

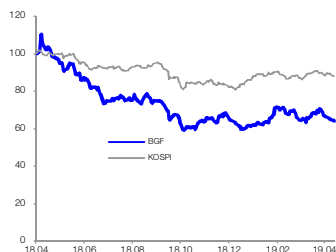
숨어 있는 자산주

현재주가 (5/10)	7,640원
상승여력	44.0%
시가총액	729십억원
발행주식수	95,369천주
자본금/액면가	95십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	13,000원/7,400원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인지분율	10.49%
주요주주	홍석조 외 25인 69.98%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-5.6 -0.4 3.0
상대주가(%p)	-0.6 3.2 2.2

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before			
After	205	222	11,000
Consensus	N/A	N/A	N/A
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- BGF리테일과 사우스스프링스가 영업실적과 관련 주된 관계사로 양사 모두 견고한 실적 모멘텀 지속 가능성에 따라 BGF의 영업실적도 양호한 흐름 가능할 전망
- 투자이건 BUY와 목표주가 11,000원을 제시하며 커버리지를 시작함. <표3 참조>

2) 주요이슈 및 실적전망

- 지난 1분기 연결기준 매출액 505억원 (YoY 17.7%), 영업이익 4억원 (YoY -20.0%)으로 당초 전망치를 하회하는 다소 부진한 실적 기록. 동사의 매출액은 BGF리테일로부터의 로열티수익 등 편의점 연계 수익과 골프장 수익이 실적의 대부분을 구성하고 있음. 통상적으로 편의점과 골프장 사업이 1분기가 비수기인 바 영업실적이 가장 낮은 계절적 특징을 갖고 있음. 한편, 세전이익과 순이익이 전년동기비 큰 폭 감소한 것은 지난해 발생했던 일회성 처분이익의 소멸 때문임.
- 골프장 사업이 2~3분기가 성수기이며, 1분기와 4분기는 비수기임. 편의점도 2~3분기가 성수기인 바 BGF의 영업실적은 2~3분기에 최대치를 기록함. 올해 2분기 연결기준 매출액 626억원 (YoY 5.0%), 영업이익 134억원 (YoY 8.2%)으로 양호한 실적 기록할 전망이다. 연간으로도 매출액 2,371억원 (YoY 7.5%), 영업이익 321억원 (YoY 8.8%)으로 견고한 실적 모멘텀 지속 가능할 것
- 관계기업 중 BGF리테일의 경우 최저임금 인상에 따른 신규점 출점 둔화와 인건비 증가 등 부정적인 영업환경에도 불구하고, 다양한 성장 돌파구를 마련하고 있는 점은 긍정적으로 평가

3) 주가전망 및 Valuation

- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 22.6배, 0.5배로 valuation 매력이 높지 않아 보일 수 있음.
- 반면, 동사가 보유하고 있는 BGF리테일(지분율 30.0%), 보유 현금만을 감안해도 시가총액을 충분히 설명하고도 남을 수 있을 만큼의 안전마진 확보한 상태

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2017	124	11	3,498	113	74,962	1,924.0	0.2	0.7	1.1	428.6	1.3
2018	221	29	48	36	575	-99.2	14.0	0.5	14.9	4.4	0.4
2019F	237	32	33	39	344	-40.1	22.9	0.5	12.0	2.2	0.4
2020F	243	34	34	41	354	2.8	22.2	0.5	10.7	2.2	0.4
2021F	250	37	36	44	380	7.5	20.7	0.5	9.3	2.3	0.4

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 BGF 2019년 1분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원 %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q18	4Q18	1Q19P	(YoY)	(QoQ)	1Q19P	Diff.	1Q19P	Diff.
매출액	43	52	51	17.5%	-2.5%	45	11.9%	56	-10.3%
영업이익	1	2	0	- 8.9%	-82.7%	1	-42.6%	11	-96.2%
세전이익	20	0	3	-84.7%	610.8%	3	8.3%	9	-65.6%
순이익	14	4	2	-86.2%	-43.4%	2	-10.4%	8	-75.0%

자료: BGF, 현대차증권

〈표2〉 BGF 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원 %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	237	243	232	237	2.3%	2.3%
영업이익	32	34	32	34	-0.9%	-0.8%
세전이익	43	46	42	45	2.8%	2.5%
지배주주순이익	33	34	32	34	2.4%	-1.9%

자료: BGF, 현대차증권

BGF 개요

2017년 11월 1일 인적분할의 방법으로 편의점 사업부분인 BGF리테일을 신설하고, 분할준속회사의 명칭을 BGF로 변경했다. 투자를 목적으로 하는 투자사업부문을 주요 사업으로 하고 있고, 주요 수익은 BGF 브랜드 사용수익, 업무용역 제공을 통한 경영지원 용역수익, 종속회사로부터 수취하는 배당금 수익 및 임대수익이다. BGF리테일로부터의 로열티수익 등 편의점 연계 수익과 골프장 수익이 실적의 대부분을 구성하고 있다. 편의점과 함께 골프장 사업 역시 1분기가 비수기로 실적이 가장 낮은 계절적 특징을 갖고 있다.

