



INDUSTRY
2021년 3월 11일

BGF그룹

편의점: BGF는 현재 99℃

“ ”

BGF그룹은 향후 10년간의 먹거리 창출을 위해 발빠르게 움직이고 있습니다. 안정적인 수익을 창출하고 있는 편의점 사업을 기반으로 하고 비편의점 사업부 경쟁력 강화를 통해 신규 성장동력을 모색할 것으로 판단합니다. 당사에서는 그중 BGF에코바이오에 주목하고 있습니다. 2022년부터 플라스틱류 제품군의 사용 규제가 강화될 예정인 가운데 관련 설비를 증설하고 있고, 안정적인 매출처를 보유하고 있다는 점에서 시장 안착 가능성이 높다고 판단합니다. 이외 편의점 사업부 성장도 유지될 것으로 전망됩니다. 당사에서는 BGF그룹의 레벨업 가능성을 점치고 있으며, 비편의점 사업부 성장 전망에 따라 BGF에 대한 관심도 높아질 것으로 예상합니다.

| Contents |

I. 투자 아이디어 및 요약.....	03
II. BGF그룹	04
III. BGF그룹 지배구조.....	04
IV. BGF그룹 성장이 기대되는 이유.....	07
1) 편의점을 중심으로 안정적 성장 이어질 전망	07
2) BGF 그룹 성장을 이끄는 비편의점 사업부	24
3) BGF 지주사 가치 상승 본격화	31
V. 분석대상 종목.....	33
1. BGF (027410)	34
2. BGF리테일 (282330)	39
VI. 붙임.....	44
1. 국내외 플라스틱 규제 동향	45
2. 바이오플라스틱의 기술적 특성	48
3. 바이오플라스틱 시장 분석.....	50

I. 투자 아이디어 및 요약

BGF그룹의 편의점과
비편의점 사업부 모두 고른
성장세 전망

BGF 사업부를 나누어 보면 편의점과 비편의점 부문으로 분류 가능하다. 그룹의 대부분 실적은 편의점 사업과 연동되어 있으며 BGF리테일을 중심으로 가맹사업+상품제조+서비스+물류 등 유기적인 밸류체인을 구축한 상태이다. 비편의점 부문은 BGF가 지주사로 BGF네트웍스, 헬로네이처, BGF에코바이오를 지배하고 있다. 당사에서는 편의점과 비편의점 사업부 모두 고른 성장세를 예상하며, 특히 BGF로지스, BGF푸드 그리고 BGF에코바이오를 가장 크게 기대한다.

BGF리테일, 출점을
통한 성장 여력은
여전히 충분

BGF리테일의 출점을 통한 성장 전략은 여전히 유효하다고 판단한다. 그 이유는 ① 편의점 수요가 안정적으로 증가 중이고, ② 퇴직인구 본격화로 공급 여력이 높으며, ③ 최근 점포 출점이 상위업체 위주로 이루어져 점유율 확대가 이루어 지고 있기 때문이다.

BGF푸드, 제조경쟁력
확대에 따른
가동률 증가 및
ASP 상승 기대

BGF푸드는 BGF리테일에 판매되는 도시락류의 메인제품을 공급하고 있으며, 관련 상품군을 추가하고 있다. 당사에서는 BGF푸드의 성장 가능성이 높다고 판단하는데, 그 이유는 ① FF 및 HMR 제조의 자체 비중을 늘리고 있고, ② 상품군을 확대하고 있으며, ③ 향후 추가 라인 증설을 진행할 가능성이 높기 때문이다.

점유율 확대를 위해서는 상품경쟁력 강화가 필요하기 때문에 BGF푸드의 역할은 상당히 중요하다. BGF푸드는 지난해부터 CK라인업을 본격 가동하였고, 향후 생산라인 확대도 기대할 수 있다는 점에서 BGF그룹의 핵심 계열사로 자리매김 할 전망이다.

BGF로지스
역할 부각

BGF로지스는 편의점의 물류업무를 담당하고 있다. 2019년 말 CDC 준공을 통해 물류 효율성을 제고시키면서 외형 성장과 더불어 수익성 개선이 동시에 이루어지고 있다.

이에 더해 네이버와의 업무 협업이 이루어질 경우 추가적인 성장 동력을 확보할 것으로 전망한다. 풀필먼트 서비스 추가 및 네이버 스마트스토어 물품 공급을 BGF로지스가 담당할 가능성을 고려할 때 동사의 역할은 더욱 확대될 것으로 전망하기 때문이다.

전방산업 확대에 따라
BGF에코바이오, KBF
성장 전망

정부는 2019년 11월 '1회용품 함께 줄이기 계획'을 발표하였다. 더불어 기존 제품을 생분해성 제품으로 대체하려는 움직임을 취하고 있다. 이를 위해 ▶ 일정 규모 이상의 용기류 생산업체를 대상으로 플라스틱 용기류의 생산 비율을 설정하여 권고하였고, ▶ 2022년부터 플라스틱 용기 생산목표를 계획하고 있으며, ▶ 2025년까지 현재 47% 수준의 플라스틱 용기 비율을 38%까지 축소하겠다는 목표를 발표하였다.

이에 당사는 바이오플라스틱 원천 기술을 보유하고, 제품을 생산할 수 있는 BGF에코바이오와 KBF에 주목하고 있다. ① 환경규제 본격화로 전방산업 확대 가능성이 높고, ② 설비라인 구축을 진행 중이며, ③ 그룹사향 매출 발생으로 안정적인 사업구조를 유지할 수 있을 것으로 보여 2022년부터 가시적인 성과를 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 이에 이를 지배하고 있는 BGF 기업가치 상승 가능성에 주목해야 할 것이다.

II. BGF 그룹 전략적 행보 시작

주요 유통업체 생존을 위한
전략적 변화

주요 유통업체들의 변화가 가파르게 진행되고 있다. 2014년 이마트/신세계그룹은 중장기적인 투자계획을 수립하면서 기존 사업부 한계를 벗어나기 위한 전략을 시행하였고, 롯데그룹도 오프라인 점포 30%를 구조조정 하면서 생존하기 위해 안간힘을 쓰고 있다. 이러한 전략적 변화는 ① 전방산업의 부진, ② 시장환경 변화 등이 상당한 영향을 미치고 있기 때문이다.

BGF그룹 한 단계 앞서가기
위한 전략적 변화

이들이 생존을 위해 몸부림 치고있다면 BGF그룹은 한 단계 더 앞서가기 위해, 향후 10년간의 먹거리 창출을 위해 발빠른 움직임을 보여주고 있어 주목해볼 필요가 있다. 그동안 BGF그룹의 이미지는 편의점과 연관된 가맹본부 사업을 주로 영위하는 단일 플랫폼 회사로 인식되었다. 시장에서는 현재까지 안정적으로 성장하고 있는 부분에는 동의하고 있으나, 향후 성장성이 무엇일까에 대한 의구심을 가지고 있었고 그동안 필자도 그러한 의견에 동의한 것이 사실이다. 하지만, 동 보고서를 통해 필자가 가지고 있었던 시각을 완전히 벗어던지려 한다. 즉, BGF그룹의 성장 가능성을 매우 크게 보고 있으며, 현 시점을 이러한 성장 가능성에 베풀어야 할 시점으로 판단하고 있다.

III. BGF 그룹 지배구조

BGF그룹의 사업부문은
편의점과 非편의점으로
분류 가능

BGF그룹은 BGF를 지주사로 지배구조 체계를 완성하였다. BGF 사업부를 크게 나누어 보면 편의점과 비편의점으로 분류할 수 있다. BGF그룹은 크게 BGF리테일, BGF푸드, BGF로지스, BGF네트웍스, BGF 휴먼넷 등 편의점과 관련된 회사와 BGF에코바이오 KBF, 헬로네이처 등 비 편의점 부문으로 나눌 수 있다.

BGF그룹의 대부분 실적은 편의점산업과 연동되어 있다. BGF리테일을 중심으로 밸류체인을 구축한 상태이며, 1.5만개에 달하는 사업장을 통해 가맹사업 + 상품제조 + 서비스 + 물류 등 유기적인 관계를 가지고 있다.

각 사업부가 편의점 운영 및
지원에 필요한 업무를
나누어 수행

사업체별로 나누어보면 BGF리테일은 가맹본부 및 매장운영, BGF네트웍스는 편의점 택배 서비스 및 지류사업, BGF휴먼넷은 옥내외 광고 및 현금인출기, BGF로지스틱스는 상품공급 물류, BGF푸드는 식품제조 등을 영위하고 있다. 편의점 운영 및 지원에 필요한 전방위적인 업무를 각 사업부가 나누어서 수행하고 있는 구조이다.

편의점: BGF리테일 중심
非편의점: BGF 중심

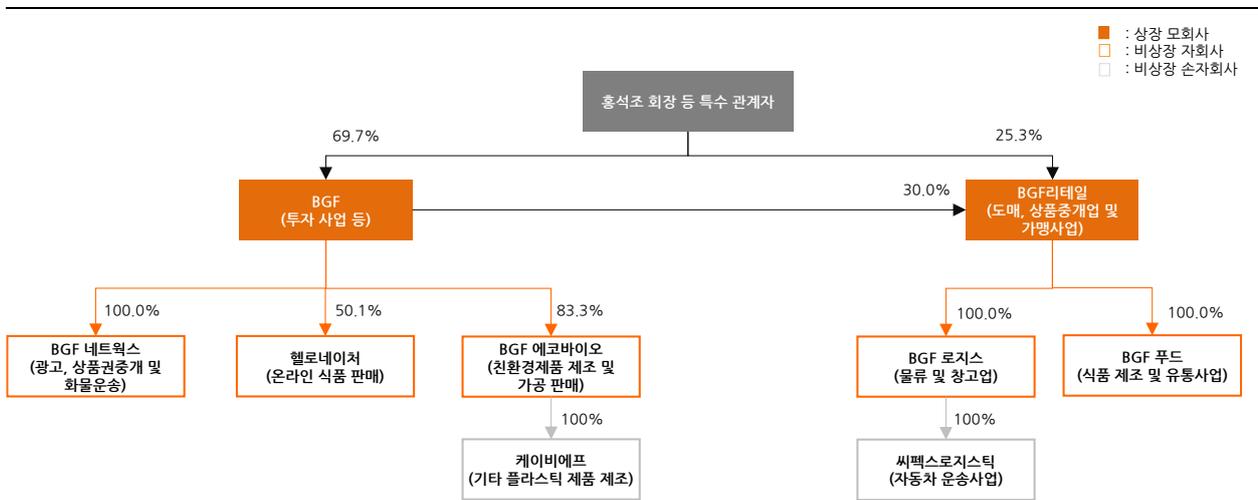
상장사 BGF는 BGF그룹의 지주사로 BGF네트웍스, 헬로네이처, 에코바이오(KBF 100% 보유)를 지배하고 있으며, BGF리테일 지분 30%를 보유하고 있다. 편의점 사업과 관련해서는 BGF리테일을 중심으로, 비편의점 사업부문은 BGF를 중심으로 운영체계를 구축한 것으로 해석하면 될 것이다.

[표1] BGF 그룹 연혁

연도	내용
1989	- CVS(편의점) 사업부 발족
1992	- 점포수 업계 1위 달성 - 부산물류센터 가동 - 국내 최초 편의점 전용 물류센터(서울물류센터) 가동
1994	- (주)보광훼미리마트 설립
2001	- 업계 최초 제주 지역 출점(전국 네트워크 완성) - 전용 도시락 공장(훼미리푸드) 설립
2005	- 업계 최초 3,000점 달성
2010	- 업계 최초 5,000점 달성 - 업계 최초 그린스토어 1호점 개점
2012	- BGF리테일로 사명변경 및 CU브랜드 론칭
2013	- 업계 최초 8,000점 달성
2014	- BGF리테일, 유가증권시장 상장
2016	- 사우스스프링스 출범 - 업계 최초 10,000점 달성
2018	- 인천 CDC물류센터 오픈 - 업계 최초 13,000점 달성 - CU, 몽골 1호점(상그리아점 포함 6점) 동시 오픈 - 헬로네이처 경영권 인수 - BGF-SK텔레콤 '전략적 공동 사업 추진'을 위한 업무 제휴 협약
2019	- CU, 베트남 'CUVN'과 마스터 프랜차이즈 계약(MFC) 체결 - 헬로네이처, 부천물류센터 오픈 - BGF리테일, 딜리버리히어로 코리아와 MOU 체결
2020	- CU, 업계 최초 친환경 봉투 전격 도입 - CU, 글로벌 1만5천점 달성 - BGF리테일, 말레이시아 진출 - BGF에코바이오, 친환경 제품 브랜드 Revert 론칭 - CU, 업계 최초 24시간 배달 서비스 실시 - BGF에코바이오, 청라에 국내 최대 규모의 친환경 첨단 제조시설 설립

자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

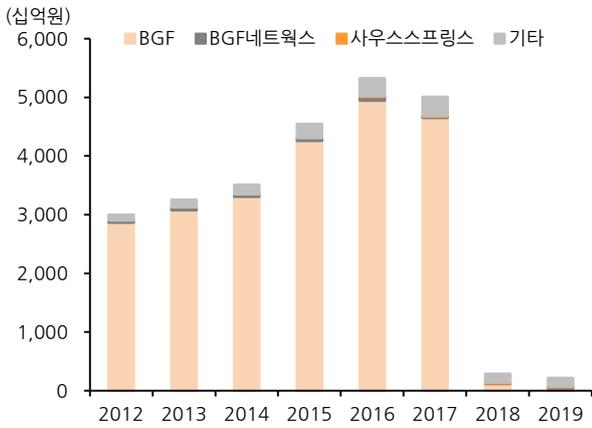
[그림1] BGF 그룹 주요 계열사 및 사업부 개요



주: BGF, 2021년 3월 5일 사우스스프링스 지분 87.32% 매각

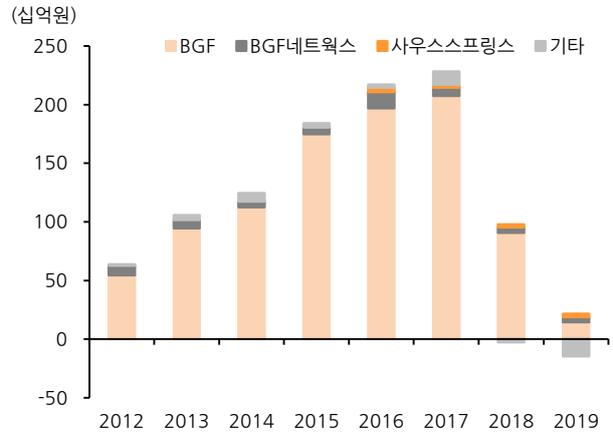
자료: BGF, BGF리테일 한화투자증권 리서치센터

[그림2] BGF 주요 사업부 매출액 추이



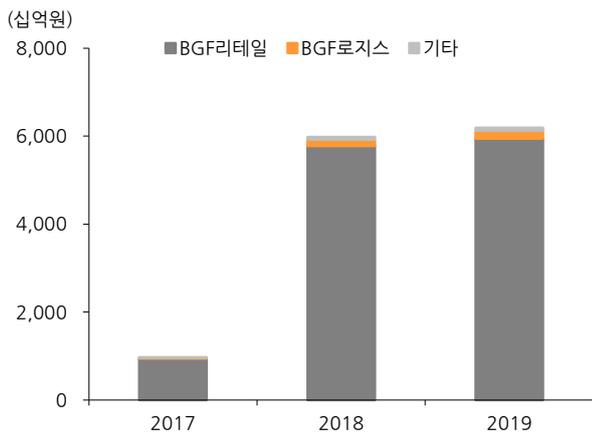
주1: 2017.11.01일 편의점 사업부 BGF리테일로 인적 분할(2017 실적, 10개월 반영)
 주2: 기타 사업부(헬로네이처, BGF에코바이오, KBF)
 자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] BGF 주요 사업부 영업이익 추이



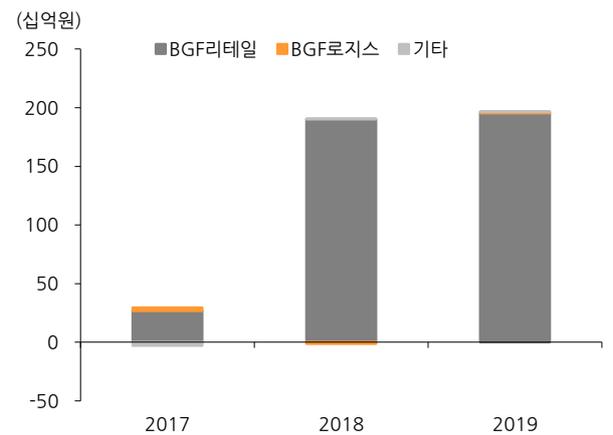
주1: 2017.11.01일 편의점 사업부 BGF리테일로 인적 분할(2017 실적, 10개월 반영)
 주2: 기타 사업부(헬로네이처, BGF에코바이오, KBF)
 자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] BGF 리테일 주요 사업부 매출액 추이



주1: 2017.11.01 편의점 사업부 BGF리테일로 인적 분할(2017, 2개월 반영)
 주2: 기타 사업부(씨펙스로지스틱, BGF푸드)
 자료: BGF리테일 한화투자증권 리서치센터

[그림5] BGF 리테일 주요 사업부 영업이익 추이



주1: 2017.11.01 편의점 사업부 BGF리테일로 인적 분할(2017, 2개월 반영)
 주2: 기타 사업부(씨펙스로지스틱, BGF푸드)
 자료: BGF리테일 한화투자증권 리서치센터

IV. BGF 그룹 성장이 기대되는 이유

BGF그룹의 편의점과
 非편의점 사업부문 모두
 성장 예상

당사에서는 BGF그룹의 성장 가능성을 높게 판단하고 있으며, 편의점과 비편의점 모두
 고른 성장세를 예상한다. 특히, 편의점에서는 BGF리테일의 자회사인 BGF로지스와
 BGF푸드, BGF지주사가 지배하고 있는 BGF에코바이오를 가장 크게 기대하고 있다.

1) 편의점을 중심으로 안정적 성장 이어질 전망

» BGF 리테일: 편의점 출점을 통한 성장 전략 여전히 유효

BGF리테일
 점포 출점을 통한 성장 여력
 여전히 충분

우선 편의점 부문이다. BGF리테일은 안정적인 사업기반을 가지고 있으며 점포 출점을
 통한 성장 가능성은 여전히 높다고 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 ① 편의점 수요
 가 여전히 안정적으로 증가하고 있고, ② 공급부문에 있어서도 퇴직인구 본격화에 따른
 잠재여력이 높으며, ③ 최근 점포출점이 상위업체 위주로 진행되고 있어 점유율 확대가
 이루어지고 있기 때문이다.

