

빙그레 (005180)

성수기 진입 구간

■ 시장기대치에 부합하는 2Q17 영업실적 예상

2Q17 연결기준 매출액은 전년동기대비 4.2% 증가한 2,426억원, 영업이익은 33.8% 증가한 168억원으로, 시장기대치에 부합할 전망이다.

2Q16까지 저수익제품 매출성장 및 원유재고량 확대 등 원가부담이 늘어났던 구간이었음을 감안해 베이스효과 및 성수기 진입효과가 이어질 전망이다. 1) 성장세가 견조한 가공유 및 호상제품을 중심으로한 유제품의 실적개선에 따라 6월부터 마케팅이 시작되는 구간임에도 불구하고, 안정적인 이익을 시현할 것으로 판단한다. 2) 빙과부문의 경우 하절기 본격적인 매출확대 구간에서의 흐름에 대해 지속적으로 관심을 가질 필요가 있으나, 권장소비자가격 분위기가 이어지고 있다는 점은 긍정적으로 해석이 가능하다. 빙과의 1H16 시장분위기가 최저였음을 감안해 일부 정상화 효과가 예상된다. 빙과의 경우 당장의 시장개선을 기대하기는 어려우나, 제품포트폴리오 내 비중이 높은 바제품의 가격표시제에 따른 정상수준 회복 및 콘제품의 리뉴얼 및 신제품출시로 제품믹스를 개선시킬 전망이다.

■ BUY 투자 의견, 목표주가 83,000원으로 커버리지 개선

빙그레에 대해 BUY 투자 의견과 12개월 목표주가 83,000원으로 커버리지를 개시한다. 최근 주가는 음식료 업종의 조정과 맞물려 일부 하락하는 흐름을 보였다. 단 현주가는 2017-2018년 PER기준 각각 18.2X, 17.3X 수준으로, 업황 및 사업부문의 개선에도 불구하고, 원유재고 및 국내외 성장정체와 맞물렸던 14-16년 평균 21.2X 대비 할인된 상황임을 감안시 주가 상승여력이 존재한다. 계절적 성수기에 진입하는 현시점에서 원유재고 이슈 축소 및 제품포트폴리오 개선, 중국법인 성장흐름 모두 긍정적이라는 판단이다.

음식료·담배 이경신
(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

Buy (Initiation)

목표주가(12M)	83,000원
종가(2017/06/30)	68,200원

Stock Indicator

자본금	50십억원
발행주식수	985만주
시가총액	672십억원
외국인지분율	25.6%
배당금(2016)	1,250원
EPS(2017E)	3,507원
BPS(2017E)	53,931원
ROE(2017E)	6.6%
52주 주가	54,200~73,000원
60일평균거래량	22,383주
60일평균거래대금	1.6십억원

Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	BPS (원)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	800	32	25	2,512	27.3	15.4	52,497	1.3	4.8	19.3
2016	813	37	29	2,916	21.9	11.0	52,963	1.2	5.5	19.5
2017E	844	44	35	3,507	19.4	6.4	53,931	1.3	6.6	19.0
2018E	866	46	36	3,682	18.5	6.1	55,027	1.2	6.8	19.0
2019E	888	49	38	3,876	17.6	5.7	56,319	1.2	7.0	18.8

자료 : 빙그레, 하이투자증권 리서치센터

<표1> 빙그레 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	167.6	232.8	248.6	164.2	174.8	242.6	259.6	166.6	813.2	843.5	865.7
개별매출액	166.7	230.0	246.1	161.3	173.1	240.8	256.0	164.1	804.1	834.0	855.1
냉장	113.4	129.7	129.4	120.8	113.2	131.2	133.4	122.7	493.3	500.6	512.3
냉동 및 기타	53.3	100.3	116.7	40.5	59.9	109.5	122.6	41.4	310.9	333.4	342.9
기타 및 adj.	1.0	2.8	2.4	2.9	1.7	1.8	3.6	2.5	9.0	9.5	10.6
YoY %	5.1	(3.0)	2.6	4.0	4.3	4.2	4.4	1.5	1.7	3.7	2.6
개별매출액	4.8	(3.6)	2.2	2.9	3.8	4.7	4.0	1.7	1.1	3.7	2.5
냉장	10.4	6.1	4.2	8.9	(0.1)	1.2	3.1	1.6	7.2	1.5	2.3
냉동 및 기타	(5.5)	(13.8)	0.0	(11.8)	12.3	9.2	5.0	2.2	(7.3)	7.3	2.8
기타 및 adj.	143.3	114.1	70.2	181.1	80.7	(35.3)	47.0	(14.6)	118.4	5.6	10.9
매출원가	122.9	158.8	166.1	119.4	126.4	162.5	173.2	120.4	567.1	582.5	597.2
원가율 %	73.3	68.2	66.8	72.7	72.3	67.0	66.7	72.3	69.7	69.1	69.0
판관비	42.6	61.5	57.7	47.0	44.7	63.3	61.2	48.3	208.8	217.5	222.5
판관비율 %	25.4	26.4	23.2	28.7	25.6	26.1	23.6	29.0	25.7	25.8	25.7
연결 영업이익	2.1	12.6	24.8	(2.3)	3.7	16.8	25.2	(2.2)	37.2	43.5	46.0
YoY %	(41.0)	(35.8)	84.6	(53.8)	74.2	33.8	1.4	(5.4)	17.5	16.9	5.7
OPM %	1.3	5.4	10.0	(1.4)	2.1	6.9	9.7	(1.3)	4.6	5.2	5.3

