



유통

비중확대 (유지)

편의점은 불황에 강하다

 **신한투자증권**
기업분석부

조상훈 연구위원

☎ 02-3772-2578

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

조영권 연구원

☎ 02-3772-1539

✉ yk.cho@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

불황의 역설

전반적인 소비 둔화
우려에도 편의점에 대한
영향은 제한적

6월 이후 급격한 물가 상승과 금리 인상, 경기 침체 우려로 전반적인 소비 둔화에 대한 우려가 많다. 하지만 편의점은 오히려 불황에 강한 채널이라는 점에서 우려는 제한적이다. 소비 경기 불안에 따라 기존 맘앤팝 점주들이 안정적인 수익을 창출할 수 있는 편의점으로 전환하는 수요가 높아지는 추세이기 때문이다. 수요 측면에서도 편의점은 타격이 적다. 외식 물가 상승의 대체재 성격으로 소비자들의 식품 구매 빈도가 늘어나고 있다. 또한 유통 채널 중 객단가가 가장 낮고(약 7,000원), 지근거리 쇼핑 채널, 24시간 영업이라는 특징 때문에 가격 민감도가 높지 않다.

소비 둔화 우려는 객수 회복 노력으로 극복

히트상품 출시,
온라인과 연계 등을 통한
편의점 객수 회복으로
소비 둔화 우려 극복 노력

편의점 업체들은 소비 둔화 우려를 객수 회복으로 극복하고자 한다. BGF리테일은 ‘득템 시리즈’ 등 가성비비를 강조한 상품을 집중적으로 운영하고 있고, 고품질 HMR 등 히트상품을 지속적으로 출시하고 있다. 식품은 연관 상품 구매 비중이 높은 아이টে므로, 이러한 식품 위주의 MD 강화는 객수를 회복시키고, 결국 객단가를 끌어올리는 선순환 구조를 창출한다. GS리테일은 O4O(Online For Offline) 서비스에 공을 들여 고객들의 점포 방문을 꾀하고 있다. 와인 25플러스, 반값택배 서비스가 예시이다. 또한 오프라인을 대표하는 기존 어플리케이션들을 하나로 통합한 ‘우리동네 GS25’를 선보였다. 이처럼 물가 상승에 대한 부담을 최소화하는 노력을 바탕으로 오프라인 점포로 고객을 유인하고자 한다.

BGF리테일 Top pick 의견 유지, GS리테일은 적자폭 축소에 관심

편의점 업종 선호,
BGF리테일
Top pick 유지

당사는 소비 경기 둔화 우려에 가장 편안한 선택지로 편의점 업종을 제시한다. 리오프닝 효과로 객수가 정상화되는 가운데, 출점과 인플레이션 효과도 맞물리고 있기 때문이다. 그 중에서도 상대적으로 BGF리테일을 선호하며, Top pick 의견을 유지한다. 양사 간의 가장 큰 차이는 기존점 성장률의 간극인데, 이는 결국 상품 경쟁력의 차이에서 기인한다.

BGF리테일은 CK(Central Kitchen) 투자를 통해 상품 경쟁력을 제고하기 위한 노력을 기울여왔고, 지난해부터 빛을 발하고 있다. 이외에도 경쟁업체 대비 편의점 사업 비중이 높고, 특수입지(관광지, 대학교, 공항 등) 점포의 실적 개선이 기대된다. GS리테일은 본업인 편의점은 점진적으로 회복되고 있다. 과거와 같은 상품 경쟁력 강화 모습을 보여준다면 경쟁업체와의 기존점 성장률 간극을 줄일 수 있다. 지난해부터 펼쳐온 디지털 커머스 사업은 올해 6월부터 수익성 위주 전략으로 선회하며 하반기부터는 투자에 대한 속도 조절이 예상된다. 다만 기존 사업과의 시너지가 창출되어야 한다.

BGF리테일 (투자의견: 매수/목표주가: 220,000원(유지))

3Q22F 영업이익 881억원(+26.8% YoY), 컨센서스 부합 전망

3Q22F 매출과 영업이익은 2.05조원(+11.7% YoY), 881억원(+26.8% YoY)을 기록하며, 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 객수가 회복되는 가운데, 물가 상승과 상품군 차별화에 힘입어 기존점 성장률은 5%(담배 제외 시 +6%)로 전망된다. 출점 효과까지 더해지며 편의점 매출과 영업이익은 11%, 35% 증가할 것이다. 저수익성의 담배 대신 고수익성의 음료, 주류, HMR의 매출 비중 상승을 통한 상품 믹스 개선이 눈에 띈다.

