

# 빙그레(005180)

## 강한 브랜드에 날개를 달았다

### 빙과시장의 바닥 탈출기

빙과 매출액이 폭염이 아니어도 증가하는 구간이다. 빙과의 대체재 대비 가격 경쟁력은 사상 최고 수준이며, 업계의 가격정찰제 도입이 결실을 거둬 ASP가 올라가고 있다. 아이스크림 전문매장과 폭염이 이러한 근원적인 개선 요인에 불을 댕겼다. 유통 재고가 줄어든 점만 보더라도 내년 여름까지 전체 영업이익의 절반 이상인 빙과부문의 실적 개선은 자명하다.

### 바나나맛우유는 편의점 필수재

최대 매출 품목인 바나나맛우유의 가격이 타사 흰우유처럼 오른다면 수익성이 크게 개선될 것이다. 동 제품은 경쟁 가공우유 중 단위당 가격이 저렴해 중장기적으로도 가격 인상의 여력이 크다. 편의점의 최고 인기 브랜드로 채널이 확대되면서 판매가 증가하는 것도 구조적 개선 요인이다. 당장 하반기에는 라인업 보강, 경쟁 정제, 기온 상승으로 판매 호조가 예상된다.

### 성장성, 안정성, 투명성 견비

빙과 판매의 구조적 개선, 유음료 이익의 꾸준한 증가를 반영해 EPS를 상향, 목표주가 87,000원으로, 투자 의견을 매수로 올린다. 향후 2년간 EPS CAGR은 15% 이상으로 업종 평균을 상회할 전망이다. 시가총액의 30%를 설명하는 현금 보유 중인 회사로 무분별한 다각화의 위험도 작다. 배당성향도 30% 이상으로 유지돼 소액주주의 가치도 충분히 고려될 것으로 기대된다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	813	857	831	878	918
영업이익(십억원)	37	35	49	56	65
세전이익(십억원)	37	48	52	59	69
순이익(십억원)	29	30	39	45	52
EBITDA(십억원)	63	60	75	82	92
순차입금(십억원)	(217)	(226)	(250)	(268)	(294)
영업이익률(%)	4.6	4.0	5.9	6.4	7.1
ROE(%)	5.5	5.6	7.3	7.9	8.6
배당수익률(%)	2.0	2.0	2.0	2.2	2.3
EPS(원)	3,249	3,349	4,457	5,100	5,896
(EPS 증가율, %)	16.1	3.1	33.1	14.4	15.6
BPS(원)	55,245	55,965	58,708	61,939	65,795
DPS(원)	1,250	1,250	1,400	1,500	1,600
PER(x)	19.6	18.8	15.7	13.7	11.9
PBR(x)	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	6.2	6.2	5.6	4.9	4.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(상향)

목표주가: 87,000원

### Stock Data

KOSPI(8/31)	2,323
주가(8/31)	70,100
시가총액(십억원)	691
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	70,100/58,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,197
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/28.9
주요주주(%)	김호연 외 3 인 40.9
	Brandes Investment Partners, L.P 7.1

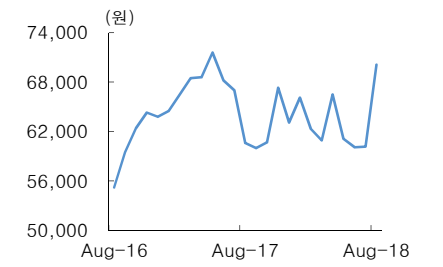
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2018F	3,557	4,457	25.3
2019F	3,969	5,100	28.5
2020F	4,328	5,896	36.2

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.4	12.5	15.7
KOSPI 대비(%)	15.2	16.8	17.4

### 주가추이



이경주

kjlee@truefriend.com

# Contents

I. Valuation	2
-----	
목표주가 87,000원, 재무구조 감안 시 추가 상승여력 충분	
II. 빙과시장의 바닥 탈출기	4
-----	
폭염 없이도 빙과 매출액은 증가한다	
III. 바나나맛우유는 편의점 필수재	9
-----	
가격 인상과 CVS 확대로 성장 지속	
IV. EPS, DPS 성장 지속	12
-----	
EPS CAGR 15% 이상, 배당성향 30% 이상	
기업개요 및 용어해설	15
-----	

## 리포트 작성 목적

- 최근 빙과/유음료 업황 점검 및 동사의 경쟁력 검토
- 빙과 실적 개선 요인 중 기후 이외에 구조적 수요 및 ASP 상승 요인 점검
- 유음료 가격 인상 가능성 및 효과, 그리고 장기 성장 동인 분석

# I. Valuation

## 목표주가 87,000원, 재무구조 감안 시 추가 상승여력 충분

시황 개선 반영해  
실적 상향하며 목표주가  
87,000원, 매수 의견 제시

빙그레에 대해 peers 그룹과의 PER valuation으로 산출한 목표주가 87,000원을 제시하며 투자 의견을 중립에서 매수로 상향한다. 최근 빙과시장의 업황 개선과 양호한 유제품 판매, 그리고 일부 유제품의 가격 인상 가능성을 고려해 2018년과 2019년의 지배주주순이익과 EPS를 종전 전망대비 각각 25.3%, 28.5% 상향한다. 목표주가는 2018년과 2019년 예상 EPS에 음식료업종 평균 PER보다 공히 18.1% 높은 PER 19.8배, 16.8배를 적용해 산출했다. 과거 3년간 동사의 PER은 음식료업종 평균대비 18.1% 높았던 점을 반영했다. 참고로 매출액이 하향 조정된 이유는 IFRS 15 도입으로 인한 회계 기준 변경의 영향이며, 같은 기준 적용 시 매출액은 종전 전망대비 2018년과 2019년이 순서대로 1.0%, 2.9% 상향되었다.

<표 1> 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	883.5	830.6	(6.0)	913.8	877.7	(4.0)
영업이익	39.4	48.8	23.8	44.2	56.0	26.8
지배주주순이익	31.4	39.4	25.3	35.1	45.1	28.5

자료: 한국투자증권

<표 2> PER valuation

(단위: 원, 배)

			2015	2016	2017	2018F	2019F	Average (2015~2017)
수정 EPS			2,851	3,329	3,257	4,457	5,100	
수정 PER	A		24.0	19.2	19.4	15.6	13.6	20.9
Peer group	한국 음식료회사	B	20.7	14.5	18.3	16.8	14.2	17.8
	세계 유가공회사		21.1	19.6	23.9	19.4	16.8	21.5
	평균	C	20.9	17.1	21.1	18.1	15.5	19.7
PER premium	A/B-1		16.3%	32.1%	6.0%	(7.2%)	(4.0%)	18.1%
	A/C-1		15.0%	12.3%	(8.0%)	(13.8%)	(12.0%)	6.4%
목표 PER premium						18.1%	18.1%	
목표 PER						19.8	16.8	
목표주가						88,453	85,551	
현재주가						69,500	69,500	
상승여력						27.3%	23.1%	

주: 수정EPS와 수정PER은 유가증권매각차익 등 일회성손익을 제거하고 산출. 8월 30일 증가 기준  
자료: 한국투자증권

순현금 2천억원 보유,  
높은 배당성향이  
주가 프리미엄 이유

중견 기업인 동사가 업종 평균보다 높은 valuation을 받는 이유는 바나나맛우유, 요플레, 투게더, 메로나, 더위사냥 등 강한 브랜드를 다수 보유하고 있으며, 2017년말 기준으로 순현금이 2,265억원에 달할 정도로 재무구조가 견실하기 때문이다. 음료업종에서는 M&A나 capex 투자로 단기 ROIC가 낮아지는 사례를 종종 보인다. 하지만 동사는 무리한 투자를 지양해 왔고, 배당성향도 2013년 이후 30% 이상으로 유지되고 있으며, 상대적으로 투명한 경영 구조를 갖추어 투자자로부터 신뢰를 받아 왔다고 평가한다.

