

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

빙그레 (005180KS | Buy 신규 | TP 83,000원 신규)

날씨와 함께 달아오르는 주가

빙그레에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 83,000원을 신규 제시합니다. 국내 아이스크림 시장의 지속적인 축소에도 불구하고, 코로나19 여파로 인한 가정 내 간식 수요 증가 및 날씨 효과에 따라 동사의 빙과 부문 실적은 호조를 보일 것으로 전망합니다. 이밖에 해태제과 빙과 사업 인수, 해외 수출 확대 등으로 장기 성장 동력 확보 가능한 점도 긍정적입니다.

2Q20 동향 및 탐방후기

- 냉장 부문: 본격 개학 시즌 도래에도 불구하고 코로나19에 따른 지연 이슈로 학교 주변 상권에서 많이 판매되는 가공유(바나나맛 우유 등), 커피 품목의 성장률이 한자리 초반으로 둔화. 그러나, 요거트 및 흰우유는 지난 1Q20의 성장세가 지속되고 있는 상황. 특히 요거트는 시장 경쟁 완화로 회복 추세에 있는 가운데, 면역력에 대한 관심 증가에 따라 호조. 기능성 더한 신제품 출시와 신규 모델 선정 통한 공격적 마케팅으로 대응 중
- 냉동 부문: 예년 대비 출시 않았던 날씨, 코로나19에 따른 가정 내 간식 수요 증가, 비수기임에도 활발한 마케팅 등으로 지난 1Q20 매출 성장세 견조했으며, 2Q20에도 달라진 점 없는 것으로 파악. 특히, 전년도 성수기(2Q19, 3Q19)의 기저효과 감안하면 고성장세 유지될 가능성 높으며, 빙과 품목의 높은 수익성으로 마케팅 확대에도 불구하고 전사 이익률 방어에 기여 전망

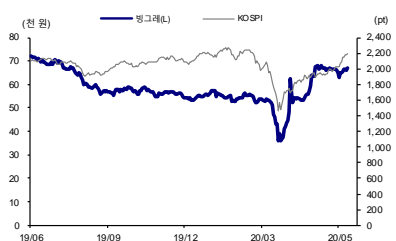
해태제과 아이스크림 사업 인수, 해외(베트남) 진출 확대로 시장 내 지위 더욱 확고해질 전망

- 동사는 지난 4월 해태제과 아이스크림 사업을 인수. 이에 따라 국내 빙과 시장은 롯데제과, 롯데삼강, 빙그레 등 3개 업체(3사 합계 M/S 85% 추산)로 재편. 이를 통해 기존 동사가 상대적으로 열위에 있었던 콘 타입(해태제과 대표 브랜드: 부라보콘 등) 빙과류 보장 가능한 점도 긍정적
- 해외 사업의 경우 작년을 기점으로, 기존의 브라질 법인 편출되었으나 베트남 법인 신설. 장기적 관점에서 아세안 시장 확대 기대. 현재 주요 해외 법인인 미국 및 중국의 경우 올해 10% 이상의 성장률 전망

투자 의견 Buy 및 목표주가 83,000원 신규 제시

- 목표주가 PER, PBR 평균으로 산출. 현재 주가는 2020F PER 15배, PBR 1.1배로 역사적 하단 구간. 전방 산업의 침체에도, 향후 시장 재편에 따른 독과점 지위 강화와 해외 사업 확대, ROE 개선 등의 요소를 고려할 필요 있다고 판단

Stock Data



주가(6/9)	66,900원		
액면가	5,000원		
시가총액	659십억원		
52주 최고/최저가	72,300원/ 36,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	25.3	26.0
상대주가(%)	-11.1	11.9	20.2

