

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

Company Data

자본금	495 억원
발행주식수	4,955 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	61,687 억원

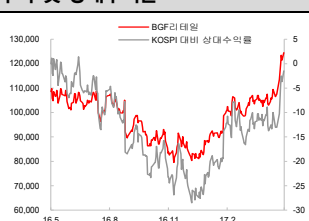
주요주주

홍석조(외22)	55.47%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY(외29)	5.82%
외국인지분률	33.10%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(17/05/15)	124,500 원
KOSPI	2290.65 pt
52주 Beta	0.96
52주 최고가	124,500 원
52주 최저가	79,500 원
60일 평균 거래대금	118 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.7%	11.6%
6개월	49.5%	28.4%
12개월	14.4%	-1.8%

BGF 리테일 (027410/KS | 매수(유지) | T.P 160,000 원(상향))

편의점, Big2 위주의 성장 강화

BGF 리테일에 대한 목표주가는 기존 140,000 원에서 160,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지. 목표주가 상향은 예상을 초과하는 출점이 지속되고 있어 향후 이익 성장 또한 예상을 초과할 가능성이 높다는 점을 반영. 특히, 최근 편의점 업계의 출점이 BGF 리테일과 GS 리테일로 집중되며 Big2 위주의 성장이 더욱 강화될 것이라는 점에 주목. 편의점 성수기에 진입하고 있는 현시점은 차익실현보다는 추가 매수를 해야 할 시점이라 판단.

목표주가 160,000 원으로 상향, 편의점 Big2 위주의 구조개편 가속화

BGF 리테일에 대한 목표주가는 기존 140,000 원에서 160,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지. 목표주가 상향은 예상을 초과하는 출점이 지속되고 있어 향후 이익 성장 또한 예상을 초과할 가능성이 높다는 점을 반영한 것. 특히, 최근 편의점 업계의 출점이 BGF 리테일과 GS 리테일로 집중되며 Big2 위주의 성장이 더욱 강화될 것이라는 점에 주목. Big2 위주의 점포 확장은 편의점을 운영하고자 하는 잠재 점주들이 'CU'와 'GS25'를 운영하는 것을 선호하기 때문.

당사는 편의점은 소비 수요 증가뿐만 아니라 점포 운영을 하고자 하는 점주들의 수요 또한 중요한 경쟁력이라 판단. 많은 점포는 규모의 경제를 통해 수익성을 확대할 수 있고 이는 개별 점주들의 이익 역시 개선시킬 수 있는 요인이기 때문. 실제로 후발 주자인 위드미(이마트)는 상대적으로 낮은 브랜드 인지도로 점주 모집이 기대에 미치지 못해 직영점을 오픈하는 것으로 전략을 수정한 바 있음. 그러나 점주와의 상생모델이 경쟁력인 편의점에 있어 직영점을 통한 점포 확장은 일시적으로 활용할 수 있는 방법에 불과. 이마트 역시 매출이 안정화되는 직영점은 가맹점으로 전환할 계획을 갖고 있음.

예상을 초과하는 수익성 개선

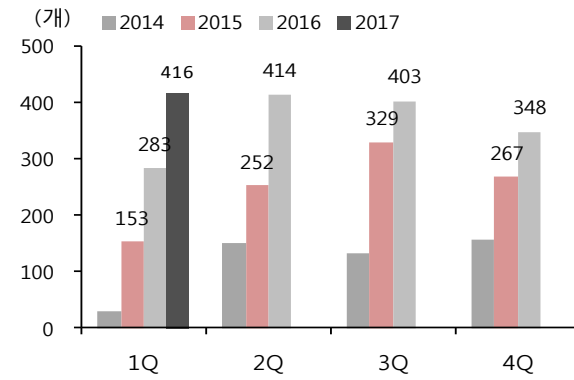
동사 편의점의 수익성 개선 역시 예상을 초과하고 있음. 수익성이 낮은 담배의 비중이 축소되고 수익성이 높은 일반 상품의 비중이 지속적으로 확대되고 있기 때문. 특히, 같은 일반 상품이라도 PB 상품의 수익성이 더 좋은데, PB 상품의 매출 비중이 빠르게 증가하고 있음. 2016 년 PB 상품의 구성비는 일반상품 대비 27%로 전년 대비 3%p 개선되었음. 여기에 점포 수 증가에 따른 규모의 경제 효과 역시 수익성 개선을 이끌고 있는 것으로 판단.

편의점 성수기에 진입하고 있는 현시점은 차익실현보다는 추가 매수를 해야 할 시점이라 판단.

