

빙그레(005180)

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

예상보다 강한 회복

빙과 매출액 14% 증가하며 영업이익 24% 증가
 발효유도 프로모션 강화되며 저성장에서 벗어나
 빙과시장 수년간 호조 예상. 바나나맛우유 가격 인상되면 이익 급증 예상

매수(유지)

목표주가: 87,000원(유지)

Facts : 예상대로 영업이익 급증

매출액, 영업이익, 순이익이 전년동기대비 각각 6.3%, 23.6%, 24.2% 증가하며 우리 예상과 컨센서스에 부합했다. 매출액은 빙과와 유음료가 각각 14%, 3% 증가하며 올해 들어 가장 높은 증가율을 기록했다. 전분기에서 이연됐던 마케팅비는 이번 분기에 판매가 다소 부진했던 발효유와 신제품에 풍부하게 집행되었다. 판매비 증가에도 불구하고 부가가치가 상대적으로 높은 빙과의 매출액이 크게 증가해 영업이익률은 전년동기대비 1.3%p나 높아졌다.

Stock Data

KOSPI(11/13)	2,071
주가(11/13)	69,600
시가총액(십억원)	686
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저(원)	79,200/59,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,745
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/31.6
주요주주(%)	김호연 외 3인 40.9
	국민연금 6.3

Pros & cons : 빙과 매출액 14% 증가

2분기에 전년동기대비 7% 증가했던 빙과 매출액은 3분기에는 전년동기대비 14% 급증했다. 폭염 효과가 있지만, 이외에도 빙과시장이 2015년 이후 턴어라운드 하고 있다는 사실, 그리고 동사의 점유율이 상승했다는 점을 기억해야 한다. 국내 빙과시장은 2015년 이후 물량이 더 이상 감소하지 않고 소폭 증가하는 모습을 보였다. 또 업계의 가격 정찰제 정착 노력으로 ASP도 꾸준히 향상되고 있다. 3분기에는 동사의 빙과 점유율도 오른 것으로 추산된다. 여름 매출이 큰 바(bar)의 선두 주자로서의 강점이 발휘된데다, 브랜드력이 강해 수요 증가 시기에 더 빠른 회전율을 보인 것으로 추정된다. 유음료 매출액은 전년동기대비 3% 정도로 낮게 증가했지만 기저 효과가 약했기 때문에 우려할 필요는 없어 보인다. 오히려 유음료 경쟁사의 가격 인상으로 제품가격 인상 확률이 높아져 상황은 호전됐다.

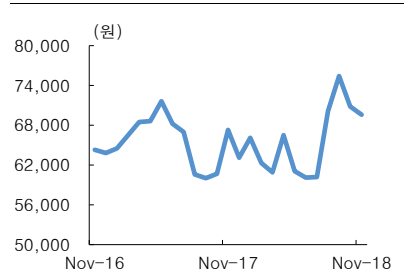
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.8	15.0	13.1
PBR(x)	1.1	1.2	1.1
ROE(%)	5.6	7.6	8.2
DY(%)	2.0	2.0	2.2
EV/EBITDA(x)	6.2	5.4	4.6
EPS(원)	3,349	4,644	5,309
BPS(원)	55,965	58,877	62,296

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.2)	8.1	9.4
KOSPI 대비(%p)	(1.0)	24.5	27.6

주가추이



자료: FnGuide

Action : 빙과의 구조적 개선과 유음료 가격 인상에 주목해야

국내 빙과 2인자인 동사는 앞으로 수년간 빙과시장 회복의 수혜를 입을 전망이다. 2019년 여름에 기상이 올해만큼 좋지 않아도, 가격 정찰제 정착에 따른 ASP 상승 효과만으로도 빙과 매출액은 꾸준히 증가할 것이다. 원가 부담이 작은 빙과사업의 특성상 매출액 증가는 수익률 상승으로 이어져 이익 증가 폭이 커질 것으로 예상된다. 또 서울우유, 남양유업에 이어 동사가 바나나맛우유나 흰우유의 가격을 올릴 개연성이 크다. 편의점의 최고 매출 브랜드인 바나나맛우유는 2017년 기준 매출액이 약 2천억원에 달하며 영업이익 기여도도 가장 큰 품목이다. 우리의 민감

이경주

kjlee@truefriend.com

도 모델에 따르면 바나나맛우유의 가격이 1% 인상되면 EPS(2018년)는 3.6% 증가한다. 경쟁사의 가격 인상 폭과 유사한 5%를 적용하면 17.9%의 EPS 증가 효과가 발생한다. 흰우유 매출액은 5백억원 정도, 유음료 전체의 매출액은 연간 4,900억원 수준으로 일부 품목이라도 가격이 오른다면 수익성은 빠르게 향상될 것이다. 목표주가 87,000원을 유지하며 섹터 내 Top picks 중 한 종목으로 매수 추천한다.