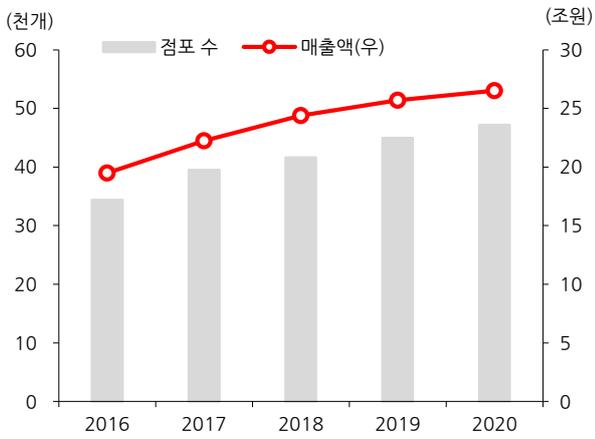
일각에서는 편의점 시장 점포망 확대에 우려를 표명하고 있다. ▶ 인구당 적정 점포수
 에 대한 고민과, ▶ 온라인 시장 성장에 따른 소비분산, ▶ 동일점포 매출액이 일정부분
 감소하는 흐름이 이어졌다는 이유에서다. 하지만, 당사에서 판단하기에 이러한 우려는
 크지 않다고 판단한다. 그러한 이유는 크게 3가지이다.

① 수요 측면:
 1인가구 수 증가, 근거리형
 채널 수요 확대 등 산업에
 우호적인 환경 조성

첫째, 편의점 수요가 여전히 견조하다는 점이다. 2020년 편의점 동일점포 성장률은 -
 3.0~-3.5%를 기록하면서 부진하였지만, 전체 편의점 시장은 오히려 2019년대비
 +2.4% 성장하였다. 2020년이 코로나라는 특수성이 반영되어 집객력이 하락했다는 점을
 감안하면 오히려 긍정적인 수치로 판단할 수 있다. 전체 시장규모가 성장하였다는 것은
 수요가 공급을 앞서가면서 나타난 결과이다. ▶ 편의점 점포망 확대 및, ▶ 코로나에 따
 른 집객력 하락으로 동일점포 성장률은 일정부분 감소하였지만, 1인가구 수 증가 및 근
 거리형 채널 수요가 이를 상쇄하면서 산업성장을 이끌었던 것으로 해석된다.

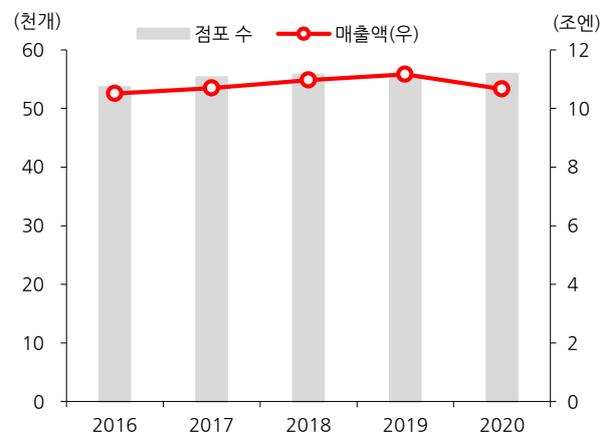
2020년 ‘행정안전부 주민등록 인구통계’에 따르면 1인세대 수는 약 9백만 세대로 전체
 에서 차지하는 비중은 약 39% 수준에 달하고 있다. 2018년 동수치가 36.7%라는 점을
 감안할 때 상당히 빠르게 증가하고 있는 수치이며, 이는 2017년 통계청에서 발표한 장
 래가구추계 추세를 크게 앞서가는 수치이다. 1인 가구수 증가 등 근거리형 채널에 우호
 적인 환경이 이어지고 있다는 점을 감안하면 ▶ 수요 증가를 우려할 필요도, ▶ 공급망
 확대에 따른 과잉공급도 우려할 시점은 아니라 생각한다. 점포망 확대를 우려한다면 시
 장규모가 정체되거나 하락하는지 여부를 우선적으로 확인해야 할 것이다.

[그림6] 국내 편의점 매출액 및 점포 수 추이



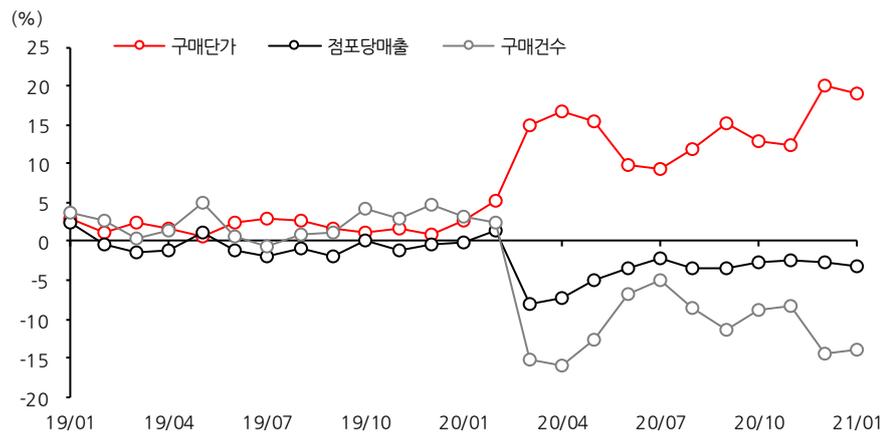
자료: 통계청, 한국편의점산업협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 일본 편의점 매출액 및 점포 수 추이



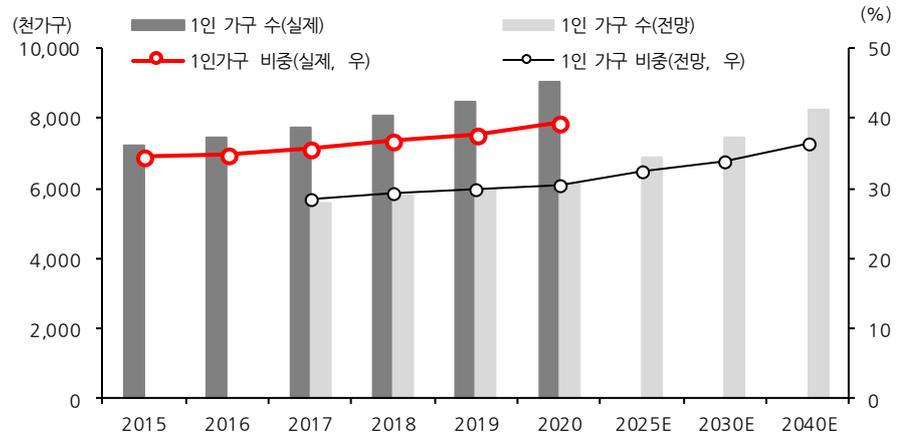
자료: 일본프랜차이즈협회(JFA), 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 편의점 월별 구매단가, 점포당매출, 구매건수 추이



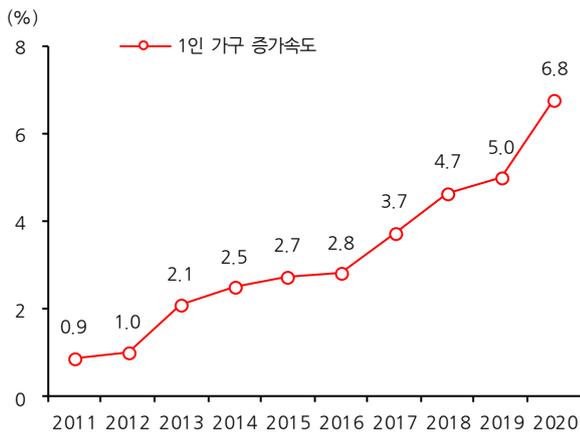
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 국내 1인 가구수 추이 및 전망



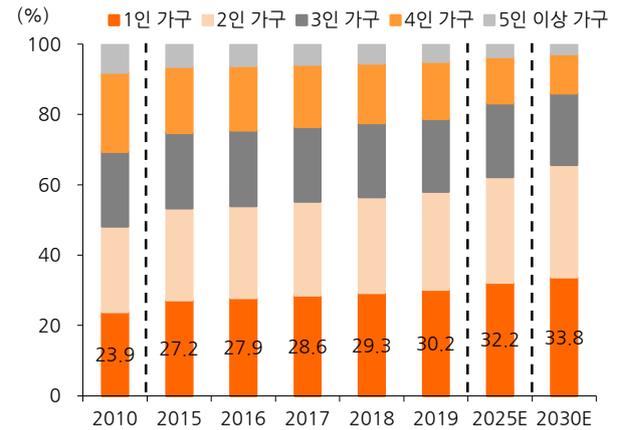
자료: 행정안전부, 통계청 <장래가구추계: 2017~2047년>, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 1인 가구수 증가속도 추이



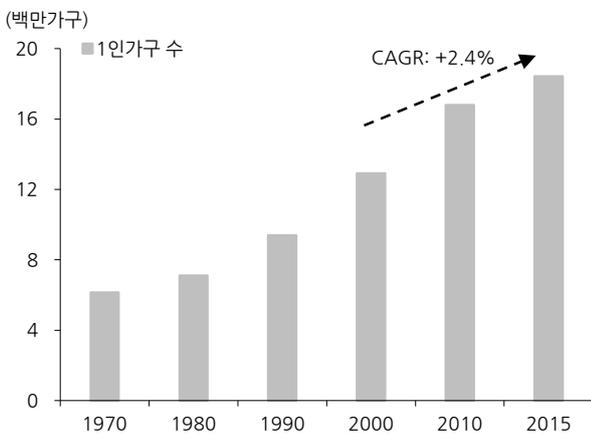
자료: 행정안전부, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 가구원수별 비중 추이



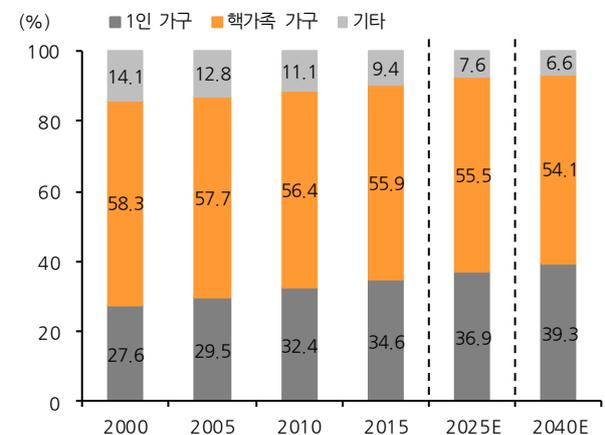
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 일본 1인 가구수 추이



자료: 일본 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 일본 1인 가구수 비중 추이



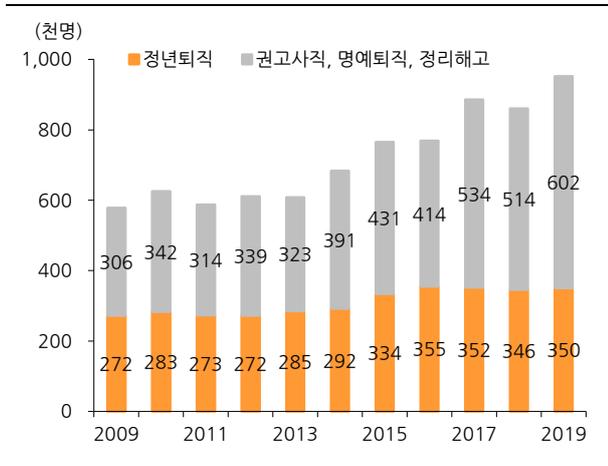
자료: 일본 통계청, 국립사회보장·인구문제연구소, 한화투자증권 리서치센터

② 공급측면: 둘째, 공급부문에 있어서도 안정적으로 유지될 가능성이 높다. 특히, 퇴직인구 증가가 본격화될 것으로 보여 긍정적으로 판단하고 있다. 당사에서는 구조적으로 가맹점 확대가 이어질 가능성이 높다고 전망하는데, 그러한 이유는 ① 고령화 계층 비중이 증가하고 있고, ② 출점 방식이 다양해 공급수요를 충족시키기 수월할 것으로 분석하기 때문이다.

고령인구 실업자 비중 확대 2009년 이후 전체 실업자 중 60세이상 실업자수는 급격하게 증가하고 있다. 2000년 3.1%에 불과했던 비중은 2010년 8.5% 수준까지 상승하였고, 2018년에는 13.0%에 달하면서 고령자 실업자 비중은 확대되고 있는 추세이다.

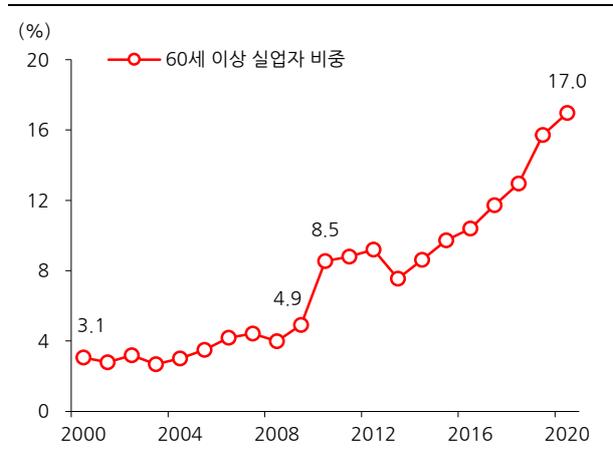
고령화 비중도 동시에 증가 고령화 비중은 더욱 급격하게 증가하고 있는 추세이다. 2017년 65세 이상 비중은 16.7%, 50세 이상 비중은 39.2% 이다. 이러한 비중은 증가하며 2020년 65세 이상 비중은 19.3%, 50세 이상 비중은 43.3%에 달하고 있다. 동 추세는 이어질 것으로 예상하고 있으며, 2026년 50세 이상 인구수는 50%를 넘어설 것으로 추정한다. 편의점은 출점이 안정적으로 받쳐주기 위해서는 관련 수요가 받쳐주어야 한다. 이러한 점을 고려하면 고령화 계층 비중 증가는 공급수요에 있어 긍정적으로 작용할 가능성이 높다. 이미, 베이비붐 세대 은퇴와 맞물려 공급수요가 증가했던 경험을 되짚어 봐야 할 것이다.

[그림14] 퇴직 인구수 추이



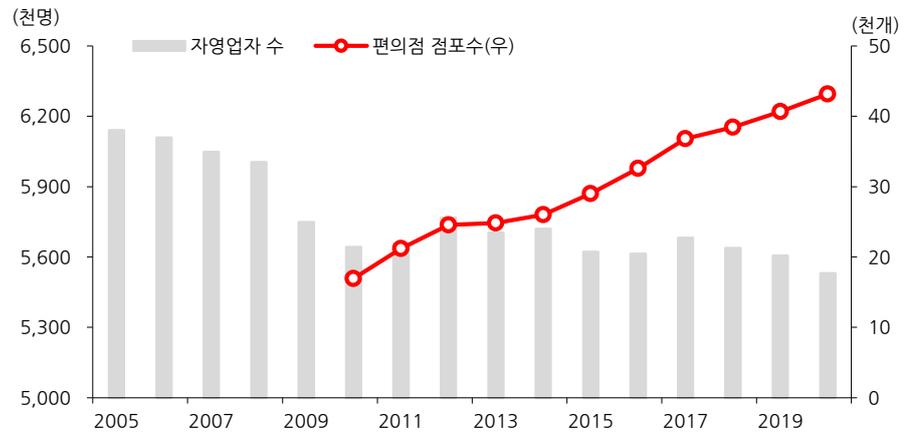
자료: 통계청 <2019 고령자 통계>, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 60세 이상 실업자 비중 추이



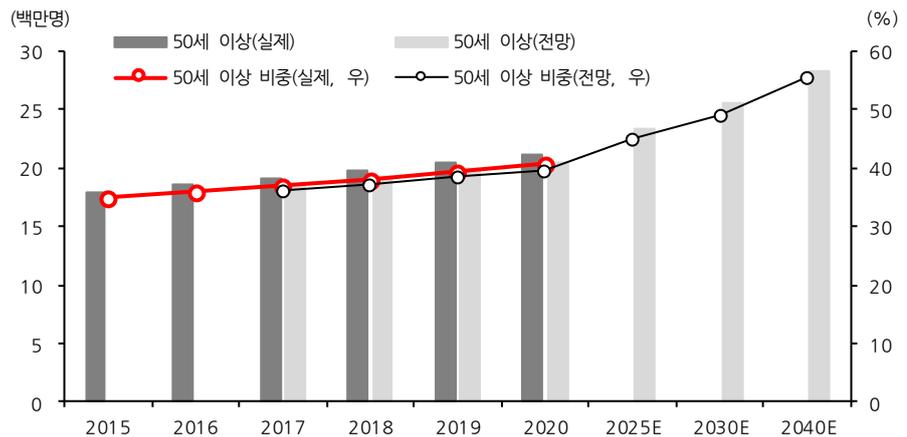
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 자영업자수 및 편의점 점포수 비교



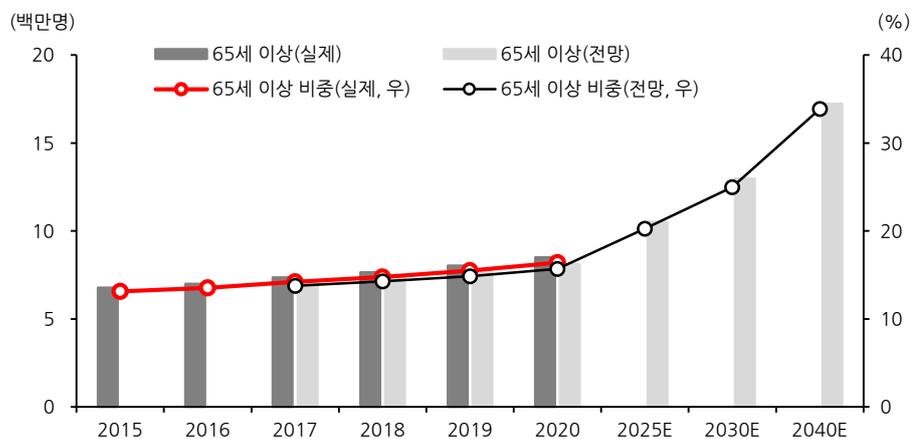
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 50세 이상 인구 추이 및 전망



자료: 통계청 <장래인구추계: 2017~2047년>, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 65세 이상 고령인구 추이 및 전망



자료: 통계청 <장래인구추계: 2017~2047년>, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 가맹점 출점 비용 비교

