

2018. 4. 13



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (4.12) 179,000 원

상승여력 22.9%

KOSPI 2,442.71pt

시가총액 30,938억원

발행주식수 1,728만주

유동주식비율 44.58%

외국인비중 33.44%

52주 최고/최저가 248,500원/152,500원

평균거래대금 75.5억원

## 주요주주(%)

비지엠펜 외 24 인 55.42

Matthews International Capital 5.69

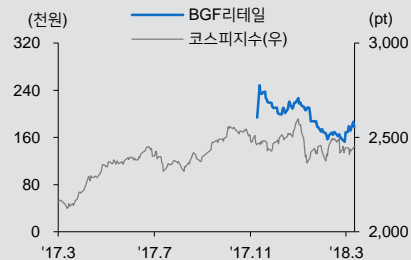
GIC Private Limited 5.56

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 6.9 - -

상대주가 8.7 - -

## 주가그래프



## BGF리테일 282330

## 최저임금 인상 지원 부담 극복 관건

- ✓ 1Q 매출액 1,31 조원 (+10.6% YoY), 영업이익 289 억원 (-28.1% YoY) 전망
- ✓ 점포 수 +13% YoY, 기존점성장률 +1.5% YoY (담배기준 2%, 일반상품 -0.5%) 예상
- ✓ 비수기 담배 확대에 따른 원가율 상승과 지주사 로열티 지급 등으로 이익률 하락
- ✓ 프랜차이즈 소비 양극화 긍정적이나 최저임금 인상 지원 부담 극복 관건
- ✓ 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 220,000 원 유지

## 1Q 시장 컨센서스 대비 크게 부진할 전망

BGF 리테일의 연결기준 1 분기 실적은 매출액 1,31 조원 (+10.6% YoY), 영업이익 289 억원 (-28.1% YoY)를 기록할 전망이다. 편의점 점포수는 +13.0% YoY, 232 개 QoQ 순증, 기존점성장률은 +1.5% (담배기준 2%, 일반상품 -0.5%)가 예상된다. 영업이익률이 -1%pt 크게 하락할 것으로 예상하는 이유는 1) 최저임금 상승에 따른 점주 지원을 위한 장려금 (100 억원 이상 추정)과 2) 비수기 담배비중 확대에 따른 원가율 상승, 3) 지주사로의 로열티 및 임대료 지급 때문이다. 2 분기 편의점 성수기에 진입하면서 고정비 성격의 장려금 부담은 상대적으로 완화될 전망이다.

## 프랜차이즈 소비 양극화 수혜 vs. 추가적인 최저임금 인상폭 관건

2018 년 프랜차이즈 시장은 최저임금의 가파른 상승과 높은 임차료 부담으로 구조조정이 예상되는 가운데 저가형 상품과 프리미엄으로 소비 양극화가 심화될 전망이다. 저가형 프랜차이즈에서는 규모의 효과로 갖춘 가격 경쟁력으로 편의점 확대가 지속될 것으로 판단한다. 2019 년 최저임금 인상폭이 8 월 확정될 것으로 예상되는 가운데 2018 년 대비 상승폭이 완화될 수 있을지 지켜볼 필요가 있겠다.

## 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 220,000 원 유지

BGF 리테일에 대해 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 220,000 원을 유지한다. 적정주가는 편의점 영업이익과 순현금을 비롯한 자산가치의 합으로 산출하였으며 영업이익에서 목표 PER 은 20 배로 2018 년 점주 지원 비용 확대 가능성을 보수적으로 감안하여 글로벌 프랜차이즈 업종 평균 대비 20% 할인하여 적용했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	938.7	26.5	28.0	9,688		22,486	21.7	9.3	77.3	7.2	228.7
2018E	6,038.8	220.2	174.2	10,079	4.0	29,365	18.5	6.4	8.9	38.9	186.8
2019E	6,335.4	244.0	196.7	11,382	12.9	37,247	16.4	5.0	8.0	34.2	153.1
2020E	6,588.8	260.4	211.2	12,221	7.4	45,768	15.3	4.1	7.3	29.4	128.6

주: 2017년 12월 BGF로부터 신규 사업회사로 분할

표1 1Q18 Earnings Preview

(십억원)	1Q18E	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,312.2	1,186.4	10.6	1,452.4	-9.7	1,327.7	-1.2
영업이익	28.9	38.4	-28.1	49.4	-41.5	35.5	-18.6
지배주주순이익	19.3	31.5	-38.7	46.4	-58.4	28.7	-32.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,045.3		6,038.8	6,335.4	-0.1	-
영업이익	248.6		220.2	244.0	-11.4	-
당기순이익	200.4		178.7	196.8	-13.1	-

