



▲ 유통/화장품  
Analyst 양지혜  
02. 6098-6667  
jihye.yang@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12 개월)	200,000 원
현재주가 (8.9)	169,500 원
상승여력	18.0%
KOSPI	2,303.71pt
시가총액	29,296억원
발행주식수	1,728만주
유동주식비율	44.29%
외국인비중	33.25%
52주 최고/최저가	248,500원/149,500원
평균거래대금	71.1억원
주요주주(%)	
비지에프 외 25 인	55.42
Matthews International Capital	5.69
GIC Private Limited	5.56
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.0 -19.5
상대주가	-5.8 -17.4

### 주가그래프



# BGF리테일 282330

## 2Q 부진했으나 예상했던 수준

- ✓ 2Q 매출액 1.48조원 (+6.4% YoY), 영업이익 564억원 (-19.7% YoY) 기록
- ✓ 점포 수 +6.4% YoY, 기존점성장을 +2.2% YoY (담배기준 5.7%, 일반상품 0.0%)
- ✓ 담배 확대에 따른 원가율 상승과 점주 지원을 위한 장려금 등으로 이익률 하락
- ✓ 하반기 신규 점포순증 둔화 예상, 기존점성장을 회복 속도 관건
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 200,000원으로 하향

### 2Q 시장 컨센서스 부합

BGF리테일의 연결기준 2분기 실적은 매출액 1.48조원 (+6.4% YoY), 영업이익 564억원 (-19.7% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1.51조원, 영업이익 564억원)에 부합했다. 편의점 점포수는 +6.4% YoY, 162개 QoQ순증, 기존점성장률은 +2.2% (담배기준 5.7%, 일반상품 0.0%)를 나타냈다. 영업이익률이 -1.3%pt 크게 하락한 이유는 1) 최저임금 상승에 따른 점주 지원을 위한 장려금 (100억원 추정)과 2) 담배비중 확대에 따른 원가율 상승, 3) 지주사로의 로열티 및 임대료 지급 때문이다.

### 하반기 신규 점포순증 둔화 예상, 기존점성장을 회복 속도 관건

하반기 최저임금 및 임차료 상승 등으로 점주 부담이 확대되면서 편의점의 신규 출점 속도는 크게 둔화될 전망이다. 예상보다 점포 순증이 제한적인 가운데 결국은 기존점성장을 회복 속도가 영업이익 개선 여부에 가장 중요하다. 성숙기 유통 기업들은 기존 매장의 효율성이 개선될 때 강력한 이익 성장이 가능하기 때문이다. 하반기 지난해 낮은 기저를 바탕으로 편의점 점당매출액의 상승폭이 확대될 전망이다. 차별화된 상품 경쟁력 강화를 통한 기존점 효율 개선도 필요하다.

### 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 200,000 원으로 하향

BGF리테일에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 실적 추정치 조정과 함께 적정주가를 220,000원에서 200,000원으로 하향한다. 적정주가는 편의점 영업가치와 순현금을 비롯한 자산가치의 합으로 산출하였으며 영업가치에서 목표 PER은 18배로 정책 불확실성과 내수 부진 우려감 등을 보수적으로 감안하여 글로벌 프랜차이즈 업종 평균 대비 25% 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	5,947.3	207.6	171.2	9,902	2.2	29,190	17.1	5.8	8.5	38.3	178.5
2019E	6,172.9	221.7	183.5	10,615	7.2	36,307	16.0	4.7	7.8	32.4	147.8
2020E	6,358.1	239.3	198.8	11,501	8.3	44,110	14.7	3.8	7.1	28.6	124.6

**표1 BGF리테일 2Q18 Earnings Review**

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,478.5	1,389.5	6.4	1,316.6	12.3	1,508.4	-2.0	1,512.5	-2.2
영업이익	56.4	70.2	-19.7	26.1	116.4	60.3	-6.5	56.4	0.0
지배주주순이익	45.3	55.6	-18.5	22.1	105.0	29.9	51.6	44.1	2.8
영업이익률 (%)	3.8			2.0		4.0		3.7	0.1%p
지배주주순이익률 (%)	3.1			1.7		2.0		2.9	0.2%p

자료: BGF리테일, 메리츠종금증권 리서치센터

**표2 추정치 변경 내역**

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,038.8	6,335.4	5,947.3	6,172.9	-1.5	-2.6
영업이익	220.2	244.0	207.6	221.7	-5.7	-9.1
지배주주순이익	178.7	196.8	171.1	183.4	-4.2	-6.8

