



# BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원  
주가(9/2): 204,000원

시가총액: 35,259억원



음식료/유통  
Analyst 박상준, CFA  
02) 3787-4807  
sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (9/2)		1,969.19pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	232,500원	166,000원
등락률	-12.3%	22.9%
수익률	절대	상대
1M	-4.4%	-3.0%
6M	-4.2%	6.8%
1Y	19.0%	40.3%

## Company Data

발행주식수	17,284천주
일평균 거래량(3M)	25천주
외국인 지분율	34.5%
배당수익률(19E)	1.4%
BPS(19E)	36,330원
주요 주주	비지애프 외 26 인 55.4%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	938.7	5,775.9	5,938.9	6,197.9
영업이익	26.5	189.5	201.1	229.3
EBITDA	45.1	311.9	331.2	360.8
세전이익	35.0	202.5	206.1	244.4
순이익	28.0	154.2	154.6	185.2
지배주주지분순이익	28.0	154.2	154.6	185.2
EPS(원)	9,688	8,921	8,947	10,718
증감률(% YoY)	NA	-7.9	0.3	19.8
PER(배)	21.7	22.9	22.8	19.0
PBR(배)	9.34	6.76	5.62	4.63
EV/EBITDA(배)	77.3	10.5	10.8	9.1
영업이익률(%)	2.8	3.3	3.4	3.7
ROE(%)	7.2	33.9	26.9	26.7
순차입금비율(%)	-35.6	-47.9	9.0	-30.3

## Price Trend



# BGF리테일 (282330)

## 흔들리지 않는 이익 성장



BGF리테일은 작년 상반기 전자담배 매출의 역기저와 비우호적인 기상 여건에 따른 기존점 매출 부진을 상품 매익률 개선을 통해 극복해 나가고 있다. 또한, 편의점 점포 재계약 시장에서도 높은 일매출과 수익성 레벨을 바탕으로 가맹점 주와의 협상을 비교적 유리하게 이끌어 갈 수 있기 때문에, 꾸준한 점포 수 확대가 지속될 것으로 기대된다.

### >>> 기존점 부진을 매익률 개선으로 극복 중

BGF리테일은 작년 상반기 전자담배 매출의 역기저와 비우호적인 기상 여건(미세먼지 등)으로 인해, 올해 상반기 기존점 매출이 전년동기 대비 역성장한 상황이다. 하지만, 꾸준한 점포 수 증가(+4% 이상)와 상품 매익률 개선을 통해, 1분기에 이어 2분기에도 전사 영업이익이 전년동기 대비 성장하였다.

특히, FF 및 HMR 중심의 일반 상품 비중 확대를 통해 전사 매익률을 50bp 내외 개선시킨 점이 실적에 긍정적으로 작용하고 있기 때문에, 3분기에도 비우호적인 기상 여건(평년 대비 낮은 기온과 높은 강우)에 따른 기존점 부진을 일부 극복할 수 있을 것으로 판단된다. 향후 FF 및 점내 조리 상품의 폐기지원금 등이 완화된다면, 추가적인 수익성 개선도 가능할 것으로 판단된다.

### >>> 소비 경기 우려 대비 안정적인 이익 성장 지속 전망

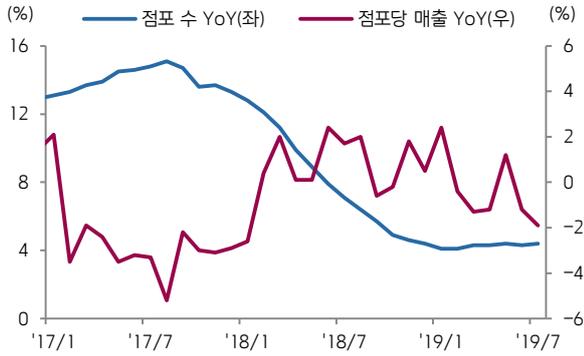
소비 심리 악화와 온라인 채널 MS 상승에 따른 오프라인 업태 부진 우려에도 불구하고, 편의점의 이익 성장은 비교적 견조한 흐름이 지속되고 있다. 2020년 최저임금 인상률이 +2.9%로 확정되면서, 가맹점 주의 비용 부담 증가가 완화되고 있고, 샌드위치, 샐러드, 점내 조리 상품 등과 같은 즉석식품의 매출 비중 확대(2Q19 FF+HMR 매출 비중 13% 수준)를 통해, 추가적인 매익률 개선 여력이 있는 점이 긍정적이다.

