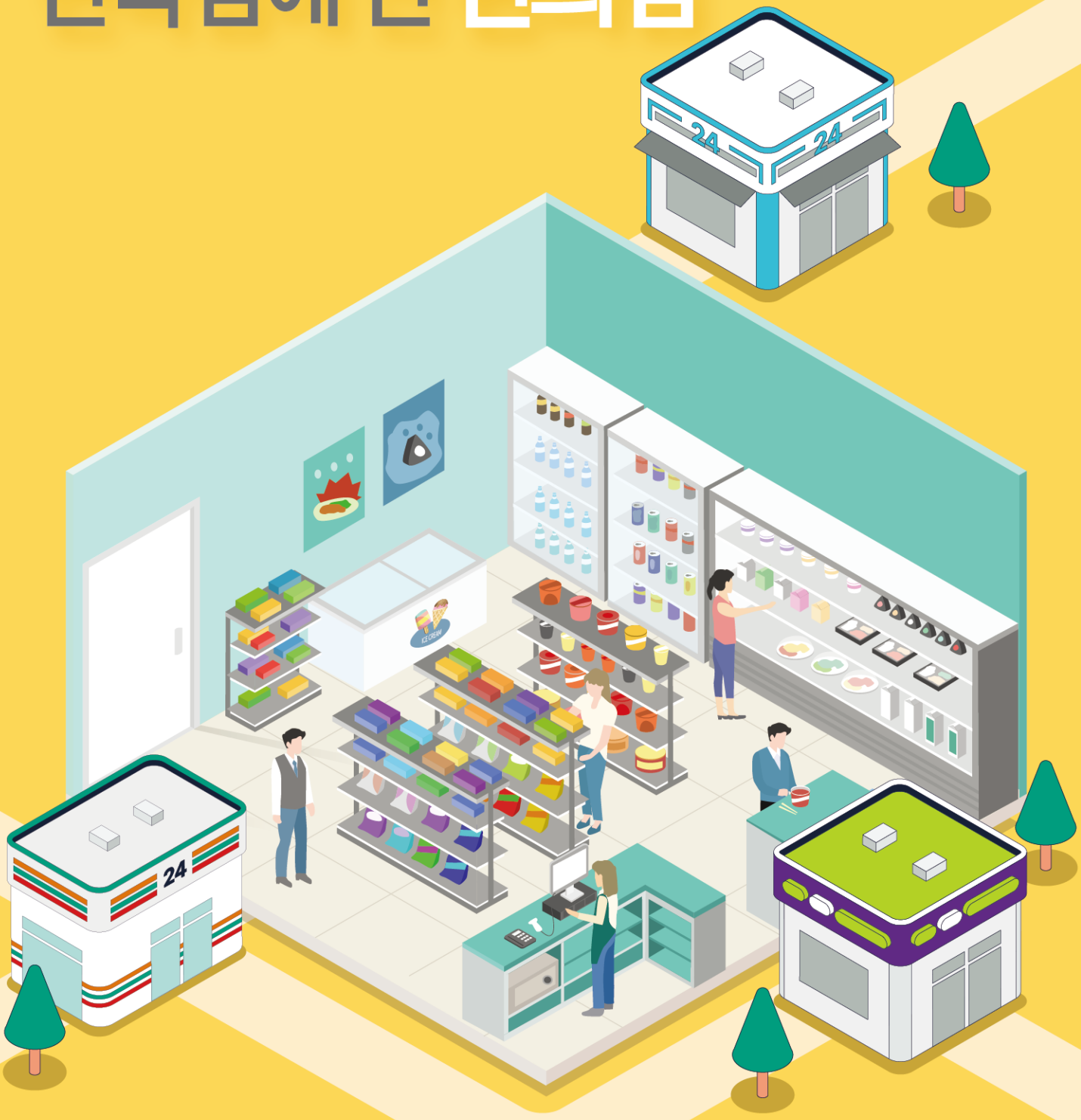
한화투자증권

INDUSTRY

| 2025년 1월 13일 |

유통 (Positive)

변곡점에 선 편의점



▶유통/의류 이진협 | jinhyeob.lee@hanwha.com | 3772-7638

Contents

I. 핵심요약 ····· 03

II. 주요도표 ····· 04

III. 분명한 것은 업계 재편 ····· 05

1. 해석하기 어려운 구간의 편의점 ····· 05

2. 혼란 속 분명한 것은 상위권 사업자 중심으로의 업계 재편 07

3. 10년 전 일본이 걸었던 길 ····· 08

4. 업계 재편, 질적 성장을 이끌어 ····· 11

5. 편의점의 엇갈린 실적의 이유는? ····· 19

IV. 투자전략 ····· 22

V. 기업분석 ····· 23

1. BGF리테일(282330) ····· 24

2. GS리테일(007070) ····· 27

I. 핵심 요약

편의점 산업에 대해 해석하기 어려운 구간이다. 편의점 점포 성장률은 1% 레벨로 둔화되고 있으며, 상위권 사업자간 실적 흐름은 물론 25년을 전망하는 뷰도 엇갈리고 있다. 금번 자료는 이 같은 혼란 속에서 편의점 업태에 분명히 나타나고 있는 변화와 그 영향에 대해서 다루고자 한다.

업계 재편, 질적 성장을 이끌 것

혼란 속 분명한 것은 상위 사업자 중심으로 업계 재편이 본격화되고 있다는 것이다. 23년부터 이마트24의 점포 출점으로 M/S를 잃고 있던 편의점 상위 사업자 2개사의 M/S는 반등하기 시작했으며, 24년에도 그 추세는 이어진 것으로 추정한다.

업계 재편은 편의점의 양적 성장에서 질적 성장으로의 전환을 야기한다. 업계 재편으로 기대되는 효과는 기존점포 효율 개선, 점포 출점 둔화에 따른 관련 CAPEX 감소 가능성, 對점주 협상력 강화에 따른 업계 내 보조금 집행 규모 감소 등이다.

업계 재편의 효과는 편의점의 이익 레버리지를 이끌어 내면서 P/E 밸류에이션의 리레이팅으로 연결될 수 있을 전망이다. 10년 전 일본 편의점 산업 역시, 상위권 편의점 3사를 중심으로 편의점 업계 재편이 나타났으며, 업계 재편은 이익 레버리지로 연결되었고, 일본 편의점 3사는 주가 리레이팅을 경험하였던 바 있다.

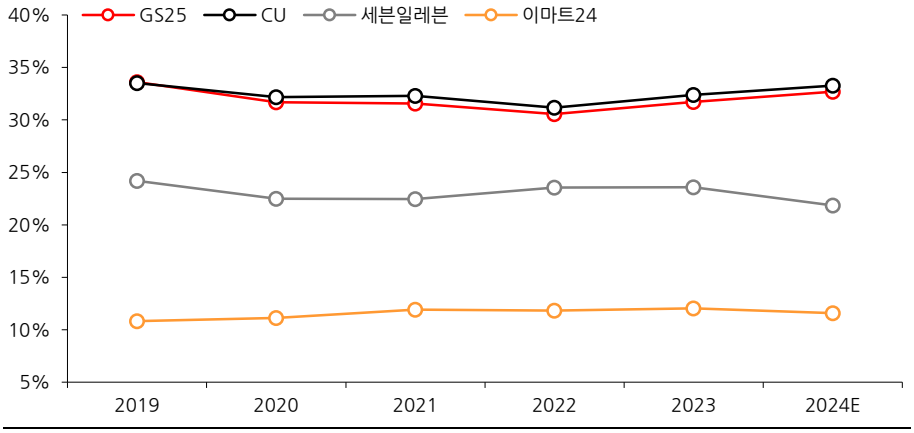
25년 편의점 업종 주목, 우선순위는 BGF리테일

25년부터 편의점 업종에 대한 관심을 확대해야한다. 편의점 사업자들이 이익 디레버리징 구간을 지나 이익 레버리지로 전환되는 변곡점에 서 있기 때문이다. 편의점 양사는 각기 다른 실적 부진 요인(BGF리테일: 본부임차 비중 증가에 따른 고정비 부담 증가, GS리테일: 신규점 효율 부진에 따른 비용 부담)에 따라 이익 디레버리징을 경험했으나, 현재는 디레버리징 요인들이 해소 되는 구간에 진입함과 동시에 업계 재편에 따른 질적 성장 효과로 25년부터 이익 레버리지를 시현할 전망이다.

이익 레버리지 변곡점을 이미 지난 BGF리테일에 우선 순위가 있다. 비수기인 4Q24 실적에서도 증익을 이뤄낸다면, 이익 레버리지 구간 진입에 대한 확신을 가질 수 있겠다. GS리테일의 변곡점은 신규점 효율 부진의 효과가 1년 사이클 이후 제거될 것으로 예상되는 2Q25이다.

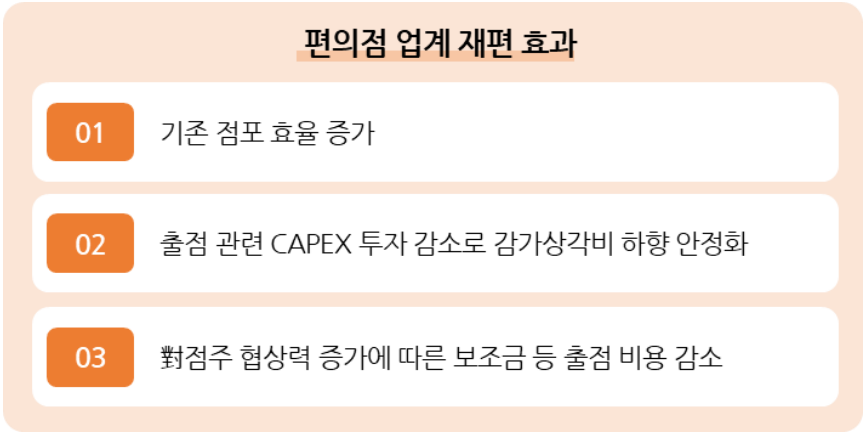
Ⅱ. 주요 도표

[그림1] 국내 편의점 MS 추이



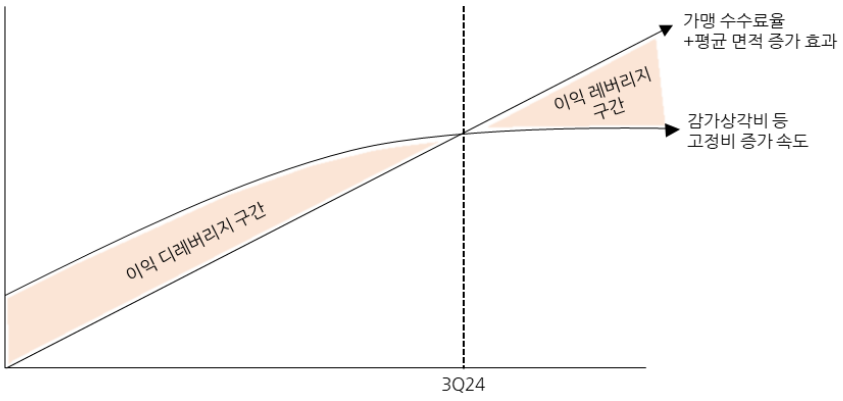
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 편의점 업계 재편 효과



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 실적의 변곡점을 통과한 BGF 리테일



자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 분명한 것은 업계 재편

1. 해석하기 어려운 구간의 편의점

>> 25 년 출점 여력 둔화?

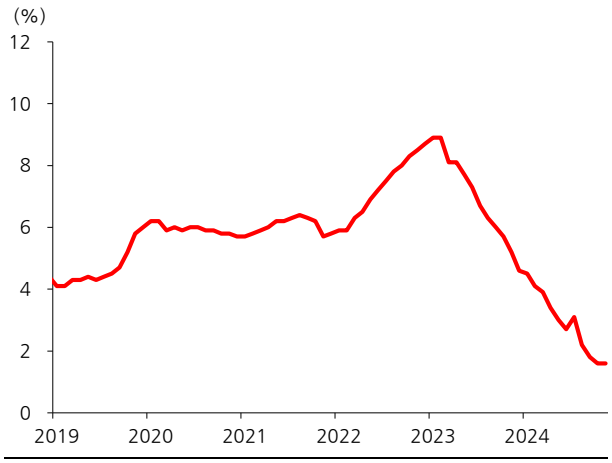
사업자별 뷰가 엇갈려 혼란한 편의점

편의점 산업에 대해 해석하기 어려운 구간이다. 주지하다시피 산자부 데이터를 통해 확인할 수 있는 편의점 점포 성장률은 1% 레벨로 둔화되었다. 편의점의 양적 성장을 담당하는 출점 여력이 둔화되고 있는 것이 아닌가하는 우려를 충분히 낳을 수 있는 데이터이다. GS리테일의 경우, 이 같은 우려에 기름을 끼얹고 있는 것이 사실이다. 지난 3Q24 실적 발표를 통해 25년부터는 상위권 사업자 조차도 출점 여력이 떨어질 수 있다고 밝힌 바 있기 때문이다. 반면 또 다른 상위권 사업자인 BGF리테일에서는 여전히 출점 여력이 충분하다고 밝히고 있다. 두 편의점 상위권 사업자 간의 편의점 산업을 전망하는 뷰가 갈리고 있는 것이다.

