



# 빙그레 (005180)

## 4Q부터 계절적 비수기로 재진입

2018년 11월 13일

음식료 Analyst 박애란  
02-6114-2939 aeranp@kbf.com

### 투자 의견 Hold와 목표주가 77,000원 유지

빙그레에 대해 투자 의견 Hold와 목표주가 77,000원 (표 3)을 유지한다. 목표주가는 Fwd 12개월 예상 EPS 4,250원에 PER 12.0배 (기준과 동일, 유업계 특성과 구조적인 빙과 수요 위축 고려하여 업종 평균 20% 할인)를 적용한 주당 영업가치와 보유 순현금 2,652억원을 반영한 값이다. Implied PER은 18.1배로 업종 평균보다 20% 이상 높다. ① 2Q에 이어 3Q에도 호실적을 기록했으나, 단기 기상여건 영향이 크고, ② 4Q부터 당분간 계절적 비수기에 진입하며, ③ 미국 법인의 고성장은 긍정적이나, 아직 규모가 작아 추가적인 할증 근거로는 부족하다.

### 3Q 영업이익 23.6% 증가 시현, 2Q에 이어 빙과 실적 개선 부각

빙그레의 3Q 실적은 매출액 2,711억원 (+1.0% YoY, IFRS15 미적용 시 +6.3%)과 영업이익 252억원 (+23.6% YoY, 영업이익률 9.3%)을 시현했다. KB증권 추정치와 시장 컨센서스에 부합했다. 2Q에 이어 빙과 실적 개선이 부각되었다. ① 여름철 폭염 속 성수기 효과 확대, ② 수익성이 뛰어난 프리미엄 브랜드 '플레도르'와 원가율이 낮은 Bar 제품의 판매호조, ③ 신제품 '슈퍼콘' 효과, ④ 빙과 할인 전문점의 증가 등이 주 요인이다. 3Q 빙과 매출액은 전년동기대비 20% 이상 증가한 것으로 파악된다.

### 다만 2Q보다는 마케팅비용 투입되어 영업이익증가를 축소

다만 어닝 서프라이즈를 기록했던 2Q의 영업이익증가율 81.1%보다는 낮은 수준에 그쳤다. 2Q에 나타났던 마케팅비용 절감 효과가 3Q에는 축소 (연결 기준 광고선전비 +18.5% YoY)된 것으로 보인다. 일반적으로 빙그레의 연간 광고선전비는 매출액의 4.5~5.0% 수준이며, 2017년에는 3Q보다 2Q, 2018년에는 2Q보다 3Q에 더 많은 비용이 투입된 것으로 보인다.

### 미국 법인의 성장이 관전 포인트, 아직 규모 작으나 성장세 부각

향후 빙그레의 관전 포인트는 미국 법인의 성장이다. 빙그레는 2016년 7월 미국 법인을 설립한 이후 OEM 방식으로 제품을 생산 및 판매하고 있다. 본격적으로 사업을 시작한 지난해 실적은 매출액 126억원과 순이익 12억원, 올해 3Q 누적 기준으로는 각각 118억원 (+12.0% YoY)과 21억원 (+30.1% YoY)을 기록하면서 높은 성장세를 보였다. 기업가치를 상승시키기에는 아직 규모가 작으나, 진출 2년 만에 중국 법인 수익성 (순이익 기준 2017년 12억원→2018년 누적 17억원)을 앞지르고 있어 실적 흐름을 지켜볼 필요가 있다.

## Hold 유지

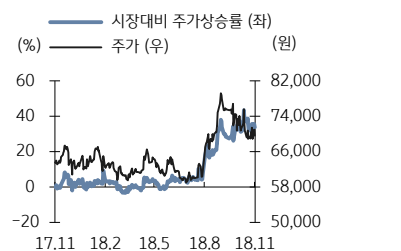
목표주가 (유지, 원)	77,000
Upside / Downside (%)	10.6
현재가 (11/13, 원)	69,600
Consensus Target Price (원)	82,429
시가총액 (억원)	6,856

Trading Data	
Free float (%)	48.9
거래대금 (3M, 십억원)	2.5
외국인 지분율 (%)	31.7
주요주주 지분율 (%)	김호연 외 3인 40.9 국민연금 6.3

Share price performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	6.7	8.1	9.4
시장대비 상대수익률	-1.0	15.9	29.3	33.7

