

2018. 2. 19



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미

02. 6098-6664

bomi.yun@meritz.co.kr

Trading Buy

220,000 원

현재주가 (2.14)

187,000 원

상승여력

17.6%

KOSPI 2,421.83pt

시가총액 32,321억원

발행주식수 1,728만주

유동주식비율 49.68%

외국인비중 37.45%

52주 최고/최저가 248,500원/187,000원

평균거래대금 124.6억원

주요주주(%)

홍석조 외 26 인 50.32

FID SERIES INTL GROWTH FUND 외 5.95

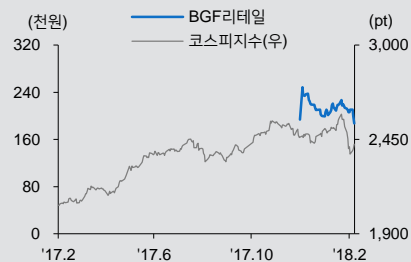
Matthews International Capital 5.69

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.2 0.0 0.0

상대주가 -4.3 0.0 0.0

주가그래프



BGF리테일 282330

전자담배 고성장으로 수익성 하락

- ✓ 4Q 매출액 1,45 조원 (+12.6% YoY), 영업이익 494 억원 (-2.9% YoY) 기록
- ✓ 점포 수 +15.2% YoY, 기존점성장률 +2% YoY (담배기준 6.3%, 일반상품 -1%) 증가
- ✓ 비수기 담배 확대에 따른 원가율 상승과 지주사 로열티 지급 등으로 이익률 하락
- ✓ 현 주가 2018 년 PER 16 배로 글로벌 편의점 평균 PER 24 배 대비 크게 낮은 수준
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 220,000 원으로 하향

4Q 영업이익 494 억원 (-2.9% YoY) 기록

BGF 리테일의 연결기준 4 분기 실적은 매출액 1,45 조원 (+12.6% YoY), 영업이익 494 억원 (-2.9% YoY)를 기록했다. 참고로 이번 실적은 자회사 BGF 핀링크가 제외된 기준으로 작성되었다. 편의점 점포수는 +15.2% YoY, 기존점성장률은 +2% (담배기준 6.3%, 일반상품 -1%)를 기록했다. 영업이익률이 하락한 이유는 1) 비수기 담배비중 확대 (+1.4% pt)에 따른 원가율 상승과 2) 지주사로의 로열티 및 임대료 지급 때문이다. BGF 로지스틱스의 일부 물류센터 매각차익이 80 억원 발생하여 세전이익은 전년동기대비 +9.3% YoY 증가하였다. 한편 2017 년 주당 배당금 1,000 원을 발표하였으며 2018 년부터 배당성향 30%로 확대할 것을 공시했다. 이를 기준으로 산출한 2018 년 주당 배당금은 3,500 원으로 추산되며 현 주가 기준 배당수익률은 1.9%가 예상된다.

투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 220,000 원으로 하향

BGF 리테일에 대해 투자 의견 Trading Buy 를 유지하고 적정주가를 220,000 원으로 하향한다. 적정주가는 편의점 영업가치와 순현금을 비롯한 자산가치의 합으로 산출하였으며 영업가치에서 목표 PER 은 18 배로 2018 년 최저임금 인상에 따른 비용 증가 가능성을 보수적으로 감안하여 글로벌 편의점 업종 평균 대비 25% 할인하여 적용했다. 당분간 편의점 비수기가 이어지는 가운데 최저임금 인상에 따른 점주 지원과 담배 비중 확대로 실적 모멘텀이 다소 약화될 전망이다. 수익성이 좋은 일반상품 기준 기존점성장률 회복 여부가 중요하다. 현 주가는 2018 년 기준 PER 16 배로 글로벌 편의점 평균 PER 24 배 대비 크게 낮은 수준이어서 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 판단한다.

