



2018/08/16

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

빙그레 (005180)

포트폴리오 개선에 따른 이익레버리지 부각

■ 시장기대치를 상회하는 영업실적 시현

빙그레의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 2,420억원 (-1.6% YoY, IFRS 회계기준 변경분 반영), 219억원 (+81.1% YoY)으로, 2분기 계절적 성수기 진입 및 이른 무더위 효과가 빙과 등 매출 호조로 이어짐에 따라 영업이익은 시장기대치 (128억원)을 상회했다.

가공유, 빙과 등 고수익품목의 비중이 확대되면서 HMR제품, 제과 상품매출 등 신사업부문의 높은 원가구조가 더해짐에도 불구하고, 기저효과 이상의 이익개선을 시현했다. 동일회계기준 감안시 냉장부문의 매출액 성장률은 +2.5% YoY 수준으로, 가공유 중심의 성장을 보였다. 중국 수출액 개선 및 기존제품을 활용한 신제품 확대, 커피음료 리뉴얼 등 전반적인 상황이 긍정적이다. 요거트시장 정체에 따른 호상 및 드링크부문의 매출감소에도 메인품목의 성장이 전사 이익개선에 (+) 영향을 미쳤다.

2Q18 빙과 매출액은 일부 가격정찰제 및 경쟁완화에 따른 ASP개선, 프리미엄 제품군의 비중확대에 무더위 효과가 더해진 것으로 판단한다. 1H18 광고선전비 등 비용집행률이 다소 낮았음을 감안한 하반기 일부 비용증가 가능성이 존재하나, 상대적으로 고마진의 빙과부문에 대한 긍정적인 대내외변수가 유지될 경우 비용부담은 상쇄 가능할 것으로 판단한다.

■ 고마진제품군 중심 포트폴리오 개선에 따른 이익레버리지 부각

고마진제품군 중심의 포트폴리오 개선에 따른 이익 선순환구조가 돋보인다. 날씨 영향을 감안한다면 성수기인 3Q18까지 높은 영업실적 개선흐름을 시현할 가능성에 무게를 두는 등 영업 레버리지효과가 부각될 전망이다. 영업실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 기존 74,000원에서 80,000원으로 상향조정한다. 최근 집중하고 있는 신사업의 높은 원가구조는 아쉬우나, 여타업체대비 다소 소극적으로 대응하던 부문에 대한 투자임을 고려한다면 향후 안정구간에 진입 시 중장기 성장동력 측면에서 긍정적인 역할이 가능할 것으로 판단한다.

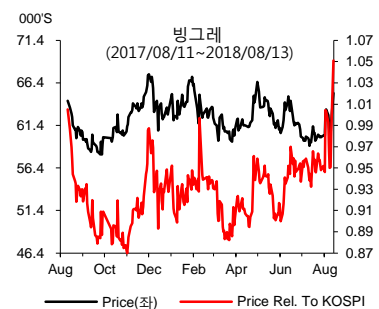
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	80,000원
종가(2018/08/14)	67,000원

Stock Indicator

자본금	50십억원
발행주식수	985만주
시가총액	642십억원
외국인지분율	27.6%
배당금(2017)	1,250원
EPS(2018E)	4,023원
BPS(2018E)	55,330원
ROE(2018E)	7.4%
52주 주가	58,000~67,400원
60일평균거래량	15,450주
60일평균거래대금	1.0십억원

Price Trend



<표1> 빙그레 2Q18 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

	2Q18	2Q17	YoY %	하이추정치	diff (% , %p)	Consensus	diff (% , %p)
매출액	242.0	245.9	(1.6)	246.9	(2.0)	246.6	(1.9)
영업이익	21.9	12.1	81.1	13.0	68.3	12.8	71.2
영업이익률 %	9.0	4.9	4.1	5.3	3.8	5.2	3.9
세전이익	23.5	23.5	0.0	14.4	63.0	14.4	62.9
세전이익률 %	9.7	9.5	0.2	5.8	3.9	5.8	3.9

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2018년 08월 14일 기준

<표2> 빙그레 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	174.8	245.9	268.4	168.4	169.8	242.0	272.4	170.4	857.5	854.5	876.9
개별매출액											
냉장	173.1	240.8	262.5	164.9	166.9	236.6	266.9	166.5	841.3	836.8	856.1
냉동 및 기타	113.2	128.1	131.6	113.7	108.4	122.4	130.7	114.4	486.5	475.9	485.1
기타 및 adj.	59.9	112.8	130.9	51.3	58.5	114.2	136.1	52.1	354.8	360.9	371.0
기타 및 adj.	1.7	5.0	6.0	3.4	2.9	5.4	5.5	3.9	16.1	17.7	20.8
YoY %	4.3	5.6	8.0	2.6	(2.8)	(1.6)	1.5	1.2	5.4	(0.3)	2.6
개별매출액	3.8	4.7	6.6	2.3	(3.6)	(1.8)	1.7	0.9	4.6	(0.5)	2.3
냉장	(0.1)	(1.3)	1.7	(5.9)	(4.3)	(4.4)	(0.6)	0.6	(1.4)	(2.2)	1.9
냉동 및 기타	12.3	12.4	12.1	26.5	(2.3)	1.3	4.0	1.7	14.1	1.7	2.8
기타 및 adj.	80.7	80.5	146.5	19.3	71.0	7.5	(7.9)	12.7	78.8	9.7	17.5
매출원가	126.4	173.0	186.6	126.0	130.1	172.6	184.2	123.6	611.9	610.5	611.9
원가율 %	72.3	70.4	69.5	74.8	76.6	71.3	67.6	72.5	71.4	71.4	69.8
판관비	44.7	60.8	61.4	43.9	36.9	47.5	62.5	47.5	210.8	194.5	210.4
판관비율 %	25.6	24.7	22.9	26.1	21.7	19.6	23.0	27.9	24.6	22.8	24.0
연결 영업이익	3.7	12.1	20.4	(1.5)	2.8	21.9	25.6	(0.7)	34.7	49.6	54.6
YoY %	74.2	(3.9)	(17.7)	적합	(23.7)	81.1	25.3	적축	(6.8)	42.8	10.1
OPM %	2.1	4.9	7.6	(0.9)	1.7	9.0	9.4	(0.4)	4.0	5.8	6.2

