

# 빙그레(005180/KS)

## 성수기 진입으로 실적개선 기대

**매수(유지)**

**T.P 82,000 원(하향)**

**Analyst**

감승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

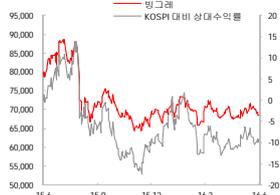
**Company Data**

자본금	498 억원
발행주식수	985 만주
자사주	101 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,758 억원
주요주주	
김호연(외3)	37.61%
빙그레 자사주	10.24%
외국인지분률	18.10%
배당수익률	1.80%

**Stock Data**

주가(16/06/17)	68,600 원
KOSPI	19534 pt
52주 Beta	0.48
52주 최고가	88,700 원
52주 최저가	64,300 원
60일 평균 거래대금	28 억원

**주가 및 상대수익률**



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-1.1%
6개월	-1.3%	-0.1%
12개월	-12.8%	-9.2%

주력인 가공유 제품 매출 증가에 힘입어 2Q16 실적은 YoY 개선이 예상된다. 경기침체, 소비부진 등 외부 환경은 긍정적이지 않지만 성수기 진입, 메르스 기저효과, 주요 빙과류 가격인상 효과 등에 힘입어 2Q, 3Q 실적은 점차 개선될 것으로 기대된다. 원유 공급과잉 완화, 중국 바나나우유 수출 회복 등 실적 모멘텀을 다수 보유하고 있는 점도 긍정적이다. 단, 소비부진에 따른 빙과부문의 매출부진을 감안해 목표주가를 82,000 원으로 하향한다.

**2Q16, 별도기준 실적 YoY 소폭 개선 예상**

2Q16 별도기준 실적은 매출 2,426 억원(+1.6% yoy), 영업이익 201 억원(+4.5% yoy)으로 전년 동기대비 소폭 개선될 것으로 전망된다. 바나나우유 등 주력인 가공유 제품 매출이 1Q에 이어 2Q에도 10% 이상 증가하고 있고, 요플레 등 발효유 판매량이 증가세로 돌아선 점도 긍정적이다. 다만 내수경기 침체 여파로 빙과부문 매출이 지난해 하반기 이후 YoY 감소세가 지속되고 있어 실적 개선폭은 다소 제한적일 것으로 보인다.

**성수기 진입과 함께 실적 점진적 개선 기대**

빙과류, 유제품 등 하절기가 성수기인 제품을 주력으로 하고 있어 동사의 실적도 2분기 이후 점차 개선될 것으로 기대된다. 메르스의 영향으로 지난해 6월에서 3분기까지 소비가 부진했음을 감안하면 올해 2Q 보다는 3Q 실적 개선폭이 더 클 것으로 예상된다. 붕어싸만코, 빵또아 등 빙과 주요제품 7종에 대한 가격인상 효과도 3Q부터 반영될 것으로 보인다. 유통계/빙과업계의 발목을 잡던 원유 공급과잉 상황도 낙농협회의 자발적인 원유 감축운동 등을 통해 최악의 상황을 지나 점차 개선되고 있으며, 업체간의 경쟁강도가 완화되고 있다는 점도 긍정적이다.

**내수경기 회복이 핵심, 목표주가 82,000 원으로 하향**

내수경기 침체, 소비부진을 반영해 실적 추정치를 하향하고 목표주가를 90,000 원에서 82,000 원으로 하향 조정한다. 다만 성수기 진입 및 기저효과에 힘입어 2Q에서 3Q로 갈수록 조금씩 실적 개선폭이 커질 것으로 예상되는 만큼 투자 의견은 매수를 유지한다. 주력인 가공유 제품 매출 성장, 빙과류 주요 제품 가격인상 효과, 중국 바나나우유 수출 회복 등 긍정적 모멘텀을 다수 보유하고 있어 주가가 추가 하락할 가능성은 낮다고 판단된다.

