



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr
RA 윤보미
02. 6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	150,000 원
현재주가 (6.9)	126,500 원
상승여력	18.6%
KOSPI	2,381.69pt
시가총액	62,678억원
발행주식수	4,955만주
유동주식비율	43.13%
외국인비중	32.86%
52주 최고/최저가	217,500원 / 79,500원
평균거래대금	155.0억원
주요주주(%)	
홍석조(외23인)	55.45%
FIDELITY MANAGEMENT	5.83%
안기성	0.03%
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	11.45 44.74 16.86
상대주가	11.41 23.14 2.39

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,334.3	183.6	151.7	3,072	48.9	14,565	27.9	5.9	12.6	22.8	109.6
2016	5,052.6	217.2	183.5	3,704	20.6	16,917	22.1	4.8	10.7	21.6	103.5
2017E	5,740.9	267.7	217.8	4,396	18.7	20,617	28.8	6.1	12.2	21.6	93.1
2018E	6,492.3	318.1	262.0	5,288	20.3	24,918	23.9	5.1	10.4	22.0	86.6
2019E	7,047.9	366.5	302.2	6,100	15.4	29,767	20.7	4.2	8.9	21.4	78.4

BGF리테일 027410

지주사 전환은 주주가치 향상에 긍정적

- ✓ 지주사 전환으로 보유 현금의 활용도 높아지면서 기업가치 극대화될 전망
- ✓ 지주회사를 통해 편의점의 수익가치를 훼손시키지 않으면서 사업 다각화 가능
- ✓ 사업회사는 편의점 사업에 집중하면서 배당성향 대폭 확대되어 기업가치 상승 예상
- ✓ 단기적인 편의점 기존점성장을 둔화에도 높은 영업이익 성장 전망
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 150,000원 유지

지주사 전환으로 보유 현금의 활용도 높아지면서 기업가치 극대화 전망

BGF리테일은 편의점에서의 우수한 현금 창출력과 우량한 재무구조 (2017년 순현금 7,567억원 예상)에도 불구하고 유통업종 내에서 상대적으로 신규 투자에 보수적 이었고 배당성향도 평균 수준에 머물렀다. 그러나 이번 지주사 전환을 통해 보유 현금의 활용도가 높아지면서 기업가치가 극대화될 전망이다.

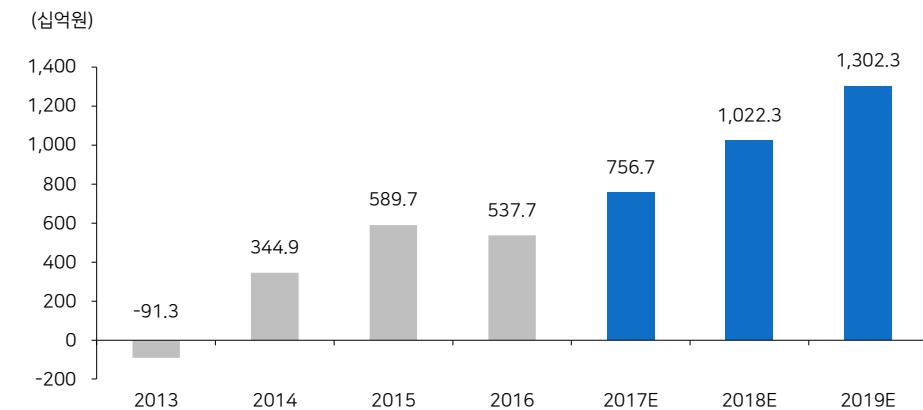
우선 투자부문을 담당하는 지주회사를 통해 사업부문인 편의점의 수익가치를 훼손시키지 않으면서 사업 다각화를 추진할 가능성이 높다. 이번 분할은 순자산 장부가액을 기준으로 존속회사인 지주회사가 0.65, 신설회사인 사업회사는 0.35의 비율로 나누어지게 되며 보유 현금 또한 동일한 비율로 분리될 전망이다. 결론적으로 지주회사가 보유 현금을 좀 더 가져가면서 이를 통해 과거보다 적극적으로 신규 사업을 추진하여 기업 가치를 향상시킬 수 있겠다.