연결대상 종속회사로는 BGF리테일(편의점, 지분율 30.0%), 사우스스프링스(골프장, 94.8%), BGF네트웍스(광고 및 홍보, 100%), 헬로네이처(온라인 식품판매, 50.1%), BGF포스트(화물중개 사업, 79.5%), BGF휴먼넷(근로자파견대행 및 업무위탁운영 사업, 100%), BGF보험서비스(보험중개 사업, 100%) 등이 있다.

주가수익률에 대한 눈높이를 낮출 필요가 있다

BGF에 대해 BUY 의견과 목표주가 11,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 BGF의 적정주가가치는 1조 846억원이고, 주당가치는 11,000원으로 평가한다. 이는 1) 사업가치 1,051억원(EV/EBITDA multiple 2.6배 적용), 2) 투자자산가치 6,903억원(순자산가액의 30% 할인율 적용), 3) 순현금 3,216억원을 가산한 것이다.

관계기업지분에는 BGF리테일(지분율 30.0%)이 주를 이루는 가운데 동부로지스(30.0%), 하이로지스(35.0%), 화인로지텍(40.0%) 등이 있다. BGF리테일의 지분가치(1조 734억원)와 보유 순현금(3,216억원)만을 감안해도 현재 시가총액(7,506억원) 대비 1.9배 수준으로 매우 저평가 되어 있다.

<표3> 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	19F	20F	12M Forward	비고
1. 사업가치	103	109	105	
EBITDA	39	41		
EV/EBITDA	2.6	2.6		최근 5년간 low 평균치(3.3배) 대비 20% 할인율 적용
2. 투자자산가치	690	690	690	순자산가액의 30%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	645	645		
2) 기타 금융자산	46	46		
3. 기업가치 (=1+2)	794	799	795	
4. 순현금	311	342	322	
5. 비지배주주지분	32	33	32	
6. 적정주주가치 (=3+4-5)	1,073	1,109	1,085	
발행주식수	95,369	95,369	95,369	
적정주가 (원)	11,248	11,623	11,373	
현재주가 (원)	7,640	7,640	7,640	
상승여력 (%)	47.2	52.1	48.9	

자료 : BGF, 현대차증권

<표4> BGF 분기별 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2018				2019F				2018	2019F	2020F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF			
매출액	43	60	66	52	51	63	70	54	221	237	243
매출총이익	20	35	39	27	24	37	41	29	120	131	136
영업이익	1	12	14	2	0	13	16	3	30	32	34
세전이익	20	15	16	1	3	16	18	6	52	43	46
지배주주순이익	14	14	16	4	4	12	13	4	48	33	34
수익성 (%)											
GPM	46.6	58.1	58.1	52.1	47.9	58.9	58.9	53.0	54.4	55.2	56.2
OPM	1.2	20.8	21.6	4.4	0.8	21.4	22.3	5.1	13.4	13.5	14.1
RPM	47.3	25.5	24.6	1.0	6.1	25.7	26.2	10.3	23.7	18.2	18.9
NPM	33.6	23.2	23.7	8.3	7.1	18.9	19.3	7.5	21.8	13.9	13.9
성장성 (% YoY)											
매출액	73.0	102.7	138.5	22.5	17.7	5.0	5.2	4.8	77.5	7.5	2.5
영업이익	4,900.0	210.0	361.3	-41.0	-20.0	8.2	8.6	19.3	167.9	8.8	6.5
세전이익	1,461.5	245.5	191.1	-103.0	-84.7	5.9	12.1	1,013.6	흑전	-17.7	6.7
지배주주순이익	-55.1	-77.4	-83.2	-99.9	-75.0	-14.3	-14.4	-4.8	-98.6	-31.6	2.4
주요 가정											
GDP성장률(실질)	2.8	2.8	2.0	3.1	2.6	2.5	2.6	2.4	2.9	3.3	2.8
민간소비	3.5	2.8	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	1.9	1.7	2.2
소비자물가상승률	1.3	1.5	1.5	1.8	1.2	1.4	1.5	1.7	1.3	1.3	0.7

