

빙그레(005180/KS)

골이 깊었으니 산이 높을 차례!

매수(유지)

T.P 90,000 원(유지)

Analyst

김승

seungeee@sk.com
02-3773-8919

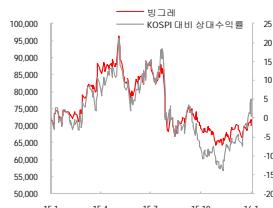
Company Data

자본금	498 억원
발행주식수	985 만주
자사주	101 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,906 억원
주요주주	
김호연(외3)	37.61%
빙그레 자사주	10.24%
외국인지분률	24.80%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(16/01/22)	70,100 원
KOSPI	1879.43 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	96,500 원
52주 최저가	64,300 원
60일 평균 거래대금	12 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.2%	7.2%
6개월	-20.0%	-12.1%
12개월	-1.8%	0.3%

4Q15 별도기준 실적은 영업적자 50 억원으로 다소 부진한 실적을 기록했다. 빙과류가 주력인 동사의 특성상 적자를 피하기 어려웠을 것으로 보인다. 2016년은 지난해 기저효과 및 메르스, 원유공급과잉 등 부정적 이슈가 해결국면에 접어들며 실적개선이 가능하다고 판단된다. 평상시 빙그레의 이익 창출력을 감안하면 올해 영업이익의 큰 폭 개선도 가능하다고 예상된다. 투자의견 매수, 목표주가 90,000 원을 유지한다.

4Q15, 비수기로 저조한 실적 기록

4Q15 별도기준 실적은 매출 1,568 억원(+2.2% yoy), 영업적자 50 억원(적자)으로 다소 부진한 실적을 기록했다. 빙과류를 주력제품으로 하고 있는 동사의 특성상 영업적자를 피하기는 어려웠을 것으로 보인다. 원유 공급과잉 해소를 위해 시유 매출을 늘림에 따라 매출은 증가했지만 마진이 좋지 않아 이익 측면에서는 크게 기여하지 못한 것으로 보이며, 빙과류 소비 감소로 냉동 부문 매출이 약 7% 가량 감소한 것이 실적 부진의 원인이 된 것으로 판단된다.

골이 깊었으니 산이 높을 차례!

원유공급과잉 이슈로 인해 2015년은 유업계 및 빙과업계 모두 힘든 시기를 보냈다. 하지만 낙농업계에서도 원유공급 과잉의 심각성을 잘 인지하고 있는 만큼 올해는 공급과잉 이슈가 점차 진정될 것으로 보인다. 유업계 자체적으로도 대용량 제품 및 신제품 출시를 통해 원유소비에 힘쓰고 있다. 빙과시장은 업계 공통적으로 가격구조 개선에 대한 의지가 있고 마진 하락에 대한 문제점을 인식하고 있어 올해 경쟁구도가 완화될 것으로 예상된다. 지난해 메르스 및 경기침체의 영향으로 빙그레의 영업이익이 311 억원(-25.7% yoy)에 불과했지만 평상시 빙그레의 이익 창출력을 감안하면 올해 영업이익의 큰 폭 성장도 가능하다고 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 90,000 원 유지

4분기 실적은 부진했으나 계절적 비수기에 해당해 큰 의미가 없다고 판단된다. 빙과류/유제품 소비가 늘어나는 2~3분기가 올해 실적의 분수령이 될 전망이며, 지난해 기저효과 및 메르스, 원유공급과잉 상태 해소 등 긍정적 모멘텀에 힘입어 실적 개선을 기대할 수 있을 전망이다. 빙그레에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 90,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	7,891	8,051	8,199	7,954	8,574	9,030
yoy	%	9.5	2.0	1.8	-3.0	7.8	5.3
영업이익	억원	668	507	418	311	498	558
yoy	%	33.1	-24.1	-17.6	-25.7	60.3	12.0
EBITDA	억원	878	734	661	569	750	807
세전이익	억원	671	499	487	318	508	584
순이익(지배주주)	억원	508	375	377	245	386	444
영업이익률%	%	8.5	6.3	5.1	3.9	5.8	6.2
EBITDA%	%	11.1	9.1	8.1	7.2	8.7	8.9
순이익률	%	6.4	4.7	4.6	3.1	4.5	4.9
EPS	원	5,152	3,805	3,824	2,483	3,920	4,507
PER	배	21.7	25.5	19.7	27.6	17.9	15.6
PBR	배	2.5	2.1	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	11.0	11.1	9.1	9.1	6.4	5.5
ROE	%	12.2	8.3	7.9	4.8	6.9	7.1
순차입금	억원	-1,450	-1,501	-1,528	-1,651	-2,182	-2,545
부채비율	%	24.4	20.8	19.5	17.6	18.0	17.0

분기별 실적 추이

(단위: 억원 %)

	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	1,534	1,590	2,387	2,409	1,568	2.2	-34.9	1,575	1,641	-4.4
영업이익	-37	36	193	132	-50	적지	적전	51	-20	150.0
세전이익	-45	51	205	145	-83	적지	적전	65	-8	937.5
순이익	-32	40	156	111	-63	적지	적전	52	-6	950.0
영업이익률	-2.4	2.3	8.1	5.5	-3.2	-0.8	-8.7	3.2	-1.2	-2.0
세전이익률	-2.9	3.2	8.6	6.0	-5.3	-2.4	-11.3	4.2	-0.5	-4.8
순이익률	-2.1	2.5	6.6	4.6	-4.0	-1.9	-8.6	3.3	-0.4	-3.7