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

**표3 BGF리테일 SOTP Valuation**

(십억원)	비고
연결 NOPLAT	167.5 12 개월 Forward 예상
멀티플 (X)	18 글로벌 프랜차이즈 업종 평균 PER 대비 25% 할인
영업가치	3,014
순현금	299.2 12개월 Forward 예상
(주)비지애프로지스	66.8 종속회사 장부가
(주)비지애프푸드	2.2 종속회사 장부가
(주)씨펙스로지스틱	1.3 종속회사 장부가
자산가치	370
기업가치	3,384
주식수 (천주)	17,284
<b>적정주가 (원)</b>	<b>195,784</b>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 BGF리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액 (연결기준)</b>	<b>5,584.9</b>	<b>1,316.6</b>	<b>1,478.5</b>	<b>1,632.0</b>	<b>1,520.2</b>	<b>5,947.3</b>	<b>1,372.0</b>	<b>1,540.5</b>	<b>1,697.7</b>	<b>1,562.6</b>	<b>6,172.9</b>
증가율 (% YoY)	12.8	11.1	6.4	4.7	4.7	6.5	4.2	4.2	4.0	2.8	3.8
<b>매출액 (별도기준)</b>	<b>5,582.7</b>	<b>1,316.1</b>	<b>1,478.1</b>	<b>1,631.0</b>	<b>1,519.2</b>	<b>5,944.5</b>	<b>1,371.0</b>	<b>1,539.5</b>	<b>1,696.7</b>	<b>1,561.6</b>	<b>6,168.9</b>
증가율 (% YoY)	13.0	11.1	6.4	4.7	4.6	6.5	4.2	4.2	4.0	2.8	3.8
<b>매장수 (개)</b>	<b>11,953</b>	<b>12,735</b>	<b>12,897</b>	<b>13,010</b>	<b>13,150</b>	<b>12,948</b>	<b>13,200</b>	<b>13,300</b>	<b>13,400</b>	<b>13,450</b>	<b>13,338</b>
증가율 (% YoY)	16.2	13.0	9.3	6.3	5.2	8.3	3.7	3.1	3.0	2.3	3.0
<b>점당매출액 (백만원)</b>	<b>467.0</b>	<b>103.3</b>	<b>114.6</b>	<b>125.4</b>	<b>115.5</b>	<b>459.1</b>	<b>103.9</b>	<b>115.8</b>	<b>126.6</b>	<b>116.1</b>	<b>462.5</b>
증가율 (% YoY)	-2.7	-1.6	-2.6	-1.5	-0.5	-1.7	0.5	1.0	1.0	0.5	0.7
<b>담배제외 기존점성장률</b>	<b>1.8</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>0.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
<b>기존점성장률 (담배포함)</b>	<b>1.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
<b>기타 자회사 (연결상계)</b>	<b>2.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>2.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>4.0</b>
<b>매출원가</b>	<b>4,527.5</b>	<b>1,093.3</b>	<b>1,215.3</b>	<b>1,338.3</b>	<b>1,246.6</b>	<b>4,893.5</b>	<b>1,131.9</b>	<b>1,263.2</b>	<b>1,383.6</b>	<b>1,275.1</b>	<b>5,053.9</b>
증가율 (% YoY)	13.0	14.3	8.8	5.9	4.8	8.1	3.5	3.9	3.4	2.3	3.3
매출원가율 (%)	81.1	83.0	82.2	82.0	82.0	82.3	82.5	82.0	81.5	81.6	81.9
<b>매출총이익</b>	<b>1,057.4</b>	<b>223.3</b>	<b>263.2</b>	<b>293.8</b>	<b>273.6</b>	<b>1,053.9</b>	<b>240.1</b>	<b>277.3</b>	<b>314.1</b>	<b>287.5</b>	<b>1,119.0</b>
증가율 (% YoY)	11.9	-2.2	-3.3	-0.2	4.2	-0.3	7.5	5.4	6.9	5.1	6.2
매출총이익률 (%)	18.9	17.0	17.8	18.0	18.0	17.7	17.5	18.0	18.5	18.4	18.1
<b>판관비</b>	<b>817.9</b>	<b>197.2</b>	<b>206.8</b>	<b>220.3</b>	<b>221.9</b>	<b>846.3</b>	<b>212.7</b>	<b>215.7</b>	<b>237.7</b>	<b>231.3</b>	<b>897.3</b>
증가율 (% YoY)	10.0	3.8	2.4	3.5	4.2	3.5	7.8	4.3	7.9	4.2	6.0
판관비율 (%)	14.6	15.0	14.0	13.5	14.6	14.2	15.5	14.0	14.0	14.8	14.5
<b>영업이익</b>	<b>239.5</b>	<b>26.1</b>	<b>56.4</b>	<b>73.4</b>	<b>51.7</b>	<b>207.6</b>	<b>27.4</b>	<b>61.6</b>	<b>76.4</b>	<b>56.3</b>	<b>221.7</b>
증가율 (% YoY)	19.0	-32.1	-19.7	-9.9	4.6	-13.3	5.3	9.3	4.0	8.8	6.8
영업이익률 (%)	4.3	2.0	3.8	4.5	3.4	3.5	2.0	4.0	4.5	3.6	3.6

