

2017. 10. 16



▲ 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) 105,000 원

현재주가 (10.13) 86,000 원

상승여력 22.1%

KOSPI 2,473.62pt

시가총액 42,611억원

발행주식수 4,955만주

유동주식비율 48.68%

외국인비중 36.13%

52주 최고/최저가 139,500원/76,400원

평균거래대금 163.3억원

주요주주(%)

홍석조 외 24 인 50.37

FIDELITY MANAGEMENT & 5.48

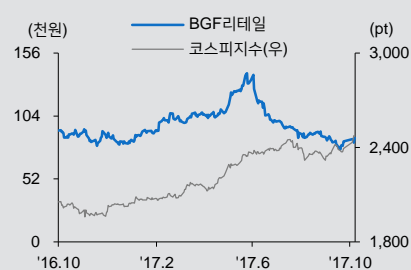
GIC Private Limited 5.05

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.0 -18.1 -4.5

상대주가 -2.7 -28.9 -22.2

주가그래프



BGF리테일 027410

분할 전후 주요 이슈 점검

- ✓ 편의점 경쟁 심화에도 효율적인 수익모델 강점으로 3Q 실적 선방 예상
- ✓ 10월 30일부터 12월 7일까지 매매거래 정지, 12월 8일 신주 상장 예정
- ✓ 단기적으로는 최저임금 인상과 편의점 경쟁 심화에 따른 수익성 둔화될 전망
- ✓ 중장기 상품력 강화와 비즈니스 모델 혁신으로 성장할 여지는 충분히 남아있음
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 105,000 원으로 하향

경쟁 심화에도 효율적 수익모델 강점으로 실적 선방 예상

BGF 리테일의 3분기 실적은 매출액 1,51조원 (+10.7% YoY), 영업이익 783억원 (+13.1% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1,53조원, 영업이익 831억원)를 소폭 하회할 전망이다. 점포수 증가율 +16.5%, 기존점성장률 +0%, (담배제외 일반상품 기준 +4%), 즉석식품은 +12% 성장이 예상된다. BGF 리테일은 순수가맹 중심으로 점포 수를 확장하고 있어 고정비성 비용 부담이 적기 때문에 2017년 점포 수 급증에 따른 편의점 시장의 경쟁 심화에도 상대적으로 선방할 전망이다.

기업 분할로 12월 8일 재상장, 이후 지분스왑을 통한 지주사 전환 예상

BGF 리테일은 11월 1일을 기점으로 투자부문과 사업부문으로 분할되며 10월 30일부터 12월 7일까지 매매거래 정지 기간을 거쳐 12월 8일 신주가 상장될 예정이다. 이후 사업회사의 지분 스왑을 통해 지주사 체제로 전환될 전망이다. 지주사 전환으로 추가적인 가치 확장 여지는 6.4%로 미미하지만 분할비율에 대한 우려 요인이 해소되면서 사업회사의 기업가치가 정상화될 가능성이 높다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 105,000 원으로 하향

여전히 국내 편의점 시장 성장률이 10% 이상 지속되면서 소매유통 내 편의점 비중이 확대되고 있기 때문에 BGF 리테일에 대해 투자 의견 Buy를 유지한다. 다만 2018년 편의점 경쟁 심화에 따른 비용 증가 가능성을 보수적으로 감안하여 적정주가를 120,000원에서 105,000원으로 하향한다. 단기적으로 최저임금 인상과 경쟁 심화에 따른 수익성 둔화 가능성이 높지만 중장기적으로는 즉석식품의 상품력 강화와 무인 편의점과 같은 비즈니스 모델 혁신으로 성장할 수 있는 여지는 충분히 남아있다고 판단한다.

(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	3,095	50.3	14,565	27.9	5.9	12.6	22.8	109.6
2016	5,052.6	217.2	183.5	3,726	20.4	16,917	22.1	4.8	10.7	21.6	103.5
2017E	5,550.0	252.3	209.8	4,260	14.3	20,455	20.3	4.2	9.2	20.9	91.3
2018E	6,075.7	255.2	217.0	4,406	3.4	24,048	19.6	3.6	8.7	18.6	84.9
2019E	6,637.7	298.7	253.0	5,138	16.6	28,104	16.8	3.1	7.3	18.8	78.8