영업실적 및 투자지표

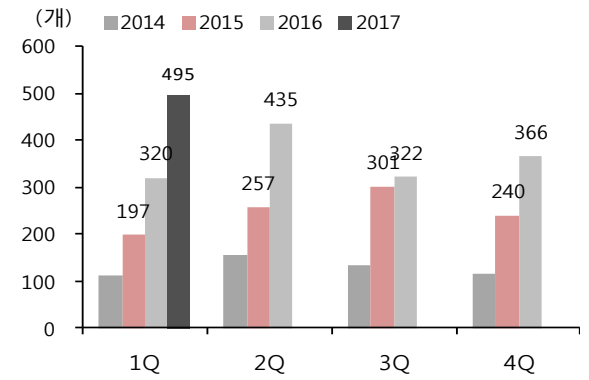
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	33,680	43,343	50,526	58,429	66,994	75,737
yoy	%	7.6	28.7	16.6	15.6	14.7	13.1
영업이익	억원	1,241	1,836	2,172	2,775	3,354	3,939
yoy	%	18.2	47.9	18.3	27.8	20.9	17.4
EBITDA	억원	2,290	2,914	3,307	3,732	4,420	5,045
세전이익	억원	1,362	1,965	2,404	2,945	3,530	4,115
순이익(지배주주)	억원	1,016	1,517	1,835	2,279	2,753	3,209
영업이익률%	%	3.7	4.2	4.3	4.8	5.0	5.2
EBITDA%	%	6.8	6.7	6.6	6.4	6.6	6.7
순이익률	%	3.0	3.5	3.7	3.9	4.1	4.2
EPS	원	2,063	3,072	3,704	4,600	5,557	6,477
PER	배	18.6	27.9	22.1	27.1	22.4	19.2
PBR	배	3.4	5.5	4.4	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	배	6.8	12.4	10.5	14.6	12.3	10.2
ROE	%	27.0	22.8	21.6	22.0	21.7	21.1
순차입금	억원	-3,622	-6,442	-6,234	-7,901	-8,134	-10,851
부채비율	%	134.0	109.6	103.5	123.5	122.4	130.6

BGF 리테일 분기별 점포수 순증



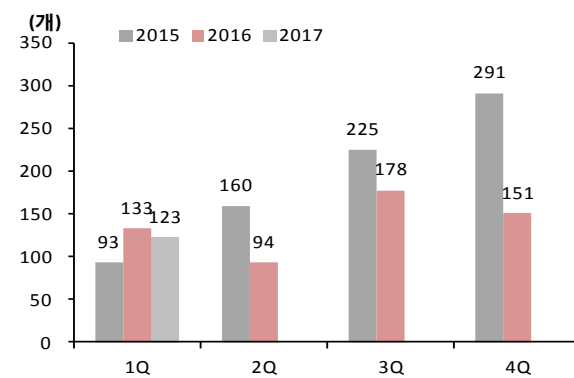
자료: BGF 리테일 SK 증권

GS 리테일 분기별 점포수 순증



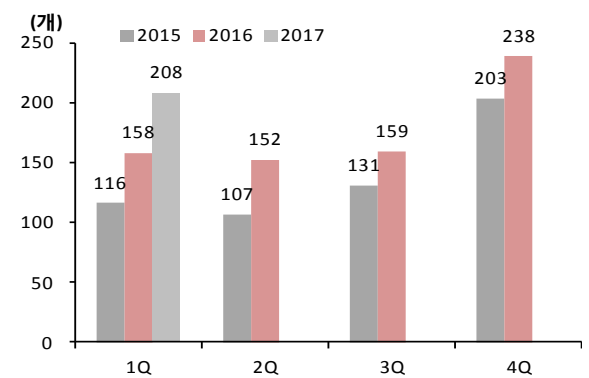
자료: GS 리테일 SK 증권

세븐일레븐 분기별 점포수 순증



자료: 코리아세븐 SK 증권

위드미 분기별 점포수 순증



자료: 이마트 SK 증권

BGF 리테일 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	877	1,363	1,537	2,052	2,507	2,949	3,309
편의점 Multiple(X)				35.0	28.0	25.2	22.7
A. 편의점 영업가치(억원)				71,828	70,187	74,321	75,038
B. 순현금(억원)				8,000	9,000	10,000	11,000
산정 적정 시가총액(=A+B)				79,828	79,187	84,321	86,038
총주식수(천주)				48,548	48,548	48,548	48,548
적정주가				164,432	163,111	173,687	177,225

목표주가(원)	160,000						
목표 시가총액(억원)	77,676						
지배주주순이익(억원)	1,016	1,517	1,835	2,279	2,753	3,209	3,582
각 연도말 시가총액(억원)	18,850	42,487	40,530	41,868			
목표 시가총액 대비 각 연도 Implied P/E Multiple(X)				34.1	28.2	24.2	21.7
각 연도말 P/E Multiple(X)	18.5	28.0	22.1	18.4			

