

# BGF리테일 (282330)

소매/유통



이진협

02 3770 5659  
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>180,000원 (U)</b>
현재주가 (11/5)	<b>128,000원</b>
상승여력	<b>41%</b>

시가총액	22,123억원
총발행주식수	17,283,906주
60일 평균 거래대금	61억원
60일 평균 거래량	48,246주
52주 고	189,500원
52주 저	109,000원
외인지분율	31.08%
주요주주	비지엠프 외 24 인 55.33%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.2	3.6	(32.1)
상대	0.8	(0.7)	(39.7)
절대(달려환산)	6.4	9.2	(30.3)

## 3Q20 리뷰 : 기대치 못했던 상품이익률 방어

### 3Q20 Review : 놀라운 상품이익률의 방어

3분기 매출액 16,828억원(+6.3% YoY), 영업이익 637억원(-1.7% YoY)를 기록하며 영업이익 컨센서스(604억원)과 당사 전망치(543억원)에 상회하는 호실적을 기록하였다. 담배매출 비중 증가로 악화가 예상되었던 상품이익률이 방어가 되었던 것이 호실적의 주 요인이었다.

3분기 기존점 성장률은 -1.6% 수준으로 카테고리별로는 일반상품 -3.8%, 담배 +1.7%를 기록했다. 2Q20에 이어 담배 매출의 강세가 지속되었다. 담배는 대표적인 저마진 상품으로 일반 상품의 매출이 감소하고 담배 매출이 증가하면 상품이익률이 악화되는 것이 일반적이나, 동사는 이를 방어하였다. 이는 HMR의 진열공간을 확대한 것에 따라 즉석 HMR의 매출이 +16% YoY 성장한 것에 기인한다.

상품이익률 방어에도 특수입지의 매출 부진의 지속에 따른 가맹수수료율 감소로 재무적 GPM은 전년대비 -0.6%p 감소한 것으로 나타났다.

3Q20 점포 수는 +7% YoY 성장한 것으로 추정된다. 신도시 상권 위주로 신규 가맹 수요가 견조했다. 또한 타사 전환의 비중이 9% 수준으로 전년대비 2배 증가했다는 것이 고무적이다. 상위 사업자 중심으로 서서히 업계 재편이 나타나고 있다고 판단된다. 점포 순증은 연간 가이던스인 900개를 초과 달성할 수 있을 전망이다.

### 4Q20을 기점으로 증익 전환, 2021년 영업레버리지 극대화 전망

담배 매출의 점진적인 하향 안정화, CK를 중심으로 한 HMR 차별화 전략은 동사의 상품이익률 개선을 이끌 전망이다. CK를 통해 생산되는 HMR은 4Q20부터 본격적으로 출시될 예정이며, 일반상품 대비 +3%p 높다. 이에 따라 4Q20부터 동사의 상품이익률의 개선이 나타날 전망이다. 4Q20까지는 학교 상권의 부진으로 기존점성장률의 역성장이 불가피할 수 있지만, 상품 이익률 개선을 통해 증익 전환이 전망된다.

2021년에는 올해의 낮은 기저를 바탕으로 기존점성장률 턴어라운드 가 나타날 수 있다. 탑라인의 반등과 함께 상품이익률의 개선이 나타난다면, 영업레버리지 극대화에 따른 강한 이익의 반등이 나타날 수 있을 것이다. 이익의 방향성 전환이 주가도 우상향할 수 있을 전망이다.

투자의견 BUY를 유지하며, 실적 전망치 상황에 따라 목표주가를 18만원으로 상향한다.

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,828	6.3	8.6	16,414	2.5
영업이익	637	-1.7	43.0	604	5.4
세전계속사업이익	675	3.0	52.6	615	9.7
지배순이익	514	2.4	55.5	467	10.0
영업이익률 (%)	3.8	-0.3 %pt	+0.9 %pt	3.7	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	3.1	-0.1 %pt	+1.0 %pt	2.8	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	57,759	59,461	62,000	66,059
영업이익	1,895	1,966	1,748	2,083
지배순이익	1,542	1,514	1,327	1,572
PER	20.8	22.5	16.7	14.1
PBR	6.2	5.5	3.1	3.1
EV/EBITDA	9.3	6.5	4.4	4.1
ROE	33.9	26.5	19.9	22.1

