2014. 08. 19

Analyst
양지혜 02) 3777-8484
jhyang@kbsec.co.kr

편의점유통 (OVERWEIGHT)

Initiation

Recommendations

BGF리테일 (027410)
투자의견: BUY (신규)
목표주가: 74,000원 (신규)

GS리테일 (007070)
투자의견: BUY (신규)
목표주가: 27,000원 (신규)

이마트 (139480)
투자의견: HOLD (신규)
목표주가: 250,000원 (신규)

소비 패턴의 변화, 소형점포 전성시대

KB투자증권은 편의점 유통산업에 대해 투자의견 OVERWEIGHT을 제시한다. 편의점 유통은 소비자들의 소량 구매 패턴 확산과 기업들의 소형 점포를 통한 효율성과 소비 트렌드 변화에 유연하게 대응하기 위한 수단으로 꾸준히 증가할 전망이다. 한국 편의점 업체들은 유통업종 내 상대적으로 높은 성장률과 우수한 현금 창출력을 바탕으로 양호한 주가 흐름이 예상된다.

글로벌 리테일의 흐름은 '소형매장'으로

글로벌 리테일의 흐름은 '소형매장' 에 집중되고 있다. 소형매장은 상대적으로 적은 비용을 통해 고객의 방문 빈도를 높여 효율성을 향상시킬 수 있으며, 소비 트렌트 변화에도 유연하게 대응할 수 있다. 일본의 경우, 지난 10년간 편의점 비중이 크게 높아졌는데, 특히 2007년 이후 차별화된 특화 점포 전략에 따른 상품 믹스 개선이 두드러지면서 성장세는 더욱 강화되었다. 일본 유통시장 내 편의점 비중이 7.1%에 이르는 반면, 한국 유통시장 내 편의점 비중은 3.3%에 불과하여 한국 편의점은 일본대비 성장 할 여지가 충분히 남아있다는 판단이다.

한국 편의점의 양적 성장은 제한적, 질적인 성장으로 업종 내 상대적 우위 전망

한국 소매유통 시장 내 편의점의 차별화된 높은 성장이 지속될 전망이다. 다만 최근 편의점 후발주자인 이마트의 진입으로 신규 점포를 확보하기 위한 경쟁이 치열해지겠지만, 기존 상위 편의점 업체들에게 미치는 영향은 제한적이라고 판단한다. 그 이유는 1) 상위 3사가 이미 좋은 위치를 선점하여 규모의 경제를 이루고 있고, 2) 할인점 업체들은 소량 아이템 단위의 SKU 관리 노하우가 부족하며, 3) 점주와의 면밀한 관계 유지가 필요한 가맹사업 추진을 위해 할인점 업체들은 추가적인 관리 인력 확보와 시스템 구축에 상당한 시간과 비용이 들 것으로 판단하기 때문이다. 한편 업체별로 편의점의 질적인 성장 (점포별 차별화, 수익성 높은 자체상품 확대, 점주와의 관계 강화)에 중점을 두는 전략이 더욱 강화될 전망이다.

편의점의 미래, 상품 컨텐츠 강화: PB (자체브랜드)에서 생활밀착형 서비스까지

편의점 업체들의 수익성 높은 독자상품 (PB, 차별화상품)과 서비스 비중이 꾸준히 확대되면서 질적인 성장세를 이어갈 전망이다. 또한 이미 잘 알려진 브랜드 또는 제품과의 제휴를 통해 프리미엄 특화 상품을 확대하는 방법으로 차별화된 먹을거리를 꾸준히 늘려나갈 것으로 예상한다. 나아가 고객들에게 다양한 생활밀착형 서비스 (금융, 통신, 여행 상품 판매 등)를 제공함으로써 고객의 구매율을 높이는 데에 기여할 것으로 전망한다.

편의점 유통, 투자의견 OVERWEIGHT 제시

KB투자증권은 오프라인 유통업태 중 가장 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상되는 편의점 업체, BGF리테일 (투자의견 BUY / 목표주가 74,000원)과 GS리테일 (투자의견 BUY / 목표주가 27,000원)에 대해 긍정적인 시각을 제시한다. 일본, 대만 등 글로벌 편의점 업체들이 주가가 2014년 예상 실적 기준 평균 PER 24X의 높은 수준에서 거래되고 있으며, 한국 편의점 업체들 또한 ROE와 성장률, 현금 창출력 측면에서 결코 뒤지지 않아, 주가 프리미엄은 견고하게 유지될 전망이다.

Contents

I. Focus Charts 4

II. Executive Summary 5

III. Investment Points 6

1. 글로벌 리테일의 흐름은 '소형매장'으로 6

2. 한국 편의점의 양적 성장은 제한적, 질적인 성장으로 업종 내 상대적 우위 전망 10

3. 편의점의 미래: PB (자체브랜드)에서 생활밀착형 서비스까지 13

IV. Valuation 17

Recommendations 20

이마트 (139480) 21

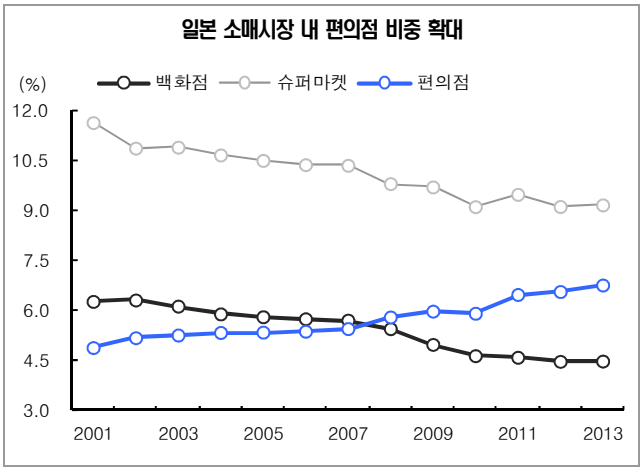
GS리테일 (007070) 27

BGF리테일 (027410) 32

부록: 할인점 vs. 슈퍼마켓 vs. 편의점 주요 지표 36

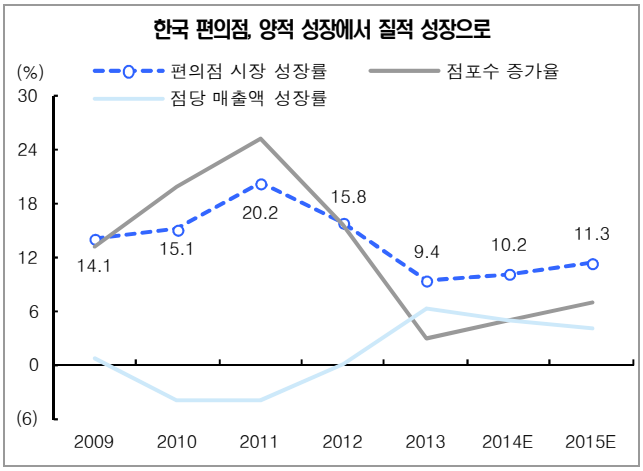
Appendices 46

I. Focus Charts



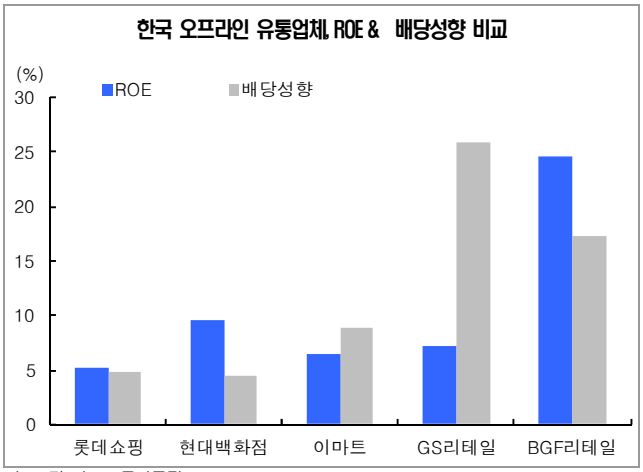
자료: Bloomberg, KB투자증권

- 글로벌 리테일의 흐름은 '소형매장'에 집중, 소형매장은 상대적으로 적은 비용을 통해 고객의 방문 빈도를 높여 효율성을 향상시킬 수 있으며, 소비 트렌트 변화에도 유연하게 대응할 수 있음
- 일본의 경우, 지난 10년간 편의점 비중은 크게 높아짐. 특히 2007년 이후 차별화된 특화 점포 전략에 따른 상품 믹스 개선 두드러지면서 성장세 더욱 강화
- 일본 유통시장 내 편의점 비중이 7.1%에 이르는 반면, 한국 유통시장 내 편의점 비중은 3.3%에 불과, 편의점 점당 일평균 매출액을 비교하더라도 한국 편의점은 일본 편의점 대비 2~4배 성장할 여지가 남아있음



자료: 통계청, KB투자증권

- 한국 소매유통 시장 내 편의점의 차별화된 높은 성장 지속될 전망
- 다만 점포 확장 경쟁에 따른 양적 성장은 제한적, 업체별로 편의점의 질적인 성장 (점포별 차별화, 수익성 높은 자체상품 확대, 점주와의 관계 강화)에 중점을 두는 전략이 강화될 전망
- 평균적으로 매출액의 35%를 차지하는 담배의 가격 인상 시 편의점 업체들은 1)판매가격 인상 효과, 2) 재고보유에 따른 이익으로 수혜가 예상됨



자료: 각 사, KB투자증권

- 오프라인 유통업태 중 가장 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상되는 편의점업체들 (BGF리테일, GS리테일)에 대한 투자의견 BUY 제시
- 일본, 대만 등 글로벌 편의점 업체들이 주가가 2014년 예상 실적 기준 평균 PER 24X의 높은 수준에서 거래되고 있으며, 한국 편의점 업체들 또한 ROE와 성장률, 현금 창출력 측면에서 결코 뒤지지 않아, 주가 프리미엄은 견고하게 유지될 전망
- 소량구매 소비패턴 강화로 구매빈도 감소에 따른 부정적 영향이 예상되는 할인점 이마트에 대해서는 투자의견 HOLD를 제시함

II. Executive Summary

편의점 유통산업에 대한 투자의견 Overweight 제시

KB투자증권은 편의점 유통산업에 대해 투자의견 Overweight을 제시한다. 편의점 유통은 소비자들의 소량 구매 패턴 확산과 기업들의 소형 점포를 통한 효율성과 소비 트렌드 변화에 유연하게 대응하기 위한 수단으로 꾸준히 증가할 전망이다. 한국 편의점 업체들은 유통업종 내 상대적으로 높은 성장률과 우수한 현금 창출력을 바탕으로 양호한 주가 흐름이 예상된다.

글로벌 리테일의 흐름은 '소형매장'으로

글로벌 리테일의 흐름은 '소형매장' 에 집중되고 있다. 소형매장은 상대적으로 적은 비용을 통해 고객의 방문 빈도를 높여 효율성을 향상시킬 수 있으며, 소비 트렌트 변화에도 유연하게 대응할 수 있다. 일본의 경우, 지난 10년간 편의점 비중은 크게 높아졌는데, 특히 2007년 이후 차별화된 특화 점포 전략에 따른 상품 믹스 개선이 두드러지면서 성장세는 더욱 강화되었다. 일본 유통시장 내 편의점 비중이 7.1%에 이르는 반면, 한국 유통시장 내 편의점 비중은 3.3%에 불과하여 한국 편의점은 일본 대비 성장할 여지가 충분히 남아있다는 판단이다.

한국 편의점의 양적 성장은 제한적, 질적 성장으로 업종 내 상대적 우위 전망

한국 소매유통 시장 내 편의점의 차별화된 높은 성장이 지속될 전망이다. 다만 최근 편의점 후발주자인 이마트의 진입으로 신규 점포를 확보하기 위한 경쟁이 치열해지겠지만, 기존 상위 편의점 업체들에게 미치는 영향은 제한적이라고 판단한다. 그 이유는 1) 상위 3사가 이미 좋은 위치를 선점하여 규모의 경제를 이루고 있고, 2) 할인점 업체들은 소량 아이템 단위의 SKU 관리 노하우가 부족하며, 3) 점주와의 면밀한 관계 유지가 필요한 가맹사업 추진을 위해 할인점 업체들은 추가적인 관리 인력 확보와 시스템 구축에 상당한 시간과 비용이 들 것으로 판단하기 때문이다. 한편 업체별로 편의점의 질적인 성장 (점포별 차별화, 수익성 높은 자체상품 확대, 점주와의 관계 강화)에 중점을 두는 전략이 더욱 강화될 전망이다.

편의점의 미래: PB (자체브랜드)에서 생활밀착형 서비스까지

편의점 업체들의 수익성 높은 독자상품 (PB, 차별화상품)과 서비스 비중이 꾸준히 확대되면서 질적인 성장세를 이어갈 전망이다. 또한 이미 잘 알려진 브랜드 또는 제품과의 제휴를 통해 프리미엄 특화 상품을 확대하는 방법으로 차별화된 먹을거리를 꾸준히 늘려나갈 것으로 예상한다. 나아가 고객들에게 다양한 생활밀착형 서비스 (금융, 통신, 여행 상품 판매 등)를 제공함으로써 고객의 구매율을 높이는 데에 기여할 것으로 전망한다.

BGF리테일, GS리테일 투자의견 BUY, 이마트 투자의견 HOLD 제시

KB투자증권은 오프라인 유통업태 중 가장 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상되는 편의점업체, BGF리테일 (투자의견 BUY / 목표주가 74,000원)과 GS리테일 (투자의견 BUY / 목표주가 27,000원)에 대해 긍정적인 시각을 제시한다. 일본, 대만 등 글로벌 편의점 업체들이 주가가 2014년 예상 실적 기준 평균 PER 24X의 높은 수준에서 거래되고 있으며, 한국 편의점 업체들 또한 ROE와 성장률, 현금 창출력 측면에서 결코 뒤지지 않아, 주가 프리미엄은 견고하게 유지될 전망이다.

이마트에 대해 투자의견 HOLD와 목표주가 250,000원을 제시한다. 동사는 온라인, 편의점 (위드미) 진출 등 사업 다각화를 통해 소비 패턴 변화와 정부 규제의 부정적 영향이 최소화되도록 방어하고 있으나, 신규 사업들이 안정화되기까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 판단하여 보수적인 접근을 제안한다.

III. Investment Points

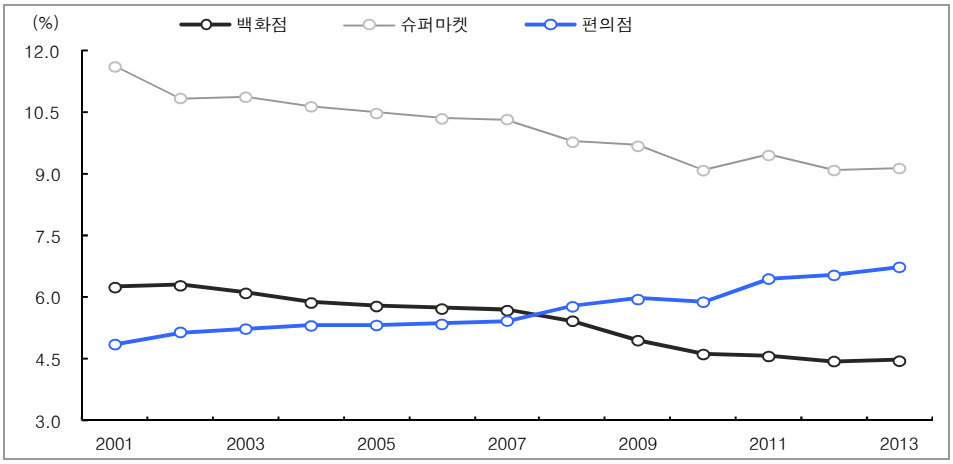
1. 글로벌 리테일의 흐름은 '소형매장'으로

이웃나라 일본 사례, 지난 10년간 편의점 비중 꾸준히 증가

글로벌 리테일의 흐름은 '소형매장'에 집중되고 있다. 편의점 등 근거리 쇼핑채널이 1~2인 가구 증가와 함께 대량구매로 대표되는 할인점의 Traffic을 흡수하고 있다는 판단이다. 저성장 시대에 소형매장은 상대적으로 적은 비용을 통해 고객의 방문 빈도를 높여 효율성을 향상시킬 수 있다는 장점이 있으며, 소비 트렌드 변화에도 유연하게 대응할 수 있다.

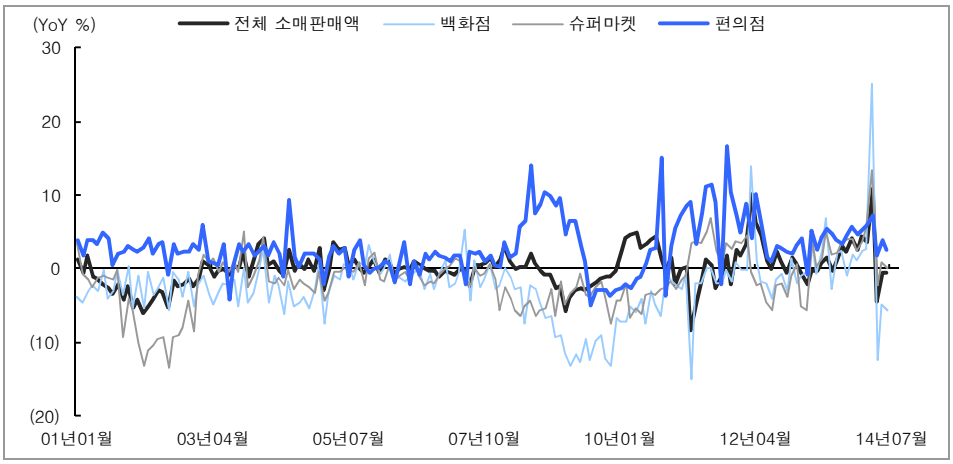
일본의 경우 2000년대 소매판매액이 거의 증가하지 않는 저성장 기조에 접어들었는데, 이후 편의점 비중은 오히려 크게 높아졌다. 특히 2007년 이후 일본 편의점업체들이 차별화된 특화 점포 전략 (예, 신선식품 중심의 '로손스토어 100')에 따른 상품믹스 개선이 두드러지면서 성장세가 더욱 강화되었으며, 현재도 그 비중이 꾸준히 증가하고 있는 것으로 파악된다.

그림 1. 일본 소매시장 내 채널별 비중 변화



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 2. 일본 소매채널별 성장률 추이

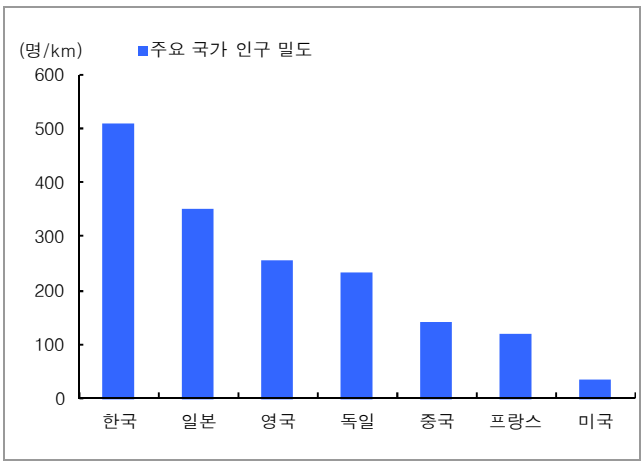


자료: Bloomberg, KB투자증권

영국, Tesco Express, One Stop, 미국 미니 월마트, 마이크로 타겟, 글로벌 대형유통업체들 또한 업태 슬림화로 도심 상권 공략

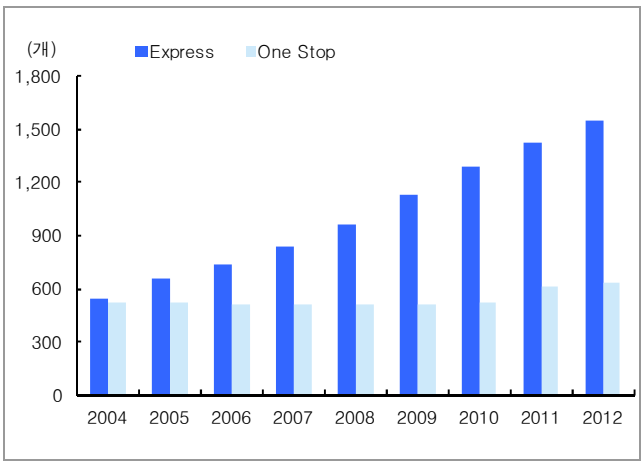
미국과 영국의 글로벌 대형 유통업체인 월마트와 테스코도 편의성을 갖춘 소형매장 확장에 집중하고 있다. 특히 인구밀도가 높은 도심 상권에서는 매장 소형화 및 단순화를 통해 소비자들의 Traffic을 유입하는 데에 효과적이다. 또한 도시 소비자들은 교외 거주민들보다 소득 수준이 상대적으로 높아 신선식품과 유기농제품 등 고마진 상품에 대한 관심도가 높다. 나아가 소형매장의 고효율성에도 주목하고 있다. 미국 월마트의 지난해 4분기 미국 전체 매출은 0.4% 감소한 반면, 소형 포맷 매출은 5% 성장했다. 따라서 월마트와 테스코의 대형 매장들은 저조한 실적이 지속되는 가운데, 소형점을 중심으로 성장 동력을 강화해 나갈 것으로 전망한다.

