

빙그레(005180)

베스트셀러의 가격 인상이란

바나나맛우유 공급가격 8% 인상 예상

빙그레가 2018년 1월말~2월초에 최대 매출 품목인 바나나맛우유의 내수 공급가격을 7.7% 가량 인상할 계획임을 지난 7일 밝혔다. 2013년 이후 6년 만의 가격 인상이며, 우리의 기존 예상치인 5.6%보다 인상 폭도 크다. 8월에 원유의 가격이 0.43% 오른 이후, 서울우유와 남양유업이 환우유가격을 올렸고, 가공우유부문에 서는 점유율이 가장 높은 동사가 처음으로 가격을 올린 셈이다. 소비자가격도 CVS 기준으로 현행 1,300원에서 1,400원으로 약 7.7% 인상될 것으로 예상된다.

강한 브랜드력 감안시 물량 저항 작을 것

바나나맛우유의 매출액은 이번에 가격을 올린 내수만 연간 1,700억원, 중국 등지로의 수출을 포함하면 연간 2천억원에 달한다. 영업이익 기여도도 연결 실적의 절반 정도로 매우 크다. CVS의 최대 매출 품목인 바나나맛우유는 과거에 가격 인상과 CVS의 확대와 성장의 궤를 같이 했다. 세월호와 메르스로 순간적인 판매 둔화를 경험하기도 했지만 지난 10년간 연평균 매출액 증가율 7%의 꾸준한 성장세를 보였다. 2013년의 가격 인상 때도 판매 저항은 1~2개월에 그쳤으며, 현재도 브랜드 파워가 강하고 가격 인상도 6년 만에 이루어진 만큼 판매 감소는 미미할 것으로 예상된다.

EPS 개선 효과 20%에 달할 듯

물량 감소가 없다고 가정하면 이번 가격 인상으로 인한 매출액 증가는 연간 130억원 규모이다. 이것이 모두 이익으로 전환될 경우 EPS 개선 효과는 2018년 예상 실적을 기준으로 약 28%에 달한다. 실제로는 변동비가 일부 올라갈 것으로 보이는데, 이를 감안해도 EPS 개선 효과는 20%로 추정된다.

목표주가 96,000원으로 상향하며 Top picks로 유지

이번 가격 인상으로 실적 추정치를 상향하고 peer 그룹의 주가 지표 상승을 반영해 목표주가를 기존 87,000원에서 96,000원으로 높인다. 바나나맛우유의 가격

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	813	37	29	3,249	16.1	63	19.6	6.2	1.2	5.5	2.0
2017A	857	35	30	3,349	3.1	60	18.8	6.2	1.1	5.6	2.0
2018F	848	49	40	4,507	34.6	75	16.4	6.1	1.3	7.3	1.9
2019F	899	61	49	5,501	22.1	87	13.4	5.0	1.2	8.5	2.0
2020F	950	70	56	6,310	14.7	97	11.7	4.2	1.1	9.1	2.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 96,000원(상향)

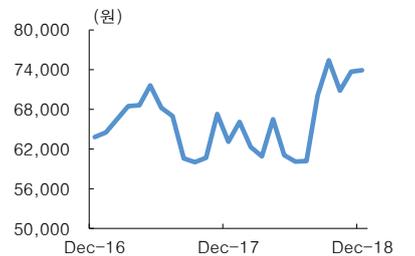
Stock Data

KOSPI(12/7)	2,076
주가(12/7)	73,900
시가총액(십억원)	728
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	79,200/59,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,856
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/31.7
주요주주(%)	김호연 외 3인 40.9
	국민연금 6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.7	15.3	12.3
KOSPI 대비(%p)	4.8	31.3	28.0

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

인상 이후에도 긍정적 모멘텀이 남아 있다. 전체 이익의 절반을 창출하는 빙과가 2015년 이후 구조적 개선 흐름을 보이고 있기 때문이다. 설령 2019년 여름의 기상 여건이 좋지 않다 하더라도, 가격 정찰제 확대와 같은 업계의 경쟁 완화가 빙과ASP를 계속 올려 실적 개선을 견인할 것이다. 특히 빙과는 [그림 2]에서와 같이 매출액 대비 재료비의 비중이 작아 가격 상승에 따른 이익 증가 효과가 매우 크다. 우리는 바나나맛우유의 가격 인상으로 영업이익의 레벨이 한 단계 상승하고, 빙과는 향후 수년간 구조적 개선기에 접어 들어 수익성이 향상될 것으로 예상된다. 2019년 예상 PER은 13.4배로 업종 평균 15.2배 및 세계 경쟁사 평균 17.4배 대비 낮다. 과거 동사는 이들 경쟁업체 대비 18% 정도 PER premium에 거래되어 왔다. 2,500억원의 순현금 상태, 30% 수준의 배당성향, 높은 이익 증가율을 감안할 때, 주가 저평가 요인을 찾기 힘들다.

