



BGF (027410)

그룹사 가치가 상승하기 시작

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 12,500원

현재 주가(3/3)	5,150원
상승여력	▲142.7%
시가총액	4,929억원
발행주식수	95,717천주
52 주 최고가 / 최저가	7,620 / 4,400원
90 일 일평균 거래대금	5.65억원
외국인 지분율	5.4%

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	7.2	0.2	-19.7	-10.6
상대수익률(KOSDAQ)	5.7	7.6	-5.5	0.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	154	207	230	255
영업이익	15	12	18	21
EBITDA	28	20	25	28
지배주주순이익	27	41	11	13
EPS	285	431	120	139
순차입금	-254	-327	-311	-298
PER	17.2	11.9	42.2	36.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.7	8.1	7.0	6.6
배당수익률	2.2	2.1	2.2	2.2
ROE	1.8	2.7	0.7	0.9

주가 추이



기업가치 상승을 위한 조건 달성

필자가 생각하는 지주사의 기업가치는 궁극적으로 2가지가 결정짓는다. 첫째, 연결종속회사 실적이 지속적으로 성장할 수 있는지 즉, 그룹사 외형이 전체적으로 확대가 되고 있는지, 둘째, 신규사업 모델을 통해 지속가능한 그룹으로 남아있을 수 있는지 여부이다. BGF그룹은 이러한 조건을 충족시키고 있다고 판단하며, 가시적인 성과가 2022년에 발현될 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) BGF그룹의 주요 종속회사 실적이 개선되고 있고, 2) 신 사업부 편입 및 Capex 투자에 따른 성장동력 확보가 이루어지고 있기 때문이다.

주요 종속회사 실적 개선 진행 중

2021년 BGF그룹(BGF리테일 본업 제외) 매출액은 전년대비 +21.8% 성장하였다. 동일 기준 영업손실액은 -179억 원으로 전년대비 -87억 원 증가하였지만, 헬로네이처 실적을 제외하면 92억 원으로 전년대비 +557.1% 성장하였다. 헬로네이처가 취급고 증가를 위해 공격적인 판촉행사를 일시적으로 진행하고 있다는 점에서 동 사업부 실적 개선 가능성도 높다는 판단이다.

종속회사 중 BGF네트웍스 실적 성장이 돋보이는데, 이는 당분간 이어질 전망이다. 1) 택배수요가 여전히 견조하고, 2) 공급망 및 기존 사업장 수요 증가가 예상되기 때문이다. 동 회사가 BGF 배당수익에서 차지하는 비중이 높다는 점에서도 긍정적이다.

신 성장 동력 장착

비편의점 사업부 확대에 따른 성장 가능성도 높다. 동사는 BGF에코바이오플라스틱을 통해서 바이오플라스틱 사업군 영역에 적극적으로 진출하였고, 지난해 코프라 인수를 통해서 산업재 플라스틱 시장까지 진출하였다. 이는 편의점에 치중되어 있는 사업구조를 확대하는 것으로 신 성장 동력을 장착한 것으로 분석한다.

편의점 사업부문의 경쟁력은 더욱 확대되고 있는 추세이다. 여기에 추가적인 사업부 진출을 진행하고 있어 긍정적이다. 동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 12,500원을 유지한다.

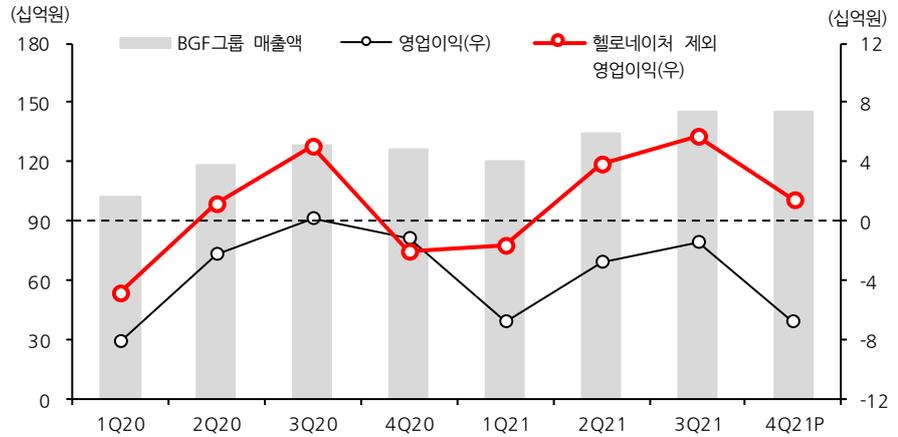
[표1] BGF 분기 및 연간 실적 추이(연결 기준)