우수한 재무구조 반영한  
장기 목표주가는 95,000원

동사의 주가는 장기적으로는 95,000원까지 상승할 수 있다고 판단한다. 시가총액에서 기말 순현금을 차감해 산출한 PER은 아래 <표 3>에서처럼 -3.6~-24.9%의 구간에서 움직였다. 이 구간의 평균인 -11.5%의 premium을 부여할 경우 2018년과 2019년의 적정 PER은 각각 14.9배와 12.6배이며, 이를 적용해 산출한 적정주가는 95,000원이다. 우리는 막대한 잉여현금이 발생할 올해 동사가 보유 현금의 수익률을 과거대비 낮아지지 않게 관리할 것으로 확인되는 경우가 valuation이 더 타당해질 것으로 판단할 것이며 이때 목표주가를 상향할 예정이다.

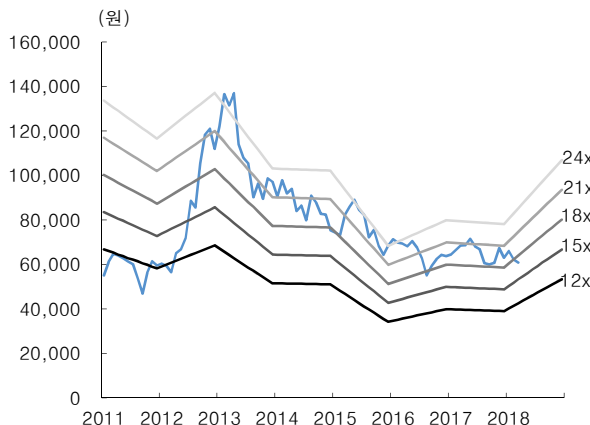
<표 3> PER valuation(보유 현금을 시가총액에서 차감한 경우)

(단위: 원, 배)

		2015	2016	2017	2018F	2019F	Average (2015~2017)	
수정EPS		2,851	3,329	3,257	4,457	5,100		
수정PER(시총-기말현금)	A	19.4	14.0	13.7	11.0	9.2	15.7	
Peer group	한국 음료회사	B	20.7	14.5	18.3	16.8	14.2	17.8
	세계 유가공회사		21.1	19.6	23.9	19.4	16.8	21.5
	평균	C	20.9	17.1	21.1	18.1	15.5	19.7
PER premium	A/B-1	(5.9%)	(3.6%)	(24.9%)	(34.3%)	(34.9%)	(11.5%)	
	A/C-1	(6.9%)	(18.1%)	(34.9%)	(39.0%)	(40.3%)	(19.9%)	
적정 PER premium				(11.5%)	(11.5%)			
적정 PER				14.9	12.6			
적정주가				93,726	94,498			
현재주가				69,500	69,500			
상승여력				34.9%	36.0%			

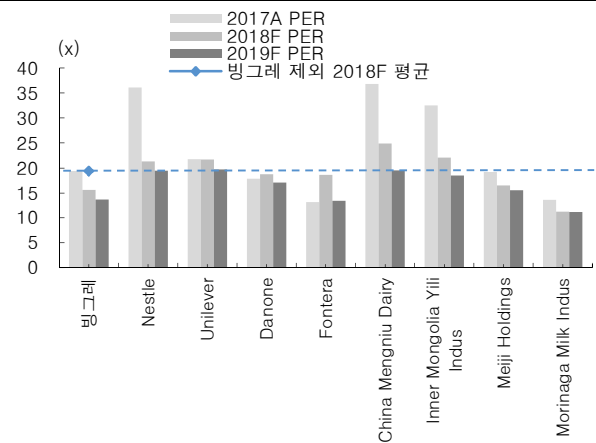
주: 수정 EPS와 수정 PER은 유가증권매각차익 등 일회성손익을 제거하고 산출. 8월 30일 종가 기준  
자료: 한국투자증권

[그림 1] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

## II. 빙과시장의 바닥 탈출기

### 폭염 없이도 빙과 매출액은 증가한다

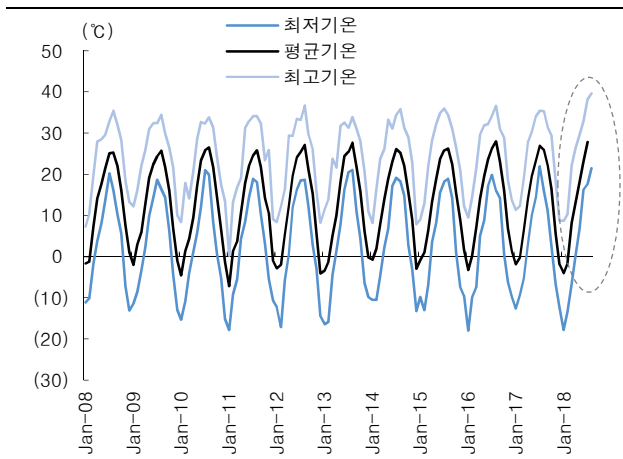
빙과 매출액 개선으로  
전체 실적 크게 향상 중

2017년 기준으로 연결 매출액의 34%를 차지한 빙과부문의 실적 호전이 2분기 어닝 서프라이즈의 1등 공신이다. 2분기 연결 영업이익은 219억원을 시현해 컨센서스인 128억원을 크게 상회한 바 있다. 2분기 빙과 매출액 전년동기대비 6.8% 증가했고 유음료 매출액은 2.5% 증가했다. 빙과 매출액 중 물량과 가격이 각각 3% 정도씩 증가한 것으로 추정된다.

