

BGF리테일 (027410.KS)

Company Note | 2015. 6. 5

지금은 모든 게 좋을 때

지금은 편의점 시장 환경, 실적 개선, 주가 상승 등 모든 측면에서 좋은 상황이고 이것이 반영되어 PER 27배로 상승. 하지만 해외 동종 업체의 밸류에이션, 고PER 진입 이후의 이마트 경험, 한국 유통시장의 특징을 감안 시 주가 부담 요인을 함께 고려 필요

현재 밸류에이션 수준에서 주가 부담 판단

- 투자 의견 Hold 이유는 1) 해외 동종업체와 비교 시 동사 PER 30배 적절 판단, 2) 동사는 27배로 이미 고PER로 진입하였고 이마트 사례에서 보듯이 작은 모멘텀 변화에도 주가 변동성 확대 가능, 3) 현재 밸류에이션 수준에서 주가 부담 요인 고려
- 목표주가 166,000원은 해외 동종 업체의 밸류에이션을 감안하여 편의점 사업가치를 PER 30배 적용하여 산정하였고, 여기에 현금성자산을 할인 후 합산하여 산출

담배 가격 인상의 전체 매출액과 매출총이익 증가 기여도 큼

- 2015년 담배 매출액 1.8조원(+53% y-y), 전년대비 증가분 6,232억원 추정. 담배의 전체 매출액 증가 기여도는 83%로 매우 높음
- 2015년 담배 매출총이익 709억원(+42% y-y), 전년대비 증가분 209억원 추정. 담배의 전체 매출총이익 증가 기여도는 18%로 추정. 1Q15 담배 재고평가이익 포함 시 기여도는 32%로 높아질 것으로 추정

양호한 업황을 바탕으로 실적 개선 지속 전망

- 편의점 시장은 점포 증가율, 구매건수 증가율, 구매단가 상승률 등 오프라인 채널 성장의 3요소 모두 양호. 담배 가격 인상 이외에도 상품 개선 노력, 소비시장에 신규 진입하는 젊은 연령층의 이용 증가, 소량 구매 패턴의 1인 가구 증가로 2015년 4월 누계 기준 전년동기비 21% 시장 성장
- 2015년 매출액 4조1,212억원(+22% y-y), 영업이익 1,758억원(+42% y-y) 추정. 여기에는 담배 가격 인상과 재고평가이익 효과, 차별화 상품 비중 확대, 점포 효율성 개선 및 판관비 부담 경감이 작용
- 2016년 매출액 4조4,573억원(+8% y-y), 영업이익 1,758억원(+0% y-y) 전망. 담배 재고평가이익 효과를 제거할 경우 2015년, 16년 영업이익증가율은 각각 +28%, +11%로 견고한 추세 유지 전망

결산기	매출액	증감률	영업이익	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	ROE
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(%)
2013	3,130	7.5	105	69	2,796	92.6	0.0	0.0	40.2
2014	3,368	7.6	124	102	4,125	47.5	18.5	3.4	27.0
2015E	4,121	22.4	176	141	5,714	38.5	26.1	5.4	22.6
2016F	4,457	8.2	176	145	5,892	3.1	25.3	4.5	19.4
2017F	4,768	7.0	193	161	6,543	11.1	22.8	3.8	18.2

주: EPS, PER, PBR은 지배지분 기준, 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

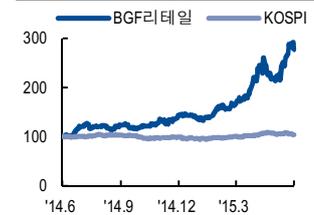
Hold (신규)

목표주가 166,000원 (신규)

현재가 ('15/6/4) 149,000원

업종	유통
KOSPI	2,072.86
KOSDAQ	704.56
시가총액(보통주)	3,671.4십억원
발행주식수(보통주)	24.6백만주
52주 최고가('15/06/03)	157,000원
최저가('14/06/18)	53,400원
평균거래대금(60일)	11.7십억원
배당수익률(2014)	0.78%
외국인지분율	25.9%

Price Trend



Analyst 홍성수

02)2229-6801, sshong@nhwm.com

Analyst 김혜련

02)768-7610, kay.kim@nhwm.com

투자의견 Hold와 목표주가 166,000원 제시

**지금은 모든 게 좋은
상황이고 Fwd PER는
27배로 상승**

BGF리테일에 대해 투자의견 Hold를 제시하며 커버리지를 시작한다. 현재 편의점 업황, 실적 개선은 매우 양호하고, 향후에도 당분간 견고할 것으로 전망된다. 이것은 밸류에이션 확장 및 주가 상승으로 그대로 이어졌고, 4Q Fwd PER는 27배로 상승하였다. 지금은 모든 게 좋은 상황으로 판단된다.

**해외 편의점 업체를 볼
때 밸류에이션 상단은
PER 30배로 판단**

이러한 상황에도 불구하고 투자의견 Hold를 제시하는 이유는 밸류에이션 측면에서 부담 요인이 있기 때문이다. 1) 해외 편의점 업체와 비교했을 때 한국 편의점 업체의 추가적인 밸류에이션 확장은 쉽지 않을 것으로 판단된다. 한국, 대만, 일본 편의점 업체가 편의점 시장 환경, 실적 모멘텀, 주주가치 정책, 소속 주식시장 측면에서 세부적 차이가 있어 비교의 애로점이 있다.

하지만 대만, 일본의 사례를 볼 때 역사적으로 편의점 업체의 밸류에이션 상단은 PER 30배 수준으로 판단된다. 따라서 한국 편의점 업체의 밸류에이션이 일시적으로 PER 30배를 상회할 수 있지만, 지속 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

**한국 유통 주가의
역사에서 고PER 경험이
있었던 이마트 사례**

2) 한국 유통 주가의 역사에서 이마트 사례를 볼 때 고PER의 유통 종목은 강한 모멘텀을 계속 유지해야 하는 부담이 있었고, 작은 모멘텀 변화에도 주가 변동성이 확대되었다. 동사는 이미 고PER에 진입했기 때문에 투자판단을 할 때 이마트 사례를 고려할 필요가 있다.

이마트 경우 할인점 시장 성장, 확고한 1위 지위 유지, 점포 효율성과 수익성 개선, 영업이익 증가세 등 강력한 모멘텀으로 밸류에이션은 4Q07 시점에 Fwd PER 최고점 26.4배를 기록했다. 하지만 이후 주가는 작은 모멘텀 변화에 민감하게 반응하며 변동성이 확대되었고, 2011년에는 할인점 시장의 성장 둔화와 함께 본격 하락세를 보였다.