표1 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017P	2018E	2017P	2018E
매출액	5,556.8	5,998.8	5,584.9	6,045.3	0.5	0.8
영업이익	249.2	252.9	239.5	248.6	-3.9	-1.7
당기순이익	199.4	203.6	198.5	200.4	-0.4	-1.6

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 BGF리테일 SOTP Valuation

(십억원)		비고
연결 NOPLAT	193.9	2018년 예상
멀티플 (X)	18	글로벌 편의점 업종 평균 PER 대비 25% 할인
영업가치	3,490	
순현금	295.0	2018년 예상
(주)비지에프로시스	60.5	종속회사 장부가
(주)비지에프푸드	2.0	종속회사 장부가
(주)씨펙스로지스틱	0.3	종속회사 장부가
자산가치	358	
기업가치	3,848	
주식수 (천주)	17,284	
적정주가	222,644	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 BGF리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액 (연결기준)	4,951.1	1,186.4	1,391.2	1,554.9	1,452.4	5,584.9	1,314.9	1,500.8	1,676.8	1,552.8	6,045.3
증가율 (% YoY)		10.9	11.8	15.5	12.6	12.8	10.8	7.9	7.8	6.9	8.2
매출액 (별도기준)	4,940.4	1,184.4	1,389.0	1,557.6	1,451.7	5,582.7	1,313.9	1,499.8	1,675.8	1,551.8	6,041.3
증가율 (% YoY)		11.0	11.8	16.0	12.7	13.0	10.9	8.0	7.6	6.9	8.2
매장수 (개)	10,291	11,273	11,799	12,238	12,503	11,953	12,800	13,000	13,300	13,500	13,150
증가율 (% YoY)		16.3	16.8	16.5	15.2	16.2	13.5	10.2	8.7	8.0	10.0
점당매출액 (백만원)	480.1	105.1	117.7	127.3	116.1	467.0	102.6	115.4	126.0	114.9	459.4
증가율 (% YoY)		-4.6	-4.2	-0.4	-2.1	-2.7	-2.3	-2.0	-1.0	-1.0	-1.6
담배제외 기존점성장률	8.3	5.0	3.4	-0.4	-1.0	1.8	-0.5	2.0	3.0	1.5	1.5
기존점성장률 (담배포함)	8.8	1.0	0.0	1.1	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
기타 자회사 (연결상계)	10.7	2.0	2.2	-2.7	0.7	2.2	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0
매출총이익	945.1	228.4	272.1	294.4	262.5	1,057.4	243.3	285.1	310.2	282.6	1,121.2
증가율 (% YoY)		14.1	13.2	12.8	7.8	11.9	6.5	4.8	5.4	7.7	6.0
매출총이익률 (%)	19.1	19.3	19.6	18.9	18.1	18.9	18.5	19.0	18.5	18.2	18.5
판매비	743.8	190.0	201.9	212.9	213.1	817.9	206.4	214.6	226.4	225.2	872.6
증가율 (% YoY)		9.7	10.1	9.5	10.6	10.0	8.7	6.3	6.3	5.7	6.7
판매비율 (%)	15.0	16.0	14.5	13.7	14.7	14.6	15.7	14.3	13.5	14.5	14.4
영업이익	201.3	38.4	70.2	81.5	49.4	239.5	36.8	70.5	83.8	57.5	248.6
증가율 (% YoY)		42.2	23.2	22.7	-2.9	19.0	-4.1	0.5	2.9	16.3	3.8
영업이익률 (%)	4.1	3.2	5.0	5.2	3.4	4.3	2.8	4.7	5.0	3.7	4.1
이자수익	12.0	2.9	2.6	3.8	3.7	13.0	3.7	3.7	3.8	3.8	15.0
증가율 (% YoY)		-9.4	-13.3	40.7	19.4	8.3	27.6	42.3	0.0	2.7	15.4
세전이익	213.3	41.3	72.8	85.3	59.0	258.4	40.5	74.2	87.6	61.3	263.6
증가율 (% YoY)		36.8	21.3	23.4	9.3	21.1	-1.9	2.0	2.7	3.8	2.0
순이익	162.7	31.5	55.6	65.0	46.4	198.5	30.8	56.4	66.6	46.6	200.4
증가율 (% YoY)		41.3	20.9	19.0	16.6	22.0	-2.2	1.5	2.5	0.3	0.9
순이익률 (%)	3.3	2.7	4.0	4.2	3.2	3.6	2.3	3.8	4.0	3.0	3.3
주식수 (천주)						17,284					17,284
EPS (원)						11,485					11,593
현 주가						187,000					187,000
PER						16.3					16.1

자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 편의점 Global Peers Comparison