폭염이 빙과 판매 증가에  
도움을 주기도 했지만,

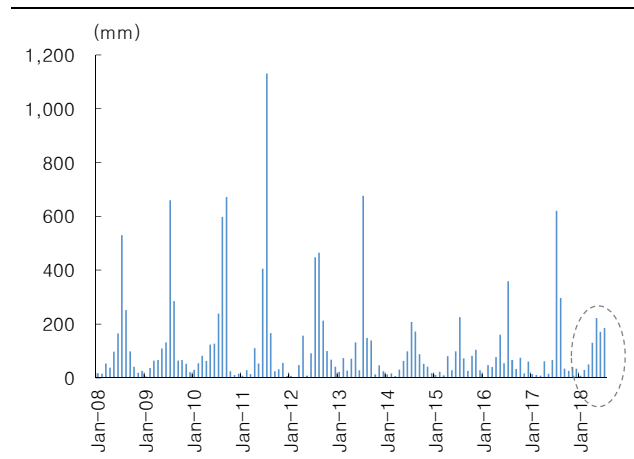
우선 빙과 물량 증가에는 전년대비 높은 기온과 낮은 강우량이 기여한 바 있다. 최근 해외의 여러 관측 기관이 이러한 전세계적 기온 상승은 2022년까지 이어질 것이라 예측하기도 했는데, 어쨌거나 지구 온난화 등을 고려하면 빙과 업체에게 유리한 환경이 조성될 가능성은 높아지고 있는 듯 하다.

[그림 3] 서울 기온 추이



자료: 기상청, 한국투자증권

[그림 4] 서울 강수량 추이



자료: 기상청, 한국투자증권

빙과 수요 증가는  
근본적으로  
가격 경쟁력 강화에 기인

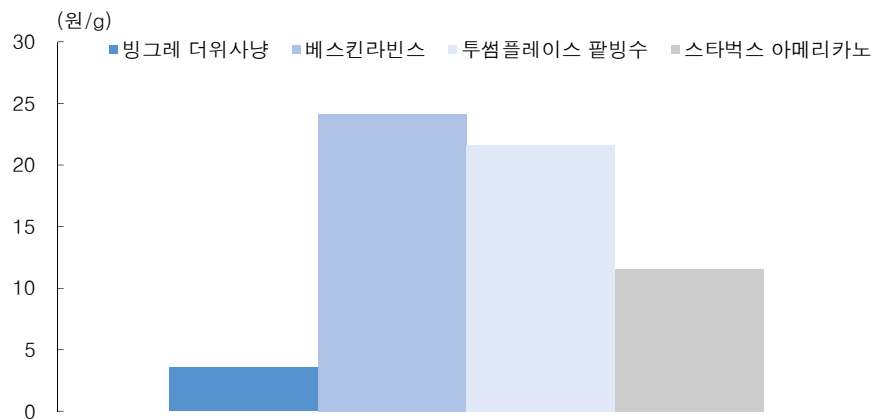
사실 우리가 빙과시장의 수요 개선을 예상하는 보다 근본적인 이유는 빙과의 역사적 최고 수준인 가격 경쟁력이 기인한다. 이러한 가격 경쟁력을 바탕으로 물량이 회복되고 있다는 판단이다. [그림 14]에서와 같이 빙그레의 빙과 매출액이 2012년을 고점으로 감소한 것은 국내 빙과시장이 아동 인구 감소 이외에도 여러 대체재의 출현으로 소외돼 왔기 때문이다. 광범위하게 본다면 대체재는 음료에서부터 아웃도어 커피에 이르기까지 다양하다. 이후 빙과시장은 시들해진 수요에 소매점의 미끼 상품으로 할인 경쟁이 심화되며 가격도 하락했다. 하지만 2014년을 바닥으로 빙과시장의 물량이 조금씩 되살아나고 있는 것으로 보인다. 빙과의 가격이 하락한 반면, 대체재의 가격은 계속 올라 [그림 6]에서와 같이 이제는 아이스크림이 단위 혹은 중량당 가격이 가장 싼 기호식품이 되었다.

[그림 5] 아이스크림의 대체재



주: 실제 판매가격 기준. 더위사냥은 140ml 1개의 소비자가격은 1,200원이지만 8월 28일 현재 이마트 판매가격은 500원임  
 자료: 이마트몰, 각 사, 한국투자증권

[그림 6] 아이스크림의 대체재대비 가격



주: 실제 판매가격으로 산출. 더위사냥은 140ml 1개의 소비자가격은 1,200원이지만 8월 28일 현재 이마트 판매가격은 500원임  
 자료: 이마트몰, 각 사, 한국투자증권

**아이스크림 전문점 출현은  
수요 증가에 기여**

두번째 빙과의 수요 증가에 도움이 되고 있는 현상은 아이스크림 전문점의 출현이다. 지난해부터 사무실 근처나 주택가 곳곳에 생기고 있는 아이스크림 전문점은 처음에는 빙과가격을 더 하락시킬 것이라는 우려를 증폭시켰다. 하지만 실상은 달라 오히려 접근성 개선, 제품의 신선도나 가격에 대한 신뢰 개선으로 빙과의 수요 증가에 일정 부분 기여하는 것으로 보인다.