**그리고 유통 시장의
특성을 감안 시
투자의견 Hold 적절
판단**

한국 유통 시장은 채널 간 및 채널 내 경쟁이 심하고, 소비 패턴 및 트렌드의 변화가 빠르다. 따라서 특정 채널 및 업체가 지배적 지위를 안정적으로 유지하기가 쉽지 않고, 유통 주가 역시 모멘텀 변화에 민감하다. 이러한 한국 유통 시장의 특징과 이마트 사례를 감안할 때 고PER로 진입한 동사의 적절한 투자의견은 Hold라고 판단된다.

BGF 리테일 목표주가 산정	(단위: 억원, 원, 배)				
	2Q15E	3Q15F	4Q15F	1Q16F	Total
매출액	10,528	11,295	10,546	9,679	42,048
(지배지분) 순이익	374	407	304	203	1,288
(지배지분) EPS	1,517	1,653	1,234	825	5,229
PER 적용배수					30.0
유통 사업가치(A)					156,871
현금성 자산가치(B)					9,298
목표주가(C=A+B)					166,170
현재주가					149,000
상승여력					11.5%
목표주가 대비 PER					31.8
목표주가 대비 PBR					12.0
목표주가 대비 EV/EBITDA					6.5

주: 현금성 자산가치는 예상 이자발생금융자산 6,943억원의 33% 반영
자료: NH투자증권 리서치센터

대만과 비교할 때 한국 편의점 업체의 PER 30배 적절 판단

한국 편의점 업체의 밸류에이션 레벨을 설정할 때 대만 편의점 업체와 비교하는 것이 적절하다.

대만 편의점 시장은 2000년대 빠른 성장으로 핵심 유통채널로 정착

대만 편의점 시장은 1인 가구 증가, 여성 싱글 가구 증가, 업체의 질적 성장 노력에 힘입어 2000년대 빠르게 성장하였고, 지금은 소매시장에서 백화점에 이어 두 번째로 큰 규모를 차지하고 있다. 대만 편의점은 매장면적이 60~ 80평(198~ 265㎡)으로 매우 크고, 소비자에게 다양한 상품과 서비스를 제공하고 있다. 매출 구성은 식품이 65%를 차지하고 있다. 이러한 점들로 인해 편의점은 대만에서 소비자 선호도가 가장 높은 핵심채널로 자리 잡았다.

한국 편의점이 1인 가구 증가, 젊은 연령층의 선호도 상승, 상품구성 개선 및 질적 성장 노력으로 꾸준히 성장하고 있는 것은 대만과 유사점이다. 하지만 매장면적이 22평(73㎡)으로 작아 상품과 서비스 확장에 공간적 제약이 있고, 매출 구성에서 담배/주류 비중이 45%로 높은 것은 차이점이다. 이러한 단점을 보완하기 위해 한국 편의점 업체는 다양한 스타일의 점포 출점, 식품 비중 확대에 많은 노력을 기울이고 있다.

대만 편의점 업체의 실적은 2000년대 장기 개선세 기록

대만 편의점 업체의 실적은 2000년대 일시적 부침이 있었지만, 시장 성장과 함께 장기 개선을 이루었다. 대만 Family Mart의 매출액은 2004년 156억달러(TWD, 이하 동일)에서 2014년 561억달러로, 동기간 영업이익은 1억달러에서 14억달러로 증가하였다. President Chain의 매출액은 2001년 720억달러에서 2014년 1,310억달러로, 동기간 영업이익은 29억달러에서 63억달러로 증가하였다.

대만 편의점 업체의 2014년 PER는 28~ 35배 수준

대만 편의점 업체의 밸류에이션은 시장 성장, 실적 개선, 주가 상승을 바탕으로 2000년대 꾸준히 확장되었다. Family Mart의 PER는 2005년 16.6배에서 2014년 34.5배로 높아졌다. President Chain의 PER는 동기간 17.2배에서 28.0배로 높아졌다.

대만 편의점 업체는 적극적 배당정책으로 장기간 높은 ROE 유지

이렇게 높은 밸류에이션의 배경에는 장기간 높은 ROE의 유지도 크게 작용했다. Family Mart의 ROE는 2006년 18.7%에서 2014년 28.7%로, President Chain 경우 동기간 24.5%에서 36.2%로 높아졌다. 이것은 견고한 실적 개선 이외에도 배당성향 40~ 90%, 배당수익률 3~ 6%라는 적극적 배당정책에 의해 가능했다.

한국 업체는 배당정책, ROE 방향성에서 대만과 차이 있음

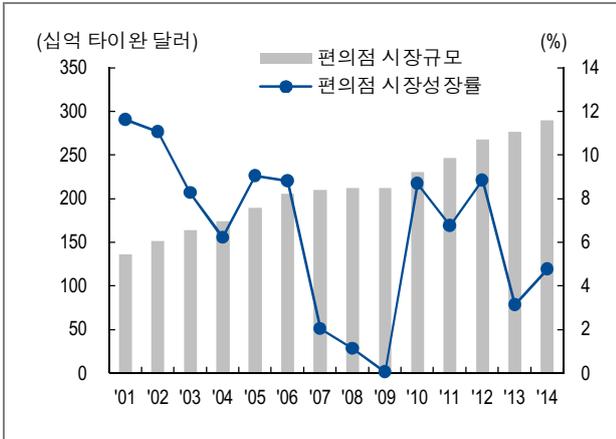
한국 편의점 업체의 밸류에이션은 대만 편의점 업체와 비슷한 요인으로 확장되고 있다. 하지만 뚜렷한 차이점은 배당성향, 배당수익률, ROE 방향성이다. 한국 편의점 업체는 담배 가격 인상 영향으로 실적 모멘텀이 대만 업체에 비해 단기적으로 우위에 있다.

그렇지만 이것으로 한국 업체의 밸류에이션이 대만 업체보다 더 높아야 된다고 주장하기는 힘들다. 오히려 적극적 배당정책의 장기 주가 영향력을 감안할 때 한국 편의점 업체의 밸류에이션은 대만 업체보다 낮은 수준이 적절하다고 판단된다.

한국 편의점 업체 PER 30배 적절

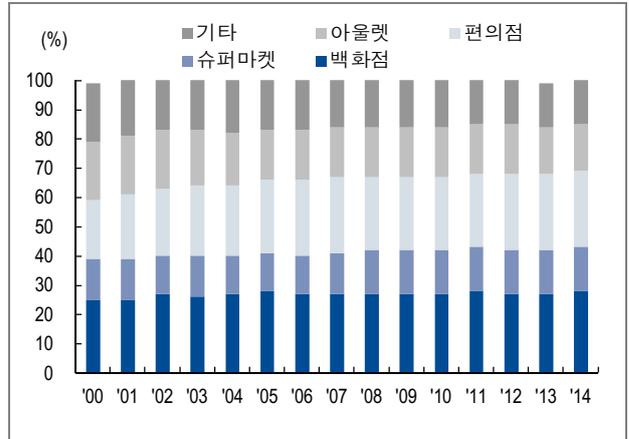
대만 편의점 업체와 비교 관점에서 한국 편의점 업체의 사업가치를 밸류에이션 할 때 적용 PER는 30배가 적절하다고 판단된다.

