

빙그레(005180)

성장 동력을 찾아서

2018년에는 작은 이익 성장 기대

2018년 매출액과 영업이익은 전년대비 3.0%, 13.7% 증가할 것으로 예상된다. 지난해에는 주력인 유음료와 빙과의 판매 증가가 둔화된 가운데, 상품류 등 저수익 사업의 비중이 늘어 원가율이 상승했다. 올해는 빙과시장의 경쟁이 완화되고, 바나나맛우유와 같은 cash cow의 완만한 성장, 그리고 B2B 제품(빙과, 일부 유음료)의 판매량이 늘어 실적이 개선될 전망이다. SNS 등을 활용해 마케팅비 부담도 제한할 것으로 예상돼 영업이익률은 지난해보다 0.5%p 개선된 4.5%를 기록할 것으로 예상된다.

업황은 다소 개선

올해 유음료의 전년대비 외형 성장률은 2.8%를 기록해 전년의 1.4% 감소대비 다소 개선될 전망이다. 지난해 플레이버 추가로 인한 거품이 꺼진 바나나맛우유의 매출액이 오리지널 맛을 중심으로 다시 타겟 고객층을 넓힐 것이다. 또 지난해의 흰우유 구조조정과 같은 인위적인 매출 감소 요인도 없다. 빙과는 지난해에 2년 연속 감소에서 벗어나 2.6% 매출액이 증가했다. 올해도 가격 정찰제 확대 또는 고정 가격제(채널별 판매가격 고정) 시행으로 ASP가 개선돼 2.7%의 성장률을 기록할 전망이다. 이미 빙과 수요는 물량 기준으로 바닥을 통과했고, 업계의 할인 경쟁이 다소 완화되는 분위기다.

히트 제품, 가격 인상, 아니면 사업 다각화가 필요

업황은 다소 개선되고 있지만, 중립 의견을 유지한다. 아직은 매출액과 이익의 성장률이 peers대비 낮기 때문이다. 야심차게 출시한 슈퍼콘도 표절 시비로 초반부터 악재를 만났다. 하지만 성수기를 맞이해 동사의 새로운 마케팅 전략을 예의주시할 필요는 있다. 2016년에도 ‘바나나맛우유’ 마케팅 성공 등으로 바나나맛우유 매출액이 16.9% 증가하며 호실적을 달성했다. 또한 타 식품사와 마찬가지로 가격 인상 가능성이 존재한다. 중장기적으로는 2천억원이 넘는 현금을 활용한 사업 확장도 지켜볼 만 하다. 다수의 파워 브랜드가 있고 비용 구조가 간결해 영업레버리지 효과가 큰 회사임은 기억해야 한다.

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA (십억원) | PER (x) | EV/EBITDA (x) | PBR (x) | ROE (%) | DY (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2016A | 813 | 37 | 29 | 3,249 | 16.1 | 63 | 19.6 | 6.2 | 1.2 | 5.5 | 2.0 |
| 2017A | 857 | 35 | 30 | 3,349 | 3.1 | 60 | 18.8 | 6.2 | 1.1 | 5.6 | 2.0 |
| 2018F | 884 | 39 | 31 | 3,557 | 6.2 | 65 | 18.2 | 5.8 | 1.1 | 5.8 | 2.1 |
| 2019F | 914 | 44 | 35 | 3,969 | 11.6 | 70 | 16.4 | 5.2 | 1.1 | 6.3 | 2.2 |
| 2020F | 945 | 48 | 38 | 4,328 | 9.1 | 75 | 15.0 | 4.6 | 1.0 | 6.6 | 2.2 |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

중립(유지)

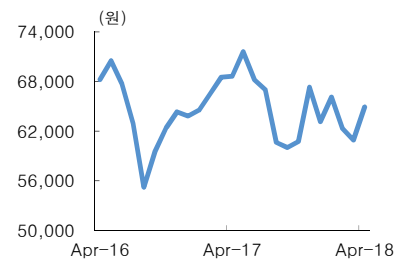
Stock Data

| | |
|-------------------|--------------------------------------|
| KOSPI(4/25) | 2,449 |
| 주가(4/25) | 64,900 |
| 시가총액(십억원) | 639 |
| 발행주식수(백만) | 10 |
| 52주 최고/최저가(원) | 73,000/58,000 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 933 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 48.9/28.1 |
| 주요주주(%) | 김호연 외 3 인 40.9 |
| | Brandes Investment Partners, L.P 7.1 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|-----|-----|--------|
| 절대주가(%) | 8.5 | 7.6 | (6.9) |
| KOSPI 대비(%p) | 7.2 | 9.4 | (18.4) |

