

Company Brief

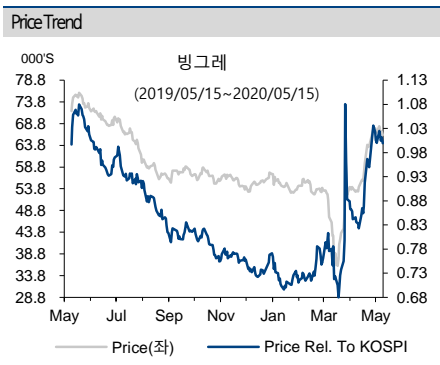
2020-05-18

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	80,000 원(상향)
증가(2020/05/15)	66,200 원
상승여력	20.8 %

Stock Indicator	
자본금	50십억원
발행주식수	985만주
시가총액	652십억원
외국인지분율	26.2%
52주 주가	36,000~75,900원
60일평균거래량	83,317주
60일평균거래대금	4.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.1	18.6	17.0	-11.5
상대수익률	21.5	32.7	27.8	-5.2



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	878	934	960	983
영업이익(십억원)	46	49	51	60
순이익(십억원)	41	37	44	51
EPS(원)	4,168	3,730	4,484	5,193
BPS(원)	57,976	60,147	63,073	66,707
PER(배)	13.3	17.7	14.8	12.7
PBR(배)	1.0	1.1	1.0	1.0
ROE(%)	7.4	6.3	7.3	8.0
배당수익률(%)	2.6	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	5.4	4.4	3.8	3.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료] 이경신
 (2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

빙그레(005180)

시장지배력을 통한 이익 선순환 기대

1Q20 Review: 시장기대치에 부합하는 영업실적 시현

빙그레의 1Q20 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,943 억원 (+9.6% YoY), 63 억원 (+1.9% YoY)으로, 시장기대치에 부합하는 영업실적을 시현했다.

1 분기 계절적 비수기임에도 불구하고 빙과 매출액은 +18.5% YoY의 성장을 기록했다. 날씨 영향도 긍정적이었으나 아이스크림 전문점을 통한 대량구매 등 코로나 19 이슈 확대에 따른 비축구매 성향이 일부 반영되었다. 다만 연초 광고비 집행에 따라 비용이 증가하면서 1Q20 이익개선은 다소 제한적이었으나, 상대적으로 코로나 19 영향이 낮은 채널을 중심으로 한 성장이 유효한 점을 감안, 현재 소비트렌드가 지속될 경우 성수기가 도래하는 2~3Q20 전사 수익에 (+)효과를 이끌어낼 것으로 판단한다.

냉장부문의 성장을 또한 +8.2% YoY 으로 견조했으며, 메인 브랜드인 바나나맛우유, 신제품효과가 더해진 호상부문 및 시장정체에도 불구하고 사이즈조정 등 전략이 유효했던 커피부문 성장 흐름이 1~2 월까지 이어진 것으로 파악된다. 그러나 본격적인 코로나 19 관련 편의점 및 마트의 냉장제품 판매 (-)영향이 3 월부터 반영되었으며, 현재 추세는 지속되고 있다는 점에서 1Q20는 상대적인 비수기로 다소 민감도가 낮았던 반면, 지속성이 유지될 경우에 대한 영업실적 조정 가능성은 일부 열어둘 필요가 있다. 다만 외부변수 악화에도 상대적으로 높은 브랜드 시장지배력을 고려한다면 이후 경쟁업체대비 빠른 회복속도를 보일 가능성에 무게를 둔다.

투자의견 BUY, 목표주가 80,000 원으로 상향

성수기 도래를 앞두고 코로나 19 영향의 지속 가능성에 대한 불확실성은 존재한다. 그러나 제품포트폴리오 부문별 메가브랜드를 보유하고 있어 주요제품이 안정적으로 회복할 경우 이익 선순환 구조를 기대할 수 있다. 따라서 이슈 이후 회복속도를 감안, 긍정적인 시각을 유지할 필요가 있다는 판단이다.

해태아이스크림 인수완료시 연간 빙과 매출액은 약 1,500 억원이 추가 반영되며, 현재 영업손실 상황임을 감안해 이익추정치의 하향조정 가능성을 염두할 필요가 있다 (연간 - 30 억원 수준). 다만 지속적으로 현금이 축적되는 구조를 고려시 인수에 대한 부담은 없으며, 인수 후 시장지배력을 바탕으로 한 시너지효과 가시화에 따라 관련된 할인폭은 축소될 가능성에 무게를 둔다. 인수 미확정 상황을 감안해 영업실적 추정치는 미반영했으나 현재 빙그레 전사 추정치가 코로나 19 로 인한 외부환경 변동성이 충분히 고려된 보수적인 수준이라는 점에서 이후 추정치 조정폭은 제한적일 전망이다. 3 월 31 일 공표당시 주가 낙폭으로 인한 target multiple (-)조정예 따른 목표주가 조정치는 회복될 필요가 있음을 감안, 목표주가를 기존 70,000 원에서 80,000 원으로 상향조정한다.

