

# BGF리테일

# NR

282330 기업분석 |

목표주가	-	현재주가(09/07)	181,500원	Up/Downside	-
------	---	-------------	----------	-------------	---

2018. 09. 10

## SELL은 아니다

### ▶ 탐방보고

**무너지는 자영업의 빈공간을 메울 수 있을까?:** 2Q18말 기준 동사의 점포수는 12,897개점이며(순증 +394개점), 분기별 순증 점포수는 각각 1Q +232개점, 2Q +162개점이다. 상반기까지 매출은 8.6%YoY 증가했지만, GP와 영업이익은 각각 8%YoY, 24.0%YoY 감소했다. 상반기 기준 영업이익 감소 금액은 전년대비 261억원이며 이는 상생 지원금(전기료 등 450억원)의 절반을 소폭 상회한다. 당사는 편의점업에 대한 지속적인 부정적 견해를 가져왔고(16년 9월 29일, 유통업종 다이어트가 필요하다 참고) 동사의 주가는 고점 대비(17년 6월) 40%가량 하락하기도 했다(16년 9월말 대비 -17%).

그러나, 이제 순수 편의점의 대표 주자인 동사에 대한 강한 매도 의견을 더 이상 지속하지 않을 예정이다. 우선 편의점주가 어려움에 있는 것은 맞지만, 점주가 당장 지금 편의점을 그만둬봐야 다른게 할 것도 없다. 십사일반으로 편의점 영업을 지속하게 상대적으로 다른 자영업보다 심하게 어렵지는 않다. 어쩌면 식당, 치킨, 커피, 반찬가게 등 무너지는 다른 자영업자의 빈공간을 편의점이 어느정도 대체할 가능성이 생기고 있다. 최근 배달로 상승으로 치킨 배달에 대한 거부감(?) 생기고 기본적인 치킨 가격이 너무 비싸지면서 편의점 치킨에 대한 수요가 증가했다. 참고로 동사의 치킨 판매 점포는 2,400개점이며(전체의 18.6%), 치킨가격은 9,900원이다. 이와 함께 최근 동사의 HMR, 반찬, 원두커피, 모찌를 같은 디저트류 매출도 30%이상 빠르게 증가하고 있는 것으로 추정한다.

**십사일반(十畝一飯)으로 숨이 트인 편의점주?:** 동사는 연간 450억원의 상생 보조금을 점주에게 지급할 예정이며 일단 추가 상생비용을 부담할 생각은 없어 보인다. 어쨌거나 점주 입장에서는 현재 상황에서라도 전기료 정도는 본사로부터 보전 받을 수 있게 됐다(점포당 연간 평균 350만원 추정).

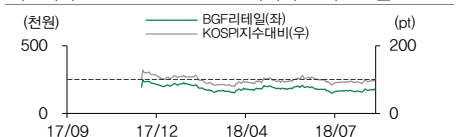
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2013	2014	2015	2016	2017
FYE Dec	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	NA	NA	NA	NA	939
(증가율)	NA	NA	NA	NA	NA
영업이익	NA	NA	NA	NA	27
(증가율)	NA	NA	NA	NA	NA
순이익	NA	NA	NA	NA	28
EPS	NA	NA	NA	NA	9,688
PER (H/L)	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA / NA	25.7/15.4
PBR (H/L)	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA / NA	11.1/6.6
EV/EBITDA (H/L)	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA / NA	92.1/71.2
영업이익률	NA	NA	NA	NA	2.8
ROE	NA	NA	NA	NA	7.2

### Stock Data

52주 최저/최고	149,500/248,500원
KOSDAQ /KOSPI	819/2,282pt
시가총액	31,370억원
60일-평균거래량	35,287
외국인지분율	33.6%
60일-외국인지분율변동추이	0.0%p
주요주주	비지애프 외 25 인 55.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	8.4	-6.2	0.0
상대기준	9.2	1.6	0.0

정치권을 중심으로 연초부터 카드수수료 인하 압박이 심화되고 있다. 특히 편의점의 경우 담배 매출에 대해서는 세금 제외한 판매 금액에만 카드수수료를 적용할 가능성이 높아지고 있다. 17년 기준 점포당 매출을 6억원으로 가정할 경우 담배에서 세금을 제외한 판매금액에 카드 수수료를 적용할 경우 편의점 점주는 연평균 860만원 수준의 카드 수수료를 절감할 수 있을 것으로 추정한다. 또한 담배 판매점 100미터 근접 신규 출점 제한시 기존 사업자들의 기존점 성장율은 하락 가능성이 축소된다. 결국 현재 편의점을 운영하는 점주는 최저임금 상승에 따른 인건비 부담이 있어도 점주가 더 일하거나 가족을 동원해서 인건비 부담을 줄여서라도 현상황을 그대로 버틸 가능성이 높아졌다.

