

SK COMPANY Analysis



Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

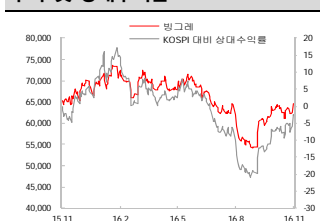
Company Data

자본금	498 억원
발행주식수	985 만주
자사주	101 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,354 억원
주요주주	
김호연(외3)	37.90%
빙그레 자사주	10.24%
외국인지분율	22.70%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(16/11/15)	64,500 원
KOSPI	1967.53 pt
52주 Beta	0.40
52주 최고가	73,600 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	21 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.4%	5.3%
6개월	-5.3%	-5.3%
12개월	-4.9%	-4.6%

빙그레 (005180/KS | 매수(유지) | T.P 75,000 원(유지))

무더위가 이끈 실적

빙과류 매출 성장, 고마진 가공유 매출 성장 등에 힘입어 3Q16 영업이익이 큰 폭 성장했다. 무더위로 인한 Q 성장도 있지만 8월 시행된 바(bar) 제품 가격정찰제 시행으로 인한 ASP 상승도 실적 개선에 기여했다. 지나친 가격할인으로 인해 왜곡된 가격구조를 정상화 하기 위해 향후 가격정찰제가 점차 확대될 전망이다. 탈지분유 재고 이슈 진정, 시유 적자 축소, 중국 바나나우유 수출 증가 등도 실적 개선에 긍정적이다.

3Q16, 영업이익 큰 폭 성장

3Q16 별도기준 실적은 매출 2,461 억원(+2.2% yoy), 영업이익 245 억원(+85.2% yoy)으로 영업이익 컨센서스(205 억원)를 크게 상회하는 호실적을 기록했다. 2Q15 이후 5개 분기 동안 매출이 감소하던 빙과부문이 약 5% 가량 성장했고, 바나나우유 판매 호조로 가공유 매출이 yoy 12% 성장했다. 매출보다 영업이익 성장률이 큰 것은 바나나우유 등 고마진 제품의 매출 성장, 8월부터 바(bar)류 아이스크림에 대한 권장소비자 가격 부착 결정에 따른 납품가격 상승, 시유 매출 감소에 따른 적자 축소 등에 기인한다.

빙과류 가격 정찰제 정착이 중요

빙과 매출 5% 성장은 무더위로 인한 물량증가 효과, 바(bar)류 제품 가격정찰제 시행으로 인한 ASP 상승이 각각 절반씩 기여했다. 날씨 상황에 따라 빙과류 Q 성장은 변동이 생길 수 있으나 가격정찰제 시행으로 인한 ASP 상승은 의미가 있다. 지난 몇 년간 빙과 업체들은 지나친 할인경쟁으로 인한 가격구조 왜곡/ASP 하락을 경험했으며, 소비 감소와 맞물려 이익 측면에서도 부진한 시기를 보냈다. 주요 업체들 사이에 지나친 경쟁 자체 및 가격 정상화에 대한 공감대가 형성되어 있었다. 빙과류 4개사는 8월부터 바(bar)류 아이스크림에 대한 권장소비자 가격 부착에 동의했고, 향후 '오픈 프라이스'로 판매되는 나머지 제품에 대해서도 점차 권장소비자 가격 부착율을 높여나갈 것으로 예상된다. 대체재 증가로 Q 성장이 쉽지 않은 빙과업체에 긍정적인 이슈로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,051	8,199	7,954	8,089	8,624	8,941
yoy	%	2.0	1.8	-3.0	1.7	6.6	3.7
영업이익	억원	507	418	309	353	452	501
yoy	%	-24.1	-17.6	-26.0	14.1	28.0	10.8
EBITDA	억원	734	661	568	602	706	761
세전이익	억원	499	487	317	379	482	534
순이익(지배주주)	억원	375	377	243	289	367	406
영업이익률%	%	6.3	5.1	3.9	4.4	5.2	5.6
EBITDA%	%	9.1	8.1	7.2	7.4	8.2	8.5
순이익률	%	4.7	4.6	3.1	3.6	4.3	4.5
EPS	원	3,805	3,824	2,468	2,934	3,722	4,120
PER	배	25.5	19.7	27.8	22.1	17.4	15.7
PBR	배	2.1	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	11.1	9.1	8.8	7.1	5.8	5.1
ROE	%	8.3	7.9	4.9	5.5	6.9	7.3
순차입금	억원	-1,501	-1,528	-1,821	-2,197	-2,348	-2,608
부채비율	%	20.8	19.5	19.2	21.5	23.8	25.4

