Company Note
2019. 02. 13

BGF (027410)

BUY / TP 8,500원

유통/상사/교육제지 Analyst 박종렬 02) 3787-2099 jrpark@hmsec.com

실적보다는 자산가치에 주목

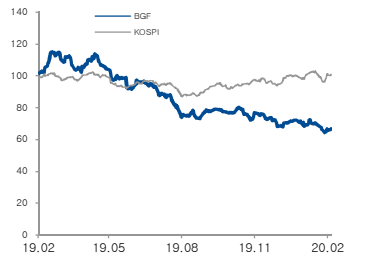
현재주가 (2/12)	5,360원
상승여력	58.6%
시가총액	513십억원
발행주식수	95,717천주
자본금/액면가	95십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	8,940원/4,995원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	9.08%
주요주주	홍석조 외 25인 69.72%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.4	1.0	-22.3
상대주가(%p)	-7.6	-9.4	-24.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(19F)	EPS(20F)	T/P
Before	311	271	8,500
After	281	266	8,500
Consensus	364	465	9,250
Cons. 차이	-22.6%	-42.9%	-8.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 기존 BUY 의견과 목표주가 8,500원을 유지함. <표3 참조>
- 지난해 4분기 영업이익은 당초 전망치를 상회하는 양호한 수준을 기록함. 자산가치를 감안하면 여전히 매력적인 투자 대상

2) 주요이슈 및 실적전망

- 4분기 연결기준 매출액 615억원 (YoY 18.7%), 영업이익 100억원 (YoY 334.8%)으로 당초 전망치를 크게 상회하는 양호한 실적을 기록함. 당초 예상보다 영업이익이 크게 호전된 이유는 관계기업 실적 개선에 따른 영향. 한편, 세전이익은 무형자산손상에 따른 일회성 손실(약 90억원)로 인해 당초 예상치를 하회함. 순이익도 법인세비용 큰 폭 증가하면서 적자로 전환됨.
- 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.
- 당초 예상보다 양호했던 지난해 4분기 실적을 감안해 올해 연간 수익예상을 조정함. 매출액과 영업이익은 기존 전망치 대비 각각 2.9%, 34.4% 상향 조정함. 올해 1분기 연결기준 매출액 515억원 (YoY 2.0%), 영업이익 6억원 (YoY 39.3%)으로 양호한 실적을 기록할 전망임. 올해 연간 매출액 2,454억원 (YoY 2.1%), 영업이익 308억원 (YoY 4.6%)으로 수정 전망함.
- 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 20.0배, 0.3배로 valuation 매력이 높지 않아 보일 수 있음. 반면, 동사가 보유하고 있는 BGF리테일(지분율 30.0%, 8,478억원)과 보유 현금(20F 2,520억원)만을 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	240	29	27	47	281	-51.0	19.9	0.4	7.2	1.8	2.0
2020F	245	31	25	49	266	-5.6	20.2	0.3	6.1	1.7	2.1
2021F	251	32	27	50	278	4.7	19.3	0.3	5.6	1.7	2.1

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 BGF 2019년 4분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	4Q18	3Q19	4Q19P	(YoY)	(QoQ)	4Q19P	Diff.	4Q19P	Diff.
매출액	52	63	62	18.3%	-2.4%	52	18.3%	53	15.5%
영업이익	2	9	10	400.0%	11.1%	2	400.0%	5	83.5%
세전이익	1	10	1	60.0%	-92.0%	2	-60.0%	3	-73.3%
순이익	4	9	-5	적전	적전	4	적전	2	적전

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	240	245	233	238	3.1%	2.9%
영업이익	29	31	22	23	36.4%	34.4%
세전이익	27	32	29	30	-8.6%	7.2%
지배주주순이익	17	26	25	27	-31.1%	-2.1%

자료 : BGF, 현대차증권

〈표3〉 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	20F	21F	12M Forward	비고
1. 사업가치	96	99	97	
EBITDA	49	50		
EV/EBITDA	2.0	2.0		최근 5년간 low 평균치(3.0배) 대비 40% 할인율 적용
2. 투자자산가치	497	497	497	순자산가액의 48% 할인율 적용
1) 관계기업지분투자	494	494		
2) 기타 금융자산	4	4		
3. 기업가치 (=1+2)	593	596	594	
4. 순현금	245	262	248	
5. 비지배주주지분	26	27	26	
6. 적정주주가치 (=3+4-5)	812	831	815	
발행주식수	95,717	95,717	95,717	
적정주가 (원)	8,484	8,684	8,518	
현재주가 (원)	5,360	5,360	5,360	
상승여력 (%)	58.3	62.0	58.9	