그림 3. 주요 국가의 인구 밀도



자료: World Bank, KB투자증권

그림 4. 테스코 내 소형점포 형태인 Express와 One Stop 확장

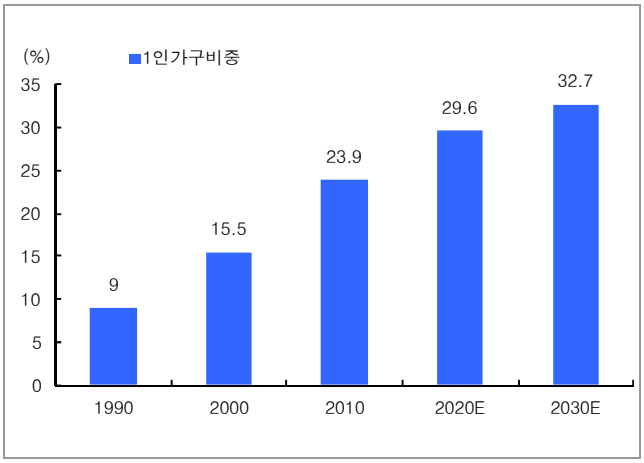


자료: TESCO, KB투자증권

한국도 1인가구의 꾸준한 증가로 소량 구매 패턴 확산

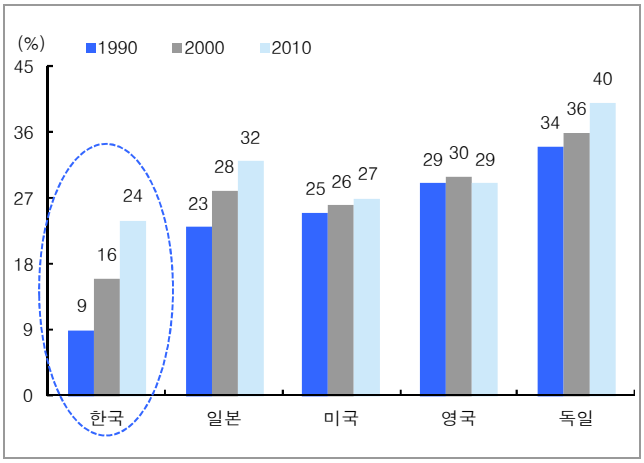
1~2인 가구의 성장이 소매유통 시장 내 구매 행동 변화를 주도하고 있다. 2013년 기준 51.6%까지 올라온 1~2인 가구는 근거리 쇼핑을 선호하고, 한번에 적은 양을 잦은 빈도로 구매하며 소용량 패키지를 선호한다. 온라인 쇼핑의 확산과 소형가전의 등장, 가구 소형화 또한 1~2인 가구 확산에 따른 트렌드 변화라고 볼 수 있다. 특히 1~2인 가구의 월평균 1인당 소비지출은 3~4인 가구 대비 월등히 높은 수준 (+11%)를 나타내는데, 이는 식료품 및 자신에게 투자하는 지출 내역의 비중이 높은 집단이라고 풀이할 수 있다.

그림 5. 빠르게 증가하는 국내 1인가구 비중



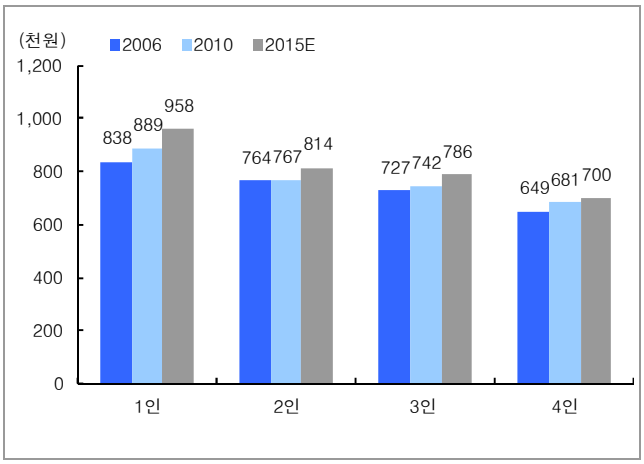
자료: 통계청, KB투자증권 추정

그림 6. 선진국과의 1인가구 비중 비교



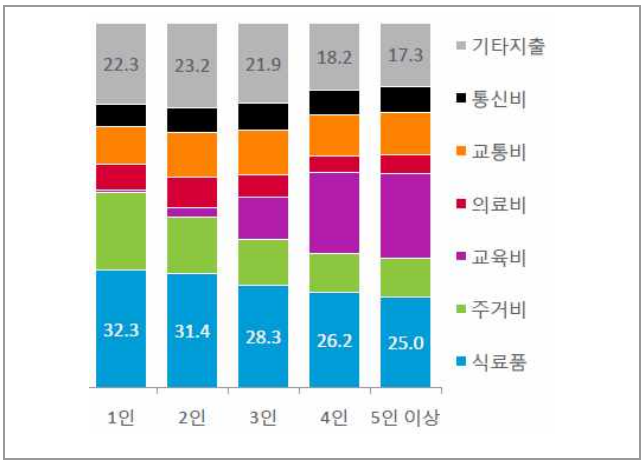
자료: 통계청, KB투자증권

그림 7. 월평균 1인당 소비지출 비교



자료: 통계청, KB투자증권 추정

그림 8. 가구별 소비지출 내역



자료: 닐슨컴퍼니, KB투자증권

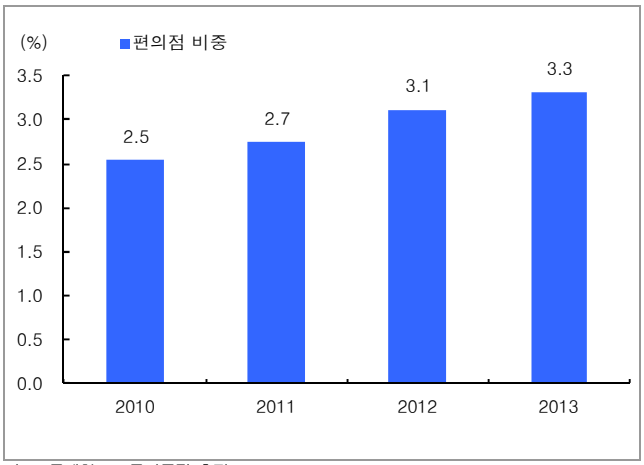
그림 9. 1~2인가구의 소비 패턴, 20% 이상 근거리 쇼핑 선호

자료:닐슨컴퍼니, KB투자증권

일본과 비교시 아직 편의점 확대될 여지 남아있음

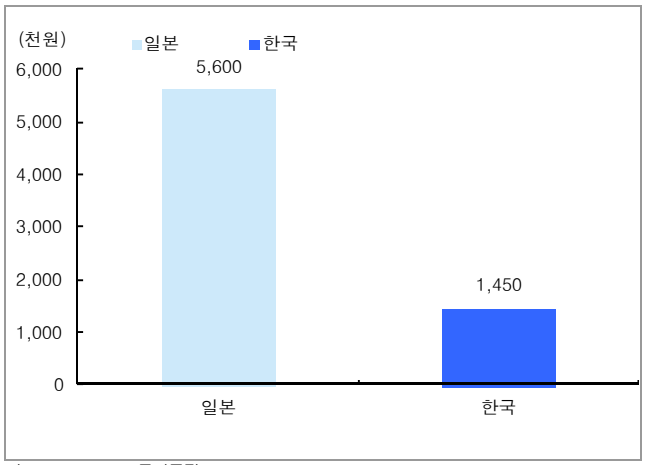
편의점 선진국인 일본과 비교해 볼 때, 한국 편의점 시장은 아직 확대될 여지가 충분한 것으로 판단된다. 일본 유통시장 내 편의점 비중이 7.1%에 이르는 반면, 한국 유통시장 내 편의점 비중은 3.3%에 불과하다. 편의점 점당 일평균 매출액을 비교하더라도 한국 편의점은 일본 편의점 대비 2~4배 성장할 여지가 남아있다. 특히 일본의 경우 1990년대 초 GDP성장률이 둔화되고 1~2인 가구 비중이 40%에 이르면서 편의점 채널이 빠르게 확장되었는데, 현재 한국도 저성장 기조에 접어들고 있어, 국내 편의점 시장의 높은 성장이 예상된다.

그림 10. 유통시장 내 한국 편의점 비중 추이



자료: 통계청, KB투자증권 추정

그림 11. 편의점 점당 일평균 매출액 비교 (일본 vs. 한국)



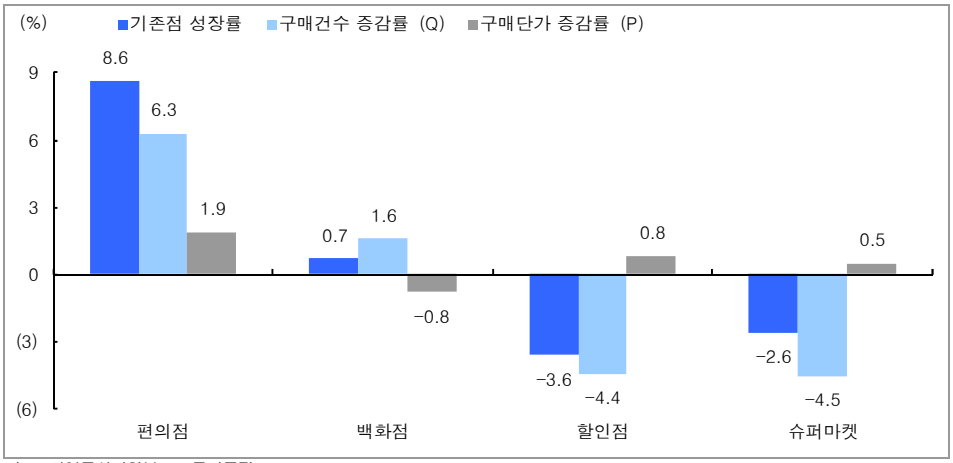
자료: KOTRA, KB투자증권

2. 한국 편의점의 양적 성장은 제한적, 질적인 성장으로 업종 내 상대적 우위 전망

한국 소매유통 시장 내 편의점의 차별화된 높은 성장 지속될 전망

전반적인 내수 부진에도, 편의점은 전체 소매시장 대비 차별화된 성장세를 나타냈다. 특히 할인점과 슈퍼마켓이 2012년 이후 영업규제가 시행되면서 기존점 성장률과 구매건수 증감률이 역신장세를 보이고 있는 반면, 편의점의 기존점 성장률과 구매건수 증감률은 모두 양호한 플러스 성장세를 이어가고 있다. 백화점의 경우, 합리적 소비가 강화되면서 아울렛 확산에 따른 구매건수 증가에도 구매단가의 역신장이 나타나고 있으나, 편의점은 소량구매 트렌드가 강화되면서 개당 평균가격이 상승하여 편의점의 구매단가 또한 완만한 증가세를 보이고 있다. 정부의 적극적인 내수 부양 정책에 따른 소비 반등과 함께 편의점의 차별화된 성장성은 지속적으로 부각될 전망이다.

그림 12. 최근 일년 (2013.7~2014.6) 기준 소매유통 업체별 기본지표 점검



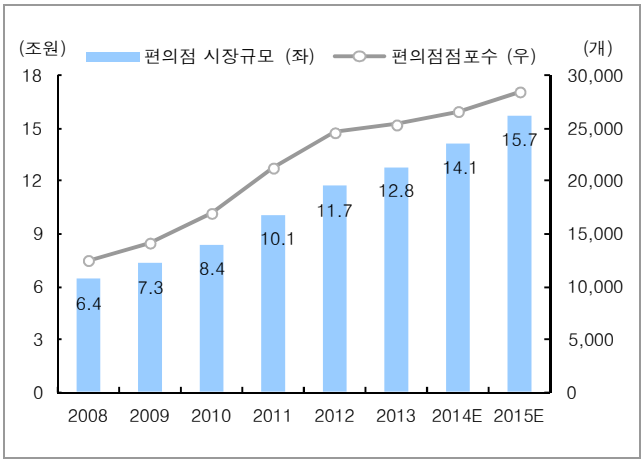
자료: 산업통상자원부, KB투자증권

다만 점포 확장 경쟁에 따른 양적 성장은 제한적

2009년부터 2012년까지 상위 편의점 업체들의 점포 확장에 따른 점유율 경쟁이 치열해지면서 편의점 시장은 두 자릿수의 높은 성장을 이어갔음에도 점당 매출액이 감소하고 점포 수익성이 떨어지면서 점주들의 피해 사례가 발생하기도 했다. 2012년 말부터 공정위가 점주와의 상생에 기반한 가맹사업법을 준비하면서 2013년 편의점업체들은 무리한 점포 확장보다는 구조조정과 효율성 개선에 주력했다.

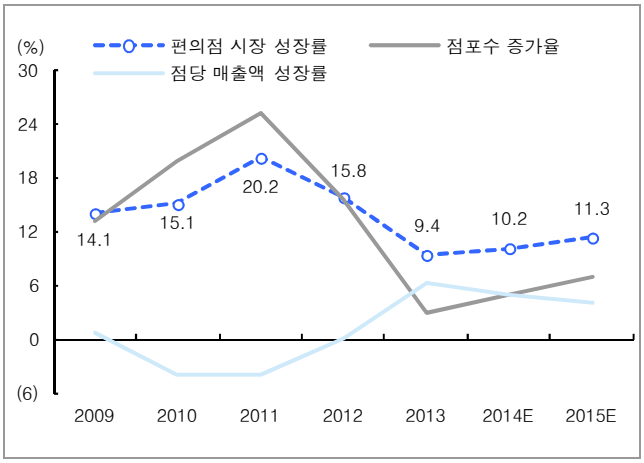
앞으로 점포 확장 경쟁에 따른 양적 성장은 제한적이겠지만, 아직까지 Mom&Pop (일반개인 소형슈퍼)이 5~6만개 정도 남아있는 것으로 추산되는데, 이 중 1~2만개 점포는 중장기적인 관점에서 편의점으로 흡수될 가능성이 높다. 또한 이제는 점포 수의 확장도 중요하겠지만, 업체별로 편의점의 질적인 성장에 중점을 두는 전략이 강화될 것으로 전망한다.

그림 13. 한국 편의점 시장의 성장 지속될 전망



자료: 통계청, KB투자증권

그림 14. 양적 성장 (점포수)에서 질적 성장 (점당 매출액)으로 변화

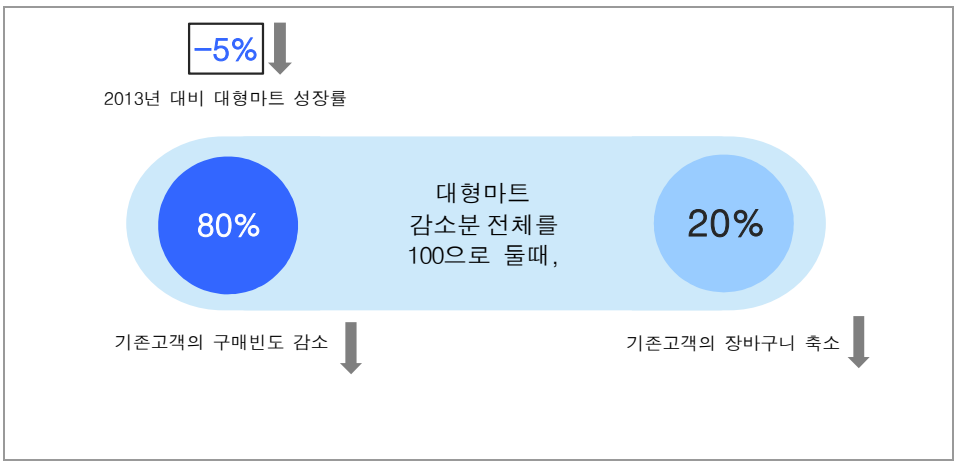


자료: 통계청, KB투자증권

소비의 흐름은 '대형마트'에서 '편의점'으로

대형마트 매출의 전체 감소폭을 요인 별로 나누어 분석해보면 (출처: 칸타월드 소비자패널), 매출 하락의 80%는 구매빈도 감소에서, 20%는 장바구니 축소에 기인한 것으로 파악된다. 이는 소비자들이 과거보다 대형마트에 찾아가는 빈도가 줄어들면서 매출이 감소하는 폭이, 구매단가 하락 등 장바구니 축소에 의한 것보다 크다는 것으로 풀이된다. 또한 소비자들은 대형마트를 통해 만족하지 못한 니즈를 충족시키기 위해 편의점, 드럭스토어, 온라인쇼핑 등으로 소비가 분산되면서 접근성이 높고 급변하는 소비 트렌드에 신속한 대응이 가능한 작은 규모의 채널들이 수혜를 입고 있는 것으로 판단한다.

그림 15. 대형마트 매출 하락 요인

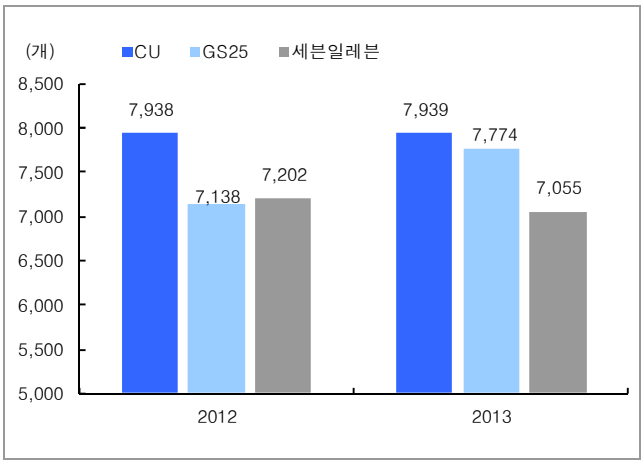


자료: 리테일매거진, KB투자증권
주: 2012년대비 2013년 매출액 기준

이마트 등의 편의점 진입: 기존 편의점 업체들에게 미치는 영향 제한적, 향후 편의점의 질적 성장은 더욱 중요해질 전망

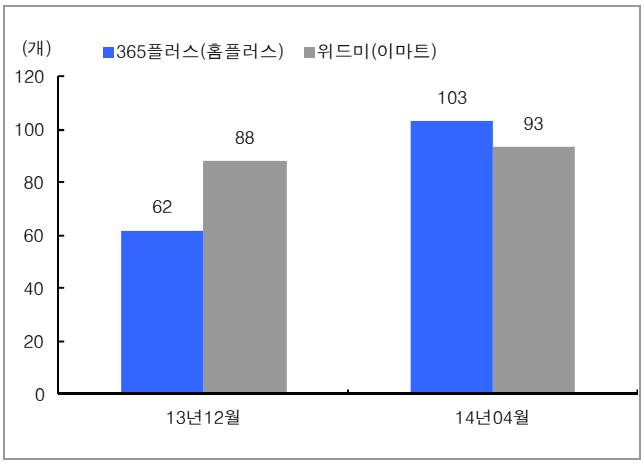
최근 편의점 후발주자인 이마트와 홈플러스가 편의점 시장에 적극적으로 진출하며 새로운 성장 동력을 확보하고자 하고 있어, 신규 점포를 확보하기 위한 경쟁이 치열해질 전망이다. 그러나 기존 상위 편의점 업체들에게 미치는 영향은 제한적이라고 판단하며, 그 이유는 1) 상위 3사의 점유율이 90.7%에 달해 이미 좋은 위치를 선점하여 규모의 경제를 이루고 있으며, 2) 할인점 업체들은 물류 및 경영 효율화 측면에서 소량 아이템 단위의 SKU 관리 노하우가 부족하고, 3) 직영으로 운영되는 할인점과는 달리, 점주와의 면밀한 관계 유지가 필요한 가맹사업 추진을 위해 할인점 업체들은 추가적인 관리 인력 확보와 시스템 구축에 상당한 시간과 비용이 들 것으로 판단하기 때문이다. 향후 편의점들은 점포별 차별화 전략과 수익성 높은 자체상품(PB 및 독점상품) 확대, 점주와의 관계 강화를 통한 질적 성장이 더욱 중요해질 전망이다.

그림 16. 상위 편의점 업체 점포수 현황



자료: 각 사, KB투자증권

그림 17. 이마트, 홈플러스 편의점 확대



자료: 각 사, KB투자증권

표 1. 이마트 위드미와 기존 편의점 업체 수익구조 비교

구분	이마트 위드미	기존 편의점 (CU, GS25, 세븐일레븐)
수익구조	상품원가에 최소한의 마진 (1~2%)를 붙여 점주에게 공급하고, 월 60만원의 가맹비를 고정적으로 수취하는 구조. 보증금 및 임차료는 점주 부담. 본부가 부담하는 경우 월 110만원/150만원의 가맹비 수취	(가맹점매출 – 매출원가 (상품)를 본사와 점주가 나누는 구조 초기 점주 비용부담 정도에 따라 배분비율이 달라짐 참고로 편의점업체들은 전 점포의 50%는 본사가 임차권을 가지고 있음
장점	기존 할인점과 결합한 소싱력과 관계사 신세계푸드 등 활용가능 점주의 운영 자율성 높음	물류 및 경영 효율화 측면에서 소량 아이템 단위의 SKU관리 노하우 우위, 점주의 수익 향상을 위한 지원 시스템 구축
단점	상대적으로 점포 관리 시스템 미비 점주에 대한 사후 관리 서비스 약함 편의점 전용 물류센터 확보 여부 관건 (신선식품 일 2회 이상 배송가능 여부)	이마트의 공격적인 가맹점주 모집시 점주를 유인하거나 기존 점주 Lock-in을 위한 상생비용 증가 가능성 잠재

자료: 각 사, KB투자증권

표 2. 편의점 상품종류별 배송 횟수 (회/주)

상품종류	배송 횟수 (회/주)	비고
가공식품	4.1	상온 (면류 등)
일배가공식품	7.7	냉장 (신선식품)
일배생식품	6.4	냉장 (야채, 계란 등)
후레쉬푸드	9.3	냉장 (도시락 등)
과자류	4.1	상온
주류	4.6	상온
잡화류	3.8	상온
문구, 완구	3.7	상온
서적, 잡지	2.3	상온
담배	4.1	상온
복권	3.7	상온

자료: 한국편의점협회, KB투자증권

3. 편의점의 미래: PB (자체브랜드)에서 생활밀착형 서비스까지

유통의 패러다임 변화: 차별화된 상품 컨텐츠 강화

국내 유통시장은 신규 출점의 기회가 점차 축소되고, 아울렛, 모바일쇼핑 등 다양한 신업태가 확산되면서 업체들간의 경쟁은 더욱 치열해지고 있는 양상이다. 따라서 유통업체들은 고객 집객력과 구매 유인 및 고객 유지를 위해 상품 구성이나 서비스 제공에 있어 차별화를 강화하고 있다. 특히 유통업체들은 차별화 전략의 일환으로 '자사에서만 파는 Only 상품 (독자상품)' 출시를 확대하고 있는 추세이다.

최근 유통업체들의 브랜드 제조업체 인수 (백화점 업체들의 패션업체 인수 등)는 생산부터 재고까지 일괄 관리하는 독자상품을 출시함으로써 효율성을 향상시키는 동시에, 소비자들에게 '우리 채널에서만 파는 상품' 이라는 인식을 강하게 심어주어 고정고객 확보와 신규 고객 창출을 누릴 수 있겠다.