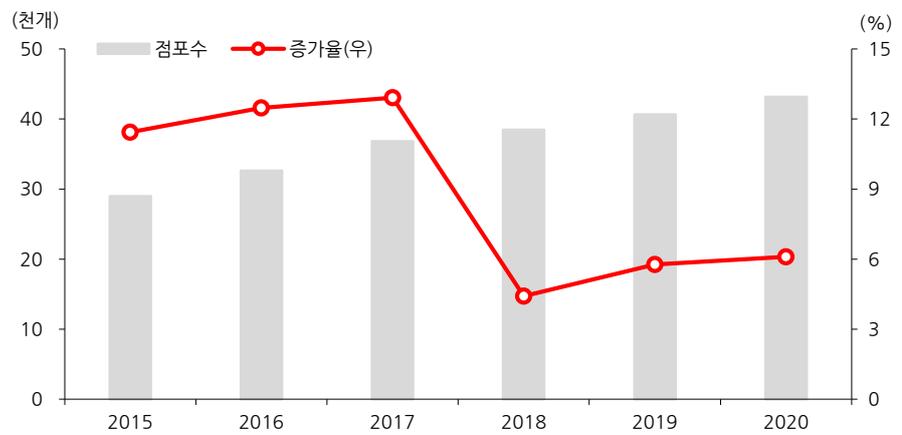
가맹형태		BGF 리테일 (PURPLE2)	GS25 (GS1 Type)	이마트 24 (창업지원형)	이디야커피	BBQ (올리브치킨카페)
투자	가입비(가맹비)	770 만원	770 만원	770 만원	1,200 만원	1,580 만원 (교육비 포함)
	상품준비금	1,400 만원	1,400 만원	1,600 만원	800 만원	440 만원
	소모품준비금	100 만원	100 만원	50 만원	200 만원(초기 행사비용)	별도
	점포임차비용	가맹점주 투자	경영주 임차 / 자가	경영주/본부 (전대보증금 최소 2,000 만원)	가맹점주 투자	가맹점주 투자
	인테리어	무상대여	본부	본부	4,770 만원 + 별도공사비용 (20 평 기준)	4,213 만원(20 평 기준) + 추가공사비용
	집기	무상대여	본부	본부	4,300 만원	3,450 만원
	합계	2,200 만원 + 점포 임차료	2,270 만원 + 점포 임차료	2,420 만원 + 점포 임차료	1억 1,770 만원 + 점포 임차료	9,683 만원 + 소모품준비금
담보		5,000 만원	5,000 만원	5,000 만원	500 만원	500 만원
수입	매출이익 중	24 시간: 70% 19 시간: 65%	수익 배분율: 66% 24 시간영업장려금: 5% 영업활성화장려금: 2%	월회비 160 만원 외	로열티 25 만원 외	상품 공급비용을 통해 로열티 제공 (원재료 단위당 300 원의 광고비 추가)
계약기간		5년/7년/10년 중 택 1 (기간별 차등수익 적용)	5년	5년	-	-
기타		24 시간: 350 만원 + 월 임차료 19 시간: 250 만원 + 월 임차료	-	가맹 계약기간 내 해지 시 영업 위약금 無 (본부지원 손실금은 존재)	-	-

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

③ 상위업체 중심의
시장재편

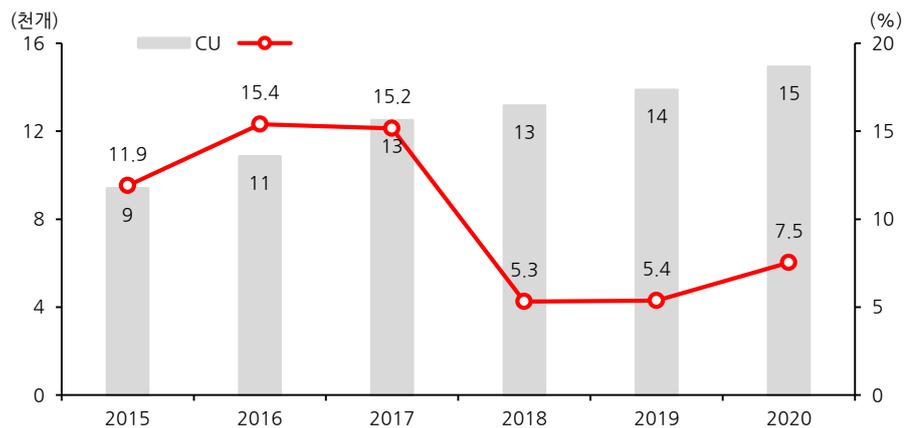
셋째, 상위업체 중심의 시장으로 재편되고 있다는 점이다. 2020년 편의점 점포 순증수는 약 3,300여개에 달하는 것으로 추정한다. 2018년과 2019년 편의점 점포 순증수가 각각 2,700여개, 2,500여개라는 점에서 다소 증가한 수치로 판단할 수 있다. 하지만, 당사에서는 점포수 증가에도 불구하고 시장에서 우려하는 과잉점포 출점은 아니라 생각한다. 그러한 이유는 ① 점포증가율을 가지고 판단할 때 전년도와 차이가 없고, ② 2020년 상위 2개 업체 점포 출점수가 2,100여개로 집중화되고 있기 때문이다. 오히려 상위업체 점유율이 빠르게 증가하면서 시장재편이 가속화되고 있는 것으로 판단할 수 있다.

[그림19] 편의점 점포수 및 증가율 추이



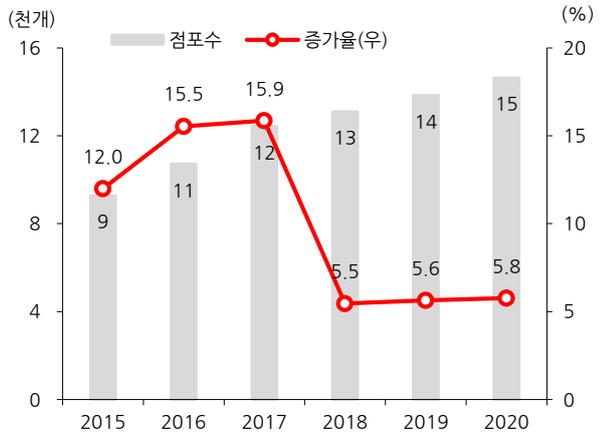
자료: 한국편의점산업협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] CU 점포수 및 증가율 추이



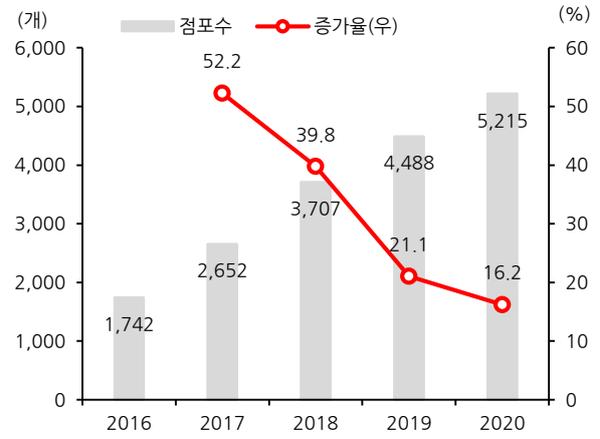
자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] GS25 점포수 및 증가율 추이



자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 이마트 24 점포수 및 증가율 추이

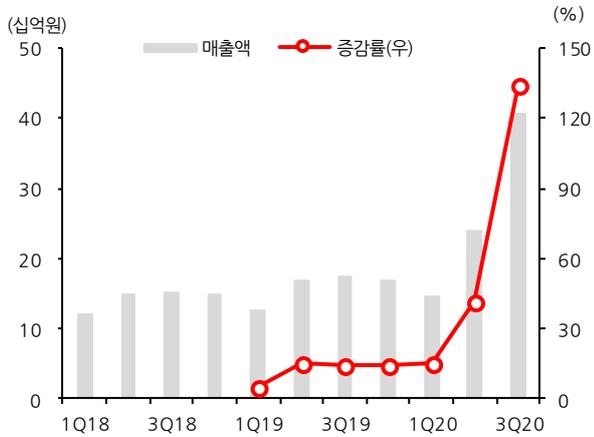


자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

➤ BGF 푸드: 제조경쟁력 확대 전략 → 기동률 증가, ASP 상승

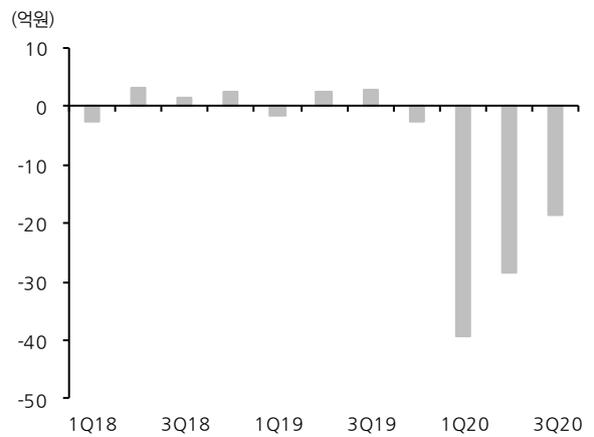
BGF리테일 상품군 경쟁력 확대를 위해 투자 진행	BGF리테일은 상품군 경쟁력 확대를 위해 CK(Central Kitchen) 및 CDC(Central Distribution Center: 중앙물류센터) 투자를 진행하였다. 물류와 상품 경쟁력을 동시에 구축하고, 식품제조라인 증설을 통해 FF(Fresh Food) 및 HMR 자체 경쟁력 확보에 집중하고 있는 것으로 판단한다. CDC와 CK는 각각 BGF로지스와 BGF푸드가 담당하는 구조로 투자가 진행되었고 설비 및 인프라 구축을 일정부분 마무리한 상태이다.
BGF푸드: CK설비 구축을 통해 FF 및 HMR 제조 경쟁력 강화	우선, BGF푸드이다. BGF푸드는 CK설비 구축을 완료하였고, 식품 상품군 제조를 진행하고 있다. BGF리테일에 판매되는 도시락류의 메인제품 및 완제품을 공급하고 있으며, 관련 상품군을 추가 중에 있다. BGF푸드의 성장 가능성은 높은 것으로 판단하는데, 그렇게 생각하는 이유는 ① FF 및 HMR제조 경쟁력 강화를 위해 자체 비중을 늘리고 있고, ② 상품군 확대를 지속하고 있으며, ③ 향후 추가적인 라인증설을 진행할 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.
향후 시장 점유율 확대를 위해 상품경쟁력 강화 반드시 필요	BGF푸드의 역할은 상당히 중요하다. 편의점 초기시장이 공급채널 확대에 집중하였다면, 향후 점유율 확대를 위해서는 상품경쟁력 강화가 반드시 필요하기 때문이다. 적정수준의 점포수가 이루어지면 소비자들은 차별적인 아이템을 판매하는 채널을 선호하게 된다. 즉, 플랫폼의 차별성을 상품군이 만들어주는 것이다. 편의점은 담배를 제외한 대부분 제품군이 식품으로 구성되어 있으며, 이중 다수는 가공식품이다. 가공식품의 차별성은 NPB(National Private Brand) 제품군으로 대응하고 있지만, FF 및 HMR제품군 차별성을 소싱능력으로 대처하기란 쉽지 않다. BGF푸드는 ‘편스토랑’ 브랜드를 통해 라인업을 확대하고 있으며, 최근 밀키트 제품까지 출시하면서 콘텐츠 경쟁력을 부각시키고 있다. 특히, 당사에서 판단하기에 밀키트 제품 출시가 가지는 의미는 높다고 분석한다. ▶ FF부문에 있어 차별적인 라인업 구축을 진행한 것으로 볼 수 있고, ▶ ASP 인상을 이루어냈으며, ▶ 신선식품 비중이 높은 제품군이기 때문이다.
BGF푸드로 인한 효익은 향후 더욱 증가할 것	중장기적으로 BGF푸드로 인한 효익은 더욱 증가할 가능성이 높다. 기존 FF 및 HMR 생산라인의 효율성과 BGF리테일 콘텐츠 경쟁력을 담당하고 있기 때문이다. 지난해부터 본격적으로 CK라인업을 가동하였고, 향후 생산라인 확대도 기대해볼 수 있다는 점에서 BGF그룹의 핵심 계열사로 자리매김 할 것으로 전망한다.

[그림23] BGF 푸드 시팩소로지스틱 합산 매출액 및 증감률 추이



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] BGF 푸드 시팩소로지스틱 합산 영업이익 추이



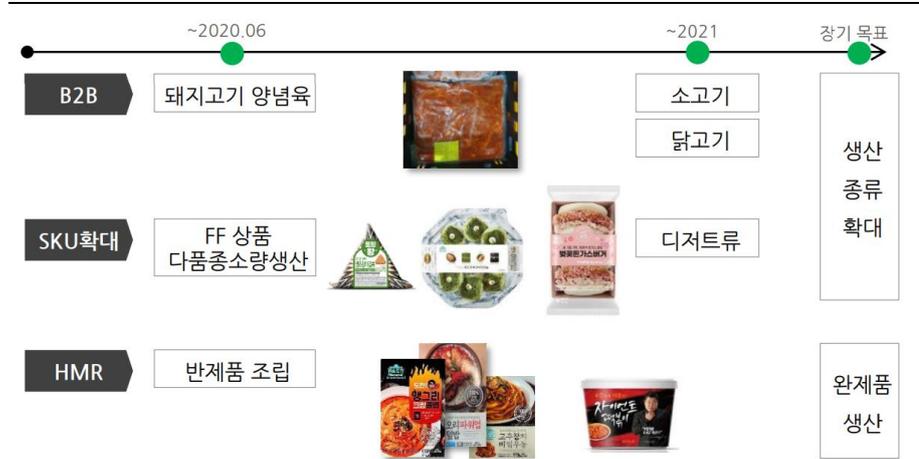
자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 진천 CDC 내 CK 활용 효과 및 운영 계획

구분	내용
대외 환경	1) 유통기한이 긴 비축형 상품 수요 증가 (냉장 HMR YoY +22%) 2) 상품 LifeCycle 축소로 차별화·이슈 상품의 선제적 출시 중요
CK 활용 후 예상 효과	CK의 신규 상품(HMR) 생산라인 구축을 통한 제조역량 내재화 및 상품 출시 구조 단순화를 통한 차별화 상품의 빠른 출시 가능

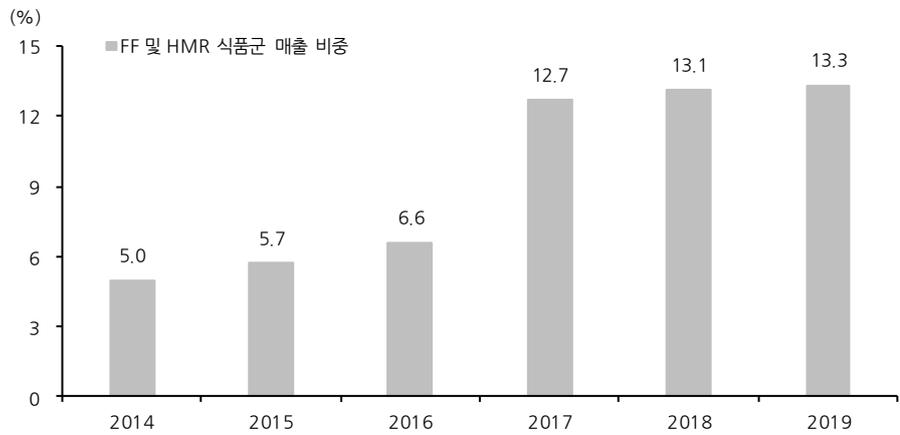


CK 운영 계획



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] BGF 리테일 FF 및 HMR 비중 추이



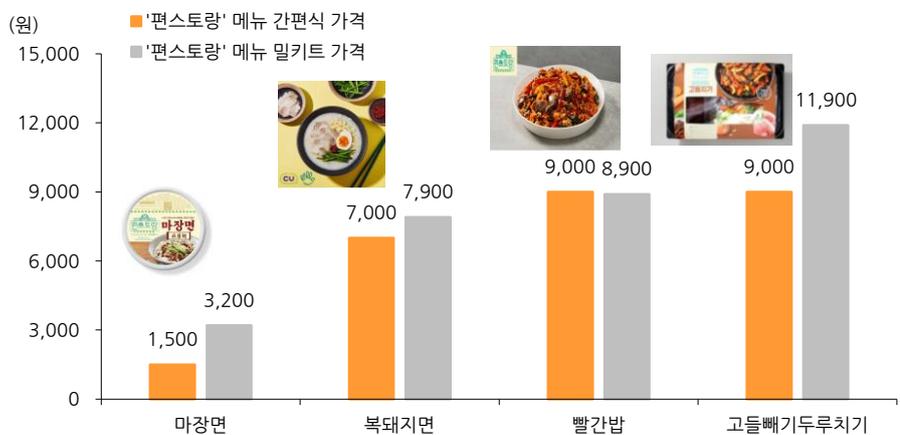
주: 2014, 2015, 2016 자료는 HMR 매출 미포함
 자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 편의점 제품 라인업

회차	상품명	회차	상품명	회차	상품명
1	마장면	8	전복감태김밥	15	감자의꿈
2	돈스파이	9	고추참치비빔우동 / 마라참치비빔면	16	표고샤
3	떡주빠빠오	10	오리파워덮밥	17	복돼지면
4	파래탕면	11	떡갈비규리도	18	빨간밥
5	꼬꼬밥	12	김자반비빔밥	19	치치닭
6	수란덮밥	13	꼬꼬튀밥	20	잠뽕어묵바 / 잠뽕어묵탕
7	앵규리크림졸면	14	뉴트를	21	고들빼기 두루치기

주: HMR: 주황색, 밀키트: 흰색, HMR & 밀키트: 회색
 자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

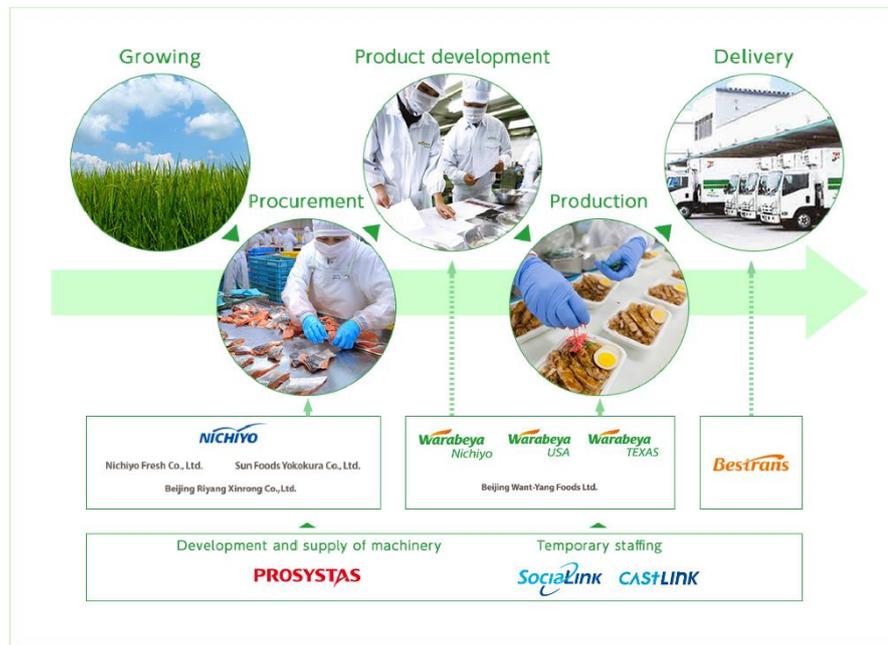
[그림26] '편스토랑' 메뉴 중 일반 간편식과 밀키트 가격 비교



주: 2인분 출시 밀키트의 경우 간편식 메뉴 2개 가격과 비교
 자료: 언론보도, BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