대만 편의점 시장규모 추이



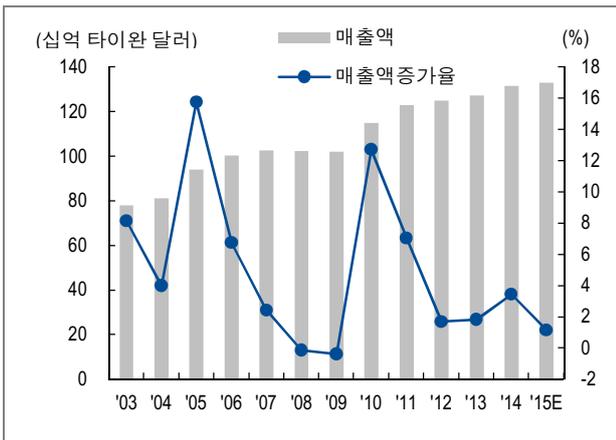
주: 2015년 1~4월 누계 기준 편의점시장성장률 0.7% 기록
 자료: Ministry of Economic Affairs Taiwan, NH투자증권 리서치센터

대만 유통채널별 비중 추이



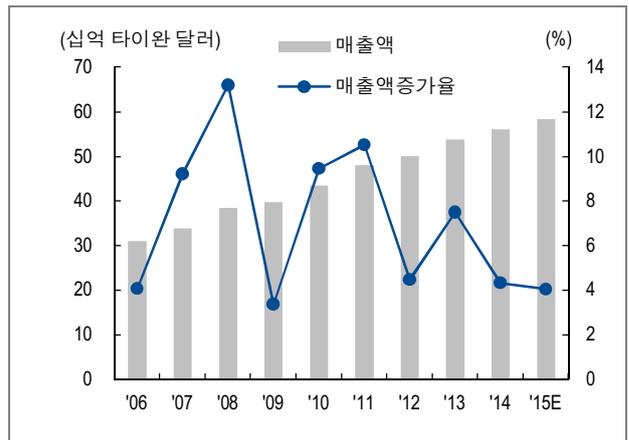
자료: Ministry of Economic Affairs Taiwan, NH투자증권 리서치센터

President Chain 매출액과 매출액증가율



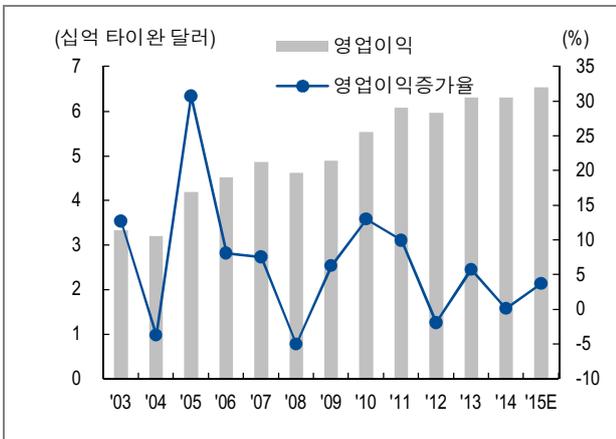
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

Taiwan Familymart 매출액과 매출액증가율



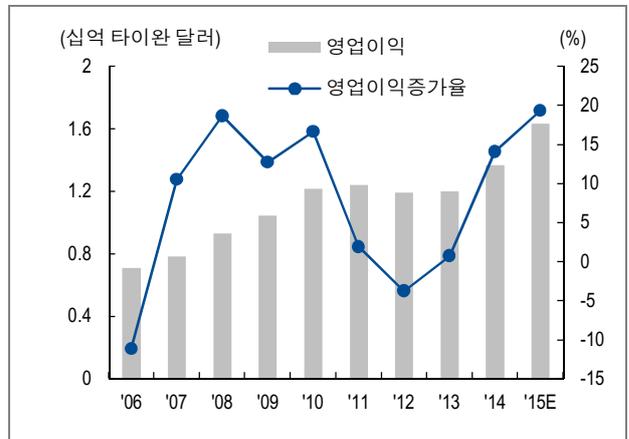
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

President Chain 영업이익과 영업이익증가율



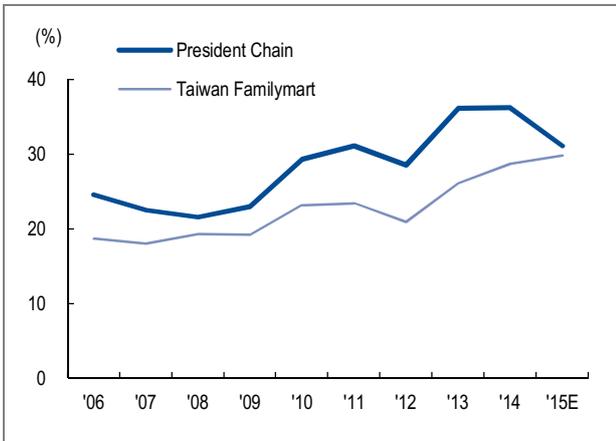
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

Taiwan Familymart 영업이익과 영업이익증가율



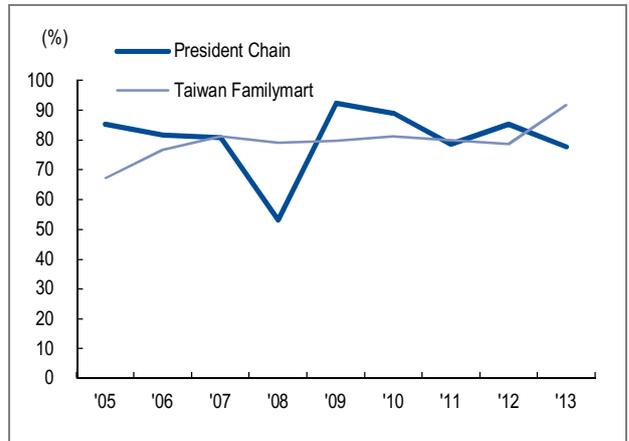
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

대만 편의점 업체 ROE



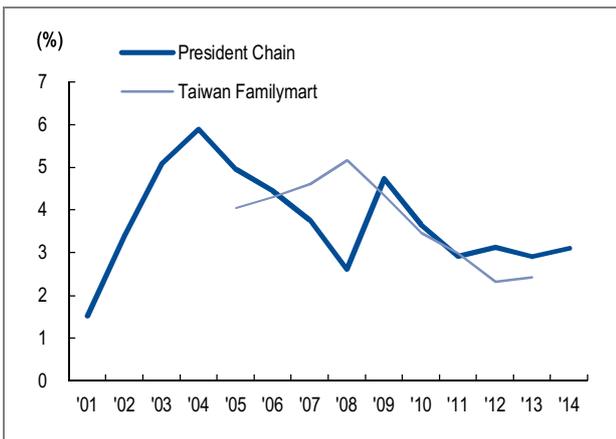
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