자료 SK 증권 FN 가이드

주: IFRS 별도 기준

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.01.25	매수	90,000원
	2015.10.05	매수	90,000원
	2015.08.17	매수	90,000원
	2015.07.07	매수	95,000원
	2015.06.08	매수	95,000원
	2015.04.14	매수	95,000원
	2014.11.14	매수	95,000원
	2014.10.27	매수	110,000원
	2014.06.09	매수	110,000원
	2014.04.07	매수	122,000원
	2014.02.28	매수	122,000원

Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 25일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,935	3,090	3,098	3,611	4,049
현금및현금성자산	224	61	14	545	908
매출채권및기타채권	642	670	602	555	585
재고자산	441	542	517	523	551
비유동자산	2,679	2,695	3,160	3,411	3,710
장기금융자산	234	167	653	653	653
유형자산	2,173	2,287	2,329	2,329	2,332
무형자산	22	21	21	21	21
자산총계	5,614	5,785	6,257	7,022	7,760
유동부채	715	721	706	885	932
단기금융부채	11	8	14	14	14
매입채무 및 기타채무	563	546	530	697	734
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	249	224	230	188	194
장기금융부채	28	21	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	965	945	936	1,073	1,125
지배주주지분	4,649	4,840	5,322	5,949	6,634
자본금	498	498	498	498	498
자본잉여금	648	648	648	648	648
기타자본구성요소	-225	-225	-225	-225	-225
자기주식	-225	-225	-225	-225	-225
이익잉여금	3,603	3,843	3,976	4,256	4,594
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,649	4,840	5,322	5,949	6,634
부채와자본총계	5,614	5,785	6,257	7,022	7,760

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	517	448	502	818	634
당기순이익(손실)	375	377	245	386	444
비현금성항목등	407	396	391	363	363
유형자산감가상각비	224	241	257	249	247
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타	102	86	107	47	47
운전자본감소(증가)	-86	-219	56	190	-33
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-10	-26	66	47	-30
재고자산감소(증가)	1	-100	25	-6	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	-18	-13	167	37
기타	-89	-75	-22	-18	-13
법인세납부	-179	-105	-189	-122	-140
투자활동현금흐름	-669	-489	-424	-181	-165
금융자산감소(증가)	-331	-179	-186	0	0
유형자산감소(증가)	-380	-363	-302	-250	-250
무형자산감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
기타	44	55	66	71	88
재무활동현금흐름	-185	-122	-127	-107	-107
단기금융부채증가(감소)	-13	-11	4	0	0
장기금융부채증가(감소)	-45	0	-19	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-124	-111	-111	-106	-106
기타	-3	-1	-1	0	0
현금의 증가(감소)	-337	-164	-46	531	363
기초현금	561	224	61	14	545
기밀현금	224	61	14	545	908
FCF	179	80	292	568	388

자료 : 빙그레, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	8,051	8,199	7,954	8,574	9,030
매출원가	5,732	5,856	5,714	6,178	6,493
매출총이익	2,318	2,342	2,240	2,396	2,537
매출총이익률 (%)	28.8	28.6	28.2	27.9	28.1
판매비와관리비	1,811	1,924	1,929	1,898	1,979
영업이익	507	418	311	498	558
영업이익률 (%)	6.3	5.1	3.9	5.8	6.2
비영업손익	-8	69	7	10	26
순금융비용	-47	-46	-47	-51	-67
외환관련손익	6	6	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	0	-4	0	0	0
세전계속사업이익	499	487	318	508	584
세전계속사업이익률 (%)	6.2	5.9	4.0	5.9	6.5
계속사업법인세	124	110	73	122	140
계속사업이익	375	377	245	386	444
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	375	377	245	386	444
순이익률 (%)	4.7	4.6	3.1	4.5	4.9
지배주주	375	377	245	386	444
지배주주주속 순이익률 (%)	4.66	4.6	3.07	4.5	4.92
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	410	302	592	733	791
지배주주	410	302	592	733	791
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	734	661	569	750	807

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	2.0	1.8	-3.0	7.8	5.3
영업이익	-24.1	-17.6	-25.7	60.3	12.0
세전계속사업이익	-25.7	-24	-34.7	59.8	15.0
EBITDA	-16.5	-9.9	-13.9	31.7	7.7
EPS(계속사업)	-26.1	0.5	-35.1	57.9	15.0
수익성 (%)					
ROE	8.3	7.9	4.8	6.9	7.1
ROA	6.8	6.6	4.1	5.8	6.0
EBITDA마진	9.1	8.1	7.2	8.7	8.9
안정성 (%)					
유동비율	410.3	428.8	439.1	407.9	434.6
부채비율	20.8	19.5	17.6	18.0	17.0
순자금/자기자본	-32.3	-31.6	-31.0	-36.7	-38.4
EBITDA/이자비용(배)	277.9	623.6	637.5	1,655.2	1,783.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,805	3,824	2,483	3,920	4,507
BPS	47,195	49,135	54,021	60,389	67,345
CFPS	6,104	6,291	5,109	6,473	7,040
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	36.4	25.8	38.9	18.3	15.9
PER(최저)	22.2	19.7	25.9	17.0	14.8
PBR(최고)	2.9	2.0	1.8	1.2	1.1
PBR(최저)	1.8	1.5	1.2	1.1	1.0
PCR	15.9	12.0	13.4	10.8	10.0
EV/EBITDA(최고)	16.7	12.5	13.9	6.6	5.7
EV/EBITDA(최저)	9.4	9.1	8.4	5.9	5.1