자료: 빙그레, 하이투자증권

<표3> 빙그레 2Q17 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

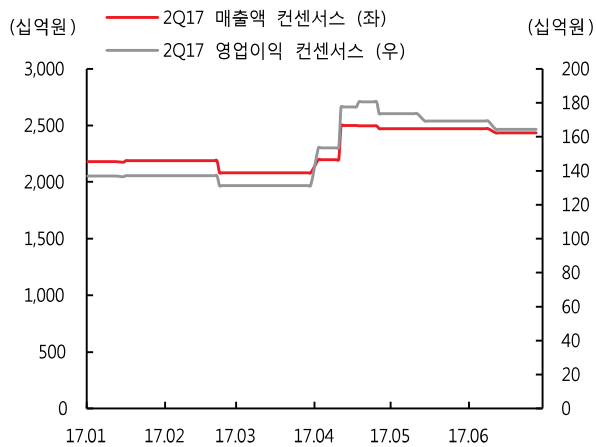
(단위: 십억원)

	1Q17E	1Q16	YoY (% , %p)	1Q17C	diff (% , %p)
매출액	242.6	232.8	4.2	243.4	(0.3)
영업이익	16.8	12.6	33.8	16.4	2.2
영업이익률 %	6.9	5.4	1.5	6.8	0.2
세전이익	18.2	13.2	37.8	18.8	(3.2)
세전이익률 %	7.5	5.7	1.8	7.7	(0.2)