또한, BGF리테일은 편의점 점포 재계약 시장 내에서도 비교적 유리한 위치에 있는 상황이다. 경쟁사 대비 높은 일매출과 수익성 레벨을 바탕으로 가맹점주와의 재계약 협상을 비교적 유리하게 끌고 갈 수 있기 때문이다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 250,000원 유지

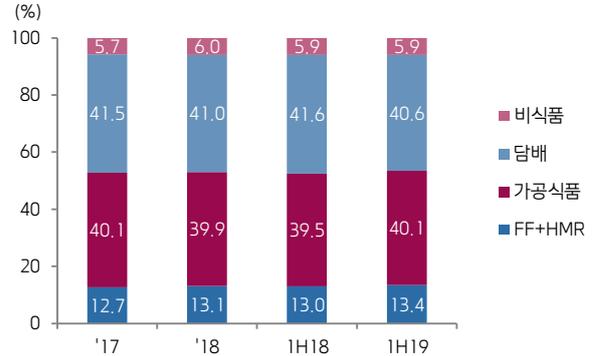
BGF리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 250,000원을 유지한다. 당사는 꾸준한 상품 매익률 개선과 점포 수 확대를 통해, 매출과 이익의 안정적인 성장이 지속될 전망이다. 소비 경기 우려와 온라인 채널 MS 상승에 따른 他 오프라인 유통 업태의 수익성 악화 우려를 감안한다면, 업종 내 편의점의 높은 상대적 매력도는 당분간 지속될 전망이다.

편의점 점포 수/점포당 매출액 YoY 증가율 추이



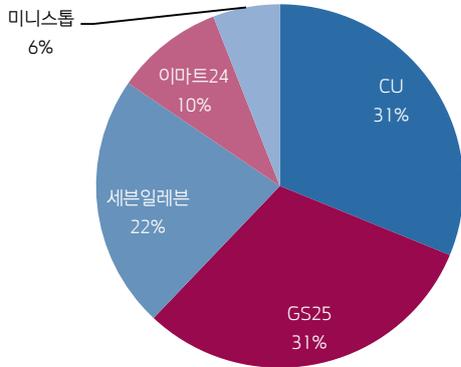
자료: 산업통상자원부

CU 편의점 매출 믹스 추이



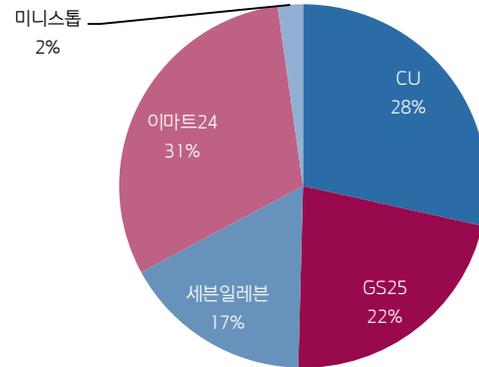
자료: BGF리테일

2019년 7월말 편의점 점포 수 기준 Top 5 MS 현황



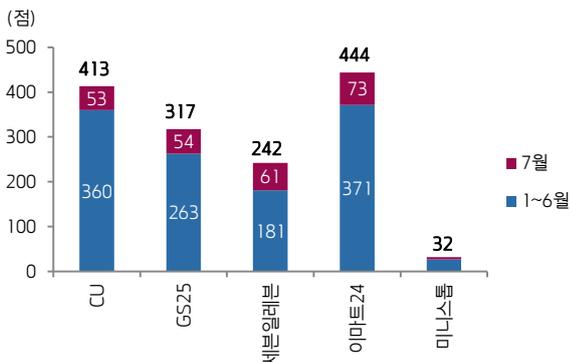
자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

2019년 편의점 점포 순증 기준 Top 5 MS 현황



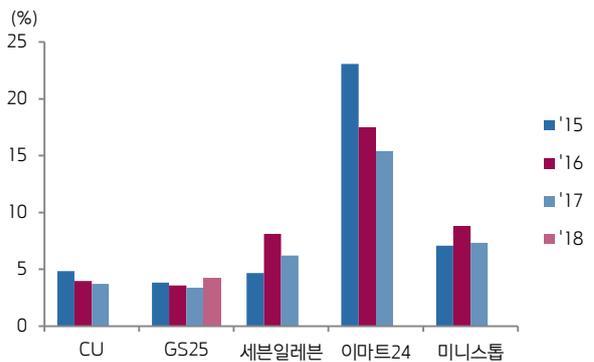
자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치(2019년 1~7월 누계 기준)