4Q 는 비수기, 본격적인 실적개선은 1Q17 부터

동사의 제품 포트폴리오가 빙과/유제품에 집중되어 있어 동절기는 실적 둔화를 피할 수 없다. 4Q16 실적은 매출 1,661 억원(+5.9% yoy), 영업적자 30 억원(적자축소)으로 추정한다. 유제품 판매 증가, 시유 매출 감소로 인해 4Q15 영업적자 50 억원에 비해 적자폭은 축소될 것으로 예상된다. 본격적인 실적 개선 시기는 1Q17 이 될 전망이다. 고마진 가공유 매출 yoy 10% 이상 성장, 가격정찰제 시행 확대에 따른 빙과류 ASP 상승, 원유수급 안정/탈지분유 재고이슈 진정, 시유부문 적자축소 등 영업환경은 점차 개선되고 있다. 중국 바나나우유 수출도 올해 20% 이상 성장할 것으로 예상된다. 빙그레에 대해 투자의견 매수, 목표주가 75,000 원을 유지한다.

분기별 실적 추이

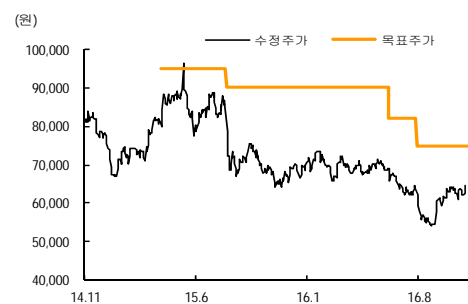
(단위: 억원 %)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	2,409	1,568	1,667	2,300	2,461	2.2	7.0	2,496	2,517	-2.2
영업이익	132	-52	18	120	245	85.2	103.2	205	205	19.4
세전이익	145	-84	30	127	248	71.2	95.8	212	213	16.5
순이익	111	-64	24	96	189	70.5	95.8	162	162	16.6
영업이익률	5.5	-3.3	1.1	5.2	9.9	4.5	4.7	8.2	8.1	1.8
세전이익률	6.0	-5.4	1.8	5.5	10.1	4.1	4.6	8.5	8.5	1.6
순이익률	4.6	-4.1	1.4	4.2	7.7	3.1	3.5	6.5	6.4	1.2

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.11.17	매수	75,000원
2016.08.16	매수	75,000원
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



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 3자에게 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 11월 17일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,090	3,180	3,513	3,761	4,082
현금및현금성자산	61	144	570	732	1,002
매출채권및기타채권	670	683	523	557	578
재고자산	542	390	493	526	545
비유동자산	2,695	2,983	2,882	2,973	3,005
장기금융자산	167	462	357	357	357
유형자산	2,287	2,277	2,331	2,430	2,472
무형자산	21	25	28	31	34
자산총계	5,785	6,164	6,395	6,733	7,087
유동부채	721	723	865	932	975
단기금융부채	8	1	10	20	30
매입채무 및 기타채무	546	558	688	733	760
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	224	271	265	363	460
장기금융부채	21	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	945	995	1,130	1,295	1,436
지배주주지분	4,840	5,169	5,265	5,438	5,651
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	4,148	4,404	4,699
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,840	5,169	5,265	5,438	5,651
부채외자본총계	5,785	6,164	6,395	6,733	7,087