실제로 상반기 폐점 점포수 증가가 당사의 우려보다 크지 않았고 전체 점포수는 순증했다. 입지가 좋은 자리에 신규 출점이 가능하면 신규 진입을 원하는 퇴직자가 아직도 많다. 절대적인 인구수 대비 편의점 점포수가 너무 많고 최저임금이 아니라 점포당 매출 감소로 폐점이 늘어날 것이라는 당사의 생각은 다소간 변화가 필요한 상황이다. 편의점보다 다른 자영업은 상황이 더 좋지 않고 편의점주는 각종 지원책(?)으로 어느 정도 숨을 쉴 수 있게 됐다. 여기에 덧붙여 거거리 쇼핑의 장점으로 편의점의 업태가 다른 자영업의 킬러 콘텐츠를 팔 수 있는 기회까지 확대될 가능성이 있다.

**3Q18 컨센서스? 8월 예상보다 강한 계절효과 기대됨:** 3Q18 컨센서스 기준 매출액은 7.3%YoY증가한 16,719억원, 영업이익은 14.8%YoY감소한 694억원 수준이다. 1Q18~2Q18 전년대비 영업이익 감소폭은 각각 -123억원 -138억원이며, 3Q18 컨센서스 실적은 -121억원이다. 나름대로 합리적인 것으로 판단한다. 8월 다양한 스포츠 이벤트와 더운 날씨, 전년대비 대비 비오는 일수 감소로 7월보다 8월에 편의점의 계절 수혜가 더 크게 나타날 수 있는 상황이다. 실제 3Q18 실적은 컨센서스보다 조금 더 개선될 여지가 있다는 것이다.

**SELL은 아니지만, 高Valuation유지를 위해서는 결국 19년 실적 개선이 필요함:** 어찌거나 이제 순수 편의점에 대해서 강하게 매도를 말하기 곤란해졌다. 이는 일시적 계절적 실적 개선 때문이 아니라 라이프 사이클의 변화와 자영업 상황의 변화를 감안시 편의점의 포화화 구조개편이 우려보다 강하게 나타나지 않을 가능성이 있다는 점 때문이다. 결국 18년 예상 실적 기준 P/E 20배 수준의 Valuation에 대한 정당성은 회사의 19년 실적 숫자가 될 것이다.

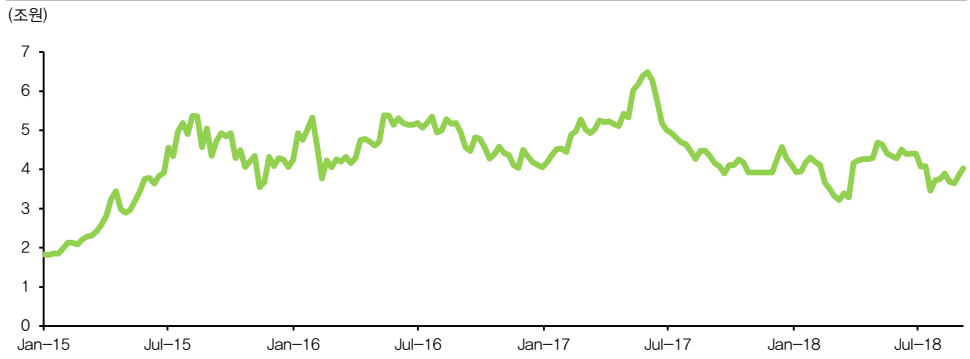
도표 1. BGF리테일 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18C	4Q18C	2016	2017	2018C
매출액	11,849	13,895	15,581	14,524	13,166	14,785	16,719	15,413	49,511	55,849	60,083
매출총이익	2,284	2,721	2,944	2,625	2,233	2,632	2,905	2,610	9,451	10,574	10,381
GP%	19.3	19.6	18.9	18.1	17.0	17.8	17.4	16.9	19.1	18.9	17.3
판매비	1,900	2,019	2,129	2,131	1,972	2,067	2,211	2,171	7,438	8,179	8,421
판매비율	16.0	14.5	13.7	14.7	15.0	14.0	13.2	14.1	15.0	14.6	14.0
영업이익	384	702	815	494	261	564	694	439	2,013	2,395	1,959
OP%	3.2	5.1	5.2	3.4	2.0	3.8	4.2	2.9	4.1	4.3	3.3
세전이익	413	728	853	590	292	596	705	429	2,133	2,584	2,022
당기순이익	315	556	650	464	221	452.8	521	328	1,627	1,985	1,523
지배주주순이익	315	556	650	464	221	453	544	341	1,627	1,985	1,558