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	255.1	159.5	169.8	242.0	271.1	12.0	6.3	268.6
영업이익	20.4	(1.5)	2.8	21.9	25.2	15.5	23.6	25.3
영업이익률(%)	8.0	(0.9)	1.6	9.0	9.3			9.4
세전이익	21.2	9.2	4.1	23.5	26.5	12.9	25.1	26.1
순이익	16.3	6.8	3.8	17.8	20.3	14.2	24.2	19.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	830.6	850.8	2.4	877.7	900.3	2.6
영업이익	48.8	51.0	4.5	56.0	58.5	4.4
지배주주순이익	39.4	41.1	4.2	45.1	46.9	4.1

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 PER valuation

(단위: 원, 배)

			2015	2016	2017	2018F	2019F	Average (2015~2017)
수정 EPS			2,851	3,329	3,257	4,644	5,309	
수정 PER	A		24.0	19.2	19.4	15.0	13.1	20.9
Peer group	한국 음식료회사	B	20.7	14.5	18.3	15.4	13.6	17.8
	세계 유가공회사		20.5	19.9	25.4	19.8	17.7	21.9
	평균	C	20.6	17.2	21.8	17.6	15.6	19.9
PER premium	A/B-1		16.3%	32.1%	6.2%	(2.9%)	(3.6%)	18.2%
	A/C-1		16.8%	11.3%	(11.2%)	(15.0%)	(16.1%)	5.6%
적정 PER premium						18.2%	18.2%	
적정 PER						18.2	16.1	
적정주가						84,738	85,335	
현재주가						69,600	69,600	
상승여력						21.7%	22.6%	

주: 1. 수정EPS와 수정PER은 유가증권매각차익 등 일회성손익을 제거하고 산출. 11월 13일 종가 기준, 2. 2018F와 2019F 목표 PER은 역사적 평균(2015~2017년 평균)을 적용
자료: 한국투자증권

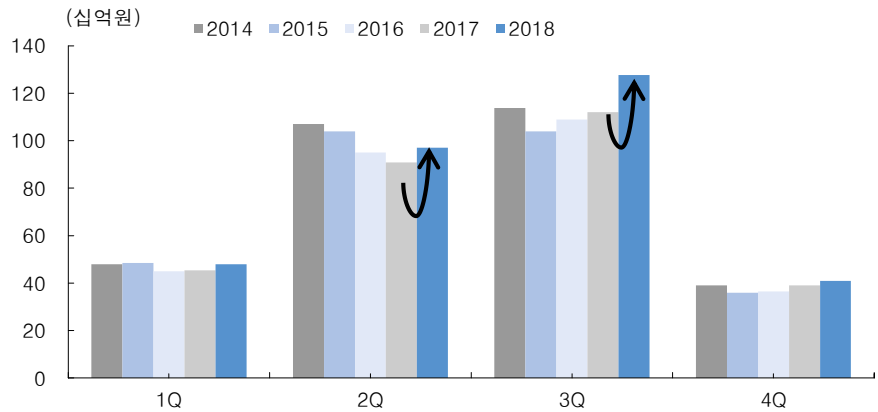
<표 4> PER valuation(보유 현금을 시가총액에서 차감한 경우)

(단위: 원, 배)

		2015	2016	2017	2018F	2019F	Average (2015~2017)	
수정EPS		2,851	3,329	3,257	4,644	5,309		
수정PER(시총-기말현금)	A	19.4	14.0	13.7	10.6	8.9	15.7	
Peer group	한국 음료회사	B	20.7	14.5	18.3	15.4	13.6	17.8
	세계 유가공회사		20.5	19.9	25.4	19.8	17.7	21.9
	평균	C	20.6	17.2	21.8	17.6	15.6	19.9
PER premium	A/B-1	(5.9%)	(3.6%)	(24.8%)	(31.4%)	(34.9%)	(11.4%)	
	A/C-1	(5.5%)	(18.7%)	(37.1%)	(39.9%)	(43.4%)	(20.5%)	
적정 PER premium				(11.4%)	(11.4%)			
적정 PER				13.7	12.0			
적정주가				89,918	94,713			
현재주가				69,600	69,600			
상승여력				29.2%	36.1%			