**영업실적 및 투자지표**

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,051	8,199	7,954	8,271	8,624	8,941
yoy	%	2.0	1.8	-3.0	4.0	4.3	3.7
영업이익	억원	507	418	309	394	452	501
yoy	%	-24.1	-17.6	-26.0	27.3	14.7	10.8
EBITDA	억원	734	661	568	642	704	759
세전이익	억원	499	487	317	435	501	553
순이익(지배주주)	억원	375	377	243	331	381	420
영업이익률%	%	6.3	5.1	3.9	4.8	5.2	5.6
EBITDA%	%	9.1	8.1	7.2	7.8	8.2	8.5
순이익률	%	4.7	4.6	3.1	4.0	4.4	4.7
EPS	원	3,805	3,824	2,468	3,364	3,867	4,266
PER	배	25.5	19.7	27.8	20.4	17.7	16.1
PBR	배	2.1	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	11.1	9.1	8.8	7.2	6.3	5.5
ROE	%	8.3	7.9	4.9	6.3	6.9	7.3
순차입금	억원	-1,501	-1,528	-1,821	-2,260	-2,415	-2,670
부채비율	%	20.8	19.5	19.2	21.2	21.1	20.8

분기별 실적 추이

(단위: 억원 %)

	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,387	2,409	1,568	1,667	2,426	1.6	45.6	2,439	-0.5
영업이익	193	132	-52	18	201	4.5	1,022.3	206	-2.3
세전이익	205	145	-84	30	211	3.0	594.9	222	-4.8
순이익	156	111	-64	24	160	2.5	570.3	167	-3.8
영업이익률	8.1	5.5	-3.3	1.1	8.3	0.2	7.2	8.5	-0.2
세전이익률	8.6	6.0	-5.4	1.8	8.7	0.1	6.9	9.1	-0.4
순이익률	6.6	4.6	-4.1	1.4	6.6	0.1	5.2	6.8	-0.2

자료: SK 증권 FN 가이드

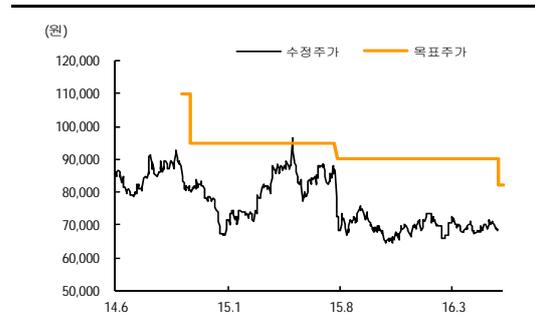
실적추정 변경

(단위: 억원 %)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	8,271	8,624	8,574	9,030	-3.5	-4.5
영업이익	394	452	498	558	-20.9	-19.0
영업이익률	4.8	5.2	5.8	6.2	-1.0	-0.9
세전이익	435	501	508	584	-14.4	-14.2
세전이익률	5.3	5.8	5.9	6.5	-0.7	-0.7
순이익	331	381	386	444	-14.1	-14.2
순이익률	4.0	4.4	4.5	4.9	-0.5	-0.5
EPS(원)	3,364	3,867	3,920	4,507	-14.2	-14.2

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.21	매수	82,000원
	2016.01.26	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



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 21일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	3,090	3,180	3,605	3,828	4,143
현금및현금성자산	61	144	794	960	1,224
매출채권및기타채권	670	683	535	557	578
재고자산	542	390	505	526	545
<b>비유동자산</b>	2,695	2,983	2,917	3,009	3,042
장기금융자산	167	462	453	453	453
유형자산	2,287	2,277	2,267	2,368	2,413
무형자산	21	25	28	31	34
<b>자산총계</b>	5,785	6,164	6,523	6,837	7,186
<b>유동부채</b>	721	723	884	932	975
단기금융부채	8	1	10	20	30
매입채무 및 기타채무	546	558	703	733	760
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	224	271	256	260	263
장기금융부채	21	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	945	995	1,140	1,192	1,238
<b>지배주주지분</b>	4,840	5,169	5,382	5,645	5,947
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	3,843	3,970	4,191	4,461	4,771
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	4,840	5,169	5,382	5,645	5,947
<b>부채외자본총계</b>	5,785	6,164	6,523	6,837	7,186

