



BGF리테일 (282330)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	250,000원 (U)
현재주가 (6/14)	185,500원
상승여력	35%

시가총액	32,062억원
총발행주식수	17,283,906주
60일 평균 거래대금	66억원
60일 평균 거래량	38,704주
52주 고	192,000원
52주 저	116,000원
외인지분율	31.97%
주요주주	비자에프 외 23 인 55.29%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.5	7.5	29.3
상대	1.3	1.0	(15.2)
절대(달러환산)	5.6	9.2	39.4

업계 재편을 이끄는 자, 리레이팅 중심에 서다

여전히 유효한 편의점 업계 재편 아이디어

당사는 19년 4월 발간한 '편의점 P/E 25배까지 보셔도 됩니다' 자료를 통해 재계약 점포 수가 증가하는 19년부터 편의점 상위 사업자 중심으로 업계 재편이 본격화될 것으로 전망하고, 업계 재편의 승자가 Valuation Re-rating 될 수 있음을 전망하였다. 업계 재편의 승자가 업계 재편으로 통해 시장 성장 이상의 양적 성장을 할 수 있음은 물론 우량 점포를 흡수하면서 질적인 성장까지 이를 것을 기대해볼 수 있기 때문이다. 우리보다 업계 재편의 길을 먼저 걸었던 일본 편의점의 Valuation Re-rating 사례가 예가 될 수 있다.

2년이 지난 지금의 승자, BGF리테일

현재는 19년부터 22년까지 증가하는 재계약 사이클의 한 가운데 있다. 현재까지의 업계 재편 상황을 중간 점검해본다면, BGF리테일이 업계 재편의 승자가 되고 있다고 판단된다. 동사의 편의점 상위 5개 사의 M/S는 18년 대비 21년 +0.3%p 확대될 것으로 전망된다. 후발주자로서 빠르게 M/S를 확대시켜온 이마트24 제외 시 +1.5%p 확대될 전망이다. 코로나19에 따른 하위 사업자의 부진, 공격적으로 M/S를 확대한 이마트24의 점포 확장 속도가 둔화, 상위 사업자 중 하나인 GS리테일의 이커머스 중심의 사업 전략 등의 환경이 동사 중심의 업계 가속도가 더욱 빨라지기에 우호적인 환경이라 판단된다.

업계 재편의 승자, Valuation Re-rating이 타당

업계 재편의 승자는 Valuation의 Re-rating이 타당하다. 동사에 대해 목표 P/E를 25배로 상향하여 목표주가를 기준 20만원에서 25만원으로 상향한다. 5월 기준점성장률이 지난해 긴급 재난지원금에 기인한 담배 매출 기고 영향으로 부진할 전망이나, 급식 바우처 사업의 수혜로 6월부터는 반등이 예상된다. 3분기는 최대 성수기인 시기이다. 최근 주가 상승에도 편의점에 대한 비중확대가 유효한 시기이며, 업계 재편의 중심에 있는 동사를 중심으로 매수하는 전략이 필요하다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,161	10.8	14.3	17,006	0.9
영업이익	659	47.8	204.5	585	12.6
세전계속사업이익	649	46.7	203.2	591	9.7
지배순이익	493	49.2	210.6	423	16.5
영업이익률 (%)	3.8	+0.9 %pt	+2.4 %pt	3.4	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.9	+0.8 %pt	+1.8 %pt	2.5	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

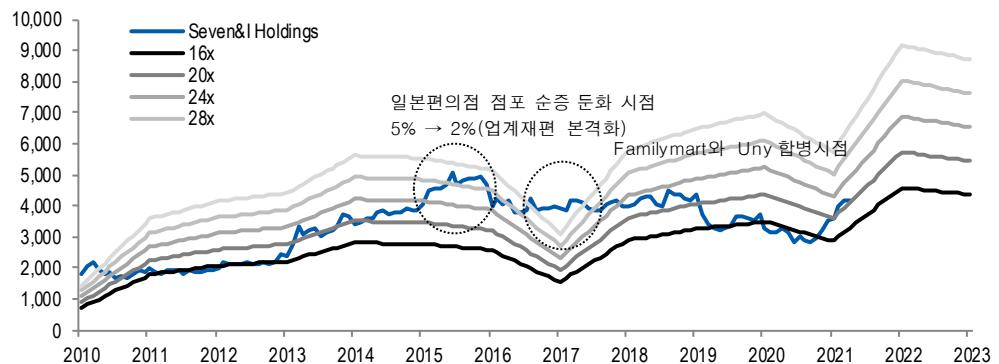
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	59,461	61,813	67,607	71,959
영업이익	1,966	1,622	2,099	2,595
지배순이익	1,514	1,227	1,755	2,129
PER	22.5	19.7	18.3	15.1
PBR	5.5	3.5	4.4	3.6
EV/EBITDA	6.5	4.8	5.6	5.1
ROE	26.5	18.6	24.6	26.3