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	38.6	52.1	58.0	58.1	48.8	57.7	63.4	59.9	206.8	229.8	254.6
YoY,%	-18.1	-6.4	170.0	92.9	26.4	10.7	9.3	3.1	34.0	11.1	10.8
BGF별도	24.1	6.0	6.1	6.1	31.3	6.5	6.6	8.8	42.3	53.1	58.9
_배당금수익	18.6	0.0	-0.1	0.1	25.4	0.2	0.0	0.1	18.7	25.7	28.6
_상표권수익	3.0	3.4	3.7	3.5	3.3	3.7	3.9	3.6	13.6	14.4	15.3
_경영지원 _용역수익 및 기타	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	5.0	10.0	13.0	15.1
연결종속대상	14.5	46.1	51.9	52.1	17.5	51.2	56.8	51.1	164.6	176.7	195.7
매출원가	26.8	29.1	32.7	37.4	29.0	32.8	36.4	38.7	126.0	136.9	153.2
매출총이익	11.8	23.0	25.3	20.7	19.8	24.9	27.0	21.2	80.8	92.9	101.4
YoY,%	-37.0	-17.5	66.6	258.8	67.8	8.2	6.8	2.5	19.6	15.0	9.1
매출총이익률, %	30.6	44.1	43.6	35.6	40.6	43.1	42.6	35.4	39.1	40.4	39.8
판관비	14.9	17.7	17.3	19.4	17.3	19.2	18.6	19.8	69.3	74.8	80.7
YoY,%	-29.1	-21.2	603.1	177.5	15.7	8.6	7.6	2.1	30.9	8.0	7.9
_급여	6.0	5.9	6.0	5.7	6.2	5.6	6.2	5.9	23.5	24.0	25.1
_감가상각비	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	1.9	1.9	2.0
_무형자산상각비 + _사용권자산상각비	0.9	1.3	1.3	0.4	0.9	1.3	1.3	0.5	3.9	4.0	4.1
_광고선전비	1.2	1.6	1.3	1.7	1.5	1.8	1.6	1.8	5.8	6.7	7.4
_지급수수료	3.5	3.9	3.9	4.4	4.4	5.0	4.3	4.6	15.7	18.3	20.3
_기타판관비	2.9	4.5	4.3	6.7	3.7	5.0	4.7	6.6	18.5	20.0	21.9
영업이익	-3.1	5.3	8.0	1.3	2.5	5.7	8.4	1.4	11.5	18.1	20.7
YoY,%	적자지속	-2.8	-37.2	흑자전환	흑자전환	6.8	5.2	9.6	-21.5	57.0	14.5
영업이익률, %	-8.1	10.3	13.8	2.2	5.2	9.9	13.2	2.4	5.6	7.9	8.1

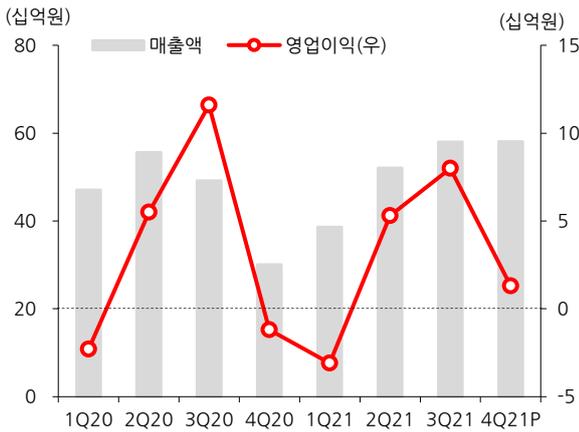
자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] BGF그룹(BGF 리테일 별도 제외) 분기별 영업실적 추이



