

주가를 견인할 모멘텀 부족

Analyst 박종렬

02-3787-2099 jrpark@hmsec.com

현재주가 (5/8)	4,555원
상승여력	58.1%
시가총액	436십억원
발행주식수	95,717천주
자본금/액면가	96십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	8,080원/2,720원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	8.39%
주요주주	홍석조 외 24 인 69.71%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	11.0 -8.3 -21.5
상대주가(%p)	4.9 5.2 -12.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	266	278	8,500
After	200	218	7,200
Consensus	261	282	8,500
Cons. 차이	-23.4%	-22.7%	-15.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1분기 실적은 당초 예상과는 달리 관계기업 지분법 손익 감소로 부진함. 당분간 실적의 빠른 회복은 쉽지 않을 것으로 판단
- 기존 BUY 의견을 유지하나, 수익예상을 하향하며 목표주가를 7,200원으로 하향 조정함. 목표주가 7,200원은 올해 수익예상 기준 P/B 0.5배 수준임. <표3 참조>
- 비록 목표주가를 하향했지만, 동사의 보유 지분과 현금성자산 등을 감안하면 매우 저평가된 상태임. 실적을 견인할 모멘텀이 부족한 것이 아쉬운 상황임.

주요이슈 및 실적전망

- 1분기 연결기준 매출액 471억원 (YoY -7.6%), 영업이익 -23억원 (YoY 적전)으로 당초 전망치를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록함. 당초 예상과 달리 영업손실을 기록한 이유는 코로나19 영향으로 관계기업 지분법 손익 감소에 따른 영향. 한편, 세전이익은 채권시장 약세로 당기손익인식금융자산 평가손실로 41억원의 손실을 기록함.
- 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 부진했던 1분기 실적을 감안해 올해 연간 수익예상을 하향 조정함. 매출액과 영업이익은 기존 전망치 대비 각각 6.1%, 22.8% 하향 조정함. 2분기 연결기준 매출액 627억원 (YoY -4.2%), 영업이익 88억원 (YoY -11.4%)으로 부진한 실적 지속될 전망이다. 올해 연간 매출액 2,302억원 (YoY -4.2%), 영업이익 239억원 (YoY -18.6%)으로 수정 전망함.
- 관계기업 중 BGF리테일의 경우 다양한 성장 돌파구를 마련하고 있는 점은 긍정적으로 평가

주가전망 및 Valuation

- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 22.7배, 0.3배로 valuation 매력이 높지 않아 보일 수 있음. 반면, 동사가 보유하고 있는 BGF리테일(지분율 30.0%, 7,778억원)과 보유 현금(20F 2,457억원)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 (%)
2018	221	29	48	36	575	-99.2	14.0	0.5	14.9	4.4	0.4
2019	240	29	27	46	281	-51.1	19.9	0.4	6.7	1.8	2.0
2020F	230	24	19	42	200	-29.0	22.8	0.3	5.1	1.3	2.4
2021F	235	25	21	43	218	9.3	20.9	0.3	5.0	1.4	2.4
2022F	241	26	22	44	229	4.9	19.9	0.3	4.6	1.4	2.4

* K-IFRS 연결 기준

<표1> BGF 2020년 1분기 실적 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	1Q19	4Q19	1Q20P	(YoY)	(QoQ)	1Q20P	Diff.	1Q20P	Diff.
매출액	51	61	47	-7.6%	-22.8%	52	-9.4%	52	-9.4%
영업이익	0.4	10	-2	N/A	적전	1	-330.0%	1	-330.0%
세전이익	1	1	-4	적전	적전	1	-510.0%	1	-510.0%
순이익	2	-5	-4	적전	적지	1	-520.0%	1	-520.0%

자료 : BGF, 현대차증권

<표2> BGF 연간 실적 추정 변경 내역 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	230	235	245	251	-6.1%	-6.2%
영업이익	24	25	31	32	-22.8%	-21.3%
세전이익	23	27	32	34	-27.5%	-21.6%
지배주주순이익	18	21	26	27	-32.2%	-21.1%

