

빙그레 (005180)

오늘부터 답대요

편의점 트래픽 회복 + 전년 기저

과거 600억원 이익 체력을 보유했던 빙그레는 작년 398억원을 시현하는데 그쳤다. 빙그레의 카테고리별 매출 비중은 유음료 및 빙과(해태 인수 포함)가 각각 50%를 차지한다. 유음료는 편의점 채널 판매 비중이 높은 제품 중 하나이다. 특히 '바나나우유'는 편의점 판매 순위에서 항상 1등을 차지했다. 작년 코로나19로 야외활동이 제한되면서 편의점 트래픽이 큰 폭 하락했다. 이에 유음료 판매도 부진했다. 지난 3월부터 편의점 트래픽이 가파르게 회복하면서 유음료 매출도 동반 상승하고 있는 것으로 파악된다. 빙과시장은 최근 가정용 대용량 판매 증가 및 신규 채널(아이스크림 할인점) 확대가 맞물리면서 전례 없는 호황을 누리고 있다. 작년 빙과 4사(롯데제과, 빙그레, 롯데푸드, 해태) 합산 매출은 YoY 6% 증가했다. 올해 1분기는 YoY 15% 증가한 것으로 추산된다. 작년 비우호적인 날씨(평년 대비 낮은 기온, 높은 강수량) 감안시 기저효과도 기대할 수 있다.

해태 아이스크림 사업부 인수로 시너지 기대

빙그레는 2020년 10월 해태아이스크림 지분 100%를 1,325억원에 인수했다. 해태의 피인수 기인해 국내 아이스크림 시장은 '롯데(MS 47%)' VS. '빙그레(MS 41%)' 양강 체제로 재편되었다. 해태 빙과 사업부는 그동안 적자를 시현하다 작년 흑자전환에 성공한 것으로 파악된다. 경쟁사 매출 규모와 영업마진 고려시 해태 빙과 사업부 마진은 개선될 공산이 커 보인다. 비효율적인 비용 구조 개선을 통한 빙그레-해태 간 시너지를 기대해 볼 만하다.

올해 실적 모멘텀 부각 전망

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,308억원(YoY 17.9%), 526억원(YoY 32.1%)으로 추정한다. 해태 인수 효과 기인해 매출액 1조 클럽 입성에 성공할 것으로 전망된다. ① 높아진 빙과 시장 지배력 및 조직 효율화 기인한 양사 시너지를 기대해 볼 만하다. ② 최근 편의점 트래픽 회복 및 ③ 작년 비우호적이었던 날씨 감안시 실적 모멘텀이 부각될 것으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 80,000원 | CP(6월3일): 62,400원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,247.43
52주 최고/최저(원)	67,200/55,000
시가총액(십억원)	614.7
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	9,851.2
60일 평균 거래량(천주)	51.5
60일 평균 거래대금(십억원)	3.2
21년 배당금(예상, 원)	1,600
21년 배당수익률(예상, %)	2.63
외국인지분율(%)	21.99
주요주주 지분율(%)	
김호연 외 3인	40.89
국민연금공단	6.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.6 13.2 (4.4)
상대	(1.2) (6.0) (36.8)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,141.3	1,187.9
영업이익(십억원)	48.7	55.7
순이익(십억원)	41.0	47.4
EPS(원)	4,149	4,799
BPS(원)	69,720	73,367

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	878.3	959.1	1,130.8	1,181.6	1,228.8
영업이익	십억원	45.8	39.8	52.6	60.0	67.6
세전이익	십억원	53.1	47.5	57.3	65.0	72.0
순이익	십억원	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
EPS	원	4,168	3,540	4,310	4,885	5,400
증감율	%	20.05	(15.07)	21.75	13.34	10.54
PER	배	13.44	16.13	14.57	12.86	11.63
PBR	배	0.93	0.92	0.97	0.92	0.87
EV/EBITDA	배	3.46	4.70	4.13	3.51	2.94
ROE	%	7.36	6.01	7.03	7.58	7.92
BPS	원	60,259	62,126	65,000	68,449	72,413
DPS	원	1,450	1,600	1,600	1,600	1,600