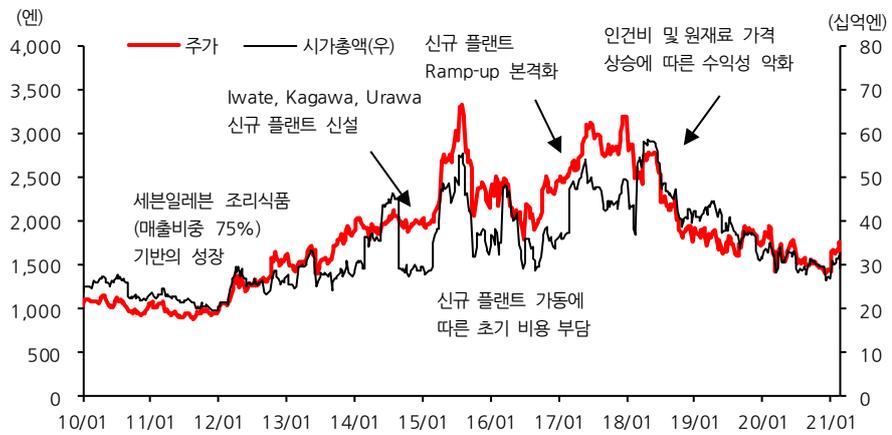
[표5] 와라베야 니치요 개요

구분	내용
사업 내용	1) 즉석식품 제조 및 식품 원료의 가공과 판매 2) 식품 제품 운송과 보관 3) 식품 제조 장비 판매 및 보수
연혁	1964년: 도쿄 시부야에 제빵 및 판매를 위해 공장 설립 1978년: Seven -Eleven Japan와 협업 시작 1984년: Warabeya Honten 흡수합병, 사명 Warabeya Nichiyo로 변경 1999년: 도쿄 증권거래소 상장
주요 특징	1) 도시락/샌드위치/반찬 등을 제조하여 일본 내 세븐일레븐의 85%에 판매 (와라베야 니치요 전체 매출액의 75% 차지). 2) 하루 최대 300만개 제품 생산 3) 재료의 개발 및 조달에서 식품제조, 배송까지 아우르는 일관 체제 구축



자료: 와라베야 니치요, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 와라배야 니치요 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 와라배야 니치요 실적 추이

(단위: 백만엔, %, 배)

2월 결산	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E
매출액	163,372	175,048	186,531	201,680	209,147	214,305	219,103	215,696	213,581	194,000	201,000
YoY	6.6	7.1	6.6	8.1	3.7	2.5	2.2	-1.6	-1.0	-9.2	3.6
매출원가	139,193	149,558	159,928	172,686	180,640	183,645	187,622	185,411	181,097	164,124	169,242
매출총이익	24,179	25,490	26,603	28,994	28,507	30,660	31,481	30,285	32,484	29,876	31,758
YoY	4.8	5.4	4.4	9.0	-1.7	7.6	2.7	-3.8	7.3	-8.0	6.3
GPM	14.8	14.6	14.3	14.4	13.6	14.3	14.4	14.0	15.2	15.4	15.8
영업비용	20,087	21,572	22,885	24,857	25,419	26,561	27,750	28,759	29,763	26,876	28,058
영업이익(순실)	4,092	3,918	3,718	4,137	3,088	4,099	3,731	1,526	2,721	3,000	3,700
YoY	18.8	-4.3	-5.1	11.3	-25.4	32.7	-9.0	-59.1	78.3	10.3	23.3
OPM	2.5	2.2	2.0	2.1	1.5	1.9	1.7	0.7	1.3	1.5	1.8
순이익(GAAP)	1,862	2,162	2,272	2,775	1,428	2,281	2,093	610	1,010	700	2,100
YoY	8.1	16.1	5.1	22.1	-48.5	59.7	-8.2	-70.9	65.6	-30.7	200.0
NPM	1.1	1.2	1.2	1.4	0.7	1.1	1.0	0.3	0.5	0.4	1.0
EBITDA	8,006	7,596	7,572	8,519	7,926	8,896	8,813	6,998	8,523	8,800	9,400
EV/EBITDA	3.06	3.78	4.84	4.11	5.77	5.16	6.17	6.24	3.74	3.34	3.13
EPS	112.12	130.11	129.01	157.55	81.34	130.09	119.40	34.78	57.55	40.00	120.30
PER	9.55	11.31	14.92	12.58	29.00	19.34	21.43	53.08	28.22	39.25	13.05

주: 2021, 2022는 컨센서스

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 와라배야 니치오 부문별 실적

(단위: 백만엔, %)

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출	163,370	175,047	186,529	201,679	209,145	214,303	219,101	215,694	213,578
Prepared Food	123,807	133,661	144,282	156,409	163,665	168,186	173,119	175,858	175,503
Food Sales	22,562	23,340	23,548	25,227	24,145	24,341	24,473	17,455	16,283
Food Delivery	11,183	11,742	12,607	12,817	14,143	14,781	14,721	14,429	14,000
Other	5,818	6,304	6,092	7,226	7,192	6,995	6,788	7,952	7,792
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Prepared Food	75.8	76.4	77.4	77.6	78.3	78.5	79.0	81.5	82.2
Food Sales	13.8	13.3	12.6	12.5	11.5	11.4	11.2	8.1	7.6
Food Delivery	6.8	6.7	6.8	6.4	6.8	6.9	6.7	6.7	6.6
Other	364.8	3.6	3.3	3.6	3.4	3.3	3.1	3.7	3.6
영업이익	4,089	3,915	3,717	4,135	3,086	4,098	3,731	1,526	2,722
Prepared Food	3,242	2,932	2,970	2,974	2,076	3,167	3,207	1,512	3,136
Food Delivery	226	209	127	298	54	185	122	-84	216
Food Sales	298	387	237	320	461	432	443	115	-216
Other	299	296	508	513	365	525	535	660	-9
영업이익 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Prepared Food	79.8	76.7	77.3	72.4	70.2	73.5	74.5	68.6	100.3
Food Delivery	5.6	5.5	3.3	7.3	1.8	4.3	2.8	-3.8	6.9
Food Sales	7.3	10.1	6.2	7.8	15.6	10.0	10.3	5.2	-6.9
Other	7.4	7.7	13.2	12.5	12.3	12.2	12.4	30.0	-0.3

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

» BGF 로지스 안정적 성장 그리고 Alpha

BGF로지스 CDC 준공을
통해 외형매출액 성장과
수익성 개선 동시에 진행 중

BGF로지스 성장 가능성에도 주목해볼 필요가 있다. BGF로지스는 편의점에 상품을 공급하는 물류업무를 담당하고 있다. 이에 BGF리테일 점포 수 순증과 밀접한 관련을 가진다. BGF로지스는 2019년말 CDC(Central Distribution Center: 중앙물류센터) 준공을 통해 물류 효율성을 제고시키면서 외형매출액 성장과 더불어 수익성 개선이 동시에 이루어지고 있다. CDC 준공을 통해 회전율이 낮은 제품군에 대한 통합작업을 진행하였고, 이에 따른 간선비용 절감 효과도 동시에 나타나고 있다.

BGF리테일-네이버
온-오프라인 연계 플랫폼
사업 공동 추진 발표

BGF리테일 점포수는 연간 약 5~6% 증가할 것으로 전망되어 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단한다. 여기에 네이버와의 업무협업이 이루어질 경우 추가적인 성장 동력을 확보할 것으로 전망한다. 지난 1월21일 BGF리테일과 네이버는 온-오프라인 연계 플랫폼 사업 공동 추진을 위한 업무협약을 맺었다고 밝혔다. 주요 내용을 살펴보면 ▶ 온-오프라인 채널 연계를 통한 상품 판매 채널 확대로 차별적인 O2O(Online To Offline) 전략을 구사하고, ▶ 네이버페이-클라우드:인공지능(AI) 등 네이버의 다양한 디지털 기술을 오프라인에 접목시키며, ▶ 네이버의 IT솔루션이 결합된 디지털 기술 기반의 신규 모델을 출점한다는 계획이다.

가능한 협업 모델
①네이버 구매, CU 픽업
②스마트스토어, CU 전시

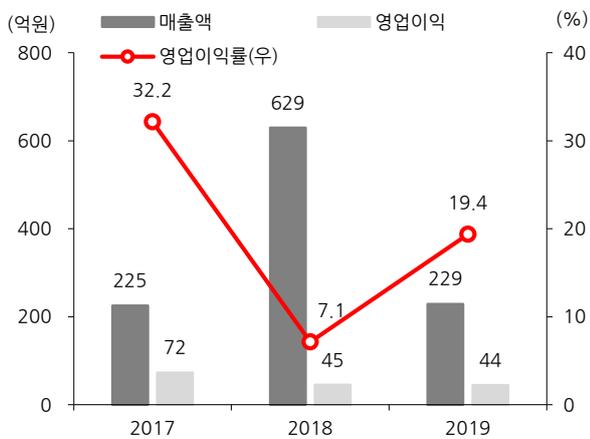
당사는 여기서 O2O전략에 주목하고 있으며, 우리가 추정하는 협업 모델은 크게 2가지이다. 첫째, 네이버스마트스토어 구매, 편의점 픽업 모델이다. 즉, 소비자는 스마트스토어에서 상품을 구매하고 본인이 원하는 상품을 CU편의점에서 찾을 수 있는 방식이다. 둘째, 네이버스마트스토어에서 판매되고 있는 물품을 CU편의점에서 직접적으로 판매하는 방식이다. 네이버스마트스토어의 다양한 제품군을 오프라인 매장에서 체험할 수 있는 구조로 활용할 수 있다는 의미이다.

다만, 현실적으로 보면 네이버 구매 편의점 픽업 모델이 더욱 합리적이라 생각한다. ▶ 네이버스마트스토어는 오픈마켓이기 때문에 상품군 소싱 경쟁력이 크다고 보기가 어렵고, ▶ 스마트스토어 제품을 오프라인으로 판매할 경우 재고 리스크가 편의점 사업자에게 전가될 가능성이 높기 때문이다.

네이버와의 협업 시
BGF로지스의 역할은 더욱
확대될 전망

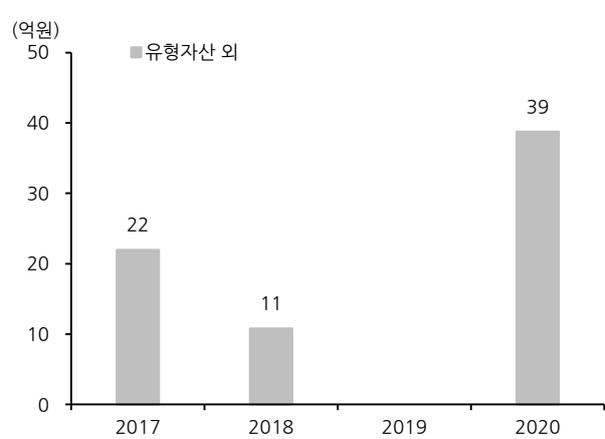
어떠한 방식이든 협업구조가 이루어질 경우 BGF로지스의 역할은 더욱 확대될 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 이유는 ① 풀필먼트서비스 기능이 추가될 가능성이 높고, ② 네이버스마트스토어 물품 공급을 BGF로지스가 담당할 것으로 보이기 때문이다. 네이버는 물류인프라 기능이 없다. 외부물류를 사용할 가능성도 배제할 수 없지만, ▶ 최종 공급처가 CU편의점이고, ▶ 묶음배송을 통한 원가 절감을 고려할 경우 BGF로지스가 가장 적합하다는 판단이다.

[그림28] BGF 네트워크 실적 추이



자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] BGF 네트워크 투자 추이



자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 진천 중앙물류센터(CDC) 개요

구분	내용
준공	2018년 11월 8일(2019년 1분기부터 본격적 운영)
위치	충청북도 진천군 덕산읍
대지면적	27,196m ² (약 8,200평)
연면적	58,446m ² (약 17,680평)
층수	총 5층, 상·저온 물류시설 (지하 1층~지상 3층) 간편식품 제조공정(지상 4층)
처리규모	하루 70만 건
허브센터 운영 목적	1) 중앙 물류센터를 통해 입지, 상권별로 차별화된 상품 운영 2) 물류 + 간편식 제조공장 통합을 통한 리드타임 단축. 3) 지역 거점센터에서 CDC로 납품 통합, 물류비 절감 및 재고 건전성 개선

자료: BGF리테일, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표9] BGF 리테일-네이버, O2O 플랫폼 공동 추진 발표

구분	내용
발표 일시	2021년 1월 21일
협업 목표	각 사가 보유한 온·오프라인 플랫폼과 핵심 역량을 바탕으로 O2O 중심의 신규 사업을 진행해 고객에게 새로운 쇼핑 경험과 편의를 제공함으로써 각 사의 경쟁우위를 유지
협업 분야	1) 온·오프라인 플랫폼을 연계한 O2O 서비스 2) 네이버페이-클라우드·AI 등 디지털 기술 현장 도입 3) 기술 기반의 차세대 편의점 구축 4) 가맹점 상생 모델 개발
협업 현황	1) 전국 5,000여 점포에서 CU 배달 서비스를 이용할 수 있는 스마트 주문 서비스 운영 중 2) 최근 네이버-CU 택배 예약 서비스 개시

자료: BGF리테일, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표10] Seven&I holdings의 옴니채널인 Omni7 추진 전략

구분	내용
개요	Seven&I holdings, 2015년 11월 그룹내 인터넷쇼핑 사이트를 통합하여 Omni7 론칭 * Omni7: 그룹 내 인터넷쇼핑 사이트를 통합하여 어떤 채널에서든 같은 매장을 이용하는 것처럼 편의성 제공
추진 전략	1) 인터넷상에서 고객관리 및 재고파악, 배송루트의 정비 등을 통해 고객과의 접점 최대화 2) 인터넷 쇼핑물과 실제 매장을 연계하여 통신판매의 인기상품 및 파생상품을 오프라인 매장에서 판매 병행 3) Omni7에서 취급하는 170개 품목은 택배 배송뿐만 아니라 전국 세븐일레븐 편의점 매장에서 수령 혹은 반품 가능 (2019년 기준 세븐일레븐 점포 18,500개)
상품 예시	1) 가공식품(공장에서 고객에게 바로 배송, 신선도 제고) 2) 세트 상품(고객의 니즈가 반영될 수 있도록 직접 선택 가능) 3) 대용량 상품

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

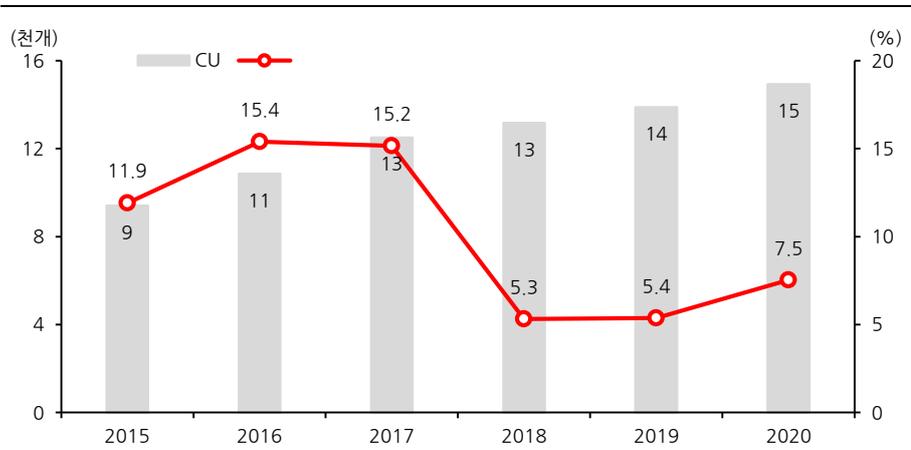
[표11] Seven&I holdings의 Omni7 실적 추이

(단위: 백만원)

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
Site sales	18.0	25.6	37.2		37.2
Seven Net Shopping	8.6	14.1	22.0		20.1
Ito-Yokado Internet Mail-Order	0.5	2.6	4.5		5.4
Sogo&Seibu e-depart	2.3	2.8	3.5		4.1
Akachan Honpo Internet Mail-Order	6.5	5.6	6.2		6.5
The LOFT Internet Mail-Order	0.1	0.5	1.0		1.2
Store sales	71.8	71.3	70.7		63.0
Ito-Yokado Net Supermarket	46.8	44.7	44.2		39.7
Seven Meal	25.0	26.6	26.5		23.3
총계(Nissen 불포함)	89.8	96.9	107.9	93.4	100.3

자료: Seven&I holdings, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] CU 점포수 및 증가율 추이



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

2) BGF 그룹 성장을 이끄는 비편의점 사업부

>> Hidden Value: BGF 에코바이오 + KBF

BGF에코바이오와 KBF 성장 가능성 주목 필요	BGF그룹에서 BGF에코바이오와 KBF 성장 가능성에 주목할 필요가 있다. 향후 그룹사 기업가치를 상승시키는 주요 사업부로 자리매김 할 것으로 전망한다. BGF에코바이오와 KBF는 생분해성 플라스틱 제품을 생산하는 업체로 BGF에코바이오가 KBF를 100% 보유하고 있다.
‘1회용품 함께 줄이기 계획’ 등 1회용품 사용 규제의 확대	먼저, 환경적 변화를 살펴볼 필요가 있다. 정부는 지난 2019년 11월 22일 ‘1회용품 함께 줄이기 계획’을 발표하였다. 추진 배경은 1인 가구 증가에 따른 배달 및 소규모 구매 증가, 커피 문화 확산 등으로 1회용품 사용량이 급격하게 증가하면서 자원 낭비 및 생태계 등 환경피해가 발생하고 있어 이를 감소시키려는 정책을 마련한다는 계획이다. 현재까지는 ‘자원의 절약 및 재활용 촉진에 관한 법률’을 시행하면서 이를 통제하였으나, 전체적으로 체감할만큼 의미있는 성과를 거두지는 못하였기에 추가적인 관리 강화 필요성을 언급한 것이다.
생산 단계부터 플라스틱 사용량 축소	전 세계적으로 살펴보아도 정책적인 맥락은 동일한 추세이다. EU는 1회용 플라스틱 10대 품목을 선정, 품목별 시장출시 금지 등 규제방안을 마련하였으며, 미국 일부 및 캐나다, 프랑스, 케냐, 칠레 등은 1회용 비닐봉투 사용을 전면적으로 금지하고 있다.
2050년까지 석유계 플라스틱 바이오플라스틱으로 대체 목표	이러한 정부 정책은 강화될 계획이다. 정부는 플라스틱 생활폐기물을 줄이고, 환경문제를 근본적으로 해결하기 위해 앞서 언급한 1회용 플라스틱 감축 대책에 더하여 생산 단계부터 플라스틱 사용을 줄이려는 계획을 밝혔다. 즉, 플라스틱 생산과 소비를 감소시키고 기존 제품을 생분해성 혹은 바이오플라스틱 제품으로 대체한다는 것이다.
	이를 위해 ▶ 일정규모 이상의 용기류 생산업체를 대상으로 플라스틱 용기류의 생산 비율을 설정하여 권고하였고, ▶ 2022년부터 플라스틱 용기 생산목표를 낮추고(순환이용성 평가 제도 활용), ▶ 2025년까지 현재 47% 수준의 플라스틱 용기 비율을 38%까지 감소시킨다는 것이다.
	세부적으로 살펴보면 ① 2022년 6월부터 1회용컵 보증금 제도 신설, ② 2022년부터 재포장 행위 금지(N+1 포장, 사은품 증정포장, 3개 이하 묶음 포장), ③ 2022년 1회용 비닐봉투 및 쇼핑백 사용금지 점포 확대 및 2030년 전면금지이다. 이와 더불어 플라스틱 재활용 확대를 위해 수거 인프라 확충과 이물질 혼합 최소화 등 전방위적으로 정책을 시행할 예정이다.
	정부(환경부)는 탈(脫)플라스틱 정책을 통해 2025년까지 플라스틱 폐기물 20% 감소, 분리 배출된 폐플라스틱을 2020년 54%에서 2025년 70%까지 상승시킬 계획이다. 즉, 중장기적으로 석유계 플라스틱을 2050년까지 바이오플라스틱 전환하는 것이 궁극적인 목표이다.