표1 3Q17 Earnings Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,505.6	1,360.3	10.7	1,413.0	6.6	1,525.9	-1.3
영업이익	78.3	69.2	13.1	74.1	5.6	83.1	-5.8
지배주주순이익	70.7	57.0	24.2	61.0	15.9	67.1	5.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	5,578.8	6,149.7	5,550.0	6,075.7	-0.5	-1.2
영업이익	259.7	295.2	252.3	255.2	-2.8	-13.6
지배주주순이익	217.7	249.1	209.8	217.0	-3.6	-12.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 BGF리테일 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액 (연결기준)	5,007.0	5,550.0	6,075.7	1,081.3	1,260.5	1,360.3	1,304.9	1,204.9	1,413.0	1,505.6	1,426.5
증가율 (% YoY)	15.5	10.8	9.5	22.3	13.6	12.8	15.1	11.4	12.1	10.7	9.3
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	5,467.4	5,984.9	1,067.2	1,242.2	1,343.5	1,288.4	1,184.6	1,389.1	1,486.3	1,407.5
증가율 (% YoY)	16.1	10.6	9.5	22.8	13.6	13.1	16.4	11.0	11.8	10.6	9.2
매장수 (개)	10,857	12,511	13,012	9,692	10,106	10,509	10,857	11,273	11,799	12,238	12,511
증가율 (% YoY)	15.4	15.2	4.0	13.2	14.7	15.0	15.4	16.3	16.8	16.5	15.2
점당매출액(백만원)	479.5	456.8	460.0	110.1	122.9	127.8	118.7	105.1	117.7	121.4	112.5
증가율 (% YoY)	1.3	-4.8	0.7	8.4	-0.9	-1.6	0.9	-4.6	-4.2	-5.0	-5.2
담배제외 기존점성장률	8.0	4.1	4.5	9.3	7.0	8.0	9.0	5.0	3.4	4.0	4.0
매출원가	4,017.0	4,448.0	4,884.9	872.1	1,007.2	1,087.8	1,049.9	967.7	1,128.9	1,204.5	1,146.9
증가율 (% YoY)	17.0	10.7	9.8	30.0	14.4	12.3	14.8	11.0	12.1	10.7	9.2
매출원가율 (%)	80.2	80.1	80.4	80.7	79.9	80.0	80.5	80.3	79.9	80.0	80.4
매출총이익	990.0	1,102.0	1,190.8	209.2	253.3	272.5	255.0	237.2	284.1	301.1	279.6
증가율 (% YoY)	10.0	11.3	8.1	-2.0	10.3	14.6	16.3	13.4	12.2	10.5	9.6
매출총이익률 (%)	19.8	19.9	19.6	19.3	20.1	20.0	19.5	19.7	20.1	20.0	19.6
판관비	780.5	849.7	935.7	182.9	192.8	203.3	201.5	198.6	210.0	222.8	218.2
증가율 (% YoY)	8.9	8.9	10.1	6.9	8.2	10.8	9.6	8.6	8.9	9.6	8.3
판관비율 (%)	15.6	15.3	15.4	16.9	15.3	14.9	15.4	16.5	14.9	14.8	15.3
영업이익	209.5	252.3	255.2	26.3	60.5	69.2	53.5	38.6	74.1	78.3	61.3
증가율 (% YoY)	14.1	20.4	1.1	-37.8	17.7	27.2	50.7	46.8	22.5	13.1	14.6
영업이익률 (%)	4.2	4.5	4.2	2.4	4.8	5.1	4.1	3.2	5.2	5.2	4.3

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

자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 BGF리테일 SOTP Valuation

(십억원)	비고
연결 NOPLAT	198.0 12개월 Forward 예상
멀티플 (X)	20 글로벌 편의점 업종 평균 PER 대비 20% 할인
영업가치	3,959
연결순현금	846 12개월 Forward 예상
투자부동산 등	57 장부가
자산가치	902
기업가치	4,862

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 BGF리테일 분할 후 기업가치 추정 (SOTP)

1. 분할 사업회사

(십억원)	비고
연결 NOPLAT	198.0 12개월 Forward 예상
멀티플 (X)	20 글로벌 편의점 업종 평균 PER 대비 20% 할인
영업가치	3,959
순현금	295.0 12개월 Forward 예상, 분할비용 기준
(주)비지예프로지스	60.5 종속회사 장부가
(주)비지예프푸드	2.0 종속회사 장부가
(주)씨팩스로지스틱	0.3 종속회사 장부가
자산가치	358
기업가치	4,317

2. 분할 투자회사

(십억원)	비고
순현금	550.6 12개월 Forward 예상, 분할비용 기준
투자부동산 등	56.7 장부가
현금성자산 및 부동산	607.3
(주)비지예프네트웍스	79.6 종속회사 장부가
(주)비지예프핀링크	44.8 종속회사 장부가
(주)비지예프보험서비스	0.7 종속회사 장부가
(주)비지예프휴먼넷	5.7 종속회사 장부가
(주)비지예프포스트	6.6 종속회사 장부가 * 지분율 73.9%
(주)사우스스프링스	113.2 종속회사 장부가 * 지분율 94.8%
투자자산가치	251
기업가치	858

3. 분할 후 합산

분할 후 시가총액 추정	5,175
기존 적정가치 대비 증감률	6.4%
현재 시가총액 대비 증감률	21.4%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 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, 메리츠증권리서치센터

