

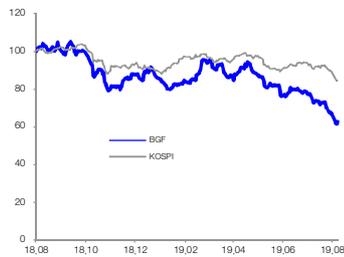
실적은 부진하지만, 자산가치 우수

현재주가 (8/8)	5,870원	
상승여력	44.8%	
시가총액	562십억원	
발행주식수	95,717천주	
자본금/액면가	95십억원/1,000원	
52주 최고/최저가	9,850원/5,740원	
일평균 거래대금 (60일)	1십억원	
외국인지분율	9.73%	
주요주주	홍석조 외 25인 69.74%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-15.5	-26.8 -25.7
상대주가(%p)	-9.2	-17.4 -15.8

※ K-FRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	205	222	11,000
After	265	185	8,500
Consensus	345	355	345
Cons. 차이	-23.2%	-48.0%	2361.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 기존 BUY 의견을 유지하나, 수익예상 하향과 함께 목표주가를 8,500원으로 하향 조정함. < 표3 참조>
- 헬로네이처의 영업손실이 당분간 전체 영업이익에 부정적으로 작용할 전망. 영업실적은 부진하지만, 자산가치를 감안하면 여전히 매력적인 투자 대상

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2분기 연결기준 매출액 655억원 (YoY 9.9%), 영업이익 99억원 (YoY -19.9%)으로 당초 전망치를 하회하는 다소 부진한 실적을 기록함. 당초 예상보다 영업이익이 부진했던 이유는 지난해 3분기 헬로네이처(신선식품 새벽배송)를 증속회사로 편입에 따른 영향임. 새벽배송 시장의 업계 경쟁심화로 인해 매분기별 영업손실이 22~35억원이 발생하고 있음. 한편, 세전이익은 일회성이익과 손실은 발생하지 않았지만, 영업이익의 감익으로 전년동기비 큰 폭 감소했음.
- 동사의 매출액은 BGF리테일로부터의 로열티수익 등 편의점 연계 수익과 골프장 수익이 실적의 대부분을 구성하고 있음. 통상적으로 편의점과 골프장 사업이 1분기와 4분기가 비수기인 바 영업실적이 가장 낮고, 2~3분기 성수기인 계절적 특징을 갖고 있음.
- 헬로네이처의 실적 부진이 전체 손익 회복에 걸림돌로 작용할 전망. 연간 수익예상을 하향 조정함. 3분기 연결기준 매출액 706억원 (YoY 6.5%), 영업이익 107억원 (YoY -25.0%)으로 부진한 실적을 기록할 전망이다. 연간으로도 매출액 2,415억원 (YoY 9.5%), 영업이익 228억원 (YoY -22.6%)으로 수정 전망이다.
- 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) 추가전망 및 Valuation

- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 27.8배, 0.4배로 valuation 매력력이 높지 않아 보일 수 있음. 반면, 동사가 보유하고 있는 BGF리테일(지분율 30.0%), 보유 현금만을 감안해도 시가총액을 충분히 설명하고도 남을 수 있을 만큼의 안전마진을 확보하고 있음.

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	242	23	25	31	265	-53.9	22.1	0.4	11.2	1.7	0.6
2020F	247	25	18	32	185	-30.4	31.8	0.4	10.4	1.2	0.6
2021F	254	27	19	34	201	8.9	29.2	0.4	9.3	1.2	0.6

* K-FRS 연결 기준

〈표1〉 BGF 2019년 2분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q18	1Q19	2Q19P	(YoY)	(QoQ)	2Q19P	Diff.	2Q19P	Diff.
매출액	59.6	50.6	65.5	9.9%	29.5%	62.6	4.7%	63.0	4.0%
영업이익	12.4	0.4	9.9	-19.9%	2622.1%	13.4	-26.2%	13.0	-23.8%
세전이익	15.2	3.1	12.4	-18.5%	304.4%	13.3	-6.6%	16.0	-22.5%
순이익	14.2	2.0	12.3	-13.3%	508.1%	10.0	23.5%	11.0	11.8%

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	242	247	237	243	1.9%	1.8%
영업이익	23	25	32	34	-28.8%	-27.7%
세전이익	28	24	43	46	-35.6%	-47.7%
지배주주순이익	25	18	33	34	-23.2%	-48.0%