[표12] 국내·외 플라스틱 관련 규제 동향

구분	국내	해외
생산	<ul style="list-style-type: none"> - '25년까지 플라스틱 발생 20% 감축 및 재활용 비율 70%(현재 54%)로 상향 - 수입 폐플라스틱을 국내산으로 대체. 재생원료 의무사용제도를 플라스틱에도 신설하여 '30년까지 30%로 확대 방침 - '50년까지 석유계 플라스틱 → 바이오플라스틱으로 100% 전환 - '21년 재포장 금지 시행, 22년 과대포장 사전검사제 도입 - 플라스틱 1회용품 원칙적으로 생산·사용을 금지, 불가피하게 사용되는 영역은 재질기준(재생원료 사용 등) 신설('21) 	<p>중국:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 플라스틱 제한령('08): 두께 0.025mm 미만 비닐봉투와 농지용 폴리에틸렌 초박막 생산 및 판매 금지 - 일회용 플라스틱 면봉과 발포 플라스틱 식기 '21년부터 생산 및 판매 금지 <p>EU:</p> <ul style="list-style-type: none"> - '30년까지 유럽 내 모든 플라스틱 포장재를 재사용 가능한 플라스틱으로 교체 <p>프랑스:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 두께 50µm 이하 일회용 비닐봉지의 경우 가정용 퇴비 요건 충족 및 바이오 성분 30% 이상 함유 요구
소비	<ul style="list-style-type: none"> - 2019.11 기준 일회용품 사용금지 대상: 집단급식소, 식품접객업, 대규모 점포(3,000㎡ 이상), 슈퍼마켓(165㎡ 이상) 무상제공금지 대상: 도·소매업(슈퍼마켓 제외), 체육시설, 모욕장업, 기타 금융업, 보험·연금업, 부동산 임대·공급업, 영화관 운영업 등 일회용 플라스틱 광고물 및 선전물 사용 금지 - 합성수지 컵: '21년부터 무상제공 금지. 종이컵: '21년부터 사용 금지(자판기 제외) - 봉투 및 쇼핑백: '22년부터 모든 업종 사용 금지 - 기타 포장재: 23개 품목에 대해 이중 포장 금지 예정 등 플라스틱 포장재 줄이기 정책 시행 	<p>중국</p> <ul style="list-style-type: none"> - 플라스틱 제한령(2005) 두께 0.025mm 이하 비닐봉투 생산 및 판매 금지 슈퍼마켓, 비닐봉투 무상 제공 금지 - 플라스틱 수입금지(2018) 생활계 고체 플라스틱 수입 금지 - 플라스틱 금지령(2020) 4대 직할시 등 도시 내 플라스틱 사용금지 우선시행 ('22년 까지) 비분해성 플라스틱 봉투 사용 금지('20년 말까지) <p>EU</p> <ul style="list-style-type: none"> - 비닐봉투 금지 법률 제정 - 녹색 성장을 위한 에너지 전환법을 통해 단계적 플라스틱 사용 제한 <p>미국</p> <ul style="list-style-type: none"> - 캘리포니아, 하와이 등 주 전체에 비닐봉지에 대한 금지령 제정 - 그러나 코로나 19 이후 일회용 플라스틱 사용 금지령 철회 요구 부상

자료: 언론보도, 산업연구원, 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 플라스틱 사용 규제 연도별 추진 일정

대상	2020	2021	2022	~2030
1회용품 줄이기				
합성수지 컵		(무상제공금지) 테이크아웃 컵	*보증금제 도입 (~'22)	
식기류(배달)	(MOU)	(사용금지)		
용기·접시류(배달)	(MOU)다회용기 시범사업	종이 등 친환경 소재 대체 유도		재질 변경 또는 다회용기 대체
장례식장	(규제 합리화) 현재척+조리시설→세척시설	(사용금지) 컵, 식기류	(사용금지) 용기·접시류(~'24)	
	(MOU) 1회용품 없는 장례식장 우수모델 마련	지자체/공공시설 우선 적용		
그 외 시설	(식품접객업대상)현허가받은면적 →실질적 영향력이 미치는 범위까지 확대		1회용품 다량 사용시설 중 규제대상 확대(PC 방·영화관 등)	
봉투 및 쇼핑백				
봉투 및 쇼핑백			(사용금지) 종합소매업, 제과점 (무상제공금지) 음식점, 주점업	(사용금지) 모든 업종 ※불가피한 경우 예외 허용
위생용품·응원용품				
위생용품	(MOU) 주요 호텔 체인 (다회용 전환)		(무상제공금지) 50실 이상 숙박업	(무상제공금지) 모든 숙박업 ('24)
응원용품		시설관리공단 등 운영시설 우선금지(지자체 조례)	(사용금지) 플라스틱 재질	
신규 품목 추가(4)				
종이컵	(MOU)	(사용금지) 커피점, 집단급식소, 모든 식품접객업 ※ 자판기 제외	* 보증금제 도입 (~'22)	
빨대, 젓는 막대	(MOU) 식품접객업, 집단급식소	(무상제공금지)	(사용금지) 플라스틱 재질	
우산 비닐	(사용금지) 관공서 등 공공부문		(사용금지) 대규모 점포	
플라스틱 포장재 등 줄이기				
배송용 포장재	(MOU) 유통업계, 포장공간비율, 친환경포장기준 마련	(법) 녹색포장 인증제 도입 (~'22)	스티로폼 상자 →재사용상자로 전환(경기적, 동일지역 배송 시)	
제품 포장재	이중포장 금지, PVC 포장재 사용금지 확대, 친환경 재질로 전환	2차포장 줄이기 계획 마련		
	제로웨이스트 마켓 확대			

자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 주요 1회용품 사용량 및 감축 예상량

품목	2018년 기준 사용량 (억개)	기대효과(감축량)		기대 연도
		감축량(억개)	감축량(천톤)	
합계	452	282	367	
1회용 컵	84(종이 37, 플라스틱 47)	29(종이 13, 플라스틱 16)	35	2022년
접시·용기	46	21	19	2030년
식기류	40	11	4	2030년
비닐봉투/ 쇼핑백	255	200	300	2030년
위생용품	2.8	2.3	7.2	2022년
빨대, 젓는 막대	22.0	16.5	1.1	2022년
우산비닐	2.0	1.7	0.6	2022년

자료: 환경부 <1회용품 함께 줄이기 계획>, 한화투자증권 리서치센터

바이오플라스틱의 원천 기술을 보유한 BGF에코바이오에 주목

이에 따라 바이오플라스틱의 원천 기술을 보유하고, 제품을 생산할 수 있는 업체들의 가치는 높아질 전망이다. 당사에서는 이러한 관점에서 BGF에코바이오를 주목하고 있다.

BGF리테일 2021년 4월부터 플라스틱 비닐봉투 판매 중단: 관련 규모 연간 100~130억 원 추정

BGF리테일은 2021년 4월부터 정부 정책과 맞물려 플라스틱 비닐봉투(폴리백) 판매를 금지하기로 결정하였고, 생분해성 비닐봉투로 대체한다고 밝혔다. BGF리테일의 비닐봉투 연간 소비량은 약 2억 ~ 2.5억장 규모로 추산하고 있으며, 관련 규모는 40~50억 원 사이로 파악한다. 4월부터 생분해성 비닐봉투로 대체될 경우 관련 규모는 수요 감소분 약 50%를 감안할 때 연간 약 100~130억 원에 이르는 것으로 추정한다. 소매점 특성상 수요 감소분이 제한될 가능성이 높고, 비식품 포장재 및 일부 제품군 비닐류를 감안할 경우 내부 규모는 더욱 높다는 판단이다. BGF에코바이오는 지난 2020년 3월 인천경제자유구역청과 생분해 플라스틱 제품 제조 생산을 위한 상호협력 협약을 체결하였다. 관련 규모는 인천하이테크 내 1만 5,623㎡이며, 총 투자금액은 약 490억 원으로 생분해성 플라스틱 제조라인을 구축한다는 계획으로 알려져 있다. 가시적인 성과는 2022년에 나타날 것으로 예상된다.

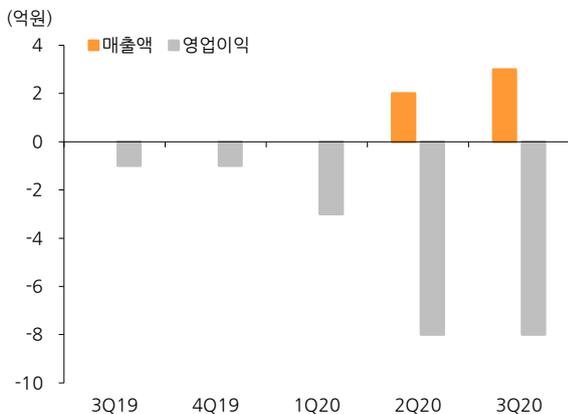
- ① 전방산업 확대,
- ② 설비라인 구축,
- ③ 그룹사향 매출 발생

당사에서 동 회사를 주목하는 이유는 ① 환경규제가 본격화되면서 전방산업 확대가 이루어질 가능성이 높고, ② 설비라인 구축을 진행하고 있으며, ③ 그룹사향 매출 발생으로 안정적인 사업구조를 유지할 수 있을 것으로 판단하기 때문이다. 현재까지 동사에 대한 그룹사향 매출액 수준을 정확하게 추정하기는 어렵다. 관련 제품군의 범주나 사용 영역을 온전히 파악하기 어렵기 때문이다. 하지만, BGF리테일이 판매하는 제품군에 상당수가 플라스틱류 제품군을 포함하고 있고, 내부개선을 통해 이를 생분해성 제품군으로 교체한다는 점에서 안정적 매출은 가능하다는 판단이다.

생산라인 구축 마무리 후 실적개선 이루어질 전망

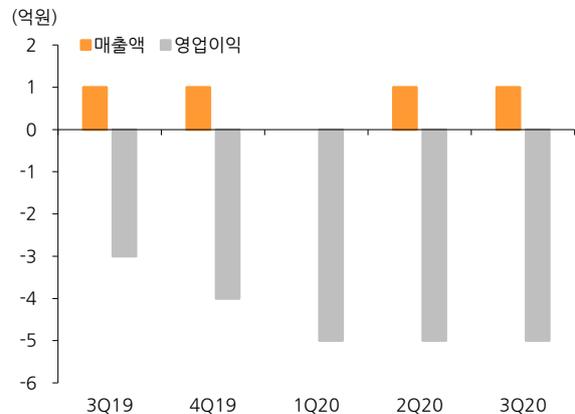
2020년 BGF에코바이오 연결기준 영업실적은 매출액 약 10억 원, 영업손실액 -50억 원 수준으로 파악한다. 관련 생산라인 구축이 마무리되고 본격적인 매출이 발생하면 영업손실액 축소는 급격하게 이루어질 전망이다.

[그림31] BGF에코바이오 영업실적 추이



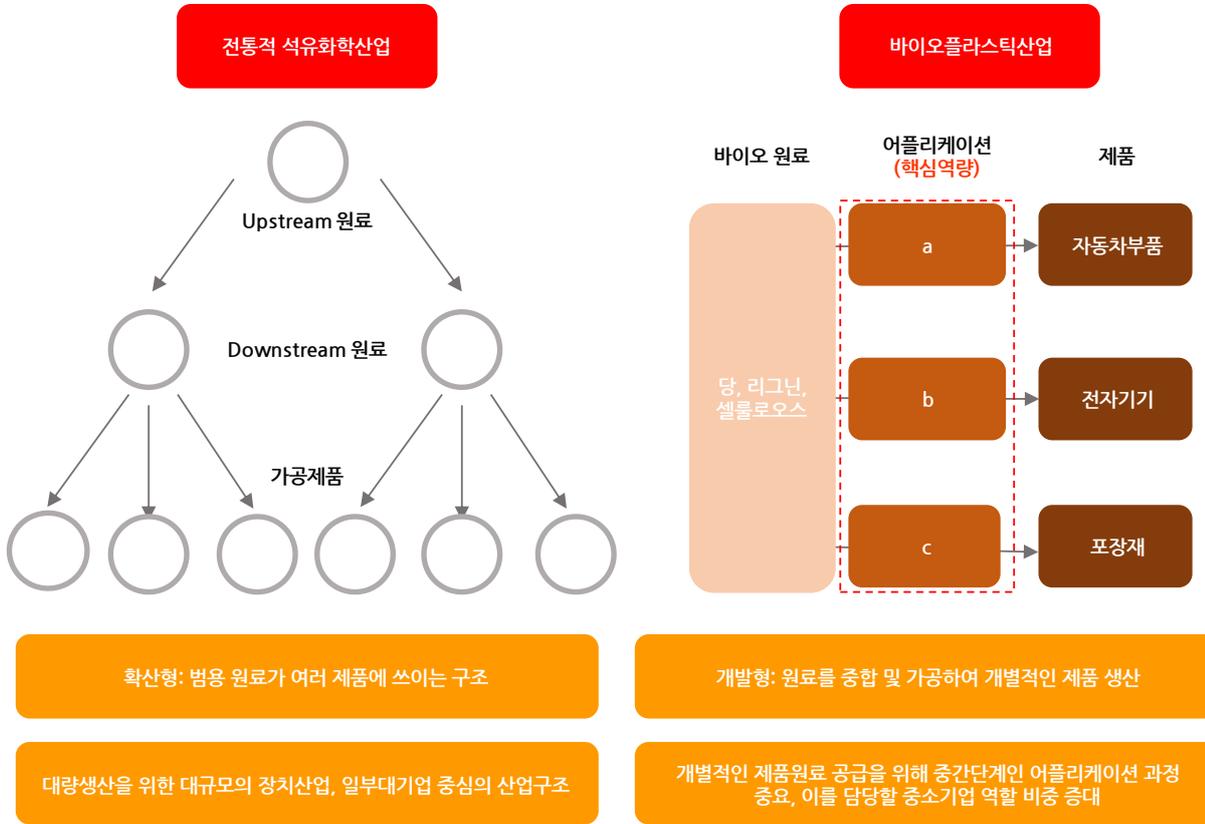
자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] KBF 영업실적 추이



자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 기존 플라스틱산업과 바이오플라스틱산업 비교



자료: 산업연구원, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 플라스틱 소재별 특·장점 비교

구분	일반플라스틱	생분해 플라스틱	바이오매스 플라스틱	셀룰로오스
주원료	올레핀 등 석유화학 기초원료	PLA, PLC, PBAT, 지방족 등	생분해수지, 합성수지	목재, 폐펄프, 면화 등
재활용	수거분 80% 이상	어려움	수거분 70% 이상	어려움
분해기간	300~500년	6개월 이내	1~4년	6개월 이내
경제성(합성수지 대비)	제조원가: 기준 생산비용: 기준 재활용성: 우수	제조원가: 고가 (일반 플라스틱의 2~3.5배) 생산비용: 높음(성형가공비 高) 재활용성: 어려움	제조원가: 저렴 생산비용: 동일 재활용성 우수	
가공의 용이성	높음	나쁨	높음	보통
생산성	높음 기계 및 온도 의존성 낮음	낮음 기계 의존도 높음	높음(일반 플라스틱과 동일)	낮음
적용분야	일회용품, 섬유, 의료용품 자동차 부품, 전자제품 등	일회용품/산업용품 섬유, 의료용품 투명필름 등	일회용품, 섬유, 의료용품 농업용 필름 등	일회용품, 섬유, 의료용품 투명필름 등
특기사항	생산성 우수 재활용성 우수	환경부담금 면제	분해기간 조절 가능 강도, 물성, 유통 안전성 우수	셀로판 대체 PVDC 대체

자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[표16] PLA 산업 밸류체인 및 기술적 특징 요약

구분	내용
원료 생산	- PLA 주 원료: 사탕수수, 옥수수 등 식물자원, 미생물 대사 생성물 등에서 상산되는 바이오매스 - 소량의 거울상 이성질체 불순물로도 결정성 또는 생분해성과 같은 물질의 특성에 영향을 끼칠 수 있기에 젯산 광학 순도는 매우 중요한 요소에 해당. 따라서 고품질의 젯산을 얻기 위해 고도의 기법과 효율적인 공정 과정 필요 - 국내는 지리적 여건상 대규모 그리고 안정적인 바이오매스 공급이 어려운 상황. 이에 해조류 등을 사용하는 방법등이 연구되고 있지만, 에너지 밀도 측면에서 식용작물(1 세대), 비식용작물(2 세대)만큼의 생산성을 기대하기 어려운 실정
PLA 생산	- 기존 열가소성 플라스틱인 폴리스티렌, 폴리에틸렌, 폴리프로필렌과 유사한 물성을 지녀 기존 제조 장비에서 생산 가능 - 다양한 공정 중에서도 중축합이 가장 저렴한 생산법이지만 높은 분자량의 PLA 를 생산하는 것은 불가능(내구성 등 물성의 한계 존재). 이를 개량한 공법들이 소개되었으나 아직 재료가 낭비되는 등 비효율성이 발생하여 개선 필요 - PLA의 단점: 낮은 물리적 특성, 취약한 가공성, 최종 생분해 기간이 짧다는 점, 비싼 제조 단가, 낮은 내열성 등이 존재 - SK 케미칼, SK 이노베이션 등은 젯산 및 PLA 생산 원천 기술을 연구 중이며, PLA 기반 ECOLAN FLEX 제품을 판매 중 - SKC는 세계 최초 PLA 이축 연신 필름을 상용화에 성공 - 국내 기업들은 대부분 PLA 원료를 수입해 사용하고 있으며, 소재는 생산은 아직 연구 단계
PLA 제품 가공 및 성형	- 바이오플라스틱 가공 및 성형 기술은 고분자 수지를 이용하여 복합재료를 제조하거나 성형과정을 최적화하는 기술 - 기존 플라스틱 대비 낮은 열적, 물리적 안정성을 극복하는 기술 필요 - 미국의 경우 Blown film 생산량이 가장 많아 3억 파운드에 달하며, 압출과 열적 성형 가공이 약 2억 파운드 이상으로 그 다음을 차지 - 현재 바이오플라스틱의 가장 큰 활용도는 포장재이며 생산량은 약 4억 파운드 이상. 그 다음으로는 1회용품 생산용으로 약 1억 5천만 파운드에 달함

자료: <바이오플라스틱산업의 창조적 역할과 발전과제>, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 바이오플라스틱 제품별 용도 현황

구분	필름	시트	사출	기타
용도	쇼핑백 식품포장지 산업자재용 농업용 판축용 기능성 필름	트레이 인테리어 건축내장재 합지용 기능성시트	일반생활용품 산업용 소가전	자동차내장재 건축내장재 토목용