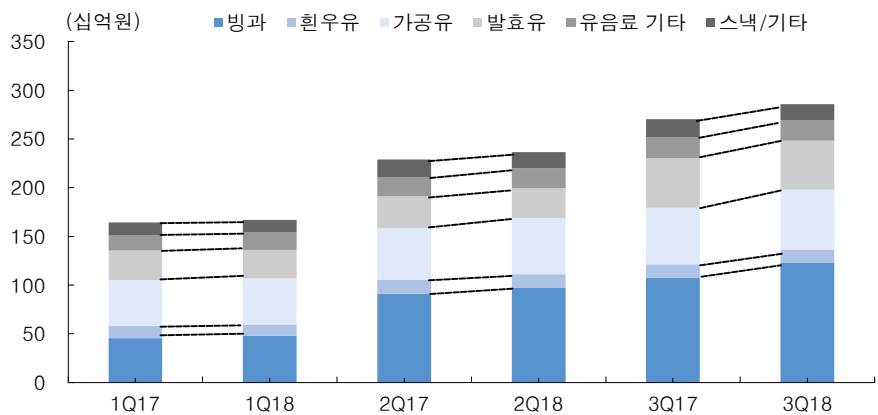
주: 1. 수정 EPS와 수정 PER은 유가증권매각차익 등 일회성손익을 제거하고 산출. 11월 13일 종가 기준, 2. 2018F와 2019F 목표 PER은 역사적 평균(2015~2017년 평균)을 적용
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 빙과 분기별 매출액 동향



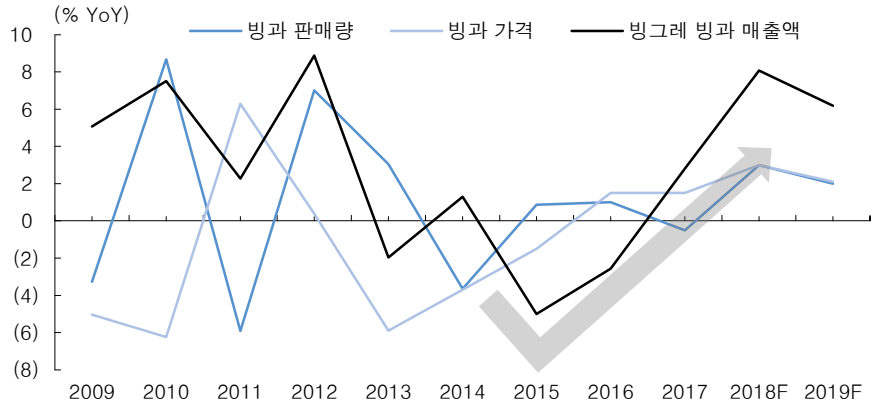
자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 2] 유음료 매출액 동향



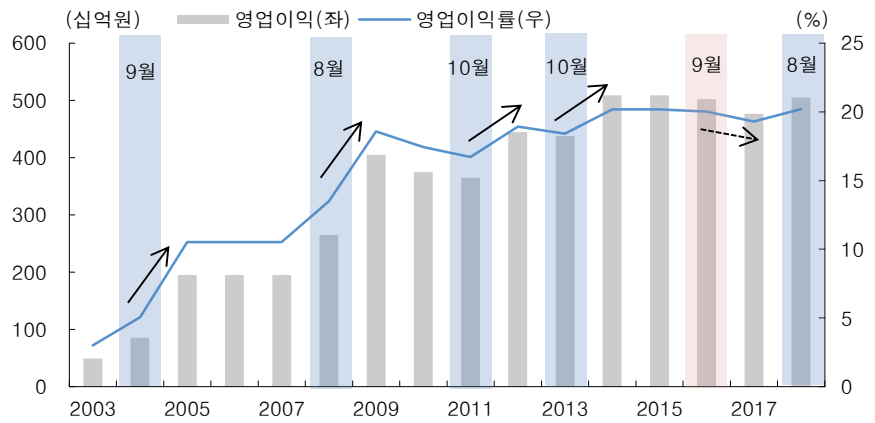
자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 3] 빙과 판매량과 매출액 증감률 및 가격 상승률