자료 : BGF, 현대차증권

<표3> 적정주주가치 산출 근거

(십억원, 천주, 원, %)	20F	21F	12M Forward	비고
1. 사업가치	82	85	83	
EBITDA	42	43		
EV/EBITDA	2.0	2.0		최근 5년간 low 평균치(3.0배) 대비 40% 할인율 적용
2. 투자자산가치	387	387	387	순자산가액의 60% 할인율 적용
1) 관계기업지분투자	381	381		
2) 기타 금융자산	6	6		
3. 기업가치 (=1+2)	470	472	471	
4. 순현금	246	247	246	
5. 비지배주주지분	24	25	24	
6. 적정주주가치 (=3+4-5)	691	694	692	
발행주식수	95,717	95,717	95,717	
적정주가 (원)	7,220	7,255	7,235	
현재주가 (원)	4,555	4,555	4,555	
상승여력 (%)	58.5	59.3	58.8	

자료 : BGF, 현대차증권

<표4> BGF 분기별 실적 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2019				2020F				2019	2020F	2021F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	51	66	63	62	47	63	60	60	240	230	235
매출총이익	24	37	35	34	19	35	33	33	130	120	124
영업이익	0	10	9	10	-2	9	8	9	29	24	25
세전이익	3	12	10	1	-4	9	9	10	27	23	27
지배주주순이익	4	13	11	0	-2	7	7	8	27	19	21
수익성 (%)											
GPM	47.9	56.9	56.1	54.8	39.7	56.2	55.4	54.2	54.3	52.1	52.7
OPM	0.8	15.1	14.5	16.3	-4.9	14.0	13.6	15.5	12.2	10.4	10.7
RPM	6.1	18.9	16.6	1.3	-8.7	14.6	14.2	16.1	11.1	10.1	11.3
NPM	7.1	19.5	17.2	-0.5	-4.9	11.4	11.1	12.6	11.2	8.3	8.9
성장성 (% YoY)											
매출액	17.7	9.9	-5.3	18.7	-6.7	-4.2	-4.2	-2.2	8.9	-4.2	2.3
영업이익	-20.0	-20.2	-36.4	334.8	-675.0	-11.4	-10.3	-7.0	-0.3	-18.6	5.2
세전이익	-84.7	-18.4	-36.2	60.0	-232.3	-26.3	-18.0	1,107.9	-48.9	-13.0	14.7
지배주주순이익	-75.0	-7.2	-31.2	적전	-163.9	-44.0	-38.1	흑전	-44.2	-28.9	9.2
주요 가정											
GDP성장률(실질)	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2	2.3
민간소비	2.0	2.0	1.7	2.0	1.7	1.9	2.0	2.1	2.5	2.0	2.2
소비자물가상승률	0.6	0.7	0.1	0.3	0.9	1.0	1.1	1.0	0.7	1.0	1.2

자료 : BGF, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	221	240	230	235	241
증가율 (%)	78.2	8.6	-4.2	2.2	2.6
매출원가	101	110	110	111	112
매출원가율 (%)	45.7	45.8	47.8	47.2	46.5
매출총이익	120	130	120	124	129
매출이익률 (%)	54.3	54.2	52.2	52.8	53.5
증가율 (%)	51.9	8.3	-7.7	3.3	4.0
판매관리비	91	101	96	99	102
판매비율 (%)	41.2	42.1	41.7	42.1	42.3
EBITDA	36	46	42	43	44
EBITDA 이익률 (%)	16.3	19.2	18.3	18.3	18.3
증가율 (%)	-68.1	27.8	-8.7	2.4	2.3
영업이익	29	29	24	25	26
영업이익률 (%)	13.1	12.1	10.4	10.6	10.8
증가율 (%)	163.6	0.0	-17.2	4.2	4.0
영업외손익	23	-3	-1	2	2
금융수익	12	10	10	10	10
금융비용	3	3	8	8	8
기타영업외손익	14	-10	-3	-0	-0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	52	27	23	27	28
세전계속사업이익률	23.5	11.3	10.0	11.5	11.6
증가율 (%)	-1,400.0	-48.1	-14.8	17.4	3.7
법인세비용	5	9	6	5	6
계속사업이익	47	18	18	21	22
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	18	18	21	22
당기순이익률 (%)	21.3	7.5	7.8	8.9	9.1
증가율 (%)	-98.7	-61.7	0.0	16.7	4.8
지배주주지분 순이익	48	27	19	21	22
비지배주주지분 순이익	-1	-9	-1	0	0
기타포괄이익	-15	-5	0	0	0
총포괄이익	32	12	18	21	22

