



▲ 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)	120,000 원
현재주가 (8.7)	89,100 원
상승여력	34.7%
KOSPI	2,398.75pt
시가총액	44,147억원
발행주식수	4,955만주
유동주식비율	48.38%
외국인비중	34.85%
52주 최고/최저가	215,000원 / 79,500원
평균거래대금	339.5억원
주요주주(%)	
홍석조(외24인)	50.37%
FIDELITY MANAGEMENT (외20인)	5.48%
안기성	0.03%
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-10.45 -2.62 -11.12
상대주가	-10.82 -19.03 -19.63

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	5,578.8	259.7	217.7	4,394	18.6	20,615	20.3	4.3	10.4	21.6	91.1
2018E	6,149.7	295.2	249.1	5,028	14.4	24,656	17.7	3.6	9.1	21.0	83.8
2019E	6,836.2	348.6	293.6	5,926	17.8	29,331	15.0	3.0	7.6	21.1	77.6

BGF리테일 027410

바람이 잠잠해질 때를 기다린다

- ✓ 2Q 매출액 1.41조원 (+12.1% YoY), 영업이익 741억원 (+22.5% YoY) 달성
- ✓ 점포수 증가율 +16.8%, 기존점성장을 +0%, (담배제외 일반상품 기준 +3.4%) 기록
- ✓ 순수가맹 중심의 효율적 수익모델 강점으로 시장 기대치 충족
- ✓ 하반기 기존점성장을 회복 및 점주와의 상생방안 구체화 이후 주가 반등 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 120,000원 제시

2Q 영업이익 22.5% YoY 증가, 효율적 수익모델 강점으로 예상치 충족

BGF리테일의 2분기 실적은 매출액 1.41조원 (+12.1% YoY), 영업이익 741억원 (+22.5% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1.44조원, 영업이익 761억원)를 대체로 충족했다. 점포수 증가율 +16.8%, 기존점성장을 +0%, (담배제외 일반상품 기준 +3.4%), 즉석식품은 +13% 성장하였다. 순수가맹 점포 비중 확대와 효율성이 향상되면서 판관비율이 0.4%pt 감소하여 영업이익이 예상치에 부합했다. BGF리테일은 순수가맹 중심으로 점포 수를 확장하고 있어 상대적으로 고정비성 비용 부담이 적다. 담배경고그림 영향으로 기존점에서의 담배 매출 감소 (-5%)와 신규 점포 증 등으로 기존점성장률이 일시적으로 둔화되었지만 중장기적인 관점에서 편의점 채널의 구조적 성장세는 지속되고 있다고 판단한다.

기존점성장을 회복 및 점주와의 상생방안 구체화 이후 주가 반등 전망

2017년 편의점 점포 수가 급증하면서 신규 점포들의 효율성이 정상적인 수준에 도달하기 전까지 점당 매출액 증가율이 둔화될 수 있겠다. 하반기에는 지난해 도시락 판매의 높은 기고 부담이 완화되면서 담배 제외한 일반상품의 기존점성장률이 점차 회복될 전망이다. 한편 BGF리테일은 최저임금 인상으로 인한 점주 부담을 완화해 줄 수 있는 상생방안을 제시할 것으로 예상한다. 직접적인 장려금 지급 보다는 실질적인 점포의 일평균 매출 증가와 수익성 중심의 점포 개발 등 보다 점주들에게 실효성을 줄 수 있는 방안으로 10~11월경 제시될 전망이다. 또한 중장기적인 관점에서 1~2인 가구 증가와 자체적인 상품력 강화에 따른 PB상품과 즉석식품 등의 높은 성장으로 수익성 개선 추세가 이어질 것으로 판단한다. 따라서 BGF리테일에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가 120,000원을 제시한다.

