

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

Company Data

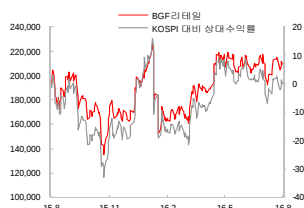
자본금	248 억원
발행주식수	2,477 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	51,901 억원
주요주주	
홍석조(외20)	58.78%

외국인지분률	28.10%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(16/08/26)	209,500 원
KOSPI	2037.5 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	226,500 원
52주 최저가	135,000 원
60일 평균 거래대금	133 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.7%	-4.2%
6개월	28.1%	20.8%
12개월	8.0%	0.4%

BGF 리테일 (027410/KS | 매수(신규편입) | T.P 280,000 원(신규편입))

Valuation 논란, 출점으로 해소할 것

BGF 리테일에 대해 투자자들은 높은 Valuation 수준을 부담스러워 한다. 이러한 부담은 동사의 성장성이 둔화될 수 있을 것이라는 우려 때문이다. 이러한 우려는 편의점의 영업 환경을 고려하면 충분히 해소될 것으로 판단한다. 1) 할인점과 SSM에 대한 출점 규제가 지속되며 편의점이 출점 가능한 지역은 2000년대보다 많아졌으며 2) 편의점 업체 내의 경쟁에서 세븐일레븐이 위축되고 있어 BGF 리테일의 출점 여력은 더 높아졌다.

목표주가 280,000 과 투자 의견 매수로 분석 시작

BGF 리테일에 대해 목표주가 280,000 원과 투자 의견 매수로 커버리지를 시작한다. 목표 주가 280,000 원은 시가총액 6 조 9,000 억원 수준으로 편의점의 영업 가치 6 조 2,000 억 원과 순현금 7,000 억원으로 구성되어 있다. 이는 2017년 순이익 대비 P/E 34.5x에 해당하는 것으로 낮지 않은 valuation 수준이다. 그럼에도 불구하고 동사가 편의점 업체에서 점포수 기준 1위를 유지하고 있고 편의점의 영업이익을 훼손할 사업들이 없다는 점을 고려하면 높은 Multiple을 적용받을만 하다고 판단한다.

현재 편의점 업체, 다른 업체와 출점 경쟁이 없음

담배가격 인상 외에도 편의점이 성장을 재개하게 된 주요 요인은 2014년 하반기에 단행된 신규 출점시 동일 브랜드간 250m 이내에는 출점을 할 수 없도록 한 편의점 출점 규제의 폐지다. 대신 편의점은 '가맹사업법'을 통해 본사와 점주간의 계약에 대해 규제를 받고 있다. 근본적으로 편의점 출점은 상권이 확보된다면 출점할 수 있는 것으로 변경이 된 것이다. 반면, 대형마트와 SSM의 출점은 2020년까지 규제에 묶여 있다. 이 시가지 식품을 유통하는 업체 중 출점이 가능한 것은 편의점뿐인 것이다.

편의점 업체 내에서의 경쟁, 3사에서 2사로

편의점 업체는 2012년까지는 CU, GS25, 세븐일레븐이 치열한 출점 경쟁을 해왔으나 2014년 규제 완화 이후 출점은 절대적으로 CU와 GS25에 의해 주도되고 있다. 세븐일레븐의 영업력이 상대적으로 약화된 것으로 평가할 수 있다. 따라서 GS 리테일과 함께 동사의 출점 여력은 오히려 확대된 것으로 판단된다.

영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	31,300	33,680	43,343	50,164	57,302	64,942
yoy	%	7.5	7.6	28.7	15.7	14.2	13.3
영업이익	억원	1,050	1,241	1,836	1,969	2,401	2,910
yoy	%	64.8	18.2	47.9	7.2	22.0	21.2
EBITDA	억원	2,134	2,290	2,914	3,277	3,809	4,340
세전이익	억원	933	1,362	1,965	2,209	2,577	3,086
순이익(지배주주)	억원	689	1,016	1,517	1,713	2,010	2,407
영업이익률%	%	3.4	3.7	4.2	3.9	4.2	4.5
EBITDA%	%	6.8	6.8	6.7	6.5	6.7	6.7
순이익률	%	2.2	3.0	3.5	3.4	3.5	3.7
EPS	원	2,796	4,125	6,144	6,913	8,113	9,716
PER	배	0.0	18.5	27.9	30.3	25.8	21.6
PBR	배	0.0	3.4	5.5	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	배	0.0	6.8	12.4	13.9	11.5	9.7
ROE	%	40.2	27.0	22.8	20.3	20.1	20.2
순차입금	억원	898	-3,622	-6,442	-6,493	-8,358	-10,072
부채비율	%	471.5	134.0	109.6	102.0	99.8	90.3