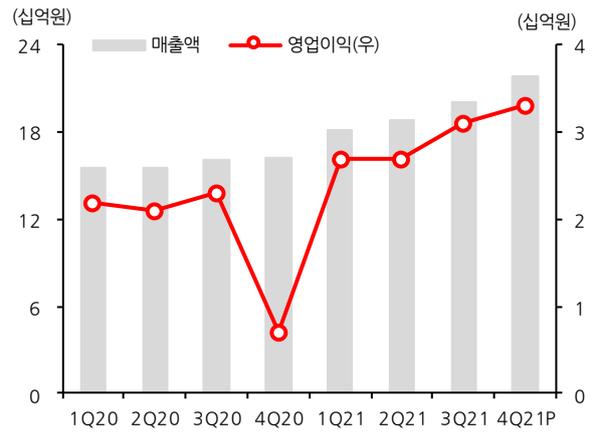
자료: BGF, BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] BGF(연결기준) 영업실적추이



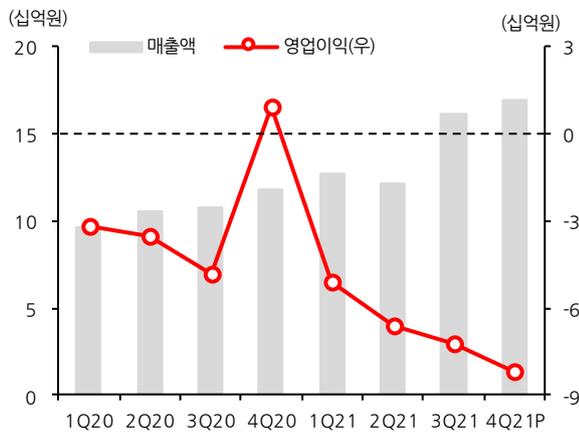
자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] BGF 네트워크 영업실적 추이



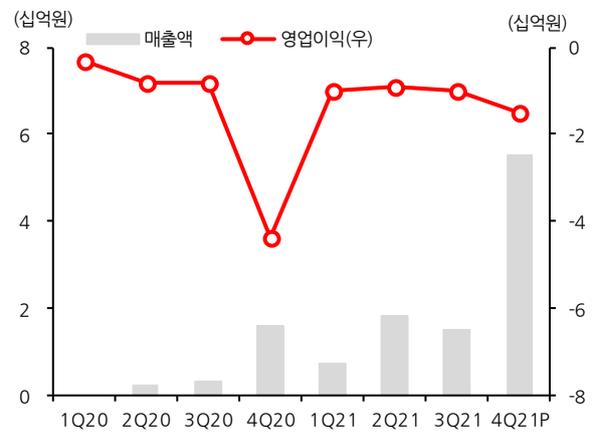
자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 헬로네이처 영업실적 추이



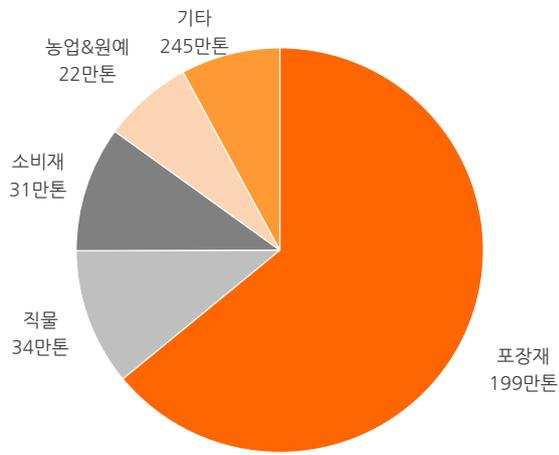
자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] BGF 에코바이오 영업실적 추이



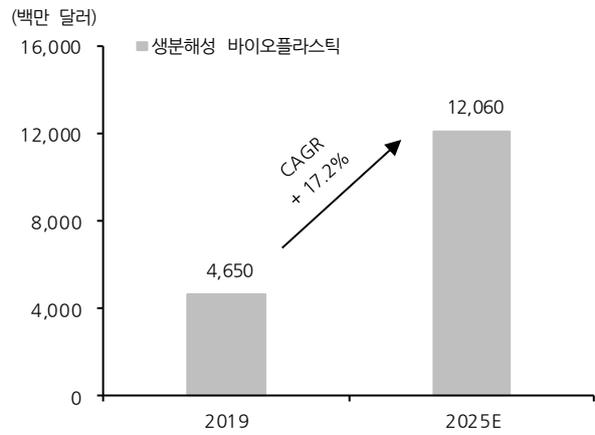
자료: BGF, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 시장별 바이오플라스틱 생산 Capa. 전망(2024년)