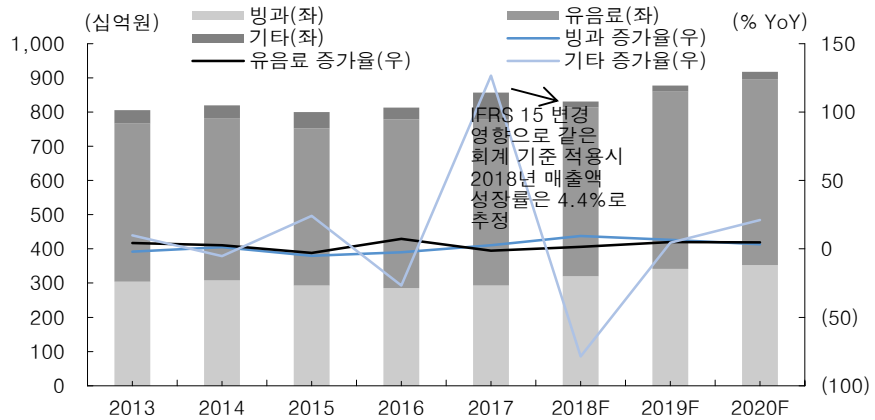
자료: 빙그레, 한국투자증권

[그림 4] 흰우유-원유의 가격 스프레드와 영업이익률 추이



주: 1. 음영에 표시된 월은 2016년을 제외하고는 원유가격 인상으로 서울우유의 흰우유가격 인상된 월. 2016년에는 원유가격 인하로 흰우유가격도 인하
 2. 영업이익 및 영업이익률은 2003년 이 제품의 영업이익률 3%로 가정하고 이후 원유비용 증가 외 비용 증가는 없다는 가정으로 산출된 것. 1리터 흰우유 1팩 기준
 자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 5] 부문별 매출액 전망



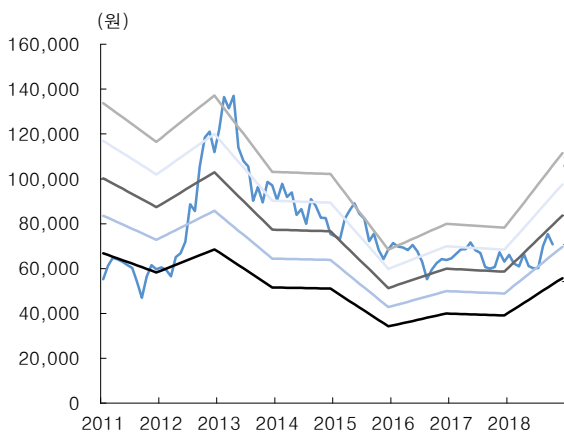
자료: 빙그레, 한국투자증권

<표 5> 바나나맛우유 가격과 빙과 매출액 변화에 따른 EPS 증가율

		EPS 증가율		EPS 증가율	
바나나맛우유 가격 인상률	(6.0%)	(21.5%)	빙과 매출액 증가율	(6.0%)	(35.6%)
	(4.0%)	(14.3%)		(4.0%)	(23.7%)
	(2.0%)	(7.2%)		(2.0%)	(11.9%)
	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%
	1.0%	3.6%		1.0%	5.9%
	4.0%	14.3%		4.0%	23.7%
	7.0%	25.1%		7.0%	41.5%

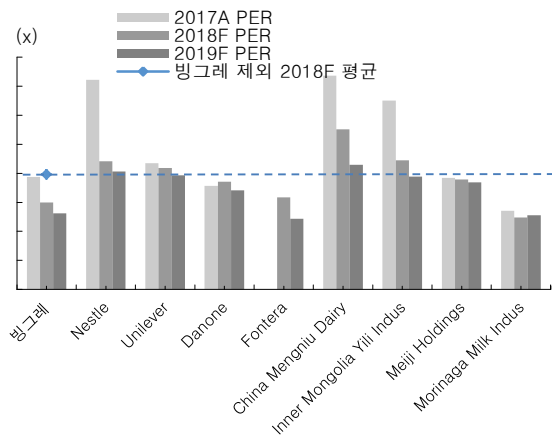
주: EPS는 2018F 기준
자료: 한국투자증권

[그림 6] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 7] Global peer와의 PER 비교



주: 11월 13일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

빙그레는 1967년 9월 13일에 주식회사 대일양행으로 설립되었으며 1982년 2월에 상호를 현재의 '빙그레'로 변경하였습니다. 당사는 우유처리공장 및 동제품 판매업을 주된 영업목적으로 하고 있으며, 종속회사인 BC F&B Brasil Ltda.와 BC F&B Shanghai Co., Ltd., BC F&B USA Corp.는 식품의 수입, 수출, 유통 등을 주된 영업목적으로 하고 있음. 빙그레의 주요 사업 분야는 아이스크림, 스낵, 유음료 사업임. 빙그레의 대표브랜드로는 '투게더', '요플레', '바나나맛우유', '메로나' 등이 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	346	362	386	413	445
현금성자산	21	23	47	45	52
매출채권및기타채권	70	76	75	80	83
재고자산	34	39	38	41	42
비유동자산	278	273	279	292	303
투자자산	27	25	25	26	27
유형자산	226	221	227	237	245
무형자산	3	5	5	6	6
자산총계	624	636	665	704	748
유동부채	83	94	94	100	104
매입채무및기타채무	71	79	79	84	88
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	19	13	13	14	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	102	107	107	113	118
지배주주지분	522	529	558	591	630
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
기타자본	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
이익잉여금	417	434	463	497	535
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	522	529	558	591	630