BGF 리테일 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	877	1,363	1,441	1,778	2,163	2,478	2,773
편의점 Multiple(X)				35.0	31.5	28.4	25.5
A. 편의점 영업가치(억원)				62,219	68,119	70,251	70,750
B. 순현금(억원)				7,000	8,000	9,000	10,000
산정 적정 시가총액(=A+B)				69,219	76,119	79,251	80,750
총주식수(천주)				24,774	24,775	24,776	24,777
적정주가				279,401	307,243	319,872	325,906

목표주가(원)	280,000						
목표 시가총액(억원)	69,367						
지배주주순이익(억원)	1,016	1,517	1,713	2,010	2,407	2,735	3,042
각 연도말 시가총액(억원)	18,850	42,487	51,901				
목표 시가총액 대비 각 연도 Implied P/E Multiple(X)	68.2	45.7	40.5	34.5	28.8	25.4	22.8
각 연도말 P/E Multiple(X, 2016년은 8월 26일 기준)	18.5	28.0	30.3				

자료: SK 증권 리서치센터

주: 순현금은 당사 추정치보다 다소 보수적으로 반영

BGF 리테일 분기 및 연간 이익 추이 및 전망

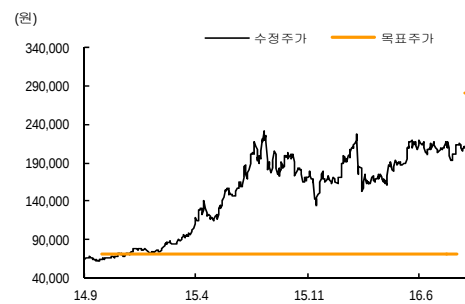
IFRS 연결 단위: 억원

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년E	2017년E
매출	8,843	11,099	12,062	11,339	10,923	12,725	13,813	12,704	12,545	14,510	15,755	14,492	43,343	50,164	57,302
편의점	8,692	10,936	11,881	11,068	10,672	12,422	13,497	12,411	12,260	14,188	15,398	14,159	42,576	49,002	56,004
기타	150	163	182	272	251	302	316	293	285	322	357	333	766	1,162	1,298
영업이익	423	513	544	356	277	627	641	423	348	732	793	527	1,836	1,969	2,401
편의점	431	477	509	331	277	556	605	408	355	678	752	494	1,748	1,847	2,279
기타	-8	36	35	25	0	71	36	15	-7	54	41	34	88	122	122
영업이익률	4.8%	4.6%	4.5%	3.1%	2.5%	4.9%	4.6%	3.3%	2.8%	5.0%	5.0%	3.6%	4.2%	3.9%	4.2%
편의점	5.0%	4.4%	4.3%	3.0%	2.6%	4.5%	4.5%	3.3%	2.9%	4.8%	4.9%	3.5%	4.1%	3.8%	4.1%
세전이익	431	558	577	398	388	669	685	467	392	776	837	571	1,965	2,209	2,577
세전이익률	4.9%	5.0%	4.8%	3.5%	3.6%	5.3%	5.0%	3.7%	3.1%	5.4%	5.3%	3.9%	4.5%	4.4%	4.5%
당기순이익	321	423	439	346	300	524	534	365	306	606	653	446	1,528	1,722	2,010
지배주주순이익	323	418	429	347	291	523	534	365	306	606	653	446	1,517	1,713	2,010

자료: BGF 리테일

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.08.30	매수	280,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 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 (2016 년 8 월 30 일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	7,231	9,476	10,135	12,731	15,118
현금및현금성자산	2,108	1,522	852	3,001	5,006
매출채권및기타채권	360	469	526	600	676
재고자산	630	526	590	673	759
비유동자산	6,154	6,741	8,624	9,237	9,823
장기금융자산	71	393	1,855	1,855	1,855
유형자산	3,692	3,743	5,502	5,608	5,809
무형자산	470	515	786	735	697
자산총계	13,385	16,216	18,759	21,969	24,941
유동부채	5,994	6,902	7,708	8,706	9,778
단기금융부채	832	664	715	768	824
매입채무 및 기타채무	4,120	4,786	5,361	6,077	6,855
단기충당부채	35	41	51	58	65
비유동부채	1,670	1,577	1,763	2,265	2,059
장기금융부채	297	14	240	470	705
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	9	254	290	654
부채총계	7,664	8,479	9,471	10,971	11,836
지배주주지분	5,590	7,732	9,139	10,850	12,958
자본금	246	248	248	248	248
자본잉여금	174	1,041	1,041	1,041	1,041
기타자본구성요소	47	-53	-59	-59	-59
자기주식	-124	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	5,121	6,494	7,907	9,619	11,729
비지배주주지분	131	5	148	148	147
자본총계	5,721	7,737	9,288	10,998	13,105
부채외자본총계	13,385	16,216	18,759	21,969	24,941