경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	855	878	938	979	1,024
영업이익	(십억원)	39	46	49	54	60
영업이익률	(%)	4.6	5.2	5.3	5.5	5.8
지배주주순이익	(십억원)	34	41	43	47	51
EPS	(원)	3,472	4,168	4,408	4,774	5,187
증감률	(%)	15.5	20.1	5.8	8.3	8.6
PER	(배)	20.9	13.4	15.2	14.0	12.9
PBR	(배)	1.3	0.9	1.1	1.0	0.9
ROE	(%)	6.4	7.4	7.4	7.6	7.8
EV/EBITDA	(배)	6.8	3.5	4.3	3.7	3.1
순차감금	(십억원)	-269	-279	-312	-347	-385
부채비율	(%)	20.0	19.9	20.2	19.9	19.6

빙그레 | 날씨와 함께 달아오르는 주가

방식	내용	금액	비고
①PER	12M fwd EPS (원)	4,573	
	Target PER (배)	16.5	음식료(가공식품) 업체 평균 PER 대비 10% 할증 할증근거: 독과점 시장 내 지위 강화, 해외 사업 확대
	주당가치 (원)	75,455	
②PBR	12M fwd BPS (원)	65,012	
	Target PBR (배)	1.4	Historical 평균 PBR 부여, ROE 개선 추이 고려
	주당가치 (원)	91,017	
적정주가 (원)		83,236	
목표주가 (원)		83,000	
현재가 (원)		66,900	
Upside Potential		24.1%	

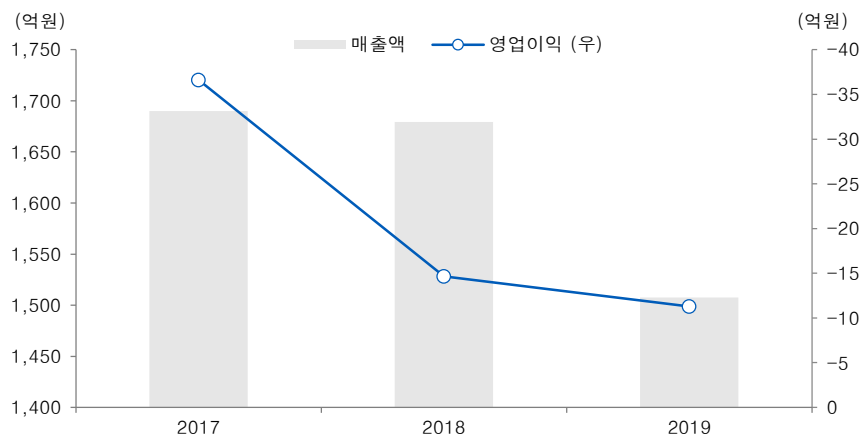
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 2020.3.31. 해태제과 아이스크림 사업 인수 관련 내용

항목	내용
인수대상	해태아이스크림 주식회사
주요 제품	부라보콘(1970년 런칭), 누가바(1974년 런칭), 바밤바(1976년 런칭) 등 (*빙그레 주요 제품: 투게더, 메로나, 비비빅, 봉어싸만코, 플레도르, 더위사냥 등)
인수 목적	시너지 효과 창출 및 아이스크림 사업역량 강화 (*해태제과 양도 목적: 현금유동성 확보, 재무구조 개선 및 과자공장 효율성 제고)
인수 금액	1,400 억원 현금 지급
지분율	100%