2019년 Top 5 편의점 점포 수 순증 비교



자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

Top 5 편의점 가맹점주 이탈률 비교



자료: 공정거래위원회

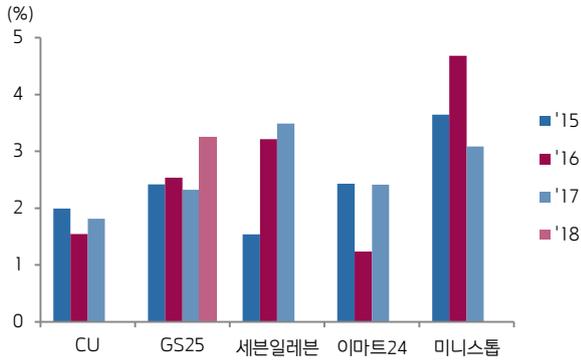
주: 1) 이탈률 = (계약종료 점포 수 + 계약해지 점포 수) / 연초 점포 수

2) 계약종료: 계약기간이 만료되어 종료되는 경우

3) 계약해지: 가맹분부나 가맹점사업자의 귀책사유 등으로 계약을 중도에 종료하는 경우

4) GS25외의 다른 편의점은 2018년 정보가 아직 공개되지 않았음

Top 5 편의점 가맹점주 계약종료 비율 비교



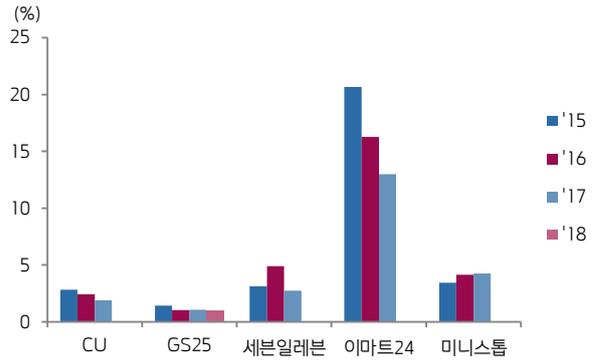
자료: 공정거래위원회

주: 1) 계약종료 비율 = 계약종료 점포 수 / 연초 점포 수

2) 계약종료: 계약기간이 만료되어 종료되는 경우

3) GS25외의 다른 편의점은 2018년 정보가 아직 공개되지 않았음

Top 5 편의점 가맹점주 계약해지 비율 비교



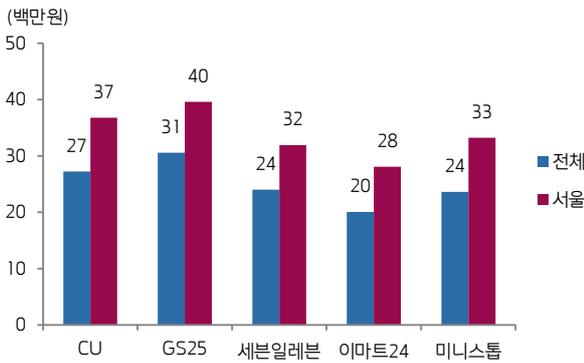
자료: 공정거래위원회

주: 1) 계약해지 비율 = 계약해지 점포 수 / 연초 점포 수

2) 계약해지: 가맹본부나 가맹점사업자의 귀책사유 등으로 계약을 중도에 종료하는 경우

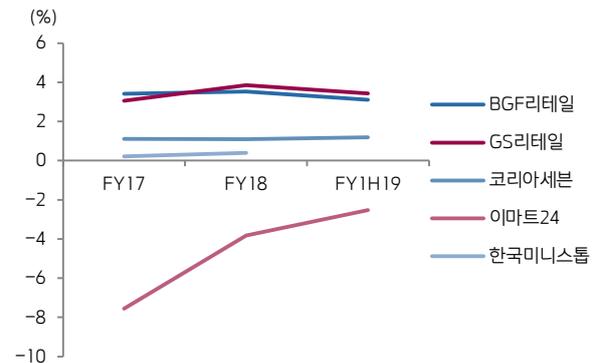
3) GS25외의 다른 편의점은 2018년 정보가 아직 공개되지 않았음

Top 5 편의점의 3.3m<sup>2</sup>당 연평균 매출액



자료: 공정거래위원회(2017년 기준)

Top 5 편의점 업체의 영업이익률 비교



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) BGF리테일, 이마트24, 한국미니스톱은 별도기준.