한편 사업회사는 편의점 사업에 집중하면서 배당성향이 대폭 확대될 전망이다. 유통업종 평균을 상회하는 편의점 사업의 안정적인 성장과 함께 배당성향 확대는 사업회사의 기업가치 확장으로 이어질 수 있겠다. 일례로 홈쇼핑 4사 중 배당성향이 독보적인 GS홈쇼핑이 가장 높은 PER 프리미엄을 적용받고 있다.

투자의견 Buy, 적정주가 150,000 원 유지

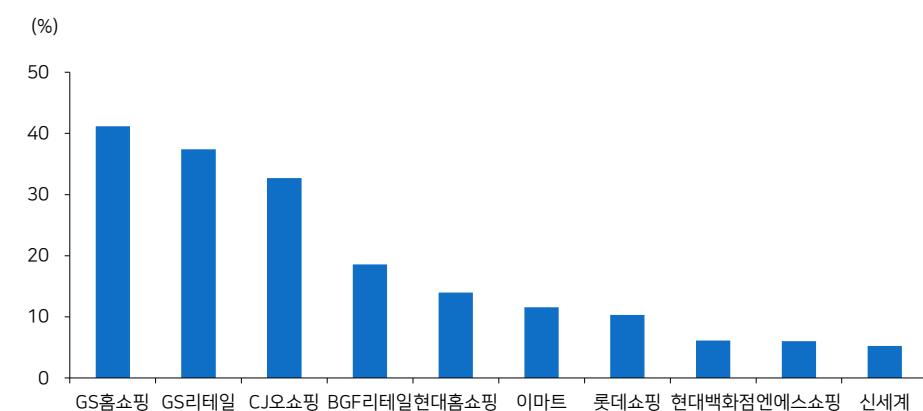
지난주 금요일 주가 급락 (-8.3%)은 1분기 호실적과 iQOS 선판매 기대감으로 한 달간 주가가 급등 (+27%)함에 따른 차익실현으로 판단한다. 일각에서 편의점 기존점성장을 둔화에 대한 우려감이 제기되나 1분기 기존점성장을 0%에도 영업이익은 42.9% 증가하였으며 이는 1) 점포수 급증 (+16.3%)과 2) 수익성이 좋은 즉석식품 등 일반상품 (담배제외)의 기존점성장을 예전히 5%를 기록했기 때문이다. 중장기 점포 효율성에 대한 고민이 필요할 수 있겠지만 우려감은 과도하다고 판단한다.

그림1 BGF리테일 2013~2019E 순현금 추이



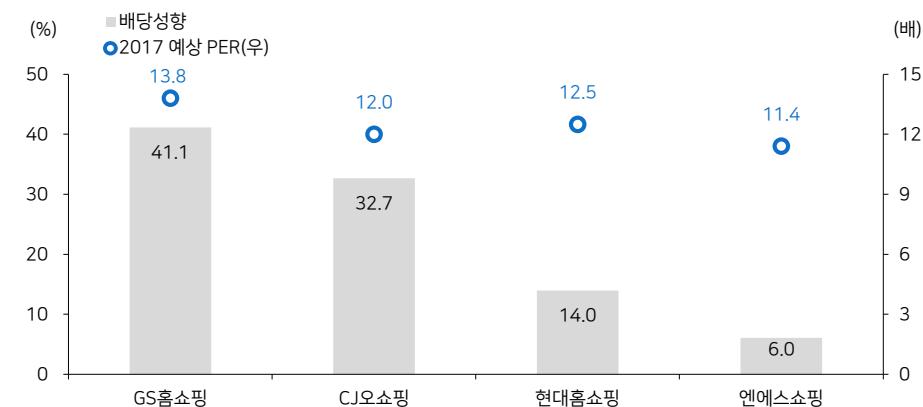
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 유통업체 배당성향 비교 (2014~2016년 평균)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 높은 배당성향은 주가 프리미엄의 근거: 홈쇼핑 4사 배당성향 vs. 2017년 예상 PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 BGF리테일 분할 전 기업가치 추정 (SOTP)