[그림 7] 아이스크림 전문매장 외부 전경



자료: 한국투자증권

[그림 8] 아이스크림 전문매장 외부 전경



자료: 한국투자증권

[그림 9] 아이스크림 전문매장 내부 전경 1



자료: 한국투자증권

[그림 10] 아이스크림 전문매장 내부 전경 2



자료: 한국투자증권

[그림 11] 아이스크림 전문매장 내부 전경 3

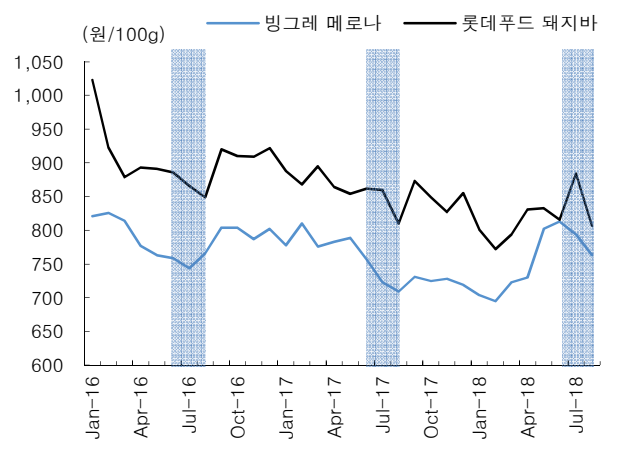


자료: 한국투자증권

**가격정찰제가 무분별한  
가격 할인을 제어**

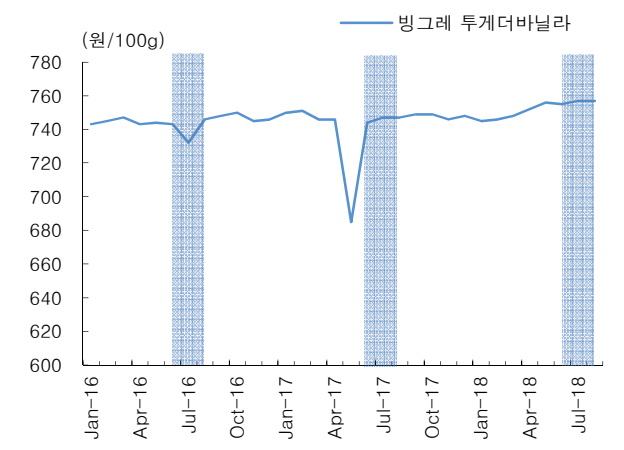
빙과의 가격이 2016년부터 회복세를 보이고 있다는 점에도 주목해야 한다. 물가 상승 요인을 제외하더라도 빙과가격이 오름세로 전환된 데에는 업계의 가격정찰제 도입 노력이 성과를 거두고 있기 때문이다. 가격정찰제는 소매상들의 무분별한 빙과가격 할인의 폐해를 줄이기 위해 일부 업체가 2012년부터 일부 품목에 시행했다. 대리점 및 소매상의 반발이 많았으나 드디어 2017년부터는 대부분의 빙과 업체가 대부분의 카테고리에 이 제도를 시행하기에 이른 것으로 파악된다. 올해 들어 롯데제과는 고정가격제라고 하는 좀 더 강한 가격 개선 정책까지 펴고 있다. 최근 빙과 ASP가 상승하긴 했지만, 대체재와의 가격 괴리는 여전히 커 향후 2~3년간 빙과가격은 연평균 3~4% 정도의 증가율은 유지할 것으로 예상된다.

[그림 12] 바(bar)류 가격 추이



자료: FIS, 한국투자증권

[그림 13] 카톤(carton)류 가격 추이



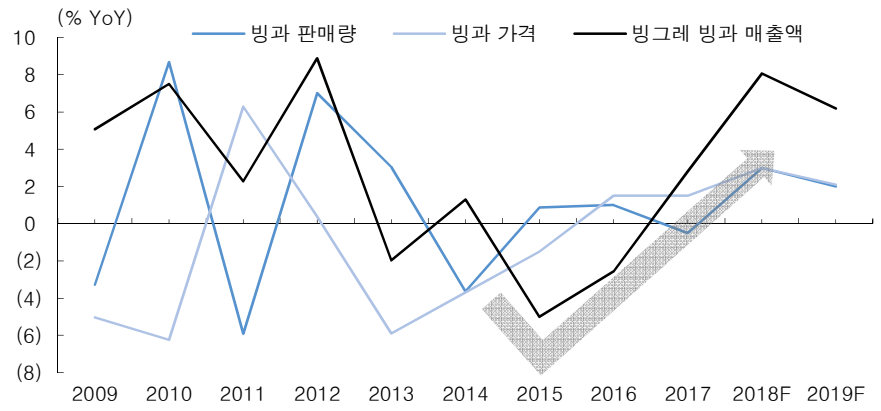
자료: FIS, 한국투자증권

**유통 재고 축소 감안하면  
폭염 없이도  
빙과 매출액은 증가한다**

빙그레의 빙과 매출액은 지난해 2.8% 증가에 이어 2018년 8.1%, 2019년에는 6.2% 전년대비 증가할 것으로 예상된다. 분기별로 본다면 올해 3분기 10.5% 증가에 이어 내년 3분기까지 5~8%의 전년동기대비 증가율을 유지할 전망이다. 이러한 낙관적 전망은 기상 요인보다는 ASP 개선과 유통 재고 축소라는 구조적 요인에 기인한다. 특히 이번 폭염으로 대리점이나 소매상의 재고가 크게 축소돼 이를 적정 수준으로 끌어올리기 위한 구매는 날씨와 상관없이 내년 여름까지 이어질 것이다. 전체 이익에서 절반 이상을 차지하는 빙과사업의 호조로 동사의 수익성은 빠르게 개선될 전망이다.



[그림 14] 빙과 판매량과 매출액 증감률 및 가격 상승률



자료: 빙그레, 한국투자증권

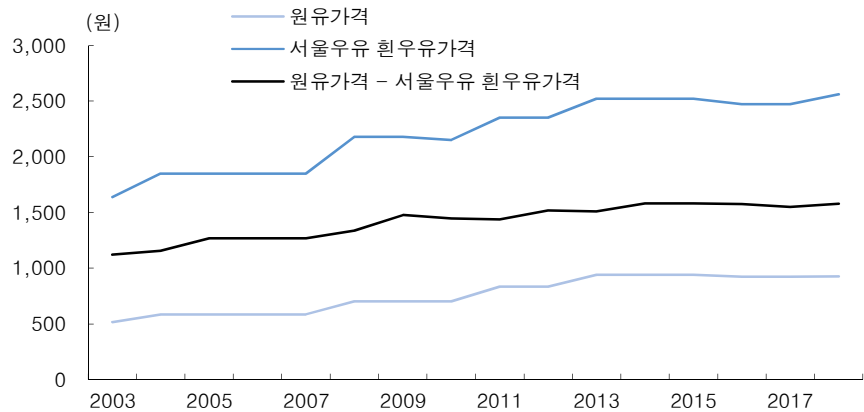
### III. 바나나맛우유는 편의점 필수재

#### 가격 인상과 CVS 확대로 성장 지속

원유가격 인상 때문에  
서울우유는 흰우유가격  
3.6% 올려

지난 8월 1일 낙농진흥회가 원유수매가격을 리터당 922원에서 926원으로 4원(0.43% 상승) 인상했다. 지난해 동사의 원유 구매액은 1,585억원이었다. 따라서 이번 원유가격 인상으로 인한 비용 증가 부담은 연간 10억원 정도로 크지 않다. 대신 원유가격에 영향을 받는 탈지분유나, 유가 상승으로 가격이 오름세인 포장재, 그리고 물류비 등에서 부담 증가 요인이 존재한다. 국내 우유시장의 선두 업체인 서울우유는 원유가격이 인상됨에 따라 8월 16일부터 흰우유가격을 1리터 용량 기준으로 3.6% 인상했다. 과거 사례를 보면 대부분 서울우유의 가격 인상 이후에 동종 업체들이 따라서 유음료의 가격을 올렸다. 동사의 대표 유음료 제품인 바나나맛우유의 가격도 연동하는 경우가 많았다. 바나나맛우유의 가격은 서울우유가 이번을 제외하고 가장 최근에 가격을 올린 2013년 하반기에 20.1% 올라간 것이 마지막이었다.