2) GS리테일은 편의점 사업부 기준. 코리아세븐은 연결기준

3) 한국미니스톱의 FY18년도말은 2019년 2월말이며, FY1H19 실적은 공시되지 않았음

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,316.6</b>	<b>1,478.5</b>	<b>1,539.4</b>	<b>1,441.3</b>	<b>1,349.8</b>	<b>1,516.5</b>	<b>1,576.0</b>	<b>1,496.6</b>	<b>5,775.9</b>	<b>5,938.9</b>	<b>6,197.9</b>
(YoY)					2.5%	2.6%	2.4%	3.8%		2.8%	4.4%
<b>별도기준(편의점)</b>	<b>1,316.1</b>	<b>1,478.0</b>	<b>1,539.0</b>	<b>1,441.0</b>	<b>1,349.4</b>	<b>1,516.1</b>	<b>1,575.5</b>	<b>1,496.3</b>	<b>5,774.2</b>	<b>5,937.3</b>	<b>6,196.3</b>
(YoY)	11.1%	6.4%	-1.2%	-0.7%	2.5%	2.6%	2.4%	3.8%	3.4%	2.8%	4.4%
평균 점포 수(개)	12,619	12,816	12,973	13,109	13,256	13,436	13,614	13,784	12,836	13,519	14,169
기말 점포 수(개)	12,735	12,897	13,048	13,169	13,342	13,529	13,699	13,869	13,169	13,869	14,469
점포당 매출액(백만원)	104.3	115.3	118.6	109.9	101.8	112.8	115.7	108.6	449.8	439.2	437.3
(YoY)	-2.6%	-4.2%	-8.5%	-6.3%	-2.4%	-2.2%	-2.5%	-1.3%	-5.9%	-2.4%	-0.4%
<b>매출총이익</b>	<b>223.3</b>	<b>263.2</b>	<b>280.6</b>	<b>252.5</b>	<b>231.3</b>	<b>276.9</b>	<b>290.9</b>	<b>265.8</b>	<b>1,019.6</b>	<b>1,064.9</b>	<b>1,130.1</b>
(매출액 대비%)	17.0%	17.8%	18.2%	17.5%	17.1%	18.3%	18.5%	17.8%	17.7%	17.9%	18.2%
<b>판매비</b>	<b>197.2</b>	<b>206.8</b>	<b>215.0</b>	<b>211.1</b>	<b>205.0</b>	<b>215.9</b>	<b>222.4</b>	<b>220.5</b>	<b>830.1</b>	<b>863.8</b>	<b>900.7</b>
(YoY)					3.9%	4.4%	3.4%	4.5%		4.1%	4.3%
(매출액 대비%)	15.0%	14.0%	14.0%	14.6%	15.2%	14.2%	14.1%	14.7%	14.4%	14.5%	14.5%
<b>영업이익</b>	<b>26.1</b>	<b>56.4</b>	<b>65.6</b>	<b>41.4</b>	<b>26.3</b>	<b>61.0</b>	<b>68.5</b>	<b>45.3</b>	<b>189.5</b>	<b>201.1</b>	<b>229.3</b>
(YoY)					1.1%	8.0%	4.4%	9.3%		6.1%	14.0%
(매출액 대비%)	2.0%	3.8%	4.3%	2.9%	2.0%	4.0%	4.3%	3.0%	3.3%	3.4%	3.7%
<b>별도기준(편의점)</b>	<b>27.8</b>	<b>55.4</b>	<b>65.1</b>	<b>41.9</b>	<b>28.6</b>	<b>60.4</b>	<b>68.0</b>	<b>45.8</b>	<b>190.3</b>	<b>202.8</b>	<b>231.0</b>
(YoY)	-27.4%	-17.9%	-16.9%	-14.6%	2.7%	9.1%	4.4%	9.2%	-18.4%	6.6%	13.9%
(매출액 대비%)	2.1%	3.7%	4.2%	2.9%	2.1%	4.0%	4.3%	3.1%	3.3%	3.4%	3.7%
세전이익	29.2	59.6	69.6	44.2	28.1	62.2	69.4	46.4	202.5	206.1	244.4
당기순이익	22.1	45.3	53.1	33.7	21.0	45.9	52.6	35.1	154.2	154.6	185.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>22.1</b>	<b>45.3</b>	<b>53.1</b>	<b>33.7</b>	<b>21.0</b>	<b>45.9</b>	<b>52.6</b>	<b>35.1</b>	<b>154.2</b>	<b>154.6</b>	<b>185.2</b>
(YoY)					-5.2%	1.5%	-0.8%	4.1%		0.3%	19.8%