편의점 점포 수 자체는 일본과 유사

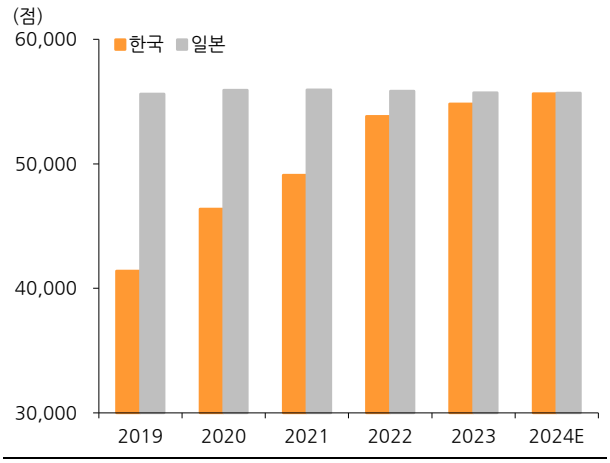
국내 편의점의 포화 이슈는 하루 이틀 이야기가 아니었다. 우리나라보다 10년 정도 앞서가고 있는 것으로 평가되는 일본 편의점의 점포 수를 이미 24년부터 넘어섰으며, 인구 수를 감안 시에는 일본 대비 실질적으로는 약 2.5배 수준의 편의점이 국내에서 운영중에 있다. 물론 점포 면적 규모를 고려해볼 필요도 있다. 업계에 따르면 일본의 편의점 평균 면적은 132㎡(약 40평)이지만, 우리나라의 경우 72㎡(약 22평)으로 일본 편의점의 절반 수준에 불과해, 편의점 면적당 소비자 커버리지는 일본 대비 낮은 것이 사실이기 때문이다.

[그림4] 국내 편의점 점포 성장률



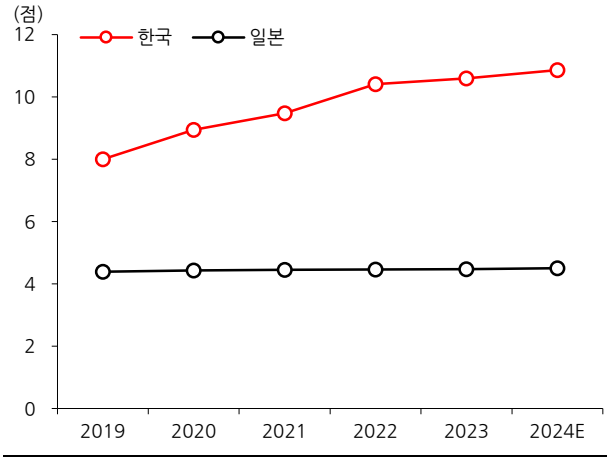
자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내와 일본 편의점 점포 수 추이 비교



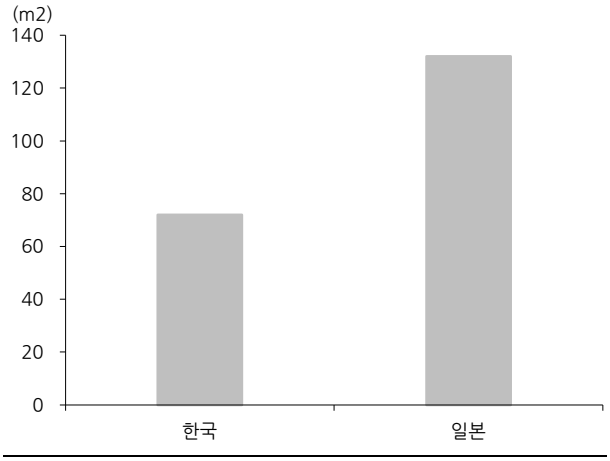
자료: 각 사, 일본프랜차이즈 협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국내와 일본 인구 만 명당 편의점 점포 수 추이 비교



자료: 공정거래위원회, 일본 프랜차이즈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국내와 일본 편의점 점포 면적 비교



자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

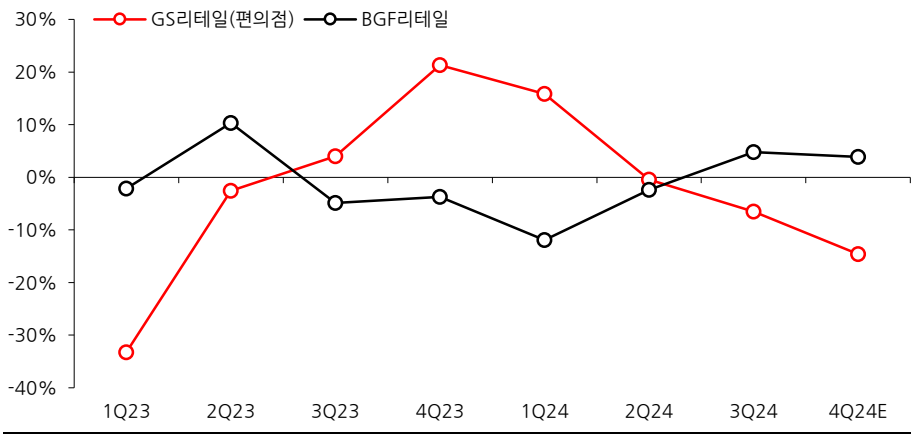
>> 상위권 사업자 간 엇갈리는 실적 흐름

전망뿐만 아니라 실적 흐름도 엇갈리는 중

상위권 사업자간 엇갈린 실적 흐름도 편의점업에 대한 해석을 어렵게 한다. BGF리테일은 지난 3Q23부터 1년 간 영업이익이 감소하는 부진한 흐름을 보인 반면, GS리테일은 동기간 양호한 증익세를 이어나갔다. 그런데 지난 3Q24부터는 또 다시 반대 방향으로 엇갈렸다. BGF리테일은 3Q24부터 영업이익이 증가하기 시작하였으나, GS리테일은 2Q24부터 소폭 감익세로 돌아서더니, 3Q24에는 -7% YoY를 기록하면서 본격적인 감익 흐름으로 전환되었다.

양사 간 실적 흐름이 엇갈린 이유에 대해서는 보다 자세히 후술하도록 할 것이다. 분명한 것은 동일한 업태를 영위하는 두 상위권 사업자들의 실적 흐름이 엇갈리고 있고, 이 때문에 편의점업의 현황에 대해서 시장에서 해석에 혼란을 겪고 있다는 점이다.

[그림8] BGF 리테일과 GS 리테일(편의점) 영업이익 증가율 추이



자료: 각 사, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

2. 혼란 속 분명한 것은 상위권 사업자 중심으로의 업계 재편

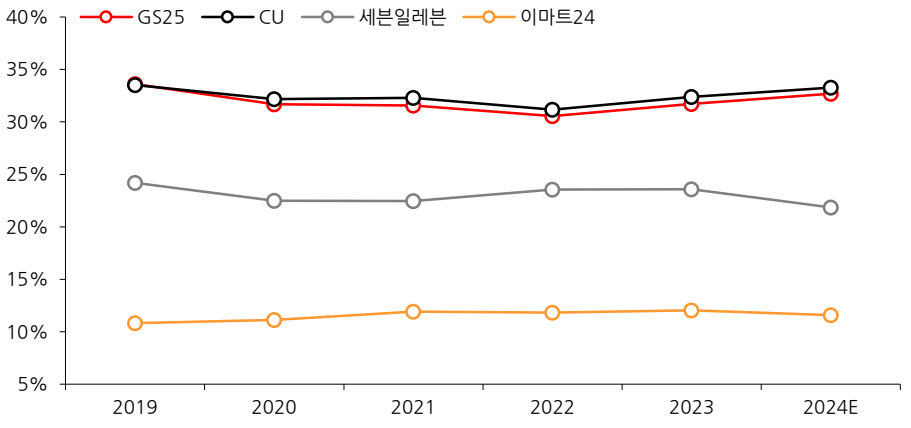
>> 상위권 사업자, 23 년부터 M/S 재상승 중

23년부터 M/S의 변화 관찰

혼란한 가운데, 분명한 것은 상위권 사업자 중심으로 업계가 재편되고 있다는 것이다. 지난 13년 출범한 편의점 후발주자인 이마트24의 출점 가속화의 영향에 따라 점포 수 기준으로 상위권 2개사의 편의점 시장 점유율은 22년까지 뒷걸음질 치는 모습이었으나, 23년부터 재차 반등을 시작하였다. 22년 기준으로 CU(BGF리테일)의 점포 수 기준 시장점유율은 31.2%, GS25(GS리테일)은 30.6%를 기록했으나, 24년에는 CU 33.3%, GS25 32.7%로 상승했을 것으로 전망된다.

이는 상위권 사업자가 연간 800점 수준으로 출점을 지속하는 상황에서 3위권사인 세븐일레븐(코리아세븐), 이마트24의 점포 출점 속도가 둔화되면서, 24년에는 급기야 순감세로 전환된 영향에 따른다. 당사는 22년 미니스톱을 인수한 세븐일레븐의 점포 수는 미니스톱 점주 이탈 및 점포 효율화 과정에서 24년 약 800개의 점포가 감소한 것으로 추정한다. 빠르게 M/S를 늘려오던 이마트24 역시 부진점 폐점 등 점포 효율화로 연간 200개 점의 점포가 감소하며, 24년 처음으로 M/S가 감소 전환한 것으로 추정된다.

[그림9] 국내 편의점 점포 수 M/S 추이



자료: 각 사, 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

3. 10 년 전 일본이 걸었던 길

>> 15 년 산업 성장률 둔화 이후 나타났던 업계 재편

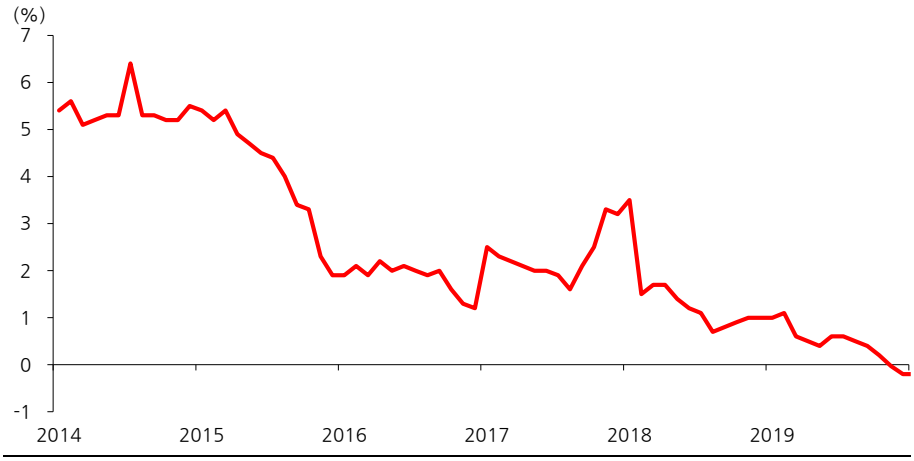
10년 전 나타났던 일본의 편의점 업계 재편

흔히 일본 편의점 산업은 우리나라의 편의점 산업을 10년 정도 앞선다고들 이야기 한다. 우리나라 편의점의 발전이 빠르게 나타나면서 그 격차가 조금 줄었다고는 하나, 여전히 8~9년 정도의 격차를 보이고 있다고 판단된다.

업계 재편도 마찬가지이다. 지금으로부터 정확히 10년 전인 15년 일본 편의점은 하나의 변곡점을 맞았다. 14년까지 점포 성장률 추이는 +mid single digit 이상 수준으로 지켜졌지만, 15년부터 가파르게 점포 성장률이 위축되더니, 15년 하반기 +1~2% 성장률 수준으로 둔화된 것이다. 약 10년 후인 지금 우리나라에서 나타나고 있는 현상과 그다지 다르지 않다.

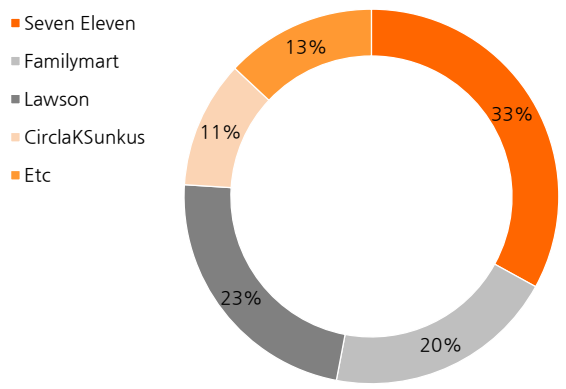
점포 성장률 둔화는 상위권 사업자 중심으로의 편의점 업계의 재편의 트리거로 작용하였는 데, 14년 대비 18년 Seven Eleven은 점포 수 기준 M/S를 약 +4%p 확대시켰으며, Familymart는 +8%p(16년 4위 사업자인 CircleKSunkus 인수), Lawson은 +2%p를 확대시키는 모습이었다.