자료 : BGF, 현대차증권

〈표4〉 BGF 분기별 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2019P				2020F				2018	2019P	2020F
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	51	66	63	62	52	67	64	63	221	240	245
매출총이익	24	37	35	34	25	38	36	35	120	130	134
영업이익	0	10	9	10	1	10	9	10	30	29	31
세전이익	3	12	10	1	1	11	10	11	52	27	32
지배주주순이익	4	13	11	0	1	8	8	8	48	27	25
수익성 (%)											
GPM	47.9	56.9	56.1	54.8	48.4	57.5	56.7	55.3	54.4	54.3	54.8
OPM	0.8	15.1	14.5	16.3	1.1	15.4	14.8	16.6	13.4	12.2	12.5
RPM	6.1	18.9	16.6	1.3	1.9	16.0	15.5	17.2	23.7	11.1	13.2
NPM	7.1	19.5	17.2	-0.5	1.5	12.6	12.1	13.5	21.8	11.2	10.4
성장성 (%, YoY)											
매출액	17.7	9.9	-5.3	18.7	2.0	2.1	2.1	2.2	77.5	8.9	2.1
영업이익	-20.0	-20.2	-36.4	334.8	39.3	4.1	4.3	4.0	168.2	-0.3	4.6
세전이익	-84.7	-18.4	-36.2	60.0	-68.6	-13.6	-4.7	1,253.3	흑전	-48.9	21.5
지배주주순이익	-75.0	-7.2	-31.2	적전	-78.8	-34.3	-28.1	흑전	-98.6	-44.2	-5.5
주요 가정											
GDP성장률(실질)	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.7	2.0	2.2
민간소비	2.0	2.0	1.7	2.0	1.7	1.9	2.0	2.1	2.7	2.5	2.0
소비자물가상승률	0.6	0.7	0.1	0.3	0.9	1.0	1.1	1.0	1.5	0.7	1.0

자료 : BGF, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	124	221	240	245	251
증가율 (%)	44.5	77.4	9.0	2.1	2.3
매출원가	45	101	110	111	112
매출원가율 (%)	36.3	45.6	45.7	45.2	44.5
매출총이익	79	120	130	134	139
매출이익률 (%)	63.7	54.4	54.3	54.8	55.5
증가율 (%)	4.4	51.6	8.6	3.1	3.5
판매관리비	68	91	101	104	107
판관비율 (%)	54.9	41.1	42.0	42.3	42.6
EBITDA	113	36	47	49	50
EBITDA 이익률 (%)	90.5	16.4	19.3	19.8	19.9
증가율 (%)	-7.4	-67.9	28.8	4.4	2.9
영업이익	11	29	29	31	32
영업이익률 (%)	8.8	13.4	12.2	12.5	12.9
증가율 (%)	36.6	169.1	-0.3	4.6	4.9
영업외손익	-15	23	-3	2	2
금융수익	8	12	10	4	5
금융비용	2	3	3	3	3
기타영업외손익	-21	14	-9	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-4	52	27	32	34
세전계속사업이익률	-3.4	23.7	11.1	13.2	13.5
증가율 (%)	적전	흑전	-48.8	21.2	4.7
법인세비용	7	5	9	6	7
계속사업이익	-11	47	17	26	27
중단사업이익	3,509	0	0	0	0
당기순이익	3,498	47	17	26	27
당기순이익률 (%)	2,813.0	21.4	7.2	10.6	10.8
증가율 (%)	1,794.6	-98.7	-63.2	49.2	4.7
지배주주지분 순이익	3,498	48	27	25	27
비지배주주지분 순이익	0	-1	-10	1	1
기타포괄이익	2	-15	-8	0	0
총포괄이익	3,500	32	9	26	27

(단위: 십억원)