자료 : BGF, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	124	221	237	243	250
증가율 (%)	44.5	77.4	7.5	2.5	2.8
매출원가	45	101	106	106	106
매출원가율 (%)	36.3	45.6	44.8	43.8	42.6
매출총이익	79	120	131	136	143
매출이익률 (%)	63.7	54.4	55.2	56.2	57.4
증가율 (%)	4.4	51.6	9.0	4.2	5.1
판매관리비	68	91	99	102	107
판매비율 (%)	54.9	41.1	41.7	42.1	42.7
EBITDA	113	36	39	41	44
EBITDA 이익률 (%)	90.5	16.4	16.5	17.0	17.5
증가율 (%)	-7.4	-67.9	8.4	5.3	6.1
영업이익	11	29	32	34	37
영업이익률 (%)	8.8	13.4	13.5	14.1	14.7
증가율 (%)	36.6	169.1	8.9	6.5	7.4
영업외손익	-15	23	11	12	13
금융수익	8	12	9	10	11
금융비용	2	3	1	1	1
기타영업외손익	-21	14	3	3	3
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-4	52	43	46	49
세전계속사업이익률	-3.4	23.7	18.1	18.9	19.8
증가율 (%)	적전	흑전	-17.8	6.9	7.5
법인세비용	7	5	11	11	12
계속사업이익	-11	47	32	34	37
중단사업이익	3,509	0	0	0	0
당기순이익	3,498	47	32	34	37
당기순이익률 (%)	2,813.0	21.4	13.4	14.2	14.8
증가율 (%)	1,794.6	-98.7	-32.5	8.0	7.5
지배주주지분 순이익	3,498	48	33	34	36
비지배주주지분 순이익	0	-1	-1	1	1
기타포괄이익	2	-15	0	0	0
총포괄이익	3,500	32	32	34	37

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	384	-29	52	41	44
당기순이익	3,498	47	32	34	37
유형자산 상각비	88	6	6	6	6
무형자산 상각비	13	1	1	1	1
외환손익	1	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	84	-4	13	0	0
기타	-3,301	-79	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-351	29	-5	-7	-7
투자자산의 감소(증가)	77	-853	2	0	0
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-175	-4	-6	-6	-6
기타	-254	886	-1	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-119	-4	1	-3	-3
장기차입금의 증가(감소)	-237	3	1	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-22	763	3	0	0
배당금	-40	-6	-3	-3	-3
기타	181	-764	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-85	-3	47	31	34
기초현금	101	16	13	60	91
기말현금	16	13	60	91	125

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	438	315	364	395	429
현금성자산	16	13	60	91	125
단기투자자산	397	280	280	280	280
매출채권	13	13	14	14	14
재고자산	3	3	3	4	4
기타유동자산	10	6	6	6	6
비유동자산	420	1,310	1,308	1,307	1,307
유형자산	215	197	196	196	196
무형자산	18	30	30	30	30
투자자산	135	988	986	986	986
기타비유동자산	52	95	95	95	95
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	858	1,625	1,671	1,702	1,736
유동부채	89	58	64	64	64
단기차입금	16	19	21	21	21
매입채무	0	3	3	3	3
유동성장기부채	3	3	3	3	3
기타유동부채	71	33	38	38	38
비유동부채	44	35	43	44	44
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	6	6	6	6
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	38	29	38	38	38
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	133	93	108	108	108
지배주주지분	708	1,499	1,531	1,562	1,595
자본금	32	95	95	95	95
자본잉여금	74	774	777	777	777
자본조정 등	-3,660	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	0	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	4,262	651	680	711	744
비지배주주지분	17	33	32	33	34
자본총계	725	1,532	1,564	1,595	1,628

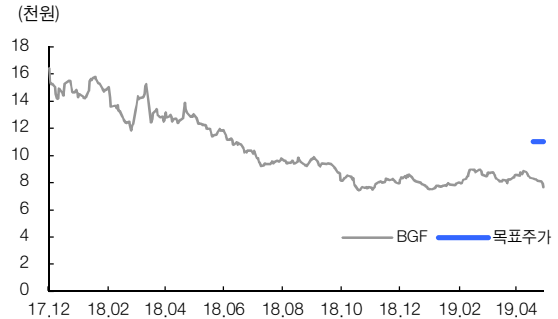
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	74,967	562	334	361	388
EPS(지배순이익 기준)	74,962	575	344	354	380
BPS(자본총계 기준)	22,478	16,066	16,394	16,720	17,073
BPS(지배지분 기준)	21,952	15,719	16,057	16,376	16,721
DPS	200	35	35	35	35
P/E(당기순이익 기준)	0.2	14.4	23.5	21.8	20.3
P/E(지배순이익 기준)	0.2	14.0	22.9	22.2	20.7
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	1.1	14.9	12.0	10.7	9.3
배당수익률	1.3	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	1,911.9	-99.3	-40.5	8.0	7.5
EPS(지배순이익 기준)	1,924.0	-99.2	-40.1	2.8	7.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	419.6	4.2	2.1	2.2	2.3
ROE(지배순이익 기준)	428.6	4.4	2.2	2.2	2.3
ROA	252.0	3.8	1.9	2.0	2.2
안정성 (%)					
부채비율	18.3	6.0	6.9	6.8	6.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	8.2	23.4	34.8	36.8	39.6

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과월(%)	
			평균	최고/최저
19/05/10	커버리지 개시 BUY	11,000	-	-

▶ 최근 2년간 BGF 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	140건	89.17%
보유	17건	10.83%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.