자료: 유안타증권

BGF 리테일 P/E Valuation (단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	20E	21E	12M Forward	Target P/E
지배순이익	1,327	1,572	1,547	20
적정 시가총액	30,946	자사주 제외		
발행주식수	17,275			
적정 주당가치	179,138			

자료: 유안타증권 리서치센터

BGF 리테일 실적 전망치 변경 내역 (단위: 억원)

	기존		변경		변동률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	61,335	65,740	62,000	66,059	1.1%	0.5%
영업이익	1,542	1,865	1,748	2,083	13.4%	11.7%
지배순이익	1,138	1,407	1,327	1,572	16.6%	11.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

BGF 리테일 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	13,498	15,165	15,828	14,970	13,931	15,491	16,828	15,750	59,461	62,000	66,059
YoY	2.5%	2.6%	2.8%	3.9%	3.2%	2.1%	6.3%	5.2%	2.9%	4.3%	6.5%
매출총이익	2,313	2,769	2,846	2,637	2,339	2,636	2,928	2,696	10,565	10,599	11,422
영업이익	263	610	648	445	185	446	637	481	1,966	1,749	2,083
YoY	0.8%	8.2%	-1.2%	7.5%	-29.7%	-26.9%	-1.7%	8.0%	3.7%	-11.1%	19.1%
영업이익률	1.9%	4.0%	4.1%	3.0%	1.3%	2.9%	3.8%	3.1%	3.3%	2.8%	3.2%

자료: BGF 리테일, 유안타증권 리서치센터

BGF 리테일 (282330) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	57,759	59,461	62,000	66,059	69,424
매출원가	47,562	48,896	51,400	54,628	57,203
매출충이익	10,196	10,565	10,600	11,431	12,221
판매비	8,301	8,599	8,852	9,348	9,621
영업이익	1,895	1,966	1,748	2,083	2,600
EBITDA	3,119	5,264	5,158	5,529	6,039
영업외손익	130	45	23	-14	-14
외환관련손익	6	6	0	0	0
이자손익	68	-70	102	101	101
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	56	109	-79	-115	-115
법인세비용차감전순손익	2,025	2,011	1,771	2,069	2,586
법인세비용	484	497	444	497	621
계속사업순손익	1,542	1,514	1,327	1,572	1,966
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,542	1,514	1,327	1,572	1,966
지배지분순이익	1,542	1,514	1,327	1,572	1,966
포괄순이익	1,521	1,497	1,324	1,572	1,965
지배지분포괄이익	1,521	1,497	1,324	1,572	1,965

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	3,458	5,328	3,641	5,038	4,391
당기순이익	1,542	1,514	1,327	1,572	1,966
감가상각비	1,071	3,132	3,267	3,320	3,320
외환손익	-5	-4	-4	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	290	358	-1,114	-52	-1,085
기타현금흐름	560	328	165	198	190
투자활동 현금흐름	-3,242	-2,939	-1,850	-2,980	-3,020
투자자산	-25	-58	-148	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,806	-1,670	-1,581	-1,680	-1,720
유형자산 감소	8	8	2	0	0
기타현금흐름	-1,419	-1,219	-123	-1,300	-1,300
재무활동 현금흐름	-150	-2,462	-2,496	-2,484	-2,484
단기차입금	0	0	-59	0	0
사채 및 장기차입금	23	66	64	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-173	-463	-466	-484	-484
기타현금흐름	0	-2,065	-2,034	-2,000	-2,000
연결범위변동 등 기타	0	0	1,031	406	1,454
현금의 증감	66	-73	326	-19	341
기초 현금	288	353	280	607	588
기말 현금	353	280	607	588	929
NOPLAT	1,895	1,966	1,748	2,083	2,600
FCF	1,151	3,466	2,024	3,297	2,610