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[표18] 바이오플라스틱 시장 분석

구분	국내	해외
현황	- 국내 바이오플라스틱 산업규모는 '13년까지 연 6.6% 성장 이후 '18년 4만톤의 수요 기록(아시아 전체의 6% 수준) - 금액으로 추산할 시 '18년 국내 바이오플라스틱 시장 규모는 약 1억달러로 추정(국내 플라스틱 수요 전망치의 약 0.51%) - 국내의 경우 가공제품 중심의 다운스트림 부문이 활발(PLA 등 원료 수입하여 제품으로 가공)	- 전분계 수지(PLA, PHA 등)이 대부분을 차지. 바이오플라스틱 시장은 환경규제가 강한 미국, 유럽, 일본을 중심으로 형성되어 있으며 시장규모는 빠르게 증가 중(20~100%) - 생산량 또한 2016년 420만톤에서 2021년에는 610만톤으로 증가할 것으로 예측
전망	- 추후 국내 바이오플라스틱의 시장 규모는 최소 5조원 이상이 될 것으로 전망(한국바이오소재패키징협회) - PLA 가격은 '95년 첫 시범생산 당시 석유계 플라스틱 대비 약 7배 수준이었으나, 점차 감소 중	- 세계 바이오플라스틱 시장은 2017년에서 2025년까지 연평균 19.2% 성장률을 기록할 것으로 전망(Progressive Markets) - '30년까지 기존 플라스틱의 30%를 대체할 전망
한계점 및 개선사항	- 업스트림 발전을 위해 1) 원료로 활용 가능한 바이오매스의 안정적인 확보, 2) 물질화 및 제품화를 위한 원천기술 확보 필요 - 기존 플라스틱 대비 15~20% 이상 비싼 가격과 전기제품, 산업용품에 요구되는 물성 및 강도를 유지하기 위해 연구 필요 - 협소한 국내 시장 등이 문제 요소로 지목. 이에 정부의 초기 수요 창출 노력 요구(규제 개선, 수요 창출 지원 등)	- 유럽은 세계 바이오 포장재 소비시장의 31%를 차지. 그러나 생산능력은 10% 미만 - 특히 독일의 경우 생분해성 플라스틱의 친환경성에 대한 논란으로 정책적 지원이 중단 - 현재 대량 생산 시설의 대부분은 태국을 비롯해 인도 및 중국에 위치(2020년까지 세계 바이오 포장재의 3/4 이상이 아시아 지역에서 생산)

자료: 플라스틱코리아, 산업연구원, 플라스틱산업협회, 한화투자증권 리서치센터

3) BGF 지주사 가치 상승 본격화

BGF지주사 기업가치 가장 빠르게 증가할 것으로 기대

BGF그룹의 환경적 변화를 고려할 경우 BGF지주사 기업가치는 가장 빠르게 증가할 것으로 기대한다. 그렇게 생각하는 근거는 1) BGF리테일 점포망 증가 및 점유율 확대에 따른 안정적 성장과, 2) BGF푸드 가동률 증가 및 BGF로지스 물동량 확대가 본격화될 것으로 판단하며, 3) 현금성 자산을 활용해 추가적인 성장동력 확보와, 4) 비편의점 자회사 실적 개선이 전망되기 때문이다.

연결실적 개선 가능성에 주목 필요

본업실적과 더불어 연결실적 개선 가능성에 주목할 필요가 있다. BGF는 별도와 연결로 분리할 수 있고, 사업부문별로 보면 편의점과 비편의점 사업부로 나누어 볼 수 있다. 지금까지 BGF 기업가치는 BGF리테일이 결정지었다고 해도 무방할 것이다. 그러한 이유는 로열티 및 배당금 수익 대부분이 BGF리테일에서 창출되고, 비편의점 자회사 대부분이 적자를 기록하고 있기 때문이다.

안정적인 편의점 + 비편의점 성장

편의점은 로열티 및 배당수익을, 비편의점은 연결실적으로 반영되는 구조이다. BGF 기업가치 상승을 예상하는 근거는 편의점 사업부 업황이 안정적으로 유지되는 가운데, 비편의점 사업부 실적 개선을 기대할 수 있기 때문이다. 비편의점 사업부의 대표적인 회사는 온라인식품플랫폼 사업을 영위하고 있는 ‘헬로네이처’와 바이오플라스틱 ‘BGF에코바이오’가 대표적이다.

헬로네이처와 BGF에코바이오 성장 기대

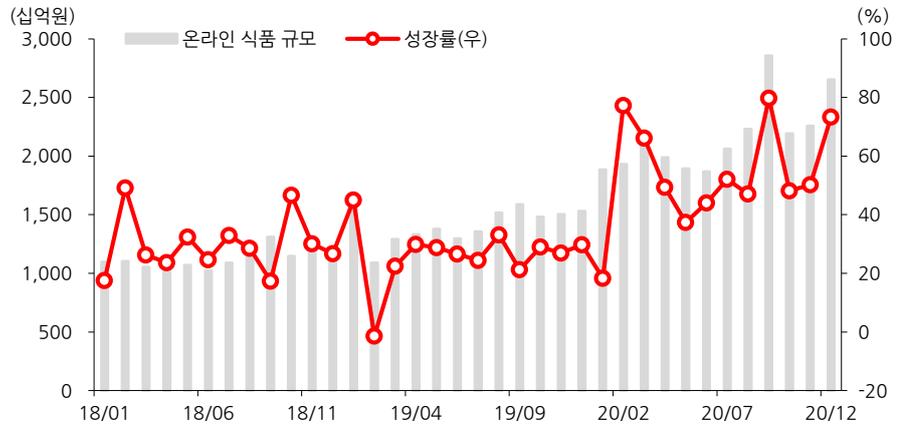
헬로네이처의 경우 코로나 19에 따른 온라인 식품구매 증가로 취급고가 가파르게 성장하고 있다. 2020년 취급고 성장률은 약 +100%를 기록한 것으로 추정한다. 지난해까지 점유율 확대를 위한 공격적인 판촉행사로 적자폭 축소는 크지 않았지만, ▶ 소비자 인식 변화에 따른 온라인 식품 구매빈도 증가와, ▶ 외형확대에 따른 고정비 축소로 적자폭은 감소할 것으로 전망한다. 2020년 헬로네이처 취급고는 500억 원, 영업손실액은 -160억 원에 이르는 것으로 추정한다.

BGF에코바이오도 기대되는 부분이다. BGF에코바이오는 현재 약 490억 원에 달하는 투자를 통해 자체 생산라인 구축을 진행 중이다. 동 투자는 2021년 하반기에 마무리될 예정으로 본격적인 가동은 2022년 상반기로 예상된다. BGF에코바이오의 연간 영업손실액은 약 50억 원 수준이다. 매출액이 크지 않은 상황에서 R&D 및 제품라인업 확대를 위한 고정비 비용이 작용한 것으로 분석한다. 생산라인이 가동이 본격화되면 매출액 증가에 따른 고정비 부담 완화로 영업적자폭은 개선될 것으로 전망한다.

현금성자산을 활용해 성장동력 확보 가능성도 높

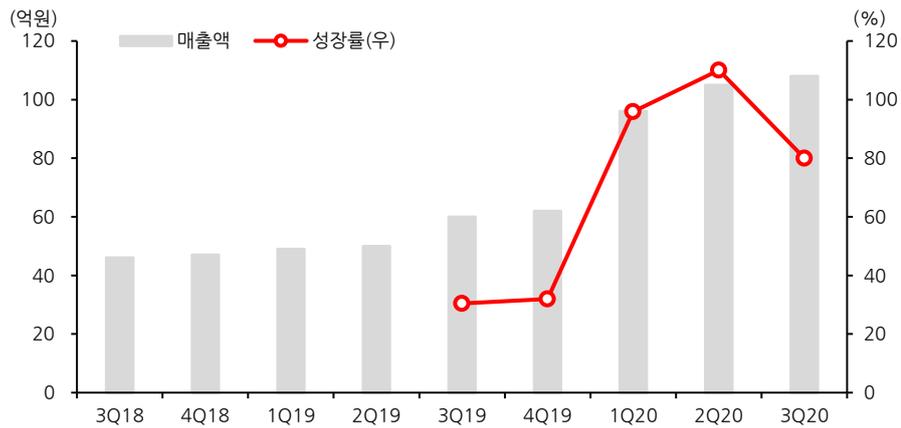
현금성자산 활용 가능성도 높다는 판단이다. 2020년 기준 순현금성자산은 약 2,700억 원 수준으로 파악한다. 또한, 지난 1월 BGF는 사우스스프링스를 매각하였고, 이에 따라 약 1,600억 원에 달하는 현금자산을 추가적으로 확보하였다. 이를 감안할 경우 순현금성자산은 약 4,300억 원에 달하는 것으로 파악한다. BGF는 계열사 성장에 따라 안정적으로 이익이 창출되는 구조라는 점을 고려하면, 동 현금성자산을 활용해 향후 성장동력 확보를 위한 적극적 행보를 펼칠 가능성이 높다.

[그림34] 온라인식품시장 동향



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 헬로네이처 실적 추이



자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[표19] BGF 에코바이오 친환경 플라스틱 제조공장 설립 개요

구분	내용
준공 예정일	2021년 3월
시설 규모	제조 센터와 R&D 센터 등을 포함한 1만 5,623m ² (약 4,800 평)
위치	인천 청라국제도시 인천하이테크파크(IHP) 內
목표	- PLA 기반의 생분해 플라스틱 제품 제조능력 제고를 위한 시설 투자(493억원) - 장기적 R&D 를 통해 친환경 바이오플라스틱의 산업 적용 범위 확대 모색

자료: BGF리테일, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

V. 분석대상 종목

1. BGF (027410)
2. BGF리테일 (282330)

BGF (027410)

극심한 저평가 + Alpha



▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 02-3772-7651

Buy (신규)

목표주가(신규): 12,500원

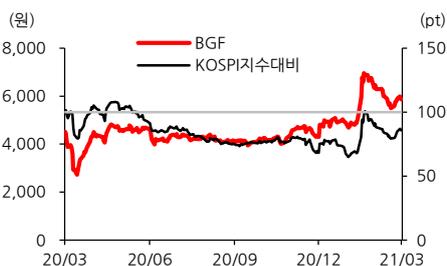
현재 주가(3/10)	5,850원
상승여력	▲ 113.7%
시가총액	5,599억원
발행주식수	95,717천주
52 주 최고가 / 최저가	6,950 / 2,720원
90 일 일평균 거래대금	92.19억원
외국인 지분율	8.0%
주주 구성	
홍석조 (외 25 인)	69.7%
BGF 우리사주 (외 1 인)	0.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.0	35.9	41.8	29.6
상대수익률(KOSDAQ)	-2.4	28.2	18.4	-21.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	36	52	54	60
영업이익	14	32	33	38
EBITDA	15	33	34	39
지배주주순이익	2	29	28	33
EPS	24	302	292	341
순차입금	-242	-234	-250	-270
PER	233.5	16.2	20.2	17.3
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	19.3	7.2	9.3	7.6
배당수익률	2.0	2.2	1.9	2.4
ROE	0.2	2.0	1.9	2.2

주가 추이



BGF 기업분석을 개시합니다. 본업 가치와 히든밸류를 고려할 경우 극심한 저평가로 판단합니다.

BGF 편의점 사업부의 안정적인 성장

BGF 실적 성장은 지속될 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 편의점 신규점 출점이 연간 1천개를 유지하고 있고, 2) BGF푸드 및 BGF로지스 가동률 증가에 따른 수익이 기대되며, 3) 주요 자회사 배당 성향이 점진적으로 상향될 가능성이 높으며, 4) 비편의점 사업부 실적 개선이 본격화 될 것으로 기대되기 때문이다. 별도기준 2021년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 540억 원(전년대비 +4.5%), 331억 원(전년대비 +3.9%)로 추정한다. 하지만, 2022년의 경우 배당금 수익 증가에 따라 매출액은 608억 원(전년대비 +12.7%), 영업이익 388억 원(전년대비 +17.1%)으로 급격하게 성장할 전망이다.

중속회사 턴어라운드의 핵심은 에코바이오와 헬로네이처

중속회사 성장 가능성에 주목해야 할 것이다. 당사에서는 특히 BGF에 코바이오에 주목하고 있다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 2022년부터 탈플라스틱과 관련된 정부 규제가 본격적으로 시행되고, 2) 생산라인 준공이 올 하반기에 마무리될 예정이며, 3) 그룹사 유통망을 통한 안정적인 공급이 가능할 것으로 판단하기 때문이다. BGF에코바이오의 매출액은 약 10억 원으로 거의 전무한 상황이다. 생산설비 구축이 마무리되면 관련 매출액 증가에 따라 영업손실액은 급격하게 감소할 전망이다. 관련 수요의 경우 2022년부터 플라스틱 사용제한 규제가 본격화됨에 따라 전방위적으로 확대될 가능성이 높다는 판단이다.

헬로네이처 실적 개선도 기대되는 부분이다. 지금까지 공격적인 판촉 행사에 따라 영업손실액은 약 160억 원을 기록하고 있지만, ▶ 취급고 성장률이 빠르게 증가하고 있고, ▶ 온라인 식품소비가 확산되고 있으며, ▶ 프로모션 감소만으로도 의미있는 실적개선이 가능하다고 판단하기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 12,500원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 12,500원을 제시하면서 기업분석을 개시한다. 목표주가 산정은 Sum Of Parts Valuation을 적용하였다.

투자 의견 Buy, 목표주가 12,500 원 제시

투자 의견 Buy,
목표주가 12,500원

BGF 기업가치는 히든밸류를 고려하지 않아도 저평가로 판단한다. 당사에서는 BGF에 대해 투자 의견 Buy 및 목표주가 12,500원을 제시하면서 기업분석을 개시한다. 목표주가 산정은 Sum of Parts Valuation을 사용하였다.

BGF의 영업가치는 2021년 BGF 별도기준 당기순이익 추정치 230억 원에 Target PER 12배를 적용하여 산정하였고, 투자자산가치는 현금성자산 4,200억 원의 약 80%인 3,360억 원, BGF리테일 지분가치에 약 40%를 할인한 5,200억 원을 합산하였다. 여기에 동사가 보유하고 있는 종속회사 Hidden Value를 고려할 경우 기업가치는 더욱 높다는 판단이다.

[표20] BGF 밸류에이션 Table

(단위: 억원, 배, 주, 원)

구분	회사별	지분율	시가/장부가	기업가치
_ 상장사 투자자산가치				
	BGF	30.0%	28,880	8,640
	- 할인률 40% 적용			5,184
_ 비상장사 자산가치				
	BGF 네트워크	100.0%	395	
	헬로네이처	50.1%	117	
	BGF 에코바이오	83.3%	208	
	- 할인률 30% 적용			9,837
BGF 영업가치				
	_ 당기순이익		230	
	_ Target Multiple		12	
				2,760
현금성자산				
	_ 당기순이익인식금융자산			2,647
	_ 매각자산			1,600
	_ 기타금융부채			42
	- 할인율 20% 적용			3,364
적정기업가치	: 자산가치+영업가치+현금성자산			11,811
발행주식수				95,716,791
자기주식수				8,024
유통주식수				95,708,767
적정주가	: 적정가치/유통주식 수			12,341 ≒ 12,500

자료: 한화투자증권 리서치센터

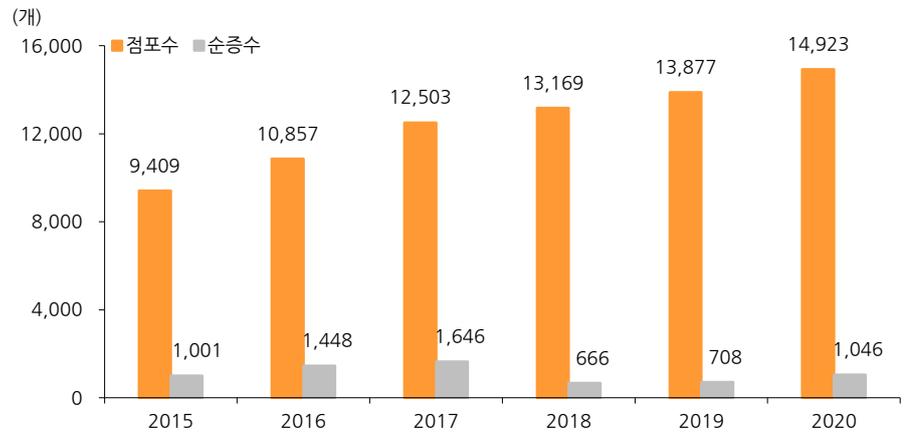
[표21] BGF 분기 및 연간 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	35.2	5.4	5.7	5.4	36.0	5.8	6.2	5.9	35.7	51.7	54.0
YoY,%	79.3	-0.5	3.6	3.8	2.4	8.3	8.6	9.2	-59.1	44.6	4.4
_배당금수익	30.2	0.0	0.0	0.0	30.6	0.0	0.0	0.0	14.6	30.2	30.7
_상표권수익	2.8	3.1	3.4	3.1	3.0	3.3	3.6	3.4	11.9	12.4	13.3
_경영지원 용역수익 및 기타	2.2	2.3	2.3	2.3	2.5	2.5	2.5	2.5	9.3	9.0	10.0
판관비	4.5	6.0	4.6	4.7	4.7	6.4	4.9	4.9	21.3	19.8	20.9
YoY,%	-8.6	-2.5	-16.0	-0.8	4.0	6.5	6.0	4.9		-7.0	5.4
_급여	2.8	2.9	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	12.3	12.3	12.3
_감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.7	0.7
_무형자산상각비 + 사용권자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
_광고선전비	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6	1.7	1.7	1.7
_지급수수료	0.6	1.0	0.7	0.6	0.6	1.1	0.7	0.6	3.4	3.4	3.4
_기타판관비	0.5	1.2	0.3	0.4	0.5	1.3	0.4	0.4	3.0	1.5	2.6
영업이익	30.7	-0.6	1.1	0.7	31.3	-0.6	1.3	1.0	18.9	31.8	33.1
YoY,%	108.8	-20.5	3,631.8	-86.0	2.1	-9.2	25.1	37.8		68.1	3.9
영업이익률, %	87.2	-11.6	18.7	13.0	86.9	-9.8	21.5	16.4	53.0	61.6	61.3

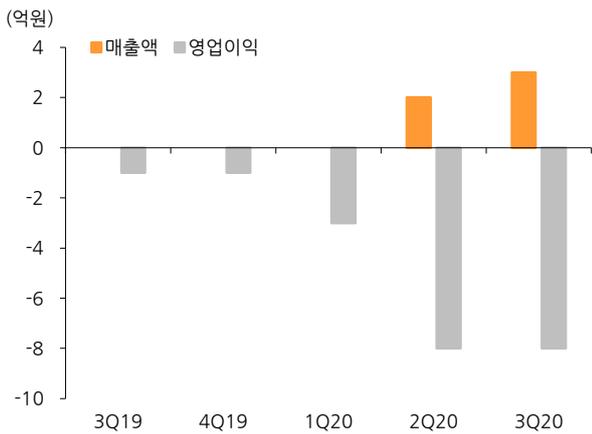
자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] CU 점포수 증가 추이