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

| | 1Q18F | 1Q17 | YoY | 4Q17 | QoQ | Consensus | 차이 |
|----------|-------|-------|------|-------|--------|-----------|------|
| 매출액 | 181.1 | 174.8 | 3.6 | 168.4 | 7.6 | 179.5 | 0.9 |
| 매출총이익 | 50.1 | 48.4 | 3.6 | 42.4 | 18.2 | | |
| 판관비 | 46.0 | 44.7 | 3.0 | 43.9 | 4.8 | | |
| 영업이익 | 4.1 | 3.7 | 11.1 | (1.5) | 376.0 | 3.3 | 24.9 |
| 세전이익 | 5.6 | 5.1 | 8.2 | 9.2 | (39.5) | 4.6 | 20.0 |
| 지배주주순이익 | 4.1 | 4.1 | 1.4 | 6.8 | (39.7) | 3.5 | 17.2 |
| 매출원가율 | 72.3 | 72.3 | | 74.8 | | | |
| 판관비율 | 25.4 | 25.6 | | 26.1 | | | |
| 영업이익률 | 2.3 | 2.1 | | (0.9) | | 1.8 | |
| 세전이익률 | 3.1 | 2.9 | | 5.5 | | 2.6 | |
| 지배주주순이익률 | 2.3 | 2.3 | | 4.1 | | 2.0 | |

자료: Dataguide, 한국투자증권

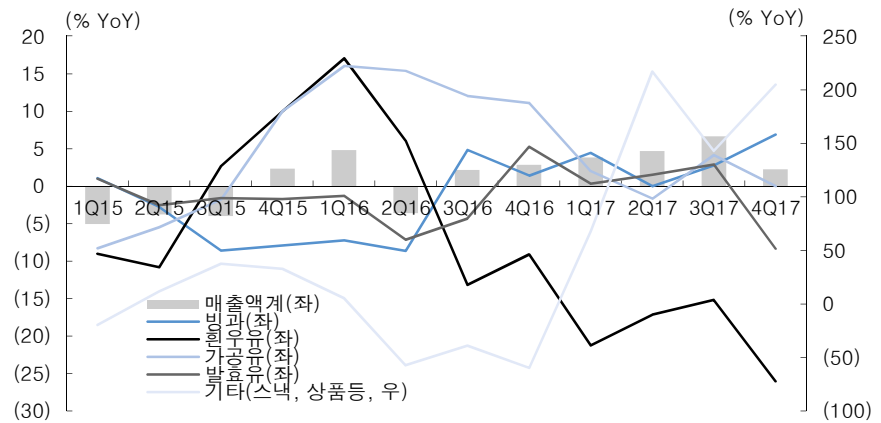
〈표 2〉 PER premium 추이

(단위: 배)

| | | | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
|-------------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| PER | | A | 19.6 | 18.8 | 18.2 | 16.4 |
| | 한국 음식료회사 | B | 14.5 | 19.0 | 15.7 | 13.3 |
| Peer group | 세계 유가공회사 | | 19.6 | 22.8 | 19.6 | 17.1 |
| | 평균 | C | 17.1 | 20.9 | 17.7 | 15.2 |
| PER premium | | A/B-1 | 35.3% | (0.9)% | 16.2% | 23.1% |
| | | A/C-1 | 15.0% | (9.9)% | 3.4% | 7.6% |