자료: BGF리테일, 메리츠종금증권 리서치센터

## BGF 리테일 (282330)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	938.7	5,947.3	6,172.9	6,358.1	
매출액증가율 (%)		n/a	3.8	3.0	
매출원가	769.5	4,893.5	5,053.9	5,194.5	
매출총이익	169.2	1,053.9	1,119.0	1,163.5	
판매관리비	142.7	846.3	897.3	924.2	
<b>영업이익</b>	<b>26.5</b>	<b>207.6</b>	<b>221.7</b>	<b>239.3</b>	
영업이익률	2.8	3.5	3.6	3.8	
금융손익	0.9	2.3	3.6	5.3	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	7.6	4.0	4.0	4.0	
세전계속사업이익	35.0	213.9	229.3	248.6	
법인세비용	7.0	42.8	45.9	49.8	
<b>당기순이익</b>	<b>28.0</b>	<b>171.2</b>	<b>183.5</b>	<b>198.8</b>	
지배주주지분 순이익	28.0	171.2	183.5	198.8	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-25.0</b>	<b>225.9</b>	<b>301.6</b>	<b>309.5</b>	
당기순이익(손실)		28.0	171.2	183.5	198.8
유형자산상각비		16.2	108.6	104.0	98.0
무형자산상각비		2.5	2.7	2.6	2.4
운전자본의 증감		-73.4	-56.6	11.6	10.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>32.1</b>	<b>-132.8</b>	<b>-117.2</b>	<b>-103.2</b>	
유형자산의증가(CAPEX)		-23.8	-105.0	-95.0	-85.0
투자자산의감소(증가)		-206.2	-10.3	-8.2	-6.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1.7</b>	<b>-14.8</b>	<b>-53.3</b>	<b>-58.9</b>	
차입금의 증감		240.7	2.5	2.0	1.6
자본의 증가		338.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		5.4	78.2	131.1	147.4
기초현금		23.3	28.8	107.0	238.0
기말현금		28.8	107.0	238.0	385.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	566.6	690.6	843.7	1,009.3	
매출채권	28.8	107.0	238.0	385.5	
재고자산	63.0	85.0	88.2	90.8	
<b>비유동자산</b>					
유형자산	94.4	99.1	102.9	106.0	
무형자산	402.2	398.6	389.6	376.6	
투자자산	54.4	51.7	49.1	46.7	
<b>자산총계</b>	<b>1,277.4</b>	<b>1,405.3</b>	<b>1,555.2</b>	<b>1,712.1</b>	
<b>유동부채</b>					
매입채무	681.4	692.5	718.7	740.1	
단기차입금	493.7	495.6	514.4	529.8	
유동성장기부채	2.8	2.8	2.8	2.8	
<b>비유동부채</b>					
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>부채총계</b>	<b>888.7</b>	<b>900.8</b>	<b>927.7</b>	<b>949.7</b>	
<b>자본금</b>					
자본잉여금	17.3	17.3	17.3	17.3	
기타포괄이익누계액	321.7	321.7	321.7	321.7	
이익잉여금	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	
비지배주주지분	28.7	144.6	267.6	402.4	
<b>자본총계</b>	<b>388.6</b>	<b>504.5</b>	<b>627.5</b>	<b>762.4</b>	

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	324,986	344,097	357,146	367,861	
EPS(지배주주)	9,688	9,902	10,615	11,501	
CFPS	16,568	18,681	19,221	19,886	
EBITDAPS	15,629	18,450	18,990	19,655	
BPS	22,486	29,190	36,307	44,110	
DPS	1,000	3,200	3,500	3,700	
배당수익률(%)	0.5	1.9	2.1	2.2	
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	21.7	17.1	16.0	14.7	
PCR	12.7	9.1	8.8	8.5	
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	
PBR	9.3	5.8	4.7	3.8	
EBITDA	45.1	318.9	328.2	339.7	
EV/EBITDA	77.3	8.5	7.8	7.1	
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.2	38.3	32.4	28.6	
EBITDA 이익률	4.8	5.4	5.3	5.3	
부채비율	228.7	178.5	147.8	124.6	
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	
이자보상배율(X)	23.3	90.7	96.0	102.9	
매출채권회전율(X)	14.9	80.4	71.3	71.0	
재고자산회전율(X)	9.9	61.5	61.1	60.9	

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 10일 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:양지혜)

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 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 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	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**BGF 리테일 (282330) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