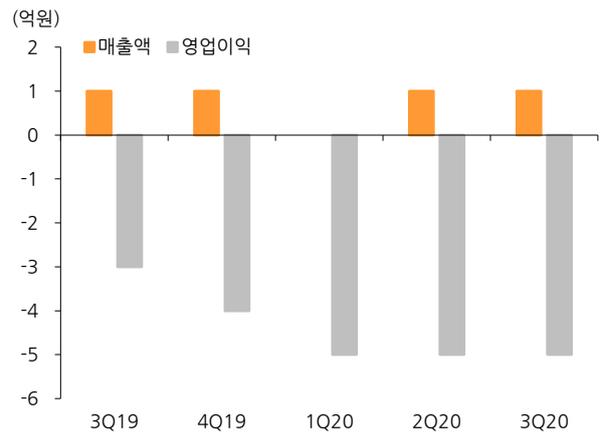
자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] BGF 에코바이오 영업실적 추이



자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] KBF 영업실적 추이



자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	87	36	52	54	60
매출총이익	87	36	52	54	60
영업이익	66	14	32	33	38
EBITDA	67	15	33	34	39
순이자손익	6	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-6	-17	-9	-4	-3
세전계속사업손익	68	5	29	38	43
당기순이익	66	2	29	28	33
지배주주순이익	66	2	29	28	33
증가율(%)					
매출액	1,438.4	-58.9	44.6	4.5	10.8
영업이익	흑전	-78.2	121.0	4.0	14.3
EBITDA	-24.0	-77.1	114.1	3.7	13.9
순이익	-98.1	-96.5	1,160.1	-3.1	16.6
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	76.2	40.3	61.6	61.3	63.2
EBITDA 이익률	76.9	42.8	63.3	62.8	64.6
세전이익률	78.5	14.3	56.9	69.7	72.6
순이익률	76.2	6.4	55.9	51.8	54.5

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	38	12	36	35	38
당기순이익	66	2	29	28	33
자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본증감	-2	-3	3	1	0
매출채권 감소(증가)	-1	0	-1	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	-25	-10	-23	-17	-17
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	164	20	-17	-10	-10
재무현금흐름	-8	-3	-9	-11	-11
차입금의 증가(감소)	-1	0	2	0	0
자본의 증가(감소)	-6	-3	-11	-11	-11
배당금의 지급	-6	-3	-11	-11	-11
총현금흐름	2	2	5	34	38
(-)운전자본증가(감소)	32	4	3	-1	0
(-)설비투자	1	0	0	0	0
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-31	-2	1	34	37
(-)기타투자	159	29	0	7	6
잉여현금	-190	-32	2	27	31
NOPLAT	64	6	31	25	28
(+) Dep	1	1	1	1	1
(-)운전자본투자	32	4	3	-1	0
(-)Capex	1	0	0	0	0
OpFCF	32	3	29	26	29

주: IFRS 별도 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	254	248	252	268	288
현금성자산	247	242	246	262	282
매출채권	6	6	6	5	6
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,234	1,241	1,260	1,263	1,267
투자자산	1,206	1,214	1,234	1,238	1,241
유형자산	27	25	25	24	24
무형자산	1	1	1	2	2
자산총계	1,488	1,489	1,513	1,531	1,555
유동부채	11	8	9	9	9
매입채무	4	4	0	0	0
유동성이자부채	0	0	4	4	4
비유동부채	11	31	36	37	38
비유동이자부채	0	0	8	8	8
부채총계	22	39	44	45	47
자본금	95	96	96	96	96
자본잉여금	709	695	695	695	695
이익잉여금	645	643	661	679	701
자본조정	16	16	16	16	16
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,466	1,450	1,468	1,486	1,508

주요지표 (단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	818	24	302	292	341
BPS	15,370	15,150	15,341	15,524	15,754
DPS	35	110	110	110	140
CFPS	23	18	49	355	393
ROA(%)	6.0	0.2	1.9	1.8	2.1
ROE(%)	6.3	0.2	2.0	1.9	2.2
ROIC(%)	82.5	6.4	31.3	22.2	25.2
Multiples(x, %)					
PER	9.9	233.5	16.2	20.2	17.3
PBR	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
PSR	7.5	15.0	9.1	10.5	9.4
PCR	356.0	317.5	99.3	16.6	15.0
EV/EBITDA	7.8	19.3	7.2	9.3	7.6
배당수익률	0.4	2.0	2.2	1.9	2.4
안정성(%)					
부채비율	1.5	2.7	3.0	3.1	3.1
Net debt/Equity	-16.8	-16.7	-15.9	-16.8	-17.9
Net debt/EBITDA	-370.0	-1,583.5	-715.3	-737.5	-699.7
유동비율	2,218.2	3,304.1	2,921.9	3,041.5	3,204.6
이자보상배율(배)	518.8	110.5	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	7.1	5.8	6.9	6.9	6.9
현금+투자자산	92.9	94.2	93.1	93.1	93.1
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
자기자본	100.0	100.0	99.2	99.2	99.2

BGF리테일(282330)

2021년 정상화를 기대



▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

Buy (유지)

목표주가(상향): 220,000원

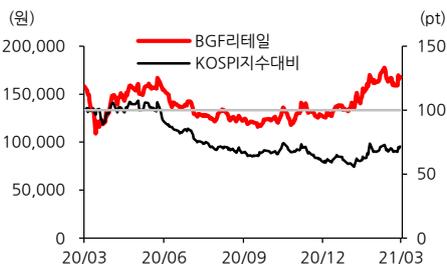
현재 주가(3/10)	171,000원
상승여력	▲ 28.7%
시가총액	29,555억원
발행주식수	17,284천주
52 주 최고가 / 최저가	177,500 / 109,000원
90 일 일평균 거래대금	96.45억원
외국인 지분율	32.5%
주주 구성	
비지에프 (외 24 인)	55.3%
국민연금공단 (외 1 인)	6.0%
GI/Private Limited (외 1 인)	6.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.3	33.6	43.7	14.4
상대수익률(KOSPI)	4.9	25.9	20.3	-36.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,946	6,181	6,613	7,008
영업이익	197	162	197	226
EBITDA	526	524	452	460
지배주주순이익	151	129	158	182
EPS	8,758	7,482	9,150	10,513
순차입금	93	314	239	126
PER	19.4	17.0	18.4	16.0
PBR	4.7	3.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	5.7	4.8	7.0	6.6
배당수익률	1.6	2.1	1.6	1.6
ROE	26.5	20.2	22.1	21.7

주가 추이



2021년에는 실적 성장이 가능할 것으로 판단합니다. 점포 순증이 연간 1천개에 달할 것으로 예상되고, 코로나 19에 따른 기저도 기대되기 때문입니다. 주요 자회사 성장도 예상되는 만큼 긍정적인 시각을 유지합니다.

2021년 기저 + 신규점 효과 + 상품믹스 + 자회사 개선

2021년 실적 회복과 점유율 확대 기조는 유지될 것으로 전망한다. 긍정적인 예상을 하는 이유는 1) 코로나 19에 따른 기저효과로 기존점 성장률이 악화될 가능성이 낮고, 2) 2021년에도 약 1,000여개 점포 순증이 기대되며, 3) BGF푸드 가동률 증가에 따른 종속회사 실적 개선과, 4) FF 및 즉석식품 라인업 확대 5) FF ASP 인상 효과가 기대되기 때문이다.

2021년 동사의 매출액은 전년대비 +7.0% 성장한 6조 6,129억 원, 영업이익은 1,974억 원(전년대비 +21.7%)으로 추정한다.

BGF푸드, BGF네트웍스 실적 기여도 확대

동사는 지난해 하반기부터 밀키트 제품을 출시하면서 FF 라인업 강화에 집중하기 시작하였다. BGF푸드 CK라인을 통해 관련 제품군을 생산하고 있으며, 올해 관련 제품군 확대를 계획하고 있다. 이는 긍정적이라 판단하는데, 그러한 이유는 1) 밀키트 및 관련제품 비중 확대를 통해 ASP 인상효과와, 2) BGF푸드 가동률 확대에 따른 수익성 개선, 3) 라인업 확대에 따른 상품 경쟁력 강화를 기대할 수 있기 때문이다.

BGF네트웍스 실적 성장도 기대된다. 2019년 하반기부터 출점이 가속화되기 시작하면서 연간 약 6~7%에 달하는 점포망 확대가 이루어지고 있고, CDC에 따른 효율화가 지속될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 22만원

BGF리테일에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 기존 18만원에서 22만원으로 상향한다. 목표주가 변경은 실적 추정치 및 추정기간 변경에 따라 이루어졌다.

[표22] BGF 리테일 수익 추정치 변화

(단위: 십억 원, %, %p)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	2020P	2021E	1Q21E	2020P	2021E	1Q21E	2020P	2021E	1Q21E
매출액	6,190.3	6,623.9	1,492.7	6,181.3	6,612.9	1,492.3	-0.1	-0.2	0.0
영업이익	166.5	205.0	25.3	162.2	197.4	25.3	-2.6	-3.7	0.0
영업이익률	2.7	3.1	1.7	2.6	3.0	1.7	-0.1	-0.1	0.0

자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

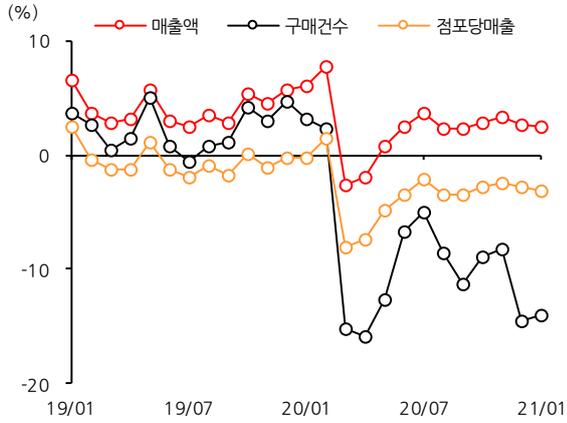
[표23] BGF 리테일 분기 및 연간 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	1,393.1	1,549.2	1,682.7	1,556.3	1,492.3	1,648.2	1,791.1	1,681.3	5,946.1	6,181.3	6,612.9
YoY,%	3.2	2.2	6.3	4.0	7.1	6.4	6.4	8.0	2.9	4.0	7.0
_편의점	1,392.1	1,546.6	1,677.4	1,549.1	1,491.3	1,645.4	1,785.5	1,673.5	5,943.4	6,165.3	6,595.7
_기타	1.0	2.6	5.3	7.2	1.0	2.8	5.6	7.7	2.7	16.0	17.2
매출원가	1,159.1	1,285.6	1,390.0	1,294.8	1,238.7	1,364.4	1,475.9	1,395.4	4,889.6	5,129.5	5,474.5
YoY,%	3.6	3.7	7.1	5.0	6.9	6.1	6.2	7.8	2.8	4.9	6.7
매출총이익	233.9	263.6	292.7	261.5	253.6	283.8	315.1	285.9	1,056.5	1,051.8	1,138.4
YoY,%	1.1	-4.8	2.9	-0.8	8.4	7.6	7.7	9.3	3.6	-0.4	8.2
매출총이익률, %	16.8	17.0	17.4	16.8	17.0	17.2	17.6	17.0	17.8	17.0	17.2
판매비	215.5	219.1	229.1	226.0	228.3	231.2	240.3	241.1	859.9	889.6	941.0
YoY,%	5.1	1.5	4.3	3.1	6.0	5.5	4.9	6.7	3.6	3.5	5.8
_인건비	42.8	43.6	45.2	45.4	43.6	46.3	47.3	47.5	168.6	177.0	184.6
_임차비	3.5	1.8	1.2	4.6	4.7	2.0	1.3	5.0	16.3	11.1	13.0
_감가상각비	32.5	33.7	34.9	34.9	31.9	31.9	31.9	31.9	120.2	123.8	127.5
_무형자산상각비	3.9	3.7	3.4	4.4	4.6	4.6	4.6	4.6	16.6	17.1	18.3
_자금수수료	70.3	74.3	77.7	71.3	75.3	78.9	82.4	77.1	286.0	293.6	313.6
_기타판매비	62.5	62.0	66.8	65.4	68.3	67.6	72.9	75.1	252.2	256.7	283.9
영업이익	18.5	44.6	63.6	35.5	25.3	52.6	74.8	44.7	196.6	162.2	197.4
YoY,%	-29.7	-26.9	-1.9	-20.2	36.8	18.0	17.6	26.1	3.8	-17.5	21.7
영업이익률, %	1.3	2.9	3.8	2.3	1.7	3.2	4.2	2.7	3.3	2.6	3.0

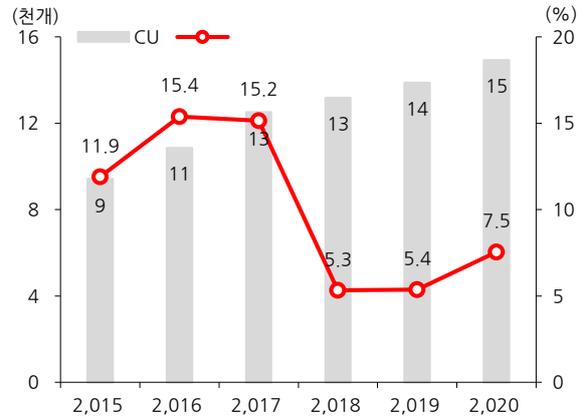
자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 편의점 매출액, 구매건수, 점포당매출액 증감률 추이



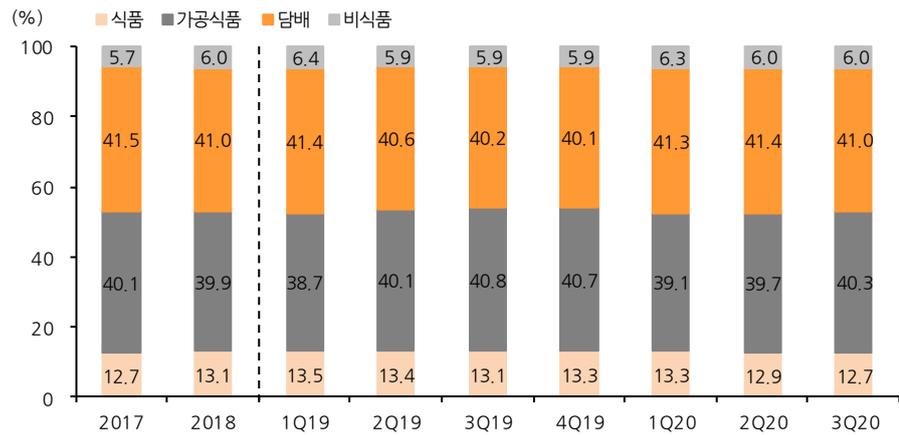
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] CU 점포수 증가 추이



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] BGF 리테일 상품군별 매출 비중



주1: FF, HMR 등

주2: 주류, 스낵, 유제품 등

주3: OTC drug, 갑화 등

자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 상품운영 New Standard 정립



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 차별화 상품 운영 강화



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 점포 최적화



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] +α 가치 있는 상품 제공



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 상품운영 강화 및 점포 최적화

전략	비고
·상품운영 NewStandard 정립	스테디셀러, 필수품 등 판매 우수상품 운영 강화 및 data 기반 점포 상품 운영
·차별화상품 운영 강화	전략이슈 상품의 선제적 출시 및 전개를 통해 트렌드에 대응
·점포 최적화	고성장 카테고리 진열 확대를 위한 집기 확대 및 시식공간 확보
·+α 가치 있는 상품 제공	차별화된 가치 제공을 위해 PB, 해외상품, 지역맞춤 상품 전개

자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	5,776	5,946	6,181	6,613	7,008
매출총이익	1,020	1,057	1,052	1,138	1,217
영업이익	190	197	162	197	226
EBITDA	312	526	524	452	460
순이자손익	7	-7	-7	-5	-3
외화관련손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	203	201	173	212	244
당기순이익	154	151	129	158	182
지배주주순이익	154	151	129	158	182
증가율(%)					
매출액	515.3	2.9	4.0	7.0	6.0
영업이익	614.7	3.7	-17.5	21.7	14.4
EBITDA	591.0	68.7	-0.4	-13.9	1.9
순이익	451.0	-1.8	-14.6	22.3	14.9
이익률(%)					
매출총이익률	17.7	17.8	17.0	17.2	17.4
영업이익률	3.3	3.3	2.6	3.0	3.2
EBITDA 이익률	5.4	8.9	8.5	6.8	6.6
세전이익률	3.5	3.4	2.8	3.2	3.5
순이익률	2.7	2.5	2.1	2.4	2.6

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	346	533	566	362	392
당기순이익	154	151	129	158	182
자산상각비	122	330	362	254	234
운전자본증감	29	36	73	-51	-24
매출채권 감소(증가)	8	-1	-41	-10	-11
재고자산 감소(증가)	-9	13	-8	-10	-11
매입채무 증가(감소)	22	10	131	-25	5
투자현금흐름	-324	-294	-286	-266	-258
유형자산처분(취득)	-180	-178	-209	-198	-188
무형자산 감소(증가)	-12	-4	-4	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-99	-76	-4	-25	-26
재무현금흐름	-15	-246	-244	-55	-55
차입금의 증가(감소)	1	-185	-120	-8	-8
자본의 증가(감소)	-17	-46	-93	-47	-47
배당금의 지급	-17	-46	-93	-47	-47
총현금흐름	340	545	530	413	417
(-)운전자본증가(감소)	-64	-76	-21	51	24
(-)설비투자	181	179	209	198	188
(+)자산매각	-11	-4	-4	-5	-5
Free Cash Flow	212	438	339	159	199
(-)기타투자	68	76	18	37	39
잉여현금	144	362	321	122	160
NOPLAT	144	148	121	147	168
(+) Dep	122	330	362	254	234
(-)운전자본투자	-64	-76	-21	51	24
(-)Capex	181	179	209	198	188
OpFCF	150	375	296	152	190

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	696	744	994	1,092	1,232
현금성자산	358	463	685	752	858
매출채권	82	88	97	107	118
재고자산	103	91	100	110	121
비유동자산	786	1,428	1,513	1,499	1,497
투자자산	250	787	918	955	994
유형자산	486	550	556	512	477
무형자산	51	49	39	31	26
자산총계	1,483	2,172	2,507	2,591	2,728
유동부채	764	951	1,172	1,143	1,145
매입채무	600	624	670	645	650
유동성이자부채	5	174	346	338	330
비유동부채	197	599	677	678	679
비유동이자부채	0	382	654	654	654
부채총계	961	1,550	1,849	1,821	1,824
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	160	261	297	408	543
자본조정	22	22	22	22	22
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	522	623	658	770	905

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	8,921	8,758	7,482	9,150	10,513
BPS	30,182	36,022	38,084	44,534	52,346
DPS	2,680	2,700	2,700	2,700	2,700
CFPS	19,669	31,516	30,635	23,908	24,116
ROA(%)	11.2	8.3	5.5	6.2	6.8
ROE(%)	33.9	26.5	20.2	22.1	21.7
ROIC(%)	100.5	35.2	14.7	14.9	16.5
Multiples(x, %)					
PER	22.9	19.4	17.0	18.4	16.0
PBR	6.8	4.7	3.3	3.8	3.2
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	10.4	5.4	4.2	7.0	7.0
EV/EBITDA	10.2	5.7	4.8	7.0	6.6
배당수익률	1.3	1.6	2.1	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	184.2	248.9	280.9	236.6	201.6
Net debt/Equity	-67.6	14.9	47.7	31.1	13.9
Net debt/EBITDA	-113.0	17.6	59.9	53.0	27.3
유동비율	91.1	78.3	84.9	95.5	107.6
이자보상배율(배)	27.7	10.3	9.4	12.7	16.2
자산구조(%)					
투자자본	21.8	35.0	37.7	37.1	35.7
현금+투자자산	78.2	65.0	62.3	62.9	64.3
자본구조(%)					
차입금	1.0	47.2	60.3	56.3	52.1
자기자본	99.0	52.8	39.7	43.7	47.9