표 3. PB진화 과정

구분	Generics (별도브랜드부재)	Quasi Brands (단발성브랜드)	Umbrella Brand (통합브랜드)	Niche Brand (틈새브랜드)
단계	1세대	2세대	3세대	4세대
핵심요소	가격	가격	품질	차별화
목적	고객에게 저가 미끼상품 제공	제조사 파워 약화, 적정 시장진입 가격 기반	상품군 확대, 브랜드 이미지 구축	고객 기반 확대 및 로열티 제고
특징	제품의 물리적 기능만 강조, 소량 구비, 단순 제조기술 기반	단발성 제품을 다량 구비, 품질은 평균 수준이나 저급 제품으로 인식	SKU확대, 시장선도업체는 우수 기술을 적극 활용	브랜드 이미지 형성, 혁신 기술에 기반, 품질/이미지 측면 기존 제품 대비 동등/우월 추구
공급자	소수업체	유통업체 자체공급 PB를 생산하는 일부 국내 제조업체	PB제품 제조 및 공급에 특화된 로컬 제조업체	PB제품 제조 및 공급에 특화된 다국적 제조업체

자료: 글로벌 리테일 인사이트, KB투자증권

이마트 위드미, 신선식품과 생활용품 차별화 성공시, 편의점 업태 성장에 긍정적 영향 기대

이마트의 편의점 진입 또한 위드미가 신세계 그룹의 컨텐츠 프로바이더(신세계푸드, 신세계인터내셔날)를 활용한 신선식품 (PEACOCK)과 생활용품 (JAJU)를 통해 차별화에 성공할 경우, 편의점 업태의 상품믹스 개선을 촉발하는 계기가 되어 편의점 시장 성장에 긍정적인 영향을 줄 수 있겠다. 그 동안 편의점 채널의 주 고객이 남성이며, 여전히 담배 매출 비중이 34%를 차지하고 있다는 점을 감안하면, 30~40대의 구매력이 높은 주부층을 주 타겟으로 해왔던 할인점 이마트의 차별화된 상품과 고객층 확보 여부는 향후 관심있게 지켜볼 필요가 있다.

그림 18. 신세계푸드 Peacock

자료: 신세계푸드, KB투자증권

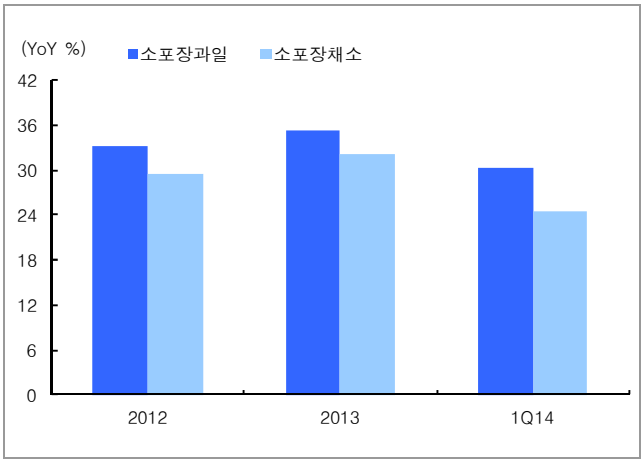
그림 19. 신세계인터내셔날 Jaju

자료: 신세계인터내셔날, KB투자증권

편의점 업체별 PB상품 비중 확대, 생활밀착형 서비스까지

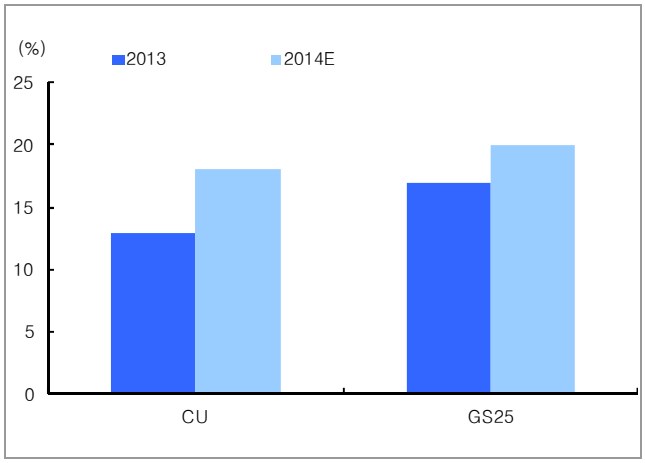
편의점 업체들의 독자상품 (PB, NPB, 차별화상품) 비중 또한 꾸준히 확대되고 있다. CU의 '500컵면'과 GS25의 '김혜자도시락', '식객시리즈' 등 수익성 높은 상품과 서비스의 비중이 확대되면서 질적인 성장세를 이어갈 전망이다. 또한 편의점 업체들의 경우 이미 잘 알려진 브랜드 또는 제품과의 제휴를 통해 프리미엄 특화 상품을 확대하는 방법으로 차별화된 먹을거리를 꾸준히 늘려나갈 것으로 예상한다. 나아가 금융, 통신, 여행 상품 판매 등 이종 사업자들의 서비스 제휴를 통해 고객들이 다양한 생활밀착형 서비스를 제공받음으로써 고객의 구매율을 높이는 데에 기여할 것으로 전망한다.

그림 20. 편의점 CU 신선식품 매출 성장률



자료: 리테일매거진, KB투자증권

그림 21. 편의점 PB상품 (독점상품) 비중



자료: 각 사, KB투자증권

표 4. 편의점의 생활서비스 확대 추이

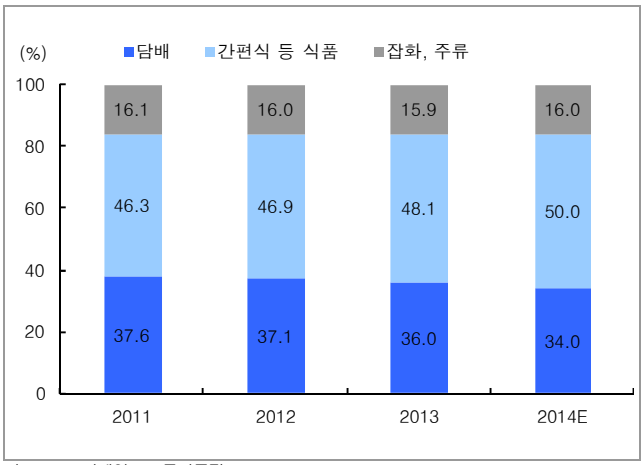
연도	서비스 아이템
1997	전기요금, 전화요금, 이동통신 요금 수납 버스카드 충전
1998	휴대폰 요금 수납, 문화상품권 판매
2000	ATM 은행자동화업무기기 도입
2001	택배서비스, 보험 (자동차) 요금 수납
2002	Pick-up 서비스 인터넷 쇼핑몰 등에서 구입한 물건을 가까운 편의점에서 찾음
2003	휴대폰, 디지털 카메라 사진 인화 멤버십 카드 할인
2004	해외탁송 서비스 (전세계 230여개 국가에 서류, 서적 탁송) 무선인터넷, 민원서류 발급
2005	소포 등 우편 서비스
2006	보험 (5종류) 판매, 영화 티켓 발매, 사이버머니 판매 퀵 서비스, 스포츠/영화/버스/항공 예약
2007	온라인 모바일 기프트콘 서비스 카드사와 제휴 신용카드 발매 프로야구, 프로축구 티켓 발매
2008	지방세 (주민세)와 상수도 요금 수납
2009	국세 수납
2010	KT 와이파이존 구축, 전자 민원 캐시 판매 반품택배 접수 서비스, Postbox 통한 할인 쿠폰 서비스 국제택배 버서스, 온라인쇼핑몰 상품대금 수납 서비스 멤버쉽 선불카드, 스마트폰 '오브제' e쿠폰 구매 서비스 모바일 상품권 '큐피콘' 판매 오픈마켓 디지털쿠폰 서비스
2011	소셜쇼핑 서비스, 무인 자전거 환승 카드 판매 지하철 1회용 이용권 반납 서비스 스마트 나눔 어플리케이션 출시 모바일 어플리케이션 '나만의 냉장고' 서비스 아동급식 전자카드 결제 서비스 POP 티머니 출시
2012	편의점 전용 캐시비 카드 출시 안전상비의약품 판매

자료: 한국편의점협회, KB투자증권

담배가격 인상 시 편의점 수익에 긍정적

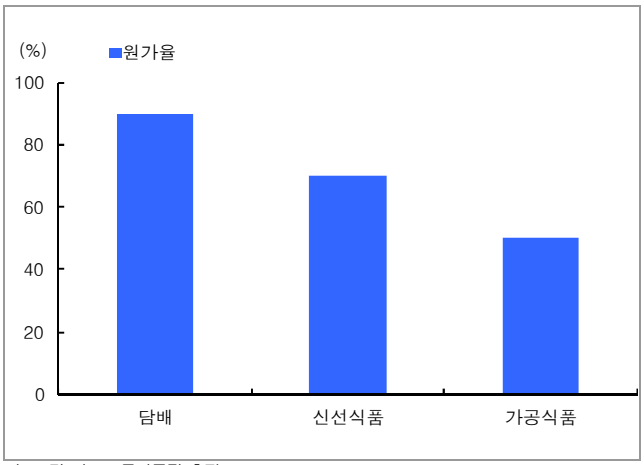
담배가격 인상 시 편의점업체들은 1) 판매가격 인상 효과와 2) 재고보유에 따른 이익으로 수혜가 예상된다. 편의점업체들의 평균 담배 매출 비중 35%와 담배가격 20% 인상, 담배 GP마진율 10% 가정시, BGF리테일과 GS리테일의 영업이익은 각각 4.6%, 3.7%의 상승할 것으로 예상된다. 현재 편의점 내 담배 매출 비중은 줄어들고 있지만, 절대적인 매출 성장세가 유지될 전망이다. 또한 담배 재고 보유에 따른 이익 (인상금액의 8.5%)을 추가적으로 확보 가능하다. 이는 연간 담배매입 금액에 인상률과 최대재고일수 (31/365)를 바탕으로 추산할 수 있다.

그림 22. 상품군별 매출비중



자료: BGF리테일, KB투자증권

그림 23. 상품군별 원가율



자료: 각 사, KB투자증권 추정

IV. Valuation

편의점 채널로의 소비 이동은 충분한 주가 프리미엄 근거로 작용할 전망

구조적인 소비 트렌드에 따라 세부 유통업종별 주가 프리미엄 뚜렷한 방향성 나타내

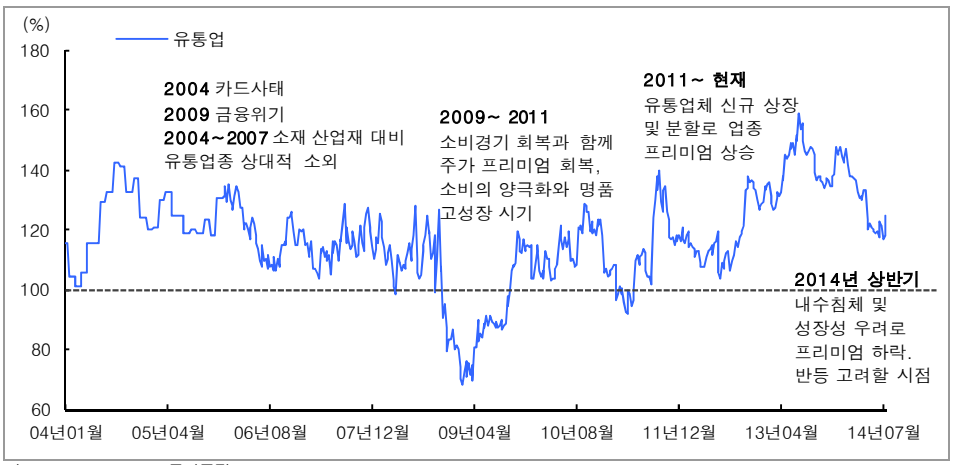
역사적으로 유통업종은 시장대비 평균 17.1% 프리미엄에서 거래되었다. 특히 2011년 이후 프리미엄 강도가 강화되었는데, 그 이유는 성장성이 부각된 신유통 업체들 (GS리테일, 롯데하이마트, BGF리테일 등)이 신규 상장되면서 업종 평균 프리미엄 수준을 상승시킨 것으로 풀이된다. 또한 저성장 시대에 진입하면서 합리적 소비 트렌드가 강화되었고 이에 따른 세부 업종별 프리미엄 강도의 방향성도 뚜렷해 지고 있다.

할인점은 정부의 영업규제 (의무휴업일수 강화)와 함께 국내외 실적 부진이 이어지면서 시장대비 디스카운트로 전환되었으며, 백화점 또한 2009~2011년 명품 고성장 시기의 프리미엄이 크게 약화되었다. 반면 홈쇼핑은 패션/이미용품 등 고마진상품 비중 확대와 온라인 및 모바일의 구조적 성장성이 부각되면서 주가는 시장 대비 프리미엄으로 전환되었다. 향후 BGF리테일와 GS리테일 등 편의점 또한 한국 유통시장 내 상대적으로 높은 성장세가 이어지면서 주가 프리미엄의 근거로 작용할 전망이다.

편의점 BUY, 할인점 HOLD

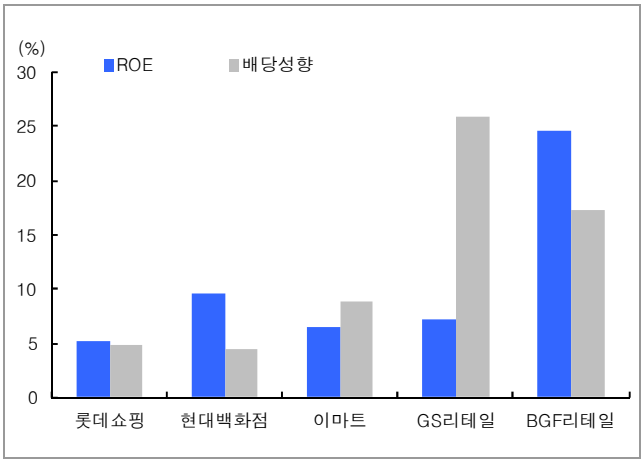
따라서 KB투자증권은 오프라인 유통업태 중 가장 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상되는 편의점업체, BGF리테일과 GS리테일에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 각각 74,000원, 27,000원을 제시한다. 일본, 대만 등 글로벌 편의점 업체들이 주가가 2014년 예상 실적 기준 평균 PER 24X의 높은 수준에서 거래되고 있으며, 한국 편의점 업체들 또한 ROE와 성장률, 현금 창출력 측면에서 결코 뒤지지 않아, 주가 프리미엄은 견고하게 유지될 전망이다. 한편, 소량구매 소비패턴 강화로 구매빈도 감소에 따른 부정적 영향이 예상되는 할인점 이마트에 대해서는 투자의견 HOLD와 목표주가 250,000원을 제시하며, 보수적인 접근을 제안한다.

그림 24. 시장 (100)대비 유통업종 평균 프리미엄 추이



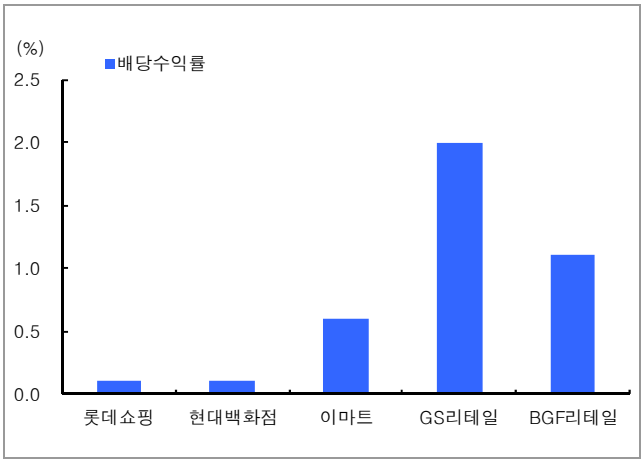
자료: Datastream, KB투자증권

그림 25. 오프라인 유통업체 ROE & 배당성향 비교



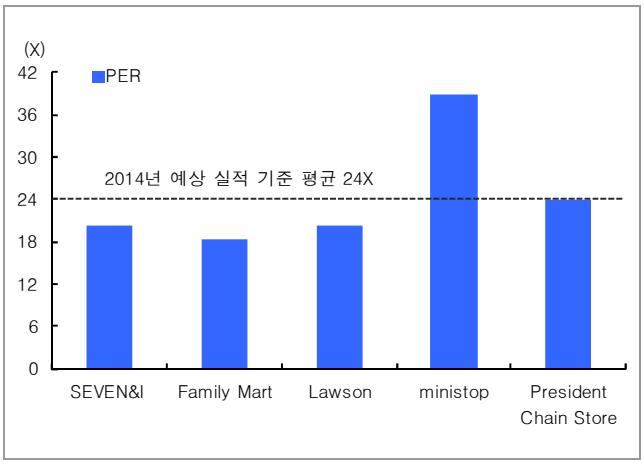
자료: 각 사, KB투자증권

그림 26. 오프라인 유통업체 배당수익률 비교



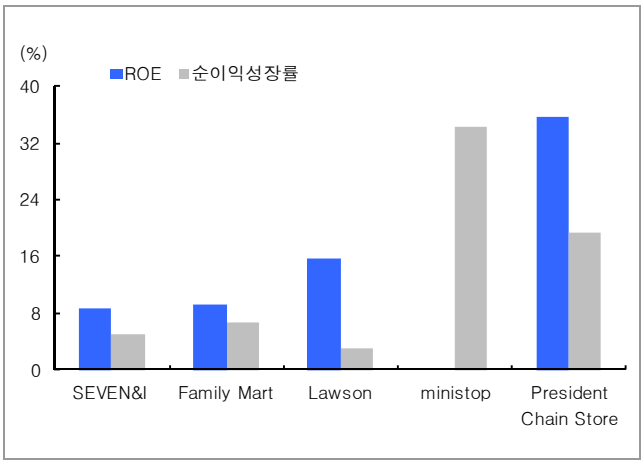
자료: 각 사, KB투자증권

그림 27. 일본/대만 편의점업체 PER 비교



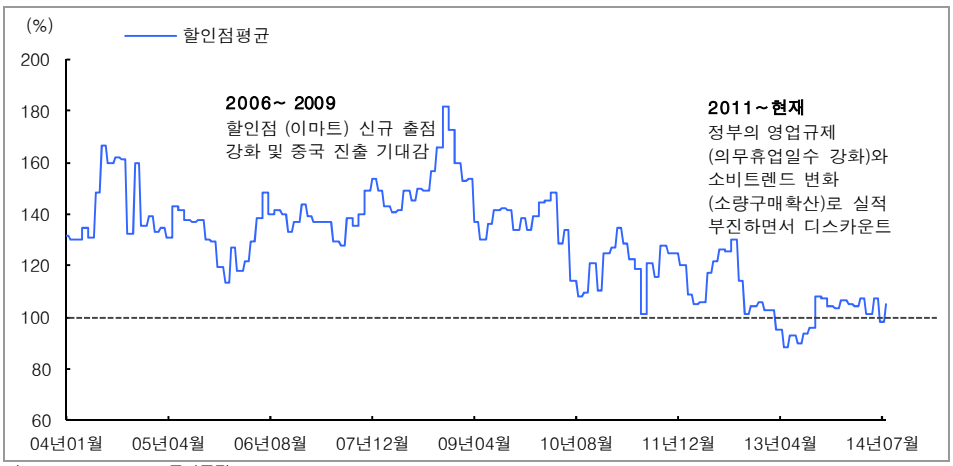
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 28. 일본/대만 편의점업체 ROE & 순이익성장률 비교



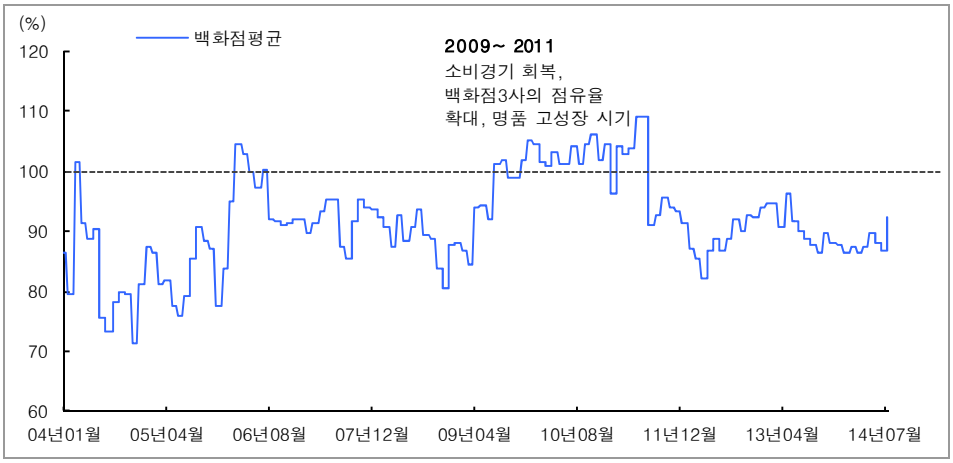
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 29. 시장 (100)대비 할인점 평균 프리미엄 추이



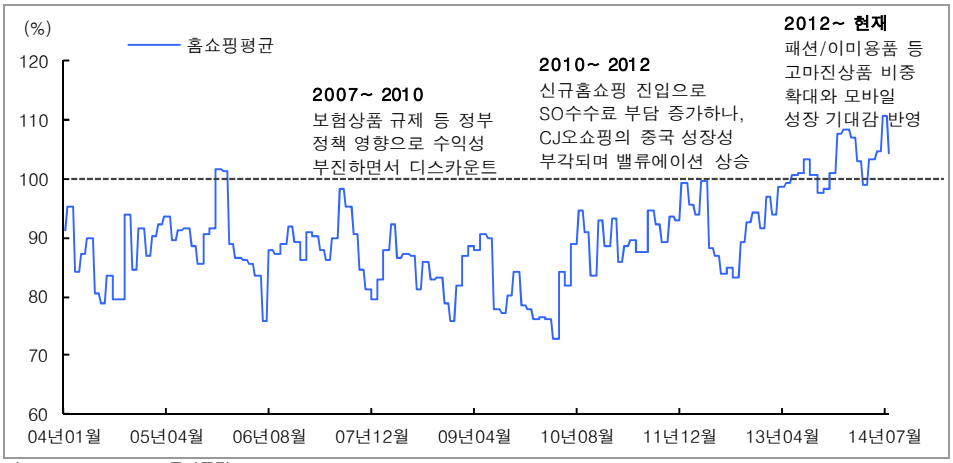
자료: Datastream, KB투자증권

그림 30. 시장 (100)대비 백화점 평균 프리미엄 추이



자료: Datastream, KB투자증권

그림 31. 시장 (100)대비 홈쇼핑 평균 프리미엄 추이



자료: Datastream, KB투자증권

Company analysis ↙

이마트	(139480)	HOLD/ TP	250,000원
GS리테일	(007070)	BUY / TP	27,000원
BGF리테일	(027410)	BUY / TP	74,000원

양지혜 02) 3777-8484
jhyang@kbsec.co.kr

이마트 (139480)

Initiation

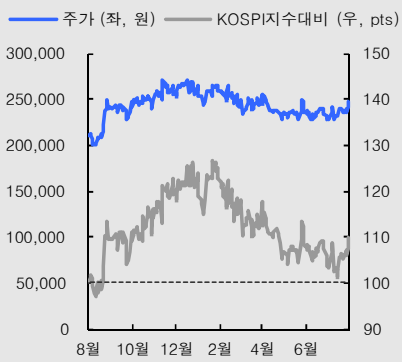
투자의견 (신규)	HOLD
목표주가 (신규)	250,000 (원)
Upside / Downside (%)	2.9
현재가 (08/18, 원)	243,000
Consensus target price (원)	280,000
Difference from consensus (%)	(10.7)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	13,035	13,346	13,959	14,587
영업이익 (십억원)	735	656	667	735
순이익 (십억원)	476	437	445	494
EPS (원)	16,762	15,366	15,548	17,240
증감률 (%)	10.2	(8.3)	1.2	10.9
PER (X)	15.9	15.8	15.6	14.1
EV/EBITDA (X)	9.6	9.8	9.6	9.0
PBR (X)	1.2	1.0	1.0	0.9
ROE (%)	7.6	6.5	6.2	6.5

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.6	3.4	(5.6)	15.7
KOSPI대비 상대수익률	4.9	1.4	(11.1)	8.8



Trading Data

시가총액 (십억원)	6,774
유통주식수 (백만주)	21
Free Float (%)	73.9
52주 최고/최저 (원)	271,500 / 200,000
거래대금 (3M, 십억원)	15
외국인 소유지분율 (%)	55.1
주요주주 지분율 (%)	이명희외 4인 27.1

자료: FnGuide, KB투자증권

사업 다각화로 소비패턴 변화에 대응

이마트에 대해 투자의견 HOLD와 목표주가 250,000원을 제시한다. 동사는 온라인, 편의점 (위드미) 진출 등 사업 다각화를 통해 소비 패턴 변화와 정부 규제의 부정적 영향이 최소화되도록 방어하고 있으나, 신규 사업들이 안정화되기까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 판단하여 보수적인 접근을 제안한다.