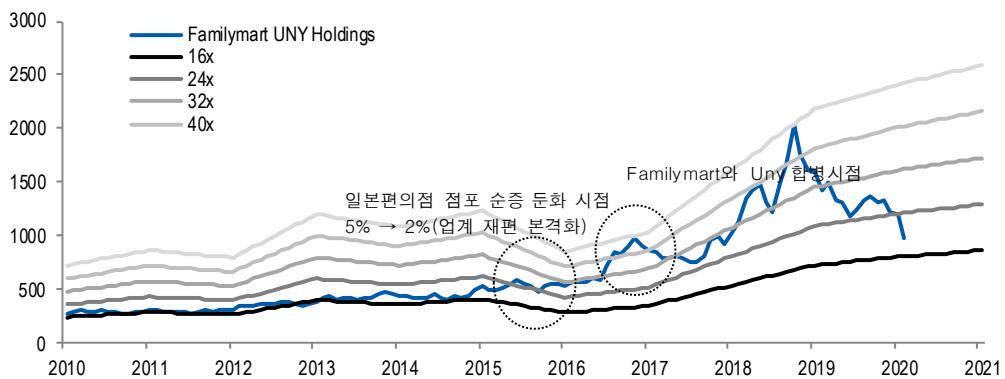
자료: 유안타증권

Senen&I Holdings P/E Band



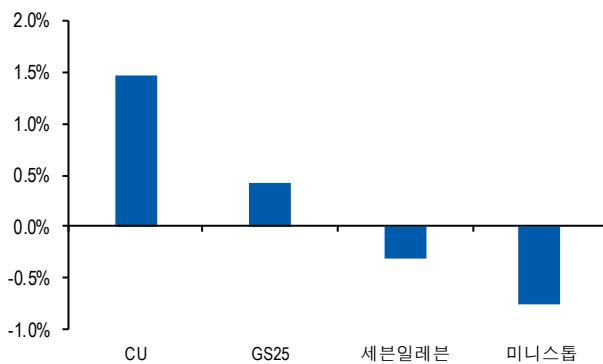
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Familymart UNY Holdings P/E Band (현재 피인수로 상장폐지)



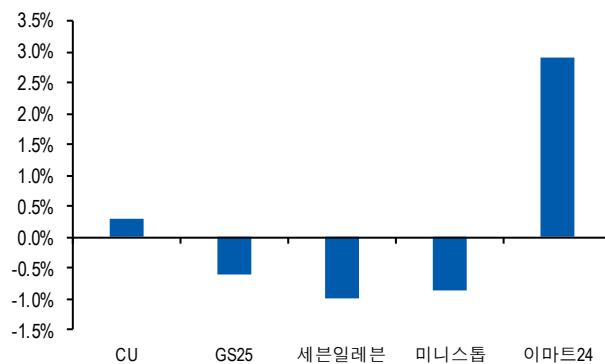
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

상위 4개사(이마트 24 제외)의 2018년 대비 2021년 예상 M/S 변동



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

상위 5개사의 2018년 대비 2021년 예상 M/S 변동



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

BGF 리테일 P/E Valuation		(단위: 억원, 배, 천주, 원)
		2021E
지배순이익		1,755
적정 시가총액		43,865
발행주식수		17,275
적정 주당가치		253,923

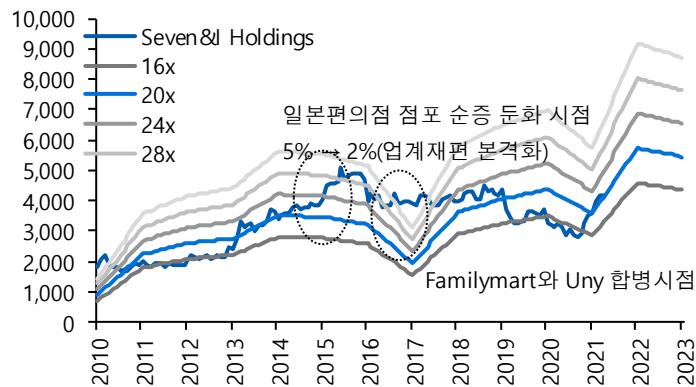
자료: 유안타증권 리서치센터

BGF 리테일 실적 추이 및 전망											
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	13,931	15,491	16,828	15,563	15,012	17,161	18,255	17,179	61,813	67,607	71,959
YoY	3.2%	2.1%	6.3%	4.0%	7.8%	10.8%	8.5%	10.4%	4.0%	9.4%	6.4%
매출총이익	2,339	2,636	2,928	2,615	2,516	3,087	3,232	2,973	10,518	11,808	12,710
영업이익	185	446	637	355	216	659	718	506	1,623	2,099	2,595
YoY	-29.7%	-26.9%	-1.7%	-20.2%	16.8%	47.7%	12.7%	42.6%	-17.4%	29.3%	23.6%
영업이익률	1.3%	2.9%	3.8%	2.3%	1.4%	3.8%	3.9%	2.9%	2.6%	3.1%	3.6%