		BGF리테일	GS리테일	SEVEN & I HOLDINGS	FAMILYMART	LAWSON	PRESIDENT	CASEY'S
Ticker		282330 KS	007070 KS	43,100	8028 JP	2651 JP	2912 TT	CASY US
국가		한국	한국	일본	일본	일본	대만	미국
현재주가 (2/14)	(달러)	187,000	36,100	42	72	68	9	117
시가총액	(백만달러)	3,232	2,780	36,975	9,080	6,866	9,778	4,385
절대수익률 (%)								
	1M	(7.2)	(10.4)	(3.4)	4.7	0.0	(3.9)	(4.9)
	3M	N/A	(1.6)	(3.0)	14.5	(1.6)	(2.3)	0.2
	6M	N/A	(12.3)	(0.0)	26.6	(3.7)	8.3	11.9
	1Y	N/A	(30.7)	2.2	7.8	(6.9)	24.0	0.7
	YTD	(11.0)	(10.4)	(5.5)	(3.8)	(3.1)	(3.7)	4.6
초과수익률 (%p)								
	1M	(4.2)	(7.4)	(2.0)	6.1	1.4	(2.5)	(3.5)
	3M	N/A	2.5	(9.1)	8.3	(7.8)	(8.5)	(6.0)
	6M	N/A	(16.0)	(11.8)	14.9	(15.5)	(3.4)	0.1
	1Y	N/A	(47.5)	(16.5)	(11.0)	(25.6)	5.2	(18.0)
	YTD	(9.1)	(8.6)	(8.0)	(6.3)	(5.5)	(6.2)	2.1
PER (X)								
	2016	N/A	13.4	40.2	41.4	21.3	24.4	24.8
	2017P/E	16.3	26.3	20.4	30.3	21.2	10.0	27.1
	2018E	16.1	19.1	17.9	29.6	20.6	25.5	22.9
PBR (X)								
	2016	N/A	1.8	1.7	1.7	2.8	8.4	3.6
	2017P/E	N/A	1.5	1.6	1.8	2.5	6.9	3.9
	2018E	N/A	1.3	1.5	1.8	2.5	7.4	3.5
ROE (%)								
	2016	N/A	14.5	4.1	4.7	13.5	35.3	15.6
	2017P/E	N/A	5.8	3.6	5.8	13.0	33.4	15.2
	2018E	N/A	6.9	8.1	5.7	12.0	67.9	13.7
매출액성장률 (%)								
	2016	N/A	18.0	(2.1)	301.7	30.8	3.2	(8.3)
	2017P/E	12.8	11.7	23.6	196.7	192.6	13.5	17.4
	2018E	8.2	5.0	6.3	(0.8)	5.4	7.4	12.8
영업이익성장률 (%)								
	2016	N/A	(3.4)	3.5	(11.5)	1.7	6.7	(20.0)
	2017P/E	19.0	(24.0)	7.4	10.6	(7.7)	17.7	(2.9)
	2018E	3.8	0.8	6.8	62.6	1.2	14.1	6.4
순이익성장률 (%)								
	2016	N/A	64.6	(39.9)	3.3	16.0	17.6	(21.5)
	2017P/E	22.0	(58.0)	95.3	67.3	(5.7)	214.5	(8.4)
	2018E	0.9	23.4	16.7	4.8	2.6	(59.8)	11.8
영업이익률 (%)								
	2016	4.1	2.9	7.5	7.5	32.4	4.8	4.4
	2017P/E	4.3	2.0	6.5	2.8	10.2	5.0	3.6
	2018E	4.1	1.9	6.5	4.6	9.8	5.3	3.4
순이익률 (%)								
	2016	3.3	3.7	2.0	4.3	16.0	4.6	2.5
	2017P/E	3.6	1.4	3.1	2.4	5.2	12.7	1.9
	2018E	3.3	1.6	3.4	2.6	5.0	4.7	1.9

주: 국내 기업은 추정치 및 원화기준(원, 십억원)

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜,윤보미)

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 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

BGF 리테일 (282330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-15.2	-9.2	<div> <div>(원)</div> <div> <div>300,000</div> <div>200,000</div> <div>100,000</div> <div>0</div> </div> <div> <div>16.2</div> <div>16.8</div> <div>17.2</div> <div>17.8</div> <div>18.1</div> </div> <div> <div>— BGF리테일</div> <div>— 적정주가</div> </div> </div>
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-	-	