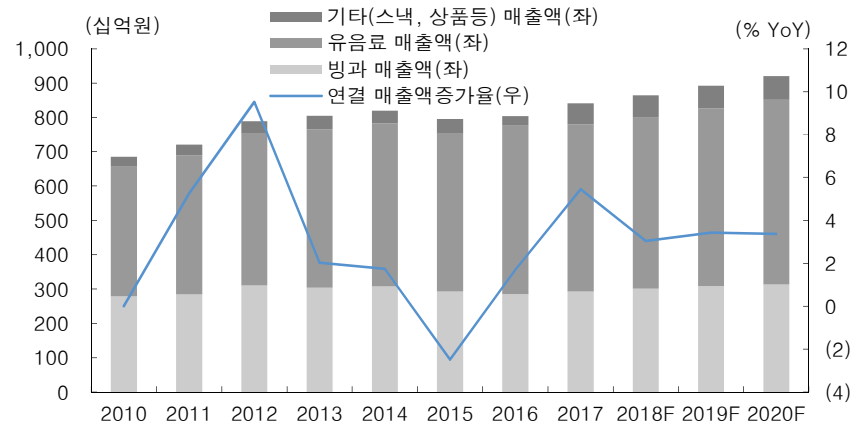
자료: 한국투자증권

[그림 1] 부문별 분기 매출액 증가율 추이



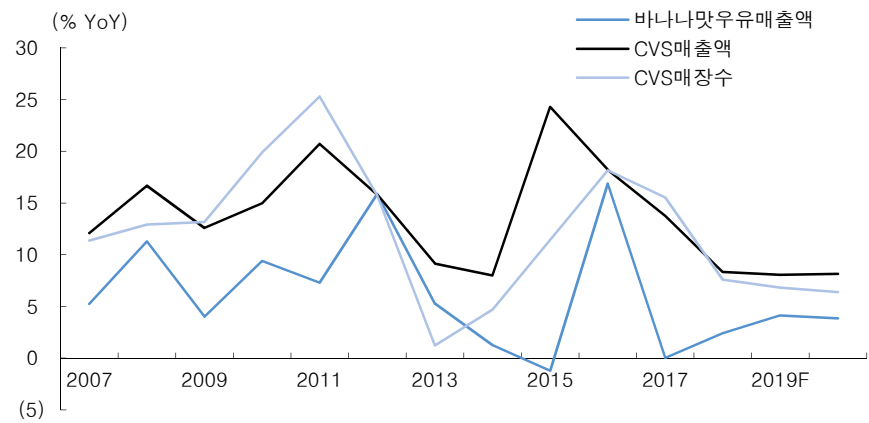
자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 연간 매출액 전망



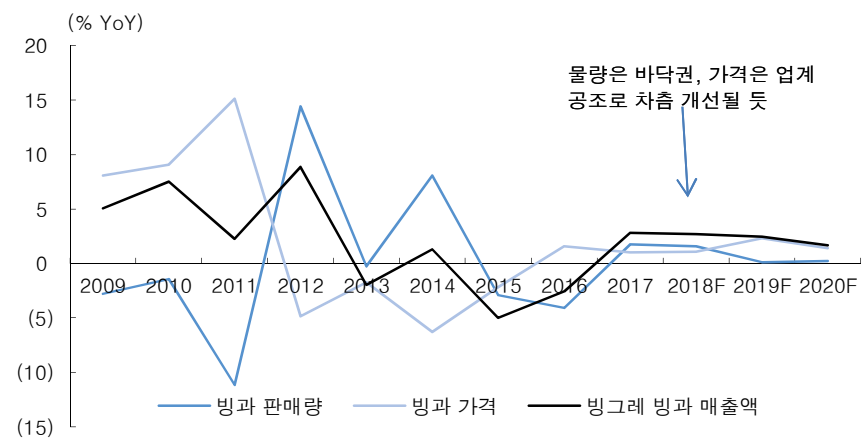
자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 3] CVS의 성장과 바나나맛우유 매출액



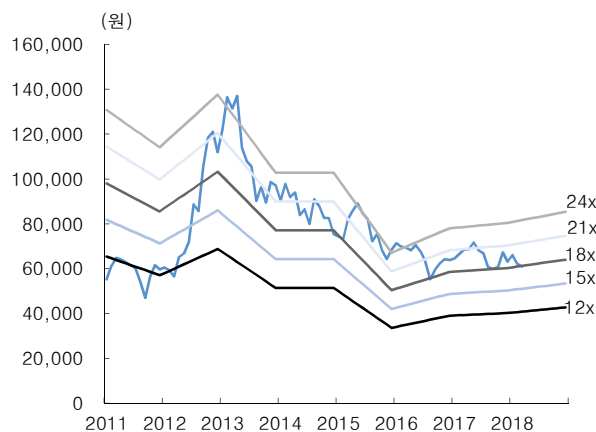
자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 4] 빙과 매출액 전망