대만 편의점 업체 배당성향



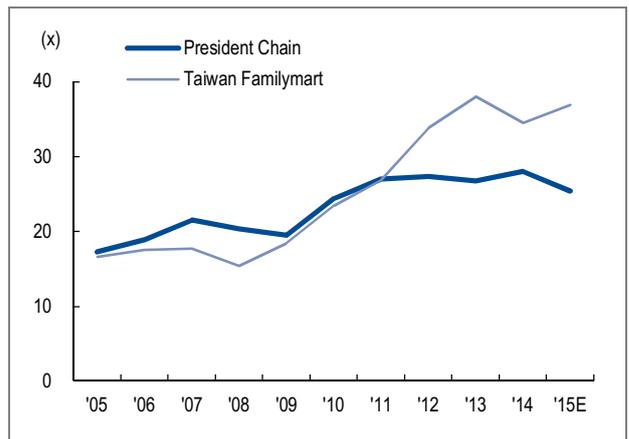
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

대만 편의점 업체 배당수익률



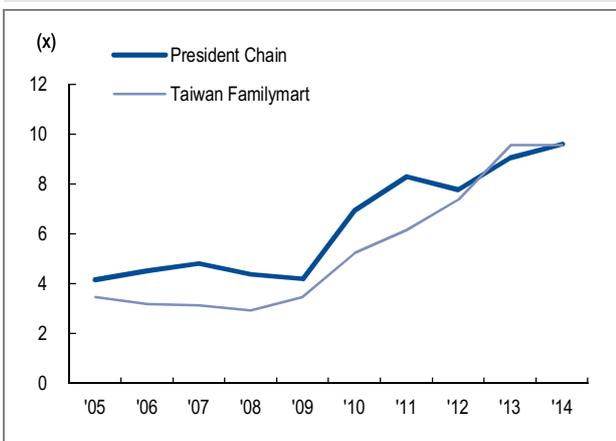
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

대만 편의점 업체 PER 추이



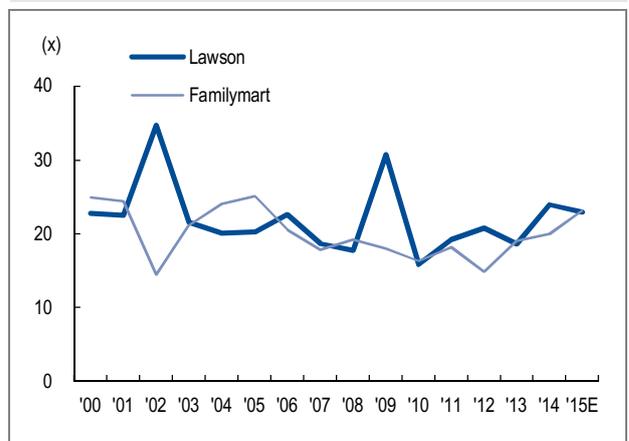
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

대만 편의점 업체 PBR 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

일본 편의점 업체 PER 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

참고: 글로벌 편의점업체 밸류에이션과 주가동향

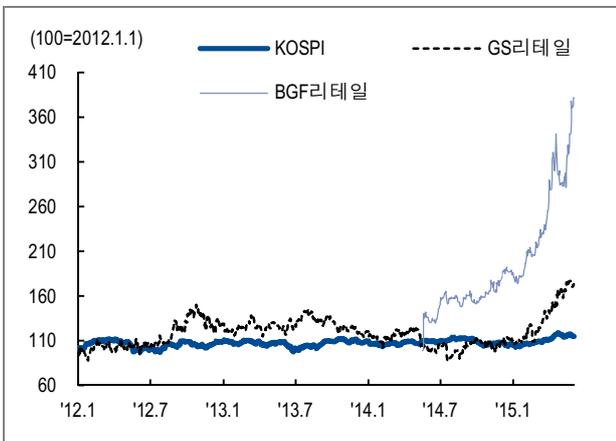
(단위: 각국 통화, 배, %)

업체	국가	업체	통화	주가 (6/1)	15E PER	상대 PER	15E PBR	15E ROE	주가상승률			
									1M	3M	6M	1Y
편의점	한국	BGF리테일	KRW	156,500	26.0	2.5	5.7	22.9	3.4	44.5	59.4	70.3
		GS리테일	KRW	40,100	20.2	2.0	1.8	8.9	33.2	78.2	111.2	186.1
	일본	Lawson	JPY	8,660	22.9	1.4	3.2	14.3	-2.4	-11.9	-4.3	-10.4
		Ministop	JPY	1,898	57.8	3.6			3.8	23.4	26.5	14.3
		Familymart	JPY	5,310	23.1	1.4	1.8	7.9	1.6	10.7	16.7	18.1
대만		President Chain	TWD	221.5	25.4	1.9	8.0	31.1	7.8	16.9	20.6	21.3
		Taiwan Familymart	TWD	248	36.9	2.8	10.6	29.8	3.9	-2.4	18.4	20.5

주: GS리테일은 당사 조사분석제한 종목으로 컨센서스 사용

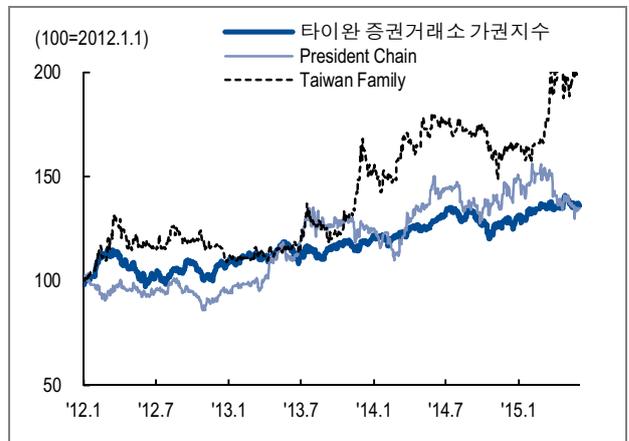
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 전망(BGF리테일)

한국 주요 편의점 업체 주가 동향



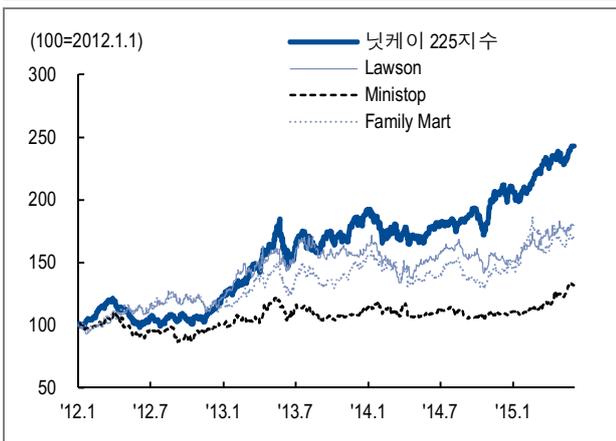
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

대만 주요 편의점 업체 주가 동향



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

일본 주요 편의점 업체 주가 동향



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

이마트 사례를 볼 때 고PER 종목은 강력한 모멘텀의 지속 부담이 있음

한국 유통 역사에서 이마트의 실적과 밸류에이션 사례를 참고 필요

한국 유통업체 중 주력 채널 성장 및 실적 개선에 따른 밸류에이션 확장을 분명하게 보여준 사례는 이마트(139480)이다. 이마트의 4Q Fwd PER는 할인점 시장의 장기 성장, 확고한 1위 지위 유지, 점포 효율성과 수익성 개선, 견고한 영업이익 증가를 바탕으로 4Q07 최고점 26.4배를 기록할 때까지 상승하였다.