자료: 유안타증권

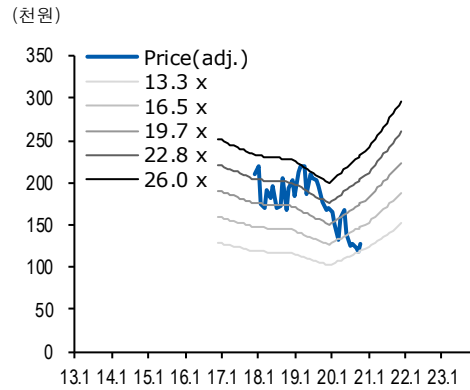
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	6,961	7,441	7,578	7,662	7,999
현금및현금성자산	353	280	607	588	929
매출채권 및 기타채권	833	894	930	969	1,001
재고자산	1,034	909	1,024	1,087	1,051
비유동자산	7,865	14,283	15,039	15,013	14,994
유형자산	4,861	5,498	5,737	5,737	5,737
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1,961	2,399	2,892	2,892	2,892
자산총계	14,826	21,724	22,617	22,675	22,993
유동부채	7,637	9,507	9,024	9,002	7,839
매입채무 및 기타채무	6,481	6,764	5,040	5,018	3,855
단기차입금	51	23	0	0	0
유동성장기부채	0	0	8	8	8
비유동부채	1,972	5,991	6,510	6,510	6,510
장기차입금	0	94	115	115	115
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,609	15,498	15,534	15,512	14,349
지배지분	5,217	6,226	7,084	7,162	8,644
자본금	173	173	173	173	173
자본잉여금	3,216	3,216	3,216	3,216	3,216
이익잉여금	1,603	2,612	3,470	3,549	5,031
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,217	6,226	7,084	7,162	8,644
순차입금	-3,194	197	710	729	388
총차입금	1,807	5,798	6,263	6,263	6,263

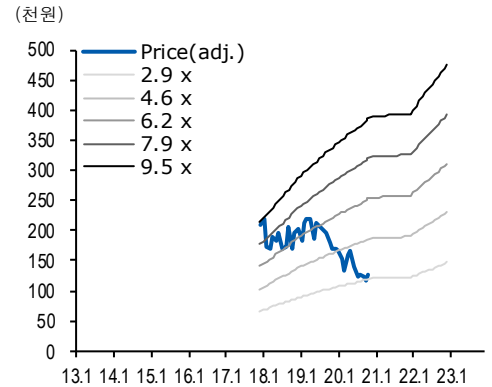
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	8,921	8,758	7,677	9,098	11,372
BPS	30,198	36,040	41,005	41,461	50,036
EBITDAPS	18,048	30,456	29,841	31,990	34,941
SPS	334,176	344,023	358,717	382,198	401,671
DPS	2,680	2,700	2,800	2,800	2,800
PER	20.8	22.5	16.7	14.1	11.3
PBR	6.2	5.5	3.1	3.1	2.6
EV/EBITDA	9.3	6.5	4.4	4.1	3.7
PSR	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	515.3	2.9	4.3	6.5	5.1
영업이익 증가율 (%)	614.7	3.7	-11.1	19.2	24.8
지배순이익 증가율 (%)	451.0	-1.8	-12.3	18.5	25.0
매출총이익률 (%)	17.7	17.8	17.1	17.3	17.6
영업이익률 (%)	3.3	3.3	2.8	3.2	3.7
지배순이익률 (%)	2.7	2.5	2.1	2.4	2.8
EBITDA 마진 (%)	5.4	8.9	8.3	8.4	8.7
ROIC	496.2	274.5	87.9	66.3	65.7
ROA	11.2	8.3	6.0	6.9	8.6
ROE	33.9	26.5	19.9	22.1	24.9
부채비율 (%)	184.2	248.9	219.3	216.6	166.0
순차입금/자기자본 (%)	-61.2	3.2	10.0	10.2	4.5
영업이익/금융비용 (배)	27.7	10.3	0.0	0.0	0.0

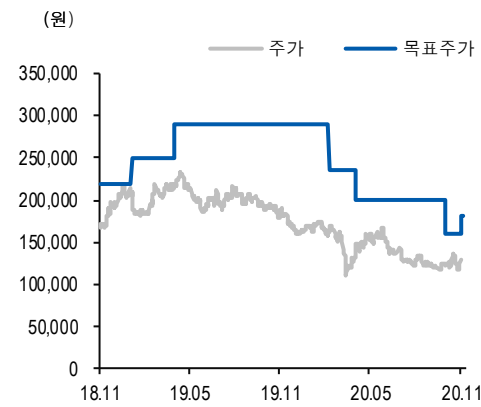
P/E band chart



P/B band chart



BGF 리테일 (282330) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-06	BUY	180,000	1년		
2020-10-07	BUY	160,000	1년	-21.38	-15.00
2020-04-08	BUY	200,000	1년	-31.45	-16.50
2020-02-12	BUY	235,000	1년	-38.78	-28.09
2019-04-05	BUY	290,000	1년	-33.91	-19.83
2019-01-08	BUY	250,000	1년	-19.75	-12.20
2018-10-15	BUY	220,000	1년	-13.31	-0.91

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-03

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.