



BGF리테일 (282330)

3Q24 Review : 영업 레버리지의 변곡점인가?

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(상향): 160,000원

현재 주가(11/7)	116,300원
상승여력	▲ 37.6%
시가총액	20,101억원
발행주식수	17,284천주
52 주 최고가 / 최저가	150,500 / 99,700원
90 일 일평균 거래대금	38.34억원
외국인 지분율	31.9%

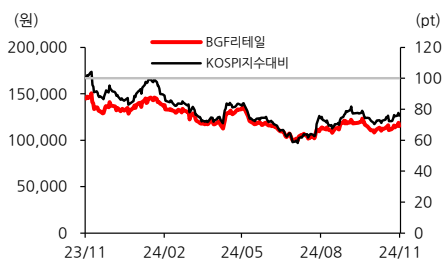
주주 구성	
비지엠프 (외 21 인)	52.6%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.2	3.1	-12.9	-19.8
상대수익률(KOSPI)	6.9	3.3	-6.7	-24.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,616	8,195	8,642	9,104
영업이익	252	253	255	288
EBITDA	673	731	770	818
지배주주순이익	194	196	192	216
EPS	11,198	11,331	11,115	12,486
순차입금	589	730	205	234
PER	18.8	11.6	10.5	9.3
PBR	3.8	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.3	4.1	2.9	2.7
배당수익률	1.9	3.1	3.5	3.6
ROE	21.8	19.2	16.9	17.0

주가 추이



3Q24 Review

BGF리테일은 3Q24 매출액 2,333억원(+5.4% YoY), 영업이익 912억원(+4.8% YoY)을 기록해 영업이익 기준 시장 전망치(891억원)을 소폭 상회했다. 본부임차 출점 확대 기조에 따른 투자비 부담으로 이어진 감익이 금번 분기를 기점으로 마무리된 것인 데, 고정비 증가의 속도가 둔화된 반면, 본부임차 구성비의 증가로 가맹수수료율이 +0.1%p YoY 개선되며, GPM이 +0.2%p 개선된 영향이다. 3Q24 기존점성장률은 +0.1% YoY를 기록했으며, 점포 순증은 연간 가이던스인 800점 수준에 부합하는 수준 내에서 진행되고 있는 것으로 파악된다.

영업 레버리지의 변곡점인가?

지금까지 본부임차 중심의 출점은 관련 투자비 증가에 따른 고정비 증가로 이어졌으며, 고정비 증가분이 가맹수수료 개선(GPM 증가) 속도보다 빨라 수익성을 악화시켜왔다. 하지만 금번 분기에서는 고정비 증가 속도가 둔화되면서, GPM의 개선이 고정비 증가분을 상쇄시키며 증익에 성공하는 모습이었다. 점포 순증 및 목표 본부임차 출점 비중에 큰 변화가 없다면, 고정비의 증가 속도는 점진적으로 둔화할 수 밖에 없기에 영업 레버리지 효과가 가시화될 수 있다는 판단이다. 영업 레버리지가 본격화된다면, 일본 편의점의 14년의 업계 재편 사례처럼 주가 리레이팅이 가능할 수 있다는 판단이다. 당시 일본 편의점 산업의 성장률이 하위 사업자의 출점 여력 감소로 둔화되었지만, 상위권 사업자의 업계 재편 및 경쟁 완화에 따른 영업 레버리지 효과가 나타나면서 상위권 사업자의 주가는 리레이팅되었던 바 있다. 동사의 영업 레버리지가 이번 변곡점 이후에 증명된다면, 충분히 일본 편의점 상위 사업자의 주가 궤적을 따라갈 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 16만원 상향

BGF리테일에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 실적 전망치 상향에 따라 목표주가를 기존 13.5만원에서 16만원으로 상향한다. 실적 전망치 상향은 고정비 증가에 대한 전망치를 하향화한 것에 따른다.