[그림 15] 원유가격 상승은 유음료 가격 인상 계기

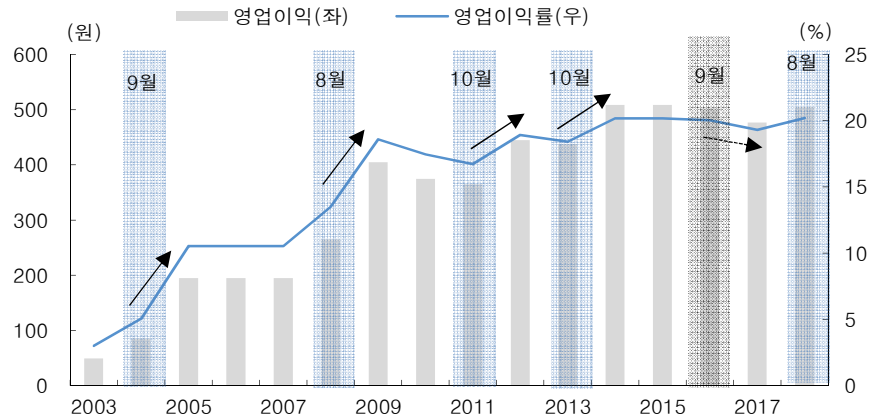


주: 서울우유 대표 흰우유제품 소비자가격 기준, 자료: 낙농진흥회, 언론보도, 한국투자증권

유음료제품은  
가격 인상 때마다  
수익성 개선

영업이익 기여도가 매우 큰 바나나맛우유의 매출액이 어떻게 움직이는지가 회사 실적에 큰 영향을 미친다. 과거 사례를 보면 유음료의 수익성은 제품가격 인상을 계기로 개선되는 경우가 많았다. 만약 바나나맛우유의 가격이 서울우유의 흰우유처럼 인상된다면 동사 수익성은 크게 호전될 것이다. [그림 16]은 2003년의 시중 흰우유제품의 영업이익률을 3%로 고정하고 이후 다른 비용의 증가 없이 흰우유제품가격과 원유가격의 스프레드 확대가 바로 영업이익의 증가로 귀결된다는 가정으로 작성된 것이다. 다소 극단적인 가정이지만, 가격 인상 전후의 이익 또는 수익성의 방향성을 예측하는 데는 무리가 없다고 판단된다. 2016년에는 원유가격이 1.91% 인하돼 서울우유가 흰우유가격을 1.98% 인하했는데, 이 경우에만 유일하게 업체의 수익성이 하락했다. 이를 제외한 나머지 기간에는 모두 원유가격은 간헐적 또는 정기적으로 인상되었고, 그 때마다 유음료가격은 대부분 동반 상승했다. 그리고 그 결과 제품의 수익성은 개선되었다.

[그림 16] 유음료업체의 가격 인상과 수익성 변화



주: 1. 음영에 표시된 월은 2016년을 제외하고는 원유가격 인상으로 서울우유의 흰우유가격 인상된 월. 2016년에는 원유가격 인하로 흰우유가격도 인하  
 2. 영업이익 및 영업이익률은 2003년 이 제품의 영업이익률 3%로 가정하고 이후 원유비용 증가 외 비용 증가는 없다는 가정으로 산출된 것. 1리터 흰우유 1팩 기준  
 자료: 언론보도, 한국투자증권

**바나나맛우유의 가격이  
오른다면 수익성은  
크게 호전될 것**

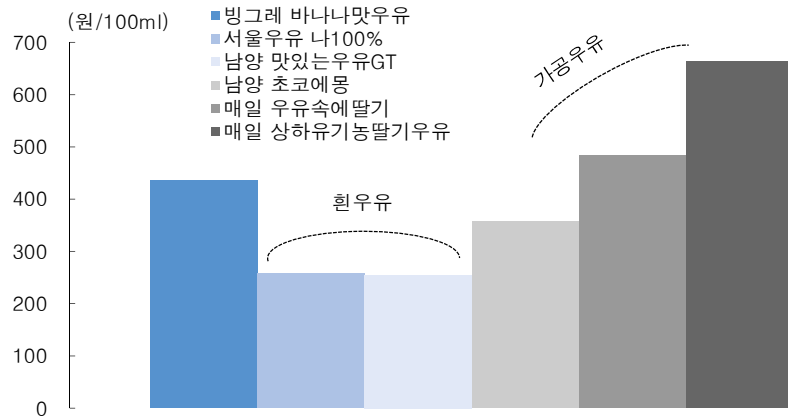
이번 원유가격 인상은 그 폭이 크지 않아 유음료업체들이 가격 인상을 주저하고 있다. 하지만 서울우유가 원유가격 인상보다 훨씬 큰 폭으로 흰우유가격을 올렸기 때문에, 바나나맛우유와 같이 강한 브랜드의 가격 인상 가능성을 배제할 수 없다. 바나나맛우유의 연간 매출액 규모는 1,800억원 정도이며 영업이익률은 10%를 넘는 것으로 추정된다. 2013년의 원유가격이 12.7% 인상될 때 바나나맛우유 가격은 20.1% 인상되었고 그 이후 가격 조정은 없었다. [그림 18]에서와 같이 바나나맛우유의 단위당 가격은 일반 흰우유에 비해서는 높지만, 동종 품목에 속하는 다른 가공우유에 비해서는 낮다. 따라서 가격 상승 여력은 충분하다고 판단된다. 우리는 10월부터 바나나맛우유의 가격이 5.6% 인상될 것으로 가정하여 실적을 추정하였다. 만약 우리의 예상과 달리 바나나맛우유의 가격이 동결된다면 2019년 EPS는 현재 전망대비 5% 하향(영업이익은 30억원 하향 조정 예상)될 것이다.

[그림 17] 바나나맛우유 대체제



주: 괄호 안은 실제 판매가격  
 자료: 이마트몰, 각 사, 한국투자증권

[그림 18] 바나나맛우유 대체제와의 가격 비교

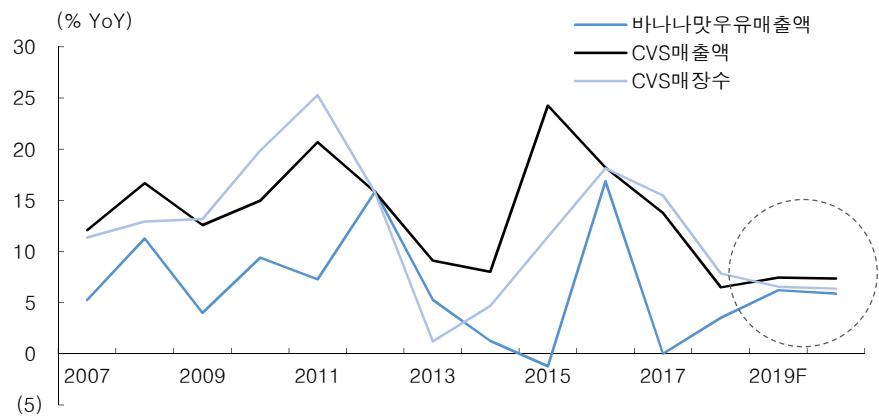


주: 실제 판매가격으로 산출  
 자료: 이마트몰, 각 사, 한국투자증권

**바나나맛우유는  
 CVS 확대와 연동해  
 꾸준히 성장할 것**

바나나맛우유는 편의점에서 가장 매출액이 큰 제품 중 하나로 과거 트렌드를 보면 편의점의 매장 수 및 매출액과 성장의 궤가 유사했다. 최저임금 인상 등으로 하향됐던 CVS의 매출액 전망이 최근 다시 카드수수료 인하 등을 계기로 상향 조짐이 있다는 사실은 반가운 소식이다. 바나나맛우유 판매는 기온 상승에도 플러스 효과를 받기 때문에 7~8월의 전년동기대비 증가율이 2분기의 증가율보다 더 커진 상황이다. 앞으로는 상기한 가격 인상, 아니면 CVS 매출액 증가에 연동해 꾸준한 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