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-29	14	24	29	40
당기순이익	47	18	18	21	22
유형자산 상각비	6	16	17	17	17
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-4	-5	-11	-10	-0
기타	-79	-16	-1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	29	-0	-17	-17	-17
투자자산의 감소(증가)	-853	-7	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-5	-16	-16	-16
기타	886	12	-1	-1	-1
재무활동으로인한현금흐름	-4	-12	-11	-11	-11
차입금의 증가(감소)	0	11	0	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	763	-14	0	0	0
배당금	-6	-3	-11	-11	-11
기타	-761	-6	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-3	2	-3	2	12
기초현금	16	13	14	11	13
기말현금	13	14	11	13	25

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	315	320	316	318	331
현금성자산	13	14	11	13	25
단기투자자산	280	285	285	285	285
매출채권	13	12	12	12	12
채고자산	3	3	3	3	3
기타유동자산	6	6	6	6	6
비유동자산	1,310	1,338	1,337	1,336	1,335
유형자산	197	196	195	194	194
무형자산	30	24	24	24	24
투자자산	988	995	995	995	995
기타비유동자산	95	123	123	123	122
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,625	1,657	1,653	1,654	1,666
유동부채	58	64	64	64	64
단기차입금	19	19	19	19	19
매입채무	3	4	4	4	4
유동성장기부채	3	8	8	8	8
기타유동부채	33	33	33	33	33
비유동부채	35	65	54	44	44
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	1	1	1	1
장기금융부채	0	16	16	16	16
기타비유동부채	29	48	37	27	27
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	93	129	118	108	108
지배주주지분	1,499	1,502	1,511	1,521	1,533
자본금	95	96	96	96	96
자본잉여금	774	759	759	759	759
자본조정 등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	-14	-18	-18	-18	-18
이익잉여금	651	672	681	691	703
비지배주주지분	33	26	24	25	25
자본총계	1,532	1,528	1,535	1,546	1,558

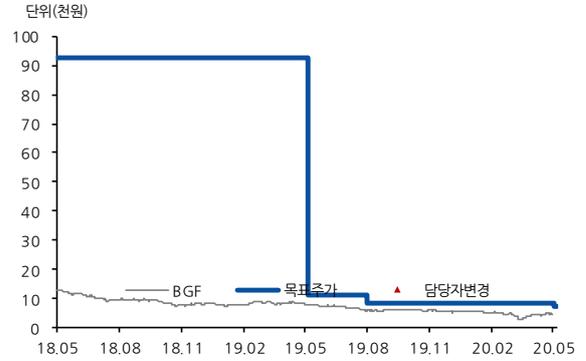
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	562	183	184	223	233
EPS(지배순이익 기준)	575	281	200	218	229
BPS(자본총계 기준)	16,066	15,966	16,041	16,153	16,277
BPS(지배지분 기준)	15,719	15,699	15,788	15,896	16,015
DPS	35	110	110	110	110
P/E(당기순이익 기준)	14.4	30.6	24.7	20.5	19.5
P/E(지배순이익 기준)	14.0	19.9	22.8	20.9	19.9
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	14.9	6.7	5.1	5.0	4.6
배당수익률	0.4	2.0	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-99.3	-67.4	0.5	20.8	4.9
EPS(지배순이익 기준)	-99.2	-51.1	-29.0	9.3	4.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.2	1.1	1.2	1.4	1.4
ROE(지배순이익 기준)	4.4	1.8	1.3	1.4	1.4
ROA	3.8	1.1	1.1	1.3	1.3
안정성 (%)					
부채비율	6.0	8.4	7.7	7.0	6.9
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	23.4	17.5	4.6	4.8	5.1

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2019.05.13	BUY	11,000	-35.69	-29.36
2019.08.09	BUY	8,500	-32.68	-26.82
2020.02.09	AFTER 6M	8,500	-49.00	-36.94
2020.05.11	BUY	7,200		

▶ 최근 2년간 BGF 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 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 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
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.