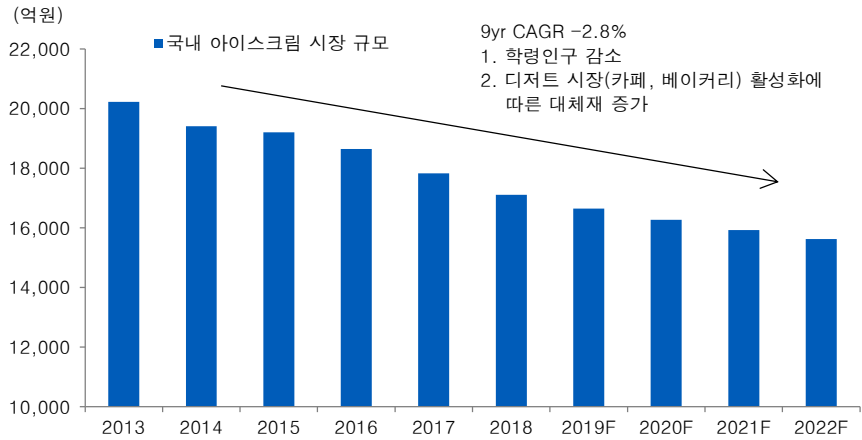
자료: 빙그레, 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 해태제과 아이스크림 부문 실적 추이



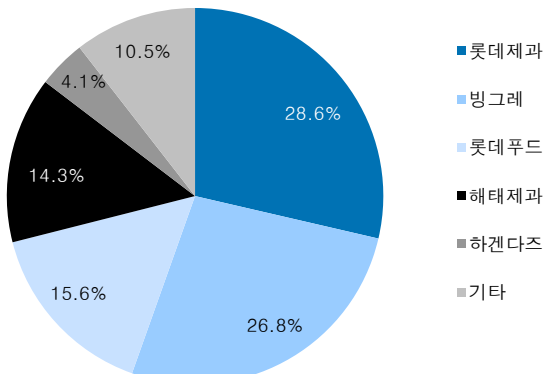
자료: 해태제과, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 국내 빙과 시장 규모 추이 및 전망



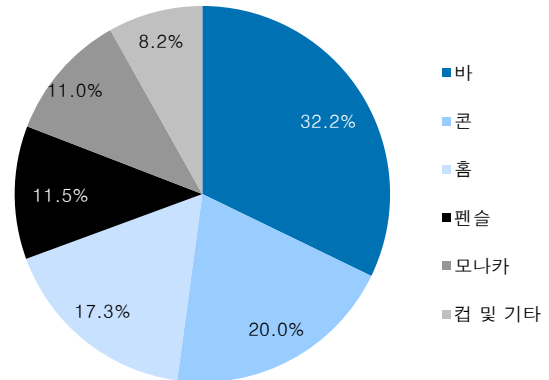
자료: 유로모니터, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 국내 빙과 시장 업체별 점유율 (3Q19 누적 기준)



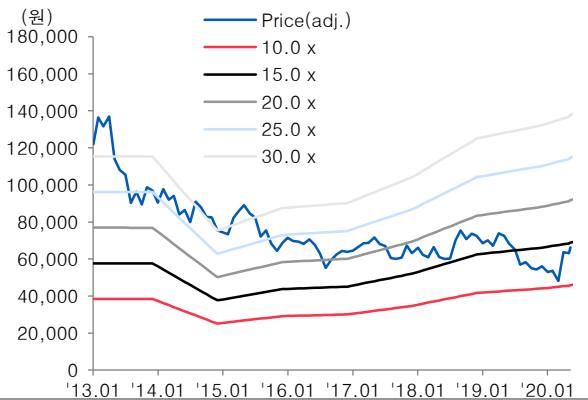
자료: 한국농수산식품유통공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 국내 빙과 시장 유형별 점유율 (2019 기준)



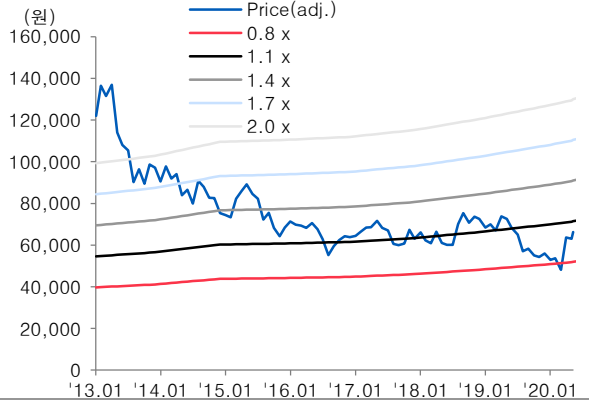
자료: 한국농수산식품유통공사, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 빙그레 12M fwd PER Band Chart