[그림10] 일본 편의점 점포성장률 추이



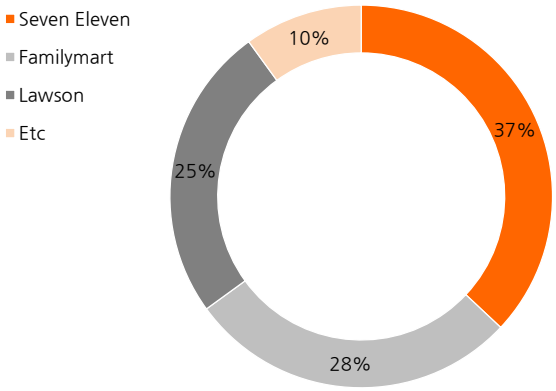
자료: 일본 프랜차이즈협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 14 년 일본 M/S



자료: 일본 프랜차이즈협회, 한화투자증권 리서치센터

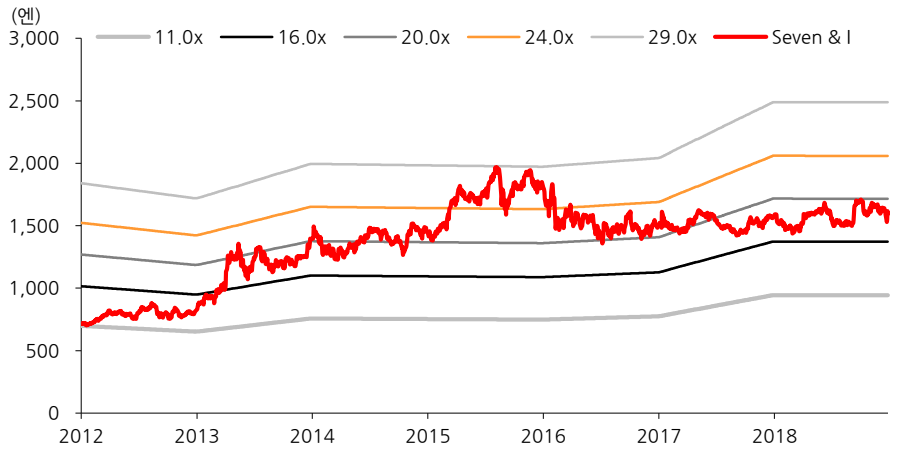
[그림12] 18 년 일본 M/S



자료: 일본 프랜차이즈협회, 한화투자증권 리서치센터

15년부터 업계 재편이 본격화되면서 일본 편의점 3사 주가의 Valuation은 Re-rating을 경험하였다. 하위권 사업자 위축에 따른 경쟁 완화 효과와 더불어 점포 성장률 중심의 양적 성장에서 기존점성장률 중심의 질적 성장으로의 전환에 따른 이익 레버리지가 나타났기 때문이라 판단된다.

[그림13] Seven&I Holdings P/E 밴드



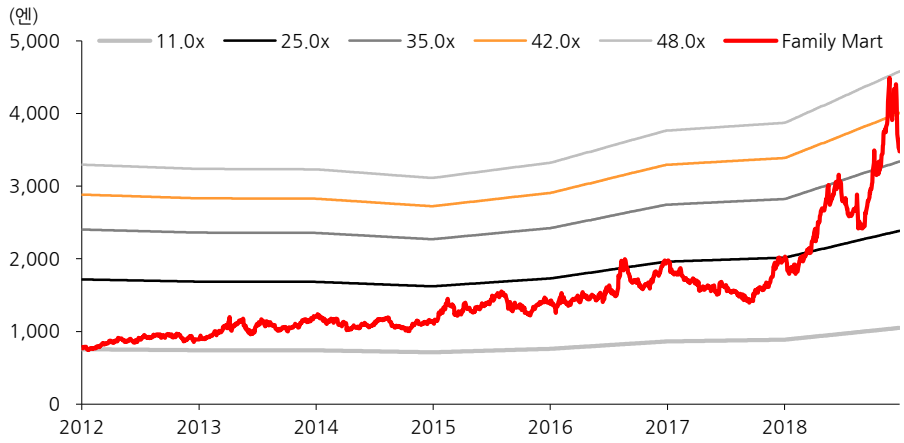
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표1] Seven&I Holdings 실적 추이 (단위: 십억엔)

	11/02	12/02	13/02	14/02	15/02	16/02
매출	5,120	4,786	4,992	5,631	6,039	6,046
YoY(%)	*0.2*	*-6.5*	*4.3*	*12.8*	*7.2*	*0.1*
영업이익	243	292	296	340	343	352
YoY(%)	*7.0*	*20.2*	*1.4*	*14.9*	*0.9*	*2.6*
편의점	195	215	222	258	277	304
YoY(%)	*6.3*	*9.8*	*3.3*	*16.1*	*7.5*	*9.9*
영업이익률(%)	4.7	6.1	5.9	6.0	5.7	5.8
순이익	112	130	138	176	173	161
YoY(%)	*148.9*	*16.1*	*6.2*	*27.5*	*-1.7*	*-7.0*
순이익률(%)	46.1	44.5	46.6	51.8	50.4	45.7

자료: Seven&I Holdings, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] Familymart P/E 밴드



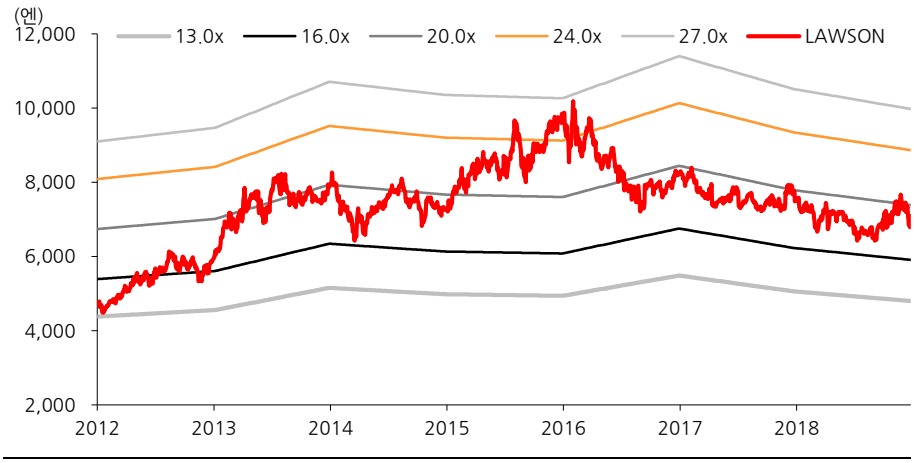
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] Familymart 실적 추이 (단위: 십억엔)

	11/02	12/02	13/02	14/02	15/02	16/02
매출	320	329	334	346	374	428
YoY(%)	*15.0*	*2.9*	*1.5*	*3.4*	*8.3*	*14.2*
영업이익	38	43	43	13	40	49
YoY(%)	*14.0*	*11.4*	*1.2*	*-69.1*	*203.7*	*20.6*
영업이익률(%)	11.9	12.9	12.9	3.9	10.8	11.4
순이익	18	17	25	23	26	21
YoY(%)	*19.3*	*-8.0*	*50.9*	*-9.6*	*13.5*	*-17.9*
순이익률(%)	5.6	5.0	7.5	6.5	6.9	4.9

자료: Familymart, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] Lawson P/E 밴드



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표3] Lawson 실적 추이 (단위: 십억엔)

	11/02	12/02	13/02	14/02	15/02	16/02
매출	441	479	487	485	498	583
YoY(%)	*-5.5*	*8.5*	*1.8*	*-0.5*	*2.6*	*17.2*
영업이익	56	62	66	68	70	73
YoY(%)	*10.5*	*11.2*	*7.2*	*2.8*	*3.5*	*2.9*
영업이익률(%)	12.6	12.9	13.6	14.0	14.2	12.4
순이익	25	25	33	38	33	38
YoY(%)	*102.1*	*-2.0*	*33.3*	*14.4*	*-13.9*	*16.2*
순이익률(%)	5.8	5.2	6.8	7.8	6.6	6.5

자료: Lawson, 한화투자증권 리서치센터

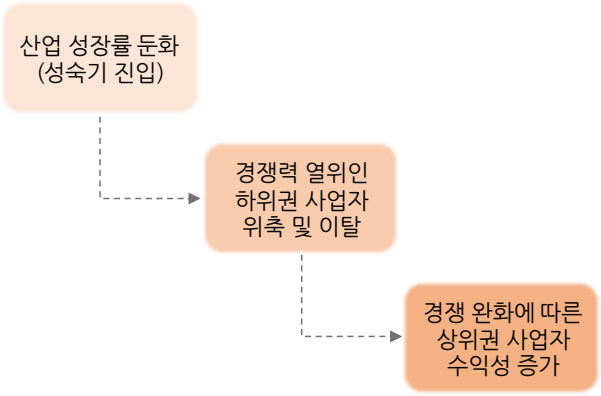
4. 업계 재편, 질적 성장을 이끌어

상위권 사업자 중심의 업계 재편은 산업 성장률의 둔화와 경쟁력이 상대적으로 약한 하위권 사업자의 부진이 트리거가 되어 나타나게 된다. 이커머스를 떠올리면 이해가 쉽겠다. 편의점 외에도 업계 재편이 진행 중인 업태 중 대표적인 것이 이커머스이다. 금리 인상 등으로 촉발된 이커머스 업계로의 투자 위축은 자연스럽게 이커머스 업계의 활력을 악화시켰고, 기존 경쟁력으로 소비자를 락인했던 쿠팡에 위협이 되는 사업자는 더 이상 나타나지 않으면서 쿠팡을 중심으로 업계가 자연스럽게 재편되고 있다. 그 과정에서 자연스럽게 경쟁은 완화되고 살아남은 소수의 사업자들의 수익성이 비약적으로 개선되는 모습을 보이기 시작한다. 이것이 시장에서 산업의 콘솔리데이션을 주가 상승의 트리거로 보는 주된 논리이다.

편의점 업계의 업계 재편도 이와 유사하다. 편의점 산업 자체는 성장기를 넘어서 성숙기로 접어들었으며, 성장률 둔화는 하위권 사업자의 이탈로 이어지고 있다. 이 과정에서 자연스럽게 상위권 사업자로의 재편이 나타나고 있는 것이다. 업계 재편으로 기대되는

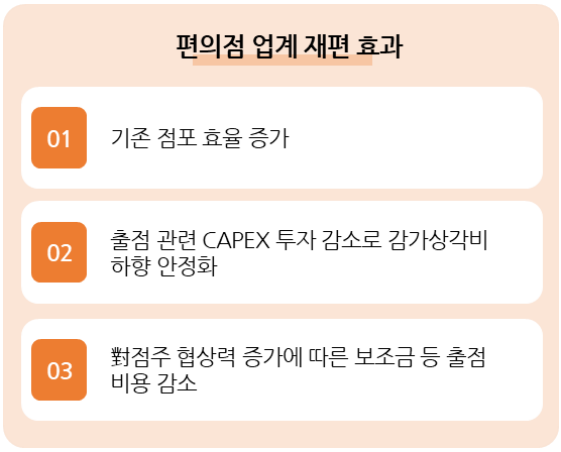
효과는 단연 수익성 개선이다. 수익성 개선을 이끌 요소는 기존점의 효율 증가, CAPEX 감소, 출점 비용 감소 등에 기인한다. 하나씩 설명토록 하겠다.

[그림16] 상위권 사업자 중심의 업계 재편



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 편의점 업계 재편 효과



자료: 한화투자증권 리서치센터

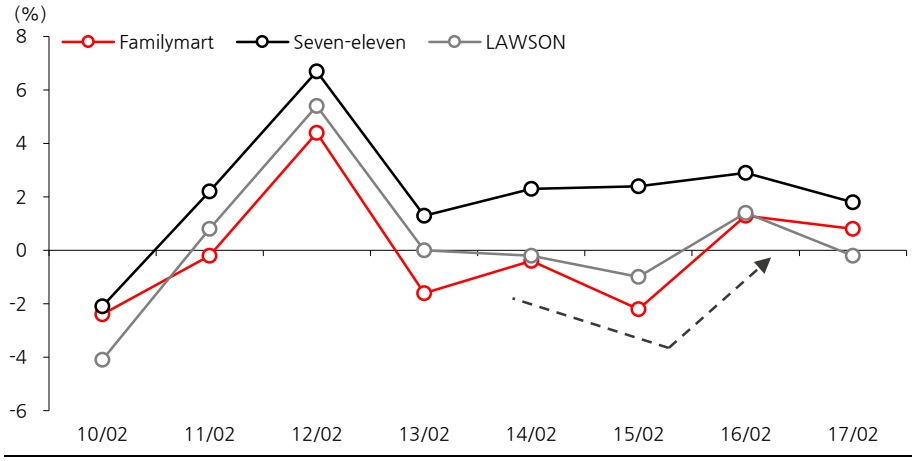
>> 기존점포 효율 증가

점포 성장률 둔화 → 기존점성장률 반등

편의점의 업계 재편에 따른 질적 성장은 우선 기존점포 효율 증가에 따라 나타난다. 산업 전반의 점포 출점 속도가 둔화되고, 경쟁사의 점포가 감소하면서 자연스럽게 기존점포들의 기존점성장률이 반등하는 흐름으로 접어드는 것이다.