자료: BGF 리테일, 유안타증권 리서치센터

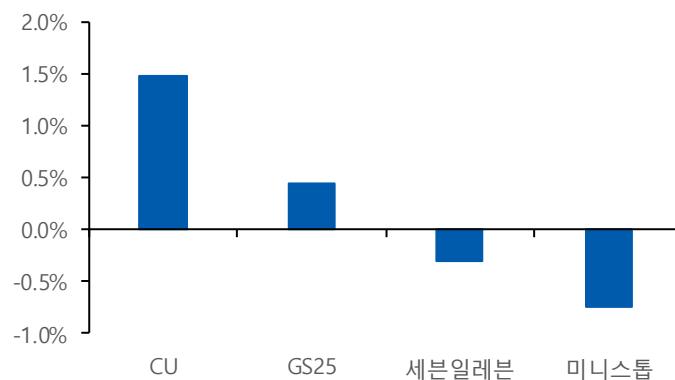
Key Chart

Senen&I Holdings P/E Band



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

상위 4개사(이마트 24 제외)의 2018년 대비 2021년 예상 M/S 변동



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

BGF 리테일 P/E Valuation

	2021E	Target P/E
지배순이익	1,755	25
적정 시가총액	43,865	
발행주식수	17,275	
적정 주당가치	253,923	

자료: 유안타증권 리서치센터

BGF 리테일 (282330) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	59,461	61,813	67,607	71,959	75,302	
매출원가	48,896	51,295	55,798	59,249	62,000	
매출총이익	10,565	10,518	11,808	12,710	13,302	
판관비	8,599	8,896	9,709	10,116	10,387	
영업이익	1,966	1,622	2,099	2,595	2,916	
EBITDA	5,264	5,149	5,845	6,366	6,719	
영업외손익	45	9	215	207	207	
외환관련손익	6	-6	0	0	0	
이자손익	-70	-82	97	97	97	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	109	97	118	110	110	
법인세비용차감전순손익	2,011	1,631	2,314	2,802	3,123	
법인세비용	497	404	559	672	749	
계속사업순손익	1,514	1,227	1,755	2,129	2,373	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,514	1,227	1,755	2,129	2,373	
지배지분순이익	1,514	1,227	1,755	2,129	2,373	
포괄순이익	1,497	1,209	1,750	2,125	2,369	
지배지분포괄이익	1,497	1,209	1,750	2,125	2,369	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	5,328	5,073	4,771	4,626	4,539	
당기순이익	1,514	1,227	1,755	2,129	2,373	
감가상각비	3,132	3,384	3,627	3,659	3,694	
외환손익	-4	7	-4	0	0	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	358	276	-688	-1,227	-1,587	
기타현금흐름	328	179	81	64	59	
투자활동 현금흐름	-2,939	-2,664	-3,230	-3,935	-4,175	
투자자산	-58	-353	-190	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,670	-1,730	-1,875	-1,915	-1,955	
유형자산 감소	8	3	1	0	0	
기타현금흐름	-1,219	-584	-1,166	-2,020	-2,220	
재무활동 현금흐름	-2,462	-2,450	-2,697	-2,974	-3,168	
단기차입금	0	0	-41	-40	0	
사채 및 장기차입금	66	84	-54	-50	-50	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-463	-466	-415	-484	-518	
기타현금흐름	-2,065	-2,068	-2,188	-2,400	-2,600	
연결범위변동 등 기타	0	0	1,286	2,443	3,045	
현금의 증감	-73	-40	130	160	242	
기초 현금	353	280	240	370	531	
기말 현금	280	240	370	531	772	
NOPLAT	1,966	1,622	2,099	2,595	2,916	
FCF	3,658	3,343	2,896	2,711	2,585	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