BGF 리테일 (027410)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,334.3	5,052.6	5,550.0	6,075.7	6,637.7
매출액증가율 (%)	28.7	16.6	9.8	9.5	9.2
매출원가	3,434.2	4,048.5	4,448.0	4,884.9	5,316.8
매출총이익	900.1	1,004.1	1,102.0	1,190.8	1,320.9
판매관리비	716.5	786.9	849.7	935.7	1,022.2
영업이익	183.6	217.2	252.3	255.2	298.7
영업이익률	4.2	4.3	4.5	4.2	4.5
금융손익	9.6	6.3	8.1	12.4	17.1
종속/관계기업손익	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	276.4	283.6	331.8
법인세비용	43.6	55.8	65.4	65.3	77.3
당기순이익	152.8	184.6	211.1	218.3	254.6
지배주주지분 순이익	151.7	183.5	209.8	217.0	253.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	359.3	331.4	370.1	398.5	423.9
당기순이익(손실)	152.8	184.6	211.1	218.3	254.6
유형자산상각비	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	26.1	53.6	47.4
투자활동 현금흐름	-444.6	-157.4	-200.0	-205.1	-211.7
유형자산의증가(CAPEX)	-93.3	-118.1	-110.0	-110.0	-110.0
투자자산의감소(증가)	-45.9	-13.8	-21.0	-22.2	-23.7
재무활동 현금흐름	26.7	-224.8	-41.5	-48.3	-48.0
차입금의 증감	-172.2	202.4	-18.6	12.7	15.6
자본의 증가	86.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-58.6	-50.8	128.6	145.1	164.2
기초현금	210.8	152.2	101.4	230.0	375.1
기말현금	152.2	101.4	230.0	375.1	539.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	947.6	983.4	1,179.6	1,414.6	1,675.0
현금및현금성자산	152.2	101.4	230.0	375.1	539.3
매출채권	10.8	17.9	15.7	17.2	18.8
재고자산	52.6	80.8	73.3	80.2	87.6
비유동자산	674.1	934.2	932.2	937.7	949.4
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	233.8	255.9	279.6
자산총계	1,621.6	1,917.6	2,111.7	2,352.3	2,624.4
유동부채	690.2	739.1	766.0	831.9	902.5
매입채무	382.3	446.9	455.4	498.5	544.6
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	242.0	247.9	254.3
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	1,008.0	1,079.8	1,156.8
자본금	24.8	49.6	49.6	49.6	49.6
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	962.9	1,130.3	1,323.9
비지배주주지분	0.5	18.2	19.5	20.8	22.3
자본총계	773.7	942.2	1,103.7	1,272.5	1,467.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	87,780	101,975	112,013	122,624	133,966
EPS(지배주주)	3,095	3,726	4,260	4,406	5,138
CFPS	6,330	7,005	8,099	8,028	8,814
EBITDAPS	5,902	6,675	7,776	7,705	8,491
BPS	14,565	16,917	20,455	24,048	28,104
DPS	1,200	800	1,000	1,000	1,200
배당수익률(%)	1.4	1.0	1.2	1.2	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	27.9	22.1	20.3	19.6	16.8
PCR	13.6	11.7	10.6	10.7	9.8
PSR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR	5.9	4.8	4.2	3.6	3.1
EBITDA	291.4	330.7	385.3	381.8	420.7
EV/EBITDA	12.6	10.7	9.2	8.7	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.8	21.6	20.9	18.6	18.8
EBITDA 이익률	6.7	6.5	6.9	6.3	6.3
부채비율	109.6	103.5	91.3	84.9	78.8
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	19.5	21.3	23.9	24.2	28.2
매출채권회전율(x)	478.9	352.6	330.2	368.6	368.2
재고자산회전율(x)	75.0	75.8	72.1	79.2	79.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자유지해,윤보미)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

BGF 리테일 (027410) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.29	산업브리프	Buy	230,000	유주연	-23.5	-1.5	
				담당자 변경			
2016.05.02	산업분석	Buy	240,000	양지혜	-21.0	-20.8	
2016.05.09	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	-12.6	-8.5	
2016.07.12	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	-12.9	-8.5	
2016.08.05	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-16.3	-8.5	
2016.11.08	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-17.7	-8.5	
2016.11.30	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-27.5	-22.9	
2017.02.10	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-20.0	-5.4	
2017.05.10	산업분석	Buy	138,000	양지혜	-6.9	1.1	
2017.06.08	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-11.8	-8.0	
2017.06.12	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-28.1	-8.0	
2017.07.17	산업브리프	Buy	130,000	양지혜	-28.5	-26.6	
2017.08.08	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-28.7	-24.0	
2017.10.16	기업브리프	Buy	105,000	양지혜	-	-	