표 1. 빙그레 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
연결 매출액	177.4	249.4	264.5	187.1	194.3	268.8	280.6	190.7	855.2	878.3	934.5
개별 매출액	173.8	241.9	259.5	182.0	190.8	259.1	275.2	184.9	838.2	857.2	909.9
냉장	111.0	128.2	132.5	124.7	120.1	131.4	136.8	126.8	471.3	496.4	515.1
냉동 및 기타	62.8	113.7	127.0	57.4	70.6	127.7	138.4	58.1	366.8	360.8	394.8
기타 및 adj	3.6	7.5	5.0	5.1	3.6	9.8	5.4	5.8	17.0	21.1	24.6
YoY %	4.4%	3.0%	-2.4%	8.6%	9.6%	7.8%	6.1%	1.9%	5.0%	2.7%	6.4%
개별 매출액	4.1%	2.2%	-2.2%	7.4%	9.8%	7.1%	6.0%	1.6%	5.0%	2.3%	6.1%
냉장	4.4%	4.0%	5.3%	7.6%	8.2%	2.5%	3.3%	1.7%	-3.1%	5.3%	3.8%
냉동 및 기타	3.8%	0.3%	-8.9%	7.0%	12.6%	12.3%	9.0%	1.2%	17.6%	-1.6%	9.4%
기타 및 adj	22.0%	38.7%	-14.4%	77.3%	-0.6%	30.6%	9.3%	14.3%	5.4%	24.3%	16.4%
연결 영업이익	6.2	20.6	20.4	(1.5)	6.3	20.9	22.3	(0.3)	39.3	45.8	49.3
YoY %	119.8%	-5.7%	-19.2%	적축	1.9%	1.6%	9.3%	적축	13.3%	16.4%	7.6%
OPM %	3.5%	8.3%	7.7%	-0.8%	3.3%	7.8%	8.0%	-0.2%	4.6%	5.2%	5.3%

자료: 빙그레, 하이투자증권

표 2. 빙그레 목표주가 변경

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E	20-21 avg
당기순이익	29.6	34.2	41.1	36.7	44.2	40.5
EPS (원)	3,006	3,472	4,168	3,730	4,484	4,107
EPSG (%)	3.1%	15.5%	20.1%	-10.5%	20.2%	
PER						
high	24.3	22.8	18.2	18.3	15.2	
avg	21.6	19.1	15.5	14.6	12.1	
low	19.3	17.0	12.7	9.7	8.0	
end	21.0	20.9	13.4	17.7	14.8	
target PER (X)						17.3
Fair Price (원)						71,045
목표주가 (원)						80,000

자료: 하이투자증권

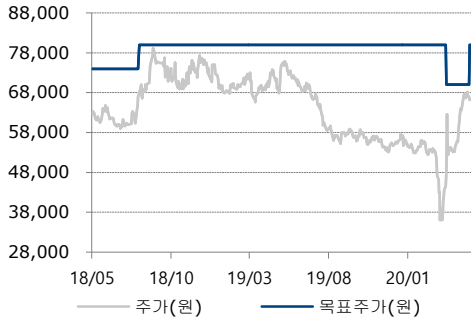
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	405	424	468	511	매출액	878	934	960	983
현금 및 현금성자산	47	16	35	51	증가율(%)	2.7	6.4	2.7	2.4
단기금융자산	241	277	299	323	매출원가	647	690	710	722
매출채권	60	79	82	84	매출총이익	231	245	250	261
재고자산	44	38	39	40	판매비와관리비	185	195	199	201
비유동자산	280	297	284	278	연구개발비	6	6	6	6
유형자산	215	232	219	213	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	6	6	6	6	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	685	721	752	789	영업이익	46	49	51	60
유동부채	94	102	104	106	증가율(%)	16.4	7.6	2.6	18.2
매입채무	41	53	59	63	영업이익률(%)	5.2	5.3	5.3	6.1
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	6	9	12	18
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	0	-	-	-
비유동부채	19	19	19	19	지분법이익(손실)	-	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	-2	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	53	55	58	67
부채총계	114	121	124	125	법인세비용	12	12	14	16
자배주주지분	571	593	621	657	세전계속이익률(%)	6.0	5.9	6.1	6.8
자본금	50	50	50	50	당기순이익	41	43	44	51
자본잉여금	65	65	65	65	순이익률(%)	4.7	4.6	4.6	5.2
이익잉여금	481	505	537	576	지배주주귀속 순이익	41	37	44	51
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	-	7	7	7	총포괄이익	38	40	41	48
자본총계	571	599	628	664	지배주주귀속총포괄이익	38	40	41	48

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	63	67	73	78	주당지표(원)				
당기순이익	41	43	44	51	EPS	4,168	3,730	4,484	5,193
유형자산감가상각비	-	32	32	32	BPS	57,976	60,147	63,073	66,707
무형자산상각비	1	2	2	2	CFPS	4,312	7,100	7,859	8,572
지분법관련손실(이익)	-	0	0	0	DPS	1,450	1,400	1,400	1,400
투자활동 현금흐름	-31	-58	-44	-46	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-27	-26	-26	-26	PER	13.3	17.7	14.8	12.7
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.0	1.1	1.0	1.0
금융상품의 증감	-4	-36	-22	-24	PCR	12.8	9.3	8.4	7.7
재무활동 현금흐름	-18	-19	-18	-18	EV/EBITDA	5.4	4.4	3.8	3.0
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	7.4	6.3	7.3	8.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	5.4	8.8	8.7	9.5
배당금지급	-12	-13	-12	-12	부채비율	19.9	20.3	19.7	18.9
현금및현금성자산의증감	14	-31	19	16	순부채비율	-50.4	-48.9	-53.3	-56.4
기초현금및현금성자산	32	47	16	35	매출채권회전율(x)	14.3	13.4	11.9	11.9
기말현금및현금성자산	47	16	35	51	재고자산회전율(x)	21.2	22.6	24.7	24.7

자료: 빙그레, 하이투자증권 리서치

빙그레
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-08-16	Buy	80,000	1년	-11.6%	-1.0%
2019-08-16	Buy	80,000	1년	-31.7%	-25.4%
2020-03-31	Buy	70,000	1년	-14.5%	-2.6%
2020-05-18	Buy	80,000	1년		

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-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - 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 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-