



BGF리테일 (282330)

3Q23 리뷰 : 1Q24까지는 비용 부담 상쇄가 쉽지 않을 것

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 180,000원

현재 주가(11/02)	140,400원
상승여력	▲ 28.2%
시가총액	24,267억원
발행주식수	17,284천주
52 주 최고가 / 최저가	213,000 / 130,900원
90 일 일평균 거래대금	62.38억원
외국인 지분율	34.4%

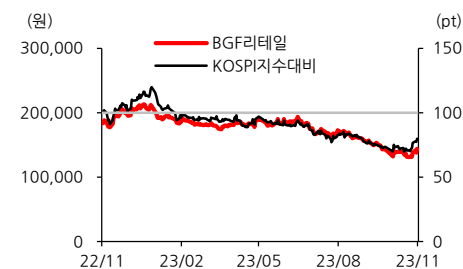
주주 구성	
비지엠프 (외 18 인)	53.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.1%
JFAssetManagementLimited	5.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.4	-17.5	-26.9	-23.5
상대수익률(KOSPI)	4.5	-7.1	-19.7	-23.8

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6,781	7,616	8,236	8,696
영업이익	199	252	251	252
EBITDA	582	673	736	799
지배주주순이익	148	194	197	206
EPS	8,542	11,198	11,432	11,904
순차입금	467	589	864	918
PER	17.0	18.8	12.3	11.8
PBR	3.1	3.8	2.2	2.0
EV/EBITDA	5.1	6.3	4.5	4.2
배당수익률	2.1	1.9	3.1	3.3
ROE	19.6	21.8	19.3	17.8

주가 추이



BGF 리테일의 3분기 실적은 최근 낮아진 시장 기대치에 부합하였습니다. 비수기인 1Q24까지는 증가하는 고정비 부담을 상쇄하기 녹록치 않을 전망입니다. P/E 12 배 수준으로 밸류에이션 부담이 크지 않으나, 주가 반등 모멘텀은 크지 않습니다. 긴 호흡에서 접근이 유효합니다.

3Q23 Review

BGF리테일은 3분기 매출액 2.2조원(+7.4% YoY), 영업이익 870억원(-4.9% YoY)을 기록해 매출액은 시장 기대치에 부합했으나, 영업이익은 시장 기대치인 914억원을 소폭 하회하는 실적을 기록했다. 최근 낮아진 눈높이에는 부합한 실적이다. 3분기 편의점 기존점성장률은 +0.9% YoY(진단키트 제외)를 기록했다. 점포 순증 가이던스는 기존 800점에서 900점으로 상향하였다. 기존점성장률이 아쉬우나, 외형성장이 지속되고 있는 상황에서 감익이 나타난 주된 이유는 비용증가였으며, 상품이익률도 상품믹스 악화로 -0.3%p YoY 악화된 것도 원인 중 하나로 꼽을 수 있겠다. 비용 증가는 동사가 21년 이후 본부임차형 점포 출점 기조로 상각비가 증가하면서 고정비 부담이 커졌기 때문이다.

1Q24까지는 비용 부담 상쇄하기 녹록치 않을 전망

동사는 본부임차형 점포 출점 기조를 지속 유지한다는 방침이다. 자본력이 있는 가맹본부의 투자 집행으로 보다 좋은 상권에 보다 넓은 면적으로 출점할 수 있어, 점주임차 점포에 비해 일매출이 10% 정도 높으며, 가맹수수료율도 10%p 높아 편의점의 산업성장률이 하향 안정화된 안정적인 장기 성장을 유지하기에 도움이 된다는 판단에서이다. 지금은 그 과도기에 있다. 21년부터 추진된 기조이고 5년 상각이라는 점을 감안 시, 25년까지는 관련 고정비가 계단식으로 증가하는 것은 피하기는 어렵다. 비수기로 매출의 절대적 사이즈가 작은 4분기와 1분기에는 증익을 위한 한계 기존점성장률의 레벨이 +mid single 수준으로 높아질 수 밖에 없을 것으로 전망된다. 매크로 환경이 우호적이 못한 현 시점에서는 달성하기 쉬운 목표는 아니다.

투자의견 BUY, 목표주가 18만원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 18만원을 유지한다. 현 주가는 12MF P/E 12배 수준으로 밸류에이션 부담이 크지는 않으나, 단기 주가 반등을 위한 모멘텀은 제한적이라 판단한다. 긴 호흡에서 지켜볼 필요가 있다.