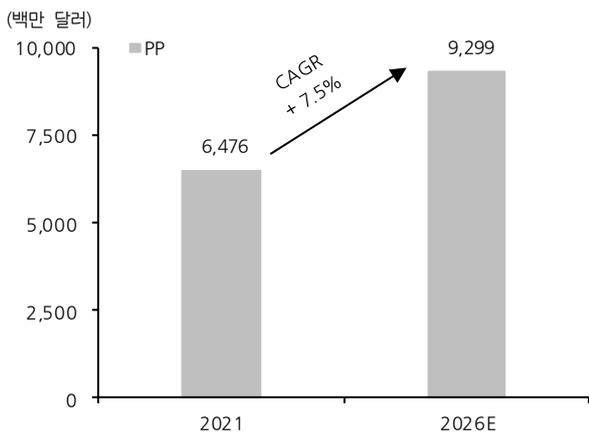
자료: IFBB, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 글로벌 생분해성 바이오플라스틱 시장 규모(2025년)



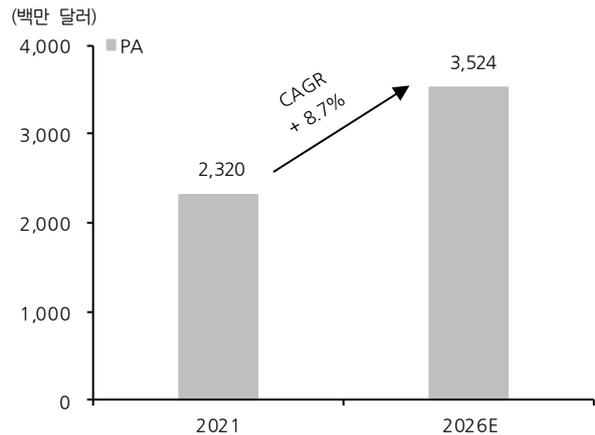
자료: Mordor Intelligence, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 차량용 플라스틱 PP 시장규모 전망(2026년)



자료: TechNavio, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 차량용 플라스틱 PA 시장규모 전망(2026년)



자료: TechNavio, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	240	154	207	230	255
매출총이익	130	68	81	93	101
영업이익	29	15	12	18	21
EBITDA	46	28	20	25	28
순이자손익	-1	0	0	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	27	16	9	16	18
당기순이익	18	18	31	11	13
지배주주순이익	27	27	41	11	13
증가율(%)					
매출액	8.9	-35.8	33.9	11.1	10.8
영업이익	-0.3	-50.2	-21.6	57.2	14.5
EBITDA	28.4	-39.8	-27.1	20.6	14.1
순이익	-62.9	2.1	72.5	-62.9	16.4
이익률(%)					
매출총이익률	54.3	43.8	39.1	40.4	39.8
영업이익률	12.2	9.5	5.6	7.9	8.1
EBITDA 이익률	19.3	18.1	9.8	10.7	11.0
세전이익률	11.1	10.5	4.3	6.8	7.2
순이익률	7.3	11.6	14.9	5.0	5.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업현금흐름	14	21	0	20	24
당기순이익	18	18	31	11	13
자산상각비	17	13	9	7	7
운전자본증감	-5	4	-4	1	0
매출채권 감소(증가)	1	-3	-3	0	-1
재고자산 감소(증가)	1	-1	-2	0	0
매입채무 증가(감소)	1	4	0	0	1
투자현금흐름	0	-29	-18	-8	-9
유형자산처분(취득)	-5	-21	-16	-16	-17
무형자산 감소(증가)	0	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	15	-3	-138	18	17
재무현금흐름	-12	2	29	-11	-11
차입금의 증가(감소)	-14	6	19	0	0
자본의 증가(감소)	-3	-11	-11	-11	-11
배당금의 지급	-3	-11	-11	-11	-11
총현금흐름	12	7	-6	19	24
(-)운전자본증가(감소)	3	129	-123	-1	0
(-)설비투자	5	21	16	16	17
(+)자산매각	0	-2	-2	-2	-2
Free Cash Flow	4	-145	99	2	5
(-)기타투자	13	-131	-10	7	7
잉여현금	-9	-14	109	-5	-2
NOPLAT	19	11	8	13	15
(+) Dep	17	13	9	7	7
(-)운전자본투자	3	129	-123	-1	0
(-)Capex	5	21	16	16	17
OpFCF	29	-126	124	4	6