자료: 사업보고서, DB금융투자

도표 2. 담배가격 인상이후 BGF 합산 시가총액 추이(BGF+BGF리테일)



자료: Dataguide, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	NA	NA	NA	NA	567
현금및현금성자산	NA	NA	NA	NA	29
매출채권및기타채권	NA	NA	NA	NA	84
재고자산	NA	NA	NA	NA	94
비유동자산	NA	NA	NA	NA	711
유형자산	NA	NA	NA	NA	402
무형자산	NA	NA	NA	NA	54
투자자산	NA	NA	NA	NA	206
자산총계	NA	NA	NA	NA	1,277
유동부채	NA	NA	NA	NA	681
매입채무및기타채무	NA	NA	NA	NA	613
단기차입금및단기차입금	NA	NA	NA	NA	3
유동성장기부채	NA	NA	NA	NA	0
비유동부채	NA	NA	NA	NA	207
사채및장기차입금	NA	NA	NA	NA	0
부채총계	NA	NA	NA	NA	889
자본금	NA	NA	NA	NA	17
자본잉여금	NA	NA	NA	NA	322
이익잉여금	NA	NA	NA	NA	29
비지배주주지분	NA	NA	NA	NA	0
자본총계	NA	NA	NA	NA	389

손익계산서

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	NA	NA	NA	NA	939
매출원가	NA	NA	NA	NA	770
매출총이익	NA	NA	NA	NA	169
판매비	NA	NA	NA	NA	142
영업이익	NA	NA	NA	NA	27
EBITDA	NA	NA	NA	NA	45
영업외손익	-	-	-	-	9
금융손익	NA	NA	NA	NA	1
투자손익	NA	NA	NA	NA	0
기타영업외손익	NA	NA	NA	NA	8
세전이익	NA	NA	NA	NA	35
중단사업이익	NA	NA	NA	NA	0
당기순이익	NA	NA	NA	NA	28
지배주주지분순이익	NA	NA	NA	NA	28
비지배주주지분순이익	NA	NA	NA	NA	0
총포괄이익	NA	NA	NA	NA	29
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	NA	NA	NA
영업이익	NA	NA	NA	NA	NA
EPS	NA	NA	NA	NA	NA

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	NA	NA	NA	NA	-25
당기순이익	NA	NA	NA	NA	28
현금유출이없는비용및수익	NA	NA	NA	NA	43
유형및무형자산상각비	NA	NA	NA	NA	19
영업관련자산부채변동	NA	NA	NA	NA	-73
매출채권및기타채권의감소	NA	NA	NA	NA	-14
재고자산의감소	NA	NA	NA	NA	6
매입채무및기타채무의증가	NA	NA	NA	NA	-97
투자활동현금흐름	NA	NA	NA	NA	32
CAPEX	NA	NA	NA	NA	24
투자자산의손중	NA	NA	NA	NA	-206
재무활동현금흐름	NA	NA	NA	NA	-2
사채및차입금의 증가	NA	NA	NA	NA	241
자본금및자본잉여금의증가	NA	NA	NA	NA	339
배당금지급	NA	NA	NA	NA	0
기타현금흐름	NA	NA	NA	NA	0
현금의증가	NA	NA	NA	NA	5
기초현금	NA	NA	NA	NA	23
기말현금	NA	NA	NA	NA	29

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2013	2014	2015	2016	2017
주당이익(원)	NA	NA	NA	NA	9,688
EPS	NA	NA	NA	NA	22,486
BPS	NA	NA	NA	NA	1,000
DPS	NA	NA	NA	NA	NA
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	NA	21.7
P/B	NA	NA	NA	NA	9.3
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	77.3
수익성(%)					
영업이익률	NA	NA	NA	NA	2.8
EBITDA마진	NA	NA	NA	NA	4.8
순이익률	NA	NA	NA	NA	3.0
ROE	NA	NA	NA	NA	7.2
ROA	NA	NA	NA	NA	2.2
ROIC	NA	NA	NA	NA	3.1
안정성및기타					
부채비율(%)	NA	NA	NA	NA	228.7
이자보상배율(배)	NA	NA	NA	NA	23.3
배당성향(배)	NA	NA	NA	NA	61.7

자료: BGF 리테일 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

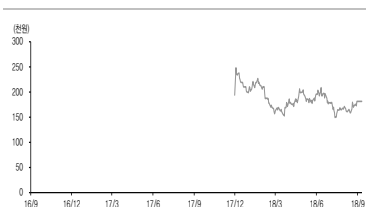
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

BGF리테일 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저

주: \*표는 담당자 변경