사업 다각화로 소비패턴 변화와 정부 규제의 부정적 영향을 방어

의무휴업 일수 확대와 판매장려금 이슈 등 정부 규제는 지속되고 있으나, PB상품, 직소싱 및 물류센터를 활용한 GP마진율 개선과 트레이더스, 온라인, 나아가 편의점 (위드미)과 면세점 (조선호텔) 진출 등 사업 다각화를 통해 소형점포 중심으로의 소비 패턴 변화와 정부 규제의 부정적 영향을 최소화하며 방어하고 있다.

'편의점' 진출, 단기 수익악화 가능성 높지만 중장기적으로는 긍정적

이마트는 편의점 위드미를 적극적으로 확장할 계획이다. 위드미는 상품원가에 최소한의 마진 (1~2%)를 붙여 점주에게 공급하고, 월 60만원의 가맹비를 고정적으로 수취하는 구조이며 보증금 및 임차료는 점주가 부담하게 된다. 비용을 본부가 부담하는 경우 월 110만원/150만원의 가맹비를 수취한다. 기존 할인점과 결합한 소싱력과 관계사 신세계푸드 등을 활용한 차별화된 컨텐츠가 큰 강점이 될 전망이며, 점주의 운영 자율성이 높다는 점도 매력적이다. 그러나 추가적인 편의점 전용 물류센터 확보와 점주관리를 위한 인력 조직 구성, 시스템 구축을 위한 상당한 투자가 필요할 것으로 판단한다.

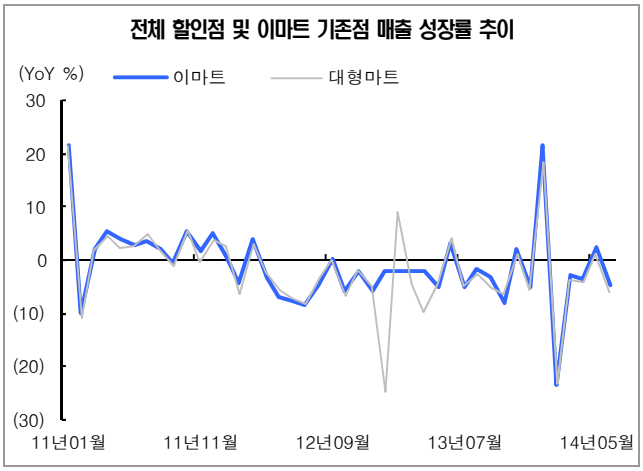
신선식품에 강점을 갖춘 '온라인몰' 성장 집중

이마트는 중장기 신선식품에서 차별화된 강점을 갖춘 '온라인몰' 성장에 집중할 계획이다. 지난 3월 경기 남부지역에 온라인전용 물류센터를 설립했고, 안정화 이후 2015년 상반기 경기도 김포에 두 배 이상 규모의 두 번째 물류센터를 설립하여, 배송 효율화를 추구할 방침이다. 다만 전자상거래 판매에 용이할 수 있도록 신선제품을 적절히 표준화하는 것이 과제이며, 독자적인 운영 모델 구축을 통해 Traffic 활성화와 수익 창출을 이끌어 내기 위한 중장기의 지속적인 투자가 필요할 것으로 판단된다.

투자의견 HOLD, 목표주가 250,000원 제시

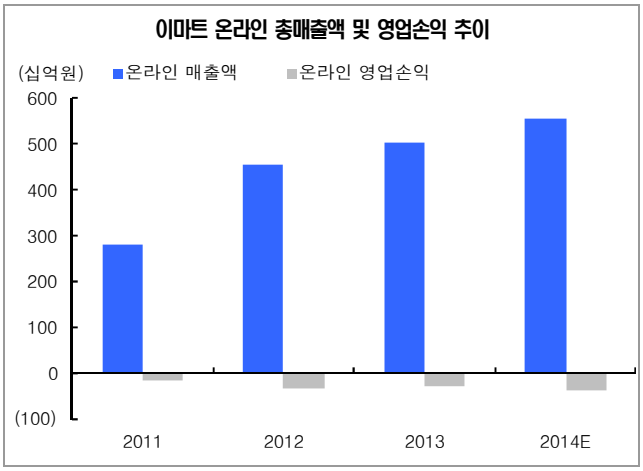
이마트에 대해 투자의견 HOLD와 목표주가 250,000원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 동사는 온라인, 편의점 (위드미) 진출 등 사업 다각화를 통해 소비 패턴 변화와 정부 규제의 부정적 영향을 최소화하며 방어하고 있으나, 사업 확장을 위한 상당한 투자 비용이 예상되며, 신규 사업들이 안정화되기까지도 다소 시간이 걸릴 것으로 판단하여 보수적인 접근을 제안한다.

I. Focus Charts



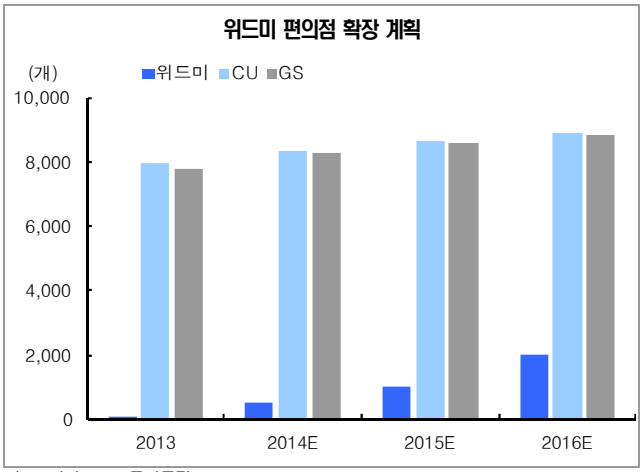
자료: 이마트, 산업통상자원부, KB투자증권

- 의무휴업 일수 확대 등 정부 규제 영향과 소형 점포로의 소비 트렌드 변화로 기존점 성장률 부진
- 하반기 정부의 적극적인 내수 부양 의지로 소비 심리가 다소 살아나겠지만, 구조적인 소비 패턴 변화와 영업 규제가 지속되면서 이마트 기존점 성장률은 제한된 회복 전망



자료: 이마트, KB투자증권

- 2013년 온라인 부문에서 매출액 5,030억원과 영업손실 271억원을 기록, 2014년 매출액 5,569억원, 영업손실 391억원 전망
- 이마트 온라인몰은 신선식품의 차별성을 바탕으로 이종카테고리를 대량으로 복수구매하는 heavy buyer 성향의 고객 비중이 높으나, 상대적으로 traffic 상승 속도가 타 전자상거래 사이트 대비 완만하게 나타나고 있음
- 독자적인 운영 모델 (물류센터 등) 구축을 통해 traffic 활성화와 수익 창출을 이끌어 내기 위한 중장기 지속적인 투자가 필요할 것으로 판단됨



자료: 이마트, KB투자증권

- 이마트는 편의점 위드미를 적극적으로 확장할 계획, 1년 내에 1,000개 점포 확보 목표
- 기존 할인점과 결합한 소싱력과 관계사 신세계푸드 등을 활용한 차별화된 컨텐츠가 큰 강점이 될 전망이며, 점주의 운영 자율성 높다는 점도 매력적임
- 주요 편의점 3사 대비 상대적으로 점포 관리 시스템과 점주에 대한 사후 관리 서비스 미비, 편의점 전용 물류센터 확보 여부 관건 (신선식품 일 2회 이상 배송 가능 여부 등)

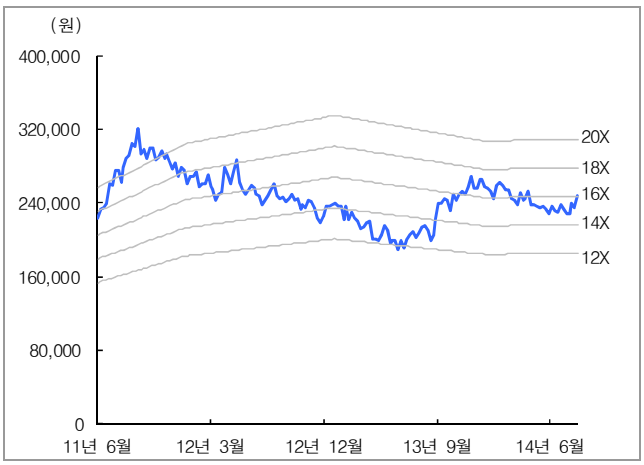
Ⅱ. 목표주가 산정 및 Valuation

표 5. 이마트 역사적 Valuation 추이

(단위: X)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
PER										
최고	n/a	n/a	n/a	n/a	30.2	19.0	16.4			
최저	n/a	n/a	n/a	n/a	18.8	14.0	11.0			
평균	n/a	n/a	n/a	n/a	25.4	16.5	13.4			
기말	n/a	n/a	n/a	n/a	25.2	15.6	15.9	15.8	15.6	14.1
PBR										
최고	n/a	n/a	n/a	n/a	1.7	1.3	1.2			
최저	n/a	n/a	n/a	n/a	1.1	1.0	0.8			
평균	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	1.2	1.0			
기말	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA										
최고	n/a	n/a	n/a	n/a	16.3	10.4	9.5			
최저	n/a	n/a	n/a	n/a	12.2	8.6	7.4			
평균	n/a	n/a	n/a	n/a	14.4	9.5	8.3			
기말	n/a	n/a	n/a	n/a	14.3	9.1	9.4	9.8	9.6	9.0

자료: Quantiwise, KB투자증권 추정

그림 2. 이마트 12개월 fwd PER Band



자료: FnGuide, KB투자증권 추정

그림 3. 이마트 12개월 fwd PBR Band

자료: FnGuide, KB투자증권 추정

Ⅲ. 실적 전망

표 6. 이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 십억원)	2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14P	3Q14E	4Q14E	2014E
매출액	12,685.0	3,233.0	3,123.3	3,532.4	3,146.4	13,035.2	3,263.8	3,109.2	3,609.1	3,367.5	13,349.6
증감률 (YoY %)	58.7	(0.0)	5.5	4.5	1.2	2.8	1.0	(0.5)	2.2	7.0	2.4
기존점성장률 (%)	(3.8)	(2.0)	(1.2)	(2.8)	(4.1)	(2.5)	(2.6)	(2.0)	1.0	2.0	(1.9)
국내 매장수	137	139	139	141	141	140	141	142	143	144	143
증감률 (YoY %)	5.6	3.7	1.5	2.2	1.4	2.2	1.4	2.2	1.4	2.1	1.8
이마트	10,939.0	2,690.0	2,553.7	2,939.7	2,596.7	10,780.0	2,542.0	2,542.0	2,954.4	2,625.2	10,663.6
조선호텔	176.6	68.8	81.8	80.4	82.8	313.8	85.9	99.8	100.5	106.2	392.5
신세계푸드	721.1	177.1	183.2	183.2	177.9	721.4	158.9	156.9	170.4	169.0	655.1
에브리데이	510.0	159.9	174.5	182.7	325.8	842.9	211.8	231.2	246.7	333.3	1,023.0
상해이매득	254.8	69.5	61.2	63.7	48.6	243.1	64.7	48.8	54.1	43.8	211.4
신세계SVN	n/a	56.6	57.0	59.5	61.9	235.0	61.5	59.2	63.0	65.0	248.7
위드미편의점	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.0	10.0	15.0
기타(연결상계등)	83.5	11.2	11.9	23.2	(147.2)	(101.0)	139.0	(28.7)	15.0	15.0	140.3
매출액 비중 (%)											
이마트	86.2	83.2	81.8	83.2	82.5	82.7	77.9	81.8	81.9	78.0	79.9
조선호텔	1.4	2.1	2.6	2.3	2.6	2.4	2.6	3.2	2.8	3.2	2.9
신세계푸드	5.7	5.5	5.9	5.2	5.7	5.5	4.9	5.0	4.7	5.0	4.9
에브리데이	4.0	4.9	5.6	5.2	10.4	6.5	6.5	7.4	6.8	9.9	7.7
상해이매득	2.0	2.2	2.0	1.8	1.5	1.9	2.0	1.6	1.5	1.3	1.6
신세계SVN	0.0	1.8	1.8	1.7	2.0	1.8	1.9	1.9	1.7	1.9	1.9
위드미편의점	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.1	0.3	0.1
기타	0.7	0.3	0.4	0.7	(4.7)	(0.8)	4.3	(0.9)	0.4	0.4	1.1
증감률 (YoY %)											
이마트	51.9	(5.6)	0.8	0.3	(1.1)	(1.5)	(5.5)	(0.5)	0.5	1.1	(1.1)
조선호텔	62.3	84.0	95.8	95.7	46.8	77.6	25.0	22.0	25.1	28.3	25.1
신세계푸드	55.1	0.0	(3.0)	1.4	1.9	0.0	(10.3)	(14.4)	(7.0)	(5.0)	(9.2)
에브리데이	2,102.1	87.9	36.3	24.5	117.0	65.3	32.5	32.5	35.0	2.3	21.4
상해이매득	59.7	1.9	1.6	0.7	(22.8)	(4.6)	(7.0)	(20.3)	(15.0)	(10.0)	(13.0)
신세계SVN	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.6	3.8	5.8	5.0	5.8
매출원가	9,199.9	2,351.7	2,249.8	2,568.0	2,256.9	9,426.4	2,366.1	2,226.2	2,598.6	2,407.8	9,598.6
증감률 (YoY %)	58.9	(1.0)	5.4	4.5	1.0	2.5	0.6	(1.0)	1.2	6.7	1.8
매출원가율 (%)	72.5	72.7	72.0	72.7	71.7	72.3	72.5	71.6	72.0	71.5	71.9
매출총이익	3,485.2	881.3	873.5	964.5	889.5	3,608.8	897.7	883.0	1,010.6	959.7	3,751.0
증감률 (YoY %)	58.0	2.6	5.9	4.3	1.5	3.5	1.9	1.1	4.8	7.9	3.9
매출총이익률 (%)	27.5	27.3	28.0	27.3	28.3	27.7	27.5	28.4	28.0	28.5	28.1
판관비	2,749.3	704.4	715.9	748.6	704.8	2,873.7	734.2	770.9	804.8	788.0	3,097.9
증감률 (YoY %)	66.4	4.3	10.9	5.6	(2.2)	4.5	4.2	7.7	7.5	11.8	7.8
판관비율 (%)	21.7	21.8	22.9	21.2	22.4	22.0	22.5	24.8	22.3	23.4	23.2
영업이익	735.9	176.9	157.6	215.8	184.8	735.1	163.5	112.1	205.7	171.7	653.1
증감률 (YoY %)	32.7	(3.7)	(12.4)	(0.1)	18.1	(0.1)	(7.6)	(28.9)	(4.7)	(7.0)	(11.2)
영업이익률 (%)	5.8	5.5	5.0	6.1	5.9	5.6	5.0	3.6	5.7	5.1	4.9

자료: 이마트, KB투자증권 추정
주: 연결기준

표 7. 이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 십억원, 일)	2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14P	3Q14E	4Q14E	2014E
총매출액	12,707.4	3,088.9	2,934.8	3,340.8	2,985.2	12,349.7	3,056.7	2,934.3	3,358.4	3,028.2	12,377.6
기존사업	11,407.2	2,763.8	2,605.5	2,983.3	2,651.5	11,004.1	2,730.7	2,574.2	2,968.4	2,638.2	10,911.5
신사업	1,297.3	325.1	329.3	357.5	333.7	1,345.6	326.0	350.2	390.0	390.0	1,456.2
이마트 몰	454.4	125.3	122.2	128.8	126.7	503.0	112.5	124.4	150.0	170.0	556.9
트레이더스	563.9	149.2	156.4	173.5	148.0	627.1	156.3	168.9	180.0	160.0	665.2
순매출액	10,936.7	2,690.0	2,553.6	2,939.6	2,596.7	10,779.9	2,710.9	2,542.0	2,954.3	2,625.2	10,832.4
매출총이익	3,156.6	786.2	762.5	850.7	773.7	3,173.1	751.3	762.0	859.1	786.4	3,158.8
기존사업	2,957.6	731.8	707.8	790.2	718.7	2,948.4	733.5	705.9	795.5	722.9	2,957.8
신사업	187.9	53.7	54.5	59.7	55.6	223.5	53.4	56.0	63.6	63.6	236.6
이마트 몰	83.0	26.4	25.7	27.7	27.6	107.4	23.8	24.6	n/a	n/a	48.4
트레이더스	92.1	25.4	26.7	30.2	26.5	108.8	27.8	29.3	n/a	n/a	57.1
기타(슈퍼)	12.9	1.9	2.1	1.8	1.5	7.3	1.8	2.1	n/a	n/a	4.0
판관비	2,381.6	597.2	602.7	628.6	611.7	2,440.2	571.9	633.3	651.9	630.3	2,487.3
기존사업	2,146.7	536.7	542.4	566.3	551.6	2,196.9	552.5	570.1	584.8	559.3	2,266.7
신사업	222.5	59.8	60.1	61.5	60.7	242.1	60.7	63.1	67.1	71.0	261.9
이마트 몰	114.8	33.1	33.0	34.6	33.8	134.5	33.5	35.7	n/a	n/a	69.2
트레이더스	92.4	25.2	25.4	25.8	25.9	102.3	25.7	25.8	n/a	n/a	51.5
영업이익	775.0	189.0	159.8	222.1	162.0	732.9	179.4	128.7	207.2	156.2	671.5
기존사업	810.9	195.1	165.4	223.9	167.1	751.5	181.0	135.8	210.8	163.6	691.1
신사업	(34.6)	(6.1)	(5.6)	(1.8)	(5.1)	(18.6)	(7.3)	(7.1)	(3.5)	(7.4)	(25.3)
이마트 몰	(31.8)	(6.7)	(7.3)	(6.9)	(6.2)	(27.1)	(9.7)	(11.1)	(9.2)	(9.1)	(39.1)
트레이더스	(0.3)	0.2	1.3	4.4	0.6	6.5	2.1	3.5	5.0	1.0	11.6
성장률 (YoY %)											
총매출액	n/a	(5.6)	(1.6)	(1.6)	(2.4)	(2.8)	(1.0)	(0.0)	0.5	1.4	0.2
기존사업	n/a	(6.7)	(2.9)	(1.6)	(2.9)	(3.5)	(1.2)	(1.2)	(0.5)	(0.5)	(0.8)
신사업	n/a	4.9	9.5	(1.2)	2.7	3.7	0.3	6.3	9.1	16.9	8.2
순매출액	n/a	(5.8)	0.5	0.1	(0.2)	(1.4)	0.8	(0.5)	0.5	1.1	0.5
매출총이익	n/a	(1.0)	1.4	1.0	0.8	0.5	(4.4)	(0.1)	1.0	1.7	(0.4)
기존사업	n/a	(2.5)	0.3	0.8	0.2	(0.3)	0.2	(0.3)	0.7	0.6	0.3
신사업	n/a	24.5	26.0	11.5	16.2	19.0	(0.6)	2.9	6.5	14.3	5.8
판관비	n/a	1.5	7.9	2.2	(1.3)	2.5	(4.2)	5.1	3.7	3.0	1.9
기존사업	n/a	0.6	7.8	2.8	(1.3)	2.3	2.9	5.1	3.3	1.4	3.2
신사업	n/a	10.0	16.1	6.1	4.0	8.8	1.5	5.1	9.1	16.9	8.2
영업이익	n/a	(8.2)	(17.5)	(2.4)	9.7	(5.4)	(5.1)	(19.5)	(6.7)	(3.6)	(8.4)
기존사업	n/a	(10.1)	(18.4)	(4.0)	5.8	(7.3)	(7.2)	(17.9)	(5.9)	(2.1)	(8.0)
신사업	n/a	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)											
매출총이익	24.8	25.5	26.0	25.5	25.9	25.7	24.6	26.0	25.6	26.0	25.5
기존사업	25.9	26.5	27.2	26.5	27.1	26.8	26.9	27.4	26.8	27.4	27.1
신사업	14.5	16.5	16.5	16.7	16.7	16.6	16.4	16.0	16.3	16.3	16.2
판관비	18.7	19.3	20.5	18.8	20.5	19.8	18.7	21.6	19.4	20.8	20.1
기존사업	18.8	19.4	20.8	19.0	20.8	20.0	20.2	22.1	19.7	21.2	20.8
신사업	17.1	18.4	18.2	17.2	18.2	18.0	18.6	18.0	17.2	18.2	18.0
영업이익	6.1	6.1	5.4	6.6	5.4	5.9	5.9	4.4	6.2	5.2	5.4
기존사업	7.1	7.1	6.3	7.5	6.3	6.8	6.6	5.3	7.1	6.2	6.3
신사업	(2.7)	(1.9)	(1.7)	(0.5)	(1.5)	(1.4)	(2.2)	(2.0)	(0.9)	(1.9)	(1.7)
이마트 몰	(7.0)	(5.3)	(6.0)	(5.4)	(4.9)	(5.4)	(8.6)	(8.9)	(6.1)	(5.4)	(7.0)
트레이더스	(0.1)	0.1	0.8	2.5	0.4	1.0	1.3	2.1	2.8	0.6	1.7
강제휴업일	-	70	91	97	105	-	120	127	130	133	-
자율휴업일	-	76	55	50	43	-	28	21	18	15	-
휴업일수 합	-	146	146	147	148	-	148	148	148	148	-

