 퍼블릭으로 전환하고 8월에는 이름도 사우스스프링스로 변경하였다. 2016년 2분기에는 16억원의 영업이익을 시현했다.

향후 실적 전망은 다소 쉽지 않으나 전반적으로 동사의 실적에 큰 변화를 줄 가능성은 높지 않다. 운영하는 골프장의 수가 1개에 불과하기 때문이다. 또한 퍼블릭 골프장들의 영업은 회원제 골프장보다는 양호한 것으로 알려져 있어 실적을 악화시킬 가능성도 높지는 않아 보인다. 다만, 동사가 사우스스프링스를 프리스티지 퍼블릭 골프장으로 운영할 방침이어서 충분한 수요가 있을지에 대해서는 지켜볼 필요가 있어 보인다. 주말 기준 그린피는 210,000원~250,000원으로 낮은 수준이 아니기 때문이다.

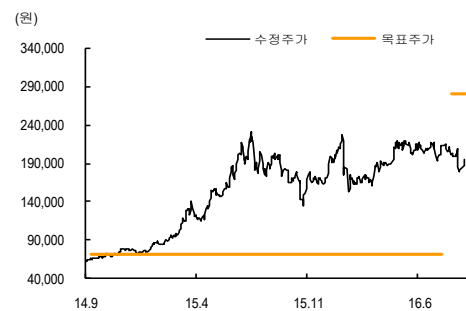
South Springs 9 월 19 일~9 월 30 일 요금

구분			정상요금	할인요금	인터넷회원
주중	1부		19만원	15만원	14만원
	2부			18만원	17만원
주말	토	1부	25만원	25만원	24만원
		2부		22만원	21만원
	일	1부		23만원	22만원
		2부		20만원	19만원

자료: South Springs

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.09.26	매수	280,000원
2016.09.06	매수	280,000원
2016.08.30	매수	280,000원
2016.08.12	담당자 변경	
2014.10.05	중립	70,000원



## 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 9월 26일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	5,324	7,231	9,476	10,135	12,731
현금및현금성자산	1,993	2,108	1,522	852	3,001
매출채권및기타채권	382	360	469	526	600
재고자산	495	630	526	590	673
<b>비유동자산</b>	6,275	6,154	6,741	8,624	9,237
장기금융자산	60	71	393	1,855	1,855
유형자산	3,880	3,692	3,743	5,502	5,608
무형자산	504	470	515	786	735
<b>자산총계</b>	11,599	13,385	16,216	18,759	21,969
<b>유동부채</b>	7,952	5,994	6,902	7,708	8,706
단기금융부채	3,462	832	664	715	768
매입채무 및 기타채무	3,486	4,120	4,786	5,361	6,077
단기충당부채	22	35	41	51	58
<b>비유동부채</b>	1,618	1,670	1,577	1,763	2,265
장기금융부채	331	297	14	240	470
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	4	9	254	290
<b>부채총계</b>	9,569	7,664	8,479	9,471	10,971
<b>지배주주지분</b>	1,937	5,590	7,732	9,139	10,850
자본금	246	246	248	248	248
자본잉여금	152	174	1,041	1,041	1,041
기타자본구성요소	-2,705	47	-53	-59	-59
자기주식	0	-124	-1	-1	-1
이익잉여금	4,241	5,121	6,494	7,907	9,619
비지배주주지분	93	131	5	148	148
<b>자본총계</b>	2,030	5,721	7,737	9,288	10,998
<b>부채외자본총계</b>	11,599	13,385	16,216	18,759	21,969