이는 지난 15년의 일본 편의점 점포 업계 재편의 사례를 통해서도 확인이 가능하다. 일본 편의점 3사의 기존점성장률은 13/02(12년 3월 ~ 13년 2월, 일본 편의점 3사는 2월 결산법인)부터 둔화되어, 1위 사업자인 Seven&I Holdings를 제외한 Familymart와 Lawson은 13/02부터 15/02까지 역성장하는 모습을 보였으나, 점포 성장률이 둔화되고 상위권 사업자 중심으로 편의점 업계 재편이 본격화된 16/02부터 다시금 성장 추세로 전환되는 모습을 보였다.

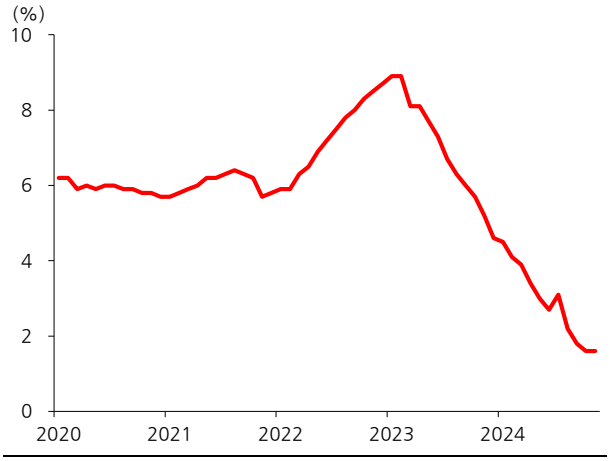
[그림18] 일본 기존점 성장률 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

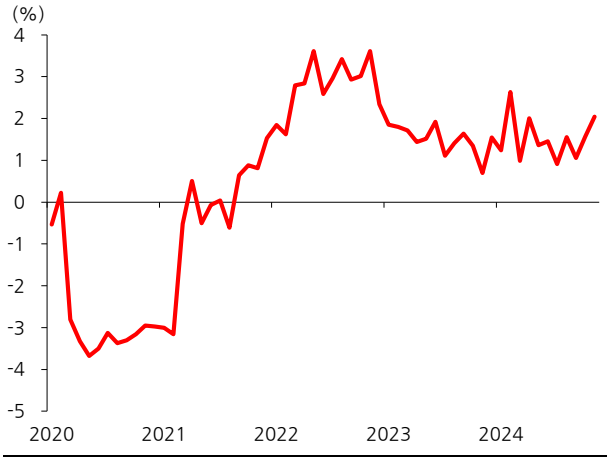
우리나라 편의점 데이터를 통해서도 확인이 가능하다. 우리나라 편의점 점포 성장률은 23년 초 +8.9% YoY를 고점으로 형성하고 하향되기 시작해 24년 11월 +1.6% YoY 수준으로 하락했다. 반면 편의점의 점당 매출액 추이는 22년 코로나19 진단키트 판매 기저로 23년 둔화되었지만, 24년부터는 재차 반등 추세에 접어들고 있으며, 25년부터 업계 재편의 영향이 본격화될 것으로 전망한다.

[그림19] 국내 편의점 점포 성장률



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

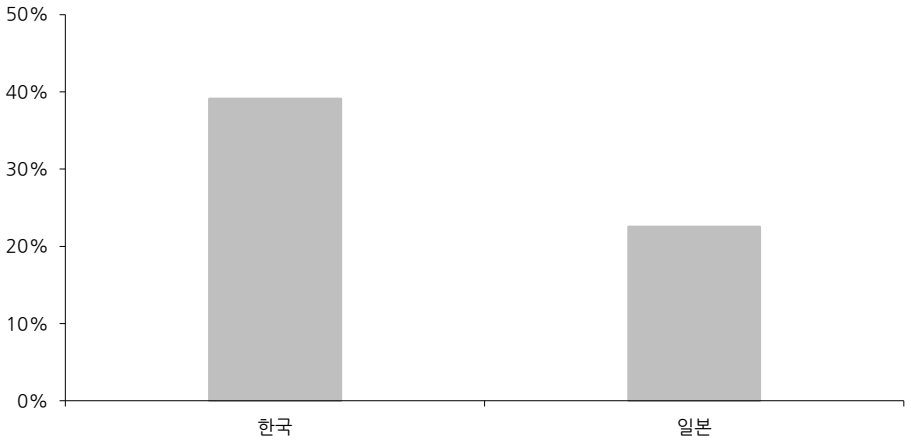
[그림20] 국내 편의점 점포당 매출액 성장률 3MMA



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

점포 성장률 둔화에 따른 기존점포 효율 개선 정도는 일본에 비해 우리나라의 효과가 더 클 수 있을 것으로 예상되는 데, 담배 매출 비중 때문이다. 일본의 담배 유통망은 우리나라보다 다양하다. 편의점뿐만 아니라 드럭스토어, 담배 전문점, 담배 자판기 등이 있다. 이 때문에 편의점의 담배 매출 비중은 20% 초중반 수준이다. 우리나라는 일본에 비해 편의점 외 담배 유통망이 발전하지 못했다. 이 때문에 우리나라 편의점의 담배 매출 비중은 일본의 2배 수준인 약 40%이다. 점포 폐점 시, 담배 외의 일반 상품의 수요는 타 채널로 일부 분산될 수 있겠으나, 담배 수요만큼은 인근 편의점으로 유입될 가능성이 높다.

[그림21] 우리나라 vs 일본 편의점 담배매출 비중



자료: 산업자원통상부, 일본 프랜차이즈협회, 한화투자증권 리서치센터

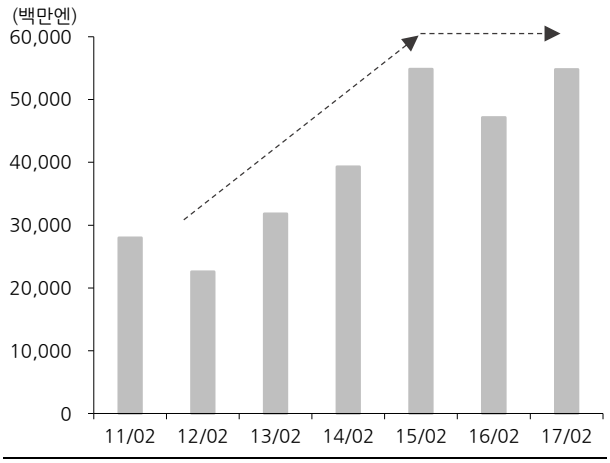
>> 출점 관련 CAPEX 감소

점포 성장률이 둔화되고 있는 구간에서 GS리테일의 전망과 같이 상위권 사업자들마저 점포 출점 여력이 둔화될 수 있다. 점포 출점 속도 둔화가 편의점 사업의 성장률 둔화에 영향을 미칠 수 있으나, 앞서 논의한 바와 같이 기존점포 효율 개선(즉, 기존점성장률 반등)을 이끌 수 있다면, 상위권 사업자의 편의점 사업 성장률에는 큰 부담이 없을 수 있을 것이다.

출점 속도 둔화는 출점 관련 CAPEX의 감소를 이끌어 감가상각비 등 고정비 감소에 오히려 긍정적인 영향을 줄 수 있다. 이 역시 일본 편의점의 사례를 통해서 확인할 수 있는 데, CAPEX에 대한 세부 사항을 공개하고 있는 Familymart와 Lawson을 점포 관련 CAPEX(출점 및 기존점 투자)를 살펴보면, 지속적으로 증가하던 CAPEX가 점포 성장률 둔화 구간인 16/02에 접어들면서 감소하고 일정 수준으로 유지되는 것을 확인할 수 있었다.

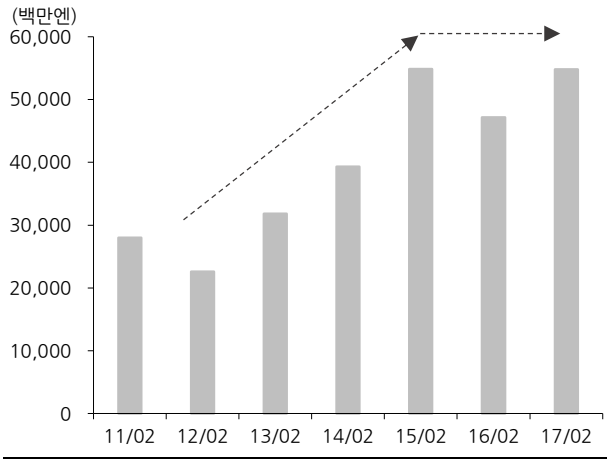
일본의 경우 프랜차이즈 계약기간이 10년이기 때문에 CAPEX의 감소가 즉각적인 감가상각비 감소로 이어지기는 어려워 CAPEX 감소에 따른 감가상각비 둔화가 21/02부터 나타났으나, 우리나라는 5년이라는 점에서 그 속도가 상대적으로 빠르게 나타날 수 있겠다.

[그림22] Familymart CAPEX 추이



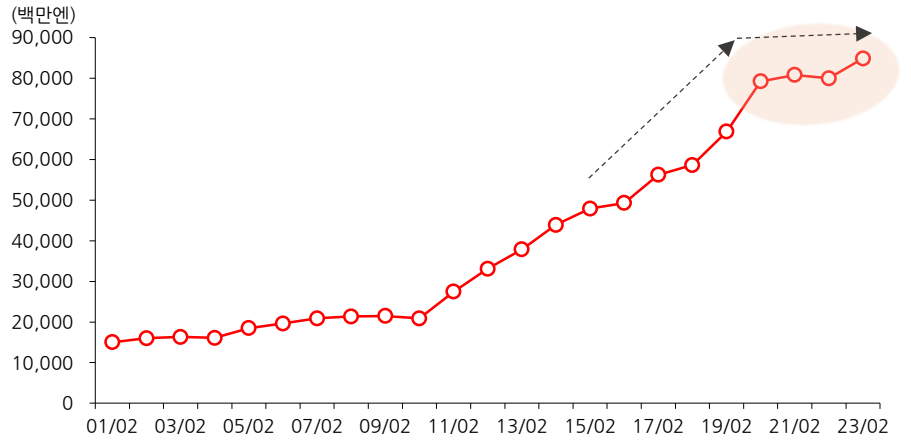
자료: Familymart, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] Lawson CAPEX 추이



자료: Lawson, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] Lawson 감가상각비 추이

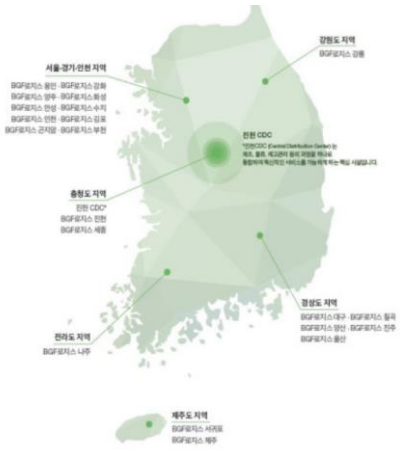


자료: Lawson, 한화투자증권 리서치센터

뒷 단의 인프라 CAPEX도 속도도절 가능

출점 속도가 둔화되면, 인프라 투자에 대한 속도조절도 가능해 진다. 점포 수가 늘어나면, 자연스럽게 뒷단에 있는 물류 인프라 투자, 간편식 제조 시설 등에 대한 투자 확대가 불가피하다. 각 점포에 납품해야 하는 상품이 늘어나고, 물류 네트워크의 워크로드 또한 가중될 수 밖에 없기 때문이다. 점포 출점 속도가 빠르다면, 그에 맞춰 인프라 투자도 빠르게 진행되어야겠지만, 점진적으로 둔화된다면, 인프라 투자에 대한 속도조절이 가능해 이 역시 CAPEX 감소에 영향을 미칠 수 있겠다.

[그림25] BGF 리테일 물류 인프라 현황



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] BGF 리테일 부산 물류센터 투자 공시

신규 시설투자 등

1. 투자구분		신규시설투자
- 투자대상		부산 신규 물류센터
2. 투자내역	투자금액(원)	189,470,515,000
	자기자본(원)	962,627,643,775
	자기자본대비(%)	19.68
	대규모법인여부	해당
3. 투자목적		지속 성장을 위한 물류 CAPA 확보 및 운영 효율 증대
4. 투자기간	시작일	2023-12-07
	종료일	2026-12-31
5. 이사회결의일(결정일)		2023-12-07
- 사외이사 참석여부	참석(명)	5
	불참(명)	-
- 감사(사외이사가 아닌 감사위원) 참석여부		-
6. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
7. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		- 상기 2. 자기자본은 2022년말 연결재무제표 기준입니다. - 상기 4. 시작일은 이사회 결의일이며, 종료일은 투자 계획상 종료 예정일입니다. - 상기 투자금액 및 투자기간 등은 향후 진행 과정에서 일부 변경될 수 있습니다.
		※ 관련공시 -

자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

>> 對점주 협상력 증가

상생지원에서 앞선 상위권 사업자

편의점 가맹본부는 점주들에게 다양한 보조금을 지급하고 있다. 알려진 상생지원금 외에도 개별 협상을 통해서 점주들에게 지급하는 보조금까지 다양하다. 다만 본부가 얼마만큼의 보조금을 집행하고 있는 지에 대해선 재무제표에 드러나지 않기 때문에 알기가 어렵다. IFRS15 적용에 따라 점주에 지급된 보조금이 매출 차감 항목으로 회계 처리되기 때문이며, 각 사업자들 역시 구체적인 규모를 따로 밝히고 있지 않다.