자료: SK 증권 리서치센터

BGF 리테일 분기 및 연간 실적 전망

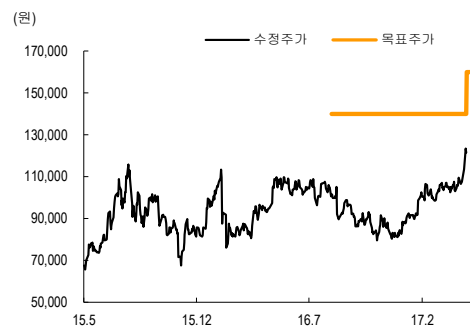
단위: 억원, %

BGF리테일(IFRS 연결)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년	2017년E	2018년E
매출	8,843	11,099	12,062	11,339	10,923	12,725	13,722	13,157	12,156	14,967	16,041	15,266	43,343	50,526	58,429	66,994
편의점	8,692	10,936	11,881	11,068	10,672	12,422	13,435	12,884	11,846	14,635	15,677	14,916	42,576	49,413	57,075	65,489
기타	150	163	182	272	251	302	287	273	310	331	363	350	766	1,114	1,354	1,504
영업이익	423	513	544	356	277	627	712	555	396	827	875	675	1,836	2,172	2,774	3,354
편의점	431	477	509	331	277	556	647	489	384	773	834	641	1,748	1,970	2,631	3,214
기타	-8	36	35	25	0	71	65	66	12	55	42	35	88	202	143	140
영업이익률	4.8%	4.6%	4.5%	3.1%	2.5%	4.9%	5.2%	4.2%	3.3%	5.5%	5.5%	4.4%	4.2%	4.3%	4.7%	5.0%
편의점 OPM	5.0%	4.4%	4.3%	3.0%	2.6%	4.5%	4.8%	3.8%	3.2%	5.3%	5.3%	4.3%	4.1%	4.0%	4.6%	4.9%
세전이익	431	558	577	398	388	669	751	597	434	871	919	719	1,965	2,405	2,945	3,530
세전이익률	4.9%	5.0%	4.8%	3.5%	3.6%	5.3%	5.5%	4.5%	3.6%	5.8%	5.7%	4.7%	4.5%	4.8%	5.0%	5.3%
당기순이익	321	423	439	346	300	524	569	453	320	680	717	561	1,528	1,846	2,278	2,753
지배주주순이익	323	418	429	347	291	523	570	452	321	680	717	561	1,517	1,835	2,279	2,753

자료: BGF 리테일 SK 증권 리서치센터

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.05.16	매수	160,000원
2017.03.22	매수	140,000원
2017.02.10	매수	140,000원
2017.01.10	매수	140,000원
2016.12.08	매수	140,000원
2016.11.15	매수	280,000원
2016.11.08	매수	280,000원
2016.10.26	매수	280,000원
2016.09.26	매수	280,000원
2016.09.06	매수	280,000원
2016.08.30	매수	280,000원
2016.08.12	담당자 변경	



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 16일 기준)

매수	93.66%	중립	6.34%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,476	9,834	15,213	19,071	25,573
현금및현금성자산	1,522	1,014	5,717	9,083	15,031
매출채권및기타채권	469	715	829	946	1,068
재고자산	526	808	937	1,069	1,207
비유동자산	6,741	9,342	10,894	12,101	13,182
장기금융자산	393	445	445	445	445
유형자산	3,743	5,774	6,527	6,863	6,911
무형자산	515	858	915	961	998
자산총계	16,216	19,176	26,106	31,172	38,755
유동부채	6,902	7,391	9,646	12,011	14,481
단기금융부채	664	449	1,631	2,872	4,175
매입채무 및 기타채무	4,786	5,609	6,477	7,392	8,342
단기충당부채	41	55	55	55	55
비유동부채	1,577	2,364	4,782	5,147	7,468
장기금융부채	14	114	1,969	3,860	5,790
장기매입채무 및 기타채무	0	128	257	385	513
장기충당부채	9	23	27	33	38
부채총계	8,479	9,754	14,428	17,158	21,949
지배주주지분	7,732	9,240	11,498	13,834	16,626
자본금	248	495	495	495	495
자본잉여금	1,041	791	791	791	791
기타자본구성요소	-53	-59	-59	-59	-59
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	6,494	8,026	10,305	12,662	15,475
비지배주주지분	5	182	181	181	181
자본총계	7,737	9,422	11,679	14,015	16,807
부채외자본총계	16,216	19,176	26,106	31,172	38,755