표1 2Q17 Earnings Review

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,413.0	1,260.5	12.1	1,204.9	17.3	1,412.6	0.0	1,445.3	-2.2
영업이익	74.1	60.5	22.5	38.6	91.8	74.9	-1.0	76.1	-2.6
지배주주순이익	61.0	52.3	16.7	32.1	89.8	63.3	-3.6	62.1	-1.8

자료: BGF리테일, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,615.2	6,335.2	5,578.8	6,149.7	-0.6	-2.9
영업이익	262.8	310.4	259.7	295.2	-1.2	-4.9
지배주주순이익	217.8	259.8	217.7	249.1	-0.0	-4.1

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 BGF리테일 SOTP Valuation

(십억원)	비고
연결 NOPLAT	216.4 12개월 Forward 예상
멀티플 (X)	24 글로벌 편의점 업종 평균 PER
영업가치	5,193
연결순현금	745 2017년 예상
투자부동산 등	57 장부가
자산가치	801
기업가치	5,994
주식수	49,548
적정주가 (원)	120,978
메리츠종금증권 적정주가 (원)	120,000

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 BGF리테일 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E
매출액 (연결기준)	5,007.0	5,578.8	6,149.7	1,081.3	1,260.5	1,360.3	1,304.9	1,204.9	1,413.0	1,516.5	1,444.4
증가율 (% YoY)	15.5	11.4	10.2	22.3	13.6	12.8	15.1	11.4	12.1	11.5	10.7
기타자회사 매출액	65.8	82.5	90.8	14.1	18.3	16.8	16.5	20.3	23.9	19.4	19.0
증가율 (% YoY)	-14.2	25.5	10.0	-6.1	12.9	-7.3	-39.4	43.6	30.6	15.0	15.0
매출액 (별도기준)	4,941.3	5,496.2	6,058.9	1,067.2	1,242.2	1,343.5	1,288.4	1,184.6	1,389.1	1,497.1	1,425.5
증가율 (% YoY)	16.1	11.2	10.2	22.8	13.6	13.1	16.4	11.0	11.8	11.4	10.6
매장수 (개)	10,857	12,257	12,992	9,692	10,106	10,509	10,857	11,273	11,799	12,073	12,257
증가율 (% YoY)	15.4	12.9	6.0	13.2	14.7	15.0	15.4	16.3	16.8	14.9	12.9
점당매출액(백만원)	479.5	463.1	466.4	110.1	122.9	127.8	118.7	105.1	117.7	124.0	116.3
증가율 (% YoY)	1.3	-3.4	0.7	8.4	-0.9	-1.6	0.9	-4.6	-4.2	-3.0	-2.0
담배제외 기준점성장률	8.0	4.5	5.0	9.3	7.0	8.0	9.0	5.0	3.4	4.5	5.0
매출원가	4,017.0	4,465.1	4,913.6	872.1	1,007.2	1,087.8	1,049.9	967.7	1,128.9	1,208.6	1,159.9
증가율 (% YoY)	17.0	11.2	10.0	30.0	14.4	12.3	14.8	11.0	12.1	11.1	10.5
매출원가율 (%)	80.2	80.0	79.9	80.7	79.9	80.0	80.5	80.3	79.9	79.7	80.3
매출총이익	990.0	1,113.7	1,236.1	209.2	253.3	272.5	255.0	237.2	284.1	307.8	284.6
증가율 (% YoY)	10.0	12.5	11.0	-2.0	10.3	14.6	16.3	13.4	12.2	13.0	11.6
매출총이익률 (%)	19.8	20.0	20.1	19.3	20.1	20.0	19.5	19.7	20.1	20.3	19.7
판관비	780.5	854.0	940.9	182.9	192.8	203.3	201.5	198.6	210.0	224.4	221.0
증가율 (% YoY)	8.9	9.4	10.2	6.9	8.2	10.8	9.6	8.6	8.9	10.4	9.7
판관비율 (%)	15.6	15.3	15.3	16.9	15.3	14.9	15.4	16.5	14.9	14.8	15.3
영업이익	209.5	259.7	295.2	26.3	60.5	69.2	53.5	38.6	74.1	83.4	63.6
증가율 (% YoY)	14.1	23.9	13.7	-37.8	17.7	27.2	50.7	46.8	22.5	20.5	18.8
영업이익률 (%)	4.2	4.7	4.8	2.4	4.8	5.1	4.1	3.2	5.2	5.5	4.4