2000년~ 11년 이마트의 실적 모멘텀은 이익의 성장성, 안정성, 예측 가능성 등 여러 측면에서 매우 강력했다. 하지만 4Q07 고PER로 진입한 이후 이마트 주가는 작은 모멘텀의 변화에도 민감하게 반응하며 변동성이 확대되었다. 이후 주가는 2011년 할인점 성장이 둔화되면서 본격적으로 하락하기 시작했고, 2012년 영업 규제와 함께 장기 약세를 보였다.

유통채널의 성장 사이클은 최종적으로는 사후적으로 확인된다. 유통 환경을 감안 시 편의점 시장의 성장은 상당 기간 지속될 전망이다. 하지만 주가의 관건은 모멘텀의 강약 및 변화이다.

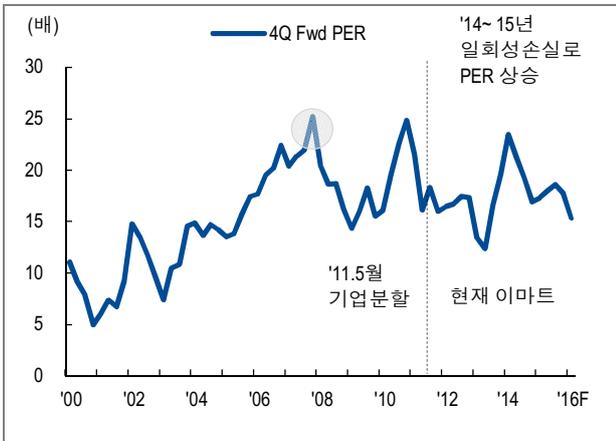
BGF리테일 Fwd PER 27배로 고PER 종목으로 변화

BGF리테일 경우 Fwd PER 27배로 예상되고 고PER 종목이 되었다. 고PER 종목의 경우 주가 유지 및 상승의 전제 조건은 강력한 모멘텀의 지속이다. 만약 업황과 실적 모멘텀이 기대를 충족시키지 못할 경우, 이마트 사례에서 보듯이 주가 하락 변동성은 순식간에 커진다.

향후 강한 모멘텀이 지속되어야 하는 부담 발생

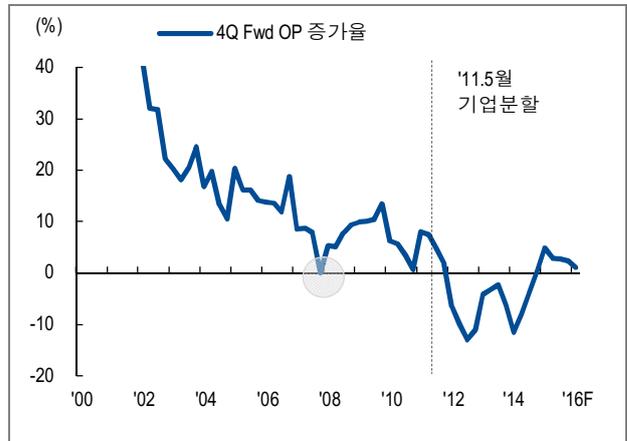
동사의 2015년 업황과 실적 모멘텀은 기대를 무난하게 충족시킬 전망이다. 하지만 2016년 실적은 담배 가격 인상의 기저 효과가 변수로 작용하면서 2015년보다 예측 가능성이 낮아질 수 있다. 이마트 사례에서 보듯이 고PER 상황에서 2016년 이후의 장기 모멘텀까지 높은 확률로 전제하는 것은 주가 측면에서 부담스럽다고 판단된다. 당사는 동사 투자의견을 Hold로 제시하는데 이것을 추가로 고려하였다.

이마트 4Q Fwd PER 추이



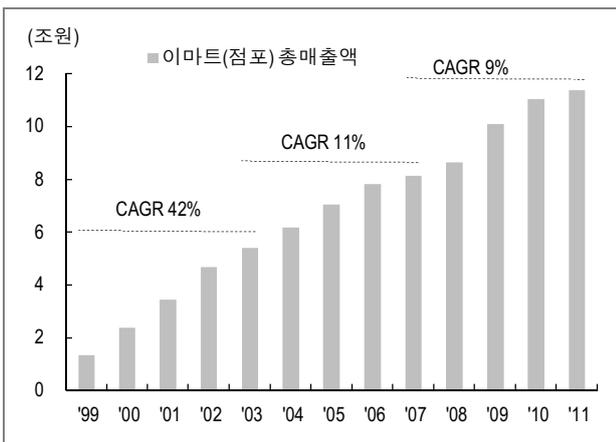
주: 기업분할 이전 시기는 이마트와 신세계백화점이 함께 반영되어 있지만 밸류에이션은 실질적으로 이마트에 의해 결정
 자료: 이마트, NH투자증권 리서치센터

이마트 4Q Fwd 영업이익증가율 추이



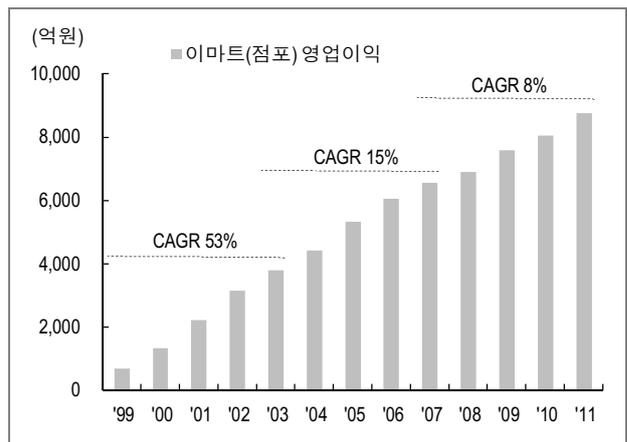
주: 2012년 규제 이후 영업이익 감소세로 전환
 자료: 이마트, NH투자증권 리서치센터