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정

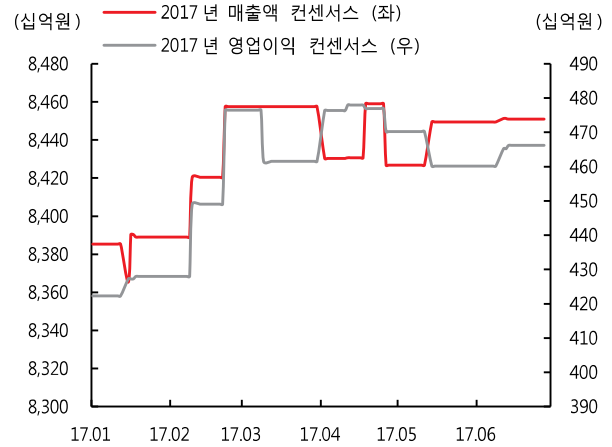
주: 컨센서스는 2017년 06월 30일 기준

<그림1> 빙그레 2Q17 영업실적 컨센서스 추이



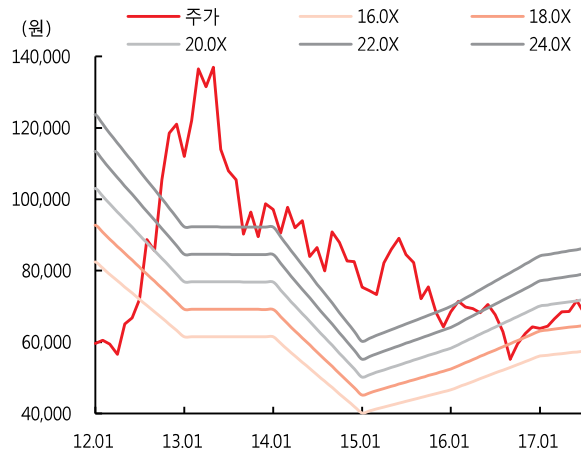
자료: FnGuide, 하이투자증권

<그림2> 빙그레 2017년 영업실적 컨센서스 추이



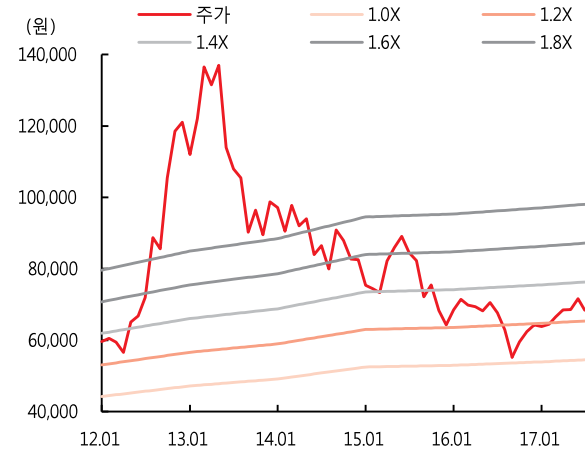
자료: FnGuide, 하이투자증권

<그림3> 빙그레 12개월 Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 하이투자증권

<그림4> 빙그레 12개월 Fwd PBR Band Chart



자료: FnGuide, 하이투자증권

<표3> 빙그레 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	3년평균	2017E	2018E	17-18년 평균
지배주주순이익	37.9	24.7	28.7	30.4	34.6	36.3	35.4
EPS (원)	3,843	2,512	2,916	3,091	3,507	3,682	3,594.5
EPS Growth (%)	(0.1)	(34.6)	16.1	(7.0)	20.3	5.0	23.2
PER (X)							
High	25.6	38.4	25.2	23.8			
Avg	22.7	30.3	22.5	21.2			
Low	19.6	25.6	18.6	17.5			
End	19.6	27.3	21.9	20.6	18.2	17.3	16.5
target PER (X)							23.0
Fair Price (원)							82,674
목표주가 (원)							83,000

자료: 하이투자증권

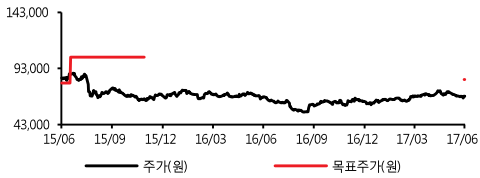
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	346	358	369	383	매출액	813	844	866	888
현금 및 현금성자산	21	33	43	55	증가율(%)	1.7	3.7	2.6	2.6
단기금융자산	196	196	196	196	매출원가	567	582	597	612
매출채권	70	72	74	75	매출총이익	246	261	269	276
재고자산	34	35	35	36	판매비와관리비	209	217	222	227
비유동자산	278	274	276	277	연구개발비	6	6	6	6
유형자산	226	223	225	225	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	3	3	3	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	624	632	645	659	영업이익	37	44	46	49
유동부채	83	82	84	86	증가율(%)	17.5	16.9	5.7	5.5
매입채무	41	40	42	43	영업이익률(%)	4.6	5.2	5.3	5.5
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	19	19	19	19	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-4	-2	-3	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	37	45	48	50
부채총계	102	101	103	105	법인세비용	8	11	11	12
지배주주지분	522	531	542	555	세전계속이익률(%)	4.6	5.4	5.5	5.7
자본금	50	50	50	50	당기순이익	29	35	36	38
자본잉여금	65	65	65	65	순이익률(%)	3.5	4.1	4.2	4.3
이익잉여금	417	439	463	489	지배주주귀속 순이익	29	35	36	38
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	기타포괄이익	-13	-13	-13	-13
비지배주주지분	0	0	0	0	총포괄이익	16	21	23	25
자본총계	522	531	542	555	지배주주귀속총포괄이익	16	21	23	25

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	66	60	65	67	주당지표(원)				
당기순이익	29	35	36	38	EPS	2,916	3,507	3,682	3,876
유형자산감가상각비	-	25	25	25	BPS	52,963	53,931	55,027	56,319
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	2,940	6,106	6,281	6,476
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,250	1,350	1,400	1,400
투자활동 현금흐름	-50	-41	-41	-41	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-26	-26	-26	-26	PER	21.9	19.4	18.5	17.6
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	1.2	1.3	1.2	1.2
금융상품의 증감	-28	-	-	-	PCR	21.7	11.2	10.9	10.5
재무활동 현금흐름	-11	-11	-12	-12	EV/EBITDA	11.0	6.4	6.1	5.7
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	5.5	6.6	6.8	7.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.6	8.2	8.3	8.4
배당금지급	-11	-11	-12	-12	부채비율	19.5	19.0	19.0	18.8
현금및현금성자산의증감	4	12	10	13	순부채비율	-41.5	-43.1	-43.9	-45.2
기초현금및현금성자산	17	21	33	43	매출채권회전율(x)	11.7	11.9	11.9	11.9
기말현금및현금성자산	21	33	43	55	재고자산회전율(x)	22.4	24.7	24.7	24.7

자료 : 빙그레, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-07-03 (담당자변경)	Buy	83,000
2015-07-16	Buy	103,000

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 간섭없이 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)-Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-