[그림 19] 바나나맛우유 매출액과 CVS 매출액



자료: 빙그레, 한국투자증권

## IV. EPS, DPS 성장 지속

### EPS CAGR 15% 이상, 배당성향 30% 이상

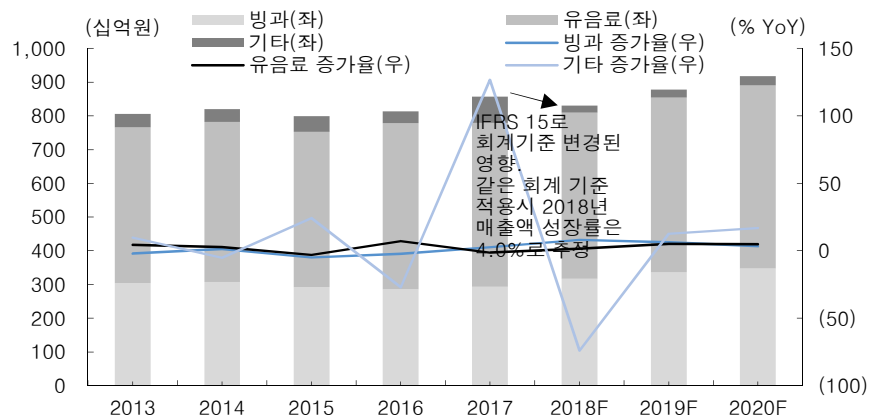
빙과는 구조적 개선기,  
유음료는 성장 동력  
강화 전망

과거 수년간 실적 개선이 정체되었던 빙그레는 올해부터 의미 있는 외형 및 수익성 향상을 이룰 전망이다. 2017년 실적에도 IFRS 15를 적용할 경우 2018년 매출액의 전년대비 증가율은 4.0%이며 2019년에는 이 증가율이 5.7%로 더 크게 확대될 것이다. 앞서 분석한대로 빙과시장의 유통 재고 축소 등을 감안하면 내년 여름까지 빙과 매출액이 증가할 개연성은 매우 크다. 또한 유음료도 가격 인상의 가능성이 높아졌고, 보강된 가공우유의 라인업, 우호적인 기후를 감안하면 하반기 전망이 밝다. 편의점의 매출액 전망이 바닥을 통과하고 있어 긍정적이다. 장기적으로 보더라도 빙과 업계의 가격 정찰제 효과, 유가공품의 인당 소비량 증가 트렌드, 그리고 보유한 강한 브랜드의 ASP 상승이 견조한 실적 개선을 뒷받침할 것이다.

빙과는 개성 있는 제품으로,  
유음료는 중국에서  
수출 지속적으로 증가할 것

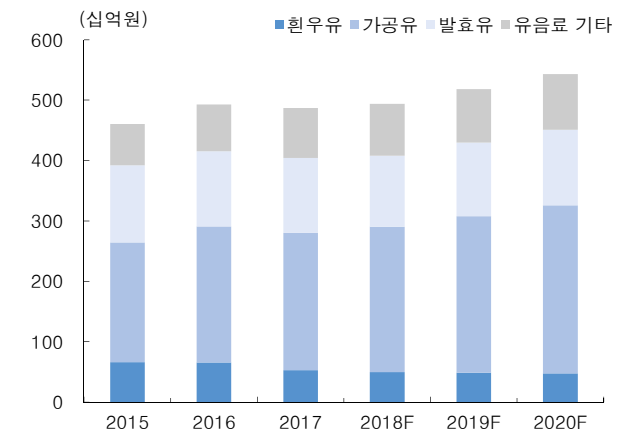
수출은 2분기에 북미와 동남아시아쪽으로 빙과가 전년동기대비 17.1% 증가했고, 중국으로의 바나나맛우유 판매는 31.7% 증가해 회복세를 보였다. 북미시장에서는 메로나, 동남아시아에서는 봉어빵과 개성 있는 빙과 제품이 인기가 있다. 중국에서는 단지 모양의 바나나맛우유의 판매를 늘리기 위한 유통망 확충이 급선무인데, 우선은 최근에 반한 감정이 완화되고 법인 설립 이후 꾸준히 판매 지역이 확대되면서 테트라팩 바나나맛우유의 판매도 개선세를 보이고 있다는 점이 긍정적이다. 전체 수출은 지난해 전년대비 3.4% 감소에서 올해 13.7%, 2019년 13.3% 증가할 것으로 예상된다.

[그림 20] 부문별 매출액 전망



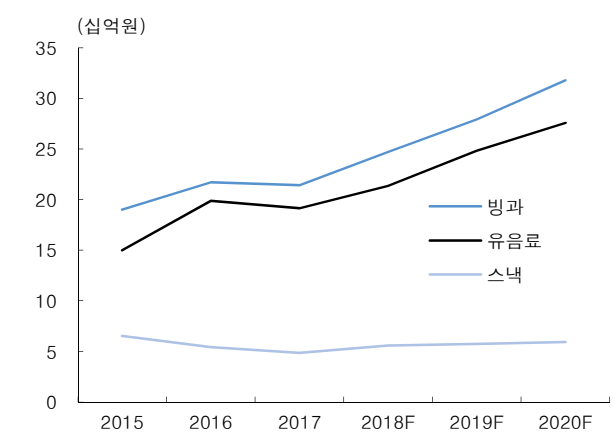
자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 21] 유음료 부문별 매출액 전망



자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 22] 부문별 수출 전망

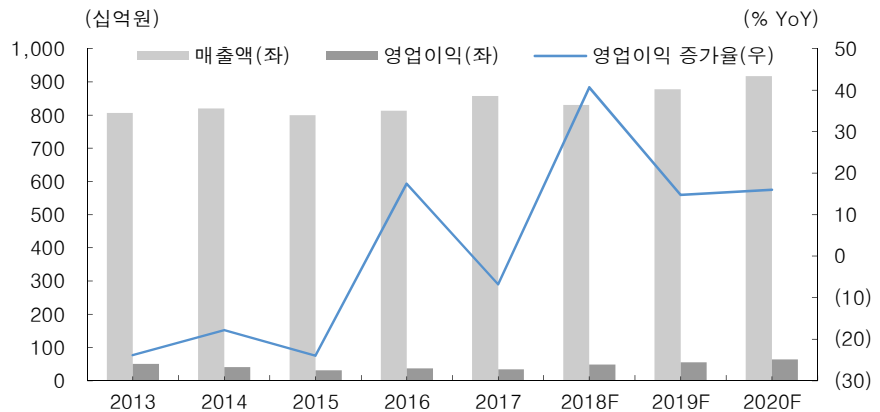


자료: 빙그레, 한국투자증권

**향후 1년간  
영업이익 증가율 23%,  
장기적인 EPS CAGR도  
15% 이상 예상**

올해 3분기부터 내년 2분기까지 향후 1년간 매출액, 영업이익, EPS는 전년동기 대비 각각 6.1%, 23.3%, 21.3% 증가할 전망이다. 지난 2분기와 같은 낮은 기저로 인한 급격한 개선은 아닐지라도 여전히 업종 내에서는 최상위 이익 증가율을 나타낼 것으로 본다. 2019년 연간 영업이익 증가율은 빙과 성수기인 여름의 기상이 변수가 되겠지만, 보수적인 관점에서 올해에 못 미치는 기상 여건을 가정해도 매출액과 영업이익, 순이익 증가율은 각각 5.7%, 14.7%, 14.4%에 달할 것이다. 빙과와 유음료사업의 구조적 바닥 탈출로 2020년 EPS 증가율도 15.6%로 예상된다.