이마트(점포) 총매출액 추이



자료: 이마트, NH투자증권 리서치센터

이마트(점포) 영업이익 추이



자료: 이마트, NH투자증권 리서치센터

편의점 시장 동향: 오프라인 채널 성장의 3요소 모두 양호

점포 증가율, 구매건수 증가율, 구매단가 상승률 모두 양호

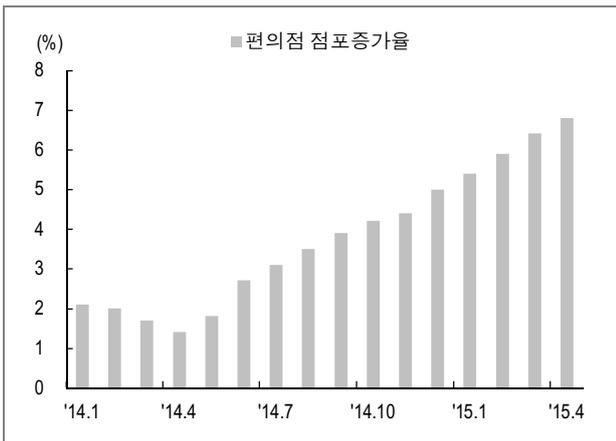
편의점 시장은 오프라인 유통채널 중에서 가장 양호한 업황을 보이고 있다. 이것은 점포 증가율, 구매건수 증가율, 구매단가 상승률 등 채널 성장의 3요소 모두 견고하기 때문이다. 2015년 1~ 4월 점포 증가율은 5.4~ 6.8%(y-y) 수준으로 전년동기간의 1.4~ 2.1%보다 높다. 신규 업체(이마트의 자회사 위드미)의 가세 외에도 기존 업체의 출점이 양호하기 때문이다.

2015년 1~ 4월 구매건수 증가율은 담배 판매량 감소의 후유증으로 1월 소폭 (-)를 보였지만, 3월, 4월 각각 4.9%, 6.9%로 개선되었다. 구매단가 상승률은 담배 판매량 감소율이 축소되고 여타 품목군이 매출 호조를 보이며 3~ 4월 20% 내외로 높아졌다.

편의점 업황 호조 지속 전망

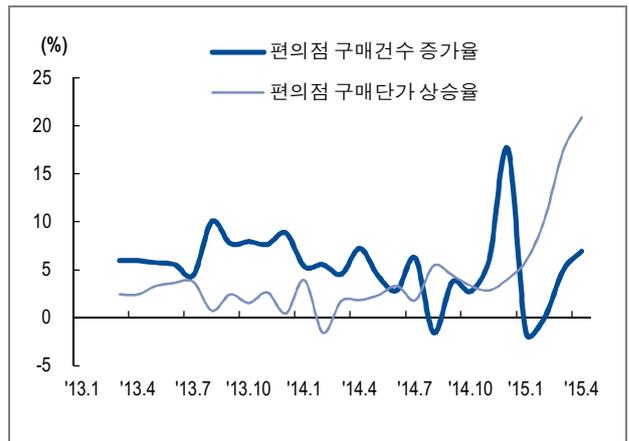
품목별 판매 동향을 보면 담배 이외 식품, 생활용품의 매출도 증가하고 있다. 이것은 업체의 상품 개선 노력, 소비시장에 신규 진입하는 젊은 연령층의 이용 증가, 소량 구매 패턴의 1인 가구 증가 때문이다. 이러한 요인으로 편의점 업황 호조는 상당 기간 지속될 것으로 전망된다.

편의점 점포증가율 추이



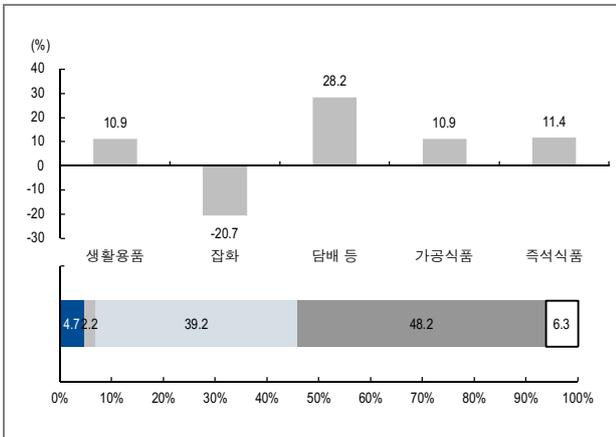
자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치센터

편의점 구매건수 증가율과 구매단가 상승률 추이



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치센터

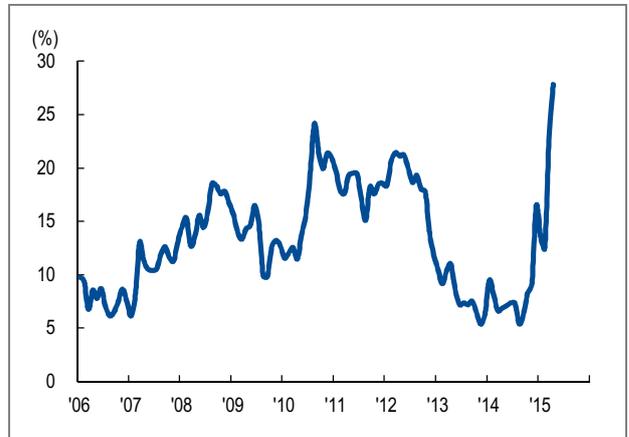
편의점 품목별 구성과 판매액 증가율(2015년 4월 누계)



주: 월별 데이터 단순 평균 사용

자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치센터

편의점 시장성장률 추이



주: 경상판매액 2개월 이동평균 증가율

자료: 통계청, NH투자증권 리서치센터

담배 가격 인상의 전체 매출액과 매출총이익 증가 기여도 큼

2015년 담배 매출액 6,232억원 증가 추정

2015년 담배 가격의 대폭 인상이 매출에 미친 영향은 매우 크다. 편의점 본사의 담배 매출액은 ‘가맹점 공급가액(담배 소매마진을 9.3%을 제외한 소매가격의 90.7% 해당) + 가맹점수수료(담배 소매마진 9.3% 중 40% 수취)’으로 구성된다.

담배 소매가격 80% 인상, 담배 판매량 감소율 15% 가정 시 2015년 담배 매출액은 1.8조원(+53% y-y), 전년대비 증가분은 6,232억원으로 추정된다. 그리고 담배의 전체 매출액 증가 기여도는 83%로 추정된다.

2015년 담배 매출총이익의 209억원 증가 추정

2015년 담배 매출총이익 역시 가격 인상으로 크게 증가할 전망이다. 하지만 담배 매출총이익률이 원래 낮으니까 담배 업체의 소매마진을 하향 조정으로 담배의 전체 매출총이익 증가 기여도는 매출액 증가 기여도 대비 낮을 것으로 예상된다.