주: 2016년은 BGF핀링크 지분 50%매각 및 잔여지분 풋옵션 계약체결 반영

자료: BGF리테일, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 편의점 Global Peers Comparison

	SEVEN & I HOLDINGS	FAMILYMART	LAWSON	MINISTOP	PRESIDENT	CASEY'S	Average
Ticker	43,100	8028 JP	2651 JP	9946 JP	2912 TT	CASY US	
국가	일본	일본	일본	일본	대만	미국	
현재주가 (8/7) (달러)	40	55	69	22	8	109	
시가총액 (백만달러)	35,899	6,998	6,915	654	8,633	4,186	
절대수익률 (%)							
1M	(2.6)	(5.3)	(1.4)	5.2	(3.6)	2.6	(0.8)
3M	(5.1)	(3.3)	2.3	13.7	(0.6)	(2.2)	0.8
6M	2.2	(12.8)	(4.6)	20.2	12.2	(5.2)	2.0
1Y	8.6	(11.2)	2.6	49.8	4.8	(16.0)	6.4
YTD	2.2	(19.7)	(5.3)	22.1	12.5	(7.3)	0.7
초과수익률 (%p)							
1M	(4.7)	(7.5)	(3.5)	3.1	(5.7)	0.5	(3.0)
3M	(9.3)	(7.5)	(1.9)	9.5	(4.8)	(6.4)	(3.4)
6M	(6.7)	(21.7)	(13.5)	11.3	3.3	(14.1)	(6.9)
1Y	(8.3)	(28.0)	(14.2)	33.0	(12.0)	(32.8)	(10.4)
YTD	(9.8)	(31.6)	(17.3)	10.2	0.6	(19.2)	(11.2)
PER (X)							
2016	40.2	41.4	21.3	295.3	24.4	24.8	74.6
2017E	20.9	31.7	22.3	476.6	16.3	24.1	98.7
2018E	18.1	24.6	21.3	238.6	21.8	21.7	57.7
PBR (X)							
2016	1.7	1.7	2.8	1.1	8.4	3.6	3.2
2017E	1.6	1.5	2.7	n/a	6.5	3.3	3.1
2018E	1.5	1.4	2.6	n/a	6.8	3.1	3.1
ROE (%)							
2016	4.1	4.7	13.5	0.4	35.3	15.6	12.3
2017E	3.6	5.8	13.0	n/a	33.4	15.2	14.2
2018E	8.0	4.7	12.2	n/a	38.3	14.6	15.6
매출액성장률 (%)							
2016	(2.1)	301.7	30.8	31.7	4.8	(8.3)	59.8
2017E	24.5	197.2	192.8	(1.2)	3.6	18.8	72.6
2018E	5.3	(1.0)	6.0	5.5	6.0	11.8	5.6
영업이익성장률 (%)							
2016	3.5	(11.5)	1.7	(52.2)	9.0	(20.0)	(11.6)
2017E	7.1	50.8	(7.4)	8.8	6.4	0.6	11.0
2018E	7.7	18.7	3.2	18.5	12.7	9.2	11.7
순이익성장률 (%)							
2016	(39.9)	3.3	16.0	(77.8)	19.4	(21.5)	(16.7)
2017E	96.0	33.6	(5.8)	(30.2)	65.0	(3.4)	25.9
2018E	15.3	30.1	4.9	100.0	(26.3)	8.9	22.2
영업이익률 (%)							
2016	7.5	7.5	32.4	0.6	4.9	4.4	9.5
2017E	6.4	3.8	10.2	0.6	5.0	3.7	5.0
2018E	6.6	4.6	10.0	0.7	5.3	3.6	5.1
순이익률 (%)							
2016	2.0	4.3	16.0	0.1	4.6	2.5	4.9
2017E	3.1	1.9	5.1	0.1	7.3	2.0	3.3
2018E	3.4	2.6	5.1	0.1	5.1	2.0	3.0