자료: 빙그레, 하이투자증권

<표3> 빙그레 목표주가 - 기존 74,000원 → 80,000원으로 변경

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
	<i>(단위: 십억원)</i>					
지배주주순이익	37.9	24.7	28.7	29.6	39.6	42.8
EPS (원)	3,843	2,512	2,916	3,006	4,023	4,342
EPS Growth (%)	(0.1)	(34.6)	16.1	3.1	33.8	7.9
PER (X)						
High	25.6	38.4	25.2	24.3		
Avg	22.7	30.3	22.5	21.6		
Low	19.6	25.6	18.6	19.3		
End	19.6	27.3	21.9	21.0	15.7	14.5
target PER (X)						17.0
Fair Price (원)						73,812
목표주가 (원)						80,000

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	362	372	386	407
현금 및 현금성자산	23	60	53	62
단기금융자산	203	183	201	212
매출채권	76	73	75	76
재고자산	39	35	36	37
비유동자산	273	274	279	280
유형자산	221	220	225	226
무형자산	5	7	7	7
자산총계	636	646	665	687
유동부채	94	88	88	90
매입채무	51	47	49	52
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	13	13	13	13
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	107	101	101	103
지배주주지분	529	545	564	585
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65
이익잉여금	434	462	493	525
기타자본항목	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	529	545	564	585

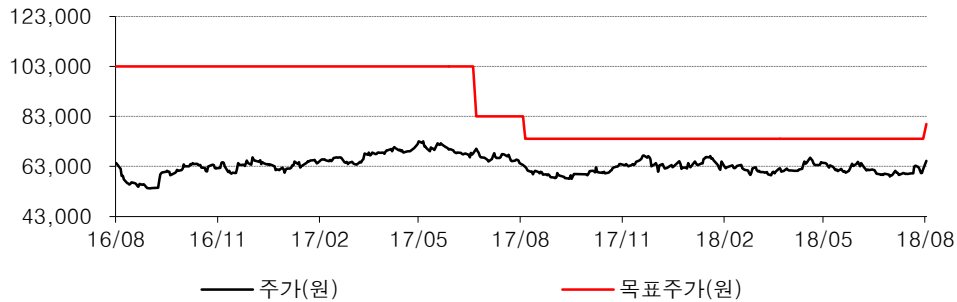
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	857	855	877	898
증가율(%)	5.4	-0.3	2.6	2.4
매출원가	612	610	612	626
매출총이익	246	244	265	271
판매비와관리비	211	194	210	215
연구개발비	5	5	5	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	35	50	55	57
증가율(%)	-6.8	42.8	10.1	3.9
영업이익률(%)	4.0	5.8	6.2	6.3
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	-3	-3	-3
세전계속사업이익	48	51	56	58
법인세비용	18	12	14	14
세전계속이익률(%)	5.6	6.0	6.4	6.5
당기순이익	30	40	43	44
순이익률(%)	3.5	4.6	4.9	4.9
지배주주귀속 순이익	30	40	43	44
기타포괄이익	-11	-11	-11	-11
총포괄이익	18	28	31	33
지배주주귀속총포괄이익	18	28	31	33

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	42	56	56	61
당기순이익	30	40	43	44
유형자산감가상각비	-	25	25	25
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-28	-6	-43	-35
유형자산의 처분(취득)	-23	-26	-26	-26
무형자산의 처분(취득)	-1	-2	-	-
금융상품의 증감	-8	20	-18	-10
재무활동 현금흐름	-11	-11	-12	-12
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-11	-12	-12
현금및현금성자산의증감	2	37	-7	9
기초현금및현금성자산	21	23	60	53
기말현금및현금성자산	23	60	53	62

주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,006	4,023	4,342	4,507
BPS	53,683	55,330	57,250	59,336
CFPS	3,050	6,621	6,940	7,106
DPS	1,250	1,350	1,400	1,400
Valuation(배)				
PER	21.0	16.2	15.0	14.5
PBR	1.2	1.2	1.1	1.1
PCR	20.7	9.8	9.4	9.2
EV/EBITDA	11.2	5.3	4.8	4.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.6	7.4	7.7	7.7
EBITDA 이익률	4.1	8.8	9.1	9.2
부채비율	20.2	18.5	17.9	17.6
순부채비율	-42.8	-44.6	-45.1	-46.7
매출채권회전율(x)	11.7	11.5	11.9	11.9
재고자산회전율(x)	23.7	23.2	24.7	24.7

자료 : 빙그레, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(빙그레)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-07-03	Buy	83,000	1년	-19.9%	-16.7%
2017-08-16	Buy	74,000	1년	-16.1%	-8.9%
2018-08-16	Buy	80,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 이경신\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-