편의점 본사의 담배 매출총이익은 가맹점수수료(담배 소매마진 9.3% 중 40% 수취)이다. 담배 업체의 소매마진을 조정으로 편의점 담배 소매마진은 기존 10.0%에서 9.3%로 하향되었고, 편의점 본사의 담배 매출총이익률은 2014년 4.3%에서 2015년 3.9%로 낮아질 전망이다.

2015년 실적 개선에 담배 가격 인상 효과가 크게 작용

담배 매출 증가, 소매마진을 하향 조정을 감안할 때 2015년 담배 매출총이익은 709억원(+42% y-y, 담배 재고평가이익 제외), 전년대비 증가분은 209억원으로 추정된다. 상기 언급 사항을 고려할 때 담배의 전체 매출총이익 증가 기여도는 18%로 추정된다. 1Q15 담배 재고평가이익 175억원(당사 추정치)을 포함할 경우 기여도는 32%로 높아질 것으로 보인다.

	2014E	2015E	가정 조건
담배 매출액(억원)	11,759	17,992	담배 가격 80% 인상, 담배 판매량 15% 감소
담배 매출액증가율(%)		53.0%	
담배 매출 비중(%)	35.6	44.0	본사 매출액 기준
담배의 매출액 증가 기여도(%)		82.7	기여도=(담배 매출액 증가분/연결 매출액 증가분)*100
담배 매출총이익률(%)	4.3	3.9	담배 매출액=공급가액 + 가맹점수수료 담배 매출총이익률=(가맹점수수료/담배 매출액)*100 담배 공급가액=담배 소매가격의 90.7% 수준 가맹점수수료=담배 소매마진 9.3%의 40% 수준
담배 매출총이익(억원)	500	709	
담배 매출총이익증가율(%)		41.7	
담배의 매출총이익 증가 기여도 1(%)		17.5	기여도=(담배 매출총이익 증가분/연결 매출총이익 증가분)*100
담배의 매출총이익 증가 기여도 2(%)		32.3	1Q15 담배 재고평가이익 175 억원(당사 추정치) 포함 경우

주: 2014년 담배 관련 수치 중 본사 매출액 기준 35.6% 비중을 제외한 나머지는 여러 변수를 감안한 당사 추정치
자료: NH투자증권 리서치센터

양호한 업황을 바탕으로 실적 개선 지속 전망

**2015년 매출액 22%,
영업이익 42% 증가
추정**

2015년 매출액은 4조1,212억원(+22% y-y)으로 추정된다. 매출 고성장 이유는 담배 가격 인상에 따른 담배 매출 급증, 점포 9,000개(+592개, +7% y-y)로 증가, 담배 이외 품목의 구매건수 증가 및 객단가 상승 때문이다. 2016년 경우 점포 수 9,500개(+500개, +6% y-y), 점포당 매출증가율 +1.9% 예상으로 매출액은 4조4,573억원(+8% y-y)이 전망된다.

**담배 재고평가이익
이외에도 양호한
업황이 실적 개선 견인**

2015년 영업이익은 1,758억원(+42% y-y)으로 추정된다. 영업이익 급증의 주요 이유는 가격 인상에 따른 담배 매출총이익의 증가, 1Q15 담배 재고평가이익 175억원(당사 추정치), 수익성 높은 동사 차별화 상품 비중의 확대, 점포 효율성 개선에 따른 판관비 부담 감소 등이다. 2015년 매출총이익률은 매출 비중이 44%로 확대 예상되는 담배의 마진율이 낮아 22.3%(-1.4%p y-y)로 하락할 전망이다.

**1Q15 담배
재고평가이익 제거 시
2016년 영업이익
증가율 11% 전망**

2016년 영업이익은 1,758억원(+0% y-y)으로 전망된다. 1Q15 담배 재고평가이익에 따른 높은 기저 효과로 2016년 영업이익은 정체될 것으로 예상된다. 하지만 담배 재고평가이익 175억원(당사 추정치) 효과를 제거할 경우 2015년, 16년 영업이익증가율은 각각 +28%, +11%로 견고할 전망이다.

BGF 리테일 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15E	3Q15F	4Q15F	2014	2015E	2016F
매출액	7,333	8,498	9,112	8,737	8,843	10,528	11,295	10,546	33,680	41,212	44,573
%y-y	3.1	7.0	8.0	11.8	20.6	23.9	24.0	20.7	7.6	22.4	8.2
편익점	7,101	8,238	8,860	8,482	8,604	10,257	11,027	10,277	32,687	40,165	43,496
%y-y	3.0	7.0	7.9	8.1	21.2	24.5	24.5	21.2	6.6	22.9	8.3
점포수	7,969	8,120	8,251	8,408	8,561	8,709	8,857	9,005	8,408	9,000	9,500
%y-y	-0.5	0.4	3.2	5.3	6.7	7.3	7.3	7.2	3.0	6.5	6.3
영업이익	112	386	440	303	423	468	512	355	1,241	1,758	1,758
%y-y	26.1	4.5	19.0	36.3	278.0	21.2	16.3	17.2	18.2	41.6	0.0
영업이익률	1.5	4.5	4.8	3.5	4.8	4.4	4.5	3.4	3.7	4.3	3.9
편익점	105	346	398	275	431	431	471	323	1,125	1,656	1,636
%y-y	31.6	4.8	16.7	45.5	309.7	24.5	18.1	17.4	19.0	47.2	-1.2
영업이익률	1.5	4.2	4.5	3.2	5.0	4.2	4.3	3.1	3.4	4.1	3.8
세전이익	120	438	467	338	431	502	547	411	1,362	1,890	1,949
%y-y	91.2	7.2	101.1	47.5	260.1	14.6	17.0	21.7	46.1	38.8	3.1
세전이익률	1.6	5.2	5.1	3.9	4.9	4.8	4.8	3.9	4.0	4.6	4.4
순이익(배주주)	90	338	354	235	323	374	407	304	1,016	1,408	1,452
%y-y	128.6	8.6	115.5	34.8	260.0	10.6	15.0	29.5	47.5	38.5	3.1
순이익률	1.2	4.0	3.9	2.7	3.7	3.6	3.6	2.9	3.0	3.4	3.3