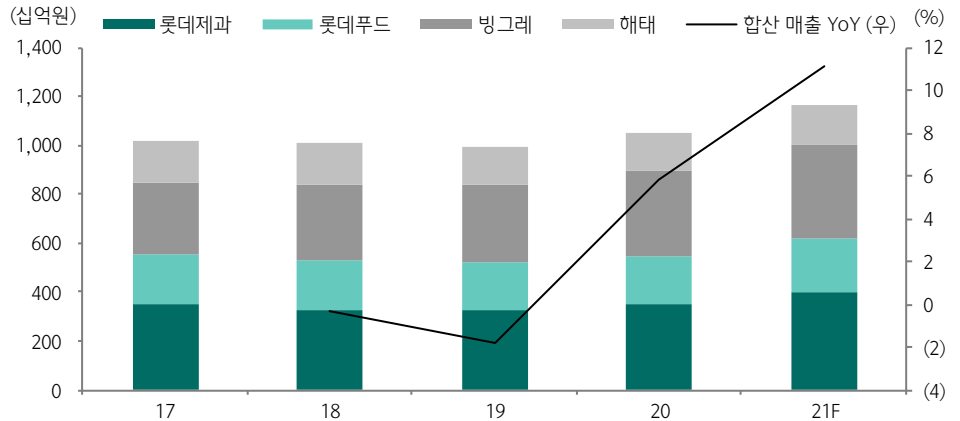


Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 김재란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