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 BGF리테일 SOTP Valuation

(십억원)		비고
연결 NOPLAT	171.8	2018년 예상
멀티플 (X)	20	글로벌 프랜차이즈 업종 평균 PER 대비 20% 할인
영업가치	3,435	
순현금	290.0	2018년 예상
(주)비지에프로지스	66.8	종속회사 장부가
(주)비지에프푸드	2.2	종속회사 장부가
(주)씨팩스로지스틱	1.3	종속회사 장부가
자산가치	360	
기업가치	3,795	
주식수 (천주)	17,284	
적정주가	219,594	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 BGF리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	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	1,312.2	1,508.4	1,676.8	1,541.3	6,038.8
증가율 (% YoY)		10.9	11.8	15.5	12.6	12.8	10.6	8.4	7.8	6.1	8.1
매출액 (별도기준)	4,940.4	1,184.4	1,389.0	1,557.6	1,451.7	5,582.7	1,311.2	1,507.4	1,675.8	1,540.3	6,034.8
증가율 (% YoY)		11.0	11.8	16.0	12.7	13.0	10.7	8.5	7.6	6.1	8.1
매장수 (개)	10,291	11,273	11,799	12,238	12,503	11,953	12,735	13,000	13,300	13,400	13,109
증가율 (% YoY)		16.3	16.8	16.5	15.2	16.2	13.0	10.2	8.7	7.2	9.7
점당매출액 (백만원)	480.1	105.1	117.7	127.3	116.1	467.0	103.0	116.0	126.0	114.9	460.4
증가율 (% YoY)		-4.6	-4.2	-0.4	-2.1	-2.7	-2.0	-1.5	-1.0	-1.0	-1.4
담배제외 기존점성장률	8.3	5.0	3.4	-0.4	-1.0	1.8	-0.5	1.0	2.0	1.5	1.0
기존점성장률 (담배포함)	8.8	1.0	0.0	1.1	2.0	1.0	1.5	1.0	1.7	1.0	1.3
기타 자회사 (연결상계)	10.7	2	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	245.4	286.6	310.2	280.5	1,122.7
증가율 (% YoY)		14.1	13.2	12.8	7.8	11.9	7.4	5.3	5.4	6.9	6.2
매출총이익률 (%)	19.1	19.3	19.6	18.9	18.1	18.9	18.7	19.0	18.5	18.2	18.6
판관비	743.8	190.0	201.9	212.9	213.1	817.9	216.5	226.3	234.8	225.0	902.6
증가율 (% YoY)		9.7	10.1	9.5	10.6	10.0	14.0	12.1	10.3	5.6	10.4
판관비율 (%)	15.0	16.0	14.5	13.7	14.7	14.6	16.5	15.0	14.0	14.6	14.9
영업이익	201.3	38.4	70.2	81.5	49.4	239.5	28.9	60.3	75.5	55.5	220.2
증가율 (% YoY)		42.2	23.2	22.7	-2.9	19.0	-24.8	-14.0	-7.4	12.3	-8.1
영업이익률 (%)	4.1	3.2	5.0	5.2	3.4	4.3	2.2	4.0	4.5	3.6	3.6

자료: BGF리테일, 메리츠증권 리서치센터

표5 편의점 Global Peers Comparison

		BGF리테일	GS리테일	SEVEN & I HOLDINGS	FAMILYMART	LAWSON	PRESIDENT	CASEY'S
Ticker		282330 KS	007070 KS	3382 JP	8028 JP	2651 JP	2912 TT	CASY US
국가		한국	한국	일본	일본	일본	대만	미국
현재주가 (4/12)	(원, 달러)	179,000	35,000	44	86	63	10	107
시가총액	(십억원, 백만달러)	3,093.8	2,718.1	38,981	10,955	6,325	10,708	4,032
절대수익률 (%)								
	1M	9.5	0.0	7.4	10.5	6.3	3.3	(3.1)
	3M	(14.1)	(13.6)	2.1	16.5	(2.7)	5.8	(11.9)
	6M	N/A	2.4	6.3	42.2	(4.8)	15.1	(2.0)
	1Y	N/A	(32.3)	3.3	36.1	(7.6)	19.2	(3.4)
	YTD	(14.8)	(13.2)	1.4	14.3	(3.7)	5.8	(3.8)
초과수익률 (%p)								
	1M	14.5	5.0	12.5	15.5	11.3	8.3	2.0
	3M	(10.1)	(9.5)	6.1	20.6	1.3	9.9	(7.8)
	6M	N/A	(2.0)	1.9	37.9	(9.2)	10.7	(6.4)
	1Y	N/A	(46.8)	(11.1)	21.7	(22.1)	4.7	(17.8)
	YTD	(14.1)	(12.5)	2.0	15.0	(3.0)	6.5	(3.2)
PER (X)								
	2017		26.3	40.2	41.4	21.3	9.5	24.8
	2018E	18.5	18.5	18.8	34.2	20.0	30.1	26.6
	2019E	16.4	15.9	16.7	29.4	19.2	27.8	21.9
PBR (X)								
	2017		1.5	1.7	1.7	2.8	5.8	3.6
	2018E	6.4	1.2	1.6	2.1	2.3	8.4	3.7
	2019E	5.0	1.2	1.5	2.0	2.2	8.1	3.6
ROE (%)								
	2017		5.9	4.1	4.7	13.5	78.3	15.6
	2018E	38.9	6.7	8.1	5.8	11.9	67.9	15.2
	2019E	34.2	7.5	8.7	6.2	11.5	24.0	19.9
매출액성장률 (%)								
	2017		11.7	(5.0)	98.8	11.7	2.7	5.4
	2018E	8.1	5.4	41.6	47.7	177.4	7.9	12.2
	2019E	4.9	4.6	3.1	1.0	4.2	4.6	12.7
영업이익성장률 (%)								
	2017		(24.0)	3.5	(11.5)	1.7	0.2	(20.0)
	2018E	-8.1	3.4	15.1	87.3	(9.6)	19.7	(7.4)
	2019E	10.8	12.4	7.3	14.1	3.7	10.2	3.0
순이익성장률 (%)								
	2017		(56.9)	(39.9)	3.3	16.0	215.3	(21.5)
	2018E	-10.0	18.3	128.1	84.5	(7.2)	(66.6)	(13.1)
	2019E	10.1	16.7	12.5	18.2	4.2	7.6	16.4
영업이익률 (%)								
	2017		2.0	7.8	3.8	29.0	4.7	4.1
	2018E	3.6	2.0	6.4	4.8	9.5	5.2	3.4
	2019E	3.9	2.1	6.6	5.4	9.4	5.5	3.1
순이익률 (%)								
	2017		1.4	2.1	2.2	14.3	14.0	2.4
	2018E	3.0	1.6	3.4	2.7	4.8	4.3	1.8
	2019E	3.1	1.8	3.7	3.2	4.8	4.5	1.9