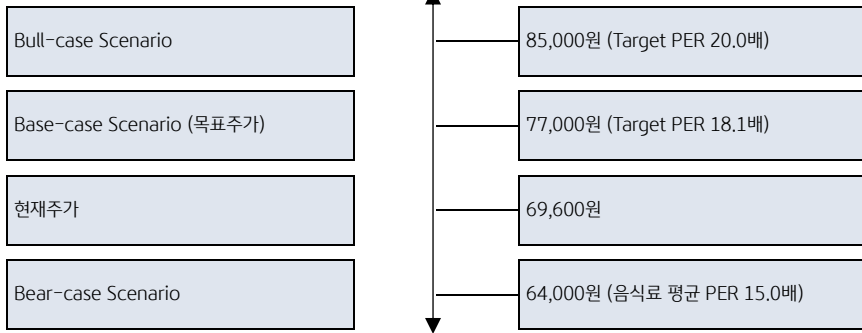
### Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	857	855	884	905
영업이익 (십억원)	35	49	51	55
지배주주순이익 (십억원)	30	41	42	46
EPS (원)	3,006	4,131	4,268	4,625
증감률 (%)	3.1	37.4	3.3	8.4
PER (X)	21.0	16.8	16.3	15.0
EV/EBITDA (X)	6.6	5.8	5.4	4.9
PBR (X)	1.2	1.2	1.2	1.1
ROE (%)	5.6	7.5	7.3	7.5
배당수익률 (%)	2.0	1.8	1.8	1.8



자료: 빙그레, KB증권

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

- 1) 메가브랜드 중심의 실적 안정성
- 2) 빙과 판매량 증감

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 빙과시장의 구조적 개선
- 2) 해외 수출 확대

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 유제품시장 경쟁 심화
- 2) 지속적인 빙과시장 위축

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	846	875	855	884	1.0	1.1
영업이익	48	51	49	51	1.9	0.6
지배주주순이익	40	42	41	42	2.5	0.8

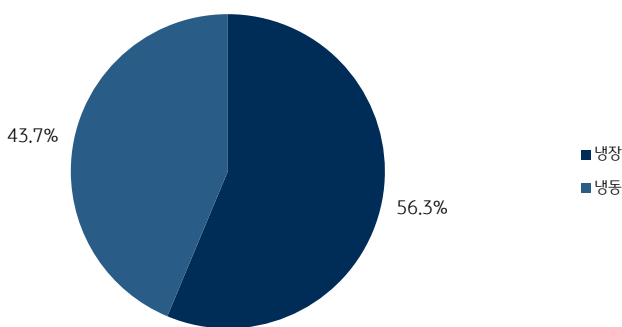
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	855	884	859	886	-0.5	-0.2
영업이익	49	51	47	51	2.9	0.5
지배주주순이익	41	42	38	41	6.1	2.8

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (2019E, %)



자료: KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(백만USD, 십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Mengniu	12,416	27.9	21.8	3.4	3.0	15.4	12.7	12.9	14.8	0.9	1.1
Yili	20,852	22.6	19.7	5.2	4.7	15.5	13.4	23.5	24.6	2.9	3.3
Bright Dairy	1,424	16.1	14.9	1.7	1.6	6.2	5.8	10.4	10.9	1.8	2.0
매일유업	577	10.5	10.2	2.2	2.1	7.9	7.4	21.0	20.7	0.5	0.5

자료: Bloomberg, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

PER Valuation 및 보유 순현금 반영

2) 목표주가 산정:

Fwd 12개월 예상 EPS x PER 12.0배 및 보유 순현금에 대한 주당 가치 반영  
Target PER은 음식료업종 평균 20% 할인

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

85,000원 ~ 64,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

Fwd 12개월 예상 PER 18.1배, PBR 1.3배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
환율 1% 상승 시	0.0	0.0
금리 1%p 상승 시	+4.3	+4.1

표 1. 빙그레의 3Q18 실적 요약

(억원, %)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P			증감률 (% , %p)		차이	
					발표치	KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	KB 추정	컨센서스
매출액	2,684	1,684	1,698	2,420	2,711	2,711	2,686	1.0	12.0	0.0	0.9
영업이익	204	-15	28	219	252	247	253	23.6	15.5	2.1	-0.1
세전이익	212	92	41	235	265	256	261	25.1	12.9	3.8	1.8
순이익	163	68	38	178	203	194	191	24.2	14.2	4.7	6.2
영업이익률	7.6	-0.9	1.7	9.0	9.3	9.1	9.4	1.7	0.3	0.2	-0.1
세전이익률	7.9	5.5	2.4	9.7	9.8	9.4	9.7	1.9	0.1	0.4	0.1
순이익률	6.1	4.1	2.2	7.3	7.5	7.1	7.1	1.4	0.1	0.3	0.4