(십억원)	비고
연결 NOPLAT	228.5 12개월 Forward 예상
멀티플 (X)	28.4 글로벌 편의점 업종 평균 PER 대비 10% 할증
영업가치	6,489
연결순현금	890 12개월 Forward 예상
투자부동산 등	57 장부가
자산가치	946
기업가치	7,436
주식수	49,548
적정주가 (원)	150,070
메리츠종금증권 적정주가 (원)	150,000

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 BGF리테일 분할 후 기업가치 추정 (SOTP)

1. 분할 사업회사	
(십억원)	비고
연결 NOPLAT	228.5 12개월 Forward 예상
멀티플 (X)	28.4 글로벌 편의점 업종 평균 PER 대비 10% 할증
영업가치	6,489
순현금	310.3 12개월 Forward 예상, 분할비율 기준
(주)비지에프로지스	60.5 종속회사 장부가
(주)비지에프푸드	2.0 종속회사 장부가
(주)씨팩스로지스틱	0.3 종속회사 장부가
자산가치	373
기업가치	6,863

2. 분할 투자회사	
(십억원)	비고
순현금	579.2 12개월 Forward 예상, 분할비율 기준
투자부동산 등	56.7 장부가
현금성자산 및 부동산	635.9
(주)비지에프네트웍스	79.6 종속회사 장부가
(주)비지에프핀링크	44.8 종속회사 장부가
(주) 비지에프보험서비스	0.7 종속회사 장부가
(주)비지에프휴먼넷	5.7 종속회사 장부가
(주)비지에프포스트	6.6 종속회사 장부가 * 지분율 73.9%
(주)사우스스프링스	113.2 종속회사 장부가 * 지분율 94.8%
투자자산가치	251
기업가치	886

3. 분할 후 합산	
분할 후 시가총액 추정 (십억원)	
기준 적정가치 대비 증감률	4.2%
현재 시가총액 대비 증감률	22.2%

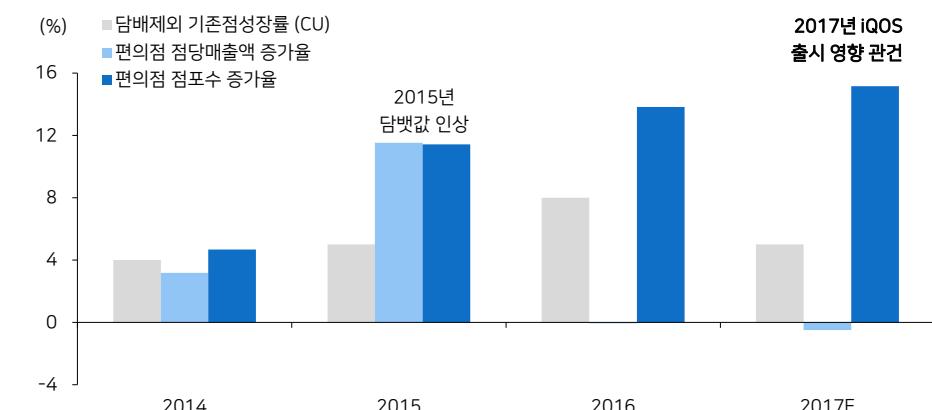
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 BGF리테일 지주사 전환 일정

구분	일자
분할계획서 작성일	2017.06.08
분할계획서 승인 주주총회 개최일	2017.09.28
구주권 제출기간	2017.09.29~2017.10.31
분할기일	2017.11.01
분할등기일	2017.11.02
신주교부예정일	2017.12.07
신주의 상장예정일	2017.12.08