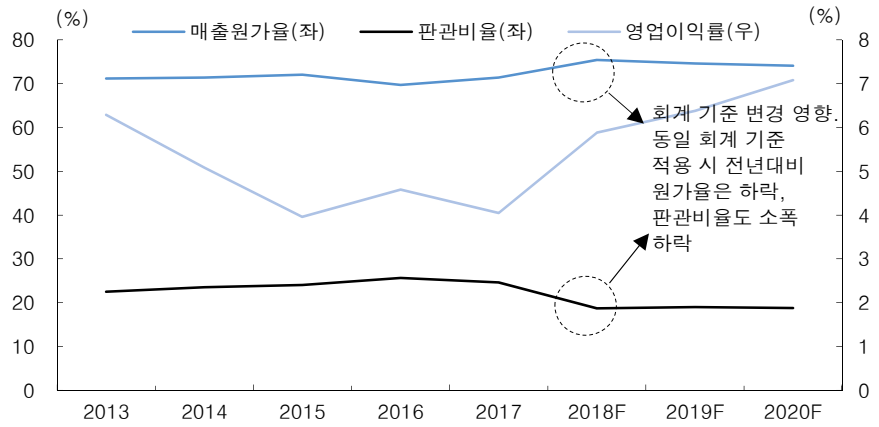
[그림 23] 매출액과 영업이익 전망



자료: 빙그레, 한국투자증권

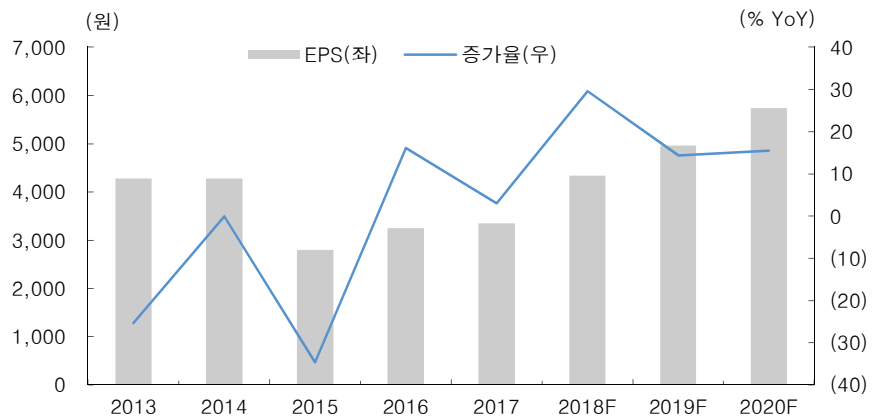


[그림 24] 매출원가, 판관비, 영업이익의 매출액 대비 비중



자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 25] EPS 전망

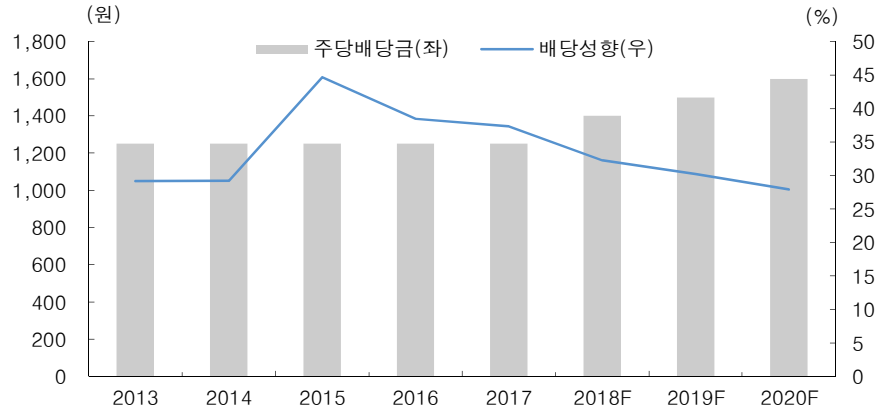


자료: 빙그레, 한국투자증권

실적 개선에 따른 배당 증가  
가능성은 매우 높아,  
배당수익률도 2% 이상

순현금은 지난해 2,265억원에서 올해 2,500억원으로 증가할 전망이다. 경영진은 식품업 내 사업 확장을 고려하고 있으나 아직은 적절한 M&A 건이 선정되지는 않은 것으로 보인다. 보수적인 경영 스타일을 고려할 때, 장기적으로도 ROIC가 떨어지는 신규 투자는 지양할 것으로 예상된다. 올해는 이익이 의미 있게 증가하고, 뚜렷한 대규모 투자처가 없기 때문에 주당 배당금이 증가할 확률이 매우 높다. 과거 동사의 배당성향은 30% 이상으로 업종 내에서는 매우 높은 수준으로 유지되어 왔는데, 앞으로도 이러한 트렌드는 이어질 것으로 예상된다. 주당 배당금을 지난해 1,250원에서 2018년 1,400원, 2019년 1,500원으로 전망하며 이 때 배당수익률은 각각 2.0%, 2.1%이다.