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	448	637	800	559	604
당기순이익(손실)	377	243	331	381	420
비현금성항목등	396	384	397	323	338
유형자산감가상각비	241	257	246	249	255
무형자산감가상각비	2	2	2	3	3
기타	86	82	81	-2	-2
운전자본감소(증가)	-219	111	189	-25	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-26	-16	314	-23	-20
재고자산감소(증가)	-100	152	-2	-22	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	6	-44	30	27
기타	-75	-31	-80	-10	-9
법인세납부	-105	-101	-117	-120	-133
<b>투자활동현금흐름</b>	-489	-416	-46	-292	-239
금융자산감소(증가)	-179	-215	203	0	0
유형자산감소(증가)	-363	-254	-300	-350	-300
무형자산감소(증가)	-2	-6	-6	-6	-6
기타	55	59	57	64	67
<b>재무활동현금흐름</b>	-122	-138	-102	-101	-101
단기금융부채증가(감소)	-11	-8	9	10	10
장기금융부채증가(감소)	0	-19	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-111	-111	-111	-111	-111
기타	-1	-1	0	0	-1
<b>현금의 증가(감소)</b>	-164	83	650	166	264
기초현금	224	61	144	794	960
기말현금	61	144	794	960	1,224
FCF	80	391	435	215	311

자료 : 빙그레, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	8,199	7,954	8,271	8,624	8,941
<b>매출원가</b>	5,856	5,734	5,976	6,219	6,425
<b>매출총이익</b>	2,342	2,220	2,295	2,405	2,516
매출총이익률 (%)	28.6	27.9	27.8	27.9	28.1
<b>판매비와관리비</b>	1,924	1,911	1,901	1,953	2,015
영업이익	418	309	394	452	501
영업이익률 (%)	5.1	3.9	4.8	5.2	5.6
비영업손익	69	7	41	50	52
<b>순금융비용</b>	-46	-32	-35	-43	-46
외환관련손익	6	5	5	5	5
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-4	0	0	0	0
세전계속사업이익	487	317	435	501	553
세전계속사업이익률 (%)	5.9	4.0	5.3	5.8	6.2
계속사업법인세	110	74	104	120	133
<b>계속사업이익</b>	377	243	331	381	420
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세회과	0	0	0	0	0
당기순이익	377	243	331	381	420
<b>순이익률 (%)</b>	4.6	3.1	4.0	4.4	4.7
지배주주	377	243	331	381	420
<b>지배주주귀속 순이익률 (%)</b>	4.6	3.06	4.01	4.42	4.7
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	302	439	324	373	413
<b>지배주주</b>	302	439	324	373	413
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	661	568	642	704	759

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.8	-3.0	4.0	4.3	3.7
영업이익	-17.6	-26.0	27.3	14.7	10.8
세전계속사업이익	-2.4	-34.9	37.4	15.3	10.3
EBITDA	-9.9	-14.0	13.0	9.6	7.8
EPS(계속사업)	0.5	-35.5	36.3	15.0	10.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.9	4.9	6.3	6.9	7.3
ROA	6.6	4.1	5.2	5.7	6.0
EBITDA마진	8.1	7.2	7.8	8.2	8.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	428.8	439.6	407.6	410.8	424.8
부채비율	19.5	19.2	21.2	21.1	20.8
순차입금/자기자본	-31.6	-35.2	-42.0	-42.8	-44.9
EBITDA/이자비용(배)	623.6	1,353.2	16,268.1	2,472.0	1,332.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,824	2,468	3,364	3,867	4,266
BPS	49,135	52,470	54,635	57,304	60,370
CFPS	6,291	5,098	5,884	6,424	6,885
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	25.8	39.1	21.9	19.0	17.3
PER(최저)	19.7	26.1	19.6	17.0	15.5
PBR(최고)	2.0	1.8	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	1.5	1.2	1.2	1.2	1.1
PCR	12.0	13.4	11.7	10.7	10.0
EV/EBITDA(최고)	12.5	13.7	7.9	7.0	6.2
EV/EBITDA(최저)	9.1	8.1	6.7	5.9	5.2