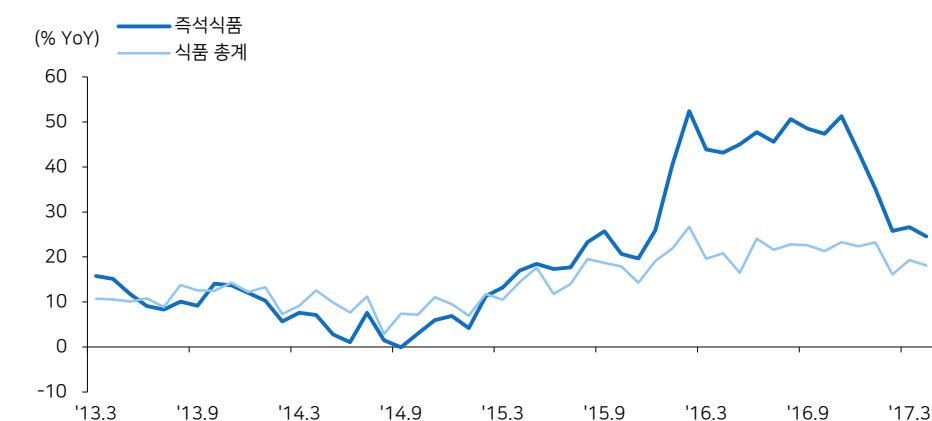
자료: BGF리테일, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 담배제외 기존점성장을 vs. 점당 매출액 증가율 vs. 점포수 증가율



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 편의점 즉석식품 및 식품 총계 월별 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 전자담배 (iQOS) 점유율 상승에 따른 BGF리테일의 매출액, 영업이익 추정

(십억원)	담배 시장 내 iQOS 점유율 가정									
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
가맹점 매출액 증감	164.1	328.2	492.3	656.4	820.4	984.5	1,148.6	1,312.7	1,476.8	1,640.9
CU 매출액 증감	152.3	304.5	456.8	609.1	761.4	913.6	1,065.9	1,218.2	1,370.5	1,522.7
매출총이익 증감	14.8	29.5	44.3	59.1	73.8	88.6	103.4	118.1	132.9	147.7
CU 영업이익 증감	3.0	5.9	8.9	11.8	14.8	17.7	20.7	23.6	26.6	29.5
기준 추정치 대비 매출액 증감률	2.7%	5.3%	8.0%	10.6%	13.3%	15.9%	18.6%	21.2%	23.9%	26.5%
기준 추정치 대비 영업이익 증감률	1.1%	2.2%	3.3%	4.4%	5.5%	6.6%	7.7%	8.8%	9.9%	11.0%