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,559	3,017	4,336	3,682	3,604
당기순이익(손실)	1,015	1,528	1,722	2,010	2,407
비현금성항목등	1,479	1,597	1,662	1,799	1,933
유형자산감가상각비	912	930	1,103	1,194	1,229
무형자산감가상각비	137	148	205	215	202
기타	155	182	-55	-84	-26
운전자본감소(증가)	346	241	1,753	317	-181
매출채권및기타채권의 감소(증가)	64	-391	-248	-74	-77
재고자산감소(증가)	-135	103	-61	-83	-86
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	584	741	1,149	716	778
기타	-166	-212	914	-241	-795
법인세납부	-280	-350	-802	-444	-556
투자활동현금흐름	-2,540	-4,358	-375	-1,350	-1,405
금융자산감소(증가)	-1,738	-3,308	484	0	0
유형자산감소(증가)	-663	-926	-954	-1,300	-1,430
무형자산감소(증가)	-88	-147	-163	-163	-163
기타	-51	22	259	113	188
재무활동현금흐름	96	774	-4,623	-184	-193
단기금융부채증가(감소)	75	528	-727	53	56
장기금융부채증가(감소)	38	-451	-1,742	230	235
자본의증가(감소)	98	923	0	0	0
배당금의 지급	-97	-185	-297	-297	-297
기타	-18	-41	-1,851	-170	-187
현금의 증가(감소)	116	-586	-670	2,148	2,005
기초현금	1,993	2,108	1,522	852	3,001
기말현금	2,108	1,522	852	3,001	5,006
FCF	1,762	2,768	3,860	2,164	1,955

자료 : BGF리테일 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	33,680	43,343	50,164	57,302	64,942
매출원가	25,688	34,342	40,290	46,023	52,159
매출총이익	7,992	9,001	9,874	11,279	12,783
매출총이익률 (%)	23.7	20.8	19.7	19.7	19.7
판매비와관리비	6,751	7,165	7,906	8,878	9,873
영업이익	1,241	1,836	1,969	2,401	2,910
영업이익률 (%)	3.7	4.2	3.9	4.2	4.5
비영업손익	121	129	240	176	176
순금융비용	-65	-88	-50	-92	-150
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	11	10	0	0
세전계속사업이익	1,362	1,965	2,209	2,577	3,086
세전계속사업이익률 (%)	4.1	4.5	4.4	4.5	4.8
계속사업법인세	348	436	486	567	679
계속사업이익	1,015	1,528	1,722	2,010	2,407
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,015	1,528	1,722	2,010	2,407
순이익률 (%)	3.0	3.5	3.4	3.5	3.7
지배주주	1,016	1,517	1,713	2,010	2,407
지배주주귀속 순이익률(%)	3.02	3.5	3.41	3.51	3.71
비지배주주	-2	12	10	0	0
총포괄이익	972	1,530	1,720	2,008	2,405
지배주주	975	1,519	1,711	2,008	2,405
비지배주주	-4	11	9	-1	-1
EBITDA	2,290	2,914	3,277	3,809	4,340

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.6	28.7	15.7	14.2	13.3
영업이익	18.2	47.9	7.2	22.0	21.2
세전계속사업이익	46.1	44.2	12.4	16.7	19.8
EBITDA	7.3	27.2	12.5	16.2	14.0
EPS(계속사업)	47.5	48.9	12.5	17.4	19.8
수익성 (%)					
ROE	27.0	22.8	20.3	20.1	20.2
ROA	8.1	10.3	9.9	9.9	10.3
EBITDA마진	6.8	6.7	6.5	6.7	6.7
안정성 (%)					
유동비율	120.6	137.3	131.5	146.2	154.6
부채비율	134.0	109.6	102.0	99.8	90.3
순차입금/자기자본	-63.3	-83.3	-69.9	-76.0	-76.9
EBITDA/이자비용(배)	21.2	31.0	21.3	22.4	23.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,125	6,144	6,913	8,113	9,716
BPS	22,686	31,211	36,890	43,796	52,304
CFPS	8,384	10,509	12,194	13,798	15,490
주당 현금배당금	600	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	19.2	37.7	32.8	27.9	23.3
PER(최저)	12.9	11.6	22.0	18.7	15.6
PBR(최고)	3.5	7.4	6.1	5.2	4.3
PBR(최저)	2.4	2.3	4.1	3.5	2.9
PCR	9.1	16.3	17.2	15.2	13.5
EV/EBITDA(최고)	7.0	17.4	15.2	12.6	10.6
EV/EBITDA(최저)	4.3	3.9	9.6	7.7	6.4