정체되어 있었던 빙과시장은
2020년부터 성장

그림 1. 빙과 4사 매출 추이



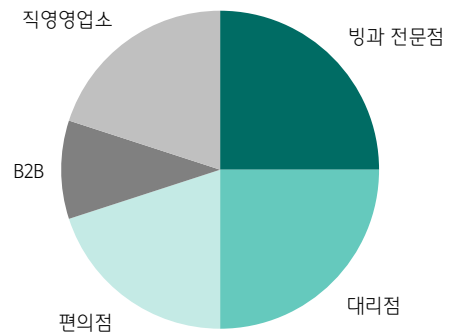
자료: 하나금융투자

그림 2. 혜성처럼 나타난 아이스크림 전문점



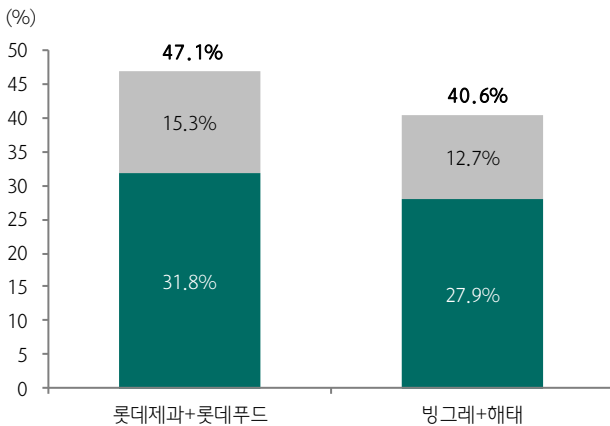
자료: 하나금융투자

그림 3. 빙과 채널별 매출 비중



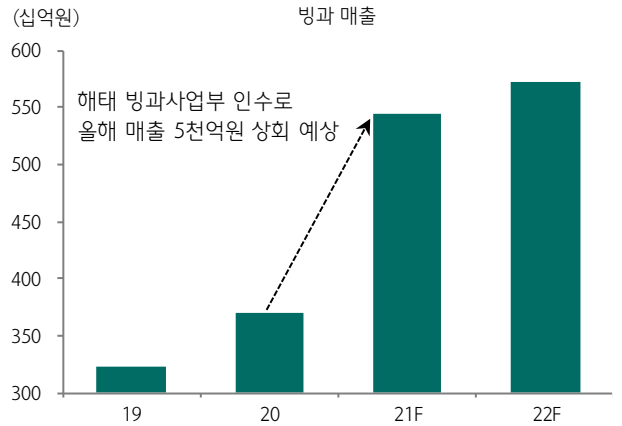
자료: 하나금융투자

그림 4. 국내 아이스크림 시장 양강구도로 재편



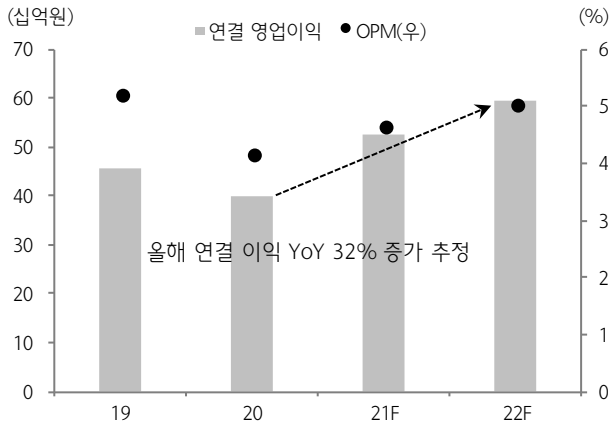
주: 2020년 상반기 기준
자료: 언론보도, 닐슨코리아, 하나금융투자

그림 5. 빙그레 빙과 매출 전망



기타: 4Q20부터 해태 반영
자료: 하나금융투자

그림 6. 빙그레 올해 견조한 이익 개선 예상



자료: 하나금융투자

그림 7. 빙그레 12개월 Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

표 1. 빙그레 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	194.3	267.8	275.8	221.2	233.9	325.8	344.6	226.6	959.1	1,130.8	1,181.6
① 유음료	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	138.2	144.0	132.8	515.3	537.8	556.6
② 빙과 및 기타	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	129.8	136.5	68.7	392.2	421.3	442.4
③ 해태	-	-	-	23.9	26.9	57.9	64.0	25.1	23.9	173.9	182.6
YoY	9.6%	7.4%	4.3%	18.2%	20.4%	21.7%	24.9%	2.4%	9.2%	17.9%	4.5%
① 유음료	8.7%	2.6%	3.0%	1.3%	2.2%	4.6%	5.3%	5.1%	3.8%	4.4%	3.5%
② 빙과 및 기타	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	22.3%	4.4%	4.7%	2.7%	8.7%	7.4%	5.0%
③ 해태	-	-	-	-	-	-	-	5.0%	-	-	5.0%
영업이익	6.3	26.8	20.9	(14.2)	1.2	30.8	27.0	(6.4)	39.8	52.6	60.0
YoY	1.9%	30.1%	2.2%	CR	-80.8%	15.0%	29.4%	CR	-13.0%	32.1%	14.0%
OPM	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.5%	9.5%	7.8%	-2.8%	4.2%	4.7%	5.1%
빙그레	4.5	22.3	20.9	(5.3)	5.7	24.0	22.0	(0.5)	42.4	51.2	55.0
해태	-	-	-	(5.4)	(4.0)	6.0	6.0	(3.0)	(5.4)	5.0	8.0
기타 연결조정	1.9	4.5	(0.0)	(3.5)	(0.5)	0.8	(1.0)	(2.9)	(2.7)	(3.5)	(3.0)
세전이익	8.5	36.3	21.1	(18.4)	2.3	35.4	30.5	(10.9)	47.5	57.3	65.0
YoY	4.0%	60.7%	-5.1%	TR	-72.9%	-2.7%	44.6%	CR	-10.5%	20.6%	13.5%
(지배)순이익	6.6	28.1	15.0	(14.8)	1.4	26.9	22.9	(8.7)	34.9	42.5	48.1
YoY	8.2%	60.0%	-11.8%	TR	-78.9%	-4.2%	52.5%	CR	-15.1%	21.7%	13.3%
NPM	3.4%	10.5%	5.4%	-6.7%	0.6%	8.2%	6.6%	-3.8%	3.6%	3.8%	4.1%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	878.3	959.1	1,130.8	1,181.6	1,228.8
매출원가	647.1	698.4	795.5	838.0	866.3
매출총이익	231.2	260.7	335.3	343.6	362.5
판매비	185.4	220.9	282.7	283.6	294.9
영업이익	45.8	39.8	52.6	60.0	67.6
금융손익	6.6	4.0	3.5	3.9	4.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	1.2	1.1	0.0
기타영업외손익	0.7	3.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	53.1	47.5	57.3	65.0	72.0
법인세	12.0	12.6	14.8	16.9	18.9
계속사업이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
비배주주지분 손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
지배주주지분포괄이익	38.1	31.2	42.5	48.1	53.2
NOPAT	35.4	29.2	39.0	44.4	49.9
EBITDA	78.9	82.4	96.7	105.7	115.1
성장성(%)					
매출액증가율	2.70	9.20	17.90	4.49	3.99
NOPAT증가율	16.83	(17.51)	33.56	13.85	12.39
EBITDA증가율	19.91	4.44	17.35	9.31	8.89
영업이익증가율	16.54	(13.10)	32.16	14.07	12.67
(지배주주)순이익증가율	20.18	(15.09)	21.78	13.18	10.60
EPS증가율	20.05	(15.07)	21.75	13.34	10.54
수익성(%)					
매출총이익률	26.32	27.18	29.65	29.08	29.50
EBITDA이익률	8.98	8.59	8.55	8.95	9.37
영업이익률	5.21	4.15	4.65	5.08	5.50
계속사업이익률	4.68	3.64	3.76	4.07	4.33