재무상태표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	438	315	338	354	371
현금성자산	16	13	37	52	69
단기투자자산	397	280	13	13	13
매출채권	13	13	12	13	13
재고자산	3	3	4	4	4
기타유동자산	10	6	14	14	14
비유동자산	420	1,310	1,334	1,333	1,333
유형자산	215	197	196	196	195
무형자산	18	30	34	34	34
투자자산	135	988	979	979	979
기타비유동자산	52	95	125	125	125
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	858	1,625	1,671	1,687	1,704
유동부채	89	58	64	64	64
단기차입금	16	19	22	22	22
매입채무	0	3	3	3	4
유동성장기부채	3	3	1	1	1
기타유동부채	71	33	37	37	37
비유동부채	44	35	65	65	66
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	6	7	7	7
장기금융부채 (리스포함)	0	0	18	18	18
기타비유동부채	38	29	40	40	41
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	133	93	129	129	129
지배주주지분	708	1,499	1,517	1,532	1,548
자본금	32	95	96	96	96
자본잉여금	74	774	776	776	776
자본조정 등	-3,660	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	0	-14	-23	-23	-23
이익잉여금	4,262	651	674	689	705
비지배주주지분	17	33	26	26	27
자본총계	725	1,532	1,542	1,558	1,574

(단위: 십억원)

현금흐름표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐	384	-29	9	44	45
당기순이익	3,498	47	17	26	27
유형자산 상각비	88	6	16	17	17
무형자산 상각비	13	1	1	1	1
외환손익	1	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	84	-4	-8	0	0
기타	-3,301	-79	-18	0	0
투자활동으로인한현금흐	-351	29	22	-17	-17
투자자산의 감소(증가)	77	-853	9	0	0
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
유형자산의	-175	-4	-6	-16	-16
기타	-254	886	18	-1	-1
재무활동으로인한현금흐	-119	-4	-6	-11	-11
장기차입금의	-237	3	52	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-22	763	3	0	0
배당금	-40	-6	-3	-11	-11
기타	181	-764	-57	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-85	-3	24	16	17
기초현금	101	16	13	37	52
기말현금	16	13	37	52	69

(단위: 원,배,%)

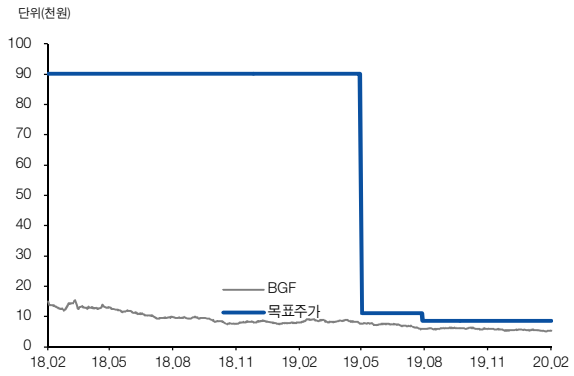
주요투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS(당기순이익	74,967	562	182	271	284
EPS(지배순이익	74,962	575	281	266	278
BPS(자본총계 기준)	22,478	16,066	16,114	16,275	16,449
BPS(지배지분 기준)	21,952	15,719	15,847	16,002	16,170
DPS	200	35	110	110	110
P/E(당기순이익	0.2	14.4	30.8	19.8	18.9
P/E(지배순이익	0.2	14.0	19.9	20.2	19.3
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(Repor	1.1	14.9	7.2	6.1	5.6
배당수익률	1.3	0.4	2.0	2.1	2.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익	1,911.9	-99.3	-67.6	48.9	4.7
EPS(지배순이익	1,924.0	-99.2	-51.0	-5.6	4.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익	419.6	4.2	1.1	1.7	1.7
ROE(지배순이익	428.6	4.4	1.8	1.7	1.7
ROA	252.0	3.8	1.1	1.5	1.6
안정성 (%)					
부채비율	18.3	6.0	8.4	8.3	8.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	8.2	23.4	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17/11/30	M.PERFORM	92,731	-82.0	-87.4
18/05/30	6개월경과		-89.9	-92.0
18/11/30	6개월경과		-91.1	-91.9
19/05/13	BUY	11,000	-35.7	-29.4
19/08/09	BUY	8,500	-30.0	-26.8
19/11/19	BUY	8,500	-32.8	-26.8
20/02/13	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.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 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 (2019.01.01~2019.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	135건	85.99%
보유	22건	14.01%
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.