[그림 26] 주당배당금과 배당성향



자료: 빙그레, 한국투자증권

<표 4> 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	166.2	233.9	241.4	157.1	169.8	242.0	258.0	160.8	180.8	259.8	269.5	167.6	798.6	830.6	877.7
매출원가	126.4	173.0	186.6	126.0	130.1	172.6	193.5	130.3	137.6	182.6	199.4	135.3	611.9	626.4	654.9
매출총이익	39.8	60.9	54.8	31.2	39.7	69.4	64.5	30.5	43.2	77.2	70.1	32.3	186.6	204.1	222.8
판매비	36.0	48.9	34.4	32.6	36.9	47.5	38.7	32.2	39.3	51.4	41.8	34.3	151.9	155.3	166.8
영업이익	3.7	12.1	20.4	(1.5)	2.8	21.9	25.8	(1.7)	3.9	25.7	28.3	(1.9)	34.7	48.8	56.0
세전이익	5.1	12.6	21.2	9.2	4.1	23.5	26.5	(2.2)	5.0	26.9	29.0	(1.7)	48.1	51.8	59.3
당기순이익	4.1	2.4	16.3	6.8	3.8	17.8	18.8	(1.0)	3.8	20.4	22.1	(1.3)	29.6	39.4	45.1
(% YoY)															
매출액	3.1	13.1	(30.7)	47.9	2.2	3.4	6.9	2.4	6.5	7.4	4.4	4.2	5.4	4.0	5.7
매출원가	2.1	11.9	(28.3)	42.3	2.9	(0.2)	3.7	3.4	5.8	5.8	3.1	3.9	7.9	2.4	4.5
매출총이익	5.8	15.6	(35.7)	63.0	(0.1)	13.8	17.7	(2.0)	8.7	11.2	8.6	5.9	(0.2)	9.4	9.1
판매비	3.0	4.9	(35.8)	29.7	2.4	(2.8)	12.6	(1.4)	6.5	8.2	7.9	6.5	1.0	2.2	7.4
영업이익	62.3	67.8	(35.5)	623.8	(23.7)	81.1	26.3	(10.5)	38.4	17.7	9.7	(15.9)	(6.8)	40.7	14.7
세전이익	38.5	63.5	(33.0)	335.1	(21.1)	86.7	24.9	(123.8)	24.4	14.5	9.6	23.8	29.9	7.8	14.4
당기순이익	37.8	67.1	(32.6)	396.8	(6.2)	636.2	15.2	(114.2)	0.7	15.1	17.4	(30.7)	3.1	33.1	14.4
(%, 매출액대비)															
매출원가	76.1	73.9	77.3	80.2	76.6	71.3	75.0	81.0	76.1	70.3	74.0	80.7	76.6	75.4	74.6
판매비	21.7	20.9	14.2	20.8	21.7	19.6	15.0	20.0	21.7	19.8	15.5	20.4	23.4	24.6	25.4
영업이익	2.2	5.2	8.5	(1.0)	1.7	9.0	10.0	(1.0)	2.2	9.9	10.5	(1.1)	19.0	18.7	19.0
당기순이익	2.4	1.0	6.8	4.3	2.2	7.3	7.3	(0.6)	2.1	7.9	8.2	(0.8)	4.3	5.9	6.4

주: 2017년 실적은 IFRS 15 기준으로 한투증권이 추정한 것. 2017년 전년동기대비 증가율은 2016년과 동일한 회계 기준 적용해 산출  
 자료: 빙그레, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

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

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	346	362	381	407	439
현금성자산	21	23	51	48	55
매출채권및기타채권	70	76	74	78	81
재고자산	34	39	37	40	41
비유동자산	278	273	278	290	301
투자자산	27	25	24	26	27
유형자산	226	221	227	237	245
무형자산	3	5	5	6	6
자산총계	624	636	659	697	740
유동부채	83	94	91	96	100
매입채무및기타채무	71	79	77	82	85
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	19	13	13	13	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	102	107	103	109	114
지배주주지분	522	529	556	588	626
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
기타자본	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
이익잉여금	417	434	461	493	531
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	522	529	556	588	626

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	66	42	66	70	78
당기순이익	29	30	39	45	52
유형자산감가상각비	25	25	25	26	26
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	3	(6)	1	(2)	(2)
기타	9	(7)	0	0	1
투자활동현금흐름	(50)	(28)	(26)	(59)	(57)
유형자산투자	(26)	(23)	(32)	(36)	(35)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(28)	(9)	1	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
기타	4	5	5	(21)	(20)
재무활동현금흐름	(11)	(11)	(12)	(13)	(14)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(0)	0	0	0	0
배당금지급	(11)	(11)	(11)	(12)	(13)
기타	0	0	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	4	2	28	(2)	7

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

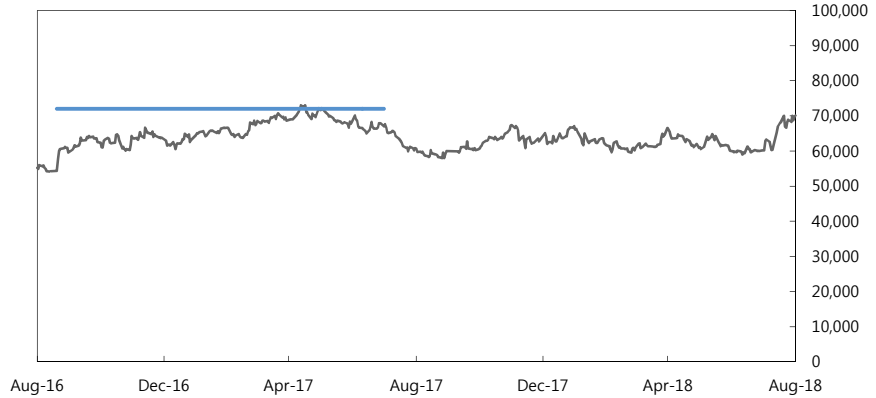
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	813	857	831	878	918
매출원가	567	612	626	655	680
매출총이익	246	246	204	223	237
판매관리비	209	211	155	167	173
영업이익	37	35	49	56	65
금융수익	5	15	4	5	5
이자수익	4	4	4	5	5
금융비용	1	1	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	48	52	59	69
법인세비용	8	18	12	14	16
연결당기순이익	29	30	39	45	52
지배주주지분순이익	29	30	39	45	52
기타포괄이익	(13)	(11)	0	0	0
총포괄이익	16	18	39	45	52
지배주주지분포괄이익	16	18	39	45	52
EBITDA	63	60	75	82	92

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,249	3,349	4,457	5,100	5,896
BPS	55,245	55,965	58,708	61,939	65,795
DPS	1,250	1,250	1,400	1,500	1,600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.7	5.4	(3.1)	5.7	4.6
영업이익증가율	17.5	(6.8)	40.7	14.7	16.0
순이익증가율	16.1	3.1	33.1	14.4	15.6
EPS증가율	16.1	3.1	33.1	14.4	15.6
EBITDA증가율	8.8	(4.7)	24.6	10.5	11.8
수익성(%)					
영업이익률	4.6	4.0	5.9	6.4	7.1
순이익률	3.5	3.5	4.7	5.1	5.7
EBITDA Margin	7.7	7.0	9.0	9.4	10.0
ROA	4.6	4.7	6.1	6.6	7.3
ROE	5.5	5.6	7.3	7.9	8.6
배당수익률	2.0	2.0	2.0	2.2	2.3
배당성향	38.5	37.3	31.4	29.4	27.1
안정성					
순차입금(십억원)	(217)	(226)	(250)	(268)	(294)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	19.6	18.8	15.7	13.7	11.9
PBR	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	6.2	6.2	5.6	4.9	4.1

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
빙그레(005180)	2016.08.16	중립	-	-	-
	2016.09.19	매수	72,000원	-8.8	1.4
	2017.08.01	중립	-	-	-
	2018.08.31	매수	87,000원	-	-



#### Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 31일 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.