공정거래위원회에 공개된 정보공개서를 통해 각 가맹본부가 지급하고 있는 지원 항목에 대해선 확인할 수 있는 데, 상위권 사업자인 GS리테일과 BGF리테일은 다양한 항목의 지원 항목을 가지고 있는 반면, 하위권 사업자인 코리아세븐은 폐기 지원 수준에 불과하며, 이마트24는 사실상 전무하다.

[표4] 지원항목 비교

GS25	CU	세븐일레븐	이마트24
1) 1일 24시간 운영 시 안심 운영지원금 2) 1일 18시간 이상~24시간 미만 운영 시 안심운영지원금 3) 안심운영지원기간 재고처리지원	1) 초기안정화지원금 2) 장기운영장려금 3) 점포환경개선 4) 전자결제수단 수수료 지원 5) 제휴 수수료 지원 6) 운영 중 반품 지원 7) 상품폐기 지원 8) 신상품 도입 지원 9) 폐점비용 지원 10) 중집기 기능성 부품 지원 11) POS 감열지 비용 지원 12) 간판 청소 비용 지원 13) 간판/매장 형광등 교체 14) 고객만족조사 우수점 인센티브 15) 저회전상품철수지원금 지원	1) 영업지원금 제도	X

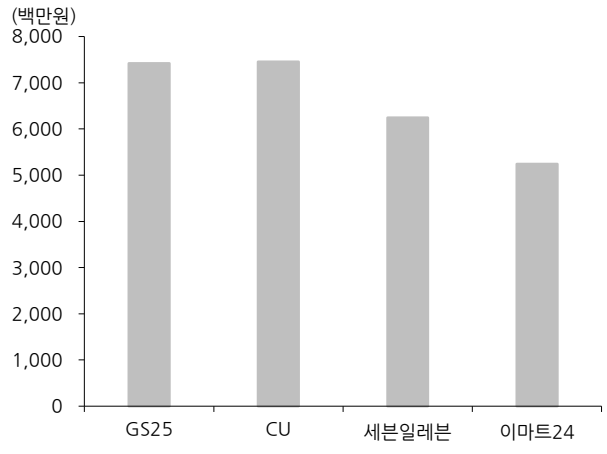
자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

점주에게 유리한 상위권 사업자

일반적으로 동일한 매출 규모라고 하더라도, 가맹 브랜드별로 점주에게 떨어지는 수익성에는 차이가 있는 것으로 알려져 있다. 상대적으로 매출 규모가 큰 상위권 사업자의 경우, 바잉파워가 하위권 사업자 대비 높기 때문에 상품이익률 측면에서 우위를 점하기 때문이다.

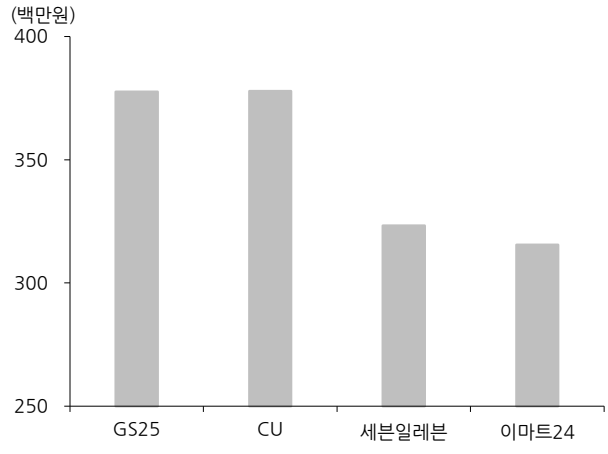
동일한 매출 규모에서도 상위권 브랜드를 운영하는 것이 유리한 데, 브랜드별 평균 매출 규모도 차이가 난다. 서울 기준 평당 평균 매출액을 비교 시, GS25와 CU와 같은 상위권 사업자의 평당 매출액은 3.8천만원 수준으로 세븐일레븐 대비로는 약 17%, 이마트24 대비로는 약 20% 높다. 이 같은 차이는 상품 개발 능력, 판촉 능력 등 요인에 따른 차이이다.

[그림27] 편의점 별 서울 평균 매출액 비교



자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 편의점 별 서울 평당 매출액 비교



자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

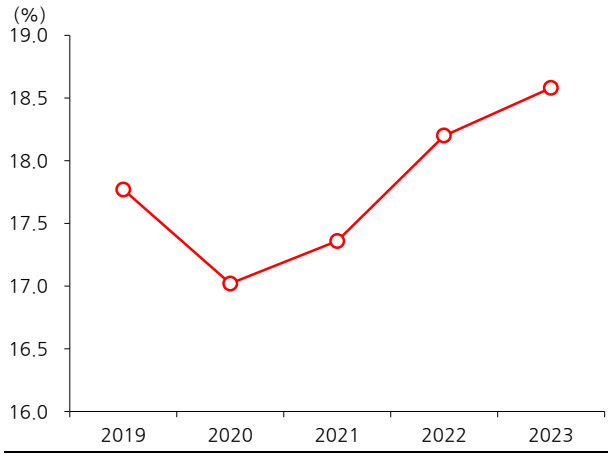
하위권 사업자는 보조금으로 GAP을 메우는 중

상위 사업자 점포를 운영하는 것이 유리함에도 불구하고 점주들이 하위 사업자 브랜드를 운영할 유인을 제공하기 위해서는 하위권 가맹본부에서는 점주들에게 그 차이를 보존할 수 있는 인센티브를 제공해야 할 것이다. 그것이 바로 보조금이다. 보조금 규모에 대해서 앞서도 언급한 바와 같이 외부에서 확인하기는 쉽지 않다. 다만 추정해볼 수는 있는 데, 손익계산서 상 재무 GPM이 그것이다.

가맹 사업자인 편의점 실적에 있어 재무 GPM은 상품이익률과 가맹수수료율, 그리고 보조금의 함수이다. 편의점의 재무 GPM을 확인할 수 있는 BGF리테일과 코리아세븐의 재무 GPM을 비교해보면, 확연한 차이가 나타나는 데, 상위권 사업자인 BGF리테일의 재무 GPM은 우상향 추세를 보이고 있으며, 변동 폭은 지난 3년 간 크지 않았다면, 코리아세븐은 우하향 추세를 그리고 있으며, 상대적으로 변동 폭이 크다. 상품이익률과 가맹수수료율의 변동성이 크지 않다면(BGF리테일의 경우, 각각 0.1% 범위에서 변동을 보이고 있음), 스윙팩터는 보조금일 수 있겠다.

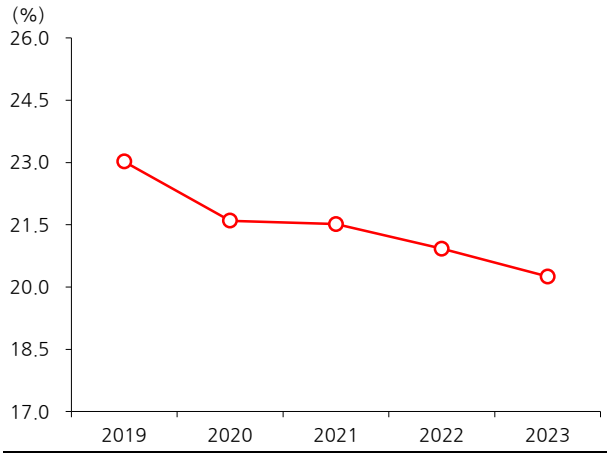
BGF리테일의 경우, 보조금 규모가 안정적인 상황에서 상품이익률과 가맹수수료율 개선으로 안정적 우상향이 나타나고 있다. 반면 코리아세븐의 경우, 보조금 집행 규모가 매년 커졌기 때문에 하락 폭이 컸다고 추정이 가능하다. 앞서 언급한 바와 같이 개별 보조금 지급을 통해 점주로 하여금 가맹브랜드를 유지할 인센티브를 제공하고 있는 것이다.

[그림29] BGF 리테일 GPM 추이



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 코리아세븐 GPM 추이

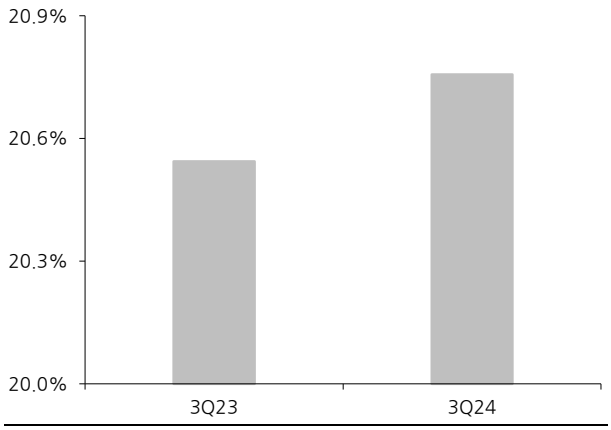


자료: 코리아세븐, 한화투자증권 리서치센터

변화가 관찰되는 코리아세븐

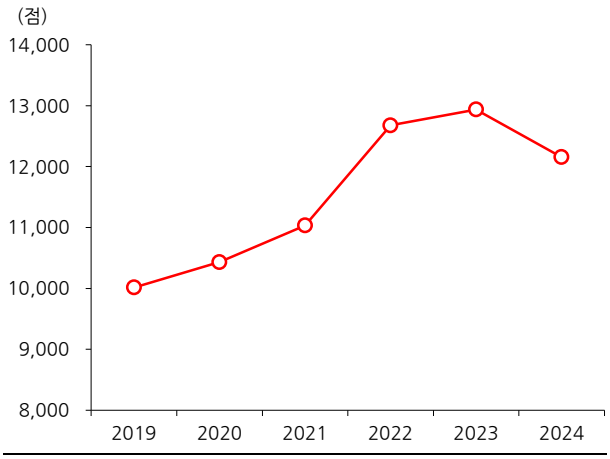
흥미로운 점은 코리아세븐의 3Q24 누적 GPM이 턴어라운드를 했다는 점이다. 전년대비 +0.3%p 개선된 모습이다. 보조금 집행 규모를 줄인 것일까? 우연인 지는 알 수 없으나, 세븐일레븐의 점포 수 순감이 24년부터 본격화된 것과 시기상 일치한다. 코리아세븐의 보조금 규모 관련 어떠한 의사결정이 점주들의 브랜드 유지 의지에 영향을 미쳤을 수 있다는 것이다.

[그림31] 코리아세븐 3Q23 누적 GPM vs 3Q24 누적 GPM



자료: 코리아세븐, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 코리아세븐 점포 수 추이



자료: 코리아세븐, 한화투자증권 리서치센터

업계 전반의 보조금 축소 전망

당사가 추정한 것과 같이 하위권 사업자들이 보조금 규모를 축소하고 있는 상황이라면, 자연스럽게 업계 전반의 보조금 집행 규모는 축소될 수 있겠다. 하위권 사업자들이 보조금 경쟁을 주도해왔었기 때문이다. 편의점 업계 재편이 본부와 점주 간의 협상력의 변화를 이끌어 올 수 있다는 이야기이다. 또한, 점주들의 상위권 점포로의 브랜드 전환 수요과 확대될 경우, 본부 입장에선 수익성에 도움이 되는 우량 점포에 대해서만 취사선택하여 브랜드 전환을 꾀할 수 있게 된다. 이 역시, 본부의 對점주 협상력의 강화를 의미하며, 자연스럽게 보조금 규모를 과거대비 축소할 수 있는 모멘텀으로 작용할 수 있겠다.

5. 편의점의 엇갈린 실적의 이유는?

앞서 언급한 바와 같이 업계 재편이 본격화되고 있는 산업 환경에서 편의점간 실적 방향성이 엇갈리고 있다. BGF리테일은 지난 1년 간의 감익 흐름을 3Q24 끊어낸 반면, GS리테일은 BGF리테일의 감익 시기에 양호한 편의점 이익 성장을 해냈지만, 최근 감익 흐름으로 전환되는 모습이다. 엇갈린 실적 흐름의 이유를 회사별로 살펴보고자 한다.