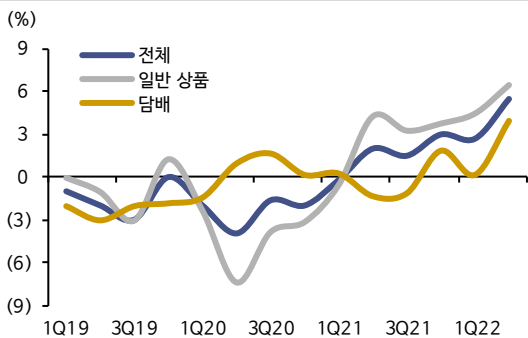
투자의견 ‘매수’, 목표주가 220,000원, 유통업종 내 Top pick 의견을 유지한다. 전반적인 객수 회복에 따라 경쟁업체 대비 편의점 사업의 비중이 높은 동사의 레버리지가 클 것이다. 앞서 언급한 출점, 물가 상승, 상품군 차별화 이외에도 특수입지(관광지, 대학교, 공항 등) 점포의 실적 개선이 기대된다. 동사는 경쟁업체들 대비 특수입지 점포 매출 비중이 높는데, 리오프닝 시기 강점으로 부각될 것이다. 이에 올해 내내 경쟁사를 압도하는 실적을 보일 것이다.

BGF리테일 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	3Q22F			2022F			2023F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	1,970	2,052	4.1	7,451	7,587	1.8	8,010	8,247	3.0
영업이익	87	88	1.0	255	256	0.6	283	287	1.3
순이익	66	66	1.0	193	194	0.6	214	217	1.3
영업이익률	4.4	4.3		3.4	3.4		3.5	3.5	
순이익률	3.3	3.2		2.6	2.6		2.7	2.6	

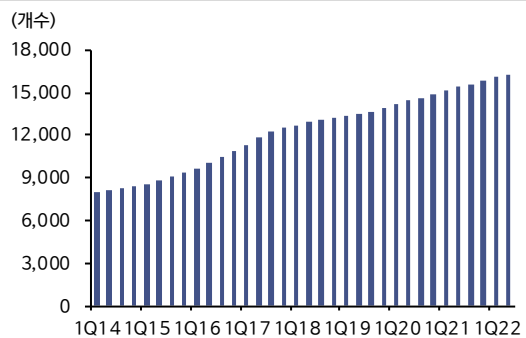
자료: 신한투자증권

반등하고 있는 BGF리테일 기존점 성장률



자료: 회사 자료, 신한투자증권

BGF리테일 편의점 매장 수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

BGF리테일 목표주가 산정 내역

구분	비고
2022년 지배주주 순이익 (십억원)	194
2023년 지배주주 순이익 (십억원)	217
발행주식 수 (천 주)	17,284
2022-23년 수정 EPS (지배, 원)	12,212
Target PER (배)	18.0
목표주가 (원)	220,000
현재주가 (원)	172,000
Upside (%)	27.9

자료: 신한투자증권

BGF리테일 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	1,501	1,700	1,837	1,743	1,692	1,919	2,052	1,925	6,781	7,587	8,247
편의점	1,498	1,696	1,832	1,737	1,687	1,909	2,042	1,917	6,762	7,556	8,208
기타	4	5	4	6	6	9	10	7	19	32	39
전년대비 (%)	7.8	9.8	9.1	12.0	12.7	12.8	11.7	10.4	9.7	11.9	8.7
편의점	7.6	9.6	9.2	11.9	12.6	12.6	11.5	10.4	9.6	11.7	8.6
기타	271.4	84.7	(14.7)	33.6	59.1	92.7	114.7	16.1	41.5	66.5	23.8
영업이익	22	59	69	50	38	71	88	60	199	256	287
편의점	25	57	66	50	39	71	89	61	197	259	290
기타	(3)	2	4	(1)	(1)	0	(1)	(1)	2	(2)	(3)
영업이익률 (%)	1.4	3.4	3.8	2.8	2.2	3.7	4.3	3.1	2.9	3.4	3.5
편의점	1.6	3.3	3.6	2.9	2.3	3.7	4.4	3.2	2.9	3.4	3.5
기타	(84.0)	40.4	87.3	(10.1)	(18.6)	1.0	(7.9)	(10.3)	11.8	(7.7)	(7.7)
세전이익	21	61	64	46	35	75	87	58	193	255	285
순이익	16	47	49	36	26	57	66	44	148	194	217

자료: 신한투자증권

GS리테일 (투자 의견: 매수/목표주가: 31,000원(유지))