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	320	463	442	426	415
현금성자산	296	274	422	406	393
매출채권	17	16	15	14	15
재고자산	3	2	4	4	4
비유동자산	1,338	1,195	1,263	1,282	1,301
투자자산	1,118	1,128	1,182	1,189	1,197
유형자산	196	55	67	78	89
무형자산	24	13	14	14	15
자산총계	1,657	1,658	1,706	1,709	1,716
유동부채	64	69	62	63	65
매입채무	17	19	8	8	9
유동성이자부채	34	3	41	41	41
비유동부채	65	52	86	88	91
비유동이자부채	17	17	55	55	55
부채총계	129	121	149	151	156
자본금	96	96	96	96	96
자본잉여금	759	759	759	759	759
이익잉여금	672	689	719	720	723
자본조정	-25	-33	-31	-31	-31
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,528	1,537	1,557	1,558	1,560

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당지표					
EPS	281	285	431	120	139
BPS	15,699	15,781	16,123	16,132	16,162
DPS	110	110	110	110	110
CFPS	126	74	-68	201	251
ROA(%)	1.6	1.6	2.5	0.7	0.8
ROE(%)	1.8	1.8	2.7	0.7	0.9
ROIC(%)	6.7	3.6	3.0	5.8	6.2
Multiples(x, %)					
PER	19.9	17.2	11.9	42.2	36.2
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PSR	2.2	3.0	2.4	2.1	1.9
PCR	44.5	66.0	-76.1	25.1	20.1
EV/EBITDA	6.2	7.7	8.1	7.0	6.6
배당수익률	2.0	2.2	2.1	2.2	2.2
안정성(%)					
부채비율	8.4	7.9	9.6	9.7	10.0
Net debt/Equity	-16.1	-16.6	-21.0	-20.0	-19.1
Net debt/EBITDA	-531.1	-911.4	-1,605.0	-1,265.9	-1,064.0
유동비율	501.6	671.0	709.8	675.5	642.0
이자보상배율(배)	17.5	42.2	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	17.2	17.3	12.0	12.9	13.7
현금+투자자산	82.8	82.7	88.0	87.1	86.3
자본구조(%)					
차입금	3.2	1.3	5.8	5.8	5.8
자기자본	96.8	98.7	94.2	94.2	94.2

[Compliance Notice]

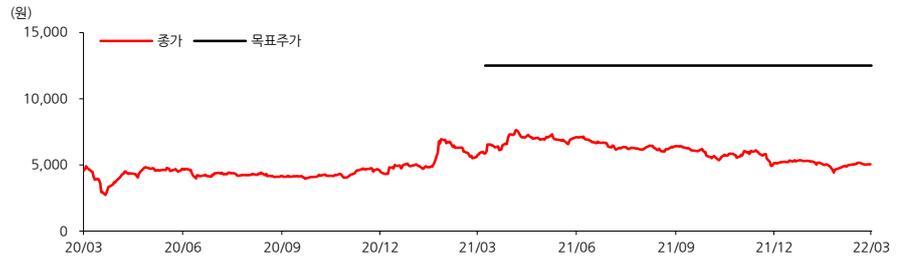
(공표일: 2022년 03월 04일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[BGF 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.03.10	2021.03.10	2021.05.07	2021.06.25	2021.08.11	2021.11.08
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	남성현	12,500	12,500	12,500	12,500	12,500
일 시	2022.03.04					
투자의견	Buy					
목표가격	12,500					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.10	Buy	12,500		

[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 추정치에 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: 2021년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%