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,017	2,864	3,633	2,429	4,813
당기순이익(손실)	1,528	1,846	2,278	2,753	3,209
비현금성항목등	1,597	1,625	1,454	1,667	1,836
유형자산감가상각비	930	982	847	944	975
무형자산상각비	148	154	110	122	131
기타	182	44	-324	-482	-639
운전자본감소(증가)	241	139	435	-1,347	541
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-391	-198	-115	-117	-122
재고자산감소(증가)	103	-279	-129	-132	-137
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	741	660	868	915	950
기타	-212	-43	-190	-2,012	-150
법인세납부	-350	-746	-534	-644	-773
투자활동현금흐름	-4,358	-1,501	-1,920	-1,600	-1,344
금융자산감소(증가)	-3,308	-424	0	0	0
유형자산감소(증가)	-926	-1,024	-1,600	-1,280	-1,024
무형자산감소(증가)	-147	-168	-168	-168	-168
기타	22	115	-152	-152	-152
재무활동현금흐름	774	-1,864	2,989	2,537	2,479
단기금융부채증가(감소)	528	395	1,182	1,241	1,303
장기금융부채증가(감소)	-451	-393	1,855	1,892	1,930
자본의증가(감소)	923	0	0	0	0
배당금의 지급	-185	-303	0	-396	-396
기타	-41	-1,563	-47	-199	-357
현금의 증가(감소)	-586	-508	4,703	3,366	5,949
기초현금	2,108	1,522	1,014	5,717	9,083
기말현금	1,522	1,014	5,717	9,083	15,031
FCF	2,768	1,977	1,767	883	3,523

자료 : BGF리테일 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	43,343	50,526	58,429	66,994	75,737
매출원가	34,342	40,485	46,671	53,512	60,496
매출총이익	9,001	10,041	11,758	13,482	15,241
매출총이익률 (%)	20.8	19.9	20.1	20.1	20.1
판매비와관리비	7,165	7,869	8,984	10,128	11,302
영업이익	1,836	2,172	2,775	3,354	3,939
영업이익률 (%)	4.2	4.3	4.8	5.0	5.2
비영업손익	129	232	170	176	176
순금융비용	-88	-68	175	328	485
외환관련손익	0	10	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	11	35	21	21	21
세전계속사업이익	1,965	2,404	2,945	3,530	4,115
세전계속사업이익률 (%)	4.5	4.8	5.0	5.3	5.4
계속사업법인세	436	558	667	777	905
계속사업이익	1,528	1,846	2,278	2,753	3,209
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,528	1,846	2,278	2,753	3,209
순이익률 (%)	3.5	3.7	3.9	4.1	4.2
지배주주	1,517	1,835	2,279	2,753	3,209
지배주주귀속 순이익률(%)	3.5	3.63	3.9	4.11	4.24
비지배주주	12	11	-1	0	0
총포괄이익	1,530	1,825	2,257	2,732	3,188
지배주주	1,519	1,814	2,258	2,732	3,188
비지배주주	11	11	-1	0	0
EBITDA	2,914	3,307	3,732	4,420	5,045

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	28.7	16.6	15.6	14.7	13.1
영업이익	47.9	18.3	27.8	20.9	17.4
세전계속사업이익	44.2	22.3	22.5	19.9	16.6
EBITDA	27.2	13.5	12.8	18.4	14.2
EPS(계속사업)	48.9	20.6	24.2	20.8	16.6
수익성 (%)					
ROE	22.8	21.6	22.0	21.7	21.1
ROA	10.3	10.4	10.1	9.6	9.2
EBITDA마진	6.7	6.6	6.4	6.6	6.7
안정성 (%)					
유동비율	137.3	133.1	157.7	158.8	176.6
부채비율	109.6	103.5	123.5	122.4	130.6
순차입금/자기자본	-83.3	-66.2	-67.7	-58.0	-64.6
EBITDA/이자비용(배)	31.0	32.5	21.3	13.5	10.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,072	3,704	4,600	5,557	6,477
BPS	15,605	18,649	23,206	27,920	33,555
CFPS	5,255	5,996	6,532	7,708	8,710
주당 현금배당금	1,200	800	800	800	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.7	30.6	27.1	22.4	19.2
PER(최저)	11.6	20.5	17.6	14.6	12.5
PBR(최고)	7.4	6.1	5.4	4.5	3.7
PBR(최저)	2.3	4.1	3.5	2.9	2.4
PCR	16.3	13.6	19.1	16.2	14.3
EV/EBITDA(최고)	17.4	15.2	14.6	12.3	10.2
EV/EBITDA(최저)	3.9	9.6	8.8	7.4	6.0