자료: 이마트, KB투자증권 추정
주: 별도기준

손익계산서 (십억원)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	12,685	13,035	13,346	13,959	14,587
증감률 (YoY %)	58.7	2.8	2.4	4.6	4.5
매출원가	9,200	9,426	9,596	10,029	10,459
판매 및 일반관리비	2,750	2,874	3,094	3,262	3,393
기타	0	0	(0)	(0)	0
영업이익	735	735	656	667	735
증감률 (YoY %)	32.6	0.0	(10.7)	1.7	10.2
EBITDA	1,095	1,129	1,075	1,110	1,201
증감률 (YoY %)	42.0	3.2	(4.8)	3.3	8.2
이자수익	52	44	56	53	56
이자비용	130	124	124	130	134
지분법손익	(38)	(10)	16	16	16
기타	(4)	3	(12)	0	0
세전계속사업손익	615	649	593	607	673
증감률 (YoY %)	36.4	5.5	(8.6)	2.3	10.9
법인세비용	180	173	156	162	179
당기순이익	435	476	437	445	494
증감률 (YoY %)	38.1	9.5	(8.3)	1.9	10.9
순손익의 귀속					
지배주주	424	467	428	433	481
비지배주주	11	9	9	12	13
이익률 (%)					
영업이익률	5.8	5.6	4.9	4.8	5.0
EBITDA마진	8.6	8.7	8.1	8.0	8.2
세전이익률	4.8	5.0	4.4	4.3	4.6
순이익률	3.4	3.7	3.3	3.2	3.4

대차대조표 (십억원)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
자산총계	12,254	13,052	13,586	14,245	14,912
유동자산	1,202	1,261	1,332	1,381	1,414
현금성자산	118	182	179	178	159
매출채권	309	275	307	312	326
재고자산	723	744	785	831	868
기타	53	59	60	61	61
비유동자산	11,052	11,791	12,254	12,864	13,498
투자자산	2,430	2,664	2,693	2,803	2,916
유형자산	8,241	8,728	9,166	9,677	10,206
무형자산	381	399	395	385	376
부채총계	6,125	6,354	6,534	6,791	7,006
유동부채	3,467	3,439	3,543	3,612	3,679
매입채무	1,017	1,007	1,252	1,325	1,385
유동성이자부채	1,578	1,484	1,601	1,590	1,590
기타	873	948	690	697	704
비유동부채	2,657	2,915	2,991	3,178	3,327
비유동이자부채	1,846	2,080	2,317	2,477	2,597
기타	812	835	674	701	730
자본총계	6,129	6,698	7,051	7,455	7,907
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	587	1,025	1,420	1,823	2,275
자본조정	1,060	1,166	1,127	1,127	1,127
지배주주지분	6,023	6,568	6,923	7,326	7,778
순차입금	3,306	3,382	3,739	3,890	4,029
이자지급성부채	3,423	3,564	3,918	4,067	4,187

현금흐름표 (십억원)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	756	960	920	928	986
당기순이익	615	649	473	445	494
자산상각비	360	394	418	443	466
기타비현금성손익	264	210	52	11	12
운전자본증감	(211)	(64)	37	29	15
매출채권감소 (증가)	(28)	48	(16)	(5)	(14)
재고자산감소 (증가)	(106)	(57)	(47)	(46)	(37)
매입채무증가 (감소)	(78)	(13)	31	73	60
기타	(0)	(41)	69	6	6
투자현금	(1,126)	(1,025)	(920)	(1,042)	(1,088)
단기투자자산감소 (증가)	(63)	(133)	(16)	(5)	(5)
장기투자증권감소 (증가)	2	0	(37)	(52)	(55)
설비투자	(813)	(842)	(835)	(935)	(977)
유무형자산감소 (증가)	43	(17)	2	(8)	(8)
재무현금	373	138	4	107	78
차입금증가 (감소)	416	209	24	149	120
자본증가 (감소)	(22)	(43)	(1)	(42)	(42)
배당금지급	22	43	1	42	42
현금 증감	2	17	(17)	(7)	(24)
총현금흐름 (Gross CF)	1,238	1,253	943	899	972
(-) 운전자본증가 (감소)	71	(71)	86	(29)	(15)
(-) 설비투자	813	842	835	935	977
(+) 자산매각	43	(17)	2	(8)	(8)
Free Cash Flow	396	465	24	(16)	1
(-) 기타투자	(2)	(0)	37	52	55
잉여현금	398	465	(13)	(68)	(54)

자료: FnGuide, KB투자증권

주요투자지표

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Multiples (X, %, 원)					
PER	15.6	15.9	15.8	15.6	14.1
PBR	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.1	9.6	9.8	9.6	9.0
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EPS	15,213	16,762	15,366	15,548	17,240
BPS	202,427	221,309	234,194	249,015	265,559
SPS	455,055	467,619	478,780	500,740	523,273
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
수익성지표 (%)					
ROA	3.7	3.8	3.3	3.2	3.4
ROE	7.6	7.6	6.5	6.2	6.5
ROIC	6.9	6.6	5.5	5.2	5.5
안정성지표 (%, X)					
부채비율	99.9	94.9	92.7	91.1	88.6
순차입비율	53.9	50.5	53.0	52.2	51.0
유동비율	34.7	36.7	37.6	38.2	38.4
이자보상배율	9.4	9.2	9.7	8.7	9.3
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	43.7	44.7	45.8	45.1	45.7
재고자산회전율	19.1	17.8	17.5	17.3	17.2
자산/자본구조 (%)					
투하자본	75.6	74.7	76.0	76.3	76.7
차입금	35.8	34.7	35.7	35.3	34.6

주: EPS는 완전희석 EPS

양지혜 02) 3777-8484
jhyang@kbsec.co.kr

GS리테일 (007070)

Initiation

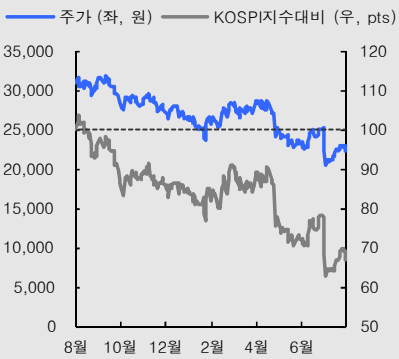
투자의견 (신규)	BUY
목표주가 (신규)	27,000 (원)
Upside / Downside (%)	29.8
현재가 (08/18, 원)	20,800
Consensus target price (원)	28,500
Difference from consensus (%)	(5.3)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	4,709	4,989	5,310	5,687
영업이익 (십억원)	155	149	163	183
순이익 (십억원)	119	119	137	157
EPS (원)	1,546	1,540	1,773	2,033
증감률 (%)	(3.6)	(0.4)	15.2	14.7
PER (X)	18.1	13.5	11.7	10.2
EV/EBITDA (X)	7.1	5.2	4.8	4.3
PBR (X)	1.5	1.0	1.0	0.9
ROE (%)	7.6	7.2	7.8	8.4

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	(15.8)	(20.5)	(32.9)
KOSPI대비 상대수익률	0.0	(17.8)	(25.9)	(39.8)



Trading Data

시가총액 (십억원)		1,602
유통주식수 (백만주)		22
Free Float (%)		28.5
52주 최고/최저 (원)		31,850 / 20,450
거래대금 (3M, 십억원)		7
외국인 소유지분율 (%)		21.5
주요주주 지분율 (%)	GS	65.8

자료: FnGuide, KB투자증권

과도한 주가 하락으로 저점 매수를 고려할 시점

GS리테일에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 27,000원을 제시한다. 안정적인 편의점 매출 성장과 하반기 이후 편의점과 슈퍼마켓의 수익성 개선, 그리고 양호한 현금 흐름을 바탕으로 유통업종 내 가장 높은 배당성향 (배당수익률 2.2%)과 역사적 주가 밴드 하단에 위치하고 있음을 감안할 때 저점 매수를 고려할 시점이라고 판단한다.

편의점, 안정적인 매출 성장 지속되는 가운데 하반기 이후 수익성 개선 전망

GS리테일의 편의점 부분은 1~2인 가구 증가에 따른 소규모 소비 확산과 차별화 상품 확대로 2014년 9.6%, 2015년 8.8%의 안정적인 성장세를 이어갈 전망이다. 2014년 편의점 점주들을 위한 상생 비용 증가로 (분기별 30억원 추정) 지난해 대비 편의점의 영업이익률은 0.2%pt 하락이 예상되지만, 2015년부터 추가적인 비용 부담은 완화될 것으로 판단한다. 한편 담배는 그 비중은 줄어들고 있지만, 절대적인 매출 성장세는 유지되고 있으며, 단기적으로 담뱃값 인상 가시화 시 (20% 인상 가정) 영업이익에 긍정적 효과 (영업이익 3.7% 상승효과)가 기대된다.

슈퍼마켓의 회복은 당분간 제한적일 것으로 판단됨

GS리테일의 슈퍼마켓 부문은 의무휴업일수 확대 및 소비 침체에 따른 홈플러스익스프레스와 롯데슈퍼 등 업체간의 경쟁 심화로 2012년 하반기 이후 부진한 실적을 이어가고 있다. 비우호적인 영업 환경이 지속되면서 당분간 큰 폭의 매출액과 영업손익 개선을 기대하기는 어려울 전망이다. 중장기적으로 온라인 슈퍼의 경쟁력 강화와 자체적인 효율성 향상 여부가 관건이 될 것으로 판단한다.

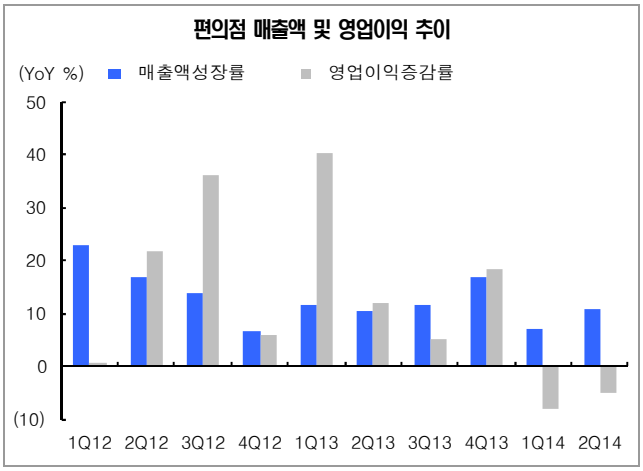
기타 사업부, 2012년 흑자전환 이후 이익 성장세 지속될 전망

GS리테일의 기타 사업부는 신규 임대수익 증가와 미스터도넛 영업손실 감소, 물류센터 판관비 절감 등으로 2014년 영업이익 증가세 (2011년 -220억원 → 2012년 40억원 → 2013년 200억원 달성)가 지속될 전망이다. 한편 홍콩 Watsons와 50:50으로 출자한 헬스 & 뷰티 전문점 GS Watsons는 현재 88개의 점포를 운영 중이며, 2014년 30여개의 신규 매장을 추가할 계획이다. 점차 규모의 경제를 갖추면서 손실폭도 줄어들 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 27,000원 제시

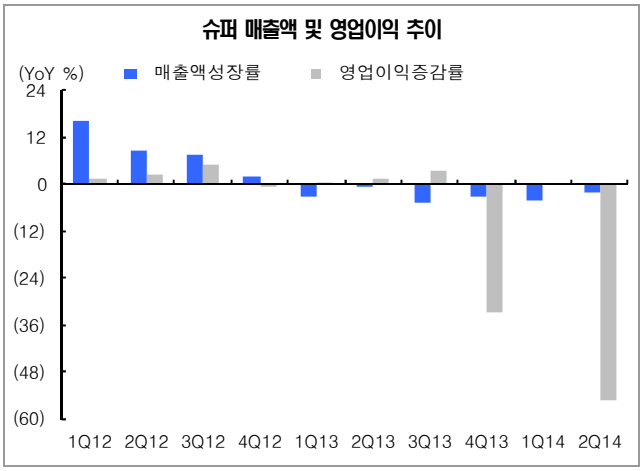
GS리테일에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 27,000원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS에 글로벌 편의점 평균 대비 30% 할인한 PER 15X를 목표배수로 적용하여 산출했다. 안정적인 편의점 매출 성장과 하반기 이후 편의점과 슈퍼마켓의 수익성 개선, 그리고 양호한 현금 흐름을 바탕으로 유통업종 내 가장 높은 배당성향 (배당수익률 2.2%)과 역사적 주가 밴드 하단에 위치하고 있음을 감안할 때 저점 매수를 고려할 시점이라고 판단한다.

I. Focus Charts



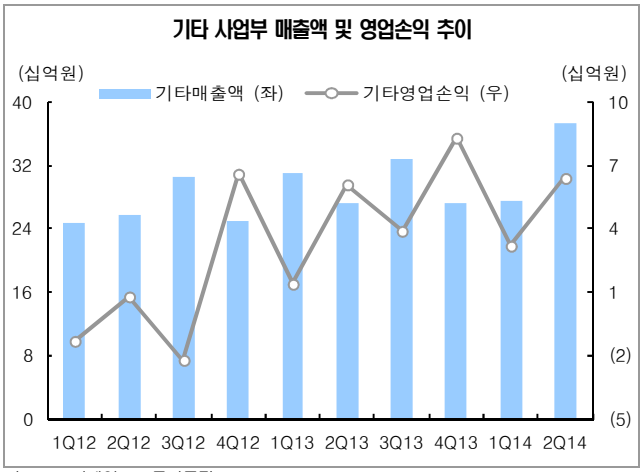
자료: GS리테일, KB투자증권

- GS리테일의 편의점 부분은 1~2인 가구 증가에 따른 소규모 소비 확산과 차별화 상품 확대로 2014년 9.6%, 2015년 8.8%의 안정적인 성장세를 이어갈 전망
- 2014년 편의점 점주들을 위한 상생 비용 증가로 (분기별 30억원 추정) 지난해 대비 편의점의 영업이익률은 0.2%pt 하락이 예상되지만, 2015년부터 추가적인 비용 부담은 완화될 것으로 판단함



자료: GS리테일, KB투자증권

- GS리테일의 슈퍼마켓 부문은 의무휴업일수 확대 및 소비 침체에 따른 홈플러스익스프레스와 롯데슈퍼 등 업체간의 경쟁 심화로 2012년 하반기 이후 부진한 실적을 이어가고 있음
- 비우호적인 영업 환경이 지속되면서 당분간 큰 폭의 매출액과 영업손익 개선을 기대하기는 어려울 전망
- 중장기적으로 온라인 슈퍼의 경쟁력 강화와 자체적인 효율성 향상 여부가 관건이 될 것임



자료: GS리테일, KB투자증권

- GS리테일의 기타 사업부는 신규 임대수익 증가와 미스터도넛 영업손실 감소, 물류센터 판관비 절감 등으로 2014년 이익 증가세 지속될 전망
- 홍콩 Watsons와 50:50으로 출자한 헬스 & 뷰티 전문점 GS Watsons는 현재 88개의 점포를 운영 중이며, 2014년 30여개의 신규 매장을 추가할 계획. 점차 규모의 경제를 갖추면서 손실 폭도 줄어들게 될 전망

Ⅱ. 목표주가 산정 및 Valuation

표 8. GS리테일 역사적 Valuation 추이

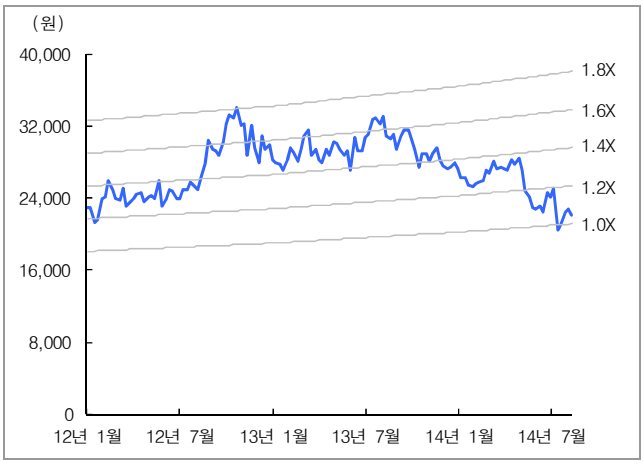
(단위: X)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
PER										
최고	n/a	n/a	n/a	n/a	20.5	22.4	22.1			
최저	n/a	n/a	n/a	n/a	15.9	12.5	16.8			
평균	n/a	n/a	n/a	n/a	19.1	16.5	19.1			
기말	n/a	n/a	n/a	n/a	19.1	18.7	18.1	13.5	11.7	10.2
PBR										
최고	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3	1.8	1.6			
최저	n/a	n/a	n/a	n/a	1.0	1.0	1.2			
평균	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3	1.3	1.4			
기말	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3	1.5	1.3	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA										
최고	n/a	n/a	n/a	n/a	8.7	9.3	8.1			
최저	n/a	n/a	n/a	n/a	8.2	5.8	6.4			
평균	n/a	n/a	n/a	n/a	8.5	7.3	7.1			
기말	n/a	n/a	n/a	n/a	8.5	8.1	6.8	5.2	4.8	4.3

자료: Quantiwise, KB투자증권 추정

그림 4. GS리테일 12개월 fwd PER Band

자료: FnGuide, KB투자증권 추정

그림 5. GS리테일 12개월 fwd PBR Band



자료: FnGuide, KB투자증권 추정

Ⅲ. 실적 전망

표 9. GS리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14P	3Q14E	4Q14E	2014E
매출액	4,377.6	1,092.7	1,171.5	1,269.6	1,174.7	4,708.5	1,131.3	1,249.9	1,351.0	1,256.3	4,988.5
증감률 (YoY %)	13.0	6.9	6.7	6.3	10.5	7.6	3.5	6.7	6.4	6.9	5.9
편의점	2,859.5	721.3	791.6	874.8	831.7	3,219.4	773.0	877.1	961.8	916.2	3,528.1
증감률 (YoY %)	14.6	11.7	10.3	11.6	16.7	12.6	7.2	10.8	9.9	10.2	9.6
점포수	7,138.0	7,288.0	7,438.0	7,598.0	7,774.0	7,774.0	7,874.0	8,040.0	8,150.0	8,274.0	8,274.0
증감률 (YoY %)	12.8	12.4	9.7	8.0	8.9	8.9	8.0	8.1	7.3	6.4	6.4
점당매출액 (억원)	4.0	1.0	1.1	1.2	1.1	4.1	1.0	1.1	1.2	1.1	4.3
증감률 (YoY %)	1.6	n/a	n/a	n/a	n/a	3.4	(0.8)	2.5	2.5	3.5	3.0
슈퍼마켓	1,412.3	340.3	352.7	361.9	315.7	1,370.6	326.4	344.5	352.7	309.6	1,333.2
증감률 (YoY %)	8.5	(3.3)	(0.5)	(4.9)	(3.0)	(3.0)	(4.1)	(2.3)	(2.5)	(1.9)	(2.7)
점포수	254.0	255.0	256.0	257.0	258.0	258.0	255.0	253.0	253.0	253.0	253.0
증감률 (YoY %)	10.4	n/a	n/a	n/a	n/a	1.6	0.0	(1.2)	(1.6)	(1.9)	(1.9)
점당매출액 (억원)	55.6	13.3	13.8	14.1	12.2	53.1	12.8	13.6	13.9	12.2	52.7
증감률 (YoY %)	(1.8)	n/a	n/a	n/a	n/a	4.5	(4.1)	(1.2)	(1.0)	0.0	9.5
기타사업부	105.9	31.1	27.2	32.9	27.2	118.4	27.6	37.4	36.5	30.5	132.1
증감률 (YoY %)	37.5	n/a	n/a	n/a	n/a	11.8	(11.3)	37.5	11.0	12.3	11.5
매출원가	3,384.3	851.2	900.3	977.1	918.6	3,647.2	888.2	977.2	1,053.8	986.2	3,905.4
증감률 (YoY %)	11.8	5.9	6.4	6.5	12.4	7.8	4.3	8.5	4.6	7.6	4.4
매출원가율 (%)	77.3	77.9	76.9	77.0	78.2	77.5	78.5	78.2	78.0	78.5	78.3
매출총이익	993.3	241.5	271.2	292.5	256.1	1,061.3	243.1	272.7	297.2	270.1	1,083.1
증감률 (YoY %)	17.4	10.7	7.8	5.4	4.0	6.8	0.7	0.6	1.6	5.5	2.1
매출총이익률 (%)	22.7	22.1	23.1	23.0	21.8	22.5	21.5	21.8	22.0	21.5	21.7
판관비	852.8	228.9	224.4	230.9	222.0	906.2	230.4	230.5	237.9	235.2	934.0
증감률 (YoY %)	13.4	10.5	6.5	5.8	2.4	6.3	0.7	2.7	3.0	6.0	3.1
판관비율 (%)	19.5	20.9	19.2	18.2	18.9	19.2	20.4	18.4	17.6	18.7	18.7
인건비	249.6	66.5	66.7	65.9	60.6	259.7	66.6	66.7	66.5	61.3	261.1
증감률 (YoY %)	3.4	8.9	3.4	3.7	0.1	4.0	0.2	0.0	1.0	1.0	0.5
매출대비 (%)	5.7	6.1	5.7	5.2	5.2	5.5	5.9	5.3	4.9	4.9	5.2
판매수수료	74.3	22.0	19.3	22.3	22.1	85.7	24.1	21.2	24.5	24.3	94.1
증감률 (YoY %)	22.9	10.0	16.1	22.3	13.4	15.2	9.4	10.0	10.0	10.0	9.9
매출대비 (%)	1.7	2.0	1.6	1.8	1.9	1.8	2.1	1.7	1.8	1.9	1.9
임차료	161.7	42.3	42.9	44.0	44.0	173.2	45.0	45.5	46.6	46.6	183.8
증감률 (YoY %)	15.2	8.7	5.9	8.0	6.0	7.1	6.4	6.0	6.0	6.0	6.1
매출대비 (%)	3.7	3.9	3.7	3.5	3.7	3.7	4.0	3.6	3.5	3.7	3.7
광고선전비	22.6	6.4	6.7	6.0	4.3	23.3	6.6	6.8	6.1	4.9	24.3
증감률 (YoY %)	10.8	(6.6)	7.4	54.1	(24.1)	3.3	1.7	2.0	2.0	15.0	4.3
매출대비 (%)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5
감가상각비	118.9	32.0	32.6	33.0	33.1	130.7	33.1	33.9	34.3	34.4	135.8
증감률 (YoY %)	26.2	20.7	7.6	7.0	5.8	9.9	3.4	4.0	4.0	4.0	3.9
매출대비 (%)	2.7	2.9	2.8	2.6	2.8	2.8	2.9	2.7	2.5	2.7	2.7
기타	225.7	59.7	56.3	59.7	57.9	233.6	55.0	56.4	59.7	63.7	234.9
증감률 (YoY %)	15.7	11.0	7.0	(2.2)	(0.6)	3.5	(7.8)	0.3	0.0	10.0	0.6
영업이익	140.5	12.6	46.8	61.6	34.1	155.0	12.7	42.2	59.4	34.9	149.2
증감률 (YoY %)	49.6	14.5	14.4	4.2	15.6	10.3	0.8	(9.8)	(3.6)	2.3	(3.8)
영업이익률 (%)	3.2	1.2	4.0	4.9	2.9	3.3	1.1	3.4	4.4	2.8	3.0