자료: BGF리테일, NH투자증권 리서치센터 전망

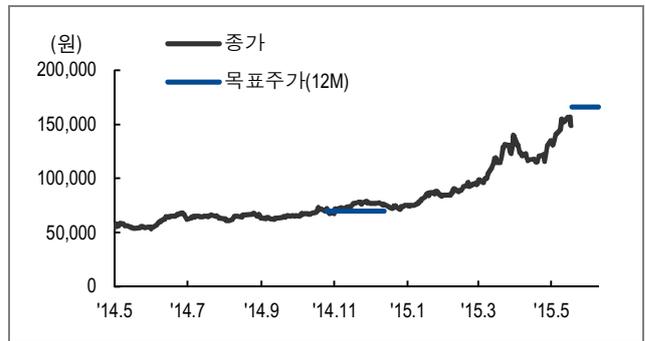
STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					VALUATION INDEX				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	3,368	4,121	4,457	4,768	PER (X)	18.5	26.1	25.3	22.8
증감률 (%)	7.6	22.4	8.2	7.0	PER (High,X)	19.1	28.0	27.2	24.5
매출원가	2,569	3,203	3,485	3,724	PER (Low,X)	12.2	12.4	12.1	10.9
매출총이익	799	918	973	1,043	PBR (X)	3.4	5.4	4.5	3.8
Gross 마진 (%)	23.7	22.3	21.8	21.9	PBR (High,X)	3.5	5.8	4.8	4.1
판매비와 일반관리비	675	742	797	851	PBR (Low,X)	2.2	2.6	2.2	1.8
영업이익 (GP-SG&A)	124	176	176	193	PCR (X)	7.6	12.3	12.1	11.4
증감률 (%)	18.2	41.6	0.0	9.6	PSR (X)	0.6	0.9	0.8	0.8
OP 마진 (%)	3.7	4.3	3.9	4.0	PEG (X)	1.1	3.3	2.8	4.0
EBITDA	229	292	296	316	PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.2	4.5	3.3	5.4
영업외손익	12	13	19	24	PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.6	5.2	4.0	4.9
금융수익(비용)	7	12	17	22	EV/EBITDA (X)	6.1	10.6	10.0	8.9
기타영업외손익	5	1	1	1	EV/EBIT (X)	11.3	17.6	16.9	14.7
종속 및 관계기업관련손익	1	1	1	1	Enterprise Value	1,404	3,092	2,965	2,828
세전계속사업이익	136	189	195	216	EPS CAGR (3년) (%)	16.6	7.9	8.9	5.6
법인세비용	35	48	50	55	EBITPS CAGR (3년) (%)	15.8	5.9	7.6	4.2
계속사업이익	101	141	145	161	EBITDAPS CAGR (3년) (%)	11.4	5.0	6.3	4.7
당기순이익	101	141	145	161	주당EBIT (W)	5,037	7,134	7,135	7,822
증감률 (%)	44.9	38.8	3.1	11.1	주당EBITDA (W)	9,296	11,857	12,024	12,835
Net 마진 (%)	3.0	3.4	3.3	3.4	EPS (W)	4,125	5,714	5,892	6,543
지배주주지분 순이익	102	141	145	161	BPS (W)	22,686	27,800	32,992	38,836
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	CFPS (W)	10,109	12,098	12,281	13,084
기타포괄이익	-4	0	0	0	SPS (W)	136,688	167,255	180,896	193,486
총포괄이익	97	141	145	161	DPS (W)	600	600	700	700

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	260	247	286	308	RIM				
당기순이익	101	141	145	161	Spread (FROE-COE) (%)	17.7	12.6	9.9	9.0
+ 유무형자산상각비	105	116	120	124	Residual Income	66.5	78.6	70.3	72.7
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-1	-1	-1	-1	EVA				
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0	투하자본	96.0	113.7	106.6	105.9
+ 자산처분손실(이익)	5	6	5	6	세후영업이익	92.0	131.1	131.1	143.7
Gross Cash Flow	249	298	303	322	투하자본이익률 (%)	70.9	125.0	119.1	135.3
- 운전자본의증가(감소)	37	-14	16	19	투하자본이익률 - WACC (%)	62.8	117.4	111.8	127.9
투자활동 현금흐름	-256	-160	-173	-211	EVA	60.3	133.4	119.1	135.5
+ 유형자산의감소	2	0	0	0	DCF				
- 유형자산의증가(CAPEX)	-68	-105	-115	-125	EBIT	124.1	175.8	175.8	192.7
+ 투자자산의매각(취득)	-8	-11	-10	-10	+ 유무형자산상각비	105	116	120	124
Free Cash Flow	192	142	171	183	- CAPEX	-67.8	-105.0	-115.0	-125.0
Net Cash Flow	5	87	113	97	- 운전자본증가(감소)	52.3	-16.1	16.6	17.1
재무활동 현금흐름	7	-26	-65	-50	Free Cash Flow for Firm	77.2	158.4	119.8	125.0
자기자본 증가	0	0	0	0	WACC				
부채증감	7	-26	-65	-50	타인자본비용 (COD)	7.3	5.4	4.9	4.9
현금의증가	12	56	43	42	자기자본비용 (COE)	9.3	10.0	9.5	9.3
기말현금 및 현금성자산	211	267	309	351	WACC(%)	8.2	7.6	7.3	7.4
기말 순부채(순현금)	-494	-593	-720	-857					

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	211	267	309	351	자기자본이익률 (ROE) (%)	27.0	22.6	19.4	18.2
매출채권	7	10	10	11	총자산이익률 (ROA) (%)	8.1	10.1	9.6	9.9
유동자산	723	826	914	1,025	투자자본이익률 (ROIC) (%)	70.9	125.0	119.1	135.3
유형자산	369	375	385	403	EBITDA/ 자기자본 (%)	40.0	41.8	35.9	32.6
투자자산	149	160	171	182	EBITDA/ 총자산 (%)	17.1	20.1	19.0	18.6
비유동자산	615	629	649	676	배당수익률 (%)	0.8	0.4	0.5	0.5
자산총계	1,338	1,455	1,562	1,701	배당성향 (%)	14.5	10.5	11.9	10.7
단기성부채	133	118	76	53	보통주 주당현금배당금(W)	600	600	700	700
매입채무	305	329	350	368	순부채(현금) 자기자본 (%)	-86.4	-84.9	-87.1	-88.3
유동부채	600	585	571	573	총부채/ 자기자본 (%)	134.0	108.4	89.1	75.4
장기성부채	129	133	125	115	순이자비용/ 매출액 (%)	262	251	201	168
장기충당부채	12	13	14	16	EBIT/ 순이자비용 (X)	3.2	1.9	1.1	0.5
비유동부채	167	172	165	158	유동비율 (%)	11.5	22.4	35.1	87.5
부채총계	766	756	736	731	당좌비율 (%)	120.6	141.3	160.0	178.8
자본금	25	25	25	25	총발행주식수 (mn)	25	25	25	25
자본잉여금	15	15	15	15	액면가 (W)	1,000	1,000	1,000	1,000
이익잉여금	512	638	766	910	주가 (W)	76,500	149,000	149,000	149,000
비지배주주지분	13	13	13	13	시가총액 (십억원)	1,885	3,671	3,671	3,671
자본총계	572	698	826	970					

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
BGF리테일	027410.KS	2015.06.05	Hold	166,000원(12개월)
		2015.01.01	담당 Analyst 변경	
		2014.11.12	Hold	70,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2015년 5월 29일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
72.1%	26.8%	1.1%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "BGF리테일"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.