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

BGF 리테일(027410)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,334.3	5,052.6	5,578.8	6,149.7	6,836.2
매출액증가율 (%)	28.7	16.6	10.4	10.2	11.2
매출원가	3,434.2	4,048.5	4,465.1	4,913.6	5,448.5
매출총이익	900.1	1,004.1	1,113.7	1,236.1	1,387.8
판매비와관리비	716.5	786.9	854.0	940.9	1,039.1
영업이익	183.6	217.2	259.7	295.2	348.6
영업이익률 (%)	4.2	4.3	4.7	4.8	5.1
금융수익	9.6	6.3	8.2	12.9	18.2
종속/관계기업관련손익	1.1	3.5	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	2.2	13.4	13.0	13.0	13.0
세전계속사업이익	196.5	240.4	283.9	324.0	382.8
법인세비용	43.6	55.8	65.3	73.9	88.1
당기순이익	152.8	184.6	218.6	250.1	294.8
지배주주지분 순이익	151.7	183.5	217.7	249.1	293.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	359.3	331.4	380.5	425.0	476.8
당기순이익(손실)	152.8	184.6	218.6	250.1	294.8
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	29.0	48.3	60.1
투자활동 현금흐름	-444.6	-157.4	-205.2	-213.3	-234.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-93.3	-118.1	-110.0	-110.0	-110.0
투자자산의 감소(증가)	-45.9	-13.8	-22.2	-24.0	-28.9
재무활동 현금흐름	26.7	-224.8	-41.3	-47.9	-56.9
차입금증감	-17.2	20.2	-1.6	1.6	2.6
자본의증가	86.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-58.6	-50.8	134.1	163.8	185.7
기초현금	210.8	152.2	101.4	235.5	399.3
기말현금	152.2	101.4	235.5	399.3	585.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	947.6	983.4	1,189.9	1,451.4	1,754.6
현금및현금성자산	152.2	101.4	235.5	399.3	585.0
매출채권	10.8	17.9	15.8	17.4	19.4
재고자산	52.6	80.8	73.6	81.2	90.2
비유동자산	674.1	934.2	933.4	940.8	957.8
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	235.0	259.0	287.9
자산총계	1,621.6	1,917.6	2,123.3	2,392.2	2,712.3
유동부채	690.2	739.1	769.8	841.6	928.5
매입채무	382.3	446.9	457.8	504.6	560.9
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	242.3	248.8	256.5
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	1,012.1	1,090.4	1,185.1
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	970.8	1,160.5	1,384.7
비지배주주지분	0.5	18.2	19.0	20.0	21.2
자본총계	773.7	942.2	1,111.2	1,301.9	1,527.3

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	87,780	101,975	112,594	124,116	137,973
EPS(지배주주)	3,072	3,704	4,394	5,028	5,926
CFPS	12,659	7,005	8,247	8,835	9,822
EBITDAPS	5,902	6,675	7,924	8,512	9,499
BPS	14,565	16,917	20,615	24,656	29,331
DPS	1,200	800	1,000	1,200	1,400
배당수익률(%)	1.4	1.0	1.0	1.2	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	27.9	22.1	20.3	17.7	15.0
PCR	13.6	11.7	10.8	10.1	9.1
PSR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR	5.9	4.8	4.3	3.6	3.0
EBITDA	291.4	330.7	392.6	421.8	470.6
EV/EBITDA	12.6	10.7	10.4	9.1	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.8	21.6	21.6	21.0	21.1
EBITDA 이익률	6.7	6.5	7.0	6.9	6.9
부채비율	109.6	103.5	91.1	83.8	77.6
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(X)	19.5	21.3	24.6	28.0	32.8
매출채권회전율(X)	478.9	352.6	331.1	369.8	371.3
재고자산회전율(X)	75.0	75.8	72.3	79.4	79.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 8일 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 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

BGF 리테일(027410) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.08.27	산업브리프	Buy	198,000	유주연	(원)
2015.10.01	산업브리프	Buy	198,000	유주연	160,000
2015.10.13	산업분석	Buy	230,000	유주연	140,000
2015.10.29	산업브리프	Buy	230,000	유주연	120,000
				담당자 변경	100,000
2016.05.02	산업분석	Buy	240,000	양지혜	80,000
2016.05.09	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	60,000
2016.07.12	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	40,000
2016.08.05	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	20,000
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	
2017.07.17	산업브리프	Buy	130,000	양지혜	
2017.08.08	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	