



2017/08/15

빙그레(005180)

제품포트폴리오 악화에 따른 기대치 하회

■ 2Q17 Review: 제품포트폴리오 악화에 따른 기대치 하회

2Q17 연결기준 매출액은 전년동기대비 5.6% 증가한 2,459억원, 영업이익은 3.9% 감소한 121억원으로, 영업이익 시장기대치 (154억원)을 하회하는 영업실적을 기록했다. 제품포트폴리오 악화가 주 요인으로 작용했다.

2Q16까지 저수익제품 매출성장 및 원유재고량 확대 등 원가 상승에 따른 베이스효과로 원가 내 원재료비 부담이 완화되고, 6월 성수기 진입에 따른 마케팅비용 사용구간에 진입했음에도 불구하고, 관련된 판관비용 또한 축소되었다. 그러나 2016년 고성장을 보인 가공유의 top-line 정체와 최근 외형성장에 주력하고 있는 HMR제품, 제과 상품매출 등 신사업부문의 고원가구조가 맞물림에 따라 전사 비용부담이 확대된 것으로 파악된다. 빙과부문의 경우 경쟁사간 과열경쟁 강도는 낮아졌으나, 시장 내 저가 고착화 및 빙과 할인채널 확대에 따라 성수기 진입에 따른 매출비중 확대에도 이익기여가 축소되었다.

제품포트폴리오 악화에 따른 영업실적 부담은 당분간 지속될 가능성이 높다. 가공유, 발효유, 빙과 등 각 부문별 메가브랜드를 보유하고 있어 메인 카테고리가 안정적인 성장을 보일 경우 이익의 선순환구조를 기대할 수 있으나, 정체시 부담이 전사 영업실적에 반영된다는 점이 아쉬운 구간이다.

■ 목표주가 기존 83,000원에서 74,000원으로 하향조정

꾸준한 현금흐름 및 순현금구조를 감안할 때 여타업체대비 다소 소극적으로 대응하던 신사업부문에 대한 투자가 필요한 시기였음을 고려한다면, 안정구간에 진입할 경우 중장기 성장동력 측면에서 긍정적인 역할이 가능할 전망이다. 단 단기 비용부담 확대로 인한 영업실적 정체 가능성을 고려해 추정치를 하향조정하며 목표주가를 기존 83,000원에서 74,000원으로 하향조정한다.

음식료 이경신

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

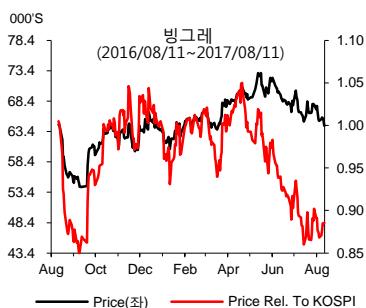
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	74,000원
종가(2017/08/14)	63,500원

Stock Indicator

자본금	50십 억원
발행주식수	985만주
시가총액	633십억원
외국인지분율	26.0%
배당금(2016)	1,250원
EPS(2017E)	2,219원
BPS(2017E)	52,732원
ROE(2017E)	4.2%
52주 주가	54,200~73,000원
60일평균거래량	18,596주
60일평균거래대금	1.3십 억원

Price Trend



<표1> 빙그레 2Q17 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

	(단위: 십억원)						
	2Q17P	2Q16	YoY %	하이추정치	diff (% ,%p)	Consensus	diff (% ,%p)
매출액	245.9	232.8	5.6	242.6	1.4	241.2	1.9
영업이익	12.1	12.6	(3.9)	16.8	(28.2)	15.4	(21.5)
영업이익률 %	4.9	5.4	(0.5)	6.9	(2.0)	6.4	(1.5)
세전이익	12.6	12.6	0.0	18.2	(30.9)	16.3	(22.9)
세전이익률 %	5.1	5.4	(0.3)	7.5	(2.4)	6.8	(1.6)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2017년 08월 14일 기준