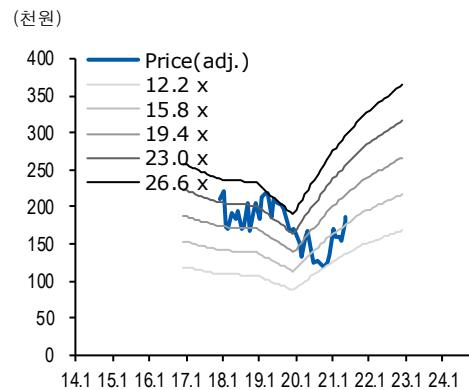
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		7,441	8,291	9,003	10,137	10,812
현금및현금성자산		280	240	370	531	772
매출채권 및 기타채권		894	958	987	1,390	1,426
재고자산		909	1,215	1,546	1,998	2,274
비유동자산		14,283	15,421	16,243	16,286	16,338
유형자산		5,498	5,915	6,200	6,256	6,316
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0	0
기타투자자산		2,399	2,431	2,927	2,927	2,927
자산총계		21,724	23,712	25,245	26,423	27,150
유동부채		9,507	10,034	10,829	10,415	9,342
매입채무 및 기타채무		6,764	7,227	6,185	5,811	4,737
단기차입금		23	85	40	0	0
유동성장기부채		0	18	6	6	6
비유동부채		5,991	6,709	7,144	7,094	7,044
장기차입금		94	139	101	51	1
사채		0	0	0	0	0
부채총계		15,498	16,743	17,973	17,509	16,386
지배지분		6,226	6,968	7,273	8,914	10,764
자본금		173	173	173	173	173
자본잉여금		3,216	3,216	3,216	3,216	3,216
이익잉여금		2,612	3,357	3,665	5,311	7,166
비자본금		0	0	0	0	0
자본총계		6,226	6,968	7,273	8,914	10,764
순차입금		197	520	570	200	-211
총차입금		5,798	6,604	6,970	6,880	6,830

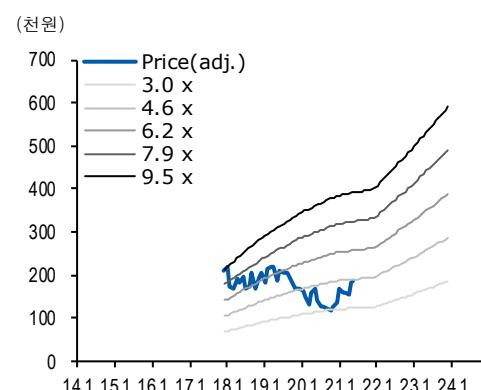
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		8,758	7,100	10,152	12,320	13,732
BPS		36,040	40,337	42,100	51,599	62,312
EBITDAPS		30,456	29,792	33,818	36,832	38,874
SPS		344,023	357,632	391,155	416,337	435,679
DPS		2,700	2,400	2,800	3,000	3,200
PER		22.5	19.7	18.3	15.1	13.5
PBR		5.5	3.5	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA		6.5	4.8	5.6	5.1	4.7
PSR		0.6	0.4	0.5	0.4	0.4

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)		2.9	4.0	9.4	6.4	4.6
영업이익 증가율 (%)		3.7	-17.5	29.4	23.6	12.4
지배순이익 증가율 (%)		-1.8	-18.9	43.0	21.4	11.5
매출총이익률 (%)		17.8	17.0	17.5	17.7	17.7
영업이익률 (%)		3.3	2.6	3.1	3.6	3.9
지배순이익률 (%)		2.5	2.0	2.6	3.0	3.2
EBITDA 마진 (%)		8.9	8.3	8.6	8.8	8.9
ROIC		274.5	162.9	106.6	71.3	53.8
ROA		8.3	5.4	7.2	8.2	8.9
ROE		26.5	18.6	24.6	26.3	24.1
부채비율 (%)		248.9	240.3	247.1	196.4	152.2
순차입금/자기자본 (%)		3.2	7.5	7.8	2.2	-2.0
영업이익/금융비용 (배)		10.3	9.0	0.0	0.0	0.0

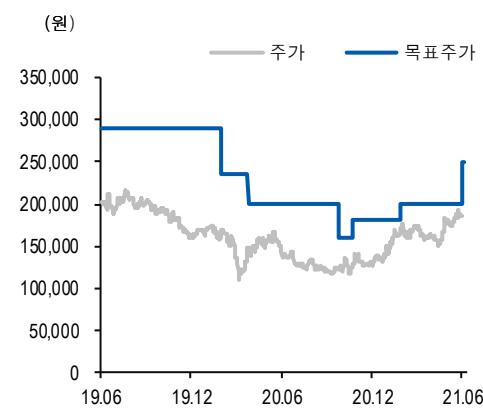
P/E band chart



P/B band chart



BGF 리테일(282330) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-06-15	BUY	250,000	1년		
2021-02-10	BUY	200,000	1년	-15.66	-4.00
2020-11-06	BUY	180,000	1년	-22.17	-5.56
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

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-06-12

※ 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 투자 의사결정은 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.