자료: BGF, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	19F	20F	12M Forward	비고
1. 사업가치	81	84	83	
EBITDA	31	32		
EV/EBITDA	2.6	2.6		최근 5년간 low 평균치(3.3배) 대비 20% 할인율 적용
2. 투자자산가치	506	506	506	순자산가액의 30%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	506	506		
2) 기타 금융자산	0	0		
3. 기업가치 (=1+2)	588	590	589	
4. 순현금	247	262	256	
5. 비지배주주지분	31	32	31	
6. 적정주주가치 (=3+4-5)	804	821	814	
발행주식수	95,717	95,717	95,717	
적정주가 (원)	8,399	8,577	8,503	
현재주가 (원)	5,870	5,870	5,870	
상승여력 (%)	43.1	46.1	44.9	

자료: BGF, 현대차증권

<표4> BGF 분기별 실적 전망 (연결기준)

(십억원 %)	2018				2019F				2018	2019F	2020F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF			
매출액	43	60	66	52	51	66	71	55	221	242	247
매출총이익	20	35	39	27	24	37	40	28	120	130	136
영업이익	1	12	14	2	0	10	11	2	30	23	25
세전이익	20	15	16	1	3	12	11	2	52	28	24
지배주주순이익	14	14	16	4	4	13	8	1	48	25	18
수익성 (%)											
GPM	46.6	58.1	58.1	52.1	47.9	56.9	57.2	51.2	54.4	53.8	54.8
OPM	1.2	20.8	21.6	4.4	0.8	15.1	15.2	3.3	13.4	9.5	9.9
RPM	47.3	25.5	24.6	1.0	6.1	18.9	15.0	3.0	23.7	11.5	9.7
NPM	33.6	23.2	23.7	8.3	7.1	19.5	11.0	2.2	21.8	10.5	7.1
성장성 (% YoY)											
매출액	73.0	102.7	138.5	22.5	17.7	9.9	6.5	6.0	77.5	9.5	2.5
영업이익	4,900.0	210.0	361.3	-41.0	-20.0	-20.2	-25.0	-21.6	167.9	-22.6	7.6
세전이익	1,461.5	245.5	191.1	-103.0	-84.7	-18.4	-35.0	232.8	흑전	-46.9	-13.4
지배주주순이익	-55.1	-77.4	-83.2	-99.9	-75.0	-7.2	-50.4	-71.6	-98.6	-47.3	-30.4
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	242	247	254
증가율 (%)	44.5	77.4	9.5	2.4	2.8
매출원가	45	101	112	112	112
매출원가율 (%)	36.3	45.6	46.2	45.2	44.0
매출총이익	79	120	130	136	142
매출이익률 (%)	63.7	54.4	53.8	54.8	56.0
증가율 (%)	4.4	51.6	8.3	4.2	5.1
판매관리비	68	91	107	111	116
판매비율 (%)	54.9	41.1	44.4	44.8	45.5
EBITDA	113	36	31	32	34
EBITDA 이익률 (%)	90.5	16.4	12.8	12.9	13.3
증가율 (%)	-7.4	-67.9	-14.6	3.1	6.6
영업이익	11	29	23	25	27
영업이익률 (%)	8.8	13.4	9.4	9.9	10.5
증가율 (%)	36.6	169.1	-22.6	7.8	8.5
영업외손익	-15	23	2	-1	0
금융수익	8	12	4	1	1
금융비용	2	3	2	2	2
기타영업외손익	-21	14	0	0	0
총속·관계기업관련손익	0	0	3	0	0
세전계속사업이익	-4	52	28	24	26
세전계속사업이익률	-3.4	23.7	11.5	9.7	10.3
증가율 (%)	적전	흑전	-47.0	-13.1	8.9
법인세비용	7	5	4	6	7
계속사업이익	-11	47	23	18	20
중단사업이익	3,509	0	0	0	0
당기순이익	3,498	47	23	18	20
당기순이익률 (%)	2,813.0	21.4	9.7	7.3	7.7
증가율 (%)	1,794.6	-98.7	-50.3	-23.2	8.9
지배주주지분 순이익	3,498	48	25	18	19
비지배주주지분 순이익	0	-1	-2	0	0
기타포괄이익	2	-15	3	0	0
총포괄이익	3,500	32	26	18	20