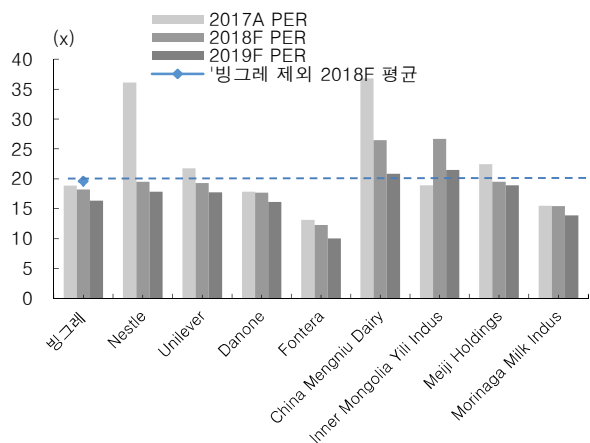
자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 5] PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] Global peer와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

빙그레는 1967년 9월 13일에 주식회사 대일양행으로 설립되었으며 1982년 2월에 상호를 현재의 '빙그레'로 변경하였다. 당사는 우유처리 가공 및 동제품 판매업을 주된 영업목적으로 하고 있으며, 종속회사인 BC F&B Brasil Ltda.와 BC F&B Shanghai Co., Ltd.는 식품의 수입, 수출, 유통 등을 주된 영업목적으로 하고 있다. 빙그레의 주요 사업 분야는 아이스크림, 스낵, 유음료 사업이다. 빙그레의 대표브랜드로는 '투게더', '요플레', '바나나맛우유', '메로나' 등이 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 346 | 362 | 377 | 398 | 419 |
| 현금성자산 | 21 | 23 | 29 | 38 | 47 |
| 매출채권및기타채권 | 70 | 76 | 78 | 81 | 84 |
| 재고자산 | 34 | 39 | 40 | 41 | 43 |
| 비유동자산 | 278 | 273 | 281 | 286 | 293 |
| 투자자산 | 27 | 25 | 26 | 27 | 28 |
| 유형자산 | 226 | 221 | 227 | 230 | 235 |
| 무형자산 | 3 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 자산총계 | 624 | 636 | 658 | 684 | 712 |
| 유동부채 | 83 | 94 | 96 | 99 | 101 |
| 매입채무및기타채무 | 71 | 79 | 81 | 84 | 87 |
| 단기차입금및단기사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 19 | 13 | 13 | 14 | 14 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금및금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 102 | 107 | 109 | 113 | 115 |
| 지배주주지분 | 522 | 529 | 548 | 571 | 597 |
| 자본금 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 자본잉여금 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 기타자본 | (22) | (22) | (22) | (22) | (22) |
| 이익잉여금 | 417 | 434 | 454 | 477 | 502 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 522 | 529 | 548 | 571 | 597 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 66 | 42 | 56 | 60 | 62 |
| 당기순이익 | 29 | 30 | 31 | 35 | 38 |
| 유형자산감가상각비 | 25 | 25 | 25 | 26 | 26 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 자산부채변동 | 3 | (6) | (2) | (1) | (3) |
| 기타 | 9 | (7) | 1 | (1) | 0 |
| 투자활동현금흐름 | (50) | (28) | (37) | (39) | (41) |
| 유형자산투자 | (26) | (23) | (32) | (30) | (31) |
| 유형자산매각 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | (28) | (9) | (1) | (1) | (1) |
| 무형자산순증 | (0) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 기타 | 4 | 5 | (3) | (7) | (8) |
| 재무활동현금흐름 | (11) | (11) | (12) | (12) | (13) |
| 자본의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | (11) | (11) | (11) | (12) | (12) |
| 기타 | 0 | 0 | (1) | 0 | (1) |
| 기타현금흐름 | 0 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 4 | 2 | 6 | 9 | 9 |