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	448	637	732	556	611
당기순이익(손실)	377	243	289	367	406
비현금성항목등	396	384	347	340	355
유형자산감가상각비	241	257	246	252	257
무형자산감가상각비	2	2	2	3	3
기타	86	82	46	16	16
운전자본감소(증가)	-219	111	144	-35	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-26	-16	161	-35	-20
재고자산감소(증가)	-100	152	-104	-33	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	6	130	45	27
기타	-75	-31	-43	-13	-9
법인세납부	-105	-101	-48	-116	-128
투자활동현금흐름	-489	-416	-202	-293	-240
금융자산감소(증가)	-179	-215	44	0	0
유형자산감소(증가)	-363	-254	-301	-350	-300
무형자산감소(증가)	-2	-6	-6	-6	-6
기타	55	59	61	62	65
재무활동현금흐름	-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
현금의 증가(감소)	-164	83	427	162	270
기초현금	224	61	144	570	732
기말현금	61	144	570	732	1,002
FCF	80	391	414	207	314

자료 : 빙그레, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	8,199	7,954	8,089	8,624	8,941
매출원가	5,856	5,734	5,713	6,219	6,425
매출총이익	2,342	2,220	2,376	2,405	2,516
매출총이익률 (%)	28.6	27.9	29.4	27.9	28.1
판매비와관리비	1,924	1,911	2,024	1,953	2,015
영업이익	418	309	353	452	501
영업이익률 (%)	5.1	3.9	4.4	5.2	5.6
비영업손익	69	7	26	31	34
순금융비용	-46	-32	-35	-42	-45
외환관련손익	6	5	5	5	5
관계기업투자등 관련손익	-4	0	0	0	0
세전계속사업이익	487	317	379	482	534
세전계속사업이익률 (%)	5.9	4.0	4.7	5.6	6.0
계속사업법인세	110	74	90	116	128
계속사업이익	377	243	289	367	406
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	377	243	289	367	406
순이익률 (%)	4.6	3.1	3.6	4.3	4.5
지배주주	377	243	289	367	406
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	3.06	3.57	4.25	4.54
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	302	439	206	284	323
지배주주	302	439	206	284	323
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	661	568	602	706	761

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	1.8	-3.0	1.7	6.6	3.7
영업이익	-17.6	-26.0	14.1	28.0	10.8
세전계속사업이익	-2.4	-34.9	19.5	27.5	10.7
EBITDA	-9.9	-14.0	5.9	17.4	7.7
EPS(계속사업)	0.5	-35.5	18.9	26.9	10.7
수익성 (%)					
ROE	7.9	4.9	5.5	6.9	7.3
ROA	6.6	4.1	4.6	5.6	5.9
EBITDA마진	8.1	7.2	7.4	8.2	8.5
안정성 (%)					
유동비율	428.8	439.6	406.0	403.6	418.5
부채비율	19.5	19.2	21.5	23.8	25.4
순차입금/자기자본	-31.6	-35.2	-41.7	-43.2	-46.2
EBITDA/이자비용(배)	623.6	1,353.2	15,244.4	2,481.6	1,336.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,824	2,468	2,934	3,722	4,120
BPS	49,135	52,470	53,443	55,204	57,363
CFPS	6,291	5,098	5,458	6,306	6,764
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	25.8	39.1	25.1	19.8	17.9
PER(최저)	19.7	26.1	18.5	14.6	13.2
PBR(최고)	2.0	1.8	1.4	1.3	1.3
PBR(최저)	1.5	1.2	1.0	1.0	0.9
PCR	12.0	13.4	11.9	10.3	9.6
EV/EBITDA(최고)	12.5	13.7	8.6	7.1	6.2
EV/EBITDA(최저)	9.1	8.1	5.4	4.4	3.7