자료: GS리테일, KB투자증권 추정

손익계산서 (십억원)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	4,378	4,709	4,989	5,310	5,687
증감률 (YoY %)	9.9	7.6	5.9	6.5	7.1
매출원가	3,384	3,647	3,905	4,160	4,448
판매 및 일반관리비	853	906	934	987	1,056
기타	0	0	0	0	(0)
영업이익	140	155	149	163	183
증감률 (YoY %)	49.6	10.4	(3.8)	9.3	12.5
EBITDA	293	327	327	340	361
증감률 (YoY %)	36.7	11.5	0.0	4.0	6.3
이자수익	43	31	30	33	35
이자비용	46	43	37	33	29
지분법손익	(1)	(5)	(3)	(0)	n/a
기타	26	22	19	20	20
세전계속사업손익	162	159	158	183	209
증감률 (YoY %)	25.3	(1.6)	(0.5)	15.3	14.7
법인세비용	38	40	40	46	53
당기순이익	123	119	119	137	157
증감률 (YoY %)	32.2	(3.6)	(0.4)	15.2	14.7
순손익의 귀속					
지배주주	123	119	119	137	157
비지배주주	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이익률 (%)					
영업이익률	3.2	3.3	3.0	3.1	3.2
EBITDA마진	6.7	6.9	6.6	6.4	6.4
세전이익률	3.7	3.4	3.2	3.4	3.7
순이익률	2.8	2.5	2.4	2.6	2.8

대차대조표 (십억원)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
자산총계	2,914	2,880	2,939	3,017	3,121
유동자산	731	702	721	745	784
현금성자산	477	425	426	435	452
매출채권	91	104	120	126	135
재고자산	149	153	155	164	175
기타	13	20	20	21	21
비유동자산	2,183	2,178	2,217	2,271	2,338
투자자산	1,304	1,320	1,354	1,409	1,466
유형자산	749	707	722	733	752
무형자산	131	150	141	129	119
부채총계	1,389	1,265	1,240	1,216	1,201
유동부채	602	480	525	547	579
매입채무	321	361	411	433	463
유동성이자부채	210	60	55	55	55
기타	72	59	60	60	61
비유동부채	787	786	715	669	622
비유동이자부채	542	538	454	404	354
기타	245	248	261	265	268
자본총계	1,524	1,615	1,699	1,801	1,920
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156	156
이익잉여금	1,292	1,383	1,467	1,569	1,688
자본조정	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
지배주주지분	1,524	1,615	1,699	1,801	1,920
순차입금	275	173	83	24	(44)
이자지급성부채	752	598	509	459	409

현금흐름표 (십억원)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	221	294	309	325	349
당기순이익	123	119	119	137	157
자산상각비	153	172	178	177	178
기타비현금성손익	75	96	22	4	4
운전자본증감	(82)	(28)	(0)	8	11
매출채권감소 (증가)	(10)	(10)	(16)	(6)	(9)
재고자산감소 (증가)	(17)	(4)	(2)	(8)	(12)
매입채무증가 (감소)	(8)	56	5	22	31
기타	(47)	(70)	13	0	0
투자현금	(23)	(121)	(151)	(244)	(258)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	(10)	(13)	(13)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(3)	(1)	(1)
설비투자	(193)	(146)	(166)	(159)	(171)
유무형자산감소 (증가)	(39)	4	(16)	(17)	(17)
재무현금	(177)	(181)	(88)	(85)	(87)
차입금증가 (감소)	(153)	(150)	(88)	(50)	(50)
자본증가 (감소)	(23)	(31)	n/a	(35)	(37)
배당금지급	23	31	n/a	35	37
현금 증감	21	(7)	70	(3)	4
총현금흐름 (Gross CF)	352	387	318	318	338
(-) 운전자본증가 (감소)	80	(3)	(33)	(8)	(11)
(-) 설비투자	193	146	166	159	171
(+) 자산매각	(39)	4	(16)	(17)	(17)
Free Cash Flow	40	248	168	149	162
(-) 기타투자	n/a	n/a	3	1	1
잉여현금	40	248	166	148	161

자료: FnGuide, KB투자증권

주요투자지표

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Multiples (X, %, 원)					
PER	18.7	18.1	13.5	11.7	10.2
PBR	1.7	1.5	1.0	1.0	0.9
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.8	7.1	5.2	4.8	4.3
배당수익률	1.3	1.6	2.2	2.3	2.4
EPS	1,603	1,546	1,540	1,773	2,033
BPS	18,103	19,016	20,229	21,711	23,394
SPS	56,851	61,150	64,787	68,966	73,863
DPS	400	450	450	480	500
수익성지표 (%)					
ROA	4.2	4.1	4.1	4.6	5.1
ROE	8.4	7.6	7.2	7.8	8.4
ROIC	6.4	6.5	6.3	6.9	7.5
안정성지표 (%, X)					
부채비율	91.1	78.4	73.0	67.5	62.5
순차입비율	18.0	10.7	4.9	1.3	n/c
유동비율	121.3	146.4	137.4	136.2	135.4
이자보상배율	42.4	12.4	21.6	3,090.4	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
매출채권회전율	54.9	48.3	44.5	43.1	43.5
재고자산회전율	31.0	31.2	32.4	33.3	33.6
자산/자본구조 (%)					
투하자본	50.1	50.3	49.7	49.4	49.1
차입금	33.0	27.0	23.0	20.3	17.5

주: EPS는 완전희석 EPS

양지혜 02) 3777-8484
jhyang@kbsec.co.kr

BGF리테일 (027410)

Initiation

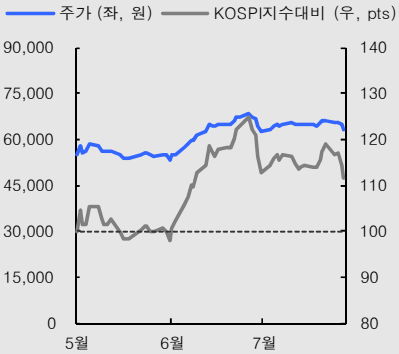
투자의견 (신규)	BUY
목표주가 (신규)	74,000 (원)
Upside / Downside (%)	17.8
현재가 (08/18, 원)	62,800
Consensus target price (원)	60,000
Difference from consensus (%)	23.3

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2013	2014E	2015E	2016E
매출액 (십억원)	3,130	3,442	3,769	4,104
영업이익 (십억원)	105	120	136	150
순이익 (십억원)	70	88	102	114
EPS (원)	n/a	3,497	4,075	4,535
증감률 (%)	n/a	n/a	16.5	11.3
PER (X)	n/a	18.0	15.4	13.8
EV/EBITDA (X)	0.4	5.8	5.1	4.3
PBR (X)	n/a	3.2	2.7	2.3
ROE (%)	24.6	24.6	18.2	17.5

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	n/a	n/a	n/a
KOSPI대비 상대수익률	(0.9)	n/a	n/a	n/a



Trading Data

시가총액 (십억원)	1,547
유통주식수 (백만주)	n/a
Free Float (%)	n/a
52주 최고/최저 (원)	68,100 / 53,400
거래대금 (3M, 십억원)	7
외국인 소유지분율 (%)	14.0
주요주주 지분율 (%)	n/a n/a

자료: FnGuide, KB투자증권

신유통의 다크호스, 작지만 강하다

BGF리테일에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 74,000원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 1~2인 가구 증가 및 소량 구매패턴 전환으로 편의점 채널은 소매유통 내 상대적으로 높은 성장을 지속할 전망이다. BGF리테일은 100% 순수 편의점 업체로서, 상품믹스 개선과 점포 효율화로 안정적인 성장세를 이어갈 전망이다.

투자포인트 1. 소비 트렌드 변화로 편의점 채널 성장

편의점은 1~2인 가구 증가 및 소량 구매패턴 전환으로 소매유통 내 상대적으로 높은 성장을 지속할 전망이다. 2012년 이전처럼 점포확장 경쟁에 따른 양적인 성장은 제한적이겠지만, 일본과 비교시 아직 유통시장 내 편의점 비중이 확대될 여지는 충분한 것으로 판단한다. 또한 수익성 높은 차별화상품 확대와 SKU 최적화에 따른 재고회전율 상승 등의 질적인 성장으로 편의점의 성장 패러다임은 변화하고 있다.

투자포인트 2. 상품 믹스 개선으로 차별화 강화

수익성 높은 상품과 서비스 비중이 확대되면서 질적인 성장을 이어갈 전망이다. 특히 차별화된 상품 (PB, NPB, CU전용상품)과 간편 식품 강화를 통해 소비자들의 반복 구매를 유도하고 충성도를 높이고 있다. 최근 편의점에서 부동의 1위를 차지하던 제조업체 브랜드 (NB)들의 매출을 뛰어넘는 차별화 상품들 (콘소메맛팝콘 등)이 상당수 등장했다. 한편 담배는 그 비중은 줄어들고 있지만, 절대적인 매출 성장세는 유지되고 있으며, 단기적으로 담뱃값 인상 가시화 시 (20% 인상 가정) 영업이익에 긍정적 효과 (영업이익 4.6% 상승효과)가 기대된다.

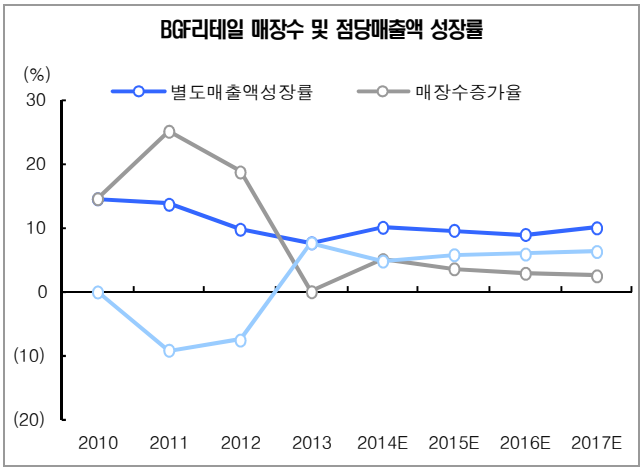
투자포인트 3. 안정적인 현금 창출 매력적

BGF리테일은 연간 2,000억원대의 안정적인 영업현금을 바탕으로, 1,000억원대 이상의 잉여현금이 꾸준히 창출될 전망이다. 한편 일본훼미리마트에 대한 일종의 풋옵션이 충당금융부채 (2,669억원)로 반영되어 있었는데, 상장 이후 사라지면서 2014년 순현금구조로 전환될 전망이다. 관련 이자비용 (연간 106억원) 또한 줄어들어 2014년 순이익성장률은 25.5% 크게 증가할 것으로 추정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 74,000원 제시

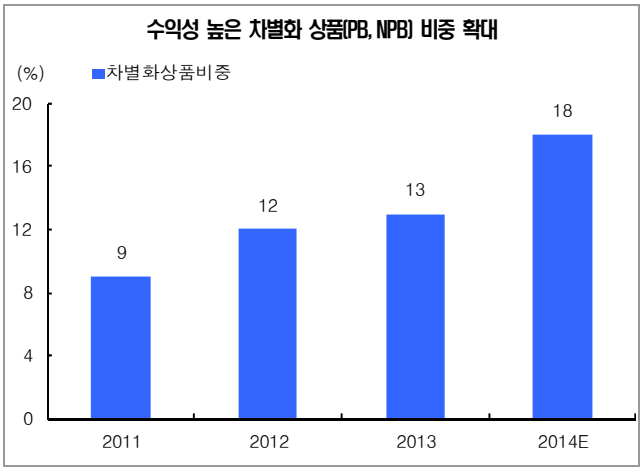
BGF리테일에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 74,000원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 예상 EPS에 PER 18X (글로벌 편의점 업체 평균 PER 22배 대비 20% Discount)를 목표배수로 적용하여 산출했으며, 동사의 높은 ROE를 감안하면 무리없다는 판단이다. BGF리테일은 100% 순수 편의점 업체로서, 한국형 편의점 모델을 선도하며 안정적으로 확장하는 동시에, 상품믹스 개선과 점포 효율화로 질적인 성장세를 이어갈 전망이다.

I. Focus Charts



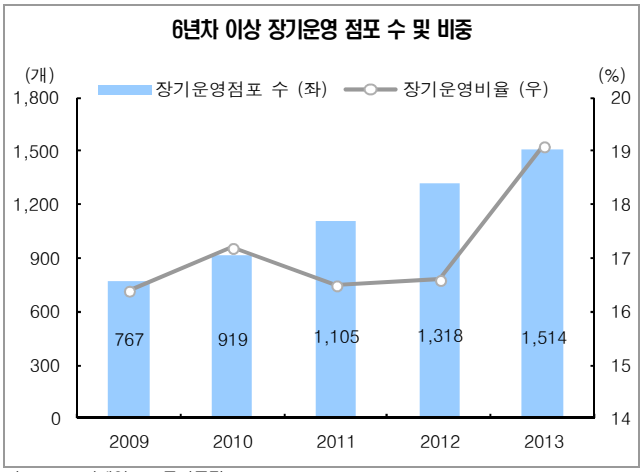
자료: BGF리테일, KB투자증권

- 앞으로 점포 확장 경쟁에 따른 양적 성장은 제한적, 향후 질적인 성장에 중점을 두는 전략이 강화될 것으로 전망
- 2012년 말부터 공정위가 점주와의 상생에 기반한 가맹사업법을 준비하면서 2013년 편의점업체들은 무리한 점포 확장보다는 구조조정과 효율성 개선에 주력하게 됨
- 아직까지 Mom&Pop (일반개인 소형수퍼)이 5~6만개 정도 남아있는 것으로 추산되는데, 이 중 1~2만개 점포는 중장기적인 관점에서 편의점으로 흡수될 가능성이 높음



자료: BGF리테일, KB투자증권

- 수익성 높은 상품과 서비스 비중이 확대되면서 질적인 성장을 이어갈 전망. 특히 차별화된 상품 (PB, NPB, CU전용상품)과 간편 식품 강화를 통해 소비자들의 반복 구매를 유도하고 충성도를 높히고 있음
- 최근 편의점에서 부동의 1위를 차지하던 제조업체 브랜드 (NB)들의 매출을 뛰어넘는 차별화 상품들 (콘소메맛팝콘 등)이 상당수 등장



자료: BGF리테일, KB투자증권

- CU가 다른 편의점업체 대비 차별화된 강점은 1) 100% 순수 편의점 업체로서 편의점에 집중할 수 있는 사업 구조를 갖추고 있고, 2) IT와 모바일 등을 활용한 운영 및 관리가 편리한 POS 시스템으로 편의점 업계의 물류 시스템을 선도하고 있음
- 이는 효율적인 SKU 관리로 이어져 최근 재고자산회전율이 꾸준히 상승하는 모습을 나타냄. 나아가 운영 편의성과 점포 수익성 강화로 장기 운영 점포 수도 지속적으로 증가하고 있음

II. 실적 전망

표 10. BGF리테일 연간 실적 추이 (연결기준)

(단위: 십억원)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,912.2	3,130.0	3,442.1	3,769.4	4,104.1
증감률 (YoY %)	n/a	7.5	10.0	9.5	8.9
기타자회사 매출액	55.0	53.9	56.0	58.0	60.0
증감률 (YoY %)	n/a	(1.9)	3.8	3.6	3.4
매출액 (별도기준)	2,857.2	3,076.1	3,386.1	3,711.4	4,044.1
증감률 (YoY %)	9.8	7.7	10.1	9.6	9.0
매출원가	2,227.4	2,386.8	2,633.2	2,876.1	3,129.4
증감률 (YoY %)	n/a	7.2	10.3	9.2	8.8
매출원가율 (%)	76.5	76.3	76.5	76.3	76.3
매출총이익	684.8	743.2	808.9	893.4	974.7
증감률 (YoY %)	n/a	8.5	8.8	10.4	9.1
매출총이익률 (%)	23.5	23.7	23.0	22.5	22.7
판관비	621.1	638.2	688.4	757.7	824.9
증감률 (YoY %)	n/a	2.8	7.9	10.1	8.9
판관비율 (%)	21.3	20.4	20.0	20.1	20.1
영업이익	63.8	105.0	120.5	135.7	149.8
증감률 (YoY %)	n/a	64.7	14.7	12.6	10.4
영업이익률 (%)	2.2	3.4	3.5	3.6	3.7

자료: BGF리테일, KB투자증권 추정
주: 연결기준

표 11. BGF리테일 연간 실적 추이 (별도기준)

(단위: 십억원)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,289.6	2,602.8	2,857.2	3,076.1	3,386.1	3,711.4	4,044.1
증감률 (YoY %)	14.5	13.7	9.8	7.7	10.1	9.6	9.0
매장수	5,345	6,686	7,938	7,939	8,339	8,639	8,889
증감률 (YoY %)	14.6	25.1	18.7	0.0	5.0	3.6	2.9
점당매출액 (백만원)	428.4	389.3	359.9	387.5	406.1	429.6	455.0
증감률 (YoY %)	(0.0)	(9.1)	(7.5)	7.6	4.8	5.8	5.9
매출원가	1,818.4	2,129.6	2,313.0	2,357.8	2,607.3	2,846.7	3,103.9
증감률 (YoY %)	13.7	17.1	8.6	1.9	10.6	9.2	9.0
매출원가율 (%)	79.4	81.8	81.0	76.7	77.0	76.7	76.8
매출총이익	471.2	473.2	544.2	718.2	778.8	864.8	940.3
증감률 (YoY %)	17.8	0.4	15.0	32.0	8.4	11.0	8.7
매출총이익률 (%)	20.6	18.2	19.0	23.3	23.0	23.3	23.3
판관비	396.4	380.4	484.2	623.8	672.1	742.3	804.8
증감률 (YoY %)	15.5	(4.0)	27.3	28.8	7.8	10.4	8.4
판관비율 (%)	17.3	14.6	16.9	20.3	19.9	20.0	19.9
영업이익	74.8	92.8	59.9	94.5	106.7	122.5	135.5
증감률 (YoY %)	31.4	24.1	(35.5)	57.7	12.9	14.8	10.6
영업이익률 (%)	3.3	3.6	2.1	3.1	3.2	3.3	3.4

자료: BGF리테일, KB투자증권 추정
주: 별도기준

손익계산서 [십억원]

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	2,857	3,130	3,442	3,769	4,104
증감률 (YoY %)	13.7	9.5	10.0	9.5	8.9
매출원가	2,313	2,387	2,633	2,876	3,129
판매 및 일반관리비	484	638	688	758	825
기타	(0)	(0)	0	(0)	(0)
영업이익	60	105	120	136	150
증감률 (YoY %)	(35.5)	75.3	14.7	12.6	10.4
EBITDA	151	213	219	226	237
증감률 (YoY %)	(7.2)	41.7	2.6	3.2	4.9
이자수익	7	16	11	14	15
이자비용	1	22	6	4	4
지분법손익	1	5	n/a	n/a	n/a
기타	(8)	(11)	(10)	(10)	(10)
세전계속사업손익	59	93	116	135	150
증감률 (YoY %)	(41.1)	57.7	24.1	16.5	11.3
법인세비용	17	23	28	32	36
당기순이익	42	70	88	102	114
증감률 (YoY %)	(45.4)	65.6	25.5	16.5	11.3
순손익의 귀속					
지배주주	n/a	69	86	100	112
비지배주주	n/a	1	2	2	2
이익률 (%)					
영업이익률	2.1	3.4	3.5	3.6	3.6
EBITDA마진	5.3	6.8	6.4	6.0	5.8
세전이익률	2.1	3.0	3.4	3.6	3.7
순이익률	1.5	2.2	2.6	2.7	2.8

대차대조표 [십억원]

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
자산총계	888	1,160	1,254	1,381	1,519
유동자산	201	532	647	781	914
현금성자산	99	290	387	514	642
매출채권	3	38	42	46	51
재고자산	54	49	61	62	62
기타	44	155	157	158	160
비유동자산	687	628	607	601	605
투자자산	320	189	197	205	213
유형자산	318	388	374	370	374
무형자산	49	50	36	26	18
부채총계	511	957	725	767	810
유동부채	390	795	558	595	632
매입채무	244	349	377	413	450
유동성이자부채	5	346	79	79	79
기타	141	100	101	102	103
비유동부채	121	162	167	172	178
비유동이자부채	1	33	33	33	33
기타	120	129	134	139	145
자본총계	377	203	529	614	709
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	15	15	15	15	15
이익잉여금	336	424	500	585	679
자본조정	0	(270)	(20)	(20)	(20)
지배주주지분	377	194	520	605	699
순차입금	(93)	90	(274)	(402)	(529)
이자지급성부채	6	379	112	112	112

현금흐름표 [십억원]

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	155	248	204	229	239
당기순이익	42	70	88	102	114
자산상각비	91	108	98	90	87
기타비현금성손익	16	53	5	5	6
운전자본증감	5	17	12	31	32
매출채권감소 (증가)	(2)	4	(4)	(4)	(4)
재고자산감소 (증가)	(5)	6	(12)	(1)	0
매입채무증가 (감소)	1	26	29	36	37
기타	12	(19)	(1)	(1)	(1)
투자현금	(142)	(119)	(81)	(88)	(96)
단기투자자산감소 (증가)	n/a	(2)	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소 (증가)	n/a	(2)	(1)	(1)	(1)
설비투자	(129)	(63)	(70)	(76)	(83)
유무형자산감소 (증가)	(24)	(8)	n/a	n/a	n/a
재무현금	7	(27)	(29)	(17)	(20)
차입금증가 (감소)	3	(12)	(267)	n/a	n/a
자본증가 (감소)	4	(12)	238	(17)	(20)
배당금지급	12	12	12	17	20
현금 증감	20	101	94	123	124
총현금흐름 (Gross CF)	149	231	192	198	207
(-) 운전자본증가 (감소)	(4)	78	(12)	(31)	(32)
(-) 설비투자	129	63	70	76	83
(+) 자산매각	(24)	(8)	n/a	n/a	n/a
Free Cash Flow	(1)	82	134	152	156
(-) 기타투자	n/a	2	1	1	1
잉여현금	(1)	81	133	152	155