자료: Fnguide, 빙그레, KB증권 추정

표 2. 빙그레의 주요 사업부문별 실적 추이 및 전망

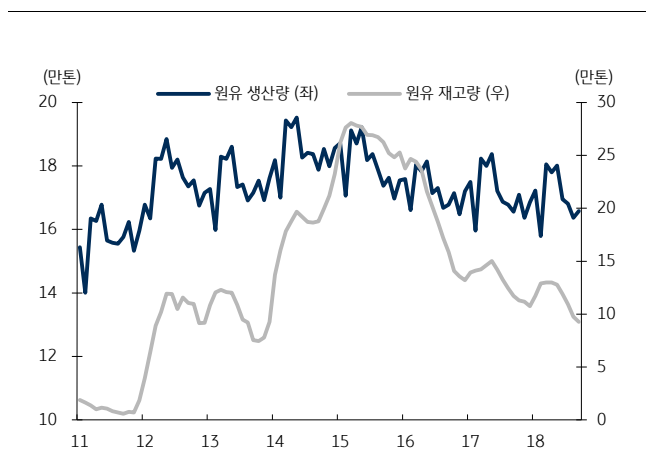
(억원, %)	2016					2017					2018E					2019E				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3QP	4QE	연간E	1QE	2QE	3QE	4QE	연간E
매출액	1,676	2,328	2,486	1,642	8,132	1,748	2,459	2,684	1,684	8,575	1,698	2,420	2,711	1,722	8,550	1,766	2,522	2,779	1,778	8,845
빙그레	1,667	2,300	2,461	1,613	8,041	1,731	2,408	2,625	1,649	8,413	1,669	2,366	2,653	1,687	8,374	1,736	2,466	2,716	1,739	8,658
냉장	1,134	1,297	1,294	1,208	4,933	1,122	1,290	1,317	1,137	4,865	1,064	1,233	1,258	1,128	4,683	1,114	1,278	1,322	1,164	4,878
내수	1,090	1,242	1,244	1,158	4,734	1,074	1,246	1,265	1,089	4,674	1,028	1,175	1,204	1,071	4,478	1,046	1,187	1,251	1,103	4,588
수출	44	55	50	50	199	48	44	52	48	191	36	58	54	57	205	68	91	70	61	290
냉동	533	1,003	1,167	405	3,109	609	1,118	1,308	513	3,548	605	1,133	1,395	559	3,691	622	1,188	1,395	575	3,780
내수	470	907	1,099	361	2,837	547	1,029	1,239	469	3,285	541	1,028	1,314	530	3,414	584	1,103	1,320	545	3,553
수출	62	96	69	45	271	62	90	69	43	263	63	105	80	28	277	38	85	74	30	227
기타	10	28	24	29	90	17	50	60	34	161	29	54	58	35	176	30	57	62	38	187
YoY	5.1	-3.0	2.4	4.2	1.7	4.3	5.6	8.0	2.6	5.4	-2.8	-1.6	1.0	2.3	-0.3	4.0	4.2	2.5	3.2	3.4
빙그레	4.8	-3.6	2.2	2.9	1.1	3.8	4.7	6.6	2.3	4.6	-3.6	-1.8	1.1	2.3	-0.5	4.0	4.2	2.4	3.1	3.4
냉장	10.4	6.1	4.2	8.9	7.2	-1.1	-0.5	1.8	-5.9	-1.4	-5.1	-4.4	-4.5	-0.8	-3.8	4.7	3.6	5.1	3.2	4.2
내수	10.0	5.5	3.1	7.9	6.4	-1.5	0.3	1.7	-6.0	-1.3	-4.2	-5.7	-4.8	-1.7	-4.2	1.8	1.0	3.9	3.1	2.5
수출	22.8	20.2	41.2	41.2	30.6	8.6	-19.9	3.9	-4.0	-3.6	-25.6	31.7	3.6	20.3	6.9	90.7	57.3	30.1	6.3	41.6
냉동	-5.5	-13.8	0.0	-11.8	-7.3	14.3	11.5	12.0	26.5	14.1	-0.7	1.3	6.6	9.0	4.0	2.9	4.8	0.0	2.9	2.4
내수	-6.6	-15.1	-0.4	-15.1	-8.5	16.4	13.4	12.8	30.2	15.8	-1.1	0.0	6.0	13.0	3.9	7.9	7.3	0.5	2.8	4.1
수출	4.4	1.1	7.4	28.5	7.2	-1.3	-6.5	-0.2	-3.2	-3.2	2.9	17.1	17.4	-34.4	5.4	-40.4	-19.2	-7.8	6.0	-18.1
기타	143.6	114.1	37.7	318.5	118.4	80.7	80.5	146.6	19.3	78.8	71.0	7.5	-2.9	2.5	9.4	2.5	5.0	7.5	8.5	6.1
영업이익	21	126	248	-23	372	37	121	204	-15	347	28	219	252	-13	487	38	217	256	-1	510
영업이익률	1.3	5.4	10.0	-1.4	4.6	2.1	4.9	7.6	-0.9	4.0	1.7	9.0	9.3	-0.7	5.7	2.2	8.6	9.2	0.0	5.8
YoY	-41.6	-36.0	84.3	적지	17.5	74.2	-3.9	-17.7	적지	-6.8	-23.7	81.1	23.6	적지	40.2	35.4	-0.9	1.4	적지	4.8
세전이익	34	132	249	-45	370	51	126	212	92	481	41	235	265	-15	526	50	230	269	6	555
세전이익률	2.0	5.7	10.0	-2.7	4.6	2.9	5.1	7.9	5.5	5.6	2.4	9.7	9.8	-0.9	6.1	2.8	9.1	9.7	0.3	6.3
YoY	-33.8	-36.7	68.6	적지	14.2	50.1	-4.7	-14.9	확전	29.9	-21.1	86.7	25.1	적전	9.3	24.0	-2.2	1.4	확전	5.5
순이익	27	100	189	-28	287	41	24	163	68	296	38	178	203	-11	407	38	174	204	4	420
순이익률	1.6	4.3	7.6	-1.7	3.5	2.3	1.0	6.1	4.1	3.5	2.2	7.3	7.5	-0.7	4.8	2.2	6.9	7.3	0.2	4.8
YoY	-33.4	-36.7	67.7	적지	16.1	51.3	-75.9	-13.5	확전	3.1	-6.2	636.2	24.2	적전	37.4	0.1	-2.0	0.6	확전	3.3