[표1] BGF 리테일 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	16,922	19,186	20,557	19,493	18,496	20,982	22,068	20,817	76,158	82,363	86,957
YoY	12.7%	12.8%	11.9%	11.8%	9.3%	9.4%	7.4%	6.8%	12.3%	8.1%	5.6%
매출총이익	2,984	3,510	3,872	3,496	3,350	3,969	4,163	3,808	13,862	15,290	16,294
영업이익	378	708	915	531	370	781	870	485	2,532	2,506	2,517
YoY	75.0%	20.6%	31.7%	7.1%	-2.1%	10.3%	-4.9%	-8.6%	27.0%	-1.0%	0.4%
영업이익률	2.2%	3.7%	4.5%	2.7%	2.0%	3.7%	3.9%	2.3%	3.3%	3.0%	2.9%

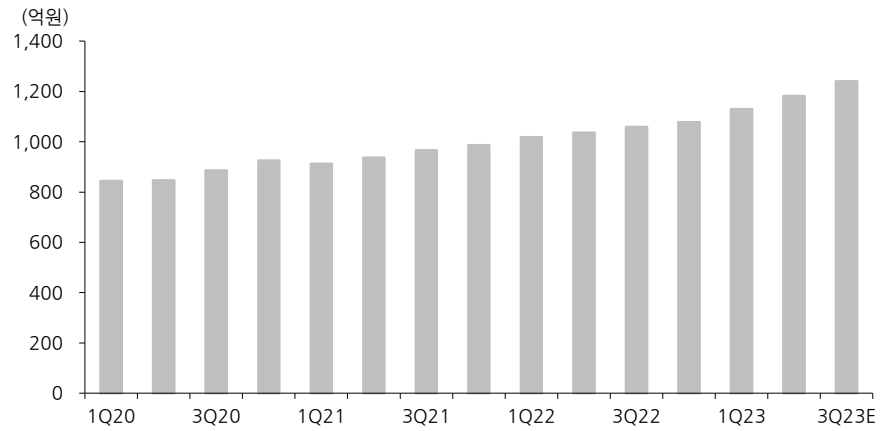
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] BGF 리테일 가맹 타입 비교

가맹형태		점주수익추구형 Ⅰ	점주수익추구형 Ⅱ	점주투자안정형 Ⅰ	점주투자안정형 Ⅱ
투자	가입비	700만원(부가세별도)		700만원(부가세별도)	
	상품준비금	1,400만원		1,400만원	
	소모품준비금	100만원		100만원	
	점포임차비용	가맹점주 투자	가맹점주 투자	가맹본부 투자 (가맹점주 투자 부담)	가맹본부 투자 (가맹점주 100% 투자)
	인테리어	가맹점주 투자	무상대여	무상대여	무상대여
	집기	가맹점주 월 사용료 부담	무상대여	무상대여	무상대여
	합계	2,200만원+점포임차비용 +인테리어 비용	2,200만원+점포임차비용	2,200만원+점포임차 투자분담	2,200만원+점포임차 투자분담
담보		3,600만원	5,000만원	5,000만원	5,000만원
수입	매출이익 중	24시간: 80% 19시간: 75%	24시간: 70% 19시간: 65%	24시간: 60% 19시간: 50%	24시간: 68% 19시간: 60%
계약기간		5년/7년/10년 중 택1(기간별 차등수익 적용)		5년/7년/10년 중 택1(기간별 차등수익 적용)	
초기안정화제도 기준금액 점주비용 공제전 수입(제반지원)과 비교하여 차액발생시 지급		24시간: 350만원 + 월 임차료 19시간: 250만원 + 월 임차료	24시간: 300만원 + 월 임차료 19시간: 200만원 + 월 임차료	24시간: 300만원 + 월 임차부담금 19시간: 200만원 + 월 임차부담금	

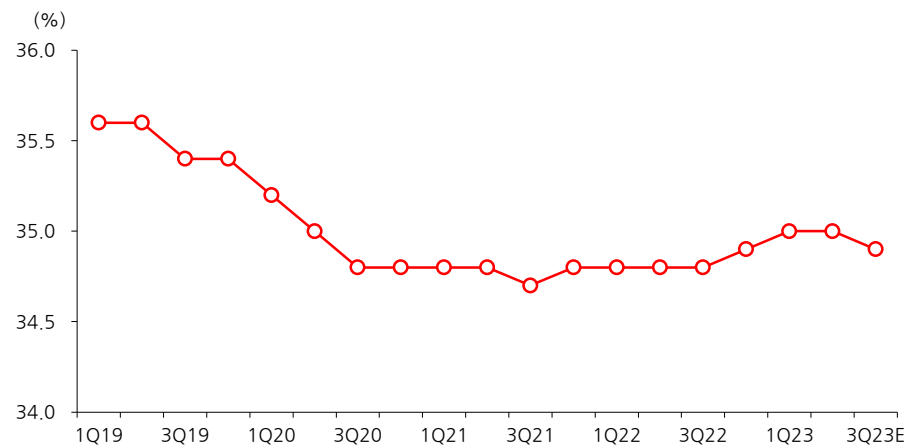
자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] BGF 리테일 감가상각비 추이