주: 국내 기업은 추정치 및 원화기준(원, 십억원)

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## BGF 리테일 (282330)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액		938.7	6,038.8	6,335.4	6,588.8
매출액증가율 (%)			n/a	4.9	4.0
매출원가		769.5	4,916.1	5,144.5	5,343.5
매출총이익		169.2	1,122.7	1,190.9	1,245.3
판매관리비		142.7	902.6	947.0	984.9
영업이익		26.5	220.2	244.0	260.4
영업이익률		2.8	3.6	3.9	4.0
금융손익		0.9	3.2	5.1	7.1
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		7.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		35.0	223.3	249.0	267.5
법인세비용		7.0	49.1	52.3	56.3
당기순이익		28.0	174.2	196.7	211.2
지배주주지분 순이익		28.0	174.2	196.7	211.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		-25.0	284.6	320.1	326.7
당기순이익(손실)		28.0	174.2	196.7	211.2
유형자산상각비		16.2	108.6	104.0	98.0
무형자산상각비		2.5	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-73.4	1.8	19.4	17.5
투자활동 현금흐름		32.1	-150.3	-124.6	-110.3
유형자산의증가(CAPEX)		-23.8	-105.0	-95.0	-85.0
투자자산의감소(증가)		-206.2	-10.3	-10.6	-9.1
재무활동 현금흐름		-1.7	-14.8	-52.8	-58.3
차입금의 증감		240.7	2.5	2.5	2.2
자본의 증가		338.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		5.4	119.5	142.7	158.1
기초현금		23.3	28.8	148.2	290.9
기말현금		28.8	148.2	290.9	449.1

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		566.6	738.4	910.1	1,093.0
현금및현금성자산		28.8	148.2	290.9	449.1
매출채권		63.0	69.3	72.7	75.6
재고자산		94.4	103.9	109.0	113.4
비유동자산		710.7	717.4	719.1	715.2
유형자산		402.2	398.6	389.6	376.6
무형자산		54.4	54.4	54.4	54.4
투자자산		206.2	216.5	227.1	236.2
자산총계		1,277.4	1,455.8	1,629.2	1,808.2
유동부채		681.4	740.0	776.2	807.1
매입채무		493.7	543.1	569.8	592.6
단기차입금		2.8	2.8	2.8	2.8
유동성장기부채		0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채		207.3	208.3	209.2	210.0
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		888.7	948.2	985.4	1,017.1
자본금		17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금		321.7	321.7	321.7	321.7
기타포괄이익누계액		-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
이익잉여금		28.7	147.6	283.8	431.1
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		388.6	507.5	643.8	791.0

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS		324,986	349,389	366,550	381,212
EPS(지배주주)		9,688	10,079	11,382	12,221
CFPS		16,568	19,021	20,129	20,736
EBITDAPS		15,629	19,021	20,129	20,736
BPS		22,486	29,365	37,247	45,768
DPS		1,000	3,200	3,500	3,700
배당수익률(%)		0.5	1.7	1.9	2.0
Valuation(Multiple)					
PER		21.7	18.5	16.4	15.3
PCR		12.7	9.8	9.3	9.0
PSR		0.6	0.5	0.5	0.5
PBR		9.3	6.4	5.0	4.1
EBITDA		45.1	328.8	347.9	358.4
EV/EBITDA		77.3	8.9	8.0	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		7.2	38.9	34.2	29.4
EBITDA 이익률		4.8	5.4	5.5	5.4
부채비율		228.7	186.8	153.1	128.6
금융비용부담률		0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		23.3	96.2	105.5	111.6
매출채권회전율(x)		14.9	91.3	89.3	88.9
재고자산회전율(x)		9.9	60.9	59.5	59.3

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 13일 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)

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## BGF 리테일 (282330) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