투자지표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,168	3,540	4,310	4,885	5,400
BPS	60,259	62,126	65,000	68,449	72,413
CFPS	8,875	9,579	9,935	10,840	11,680
EBITDAPS	8,009	8,362	9,814	10,729	11,680
SPS	89,160	97,361	114,788	119,941	124,739
DPS	1,450	1,600	1,600	1,600	1,600
주가지표(배)					
PER	13.44	16.13	14.57	12.86	11.63
PBR	0.93	0.92	0.97	0.92	0.87
PCFR	6.31	5.96	6.32	5.79	5.38
EV/EBITDA	3.46	4.70	4.13	3.51	2.94
PSR	0.63	0.59	0.55	0.52	0.50
재무비율(%)					
ROE	7.36	6.01	7.03	7.58	7.92
ROA	6.13	4.81	5.36	5.71	6.00
ROIC	13.72	8.71	9.53	10.63	11.72
부채비율	19.92	29.62	32.90	32.49	31.80
순부채비율	(48.79)	(29.73)	(32.39)	(34.99)	(37.66)
이자보상배율(배)	231.22	144.90	156.32	168.54	185.42

자료: 하나금융투자

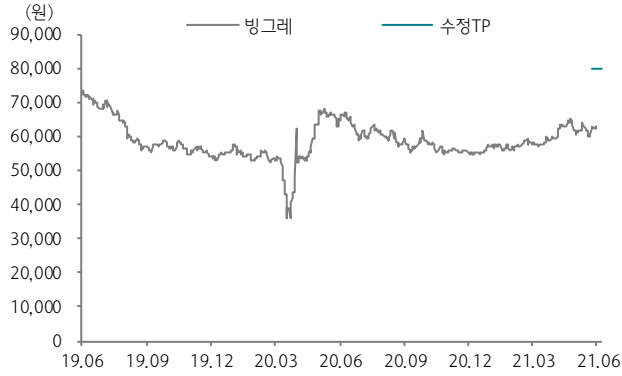
대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	405.1	325.3	376.0	411.5	450.7
금융자산	287.6	187.9	213.9	242.2	274.6
현금성자산	46.6	82.2	89.3	112.0	139.2
매출채권	57.8	67.0	78.9	82.5	85.8
재고자산	44.3	55.3	65.2	68.1	70.9
기타유동자산	15.4	15.1	18.0	18.7	19.4
비유동자산	279.8	438.8	445.1	452.1	459.8
투자자산	25.9	30.8	31.2	31.3	31.4
금융자산	25.9	30.8	31.2	31.3	31.4
유형자산	215.1	280.2	289.5	299.4	310.0
무형자산	6.0	73.4	70.0	66.9	64.0
기타비유동자산	32.8	54.4	54.4	54.5	54.4
자산총계	684.9	764.1	821.1	863.6	910.5
유동부채	94.3	126.3	147.5	153.7	159.5
금융부채	4.5	6.5	7.7	8.0	8.4
매입채무	40.7	57.2	67.4	70.5	73.3
기타유동부채	49.1	62.6	72.4	75.2	77.8
비유동부채	19.5	48.3	55.8	58.1	60.1
금융부채	4.5	6.1	6.1	6.1	6.1
기타비유동부채	15.0	42.2	49.7	52.0	54.0
부채총계	113.8	174.6	203.3	211.8	219.7
지배주주지분	571.1	589.5	617.8	651.8	690.9
자본금	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8
자본잉여금	64.8	64.8	64.8	64.8	64.8
자본조정	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)
기타포괄이익누계액	(1.9)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
이익잉여금	481.0	501.6	530.0	563.9	603.0
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	571.1	589.5	617.8	651.8	690.9
순금융부채	(278.7)	(175.3)	(200.1)	(228.1)	(260.2)

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	62.8	71.6	87.7	91.3	97.5
당기순이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
조정	4	5	4	4	4
감가상각비	33.1	42.5	44.0	45.7	47.5
외환거래손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(29.2)	(37.5)	(40.0)	(41.7)	(43.5)
영업활동 자산부채 변동	(13.8)	(11.6)	4.7	1.4	1.3
투자활동 현금흐름	(30.9)	(13.7)	(65.5)	(53.9)	(55.6)
투자자산감소(증가)	(4.0)	(4.9)	(0.4)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(26.7)	(48.1)	(50.0)	(52.5)	(55.1)
기타	(0.2)	39.3	(15.1)	(1.3)	(0.4)
재무활동 현금흐름	(17.8)	(21.4)	(13.3)	(14.2)	(14.2)
금융부채증가(감소)	9.0	3.7	1.2	0.3	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.9)	(12.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
배당지급	(11.9)	(12.8)	(14.1)	(14.1)	(14.1)
현금의 증감	14.1	35.6	7.1	22.7	27.2
Unlevered CFO	87.4	94.4	97.9	106.8	115.1
Free Cash Flow	35.3	23.2	37.7	38.8	42.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

빙그레



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.25	BUY	80,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.33%	6.67%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 6월 1일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 6월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2021년 6월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.