자료: 빙그레, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 빙그레 12M fwd PBR Band Chart



자료: 빙그레, 케이프투자증권 리서치본부

빙그레 | 날씨와 함께 달아오르는 주가

표 3. 빙그레 실적 전망 Table

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액(억원)	TOTAL	1,774	2,494	2,645	1,871	1,943	2,649	2,839	1,951	8,783	9,382	9,791
	냉장	1,105	1,287	1,325	1,247	1,201	1,337	1,385	1,297	4,964	5,220	5,475
	내수	1,052	1,220	1,260	1,173	1,124	1,258	1,313	1,217	4,705	4,912	5,134
	수출	53	67	65	73	77	79	72	80	259	308	341
	냉동	632	1,132	1,270	574	706	1,236	1,404	602	3,608	3,949	4,101
	내수	555	978	1,186	516	620	1,066	1,309	538	3,235	3,534	3,640
	수출	77	154	84	57	86	171	95	64	373	415	461
yoY %	TOTAL	4.4	3.0	-2.4	8.6	9.6	6.2	7.3	4.2	2.7	6.8	4.4
	냉장	3.9	4.4	5.3	7.6	8.7	3.9	4.5	4.0	5.3	5.2	4.9
	내수	2.3	3.9	4.6	5.6	6.9	3.1	4.2	3.7	4.1	4.4	4.5
	수출	50.4	15.2	21.0	55.8	44.0	18.9	10.0	9.2	33.0	19.1	10.6
	냉동	4.6	-0.1	-8.9	7.0	11.7	9.2	10.6	5.0	-1.6	9.5	3.9
	내수	2.5	-4.9	-9.8	6.1	11.8	9.0	10.4	4.3	-4.0	9.2	3.0
	수출	22.0	47.3	4.4	16.5	11.0	10.6	12.7	11.4	25.2	11.3	11.1
Salesportion %	냉장	62.3	51.6	50.1	66.6	61.8	50.5	48.8	66.5	56.5	55.6	55.9
	내수	59.3	48.9	47.6	62.7	57.9	47.5	46.2	62.4	53.6	52.4	52.4
	수출	3.0	2.7	2.5	3.9	4.0	3.0	2.5	4.1	2.9	3.3	3.5
	냉동	35.7	45.4	48.0	30.7	36.3	46.7	49.5	30.9	41.1	42.1	41.9
	내수	31.3	39.2	44.8	27.6	31.9	40.2	46.1	27.6	36.8	37.7	37.2
	수출	4.4	6.2	3.2	3.1	4.4	6.4	3.3	3.3	4.2	4.4	4.7
영업이익 (억원)	TOTAL	62	206	204	(15)	63	221	222	(12)	458	494	542
yoY %	TOTAL	119.8	(5.7)	(19.2)	적지	1.9	7.2	8.7	적지	16.4	7.8	9.8
OPM (%)	TOTAL	3.5	8.3	7.7	(0.8)	3.3	8.3	7.8	(0.6)	5.2	5.3	5.5
yoY %p	TOTAL	1.8	(0.8)	(1.6)	5.4	(0.2)	0.1	0.1	0.1	0.6	0.0	0.3