자료: 빙그레, KB증권 추정

주1: 4Q17 매도가능금융자산처분이익 103억원 반영

주2: 2017년 수치는 IFRS15 미적용 기준, 2018년 분기보고서에 IFRS15 적용된 기준으로 비교 공시되어 있으나 기존 수치대로 기재

그림 1. 원유 생산량과 재고량



자료: 낙농진흥회, KB증권

주: 원유가격은 2016년 8월 1.9% 인하, 2017년 8월에는 동결, 2018년 8월에는 0.4% 인상 결정

표 3. 목표주가 산출

(원, 배, 억원, %)	적정가치	비고
주당 영업가치	50,999	Fwd 12개월 예상 기준
EPS	4,250	
2017	3,006	
2018E	4,131	
2019E	4,268	
PER	12.0	음식료업종 평균 20% 할인
음식료	15.0	
과거 평균	23.0	
주당 순차입금	-26,918	Fwd 12개월 예상 기준
순차입금	-2,652	
2017	-2,265	
2018E	-2,482	
2019E	-2,677	
산출주가	77,917	기존 목표주가와외의 변동폭 미미하여 동일하게 유지 11/13 기준 투자익권 Hold
목표주가	77,000	
현 주가	69,600	
상승여력	10.6	

자료: Quantwise, 빙그레, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	813	857	855	884	905
매출원가	567	612	623	645	659
매출총이익	246	246	232	239	246
판매비와관리비	209	211	183	188	192
영업이익	37	35	49	51	55
EBITDA	63	60	75	78	81
영업외손익	0	13	4	4	5
이자수익	4	4	5	5	6
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-1	-1	-1	0
세전이익	37	48	53	55	60
법인세비용	8	18	12	13	15
당기순이익	29	30	41	42	46
지배주주순이익	29	30	41	42	46
수정순이익	29	30	41	42	46

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	1.7	5.5	-0.3	3.4	2.3
영업이익 성장률	17.5	-6.8	40.2	4.8	7.1
EBITDA 성장률	8.8	-4.7	25.6	3.3	4.5
지배기업순이익 성장률	16.1	3.1	37.4	3.3	8.4
매출총이익률	30.3	28.6	27.2	27.1	27.2
영업이익률	4.6	4.1	5.7	5.8	6.0
EBITDA이익률	7.7	7.0	8.8	8.8	9.0
세전이익률	4.6	5.6	6.2	6.3	6.6
당기순이익률	3.5	3.5	4.8	4.8	5.0