[표1] BGF 리테일 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	18,496	20,982	22,068	20,402	19,538	22,029	23,256	21,599	81,948	86,422	91,043
YoY	9.3%	9.4%	7.4%	4.7%	5.6%	5.0%	5.4%	5.9%	7.6%	5.5%	5.3%
매출총이익	3,350	3,969	4,163	3,746	3,611	4,161	4,402	3,980	15,228	16,154	17,067
영업이익	370	781	870	511	326	762	912	546	2,532	2,546	2,883
YoY	-2.1%	10.3%	-4.9%	-3.7%	-11.9%	-2.4%	4.8%	6.8%	0.0%	0.5%	13.2%
영업이익률	2.0%	3.7%	3.9%	2.5%	1.7%	3.5%	3.9%	2.5%	3.1%	2.9%	3.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

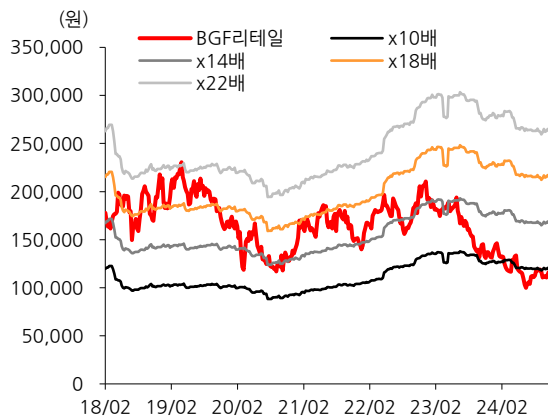
[표 2] BGF 리테일 P/E 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

	12mf	비고
지배순이익	2,107	
Target P/E	13	
적정 시가총액	27,389	
발행주식 수	17,275	
적정주가	158,548	

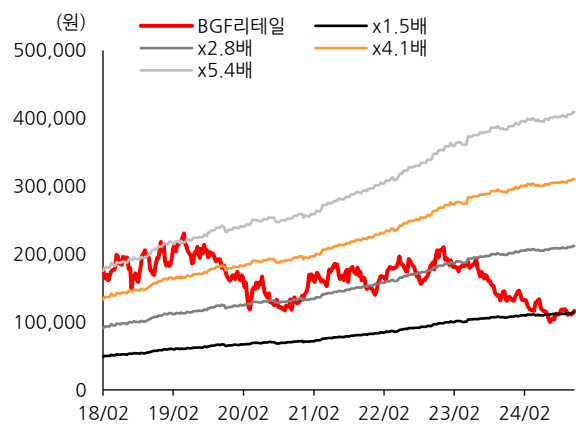
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] BGF 리테일 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] BGF 리테일 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	6,781	7,616	8,195	8,642	9,104
매출총이익	1,177	1,386	1,523	1,615	1,707
영업이익	199	252	253	255	288
EBITDA	582	673	731	770	818
순이자손익	-9	-14	-21	11	-4
외화관련손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	193	254	248	247	284
당기순이익	148	194	196	192	216
지배주주순이익	148	194	196	192	216
증가율(%)					
매출액	n/a	12.3	7.6	5.5	5.3
영업이익	n/a	26.6	0.3	0.6	13.2
EBITDA	n/a	15.7	8.5	5.3	6.3
순이익	n/a	31.1	1.2	-2.0	12.3
이익률(%)					
매출총이익률	17.4	18.2	18.6	18.7	18.7
영업이익률	2.9	3.3	3.1	2.9	3.2
EBITDA 이익률	8.6	8.8	8.9	8.9	9.0
세전이익률	2.8	3.3	3.0	2.9	3.1
순이익률	2.2	2.5	2.4	2.2	2.4

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	538	630	647	1,034	832
당기순이익	148	194	196	192	216
자산상각비	382	421	478	515	530
운전자본증감	-18	-9	-39	283	26
매출채권 감소(증가)	-19	-52	-49	39	-7
재고자산 감소(증가)	13	-16	-52	-14	-9
매입채무 증가(감소)	-67	16	16	256	38
투자현금흐름	-239	-98	-244	-245	-308
유형자산처분(취득)	-162	-222	-206	-201	-220
무형자산 감소(증가)	-5	-9	-7	-5	-8
투자자산 감소(증가)	87	246	99	47	0
재무현금흐름	-269	-318	-369	-234	-71
차입금의 증가(감소)	-227	-266	-298	-163	0
자본의 증가(감소)	-41	-52	-71	-71	-71
배당금의 지급	-41	-52	-71	-71	-71
총현금흐름	597	692	745	773	806
(-)운전자본증가(감소)	56	17	77	-176	-26
(-)설비투자	162	223	206	201	220
(+)자산매각	-5	-8	-6	-5	-8
Free Cash Flow	374	444	456	744	604
(-)기타투자	121	105	93	-20	80
잉여현금	253	338	363	764	524
NOPLAT	153	192	200	198	219
(+) Dep	382	421	478	515	530
(-)운전자본투자	56	17	77	-176	-26
(-)Capex	162	223	206	201	220
OpFCF	317	373	394	688	555