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] BGF 리테일 가맹수수료율 추이



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6,181	6,781	7,616	8,236	8,696
매출총이익	1,052	1,177	1,386	1,529	1,629
영업이익	162	199	252	251	252
EBITDA	515	582	673	736	799
순이자손익	-8	-9	-14	17	11
외화관련손익	-1	1	1	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
세전계속사업손익	163	193	254	254	271
당기순이익	123	148	194	197	206
지배주주순이익	123	148	194	197	206
증가율(%)					
매출액	4.0	9.7	12.3	8.1	5.6
영업이익	-17.5	23.0	26.6	-0.7	0.4
EBITDA	-2.2	13.0	15.7	9.3	8.6
순이익	-18.9	20.3	31.1	2.0	4.1
이익률(%)					
매출총이익률	17.0	17.4	18.2	18.6	18.7
영업이익률	2.6	2.9	3.3	3.0	2.9
EBITDA 이익률	8.3	8.6	8.8	8.9	9.2
세전이익률	2.6	2.8	3.3	3.1	3.1
순이익률	2.0	2.2	2.5	2.4	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	507	538	630	926	834
당기순이익	123	148	194	197	206
자산상각비	353	382	421	486	548
운전자본증감	28	-18	-9	210	21
매출채권 감소(증가)	2	-19	-52	-8	-8
재고자산 감소(증가)	-29	13	-16	-27	-9
매입채무 증가(감소)	32	-67	16	247	44
투자현금흐름	-266	-239	-98	-254	-308
유형자산처분(취득)	-173	-162	-222	-203	-220
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-9	-7	-8
투자자산 감소(증가)	-12	87	246	79	0
재무현금흐름	-245	-269	-318	-215	-76
차입금의 증가(감소)	-198	-227	-266	-144	0
자본의 증가(감소)	-47	-41	-52	-71	-76
배당금의 지급	-47	-41	-52	-71	-76
총현금흐름	526	597	692	749	813
(-)운전자본증가(감소)	-9	56	17	147	-21
(-)설비투자	173	162	223	203	220
(+)자산매각	-3	-5	-8	-7	-8
Free Cash Flow	360	374	444	392	606
(-)기타투자	61	121	105	-234	80
잉여현금	299	253	338	626	526
NOPLAT	122	153	192	195	191
(+) Dep	353	382	421	486	548
(-)운전자본투자	-9	56	17	147	-21
(-)Capex	173	162	223	203	220
OpFCF	311	317	373	330	540

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	829	808	890	1,109	1,082
현금성자산	608	568	565	532	478
매출채권	96	117	180	137	145
재고자산	122	108	125	152	160
비유동자산	1,542	1,788	2,056	2,316	2,521
투자자산	913	1,140	1,328	1,502	1,682
유형자산	591	614	690	779	806
무형자산	38	34	38	36	33
자산총계	2,371	2,596	2,946	3,425	3,603
유동부채	1,003	1,016	1,102	1,378	1,427
매입채무	723	676	731	776	819
유동성이자부채	239	288	306	478	478
비유동부채	671	771	881	958	958
비유동이자부채	650	747	847	918	918
부채총계	1,674	1,787	1,984	2,336	2,385
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	336	446	600	726	856
자본조정	22	25	24	24	24
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	697	809	963	1,089	1,219

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	7,100	8,542	11,198	11,432	11,904
BPS	40,317	46,825	55,695	63,007	70,507
DPS	2,400	3,000	4,100	4,400	4,700
CFPS	30,421	34,531	40,012	43,356	47,051
ROA(%)	5.4	5.9	7.0	6.2	5.9
ROE(%)	18.6	19.6	21.8	19.3	17.8
ROIC(%)	13.2	13.7	13.8	12.6	11.4
Multiples(x, %)					
PER	19.1	17.0	18.8	12.3	11.8
PBR	3.4	3.1	3.8	2.2	2.0
PSR	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3
PCR	4.5	4.2	5.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	5.1	5.1	6.3	4.5	4.2
배당수익률	1.8	2.1	1.9	3.1	3.3
안정성(%)					
부채비율	240.3	220.8	206.1	214.5	195.7
Net debt/Equity	40.3	57.8	61.2	79.3	75.3
Net debt/EBITDA	54.5	80.3	87.5	117.3	114.9
유동비율	82.6	79.5	80.7	80.5	75.9
이자보상배율(배)	9.0	10.7	8.9	n/a	n/a
자산구조(%)					
투자자본	39.1	42.3	44.7	43.7	45.0
현금+투자자산	60.9	57.7	55.3	56.3	55.0
자본구조(%)					
차입금	56.1	56.1	54.5	56.2	53.4
자기자본	43.9	43.9	45.5	43.8	46.6

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 11월 3일)

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 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[BGF리테일 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.11.10	2022.01.11	2022.02.11	2022.03.16	2022.05.10	2022.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000	240,000
일 시	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
일 시	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
일 시	2023.11.01	2023.11.03				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	180,000	180,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.03.16	Buy	220,000	-17.12	-7.73
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	-26.79	-23.2
2023.10.11	Buy	180,000		

[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 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%