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	384	-29	16	25	27
당기순이익	3,498	47	23	18	20
유형자산 상각비	88	6	7	6	6
무형자산 상각비	13	1	1	1	1
외환손익	1	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	84	-4	-12	0	0
기타	-3,301	-79	-4	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-351	29	-8	-7	-7
투자자산의 감소(증가)	77	-853	12	0	0
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-175	-4	-6	-6	-6
기타	-254	886	-14	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-119	-4	-3	-3	-3
장기차입금의 증가(감소)	-237	3	1	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-22	763	0	0	0
배당금	-40	-6	-3	-3	-3
기타	181	-764	-1	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-85	-3	5	15	16
기초현금	101	16	13	17	32
기말현금	16	13	17	32	49

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	438	315	355	370	387
현금성자산	16	13	17	32	49
단기투자자산	397	280	35	35	35
매출채권	13	13	14	14	14
재고자산	3	3	4	4	4
기타유동자산	10	6	26	26	26
비유동자산	420	1,310	1,307	1,307	1,307
유형자산	215	197	197	197	196
무형자산	18	30	30	30	30
투자자산	135	988	976	976	976
기타비유동자산	52	95	104	104	104
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	858	1,625	1,662	1,677	1,693
유동부채	89	58	67	67	67
단기차입금	16	19	21	21	21
매입채무	0	3	3	3	3
유동성장기부채	3	3	3	3	3
기타유동부채	71	33	41	41	41
비유동부채	44	35	44	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	110	111	111
지배주주지분	708	1,499	1,520	1,535	1,551
자본금	32	95	95	95	95
자본잉여금	74	774	774	774	774
자본조정 등	-3,660	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	0	-14	-11	-11	-11
이익잉여금	4,262	651	669	684	700
비지배주주지분	17	33	31	32	32
자본총계	725	1,532	1,552	1,566	1,583

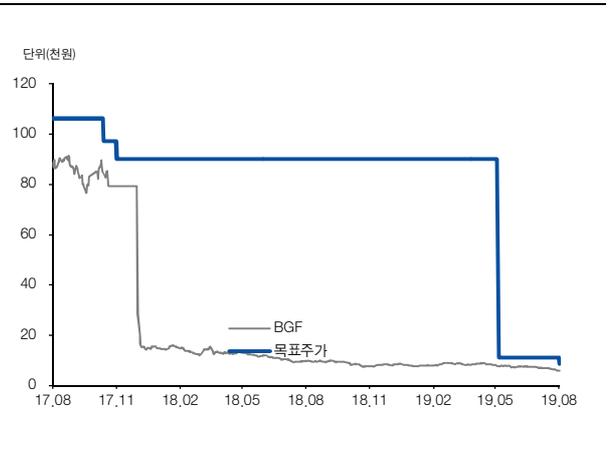
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익 기준)	74,967	562	246	188	205
EPS(지배순이익 기준)	74,962	575	265	185	201
BPS(자본총계 기준)	22,478	16,066	16,212	16,365	16,535
BPS(지배지분 기준)	21,952	15,719	15,885	16,035	16,201
DPS	200	35	35	35	35
P/E(당기순이익 기준)	0.2	14.4	23.9	31.2	28.6
P/E(지배순이익 기준)	0.2	14.0	22.1	31.8	29.2
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	1.1	14.9	11.2	10.4	9.3
배당수익률	1.3	0.4	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	1,911.9	-99.3	-56.3	-23.3	8.9
EPS(지배순이익 기준)	1,924.0	-99.2	-53.9	-30.4	8.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	419.6	4.2	1.5	1.2	1.2
ROE(지배순이익 기준)	428.6	4.4	1.7	1.2	1.2
ROA	252.0	3.8	1.4	1.1	1.2
안정성 (%)					
부채비율	18.3	6.0	7.1	7.1	7.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	8.2	23.4	14.9	12.0	13.1

▶ 투자이건 및 목표주가 추이

일자	투자이건	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/08/08	BUY	109,216	-19,2	-14,0
17/10/20	M,PERFORM	99,943	-16,9	-18,5
17/11/08	M,PERFORM	92,731	-12,1	-12,1
17/11/30	M,PERFORM	92,731	-73,7	-87,4
18/05/30	6개월경과		-89,9	-92,0
18/11/30	6개월경과		-91,1	-91,9
19/05/13	BUY	11,000	-35,5	-29,4
19/08/09	BUY	8,500	-	-

▶ 최근 2년간 BGF 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 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 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이건 분류

- ▶ 업종 투자이건 분류 현대차투자증권의 업종투자이건은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차투자증권의 종목투자이건은 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 (2018.07.01~2019.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	148건	89,16%
보유	18건	10,84%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 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.