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	808	890	979	1,586	1,574
현금성자산	568	565	524	1,213	1,184
매출채권	117	180	248	142	149
재고자산	108	125	177	191	200
비유동자산	1,788	2,056	2,240	2,014	2,214
투자자산	1,140	1,328	1,426	1,175	1,355
유형자산	614	690	776	804	826
무형자산	34	38	37	34	33
자산총계	2,596	2,946	3,219	3,600	3,788
유동부채	1,016	1,102	1,191	1,461	1,504
매입채무	676	731	784	805	842
유동성이자부채	288	306	343	518	518
비유동부채	771	881	953	944	944
비유동이자부채	747	847	911	900	900
부채총계	1,787	1,984	2,145	2,404	2,448
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	446	600	712	833	978
자본조정	25	24	23	23	23
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	809	963	1,074	1,195	1,340

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	8,542	11,198	11,331	11,115	12,486
BPS	46,825	55,695	62,165	69,164	77,546
DPS	3,000	4,100	4,100	4,100	4,200
CFPS	34,531	40,012	43,126	44,748	46,617
ROA(%)	5.9	7.0	6.4	5.6	5.8
ROE(%)	19.6	21.8	19.2	16.9	17.0
ROIC(%)	13.7	13.8	12.1	12.6	15.2
Multiples(x, %)					
PER	17.0	18.8	11.6	10.5	9.3
PBR	3.1	3.8	2.1	1.7	1.5
PSR	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
PCR	4.2	5.3	3.0	2.6	2.5
EV/EBITDA	5.1	6.3	4.1	2.9	2.7
배당수익률	2.1	1.9	3.1	3.5	3.6
안정성(%)					
부채비율	220.8	206.1	199.6	201.1	182.6
Net debt/Equity	57.8	61.2	67.9	17.1	17.5
Net debt/EBITDA	80.3	87.5	99.9	26.6	28.6
유동비율	79.5	80.7	82.2	108.6	104.7
이자보상배율(배)	10.7	8.9	5.4	15.0	8.5
자산구조(%)					
투자자본	42.3	44.7	47.7	36.2	37.6
현금+투자자산	57.7	55.3	52.3	63.8	62.4
자본구조(%)					
차입금	56.1	54.5	53.9	54.3	51.4
자기자본	43.9	45.5	46.1	45.7	48.6

[Compliance Notice]

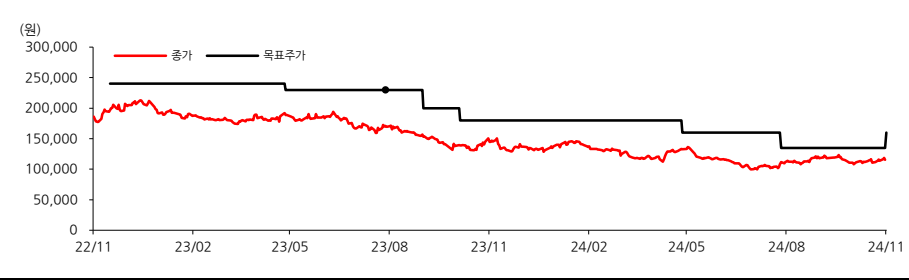
(공표일: 2024년 11월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[BGF리테일 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.02.10	2023.03.29	2023.05.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이진협	240,000	240,000	240,000	240,000	230,000
일시	2023.05.23	2023.07.04	2023.08.04	2023.08.18	2023.09.07	2023.10.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	230,000	230,000	230,000	230,000	200,000	180,000
일시	2023.11.01	2023.11.03	2024.01.08	2024.02.01	2024.02.08	2024.04.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일시	2024.05.03	2024.07.02	2024.08.02	2024.10.11	2024.11.08	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	160,000	160,000	135,000	135,000	160,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.23	Buy	240,000	-23.81	-11.25
2023.05.03	Buy	230,000	-24.25	-15.70
2023.09.07	Buy	200,000	-26.97	-23.20
2023.10.11	Buy	180,000	-26.15	-16.39
2024.05.03	Buy	160,000	-29.74	-14.88
2024.08.02	Buy	135,000	-15.10	-8.67
2024.11.08	Buy	160,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%