자료: BGF리테일, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	938.7	5,775.9	5,938.9	6,197.9	6,432.8
매출원가	769.5	4,756.2	4,874.0	5,067.9	5,241.5
매출충이익	169.2	1,019.6	1,064.9	1,130.1	1,191.3
판관비	142.7	830.1	863.8	900.7	935.8
<b>영업이익</b>	26.5	189.5	201.1	229.3	255.5
<b>EBITDA</b>	45.1	311.9	331.2	360.8	389.6
영업외손익	8.5	13.0	5.0	15.1	25.3
이자수익	2.1	13.7	14.9	17.0	19.5
이자비용	1.1	6.8	21.7	14.0	6.4
외환관련이익	0.0	0.7	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.1	5.5	11.7	12.0	12.1
<b>법인세차감전이익</b>	35.0	202.5	206.1	244.4	280.8
법인세비용	7.0	48.4	51.4	59.1	68.0
계속사업손익	28.0	154.2	154.6	185.2	212.8
<b>당기순이익</b>	28.0	154.2	154.6	185.2	212.8
<b>지배주주순이익</b>	28.0	154.2	154.6	185.2	212.8
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	515.3	2.8	4.4	3.8
영업이익 증감율	NA	615.1	6.1	14.0	11.4
EBITDA 증감율	NA	591.6	6.2	8.9	8.0
지배주주순이익 증감율	NA	450.7	0.3	19.8	14.9
EPS 증감율	NA	-7.9	0.3	19.8	14.9
매출총이익율(%)	18.0	17.7	17.9	18.2	18.5
영업이익률(%)	2.8	3.3	3.4	3.7	4.0
EBITDA Margin(%)	4.8	5.4	5.6	5.8	6.1
지배주주순이익률(%)	3.0	2.7	2.6	3.0	3.3