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

BGF 리테일(027410)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,334.3	5,052.6	5,740.9	6,492.3	7,047.9
매출액증가율 (%)	28.7	16.6	13.6	13.1	8.6
매출원가	3,434.2	4,048.5	4,590.1	5,187.4	5,617.2
매출총이익	900.1	1,004.1	1,150.9	1,305.0	1,430.7
판매비와관리비	716.5	786.9	883.2	986.8	1,064.2
영업이익	183.6	217.2	267.7	318.1	366.5
영업이익률 (%)	4.2	4.3	4.7	4.9	5.2
금융수익	9.6	6.3	8.3	13.3	18.9
증속/관계기업관련손익	1.1	3.5	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	2.2	13.4	10.0	10.0	10.0
세전계속사업이익	196.5	240.4	287.0	342.4	396.4
법인세비용	43.6	55.8	67.9	78.8	92.3
당기순이익	152.8	184.6	219.1	263.6	304.1
지배주주지분 순이익	151.7	183.5	217.8	262.0	302.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	359.3	331.4	397.6	456.8	472.8
당기순이익(손실)	152.8	184.6	219.1	263.6	304.1
유형자산감가상각비	93.0	98.2	117.9	116.0	114.6
무형자산상각비	14.8	15.4	15.1	10.6	7.4
운전자본의 증감	76.7	50.4	45.5	66.7	46.7
투자활동 현금흐름	-444.6	-157.4	-234.5	-246.0	-210.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-93.3	-118.1	-110.0	-110.0	-110.0
투자자산의 감소(증가)	-45.9	-13.8	-29.0	-31.7	-23.4
재무활동 현금흐름	26.7	-224.8	-39.9	-46.5	-57.9
차입금증감	-17.2	20.2	-0.3	3.1	1.5
자본의증가	86.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-58.6	-50.8	123.1	164.4	204.3
기초현금	210.8	152.2	101.4	224.5	389.0
기말현금	152.2	101.4	224.5	389.0	593.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	947.6	983.4	1,206.7	1,499.7	1,799.1
현금및현금성자산	152.2	101.4	224.5	389.0	593.3
매출채권	10.8	17.9	16.3	18.4	20.0
재고자산	52.6	80.8	75.8	85.7	93.0
비유동자산	674.1	934.2	940.2	955.3	966.7
유형자산	374.3	577.4	569.5	563.5	558.9
무형자산	51.5	85.8	70.7	60.2	52.8
투자자산	195.5	212.8	241.8	273.5	296.9
자산총계	1,621.6	1,917.6	2,146.9	2,455.0	2,765.8
유동부채	690.2	739.1	791.0	886.5	956.2
매입채무	382.3	446.9	471.1	532.7	578.3
단기차입금	63.1	39.0	39.0	36.0	33.0
유동성장기부채	3.3	5.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	157.7	236.4	244.1	252.6	258.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	10.5	10.5	10.5	10.5
부채총계	847.9	975.4	1,035.2	1,139.1	1,215.2
자본금	24.8	49.5	49.5	49.5	49.5
자본잉여금	104.1	79.1	79.1	79.1	79.1
기타포괄이익누계액	0.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
이익잉여금	649.4	802.6	970.9	1,173.4	1,406.3
비지배주주지분	0.5	18.2	19.5	21.1	22.9
자본총계	773.7	942.2	1,111.7	1,315.9	1,550.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	87,780	101,975	115,867	131,032	142,245
EPS(지배주주)	3,072	3,704	4,396	5,288	6,100
CFPS	12,659	7,005	8,308	9,197	10,081
EBITDAPS	5,902	6,675	8,086	8,975	9,859
BPS	14,565	16,917	20,617	24,918	29,767
DPS	1,200	800	1,000	1,200	1,400
배당수익률(%)	1.4	1.0	0.9	1.1	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	27.9	22.1	28.8	23.9	20.7
PCR	13.6	11.7	15.2	13.8	12.5
PSR	1.0	0.8	1.1	1.0	0.9
PBR	5.9	4.8	6.1	5.1	4.2
EBITDA	291.4	330.7	400.7	444.7	488.5
EV/EBITDA	12.6	10.7	12.2	10.4	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.8	21.6	21.6	22.0	21.4
EBITDA 이익률	6.7	6.5	7.0	6.8	6.9
부채비율	109.6	103.5	93.1	86.6	78.4
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(X)	19.5	21.3	25.3	29.9	34.2
매출채권회전율(X)	478.9	352.6	336.2	374.3	367.1
재고자산회전율(X)	75.0	75.8	73.3	80.4	78.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지해)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

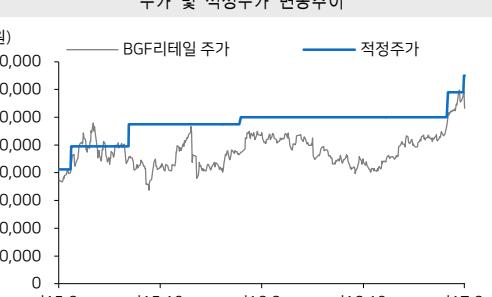
기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

BGF 리테일(027410) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.06.30	산업브리프	Buy	165,000	유주연	
2015.07.01	기업브리프	Buy	198,000	유주연	
2015.07.09	산업분석	Buy	198,000	유주연	
2015.08.27	산업브리프	Buy	198,000	유주연	
2015.10.01	산업브리프	Buy	198,000	유주연	
2015.10.13	산업분석	Buy	230,000	유주연	
2015.10.29	산업브리프	Buy	230,000	유주연	
				담당자 변경	
2016.05.02	산업분석	Buy	240,000	양지혜	
2016.05.09	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.07.12	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.08.05	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.11.08	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.11.30	산업분석	Buy	120,000	양지혜	
2017.02.10	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	
2017.05.10	산업브리프	Buy	138,000	양지혜	
2017.06.08	산업분석	Buy	150,000	양지혜	
2017.06.12	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	