3Q22F 영업이익 764억원(-25.4% YoY), 컨센서스 부합 전망

3Q22F 매출과 영업이익은 2.94조원(+7.9% YoY), 764억원(-25.4% YoY)을 기록하며, 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 디지털 커머스 사업에 대한 비용 부담이 여전하지만, 낮은 시장의 기대치는 부담스럽지 않다. 1) 편의점은 객수 회복과 물가 상승 효과에 따라 기존점 성장률은 +3%를 기록하겠으나, 상반기와 마찬가지로 인건비, 판촉비, 물류비 증가로 영업이익은 2% 증가하는데 그칠 전망이다. 2) 슈퍼는 기존점 성장률이 -1%로 부진하고, 프로모션 비용 증가도 겹치며 영업이익은 19% 줄어든 것이다. 3) 홈쇼핑은 전반적인 가전, 리빙 부진으로 인한 GPM 하락 속 송출수수료 증가로 영업이익은 11% 감소할 것이다. 4) 호텔은 투숙률 상승세가 이어지며 흑자 기조가 유지되고 있다. 5) 디지털 커머스 사업이 포함된 기타 부문 적자는 447억으로 추정되는데, 전분기대비로는 소폭 개선(4Q21: -499억, 1Q22: -496억, 2Q22: -600억, 3Q22F: -447억)된 수치이다.

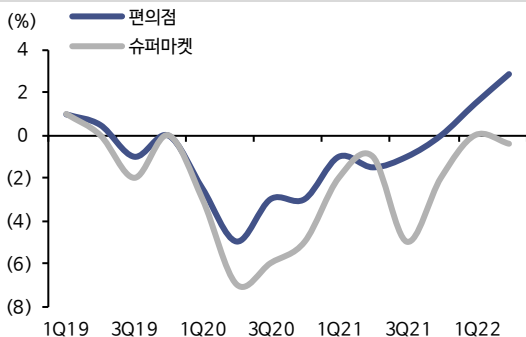
기존 투자 의견을 유지한다. 6월부터 디지털 커머스 사업은 기존 성장 우선 전략에서 수익성 위주 전략으로 선회했다. 이에 하반기부터는 투자에 대한 속도 조절이 예상되어 추가적인 비용 투입 가능성은 제한적이다. 단기적으로 본업인 편의점에서 상품군 차별화를 통하여 경쟁사와의 기존점 성장률 간극을 줄이려는 노력이 필요하다. 장기적으로는 디지털 커머스 사업과 기존 사업간 시너지가 창출되어야 한다. 디지털 커머스 사업 확장에 따른 비용 투입으로 연간 2,000억에 가까운 적자가 예상되기에 이를 정당화할 수 있는 매출 성장이 절실하다.

GS리테일 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	3Q22F			2022F			2023F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	2,783	2,817	1.2	11,128	11,195	0.6	11,783	11,878	0.8
영업이익	49	47	(3.2)	206	198	(3.7)	306	295	(3.6)
순이익	33	45	38.6	130	130	0.2	223	222	(0.6)
영업이익률	1.8	1.7		1.8	1.8		2.6	2.5	
순이익률	1.2	1.6		1.2	1.2		1.9	1.9	

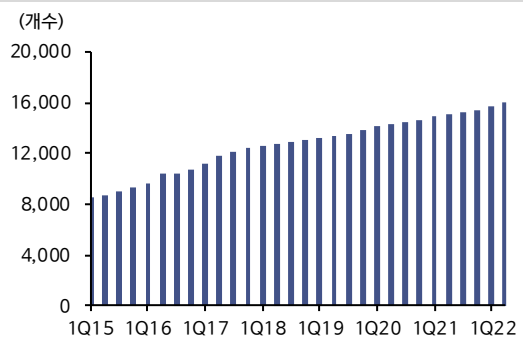
자료: 신한투자증권

GS리테일 기존점 성장률



자료: 회사 자료, 신한투자증권

GS리테일 편의점 매장 수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

GS리테일 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
편의점	1,724.6	22,397	72.0	글로벌 편의점 업종 2023년 PER 평균 18배에 30% 디스카운트 적용
홈쇼핑 및 기타	670.1	8,703	28.0	글로벌 홈쇼핑 업종 2023년 PER 평균 9배 적용
합계	2,394.7	31,100	100.0	
목표주가		31,000		
현재주가		24,400		
Upside (%)		27.0		