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	566.6	696.1	760.2	857.7	974.1
현금 및 현금성자산	28.8	35.3	80.5	155.5	249.3
단기금융자산	350.3	464.7	464.7	464.7	464.7
매출채권 및 기타채권	84.3	83.3	91.4	101.6	110.9
재고자산	94.4	103.4	114.2	126.5	139.8
기타유동자산	359.1	474.1	474.1	474.1	474.1
<b>비유동자산</b>	710.7	786.5	1,204.0	1,060.3	920.4
투자자산	206.2	196.1	246.1	296.1	346.1
유형자산	402.2	486.1	491.1	500.6	513.8
무형자산	54.4	50.8	47.8	44.7	41.8
기타비유동자산	47.9	53.5	419.0	218.9	18.7
<b>자산총계</b>	1,277.3	1,482.6	1,964.1	1,918.0	1,894.5
<b>유동부채</b>	681.4	763.7	952.0	885.5	817.4
매입채무 및 기타채무	613.4	648.1	671.7	704.6	736.1
단기금융부채	51.7	74.4	239.1	139.6	40.2
기타유동부채	16.3	41.2	41.2	41.3	41.1
<b>비유동부채</b>	207.3	197.2	384.2	271.3	158.3
장기금융부채	189.0	175.6	362.6	249.6	136.6
기타비유동부채	18.3	21.6	21.6	21.7	21.7
<b>부채총계</b>	888.7	960.9	1,336.2	1,156.7	975.7
<b>지배자본</b>	388.6	521.7	627.9	761.3	918.9
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.6	321.6	321.6	321.6	321.6
기타자본	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
기타포괄손익누계액	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	28.7	160.3	266.6	400.0	557.6
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	388.6	521.7	627.9	761.3	918.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-25.0	345.8	487.5	523.8	552.4
당기순이익	28.0	154.2	154.6	185.2	212.8
비현금항목의 가감	19.9	185.8	388.4	387.8	389.0
유형자산감가상각비	16.1	107.1	115.1	116.5	119.1
무형자산감가상각비	2.5	15.3	15.0	15.0	15.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.3	63.4	258.3	256.3	254.9
영업활동자산부채증감	-73.4	29.0	2.7	7.0	5.3
매출채권및기타채권의감소	-14.1	8.1	-8.1	-10.2	-9.3
재고자산의감소	5.6	-9.0	-10.8	-12.3	-13.4
매입채무및기타채무의증가	-96.5	22.1	23.7	32.9	31.4
기타	31.6	7.8	-2.1	-3.4	-3.4
기타현금흐름	0.5	-23.2	-58.2	-56.2	-54.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	32.1	-324.2	-182.0	-188.0	-194.3
유형자산의 취득	-23.8	-180.6	-120.0	-126.0	-132.3
유형자산의 처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.1	-11.7	-12.0	-12.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	-206.2	10.1	-50.0	-50.0	-50.0
단기금융자산의감소(증가)	-350.3	-114.4	0.0	0.0	0.0
기타	614.3	-28.4	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-1.7	-15.0	-258.7	-260.8	-264.2
차입금의 증가(감소)	0.0	2.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-17.3	-46.3	-48.4	-51.8
기타	0.0	0.0	-212.4	-212.4	-212.4
기타현금흐름	0.0	0.0	-1.6	-0.1	0.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	5.4	6.6	45.2	75.0	93.8
기초현금 및 현금성자산	23.3	28.8	35.3	80.5	155.5
기말현금 및 현금성자산	28.8	35.3	80.5	155.5	249.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	9,688	8,921	8,947	10,718	12,315
BPS	22,486	30,182	36,330	44,049	53,166
CFPS	16,568	19,669	31,419	33,157	34,822
DPS	1,000	2,680	2,800	3,000	3,200
<b>주가배수(배)</b>					
PER	21.7	22.9	22.8	19.0	16.6
PER(최고)	25.7	26.0	26.4		
PER(최저)	15.4	16.2	20.1		
PBR	9.34	6.76	5.62	4.63	3.84
PBR(최고)	11.07	7.69	6.51		
PBR(최저)	6.65	4.79	4.94		
PSR	0.65	0.61	0.59	0.57	0.55
PCFR	12.7	10.4	6.5	6.2	5.9
EV/EBITDA	77.3	10.5	10.8	9.1	7.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	61.7	30.0	31.3	28.0	26.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	1.3	1.4	1.5	1.6
ROA	2.2	11.2	9.0	9.5	11.2
ROE	7.2	33.9	26.9	26.7	25.3
ROIC	33.7	185.8	55.4	49.4	128.7
매출채권회전율	22.3	68.9	68.0	64.2	60.5
재고자산회전율	19.9	58.4	54.6	51.5	48.3
부채비율	228.7	184.2	212.8	151.9	106.2
순차입금비용	-35.6	-47.9	9.0	-30.3	-58.5
이자보상배율	23.3	27.7	9.3	16.4	40.1
<b>총차입금</b>	240.7	250.0	601.7	389.2	176.8
순차입금	-138.4	-250.0	56.4	-231.0	-537.2
NOPLAT	45.1	311.9	331.2	360.8	389.6
FCF	-60.2	100.5	151.7	174.3	188.8

Compliance Notice

- 당사는 9월 2일 현재 'BGF리테일' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

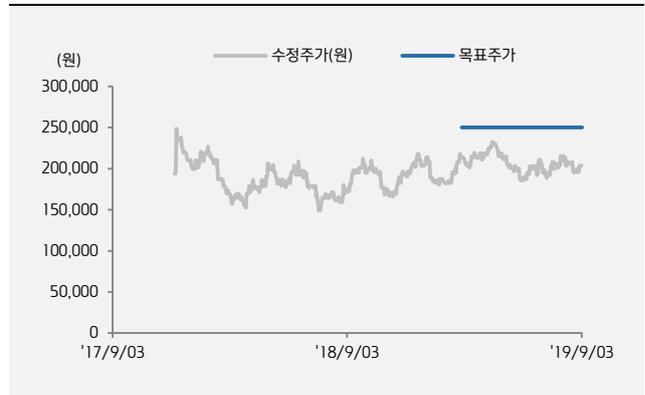
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
BGF리테일 (282330)	2019-03-04	BUY(Initiate)	250,000원	6개월	-14.89	-12.00
	2019-04-10	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-13.39	-7.00
	2019-05-10	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-17.20	-7.00
	2019-07-22	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-17.45	-7.00
	2019-09-03	BUY(Maintain)	250,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%