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,373	2,559	3,017	4,336	3,682
당기순이익(손실)	700	1,015	1,528	1,722	2,010
비현금성항목등	1,610	1,479	1,597	1,662	1,799
유형자산감가상각비	921	912	930	1,103	1,194
무형자산상각비	163	137	148	205	215
기타	346	155	182	-55	-84
운전자본감소(증가)	174	346	241	1,753	317
매출채권및기타채권의 감소(증가)	38	64	-391	-248	-74
재고자산감소(증가)	58	-135	103	-61	-83
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	264	584	741	1,149	716
기타	-186	-166	-212	914	-241
법인세납부	-112	-280	-350	-802	-444
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,040	-2,540	-4,358	-375	-1,350
금융자산감소(증가)	-441	-1,738	-3,308	484	0
유형자산감소(증가)	-626	-663	-926	-954	-1,300
무형자산감소(증가)	-87	-88	-147	-163	-163
기타	113	-51	22	259	113
<b>재무활동현금흐름</b>	-321	96	774	-4,623	-184
단기금융부채증가(감소)	0	75	528	-727	53
장기금융부채증가(감소)	0	38	-451	-1,742	230
자본의증가(감소)	-2	98	923	0	0
배당금의 지급	-121	-97	-185	-297	-297
기타	-81	-18	-41	-1,851	-170
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,012	116	-586	-670	2,148
기초현금	981	1,993	2,108	1,522	852
기말현금	1,993	2,108	1,522	852	3,001
FCF	1,592	1,762	2,768	3,860	2,164

자료 : BGF리테일 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	31,300	33,680	43,343	50,164	57,302
<b>매출원가</b>	23,868	25,688	34,342	40,290	46,023
<b>매출총이익</b>	7,432	7,992	9,001	9,874	11,279
매출총이익률 (%)	23.7	23.7	20.8	19.7	19.7
<b>판매비와관리비</b>	6,382	6,751	7,165	7,906	8,878
영업이익	1,050	1,241	1,836	1,969	2,401
영업이익률 (%)	3.4	3.7	4.2	3.9	4.2
비영업손익	-118	121	129	240	176
<b>순금융비용</b>	62	-65	-88	-50	-92
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	51	8	11	10	0
세전계속사업이익	933	1,362	1,965	2,209	2,577
세전계속사업이익률 (%)	3.0	4.1	4.5	4.4	4.5
계속사업법인세	232	348	436	486	567
<b>계속사업이익</b>	700	1,015	1,528	1,722	2,010
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	700	1,015	1,528	1,722	2,010
<b>순이익률 (%)</b>	2.2	3.0	3.5	3.4	3.5
지배주주	689	1,016	1,517	1,713	2,010
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.2	3.02	3.5	3.41	3.51
비지배주주	11	-2	12	10	0
<b>총포괄이익</b>	706	972	1,530	1,720	2,008
지배주주	694	975	1,519	1,711	2,008
비지배주주	12	-4	11	9	-1
EBITDA	2,134	2,290	2,914	3,277	3,809

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.5	7.6	28.7	15.7	14.2
영업이익	64.8	18.2	47.9	7.2	22.0
세전계속사업이익	76.0	46.1	44.2	12.4	16.7
EBITDA	30.8	7.3	27.2	12.5	16.2
EPS(계속사업)	92.6	47.5	48.9	12.5	17.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	40.2	27.0	22.8	20.3	20.1
ROA	6.3	8.1	10.3	9.9	9.9
EBITDA마진	6.8	6.8	6.7	6.5	6.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	67.0	120.6	137.3	131.5	146.2
부채비율	471.5	134.0	109.6	102.0	99.8
순차입금/자기자본	44.2	-63.3	-83.3	-69.9	-76.0
EBITDA/이자비용(배)	9.9	21.2	31.0	21.3	22.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,796	4,125	6,144	6,913	8,113
BPS	7,860	22,686	31,211	36,890	43,796
CFPS	7,194	8,384	10,509	12,194	13,798
주당 현금배당금	0	600	1,200	1,200	1,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	19.2	37.7	32.8	27.9
PER(최저)	0.0	12.9	11.6	22.0	18.7
PBR(최고)	0.0	3.5	7.4	6.1	5.2
PBR(최저)	0.0	2.4	2.3	4.1	3.5
PCR	0.0	9.1	16.3	16.0	14.1
EV/EBITDA(최고)	0.0	7.0	17.4	15.2	12.6
EV/EBITDA(최저)	0.0	4.3	3.9	9.6	7.7

**memo**

---