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

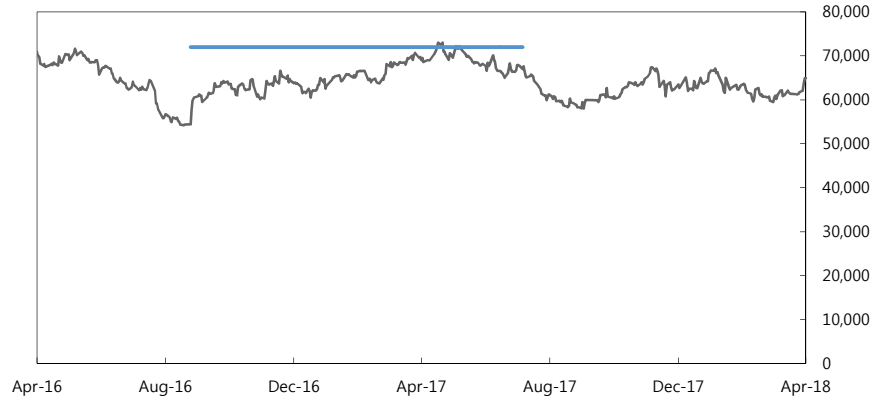
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 813 | 857 | 884 | 914 | 945 |
| 매출원가 | 567 | 612 | 625 | 644 | 662 |
| 매출총이익 | 246 | 246 | 259 | 270 | 282 |
| 판매관리비 | 209 | 211 | 219 | 226 | 234 |
| 영업이익 | 37 | 35 | 39 | 44 | 48 |
| 금융수익 | 5 | 15 | 5 | 5 | 5 |
| 이자수익 | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 |
| 금융비용 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 이자비용 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | (4) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 37 | 48 | 42 | 47 | 52 |
| 법인세비용 | 8 | 18 | 11 | 12 | 13 |
| 연결당기순이익 | 29 | 30 | 31 | 35 | 38 |
| 지배주주지분순이익 | 29 | 30 | 31 | 35 | 38 |
| 기타포괄이익 | (13) | (11) | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 16 | 18 | 31 | 35 | 38 |
| 지배주주지분포괄이익 | 16 | 18 | 31 | 35 | 38 |
| EBITDA | 63 | 60 | 65 | 70 | 75 |

주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,249 | 3,349 | 3,557 | 3,969 | 4,328 |
| BPS | 55,245 | 55,965 | 57,946 | 60,251 | 62,834 |
| DPS | 1,250 | 1,250 | 1,350 | 1,400 | 1,450 |
| 성장성(%, YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 1.7 | 5.4 | 3.0 | 3.4 | 3.4 |
| 영업이익증가율 | 17.5 | (6.8) | 13.7 | 12.0 | 9.2 |
| 순이익증가율 | 16.1 | 3.1 | 6.2 | 11.6 | 9.1 |
| EPS증가율 | 16.1 | 3.1 | 6.2 | 11.6 | 9.1 |
| EBITDA증가율 | 8.8 | (4.7) | 8.9 | 8.0 | 6.4 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 4.6 | 4.0 | 4.5 | 4.8 | 5.1 |
| 순이익률 | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 4.1 |
| EBITDA Margin | 7.7 | 7.0 | 7.4 | 7.7 | 7.9 |
| ROA | 4.6 | 4.7 | 4.9 | 5.2 | 5.5 |
| ROE | 5.5 | 5.6 | 5.8 | 6.3 | 6.6 |
| 배당수익률 | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.2 |
| 배당성향 | 38.5 | 37.3 | 38.0 | 35.3 | 33.5 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | (217) | (226) | (237) | (253) | (269) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 19.6 | 18.8 | 18.2 | 16.4 | 15.0 |
| PBR | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 6.2 | 6.2 | 5.8 | 5.2 | 4.6 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|--------------|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 빙그레 (005180) | 2016.04.20 | 중립 | - | - | - |
| | 2016.09.19 | 매수 | 72,000원 | -8.8 | 1.4 |
| | 2017.08.01 | 중립 | - | - | - |



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 26일 현재 빙그레 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 80.3% | 19.2% | 0.5% |

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.