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	66	42	61	60	62
당기순이익	29	30	41	42	46
유무형자산상각비	26	25	27	27	27
기타비현금손익 조정	14	13	13	13	15
운전자본증감	3	-6	-8	-9	-10
매출채권감소 (증가)	-1	-6	-4	-4	-4
재고자산감소 (증가)	5	-5	-3	-3	-3
매입채무증가 (감소)	4	10	22	1	1
기타영업현금흐름	-5	-20	-11	-13	-15
투자활동 현금흐름	-50	-28	-46	-47	-48
유형자산투자감소 (증가)	-26	-23	-26	-28	-28
무형자산투자감소 (증가)	0	-1	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타투자현금흐름	4	4	2	0	0
재무활동 현금흐름	-11	-11	-14	-11	-11
금융부채 증감	0	0	0	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-11	-11	-11	-11	-11
기타재무현금흐름	0	0	-3	0	0
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	4	2	1	3	3
기말현금	21	23	24	27	30
잉여현금흐름 (FCF)	40	19	34	32	34
순현금흐름	32	10	22	20	21
순현금 (순차입금)	217	226	248	268	289

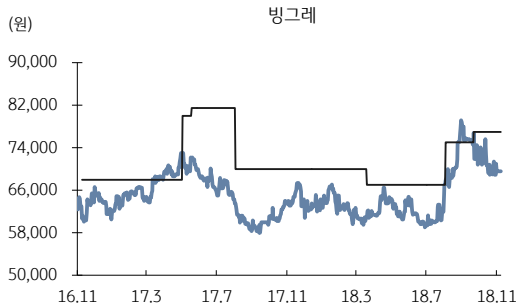
자료: 빙그레, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	624	636	668	701	737
유동자산	346	362	393	422	455
현금 및 현금성자산	21	23	24	27	30
단기금융자산	196	203	224	241	259
매출채권	69	74	78	81	85
재고자산	34	39	41	44	47
기타유동자산	27	23	26	29	33
비유동자산	278	273	275	278	282
투자자산	27	25	26	28	29
유형자산	226	221	220	222	225
무형자산	3	5	7	7	6
기타비유동자산	21	21	21	21	21
부채총계	102	107	109	111	113
유동부채	83	94	96	97	99
매입채무	41	51	52	53	53
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	42	43	44	45	45
비유동부채	19	13	13	14	14
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	9	9	10	10
자본총계	522	529	559	590	624
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄손익누계액	13	2	3	3	3
이익잉여금	417	434	464	495	529
지배자본 계	522	529	559	590	624
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	21.9	21.0	16.8	16.3	15.0
PBR	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
PSR	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.6	6.6	5.8	5.4	4.9
EV/EBIT	11.1	11.4	9.0	8.2	7.3
배당수익률	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8
EPS	2,916	3,006	4,131	4,268	4,625
BPS	52,963	53,683	56,728	59,874	63,378
SPS (주당매출액)	82,545	87,040	86,795	89,784	91,889
DPS (주당배당금)	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
배당성향 (%)	38.5	37.3	27.2	26.3	24.3
수익성지표					
ROE	5.5	5.6	7.5	7.3	7.5
ROA	4.6	4.7	6.2	6.1	6.3
ROIC	9.8	6.9	13.3	13.2	13.6
안정성지표					
부채비율	19.6	20.2	19.5	18.8	18.0
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	4.2	3.9	4.1	4.3	4.6
이자보상배율 (배)	7,447.2	2,892.4	2,115.4	0.0	0.0
활동성지표					
총자산회전율	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	11.9	12.0	11.3	11.1	10.9
재고자산회전율	22.4	23.7	21.4	20.6	19.8

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



빙그레 (005180)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
16-11-21	Marketperform	68,000	-3.70	7.35
17-05-15	Hold	80,000	-11.50	-8.75
17-05-31	Hold	81,500	-17.15	-11.41
17-08-15	Hold	70,000	-10.84	-3.71
18-02-15	6개월 경과 이후	70,000	-12.29	-9.14
18-04-01	Hold	67,000	-7.63	0.00
18-08-16	Hold	75,000	-2.80	5.60
18-10-04	Hold	77,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2018. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.2	24.8	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서는 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.