자료: FnGuide, KB투자증권

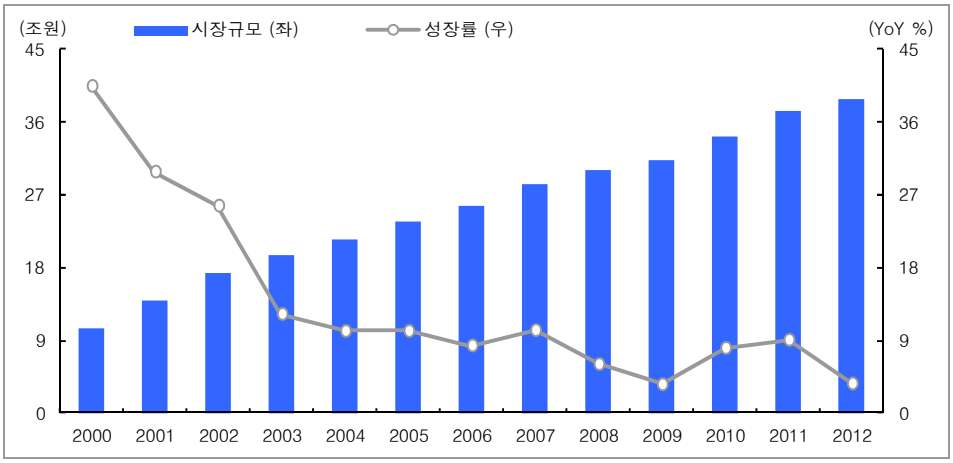
주요투자지표

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Multiples (X, %, 원)					
PER	n/a	n/a	18.0	15.4	13.8
PBR	n/a	n/a	3.2	2.7	2.3
PSR	n/a	n/a	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	n/a	0.4	5.8	5.1	4.3
배당수익률	n/a	n/a	1.1	1.3	1.4
EPS	n/a	n/a	3,497	4,075	4,535
BPS	n/a	n/a	19,631	23,507	27,633
SPS	n/a	n/a	139,697	152,979	166,563
DPS	n/a	n/a	700	800	900
수익성지표 (%)					
ROA	4.9	6.8	7.3	7.8	7.9
ROE	12.0	24.6	24.6	18.2	17.5
ROIC	19.3	29.6	35.4	47.3	63.3
안정성지표 (%, X)					
부채비율	135.7	471.5	137.0	124.9	114.4
순차입비율	n/c	44.2	n/c	n/c	n/c
유동비율	51.5	67.0	116.0	131.3	144.5
이자보상배율	n/a	17.1	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	3.3	3.1	2.9	2.9	2.8
매출채권회전율	365.5	150.2	85.3	84.8	84.6
재고자산회전율	55.4	60.5	62.2	61.2	66.3
자산/자본구조 (%)					
투하자본	37.8	36.8	29.1	21.5	16.0
차입금	1.5	65.1	17.5	15.5	13.7

주: EPS는 완전희석 EPS

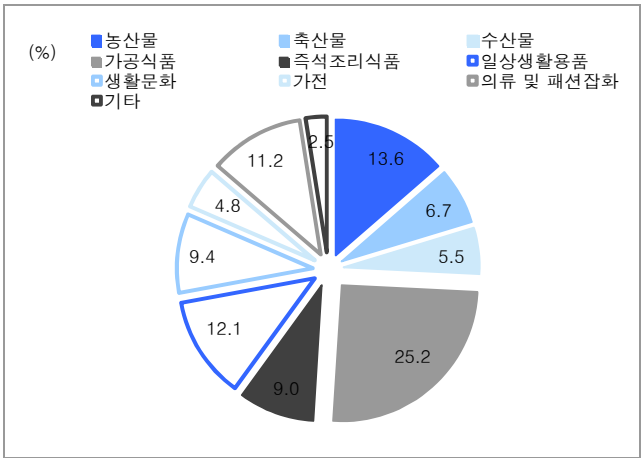
부록: 할인점 vs. 슈퍼마켓 vs. 편의점 주요 지표

그림 6. 대형마트 연도별 시장규모 추이



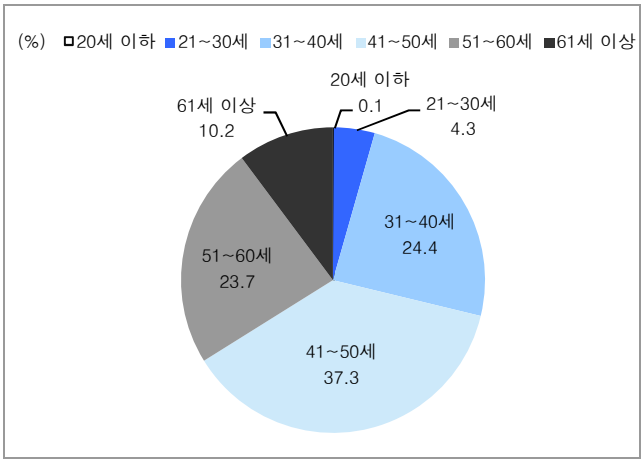
자료: 통계청, 2013 유통업체연감, KB투자증권
주: 2010년 이후 데이터는 통계청 대형마트 집계액 중 면세점 매출액 부분 제외하고 반영함

그림 7. 대형마트 부분별 매출 구성비



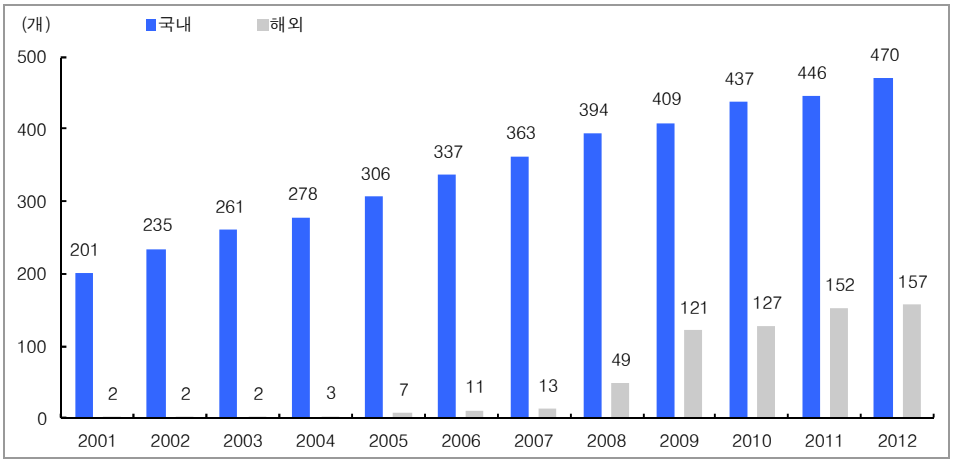
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 8. 대형마트 연령대별 매출 구성



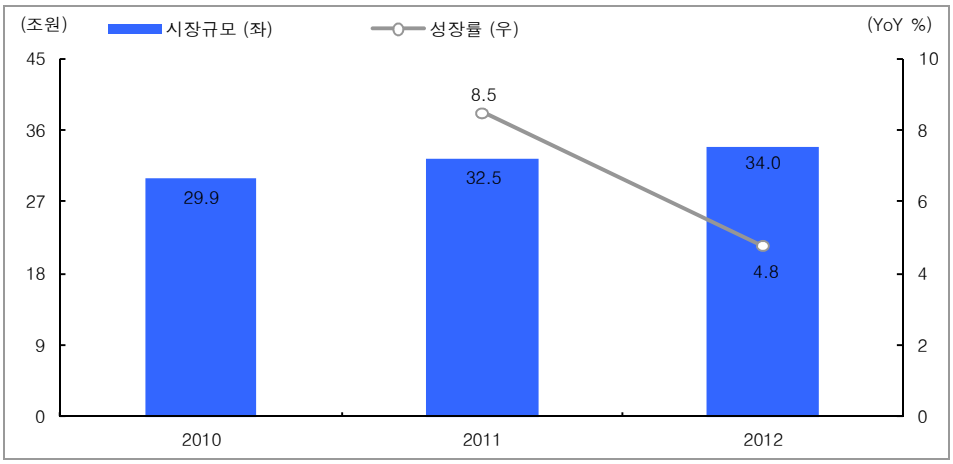
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 9. 대형마트 연도별 점포 수 추이



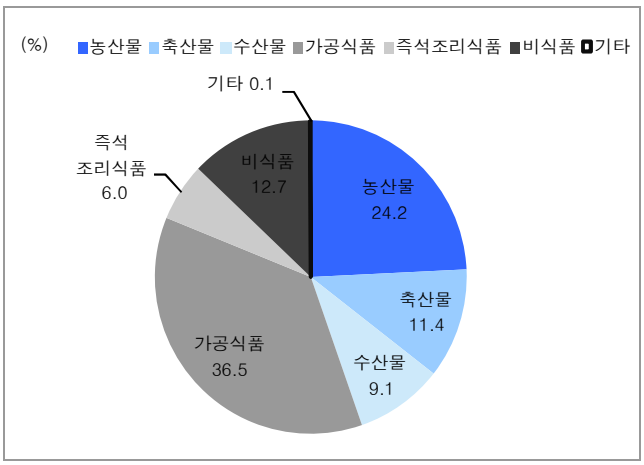
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 10. 슈퍼마켓 연도별 시장규모 추이



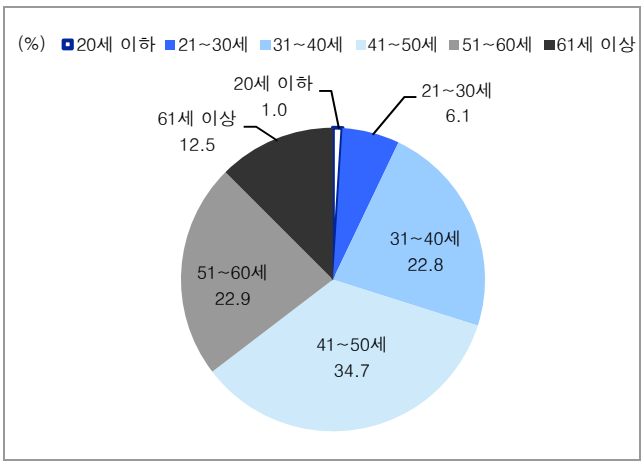
자료: 2013년 통계청 집계 기준 변경에 따라 2010년도 시장규모부터 변경기준 적용
주: 통계청, 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 11. 슈퍼마켓 부분별 매출 구성비



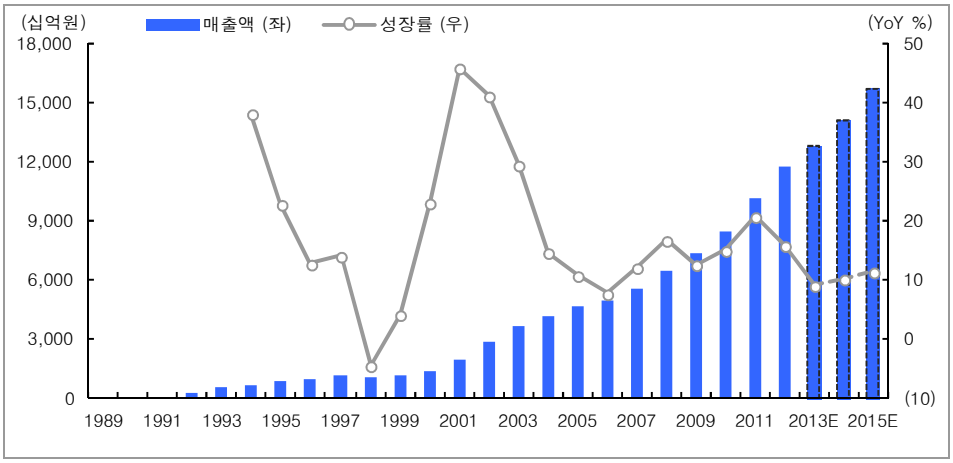
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 12. 슈퍼마켓 연령대별 매출 구성



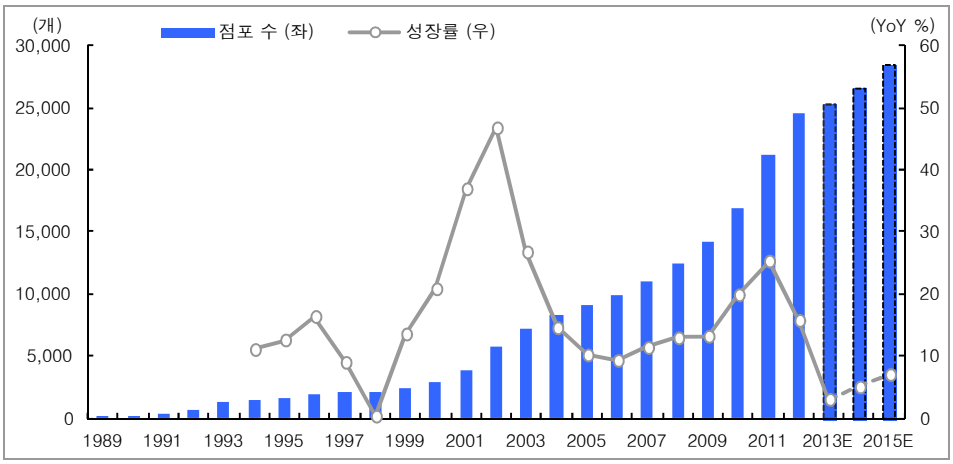
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 13. 편의점 연도별 시장규모 추이



자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권 추정

그림 14. 편의점 연도별 점포 수 추이



자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권 추정

표 12. 편의점 가맹 타입별 신규 출점 구성비

(단위: %)	2008	2009	2010	2011	2012
직영점	3.9	2.5	0.7	0.9	0.7
순수가맹점	74.6	85.2	81.8	74.3	81.6
위탁가맹점	21.5	12.3	17.5	24.8	17.7
계	100	100	100	100	100

자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 13. 편의점 가맹 형태별 점포 구성비

(단위: %)	미니스톱	바이더웨이	세븐일레븐	씨스페이스	CU	GS25	평균
직영점	3.4	2.6	1.4	4.1	1.6	1.0	1.6
순수가맹점	61.9	57.7	68.8	71.1	75.1	60.0	67.3
위탁가맹점	34.7	39.7	29.8	24.8	23.3	39.0	31.1
계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

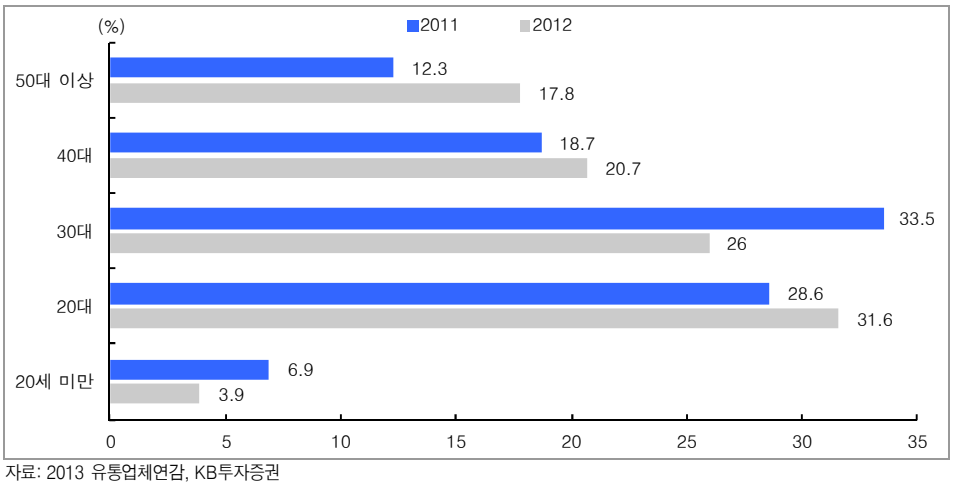
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권
주: 2012년 말 기준

표 14. 편의점 입지별 점포 구성비

(단위: %, %p)		2011	2012	증감률
주택가	아파트	12.3	11.8	(0.5)
	일반주택	18.3	14.5	(3.8)
	독신주택	1.4	5.1	3.7
	복합지역	8.3	21.1	12.8
소계		40.3	52.5	12.2
학원가		5.5	5.5	0.0
오피스가		6.9	6.5	(0.4)
상가		8.4	2.6	(5.8)
역세권		6.5	3.1	(3.4)
유흥가		14.8	11.0	(3.8)
로드사이드		8.1	8.0	(0.1)
공장		1.6	2.2	0.6
기타		7.9	8.6	0.7
계		100	100	-

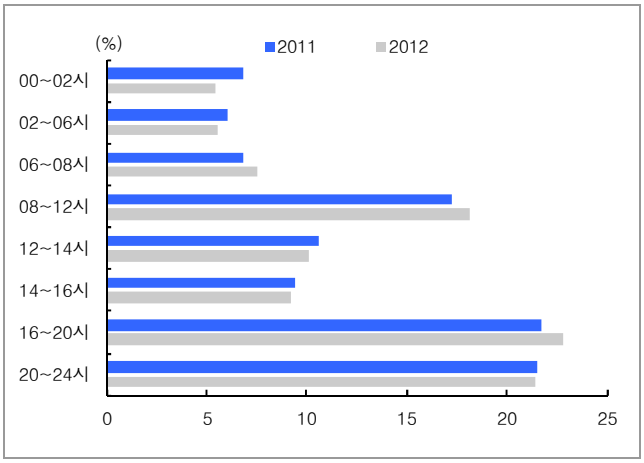
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 15. 편의점 연령별 고객 구성비



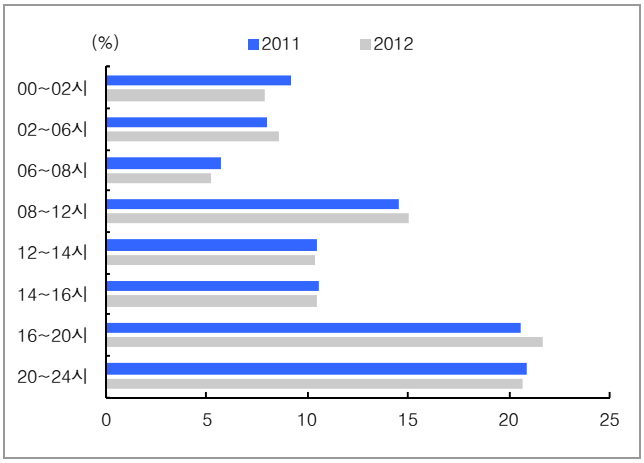
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 16. 편의점 시간대별 고객 구성비 (주중)



자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권
주: 주중 시간 기준

그림 17. 편의점 시간대별 고객 구성비 (주말)



자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권
주: 주말 시간 기준

표 15. BGF리테일 물류센터 현황

센터명	소재지	소유형태	연면적 (㎡)	배송상품	배송지역
BGF로지스용인	경기 용인	자가	3,927	공산품, 주류, 냉장	서울, 경기
BGF로지스강화	인천	자가	7,623	공산품, 주류, 냉장	서울, 인천 , 경기
영남물류	울산	자가	4,455	공산품, 주류 등	경남
BGF로지스양주	경기 양주	자가	5,280	공산품, 주류, 냉장	서울, 경기
제주물류	제주	임차	6,534	공산품, 주류, 냉장	제주
하이로지스	전북 완주	자가	4,092	공산품, 주류, 냉장	충청, 전북
BGF로지스대구	경북 칠곡	자가	8,415	공산품, 주류, 냉장	경북
BGF로지스팔탄	경기 화성	자가	4,983	공산품, 주류 등	서울, 경기, 충남
BGF로지스화성	경기 화성	자가	1,617	냉장, 냉동, 패스트푸드 등	서울, 경기, 충남
동부로지스	강원 원주 문막	자가	7,788	공산품, 주류, 냉장	경기, 강원 , 충청
극동로지스	경남 김해	위탁	1,221	냉장, 냉동, 패스트푸드 등	경남
아신	경기 용인	위탁	1,254	냉장, 냉동, 패스트푸드 등	서울, 경기, 인천, 충남
동광물류	경남 양산	임차	1,452	담배, 잡화, 복권 등	경북, 경남
화인로지텍	경기 남양주	자가	6,732	주류, 냉장, 냉동 등	서울, 경기
화인휀미리	경기 남양주	임차	974	담배, 잡화, 복권 등	서울, 경기, 충북
BGF로지스안성	경기 안성	자가	6,180	공산품, 주류, 냉장	경기, 충청

자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 16. GS리테일 물류센터 현황

센터명	소재지	소유형태	배송상품	배송지역
용인	경기 용인	자가	상온	서울, 경기 동남부
인천	인천	임차	상온	인천, 경기 서부
남양주	경기 남양주	임차	상온	서울, 경기 동북부, 강원 일부
파주	경기 파주	임차	상온/저온	서울, 경기 서북부
신갈	경기 용인	임차	상온	서울, 경기 서남부
발안	경시 화성	임차	상온/저온	서울 남부, 경기 남부
원주	강원 원주	임차	상온/저온	경기 동부, 강원
중부	충남 연기	임차	상온/저온	충청
장성	전남 장성	임차	상온/저온	전라도
양산	경남 양산	자가	상온	경남
칠곡	경남 칠곡	자가	상온	경북
제주	제주	임차	상온/저온	제주도
아신	경기 용인	위탁	저온	서울, 경기 동남부
화인	용인/성남	위탁	저온	서울, 경기 북부, 강원
라인	경기 광주	위탁	비식품	수도권, 충청권
세윤	경기 양산	위탁	비식품	영남권
해인	경남 김해	위탁	저온	영남권
포닉스	제주	위탁	저온	제주권