VI. 붙임

1. 국내·외 플라스틱 규제 동향
2. 바이오플라스틱의 기술적 특성
3. 바이오플라스틱 시장 분석

1. 국내·외 플라스틱 규제 동향

[표24] 국내·외 플라스틱 관련 규제 동향

구분	국내	해외
생산	<ul style="list-style-type: none"> - '25년까지 플라스틱 발생 20% 감축 및 재활용 비율 70%(현재 54%)로 상향 - 수입 폐플라스틱을 국내산으로 대체. 재생원료 의무사용제도를 플라스틱에도 신설하여 '30년까지 30%로 확대 방침 - '50년까지 석유계 플라스틱 → 바이오플라스틱으로 100% 전환 - '21년 재포장 금지 시행, '22년 과대포장 사전검사제 도입 - 플라스틱 1회용품 원칙적으로 생산·사용을 금지, 불가피하게 사용되는 영역은 재질기준(재생원료 사용 등) 신설('21) 	<p>중국:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 플라스틱 제한령('08): 두께 0.025mm 미만 비닐봉투와 농지용 폴리에틸렌 초박막 생산 및 판매 금지 - 일회용 플라스틱 면봉과 발포 플라스틱 식기 '21년부터 생산 및 판매 금지 <p>EU:</p> <ul style="list-style-type: none"> - '30년까지 유럽 내 모든 플라스틱 포장재를 재사용 가능한 플라스틱으로 교체 <p>프랑스:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 두께 50µm 이하 일회용 비닐봉지의 경우 가정용 퇴비 요건 충족 및 바이오 성분 30% 이상 함유 요구
소비	<ul style="list-style-type: none"> - 2019.11 기준 일회용품 사용금지 대상: 집단급식소, 식품접객업, 대규모 점포(3,000m² 이상), 슈퍼마켓(165m² 이상) 무상제공금지 대상: 도·소매업(슈퍼마켓 제외), 체육시설, 모욕장업 기타 금융업, 보험·연금업, 부동산 임대·공급업, 영화관 운영업 등 일회용 플라스틱 광고물 및 선전물 사용 금지 - 합성수지 컵: '21년부터 무상제공 금지. 종이컵: '21년부터 사용 금지(자판기 제외) - 봉투 및 쇼핑백: '22년부터 모든 업종 사용 금지 - 기타 포장재: 23개 품목에 대해 이중 포장 금지 예정 등 플라스틱 포장재 줄이기 정책 시행 	<p>중국</p> <ul style="list-style-type: none"> - 플라스틱 제한령(2005) 두께 0.025mm 이하 비닐봉투 생산 및 판매 금지 슈퍼마켓, 비닐봉투 무상 제공 금지 - 플라스틱 수입금지(2018) 생활계 고체 플라스틱 수입 금지 - 플라스틱 금지령(2020) 4대 직할시 등 도시 내 플라스틱 사용금지 우선시행 (2022년 까지) 비분해성 플라스틱 봉투 사용 금지(2020년 말까지) <p>EU</p> <ul style="list-style-type: none"> - 비닐봉투 금지 법률 제정 - 녹색 성장을 위한 에너지 전환법을 통해 단계적 플라스틱 사용 제한 <p>미국</p> <ul style="list-style-type: none"> - 캘리포니아, 하와이 등 주 전체에 비닐봉지에 대한 금지령 제정 - 그러나 코로나 19 이후 일회용 플라스틱 사용 금지령 철회 요구 부상

자료: 언론보도, 산업연구원, 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[표25] 플라스틱 사용 규제 연도별 추진 일정

대상	2020	2021	2022	~2030
1회용품 줄이기				
합성수지 컵		(무상제공금지) 테이크아웃 컵	*보증금제 도입 (~'22)	
식기류(배달)	(MOU)	(사용금지)		
용기·접시류(배달)	(MOU)다회용기 시범사업	종이 등 친환경 소재 대체 유도		재질 변경 또는 다회용기 대체
장례식장	(규제 합리화) 현재척+조리시설→세척시설	(사용금지) 컵, 식기류	(사용금지) 용기·접시류(~'24)	
	(MOU) 1회용품 없는 장례식장 우수모델 마련	지자체/공공시설 우선 적용		
그 외 시설	(식품접객업대상)현허가받은면적 →실질적 영향력이 미치는 범위까지 확대		1회용품 다량 사용시설 중 규제대상 확대(PC방·영화관 등)	
봉투 및 쇼핑백				
봉투 및 쇼핑백			(사용금지) 종합소매업, 제과점 (무상제공금지) 음식점, 주점업	(사용금지) 모든 업종 ※불가피한 경우 예외 허용
위생용품·응원용품				
위생용품	(MOU) 주요 호텔 체인 (다회용 전환)		(무상제공금지) 50실 이상 숙박업	(무상제공금지) 모든 숙박업 ('24)
응원용품		시설관리공단 등 운영시설 우선금지(지자체 조례)	(사용금지) 플라스틱 재질	
신규 품목 추가(4)				
종이컵	(MOU)	(사용금지) 커피점, 집단급식소, 모든 식품접객업 ※ 자판기 제외	* 보증금제 도입 (~'22)	
빨대, 젓는 막대	(MOU) 식품접객업, 집단급식소	(무상제공금지)	(사용금지) 플라스틱 재질	
우산 비닐	(사용금지) 관공서 등 공공부문		(사용금지) 대규모 점포	
플라스틱 포장재 등 줄이기				
배송용 포장재	(MOU) 유통업계, 포장공간비율, 친환경포장기준 마련	(법) 녹색포장 인증제 도입 (~'22)	스티로폼 상자 →재사용상자로 전환(경기적, 동일지역 배송 시)	
제품 포장재	이중포장 금지, PVC 포장재 사용금지 확대, 친환경 재질로 전환	2차포장 줄이기 계획 마련		
	제로웨이스트 마켓 확대			

자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

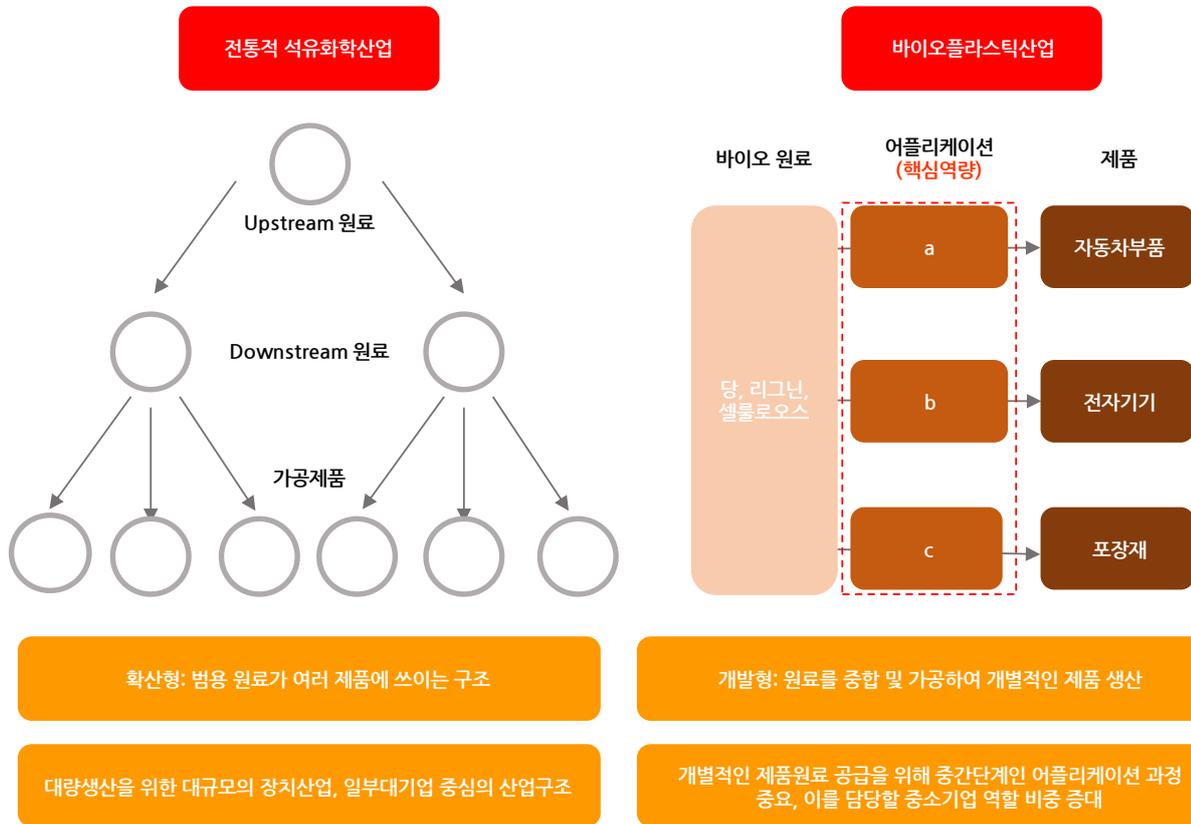
[표26] 주요 1회용품 사용량 및 감축 예상량

품목	2018년 기준 사용량 (억개)	기대효과(감축량)		기대 연도
		감축량(억개)	감축량(천톤)	
합계	452	282	367	
1회용 컵	84(종이 37, 플라스틱 47)	29(종이 13, 플라스틱 16)	35	2022년
접시·용기	46	21	19	2030년
식기류	40	11	4	2030년
비닐봉투/ 쇼핑백	255	200	300	2030년
위생용품	2.8	2.3	7.2	2022년
빨대, 젓는 막대	22.0	16.5	1.1	2022년
우산비닐	2.0	1.7	0.6	2022년

자료: 환경부 <1회용품 함께 줄이기 계획>, 한화투자증권 리서치센터

2. 바이오플라스틱의 기술적 특성

[그림47] 기존 플라스틱산업과 바이오플라스틱산업 비교



자료: 산업연구원, 한화투자증권 리서치센터

[표27] 플라스틱 소재별 특·장점 비교

구분	일반플라스틱	생분해 플라스틱	바이오매스 플라스틱	셀룰로오스
주원료	올레핀 등 석유화학 기초원료	PLA, PLC, PBAT, 지방족 등	생분해수지, 합성수지	목재, 폐펄프, 면화 등
재활용	수거분 80% 이상	어려움	수거분 70% 이상	어려움
분해기간	300~500년	6개월 이내	1~4년	6개월 이내
경제성(합성수지 대비)	제조원가: 기준 생산비용: 기준 재활용성: 우수	제조원가: 고가 (일반 플라스틱의 2~3.5 배) 생산비용: 높음(성형가공비 高) 재활용성: 어려움	제조원가: 저렴 생산비용: 동일 재활용성: 우수	
가공의 용이성	높음	나쁨	높음	보통
생산성	높음 기계 및 온도 의존성 낮음	낮음 기계 의존도 높음	높음(일반 플라스틱과 동일)	낮음
적용분야	일회용품, 섬유, 의료용품 자동차 부품, 전자제품 등	일회용품/산업용품 섬유, 의료용품 투명필름 등	일회용품, 섬유, 의료용품 농업용 필름 등	일회용품, 섬유, 의료용품 투명필름 등
특기사항	생산성 우수 재활용성 우수	환경부담금 면제	분해기간 조절 가능 강도, 물성, 유통 안전성 우수	셀로판 대체 PVDC 대체

자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

[표28] PLA 산업 밸류체인 및 기술적 특징 요약

구분	내용
원료 생산	<ul style="list-style-type: none"> - PLA 주 원료: 사탕수수, 옥수수 등 식물자원, 미생물 대사 생성물 등에서 상산되는 바이오매스 - 소량의 거울상 이성질체 불순물로도 결정성 또는 생분해성과 같은 물질의 특성에 영향을 끼칠 수 있기에 젯산 광학 순도는 매우 중요한 요소에 해당. 따라서 고품질의 젯산을 얻기 위해 고도의 기법과 효율적인 공정 과정 필요 - 국내는 지리적 여건상 대규모 그리고 안정적인 바이오매스 공급이 어려운 상황. 이에 해조류 등을 사용하는 방법들이 연구되고 있지만, 에너지 밀도 측면에서 식용작물(1 세대), 비식용작물(2 세대)만큼의 생산성을 기대하기 어려운 실정
PLA 생산	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 열가소성 플라스틱인 폴리스티렌, 폴리에틸렌, 폴리프로필렌과 유사한 물성을 지녀 기존 제조 장비에서 생산 가능 - 다양한 공정 중에서도 중축합이 가장 저렴한 생산법이지만 높은 분자량의 PLA를 생산하는 것은 불가능(내구성 등 물성의 한계 존재). 이를 개량한 공법들이 소개되었으나 아직 재료가 낭비되는 등 비효율성이 발생하여 개선 필요 - PLA의 단점: 낮은 물리적 특성, 취약한 가공성, 최종 생분해 기간이 짧다는 점, 비싼 제조 단가, 낮은 내열성 등이 존재 - SK케미칼, SK이노베이션 등은 젯산 및 PLA 생산 원천 기술을 연구 중이며, PLA 기반 ECOLAN FLEX 제품을 판매 중 - SKC는 세계 최초 PLA 이축 연신 필름을 상용화에 성공 - 국내 기업들은 대부분 PLA 원료를 수입해 사용하고 있으며, 소재는 생산은 아직 연구 단계
PLA 제품 가공 및 성형	<ul style="list-style-type: none"> - 바이오플라스틱 가공 및 성형 기술은 고분자 수지를 이용하여 복합재료를 제조하거나 성형과정을 최적화하는 기술 - 기존 플라스틱 대비 낮은 열적, 물리적 안정성을 극복하는 기술 필요 - 미국의 경우 Blown film 생산량이 가장 많아 3억 파운드에 달하며, 압출과 열적 성형 가공이 약 2억 파운드 이상으로 그 다음을 차지 - 현재 바이오플라스틱의 가장 큰 활용도는 포장재이며 생산량은 약 4억 파운드 이상. 그 다음으로는 1회용품 생산용으로 약 1억 5천만 파운드에 달함

자료: <바이오플라스틱산업의 창조적 역할과 발전과제>, 한화투자증권 리서치센터

[표29] 바이오플라스틱 제품별 용도 현황

구분	필름	시트	사출	기타
용도	쇼핑백 식품포장지 산업자재용 농업용 판축용 기능성 필름	트레이 인테리어 건축내장재 합지용 기능성시트	일반생활용품 산업용 소가전	자동차내장재 건축내장재 토목용

자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

3. 바이오플라스틱 시장 분석

[표30] 바이오플라스틱 시장 분석

구분	국내	해외
현황	<ul style="list-style-type: none"> - 국내 바이오플라스틱 산업규모는 '13년까지 연 6.6% 성장 이후 '18년 4만톤의 수요 기록(아시아 전체의 6% 수준) - 금액으로 추산할 시 '18년 국내 바이오플라스틱 시장 규모는 약 1억달러로 추정(국내 플라스틱 수요 전망치의 약 0.51%) - 국내의 경우 가공제품 중심의 다운스트림 부문이 활발(PLA 등 원료 수입하여 제품으로 가공) 	<ul style="list-style-type: none"> - 전분계 수지(PLA, PHA 등)이 대부분을 차지. 바이오플라스틱 시장은 환경규제가 강한 미국, 유럽, 일본을 중심으로 형성되어 있으며 시장규모는 빠르게 증가 중(20~100%) - 생산량 또한 2016년 420만톤에서 2021년에는 610만톤으로 증가할 것으로 예측
전망	<ul style="list-style-type: none"> - 추후 국내 바이오플라스틱의 시장 규모는 최소 5조원 이상이 될 것으로 전망(한국바이오소재패키징협회) - PLA 가격은 '95년 첫 시범생산 당시 석유계 플라스틱 대비 약 7배 수준이었으나, 점차 감소 중 	<ul style="list-style-type: none"> - 세계 바이오플라스틱 시장은 2017년에서 2025년까지 연평균 19.2% 성장률을 기록할 것으로 전망(Progressive Markets) - '30년까지 기존 플라스틱의 30%를 대체할 전망
한계점 및 개선사항	<ul style="list-style-type: none"> - 업스트림 발전을 위해 1) 원료로 활용 가능한 바이오매스의 안정적인 확보, 2) 물질화 및 제품화를 위한 원천기술 확보 필요 - 기존 플라스틱 대비 15~20% 이상 비싼 가격과 전기제품, 산업용품에 요구되는 물성 및 강도를 유지하기 위해 연구 필요 - 협소한 국내 시장 등이 문제 요소로 지목. 이에 정부의 초기 수요 창출 노력 요구(규제 개선, 수요 창출 지원 등) 	<ul style="list-style-type: none"> - 유럽은 세계 바이오 포장재 소비시장의 31%를 차지. 그러나 생산능력은 10% 미만 - 특히 독일의 경우 생분해성 플라스틱의 친환경성에 대한 논란으로 정책적 지원이 중단 - 현재 대량 생산 시설의 대부분은 태국을 비롯해 인도 및 중국에 위치(2020년까지 세계 바이오 포장재의 3/4 이상이 아시아 지역에서 생산)

자료: 플라스틱코리아, 산업연구원, 플라스틱산업협회, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 3월 10일)

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. (남성현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 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.

[BGF 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

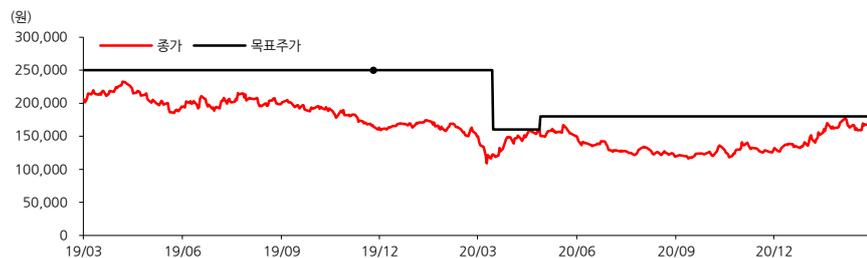
일 시	2021.03.10	2021.03.10			
투자 의견	담당자 변경	Buy			
목표 가격		12,500			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.03.10	Buy	12,500		

[BGF리테일 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.03.25	2019.05.10	2019.08.09	2019.09.17	2019.11.08	2020.02.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2020.03.25	2020.05.08	2020.07.13	2020.08.07	2020.10.19	2020.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2020.11.18	2021.01.07	2021.02.10	2021.03.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	180,000	180,000	180,000	220,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.03.25	Buy	160,000	-10.52	0.31
2020.05.08	Buy	180,000	-23.26	-1.39
2021.03.10	Buy	220,000		

[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: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%