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	66	42	68	71	78
당기순이익	29	30	41	47	53
유형자산감가상각비	25	25	25	26	26
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	3	(6)	1	(2)	(2)
기타	9	(7)	0	(1)	0
투자활동현금흐름	(50)	(28)	(32)	(60)	(57)
유형자산투자	(26)	(23)	(32)	(36)	(35)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(28)	(9)	0	(1)	(1)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	4	5	1	(22)	(20)
재무활동현금흐름	(11)	(11)	(12)	(13)	(14)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(0)	0	0	0	0
배당금지급	(11)	(11)	(11)	(12)	(13)
기타	0	0	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	4	2	24	(2)	7

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

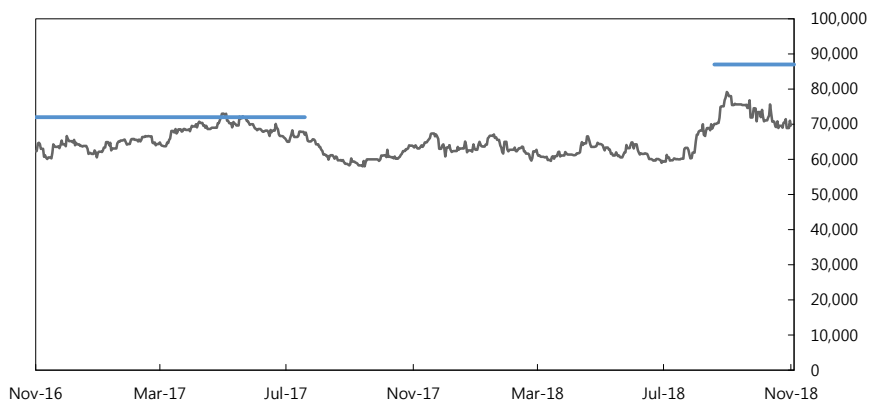
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	813	857	851	900	941
매출원가	567	612	628	659	686
매출총이익	246	246	223	241	255
판매관리비	209	211	172	183	189
영업이익	37	35	51	58	66
금융수익	5	15	4	5	5
이자수익	4	4	4	5	5
금융비용	1	1	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	48	54	62	69
법인세비용	8	18	13	15	17
연결당기순이익	29	30	41	47	53
지배주주지분순이익	29	30	41	47	53
기타포괄이익	(13)	(11)	0	0	0
총포괄이익	16	18	41	47	53
지배주주지분포괄이익	16	18	41	47	53
EBITDA	63	60	77	85	93

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,249	3,349	4,644	5,309	5,949
BPS	55,245	55,965	58,877	62,296	66,199
DPS	1,250	1,250	1,400	1,500	1,600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.7	5.4	(0.8)	5.8	4.5
영업이익증가율	17.5	(6.8)	47.0	14.6	12.1
순이익증가율	16.1	3.1	38.6	14.3	12.0
EPS증가율	16.1	3.1	38.7	14.3	12.0
EBITDA증가율	8.8	(4.7)	28.2	10.5	9.3
수익성(%)					
영업이익률	4.6	4.0	6.0	6.5	7.0
순이익률	3.5	3.5	4.8	5.2	5.6
EBITDA Margin	7.7	7.0	9.0	9.4	9.8
ROA	4.6	4.7	6.3	6.9	7.2
ROE	5.5	5.6	7.6	8.2	8.6
배당수익률	2.0	2.0	2.0	2.2	2.3
배당성향	38.5	37.3	30.1	28.3	26.9
안정성					
순차입금(십억원)	(217)	(226)	(251)	(270)	(296)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	19.6	18.8	15.0	13.1	11.7
PBR	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	6.2	6.2	5.4	4.6	4.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
빙그레 (005180)	2016.09.19	매수	72,000원	-8.8	1.4
	2017.08.01	중립	-	-	-
	2018.08.01	1년경과	-	-	-
	2018.08.31	매수	87,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 13일 현재 빙그레 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.