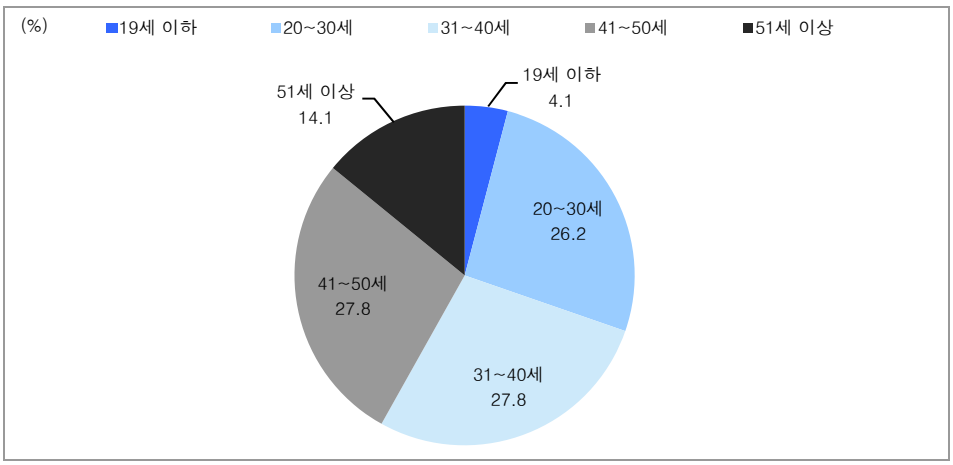
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 17. 코리아세븐 물류센터 현황

센터명	소재지	연면적 (㎡)	배송상품	배송지역
성남상온	경기 성남	6,534	음료, 주류, 가공식품 등	서울, 경기
양주상온	경기 양주	3,861	음료, 주류, 가공식품 등	서울, 경기, 철원, 화천
구성상온	경기 용인	7,590	음료, 주류, 가공식품 등	서울, 경기, 인천
서이천상온	경기 이천	3,303	음료, 주류, 가공식품 등	서울, 경기, 강원
청원상온	충북 청원	3,907	음료, 주류, 가공식품 등	충청, 대전, 전북
양산상온	경남 양산	2,224	음료, 주류, 가공식품 등	부산, 경남, 울산
대구상온	대구 달성	4,465	음료, 주류, 가공식품 등	대구, 경남, 경북, 울산
광주상온	광주 북구	2,746	음료, 주류, 가공식품 등	광주, 전남, 전북
제주상온	제주	2,343	음료, 주류, 가공식품 등	제주
경인상온	경기 화성	5,402	음료, 가공식품 등 (주류 제외)	서울, 경기, 인천
언양상온	울산 울주	3,554	음료, 가공식품 등 (주류 제외)	부산, 경남, 울산
용인저온	경기 용인	1,000	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	서울, 경기
기흥저온	경기 용인	825	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	경기, 아산, 천안
양주저온	경기 양주	1,601	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	서울, 경기, 강원
인천저온	인천 계양	297	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	인천
대전저온	대전 대덕	693	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	대전, 충청
원삼저온	경기 용인	1,066	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	강남, 경기, 강원
대구저온	경북 경산	1,023	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	대구, 경남, 경북
양산저온	경남 양산	449	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	부산, 경남, 울산
광주저온	광주 북구	442	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	광주, 전남
장성저온	전남 장성	330	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	전북
김해저온	경남 김해	495	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	부산, 경남
제주저온	제주	297	패스트푸드, 유음료, 냉장, 냉동	제주

자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 18. 코리아세븐 연령대별 매출 구성



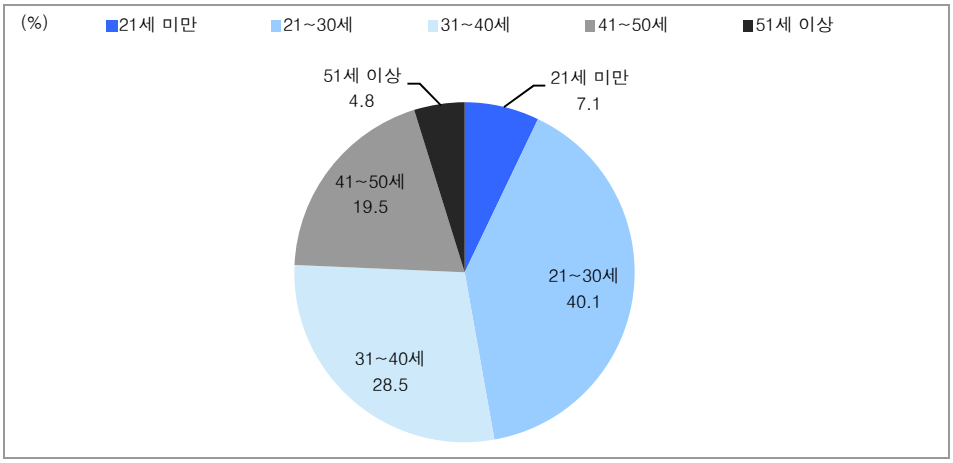
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 18. 미니스톱 물류센터 현황

센터명	소재지	소유형태	연면적 (㎡)	배송상품	배송지역
안양센터	경기 안양	임차	3,300	공산품, 주류	서울, 경기
청원센터	충북 청원	임차	3,465	공산품, 잡화	대전, 충남, 충북, 경기
광주센터	전남 광주	임차	3,026	공산품, 주류	전남, 전북, 광주
양산센터	경남 양산	임차	2,178	공산품, 주류	부산, 경남, 경북, 대구
곤지암센터	경기 광주	위탁	3,135	공산품, 주류	서울, 경기, 강원
명일 (오퍼센터)	경기 광주	위탁	990	냉장/냉동식품	서울, 강원, 경기 동남부
명일 (광주센터)	광주 광산	위탁	990	냉장/냉동식품	호남 (전남, 전북)
한익스프레스 (부평센터)	인천 계양	위탁	660	냉장/냉동식품	서울, 인천, 경기 서부
한익스프레스 (대전센터)	대전 대덕	위탁	330	냉장/냉동식품	충청권
한익스프레스 (경산센터)	경북 경산	위탁	627	냉장/냉동식품	대구, 경북
한익스프레스 (김해센터)	경남 김해	위탁	396	냉장/냉동식품	경남, 부산, 거제도
한익스프레스 (용인센터)	경기 용인	위탁	264	냉장/냉동식품	강원, 경기

자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 19. 미니스톱 연령대별 매출 구성



자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 19. 롯데마트 물류센터 현황

센터명	소재지	소유형태	연면적 (㎡)	배송상품	배송지역
오산센터	경기 오산	자가	85,547	신선/가공식품 ,공산품	경기, 강원, 충청, 전북, 제주
김해센터	경남 김해	자가	54,949	신선/가공식품 ,공산품	전남, 경남
갈곶센터	경기 오산	임차	7,663	상온	강원, 충북 (VIC)
용인센터	경기 용인	임차	6,050	저온	강원, 충북 (VIC)
안성의류센터	경기 안성	임차	7,260 (마트전용) 21,780 (전체)	의류	단독 배송 없음 (오산센터, 김해센터 이송 후 각 센터에서 배송)

자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 20. 롯데마트 인터넷 쇼핑몰 매출 현황 및 일평균 객단가

(단위: 백만원, 원)	
인터넷 쇼핑몰 매출액 (백만원)	142,200
일평균 객단가 (원)	64,500

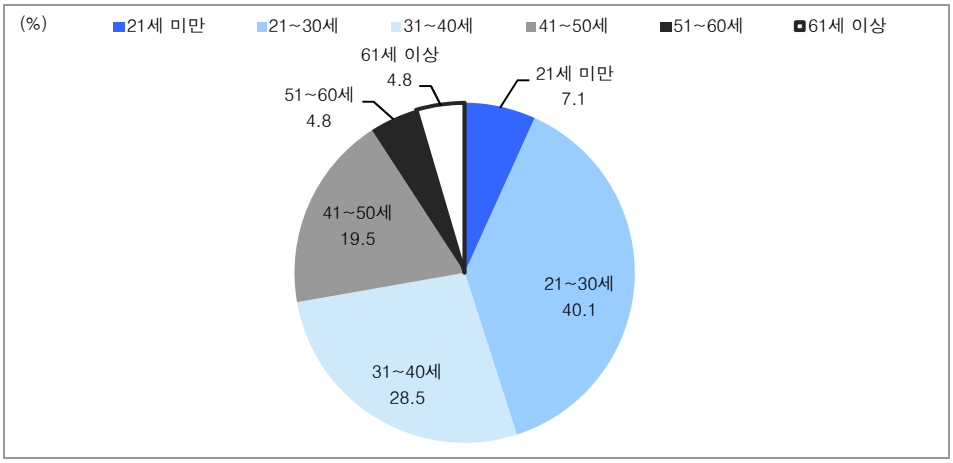
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 21. 롯데마트 객수와 객단가

(단위: 명, 원)	
점포당 일평균 객수 (명)	5,030
점포당 이평균 객단가 (원)	39,300

자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 20. 롯데마트 연령대별 매출 구성



자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 22. 이마트 물류센터 현황

센터명	소재지	소유형태	연면적 (㎡)	배송상품	배송지역
대구센터	대구	자가	23,200	상온/저온	영남, 호남
시화센터	경기 시흥	자가	24,950	상온/저온	서울, 경기
여주센터	경기 여주	자가	75,350	상온/저온	서울, 경기, 강원, 충청
슈퍼센터	경기 용인	자가	9,750	상온/저온	전국
미트센터	경기 광주	자가	7,100	축산물	대구, 시화, 여주
후레쉬센터	경기 이천	자가	46,280	농수산물	대구, 시화, 여주

자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 23. 이마트 인터넷 쇼핑몰 매출 현황 및 일평균 객단가

(단위: 백만원, 원)	
인터넷 쇼핑몰 매출액 (백만원)	548,035
일평균 객단가 (원)	81,000

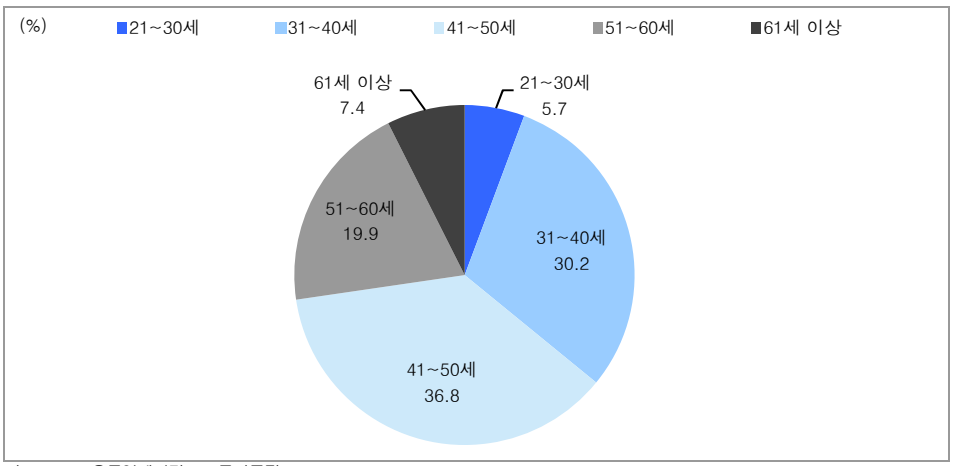
자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

표 24. 이마트 객수와 객단가

(단위: 명, 원)	
점포당 일평균 객수 (명)	5,200
점포당 이평균 객단가 (원)	49,500

자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

그림 21. 이마트 연령대별 매출 구성



자료: 2013 유통업체연감, KB투자증권

Appendices

표 1. Domestic Peers Comparison

	이마트	GS리테일	BGF리테일	롯데쇼핑	현대백화점	신세계	CJ오쇼핑	GS홈쇼핑	평균
투자의견	HOLD	BUY	BUY						
목표주가 (원)	250,000	27,000	74,000						
현재주가 (원, 달러, 08/18)	243,000	20,800	62,800	316	148	239	353	264	
Upside (%)	2.9	29.8	17.8						
시가총액 (십억원, 백만달러)	6,774	1,602	1,547	9,949	3,473	2,356	2,190	1,730	
절대수익률 (%)									
1M	6.6	1.7	0.8	11.9	17.0	18.2	(3.4)	(4.2)	6.1
3M	3.4	(15.8)	n/a	8.0	15.7	8.2	(2.0)	19.2	5.2
6M	(5.6)	(20.5)	n/a	(3.4)	11.9	14.3	(6.0)	0.8	(1.2)
1Y	15.7	(32.9)	n/a	(6.3)	(1.8)	13.7	4.8	23.3	2.4
YTD	(8.8)	(25.7)	n/a	(18.4)	(3.7)	(3.4)	(13.8)	(12.7)	(12.4)
초과수익률 (%)									
1M	4.9	0.0	(0.9)	12.6	17.7	18.9	(2.6)	(3.4)	5.9
3M	1.4	(17.8)	n/a	3.0	10.7	3.2	(7.0)	14.2	1.1
6M	(11.1)	(25.9)	n/a	(10.8)	4.5	6.9	(13.4)	(6.6)	(8.1)
1Y	8.8	(39.8)	n/a	(26.4)	(21.9)	(6.4)	(15.3)	3.2	(14.0)
YTD	(10.9)	(27.8)	n/a	(25.6)	(10.9)	(10.5)	(21.0)	(19.8)	(18.1)
PER (X)									
2013	15.9	18.1	n/a	15.1	12.4	15.8	18.9	15.7	16.0
2014E	15.8	13.5	18.0	12.0	11.7	13.6	13.6	13.1	13.9
2015E	15.6	11.7	15.4	10.5	10.7	12.5	11.6	12.1	12.5
PBR (X)									
2013	1.2	1.5	n/a	0.7	1.2	1.0	3.3	2.5	1.6
2014E	1.0	1.0	3.2	0.6	1.0	0.9	2.2	2.0	1.5
2015E	1.0	1.0	2.7	0.6	0.9	0.8	1.8	1.7	1.3
ROE (%)									
2013	7.6	7.6	24.6	5.1	10.4	6.8	20.0	16.7	12.3
2014E	6.5	7.2	24.6	5.0	9.3	6.8	18.0	15.9	11.7
2015E	6.2	7.8	18.2	5.5	9.4	6.9	17.5	15.2	10.8
매출액성장률 (%)									
2013	2.8	7.6	9.5	15.9	3.8	9.4	29.8	6.2	10.6
2014E	2.4	5.9	10.0	11.9	11.1	11.2	19.2	10.5	10.3
2015E	4.6	6.5	9.5	6.2	9.5	5.5	11.8	5.7	7.4
영업이익성장률 (%)									
2013	0.0	10.4	75.3	4.2	(5.1)	26.2	2.0	17.1	16.3
2014E	(10.7)	(3.8)	14.7	6.2	5.6	11.9	16.7	10.9	6.4
2015E	1.7	9.3	12.6	10.3	10.3	8.1	12.7	7.5	9.1
순이익성장률 (%)									
2013	9.5	(3.6)	65.6	(24.9)	(4.5)	0.4	(13.3)	17.8	5.9
2014E	(8.3)	(0.4)	25.5	13.1	8.3	20.8	26.0	15.7	12.6
2015E	1.9	15.2	16.5	15.0	10.0	8.5	17.6	8.5	11.7
영업이익률 (%)									
2013	5.6	3.3	3.4	5.3	25.6	12.5	10.3	14.7	10.1
2014E	4.9	3.0	3.5	5.0	24.4	12.6	10.1	14.7	9.8
2015E	4.8	3.1	3.6	5.2	24.6	12.9	10.1	15.0	9.9
순이익률 (%)									
2013	3.7	2.5	2.2	2.8	19.5	6.5	5.4	11.6	6.8
2014E	3.3	2.4	2.6	2.8	19.0	7.0	5.7	12.2	6.9
2015E	3.2	2.6	2.7	3.1	19.1	7.2	6.0	12.5	7.0

자료: Bloomberg, FnGuide, KB투자증권
주: 이마트, GS리테일, BGF리테일은 KB투자증권 추정치 기준, 그 외 종목은 Bloomberg 컨센서스 기준

표 2. Global Peers Comparison

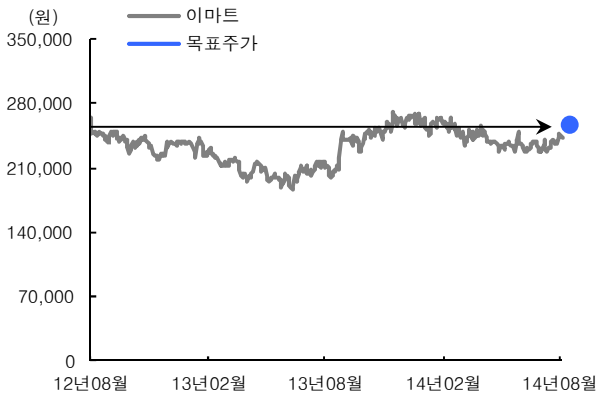
	SEVEN & I HOLDINGS	FAMILYMART	LAWSON	MINISTOP	PRESIDENT CHAIN STORE	WAL-MART STORES INC	TESCO	Average
Ticker	3382 JP	8028 JP	2651 JP	9946 JP	2912 TT	WMT US	TSCO LN	
국가	일본	일본	일본	일본	대만	미국	영극	
현재주가 (달러, 08/18)	43	46	78	16	7	74	4	
시가총액 (백만달러)	37,755	4,519	7,813	464	7,633	238,224	33,472	
절대수익률 (%)								
1M	(0.6)	2.4	2.3	(0.8)	(4.1)	(3.2)	(12.0)	(2.3)
3M	10.6	12.8	13.3	4.7	1.1	(3.2)	(18.0)	3.0
6M	14.6	6.6	13.1	1.1	19.9	(0.6)	(21.0)	4.8
1Y	23.0	11.7	4.5	4.8	9.3	1.8	(29.2)	3.7
YTD	5.5	0.5	4.5	(0.7)	10.4	(4.3)	(23.3)	(1.1)
초과수익률 (%)								
1M	0.2	3.1	3.0	(0.1)	(3.3)	(2.5)	(11.3)	(1.6)
3M	5.6	7.7	8.3	(0.3)	(4.0)	(8.2)	(23.0)	(2.0)
6M	7.1	(0.8)	5.7	(6.3)	12.5	(8.0)	(28.4)	(2.6)
1Y	2.9	(8.4)	(15.6)	(15.3)	(10.8)	(18.3)	(49.3)	(16.4)
YTD	(1.6)	(6.6)	(2.6)	(7.8)	3.2	(11.4)	(30.4)	(8.2)
PER (X)								
2013	19.2	19.0	18.6	51.7	26.7	16.2	14.1	23.6
2014C	20.3	18.1	19.9	39.0	23.7	14.6	10.1	20.8
2015C	18.6	18.0	18.5	29.3	22.6	13.4	10.2	18.7
PBR (X)								
2013	1.6	1.7	2.9	0.7	9.0	3.3	1.8	3.0
2014C	1.7	1.7	3.0	n/a	8.0	2.8	1.3	3.1
2015C	1.6	1.6	2.8	n/a	7.7	2.6	1.2	2.9
ROE (%)								
2013	8.8	9.2	16.1	1.5	36.1	21.0	6.2	14.1
2014C	8.7	9.3	15.6	n/a	35.6	20.1	12.9	17.0
2015C	9.0	9.1	16.0	n/a	34.8	20.1	11.6	16.8
매출액성장률 (%)								
2013	(7.3)	(15.0)	(18.2)	(5.2)	3.7	1.5	(0.6)	(5.9)
2014C	4.9	6.9	(0.8)	6.4	4.1	2.3	4.5	4.0
2015C	3.1	7.6	3.7	1.6	7.2	3.8	1.7	4.1
영업이익성장률 (%)								
2013	(5.6)	(17.5)	(15.5)	(24.8)	15.8	(3.3)	8.0	(6.1)
2014C	4.0	0.7	7.4	(18.1)	11.8	3.4	5.5	2.1
2015C	7.3	7.6	5.4	7.7	12.9	3.7	(1.5)	6.1
순이익성장률 (%)								
2013	4.5	(25.8)	(6.0)	(62.4)	35.3	(5.7)	3,350.3	470.0
2014C	5.0	6.7	2.9	34.4	19.4	2.2	127.6	28.3
2015C	9.8	1.2	7.5	33.3	4.1	5.2	(3.0)	8.3
영업이익률 (%)								
2013	6.0	12.5	14.0	3.2	5.1	5.6	4.6	7.3
2014C	6.0	11.8	15.2	2.4	5.5	5.7	4.6	7.3
2015C	6.2	11.8	15.4	2.6	5.7	5.7	4.5	7.4
순이익률 (%)								
2013	3.1	6.5	7.8	0.6	4.0	3.4	1.5	3.9
2014C	3.1	6.5	8.1	0.8	4.6	3.4	3.3	4.3
2015C	3.3	6.1	8.4	1.0	4.5	3.4	3.2	4.3

자료: Bloomberg, KB투자증권

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고
이마트	2013/09/02	HOLD	230,000	
	2013/10/04	HOLD	265,000	
	2014/01/13	HOLD	300,000	
	2014/01/29	HOLD	300,000	
	2014/04/14	HOLD	280,000	
	2014/04/16	HOLD	280,000	
		<담당 Analyst 변경>		
	2014/08/19	HOLD	250,000	Initiate

이마트 주가 및 KB투자증권 목표주가

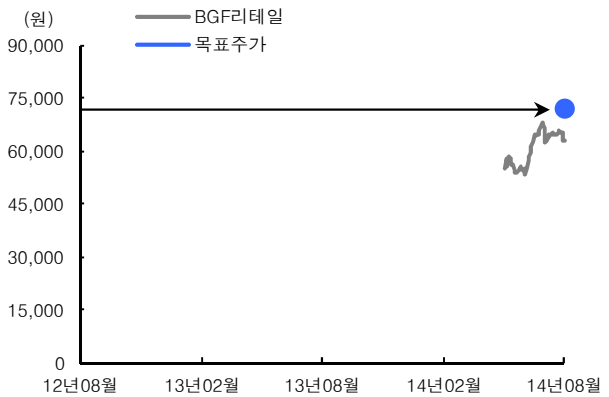


기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고
GS리테일	2013/09/02	BUY	37,000	
	2013/10/04	BUY	37,000	
	2013/11/08	BUY	37,000	
	2014/01/13	BUY	33,000	
	2014/04/14	BUY	33,000	
	2014/05/12	BUY	32,000	
		<담당 Analyst 변경>		
	2014/08/19	BUY	27,000	Initiate

GS리테일 주가 및 KB투자증권 목표주가

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고
BGF리테일	2014/08/19	BUY	74,000	Initiate

BGF리테일 주가 및 KB투자증권 목표주가



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

Compliance Notice

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 동 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

고지 사항

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

국민의 내일에 투자합니다

KB 투자증권

본사 및 지점망 고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본 사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
율 촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 율촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아팰리스 2층	02) 2096-3024
서 현 역 지 점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여 의 도 지 점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남 스타PB센터	서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동 스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공항타워 2층	02) 2096-3084
평 촌 지 점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사가 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.