>> BGF 리테일, 본부임차 출점 확대에 따른 영향

실적 변곡점을 통과한 BGF리테일

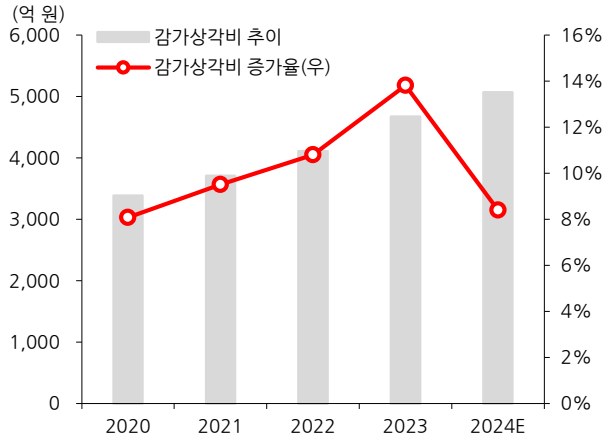
BGF리테일은 지난 21년부터 본부임차 출점 비중을 확대하는 모습을 보였다. 가맹타입은 크게 본부임차와 점주임차로 나뉘게 되는 데, 주된 차이는 임차비용과 권리금에 대한 본부와 점주가 투자를 분담하느냐, 가맹점주가 투자하느냐에 있다. 본부임차는 본부단에서 점포 출점에 대한 CAPEX 투자가 점주임차 대비 큰 반면, 가맹수수료율이 높고, 점포 면적이 상대적으로 크다는 장점을 지닌다. 즉, 초기 투자비는 크지만 중장기적 효율이 높은 것이 특징이다. BGF리테일은 효율 강화를 위해 본부임차 비중을 확대하는 의사결정을 한 것이다.

본부임차 출점 비중 확대 기조에 따라 21년부터 CAPEX 증가에 따른 감가상각비 및 임차료 등 고정비가 빠르게 증가하게 된다. 다만 21~23년까지는 코로나19 팬데믹에 따른 영향과 진단키트 판매 등 이슈로 고정비 증가가 부각되지 않았으나, 3Q23을 기점으로 코로나19 영향에서 벗어난 실적이 나타나며, 실적의 주요 부담 요인으로 대두된 것이다.

그리고 3Q24부터 다시금 증익 추세로 전환되기 시작했는 데, 본부임차 출점 확대 기조 4년 차에 들어서면서 고정비 증가 속도는 점진적으로 완만해지는 반면, 꾸준히 개선되었던 가맹수수료율과 평균 매장면적 확대에 따른 효율 개선 등이 고정비 증가 폭을 상회하기 시작했기 때문이다. 당사는 4Q24에도 BGF리테일의 증익 흐름이 지속될 수 있을 것으로 예상하는 데, 3분기와 4분기는 성수기와 비수기라는 차이가 있어 3Q24의 증익과 4Q24의 증익의 의미는 다르다. 3분기는 성수기이기 때문에 매출 규모가 상대적으로 4분기 대비해서 크다. 그만큼 고정비 증가분을 상쇄할 수 있는 매출총이익 규모도 자연스럽게 클 수 있다. 고마진 카테고리에 대한 수요가 증가하는 3분기 GPM이 4분기보다 일반적으로 높다. 4Q24에도 증익을 이뤄낸다면, 본부임차 출점에 따른 효율 개선 속도가 고정비 증가 속도를 능가하기 시작해 이익 레버리지 구간으로 접어들었다는 것에 대한 확신을 가지게 할 수 있을 것이다.

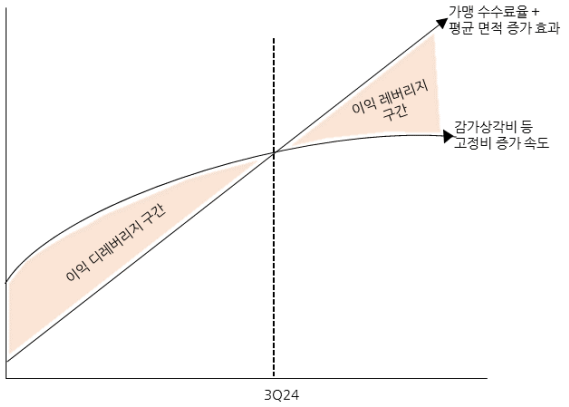
편의점의 점포 계약기간은 일반적으로 5년이다. 계약 기간에 맞춰 감가상각 기간도 5년으로 설정되어 있다. 본격적으로 본부임차 출점을 시작한 시기가 21년이라는 점에서 본부임차 점포 확장에 따른 감가상각비 추이는 26년부터 플랫해지기 시작한다는 점도 감안할 경우, 26년의 이익 레버리지 강도는 25년보다 더욱 강할 것으로 전망하는 것이 합리적이겠다.

[그림33] BGF 리테일 감가상각비 증가율 추이



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 실적 변곡점을 지난 BGF 리테일



자료: 한화투자증권 리서치센터

>> GS 리테일, 신규점 부진에 따른 영향

2Q25 변곡점 맞을 것으로 예상되는 GS리테일

GS리테일은 23년말 출점했던 신규점들의 부진이 실적에 부담이 되고 있는 것으로 판단된다. 편의점 사업부의 감익을 기록했던 지난 2Q24, 3Q24 GS리테일의 편의점 매출 성장률은 각각 +4.9% YoY, +3.9% YoY를 기록했다. 동기간 점포 성장률은 +5.3% YoY, +4.7% YoY를 기록했으며, 기존점성장률이 +1.6% YoY, +1.0% YoY를 기록했다는 점을 감안할 시, '편의점 매출 성장률'과 '기존점성장률 + 점포 성장률' 간의 간극이 발생하고 있다. 2Q24에는 그 차이가 2%p였으며, 3Q24도 유사했다.

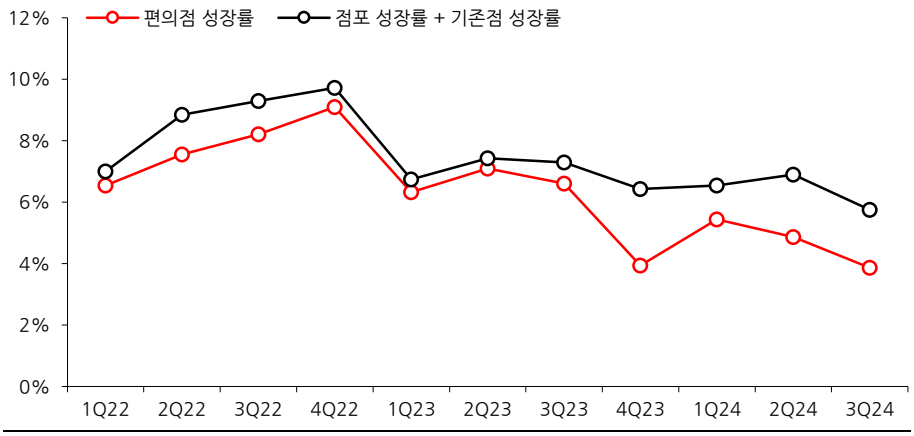
거래액 기준의 기존점성장률과 재무 매출액의 차이가 있기 때문에 일정부분 간극이 발생할 수는 있으나, 1%p 내에서의 차이를 보였다. 하지만 지난 4Q23부터 그 간극이 2% 이상으로 벌어진 것이다.

이를 해석함에 있어서 두 가지 가능성이 존재한다. 첫째는 신규점의 부진 가능성이다. 점포성장률이 +5% YoY 수준이나 4Q23부터 출점한 신규점의 효율이 부진하면서 실질적으로는 +3~4% YoY 성장에 밖에 기여를 못하고 있을 수 있다. 둘째는 보조금 지급 규모의 확대이다. 주지하다시피 보조금 집행은 매출 차감 항목이기 때문에 보조금 집행 규모가 확대될 경우, 이 간극이 벌어질 수 있다.

GS리테일에서는 보조금 집행 비율은 안정적으로 유지되고 있다고 밝히고 있다. 상위권사 업자 중심의 업계 재편 과정에서 동사가 무리하게 보조금 집행 규모를 늘릴만한 유인도 크지 않을 것이라 판단된다. 그렇다면, 4Q23 출점하였던 신규점의 효율이 예상만큼 나오지 않고 있다는 것에 무게가 실린다. 즉, 신규점의 효율이 부진으로 GS리테일의 편의점 사업 고정비 부담이 증가한 영향으로 2Q24부터 감익 추세로 전환되었다는 판단이다.

신규점이 기존점으로 전환되면서 관련 비용의 기저가 동일해지는 구간으로 접어들게 된다면, 신규점의 부진에 따른 실적 영향이 제거되면서 실적 흐름이 정상 궤도로 회복할 수 있을 것이라 전망한다. 그 시기는 신규점의 영향으로 실적 부진이 본격화되었던 2Q25일 것이라 전망된다.

[그림35] GS 리테일 편의점 성장률 vs 점포 성장률 + 기존점성장률 추이



자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 투자전략

편의점 비중확대 유효

편의점 비중확대 유효

25년은 편의점 업태에도 관심을 확대할 필요가 있겠다. 지난 2년간 당사는 편의점 업태의 선호도를 타 유통업태 대비 후순위로 두었다. 업계 재편이 나타나고 있음을 확인하고 있었지만, 양사는 서로 다른 이유로 이익 디레버리징이 나타나고 있었기 때문이다.

25년부터 편의점 업종에 대한 관심을 확대해야하는 이유는 지금이 편의점의 이익 디레버리징이 이익 레버리지로 전환되는 변곡점이라 판단하기 때문이다. 그 원동력은 양사의 각기 다른 실적 부진 요인(BGF리테일: 본부임차 비중 증가에 따른 고정비 부담 증가, GS리테일: 신규점 효율 부진에 따른 비용 부담)이 해소되는 동시에 업계 재편 효과가 나타나는 것이다.

업계 재편은 앞서도 살펴본 바와 같이 편의점의 양적 성장기에서 질적 성장기로의 전환을 뜻한다. 점포 성장률 둔화는 기존점포의 효율 증가를 이끌 것이고, 출점 감소 현실화 시에는 출점 관련 CAPEX 집행 감소로 이어질 수 있다. 전반적인 경쟁 완화는 가맹 본부의 對점주 협상력을 끌어올려 보조금 집행 규모 축소로 연결될 것이다.

그 결과는 10년 전 일본의 업계 재편의 사례와 같이 편의점 업종의 리레이팅으로 연결될 수 있겠다. P/E Multiple 지표가 의미하는 바가 투자 원금의 회수 기간을 의미하기 때문에 이익 레버리지 가속화 기대는 P/E Multiple의 확장을 이끌 수 있다고 판단된다. 지금까지의 이익 디레버리징이 업계 재편에도 불구하고 한국 편의점의 주가가 일본의 사례와 달리 디레이팅으로 이어진 것은 그 반대의 경우에 해당했기 때문이겠다.

매크로 측면에서 물가 상승률 둔화 및 금리 인하 사이클 진입 등 유동성 확장기 진입 구간에서는 금번 자료에서 논한 편의점 외의 유통업태 전반에 대한 관심을 확대할 시기이기도 하다.

우선순위는 BGF리테일에

편의점 업태 중 우선순위는 BGF리테일에 있다. 지난 3Q24를 기점으로 이미 이익 레버리지로의 전환의 변곡점을 지났기 때문이다. 3분기와 달리 비수기인 4Q24 실적에서도 증익 추세를 이어나간다면, 25년 이익 레버리지 가속화에 대한 확신을 가질 수 있게 될 것이라 전망한다.

GS리테일의 이익 레버리지 구간 전환의 변곡점은 2Q25일 가능성이 높다. 신규점 부진의 영향이 한 사이클을 돌게 되면서 그 영향이 제거되는 시기가 해당 시기일 가능성이 높기 때문이다. 해당 구간부터는 편의점 업태에 따른 선호도는 BGF리테일과 GS리테일 간 무차별할 수 있으며, GS리테일의 편의점 외 사업부의 성과에 따라 우선순위가 달라질 수 있겠다.

V.