자료: 빙그레, 케이프투자증권 리서치본부

빙그레 | 날씨와 함께 달아오르는 주가

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	405	446	487	532	매출액	878	938	979	1,024
현금및현금성자산	47	63	88	114	증가율(%)	2.7	6.8	4.4	4.6
매출채권 및 기타채권	60	65	67	70	매출원가	647	684	717	747
재고자산	44	47	49	52	매출총이익	231	254	262	278
비유동자산	280	276	274	272	매출총이익률(%)	26.3	27.1	26.7	27.1
투자자산	26	26	26	26	판매비와 관리비	185	205	207	218
유형자산	215	213	211	210	영업이익	46	49	54	60
무형자산	6	5	4	3	영업이익률(%)	5.2	5.3	5.5	5.8
자산총계	685	723	761	804	EBITDA	79	80	84	89
유동부채	94	101	105	110	EBITDA M%	9.0	8.5	8.6	8.6
매입채무 및 기타채무	75	80	84	88	영업외손익	7	7	7	7
단기차입금	0	0	0	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	7	6	7	8
비유동부채	19	21	21	22	기타영업외손익	1	1	0	-1
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	53	57	61	66
부채총계	114	121	126	132	법인세비용	12	13	14	15
지배기업소유지분	571	601	635	672	당기순이익	41	43	47	51
자본금	50	50	50	50	지배주주순이익	41	43	47	51
자본잉여금	65	65	65	65	지배주주순이익률(%)	4.7	4.6	4.8	5.0
이익잉여금	481	511	544	581	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-24	-24	-24	-24	기타포괄이익	-3	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	38	43	47	51
자본총계	571	601	635	672	EPS 증가율(% , 지배)	20.1	5.8	8.3	8.6
총차입금	9	9	9	10	이자손익	6	6	7	8
순차입금	-279	-312	-347	-385	총외화관련손익	1	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	63	66	69	71	총발행주식수(천주)	9,851	9,851	9,851	9,851
영업에서 창출된 현금흐름	74	80	83	87	시가총액(십억원)	552	652	652	652
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	56,000	66,900	66,900	66,900
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	4,168	4,408	4,774	5,187
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	60,259	63,321	66,704	70,454
법인세부담액	-11	-13	-14	-15	DPS(원)	1,450	1,500	1,550	1,600
투자활동 현금흐름	-31	-37	-31	-31	PER(X)	13.4	15.2	14.0	12.9
유동자산의 감소(증가)	-4	-16	-11	-12	PBR(X)	0.9	1.1	1.0	0.9
투자자산의 감소(증가)	-4	0	0	0	EV/EBITDA(X)	3.5	4.3	3.7	3.1
유형자산 감소(증가)	-27	-27	-27	-27	ROE(%)	7.4	7.4	7.6	7.8
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	ROA(%)	6.1	6.2	6.3	6.5
재무활동 현금흐름	-18	-13	-13	-14	ROIC(%)	14.5	15.3	16.9	18.7
사채및차입금증가(감소)	9	0	0	0	배당수익률(%)	2.6	2.2	2.3	2.4
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	19.9	20.2	19.9	19.6
배당금 지급	-12	-13	-13	-14	순차입금(자기자본%)	-48.8	-51.8	-54.7	-57.3
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	429.7	443.1	463.7	483.6
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	231.2	122.6	130.9	140.6
현금증감	14	17	24	26	총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.3
기초현금	32	47	63	88	매출채권 회전율	14.3	15.0	14.9	14.9
기말현금	47	63	88	114	재고자산 회전율	21.2	20.5	20.2	20.3
FCF	35	39	42	44	매입채무 회전율	8.4	8.8	8.8	8.7

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

빙그레(005180) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-05-04	2018-10-15	2020-06-09	2020-06-09	
투자의견	Hold	Hold	담당자 변경	Buy	
목표주가	73,000원	80,000원		83,000원	
제시일자					
투자의견					
목표주가					
제시일자					
투자의견					
목표주가					

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-05-04	Hold	73,000원	-10.12	8.49
2018-10-15	Hold	80,000원	-14.52	-3.38
2019-10-15	1년경과	80,000원	-30.01	-14.75
2020-06-09	담당자 변경			
2020-06-09	Buy	83,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(94.86%) · 매도(0.00%) · 중립(5.14%)	* 기준일 2020.03.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.