자료: 신한투자증권

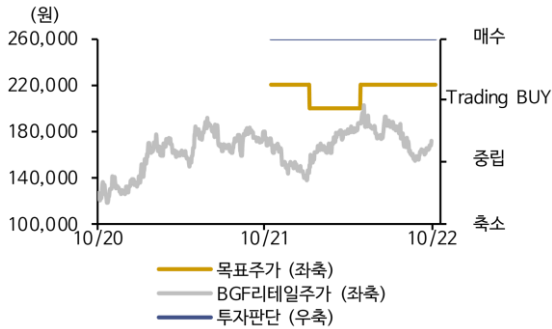
GS리테일 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	2,100	2,286	2,725	2,655	2,598	2,817	2,941	2,839	9,766	11,195	11,878
편의점	1,648	1,816	1,925	1,822	1,756	1,953	2,076	1,948	7,211	7,733	8,179
수퍼마켓	299	297	326	292	317	313	353	311	1,215	1,294	1,373
파르나스	45	53	49	69	61	82	61	79	216	284	322
홈쇼핑	297	310	293	327	302	327	301	327	1,227	1,258	1,278
기타 및 연결조정	109	120	131	145	162	141	150	173	504	626	724
전년대비 (%)	(1.9)	3.4	16.0	22.8	23.7	23.2	7.9	6.9	10.2	14.6	6.1
편의점	2.8	3.0	2.5	5.5	6.5	7.6	7.8	6.9	3.4	7.2	5.8
수퍼마켓	(13.5)	(5.5)	(0.9)	2.6	6.2	5.3	8.2	6.4	(4.7)	6.6	6.1
파르나스	(0.2)	46.1	22.0	55.9	35.8	55.5	24.3	15.2	30.2	31.4	13.5
홈쇼핑	(3.4)	(1.2)	(0.7)	2.8	1.5	5.6	2.8	0.2	(0.6)	2.5	1.6
기타 및 연결조정	(27.0)	23.0	31.0	38.0	49.6	18.1	14.0	19.4	11.8	24.2	15.7
영업이익	38	43	102	26	27	47	76	47	208	198	295
편의점	42	66	74	32	34	67	76	39	214	216	249
수퍼마켓	11	3	14	(6)	8	0	11	(4)	22	15	23
파르나스	0	(8)	0	11	9	8	9	13	3	39	41
홈쇼핑			28	39	26	32	25	39	67	121	138
기타 및 연결조정	(15)	(19)	(14)	(50)	(50)	(60)	(45)	(40)	(98)	(194)	(155)
영업이익률 (%)	1.8	1.9	3.8	1.0	1.1	1.7	2.6	1.6	2.1	1.8	2.5
편의점	2.5	3.7	3.9	1.7	1.9	3.4	3.7	2.0	3.0	2.8	3.0
수퍼마켓	3.7	1.0	4.2	(2.0)	2.6	0.1	3.2	(1.4)	1.8	1.2	1.7
파르나스	0.2	(14.3)	0.6	15.2	14.3	9.9	15.1	16.2	1.6	13.8	12.7
홈쇼핑			9.5	12.0	8.6	9.8	8.3	11.8	5.5	9.7	10.8
기타 및 연결조정	(14.3)	(16.0)	(10.5)	(34.5)	(30.5)	(42.5)	(29.8)	(23.1)	(19.5)	(31.0)	(21.4)
세전이익	51	37	789	23	24	58	77	28	900	187	292
순이익	34	25	755	(13)	5	38	59	21	801	123	222

자료: 신한투자증권 / 주: 3Q21부터 GS리테일과 GS홈쇼핑 합병

투자 의견 및 목표주가 추이

BGF리테일 (282330)

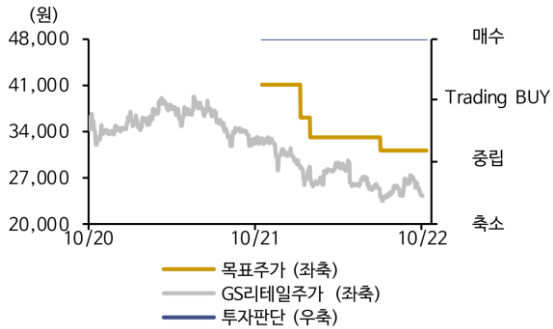


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 27일	매수	220,000	(30.9)	(23.0)
2022년 01월 19일	매수	200,000	(13.6)	(6.3)
2022년 05월 10일	매수	220,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

GS리테일 (007070)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 27일	매수	41,000	(24.3)	(19.0)
2022년 01월 19일	매수	36,000	(22.8)	(20.0)
2022년 02월 09일	매수	33,000	(17.8)	(10.0)
2022년 07월 12일	매수	31,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈, 조영권)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 10월 9일 기준)

매수 (매수)	96.03%	Trading BUY (중립)	1.59%	중립 (중립)	2.38%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------