기업분석

1. BGF리테일 (282330)
2. GS리테일 (007070)

2025년 1월 13일
기업분석

BGF리테일 (282330)

4Q24 Preview : 이익 레버리지 구간 진입

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(유지): 160,000원

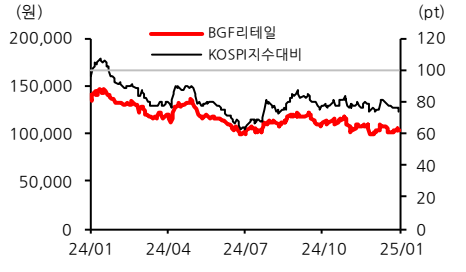
현재 주가(1/9)	103,100원
상승여력	▲ 55.2%
시가총액	17,820억원
발행주식수	17,284천주
52 주 최고가 / 최저가	146,100 / 99,400원
90 일 일평균 거래대금	38.04억원
외국인 지분율	30.6%
주주 구성	
비지에프 (외 19 인)	52.3%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.7	-4.8	1.5	-26.4
상대수익률(KOSPI)	-3.1	-2.0	13.5	-24.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,616	8,195	8,643	9,089
영업이익	252	253	253	283
EBITDA	673	731	769	815
지배주주순이익	194	196	196	234
EPS	11,198	11,331	11,368	13,531
순차입금	589	730	840	860
PER	18.8	11.6	10.5	7.6
PBR	3.8	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	6.3	4.1	3.8	3.2
배당수익률	1.9	3.1	3.4	4.1
ROE	21.8	19.2	17.3	18.2

주가 추이



4Q24 Preview

BGF리테일은 4Q24 매출액 2.16조원(+5.9% YoY), 영업이익 531억원(+3.9% YoY)으로 영업이익 기준 컨센서스(546억원)에 대체로 부합하는 실적을 기록할 것으로 추정된다. 3Q24부터 돌아선 증익의 추세가 지속되는 것이 주목된다. 성수기인 3분기에는 상대적으로 매출 규모가 크고, 고마진 상품의 매출 비중이 높아, 증가하고 있는 고정비를 상쇄하는 절대 매출총이익 규모가 큰 반면, 4분기는 전통적인 비수기로 3분기 대비 매출 규모도 작으며, 상품 믹스도 악화되기 때문에 4Q24에도 증익을 이뤄낸다는 것은 이익 레버리지 구간으로 진입했음을 의미하기 때문이다.

4Q24의 기존점성장률은 +1.3% YoY로 추정하나, 연간 순증 규모는 750점으로 가이던스인 800점에 소폭 미달할 것으로 보인다.

이익 레버리지 구간에 이미 들어섰다

21년부터 본격화된 본부임차 중심의 출점에 따른 고정비 증가 속도는 동사의 실적에 악영향을 미쳤다. 고정비 증가 속도가 본부임차를 통한 효율 개선보다 빨랐기 때문이다. 3Q24를 기점으로 그 속도가 역전되면서 본격적으로 이익 레버리지 구간에 진입한 것으로 보인다. 4Q24의 실적이 당사 추정과 같이 증익을 시현할 경우, 진입에 확신을 가질 수 있겠다.

더불어 편의점 업계는 상위 사업자 중심으로 재편이 일어나고 있다. 업계 재편의 의미는 양적 성장 시대에서 질적 성장 시대로의 전환을 의미하며, 기존점 효율 증가, 출점 관련 CAPEX 감소, 점주 향 보조금 축소 등으로 수익성 개선을 이끌 것이다. 이익 레버리지 구간으로의 진입 및 가속화는 P/E 멀티플의 확장으로 연결될 수 있을 것으로 기대한다.

투자의견 BUY, 목표주가 16만원 유지

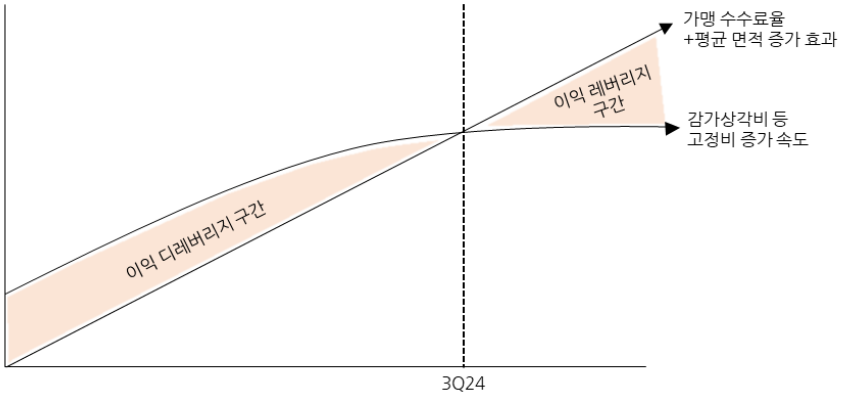
BGF리테일에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 16만원을 유지한다.

[표5] BGF 리테일 실적 테이블 (단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	**18,496**	**20,982**	**22,068**	**20,402**	**19,538**	**22,029**	**23,256**	**21,611**	**81,948**	**86,434**	**90,893**
YoY	*9.3%*	*9.4%*	*7.4%*	*4.7%*	*5.6%*	*5.0%*	*5.4%*	*5.9%*	*7.6%*	*5.5%*	*5.2%*
매출총이익	3,350	3,969	4,163	3,746	3,611	4,161	4,402	3,982	15,228	16,156	17,038
영업이익	**370**	**781**	**870**	**511**	**326**	**762**	**912**	**531**	**2,532**	**2,531**	**2,828**
YoY	*-2.1%*	*10.3%*	*-4.9%*	*-3.7%*	*-11.9%*	*-2.4%*	*4.8%*	*3.9%*	*0.0%*	*-0.1%*	*11.7%*
영업이익률	2.0%	3.7%	3.9%	2.5%	1.7%	3.5%	3.9%	2.5%	3.1%	2.9%	3.1%

자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 편의점 이익 레버리지 구간



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,781	7,616	8,195	8,643	9,089
매출총이익	1,177	1,386	1,523	1,616	1,704
영업이익	199	252	253	253	283
EBITDA	582	673	731	769	815
순이자손익	-9	-14	-21	27	25
외화관련손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	193	254	248	253	308
당기순이익	148	194	196	196	234
지배주주순이익	148	194	196	196	234
증가율(%)					
매출액	n/a	12.3	7.6	5.5	5.2
영업이익	n/a	26.6	0.3	0.0	11.7
EBITDA	n/a	15.7	8.5	5.2	5.9
순이익	n/a	31.1	1.2	0.3	19.0
이익률(%)					
매출총이익률	17.4	18.2	18.6	18.7	18.7
영업이익률	2.9	3.3	3.1	2.9	3.1
EBITDA 이익률	8.6	8.8	8.9	8.9	9.0
세전이익률	2.8	3.3	3.0	2.9	3.4
순이익률	2.2	2.5	2.4	2.3	2.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	808	890	979	1,198	1,205
현금성자산	568	565	524	583	564
매출채권	117	180	248	142	149
재고자산	108	125	177	191	200
비유동자산	1,788	2,056	2,240	2,429	2,628
투자자산	1,140	1,328	1,426	1,518	1,698
유형자산	614	690	776	834	855
무형자산	34	38	37	77	76
자산총계	2,596	2,946	3,219	3,627	3,833
유동부채	1,016	1,102	1,191	1,483	1,526
매입채무	676	731	784	805	843
유동성이자부채	288	306	343	527	527
비유동부채	771	881	953	944	944
비유동이자부채	747	847	911	897	897
부채총계	1,787	1,984	2,145	2,427	2,470
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	446	600	712	838	1,001
자본조정	25	24	23	23	23
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	809	963	1,074	1,200	1,363

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	538	630	647	1,019	842
당기순이익	148	194	196	196	234
자산상각비	382	421	478	516	532
운전자본증감	-18	-9	-39	265	17
매출채권 감소(증가)	-19	-52	-49	45	-7
재고자산 감소(증가)	13	-16	-52	-14	-9
매입채무 증가(감소)	-67	16	16	251	37
투자현금흐름	-239	-98	-244	-354	-308
유형자산처분(취득)	-162	-222	-206	-219	-220
무형자산 감소(증가)	-5	-9	-7	-5	-8
투자자산 감소(증가)	87	246	99	36	0
재무현금흐름	-269	-318	-369	-315	-71
차입금의 증가(감소)	-227	-266	-298	-244	0
자본의 증가(감소)	-41	-52	-71	-71	-71
배당금의 지급	-41	-52	-71	-71	-71
총현금흐름	597	692	745	791	826
(-)운전자본증가(감소)	56	17	77	52	-17
(-)설비투자	162	223	206	220	220
(+)자산매각	-5	-8	-6	-4	-8
Free Cash Flow	374	444	456	515	614
(-)기타투자	121	105	93	-150	80
잉여현금	253	338	363	665	534
NOPLAT	153	192	200	197	215
(+) Dep	382	421	478	516	532
(-)운전자본투자	56	17	77	52	-17
(-)Capex	162	223	206	220	220
OpFCF	317	373	394	441	543

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	8,542	11,198	11,331	11,368	13,531
BPS	46,825	55,695	62,165	69,416	78,842
DPS	3,000	4,100	4,100	4,100	4,200
CFPS	34,531	40,012	43,126	45,740	47,762
ROA(%)	5.9	7.0	6.4	5.7	6.3
ROE(%)	19.6	21.8	19.2	17.3	18.2
ROIC(%)	13.7	13.8	12.1	11.6	12.6
Multiples(x,%)					
PER	17.0	18.8	11.6	10.5	7.6
PBR	3.1	3.8	2.1	1.7	1.3
PSR	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
PCR	4.2	5.3	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	5.1	6.3	4.1	3.8	3.2
배당수익률	2.1	1.9	3.1	3.4	4.1
안정성(%)					
부채비율	220.8	206.1	199.6	202.3	181.3
Net debt/Equity	57.8	61.2	67.9	70.0	63.1
Net debt/EBITDA	80.3	87.5	99.9	109.2	105.6
유동비율	79.5	80.7	82.2	80.8	79.0
이자보상배율(배)	10.7	8.9	5.4	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	42.3	44.7	47.7	43.5	44.4
현금+투자자산	57.7	55.3	52.3	56.5	55.6
자본구조(%)					
차입금	56.1	54.5	53.9	54.3	51.1
자기자본	43.9	45.5	46.1	45.7	48.9

주: IFRS 연결 기준

2025년 1월 13일
기업분석

GS리테일 (007070)

4Q24 Preview : 2Q25부터 정상 궤도 진입 전망

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(하향): 24,000원

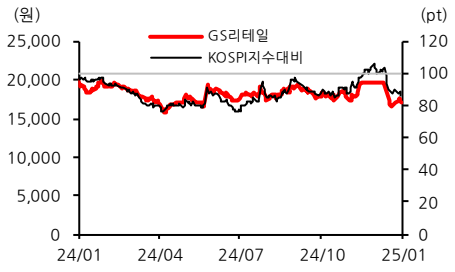
현재 주가(1/9)	17,080원
상승여력	▲ 40.5%
시가총액	14,280억원
발행주식수	83,607천주
52 주 최고가 / 최저가	20,228 / 15,874원
90 일 일평균 거래대금	32.13억원
외국인 지분율	9.0%
주주 구성	
GS (외 2 인)	72.5%
국민연금공단 (외 1 인)	10.6%
GS 리테일우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.7	-4.0	-2.1	-15.6
상대수익률(KOSPI)	-20.6	-1.2	9.9	-14.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	11,032	11,613	11,673	12,253
영업이익	360	394	271	338
EBITDA	1,056	1,116	1,033	1,140
지배주주순이익	40	18	63	193
EPS	386	169	613	1,870
순차입금	2,879	2,879	2,709	2,649
PER	72.9	136.5	33.9	9.1
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	5.5	4.7	4.7	3.6
배당수익률	1.5	2.2	2.9	4.4
ROE	1.0	0.4	1.6	4.7

주가 추이



4Q24 Preview

GS리테일은 4Q24 매출액 2.98조원(+6.6% YoY, 호텔사업부 제외 기준), 영업이익 594억원(+10.7% YoY)으로 영업이익 기준 컨센서스(689억원)를 하회할 것으로 추정된다. 편의점은 기존점성장률 호조(+1.5% YoY)에도 신규점 효율 부진 및 판관비 기저 등에 따른 비용 부담 영향으로 -15% YoY 감익할 것으로 보인다. 수퍼는 양호한 기존점성장(+2% YoY)에 따라 +98% YoY 증익한 107억원의 영업이익을 기록할 것이다. 홈쇼핑은 부진한 업황으로 -15% YoY 감익이 예상된다. 24년 연말 인사를 통해 GS리테일의 대표이사가 허서홍 대표로 변경되었다. 이에 따라 부동산 업황 부진으로 어려움을 겪고 있는 개발사업부에 대한 빅배스 가능성이 존재한다.

신규점 비효율에 따른 실적 부진, 2Q25를 주목

동사의 편의점 사업부 실적 부진은 23년 연말 출점하였던 신규점들의 효율이 떨어진 탓에 고정비 부담이 커진 영향에 따른 것이라 판단된다. 편의점 사업의 실적이 정상 궤도로 돌아가기 위해선 부진 신규점이 1년 사이클을 돌아 기존점으로 편입되며, 신규점의 비효율 영향이 제거되어야 할 것이다. 당사는 2Q25부터 정상 궤도로의 진입을 전망한다.

상위권 사업자로서 업계재편의 수혜를 기대해볼 수 있겠다. 업계 재편의 의미는 양적 성장 시대에서 질적 성장 시대로의 전환을 의미하며, 기존점 효율 증가, 출점 관련 CAPEX 감소, 점주 향 보조금 축소 등으로 수익성 개선을 이끌 것이다. 이익 레버리지 구간으로의 진입 및 가속화는 P/E 멀티플의 확장으로 연결될 수 있을 것으로 기대한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 2.4만원 하향

GS리테일에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 기존 2.9만원에서 2.4만원으로 하향한다. 목표주가의 하향은 GS리테일의 인적분할이 12월 말 완료되면서 GS피앤엘에 대한 가치를 제외한 영향이다. BGF리테일 대비 기업가치가 20% 가량 할인되어 있다. 인적분할 이벤트 관련 수급 요인으로 과도하게 기업가치를 할인 받고 있다는 판단이다.