<표2> 빙그레 연결기준 영업실적 추이 및 전망

	(단위: 십억원)							2016	2017E	2018E	
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	167.6	232.8	248.6	164.2	174.8	245.9	257.0	166.7	813.2	844.4	867.1
개별매출액	166.7	230.0	246.1	161.3	173.1	240.8	253.5	164.3	804.1	831.7	855.1
냉장	113.4	129.7	129.4	120.8	113.2	128.1	130.9	122.9	493.3	495.1	508.6
냉동 및 기타	53.3	100.3	116.7	40.5	59.9	112.8	122.6	41.4	310.9	336.6	346.5
기타 및 adj.	1.0	2.8	2.4	2.9	1.7	5.0	3.6	2.5	9.0	12.7	12.1
YoY %	5.1	(3.0)	2.6	4.0	4.3	5.6	3.4	1.6	1.7	3.8	2.7
개별매출액	4.8	(3.6)	2.2	2.9	3.8	4.7	3.0	1.9	1.1	3.4	2.8
냉장	10.4	6.1	4.2	8.9	(0.1)	(1.3)	1.2	1.7	7.2	0.4	2.7
냉동 및 기타	(5.5)	(13.8)	0.0	(11.8)	12.3	124	5.0	2.2	(7.3)	8.3	2.9
기타 및 adj.	143.3	114.1	70.2	181.1	80.7	80.5	47.0	(14.6)	118.4	41.3	(5.4)
매출원가	122.9	158.8	166.1	119.4	126.4	173.0	173.8	120.6	567.1	593.8	605.5
원가율 %	73.3	68.2	66.8	72.7	72.3	70.4	67.6	72.3	69.7	70.3	69.8
판관비	42.6	61.5	57.7	47.0	44.7	60.8	59.6	48.4	208.8	213.5	221.3
판관비율 %	25.4	26.4	23.2	28.7	25.6	24.7	23.2	29.0	25.7	25.3	25.5
연결 영업이익	2.1	12.6	24.8	(2.3)	3.7	12.1	23.6	(2.2)	37.2	37.1	40.4
YoY %	(41.0)	(35.8)	84.6	(53.8)	74.2	(3.9)	(5.1)	(2.3)	17.5	(0.3)	8.7
OPM %	1.3	5.4	10.0	(1.4)	2.1	4.9	9.2	(1.3)	4.6	4.4	4.7

자료: 빙그레, 하이투자증권

<표3> 빙그레 목표주가 변경: 기준 83,000원 → 74,000원

	(단위: 십억원)					
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
지배주주순이익	37.9	37.9	24.7	28.7	21.9	32.0
EPS (원)	3,846	3,843	2,512	2,916	2,219	3,245
EPS Growth (%)	(25.4)	(0.1)	(34.6)	16.1	(23.9)	46.2
PER (X)						
High	36.0	25.6	38.4	25.2		
Avg	28.3	22.7	30.3	22.5		
Low	22.0	19.6	25.6	18.6		
End	25.2	19.6	27.3	21.9	28.8	19.7
target PER (X)						22.5
Fair Price (원)						73,008
목표주가 (원)						74,000

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	346	313	338	349	매출액	813	844	867	890
현금 및 현금성자산	21	17	24	15	증가율(%)	1.7	3.8	2.7	2.6
단기금융자산	196	166	183	201	매출원가	567	594	606	618
매출채권	70	72	74	76	매출총이익	246	251	262	271
재고자산	34	35	36	36	판매비와관리비	209	213	221	227
비유동자산	278	309	293	293	연구개발비	6	6	6	6
유형자산	226	258	242	242	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	3	3	3	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	624	622	630	642	영업이익	37	37	40	45
유동부채	83	83	85	86	증가율(%)	17.5	-0.3	8.7	10.5
매입채무	41	41	43	44	영업이익률(%)	4.6	4.4	4.7	5.0
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	0	0	0	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	19	19	19	19	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-4	-3	-3	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	37	38	42	46
부채총계	102	102	104	105	법인세비용	8	16	10	11
지배주주지분	522	519	526	536	세전계속이익률(%)	4.6	4.5	4.9	5.2
자본금	50	50	50	50	당기순이익	29	22	32	35
자본잉여금	65	65	65	65	순이익률(%)	3.5	2.6	3.7	4.0
이익잉여금	417	428	448	470	지배주주귀속 순이익	29	22	32	35
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	기타포괄이익	-13	-13	-13	-13
비지배주주지분	0	0	0	0	총포괄이익	16	9	19	22
자본총계	522	519	526	536	지배주주귀속총포괄이익	16	9	19	22

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	66	50	63	64	주당지표(원)				
당기순이익	29	22	32	35	EPS	2,916	2,219	3,245	3,572
유형자산감가상각비	-	26	26	26	BPS	52,963	52,732	53,436	54,424
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	2,940	4,865	5,892	6,220
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,250	1,250	1,350	1,400
투자활동 현금흐름	-50	-12	-58	-60	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-26	-26	-26	-26	PER	21.9	29.0	19.8	18.0
무형자산의 처분(취득)	0	0	-	-	PBR	1.2	1.2	1.2	1.2
금융상품의 증감	-28	29	-17	-18	PCR	21.7	13.2	10.9	10.3
재무활동 현금흐름	-11	-11	-11	-12	EV/EBITDA	11.0	7.1	6.4	5.9
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	5.5	4.2	6.1	6.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	4.6	7.5	7.7	7.9
배당금지급	-11	-11	-11	-12	부채비율	19.5	19.7	19.7	19.7
현금및현금성자산의증감	4	-4	7	-8	순부채비율	-41.5	-35.2	-39.2	-40.4
기초현금및현금성자산	17	21	17	24	매출채권회전율(x)	11.7	11.9	11.9	11.9
기말현금및현금성자산	21	17	24	15	재고자산회전율(x)	22.4	24.7	24.7	24.7

자료 : 빙그레, 하이투자증권 리서치센터



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 기관투자가 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자:이경신](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 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 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

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