[표6] GS 리테일 분기별 실적 추이 (단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	**27,002**	**29,578**	**30,902**	**29,317**	**28,104**	**29,371**	**30,547**	**29,800**	**112,599**	**116,799**	**117,822**
YoY	*3.9%*	*5.0%*	*4.5%*	*1.5%*	*4.1%*	*-0.7%*	*-1.1%*	*1.6%*	*15.3%*	*3.7%*	*0.9%*
편의점	18,667	20,919	22,209	20,662	19,683	21,938	23,068	21,981	77,800	82,457	86,670
수퍼	3,413	3,574	3,903	3,586	3,809	3,941	4,235	4,261	13,224	14,476	16,246
홈쇼핑	2,901	2,863	2,598	2,949	2,763	2,733	2,510	2,755	12,393	11,311	10,761
기타	1,048	987	933	765	753	782	734	803	5,487	3,733	3,072
영업이익	**466**	**972**	**1,268**	**804**	**739**	**810**	**806**	**594**	**2,476**	**3,510**	**2,949**
YoY	*70.7%*	*105.1%*	*44.7%*	*-5.7%*	*58.6%*	*-16.7%*	*-36.4%*	*-26.1%*	*18.9%*	*41.8%*	*-16.0%*
편의점	227	652	780	524	263	649	729	448	2,191	2,183	2,089
수퍼	43	44	132	54	99	65	139	107	217	273	410
홈쇼핑	316	273	213	367	328	272	186	312	1,426	1,169	1,098
기타	-333	-215	-186	-409	-193	-176	-167	-271	-2,062	-1,143	-807
영업이익률	**1.7%**	**3.3%**	**4.1%**	**2.7%**	**2.6%**	**2.8%**	**2.6%**	**2.0%**	**2.2%**	**3.0%**	**2.5%**

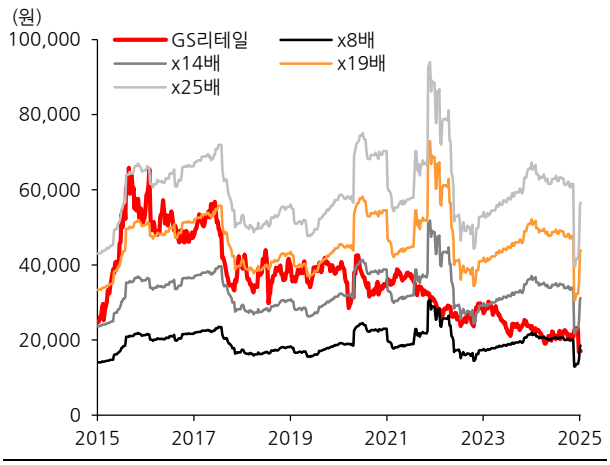
주: 1Q24까지 호텔실적 포함
자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[표7] GS 리테일 P/E 밸류에이션 (단위: 억원, 배, 천주, 원)

	25E	비고
지배순이익	1,935	
Target P/E	10	BGF 리테일 목표 P/E 20% 할인
적정 시가총액	20,122	
발행주식 수(자사주 제외)	83,607	
적정주가	24,067	

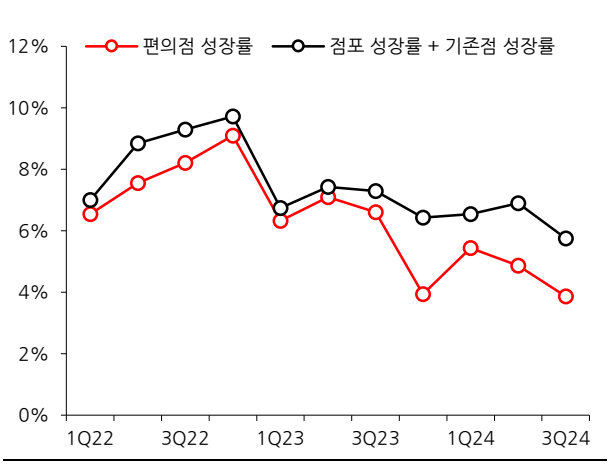
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림37] GS 리테일 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] GS 리테일 편의점 성장률 vs 점포 + 기존점성장률 추이



자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	9,691	11,032	11,613	11,673	12,253
매출총이익	2,197	2,832	2,960	2,933	3,062
영업이익	220	360	394	271	338
EBITDA	901	1,056	1,116	1,033	1,140
순이자손익	-4	-34	-45	-55	-51
외화관련손익	0	0	0	1	0
지분법손익	57	-28	-152	-94	-32
세전계속사업손익	915	212	148	94	255
당기순이익	801	48	22	68	193
지배주주순이익	815	40	18	63	193
증가율(%)					
매출액	105.8	13.8	5.3	0.5	5.0
영업이익	41.6	64.1	9.4	-31.2	24.6
EBITDA	175.7	17.1	5.7	-7.4	10.3
순이익	573.1	-94.1	-53.5	209.3	182.5
이익률(%)					
매출총이익률	22.7	25.7	25.5	25.1	25.0
영업이익률	2.3	3.3	3.4	2.3	2.8
EBITDA 이익률	9.3	9.6	9.6	8.8	9.3
세전이익률	9.4	1.9	1.3	0.8	2.1
순이익률	8.3	0.4	0.2	0.6	1.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,184	1,366	1,857	3,752	3,853
현금성자산	375	479	517	287	348
매출채권	343	478	812	764	794
재고자산	193	227	304	288	300
비유동자산	8,272	8,466	8,185	6,130	6,200
투자자산	5,259	5,444	5,110	4,247	4,259
유형자산	2,735	2,767	2,831	1,665	1,718
무형자산	278	255	244	218	222
자산총계	9,456	9,832	10,042	9,882	10,053
유동부채	2,055	2,174	2,664	3,187	3,227
매입채무	1,063	1,201	1,378	1,021	1,061
유동성이자부채	742	830	1,122	1,061	1,061
비유동부채	2,986	3,239	2,944	2,272	2,272
비유동이자부채	2,265	2,528	2,274	1,936	1,936
부채총계	5,042	5,412	5,608	5,460	5,499
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	1,205	1,209	1,209	1,209	1,209
이익잉여금	2,853	2,809	2,773	2,764	2,895
자본조정	-94	-74	-29	-29	-29
자기주식	-98	-98	-68	-68	-68
자본총계	4,414	4,420	4,434	4,422	4,554

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	715	713	894	617	566
당기순이익	801	48	22	68	193
자산상각비	682	696	722	762	802
운전자본증감	-81	-139	-108	-233	-1
매출채권 감소(증가)	-20	-122	-8	2	-30
재고자산 감소(증가)	38	-34	-83	22	-11
매입채무 증가(감소)	-34	30	194	-119	39
투자현금흐름	-277	20	-357	-405	-444
유형자산처분(취득)	-347	-349	-384	-421	-360
무형자산 감소(증가)	-10	-5	-6	-13	-40
투자자산 감소(증가)	155	47	-14	3	0
재무현금흐름	-383	-433	-496	-445	-62
차입금의 증가(감소)	-426	-327	-449	-391	0
자본의 증가(감소)	-69	-123	-19	-52	-62
배당금의 지급	-69	-123	-49	-52	-62
총현금흐름	930	971	1,133	988	567
(-)운전자본증가(감소)	-328	48	255	1,540	1
(-)설비투자	380	360	386	429	360
(+)자산매각	23	6	-4	-6	-40
Free Cash Flow	901	569	488	-987	166
(-)기타투자	485	-237	-194	-1,333	44
잉여현금	416	806	682	346	122
NOPLAT	195	252	223	102	257
(+) Dep	682	696	722	762	802
(-)운전자본투자	-328	48	255	1,540	1
(-)Capex	380	360	386	429	360
OpFCF	825	540	304	-1,105	697

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	7,785	386	169	613	1,870
BPS	38,857	38,667	38,755	38,668	39,923
DPS	1,200	430	500	600	750
CFPS	8,880	9,275	10,821	9,432	5,419
ROA(%)	9.8	0.4	0.2	0.6	1.9
ROE(%)	25.6	1.0	0.4	1.6	4.7
ROIC(%)	3.7	4.4	3.7	1.7	4.2
Multiples(x,%)					
PER	3.9	72.9	136.5	33.9	9.1
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
PCR	3.4	3.0	2.1	2.2	3.2
EV/EBITDA	6.5	5.5	4.7	4.7	3.6
배당수익률	3.9	1.5	2.2	2.9	4.4
안정성(%)					
부채비율	114.2	122.5	126.5	123.5	120.8
Net debt/Equity	59.6	65.1	64.9	61.3	58.2
Net debt/EBITDA	291.9	272.6	258.0	262.3	232.4
유동비율	57.6	62.8	69.7	117.7	119.4
이자보상배율(배)	3.6	4.6	4.0	2.5	3.2
자산구조(%)					
투하자본	49.3	49.8	52.0	57.1	57.0
현금+투자자산	50.7	50.2	48.0	42.9	43.0
자본구조(%)					
차입금	40.5	43.2	43.4	40.4	39.7
자기자본	59.5	56.8	56.6	59.6	60.3

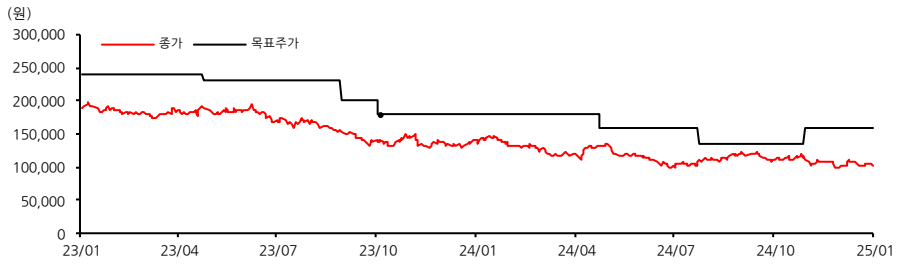
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 1 월 10 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[BGF리테일 주가와 목표주가 추이]



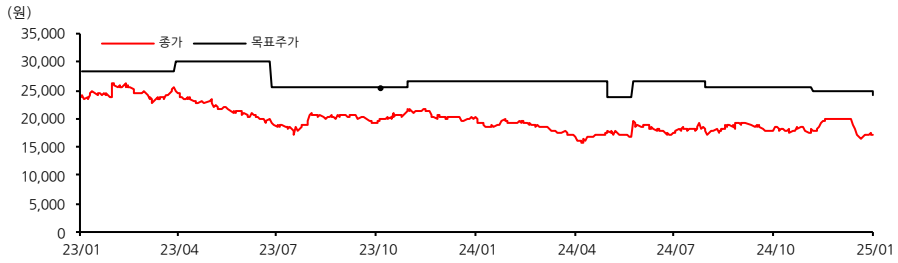
[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.02.10	2023.03.29	2023.05.03	2023.05.23	2023.07.04	2023.08.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	230,000	230,000	230,000	230,000
일 시	2023.08.18	2023.09.07	2023.10.11	2023.11.01	2023.11.03	2024.01.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	230,000	200,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2024.02.01	2024.02.08	2024.04.09	2024.05.03	2024.07.02	2024.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	160,000	160,000	135,000
일 시	2024.10.11	2024.11.08	2024.11.15	2025.01.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	135,000	160,000	160,000	160,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.03	Buy	230,000	-24.25	-15.70
2023.09.07	Buy	200,000	-26.97	-23.20
2023.10.11	Buy	180,000	-26.15	-16.39
2024.05.03	Buy	160,000	-29.78	-14.88
2024.08.02	Buy	135,000	-15.08	-8.67
2024.11.08	Buy	160,000		

[GS리테일 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.02.08	2023.04.07	2023.05.10	2023.05.23	2023.07.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		28,225	29,935	29,935	29,935	25,659
일 시	2023.08.09	2023.08.18	2023.10.11	2023.11.01	2023.11.08	2024.01.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	25,659	25,659	25,659	25,659	26,514	26,514
일 시	2024.02.01	2024.02.06	2024.04.09	2024.05.10	2024.06.03	2024.07.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,514	26,514	26,514	23,948	26,514	26,514
일 시	2024.07.26	2024.08.08	2024.10.15	2024.11.15	2024.11.25	2025.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,514	25,659	25,659	24,803	24,803	24,000

*주: 인적분할 반영

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.07	Buy	29,935	-26.79	-17.00
2023.07.04	Buy	25,659	-22.72	-16.33
2023.11.08	Buy	26,514	-28.19	-18.07
2024.05.10	Buy	23,948	-27.95	-24.82
2024.06.03	Buy	26,514	-31.35	-26.61
2024.08.08	Buy	25,659	-28.85	-24.67
2024.11.15	Buy	24,803	-24.11	-20.17
2025.01.10	Buy	24,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2024 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%