〈표 1〉 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	2019F			2020F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	900.3	899.0	(0.1)	940.9	950.0	1.0
영업이익	58.5	60.7	3.8	65.6	69.8	6.4
지배주주순이익	46.9	48.6	3.6	52.6	55.8	6.1

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 PER valuation

(단위: 원, 배)

			2015	2016	2017	2018F	2019F	Average (2015~2017)
수정 EPS			2,851	3,329	3,257	4,507	5,501	
수정 PER	A		24.0	19.2	19.4	16.4	13.4	20.9
Peer group	한국 음식료회사	B	20.7	14.5	18.3	16.3	15.2	17.8
	세계 유가공회사		20.5	19.9	25.4	19.4	17.4	21.9
	평균	C	20.6	17.2	21.8	17.8	16.3	19.9
PER premium	A/B-1		16.3%	32.1%	6.2%	0.8%	(11.7%)	18.2%
	A/C-1		16.8%	11.3%	(11.2%)	(8.0%)	(17.7%)	5.6%
목표 PER premium						15.0%	15.0%	
목표 PER						18.7	17.5	
목표주가						84,278	96,291	
현재주가						73,900	73,900	
상승여력						14.0%	30.3%	

주: 수정EPS와 수정PER은 유가증권매각차익 등 일회성손익을 제거하고 산출. 12월 7일 종가 기준
자료: 한국투자증권

<표 3> 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	4,507	5,501		
수정PER(시총-기말현금)	A		19.4	14.0	13.7	12.0	9.4	15.7	
Peer group	한국	음식료회사	B	20.7	14.5	18.3	16.3	15.2	17.8
	세계	유가공회사		20.5	19.9	25.4	19.4	17.4	21.9
	평균		C	20.6	17.2	21.8	17.8	16.3	19.9
PER premium	A/B-1		(5.9%)	(3.6%)	(24.8%)	(26.3%)	(38.1%)	(11.4%)	
	A/C-1		(5.5%)	(18.7%)	(37.1%)	(32.7%)	(42.3%)	(20.5%)	
적정 PER premium						(11.4%)	(11.4%)		
적정 PER						14.4	13.5		
적정주가						88,765	105,737		
현재주가						73,900	73,900		
상승여력						20.1%	43.1%		

주: 수정 EPS와 수정 PER은 유가증권매각차익 등 일회성손익을 제거하고 산출. 12월 7일 종가 기준
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 바나나맛우유 가격 인상시 EPS 변화

EPS 변화율		
바나나맛우유 가격	(4.0%)	(14.4%)
변화율	(2.0%)	(7.2%)
	0.0%	0.0%
	1.0%	3.6%
	5.0%	18.0%
	7.7%	27.7%
	10.0%	36.0%

주: 2018F EPS 기준
 자료: 한국투자증권

[그림 2] 빙과 매출액 증가시 EPS 변화

EPS 변화율		
빙과 매출액	(5.0%)	(30.2%)
변화율	(1.0%)	(6.0%)
	0.0%	0.0%
	1.0%	6.0%
	3.0%	18.1%
	5.0%	30.2%
	10.0%	60.4%

주: 2018F EPS 기준
 자료: 한국투자증권

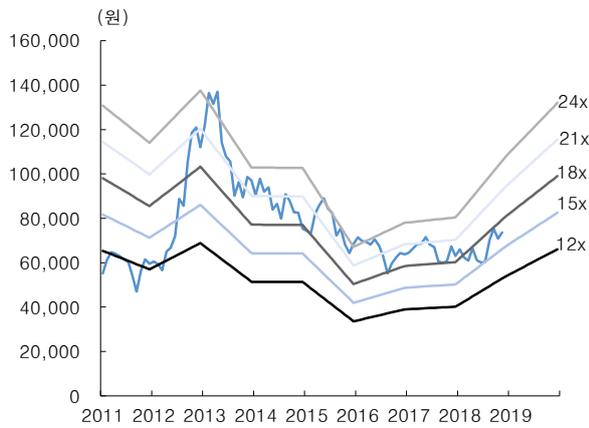
<표 4> 3분기 유음료 브랜드별 소매점 매출액

(단위: 십억원)

		3Q18	3Q18					
			백화점	할인점	체인슈퍼	편의점	독립슈퍼	일반식품
서울우유	나 100%	137.9	0.9	25.6	28.4	28.5	32.8	21.7
남양유업	맛있는우유 GT	62.8	0.4	14.9	15.7	8.8	15.7	7.2
빙그레	바나나맛우유	52.4	0.1	5.3	5.7	27.9	7.5	5.9
매일유업	매일우유	35.8	0.3	11.4	7.3	3.0	10.1	3.6
기타		288.3	3.0	72.2	55.1	90.8	48.0	19.2
합계		577.1	4.7	129.4	112.3	158.9	114.2	57.6

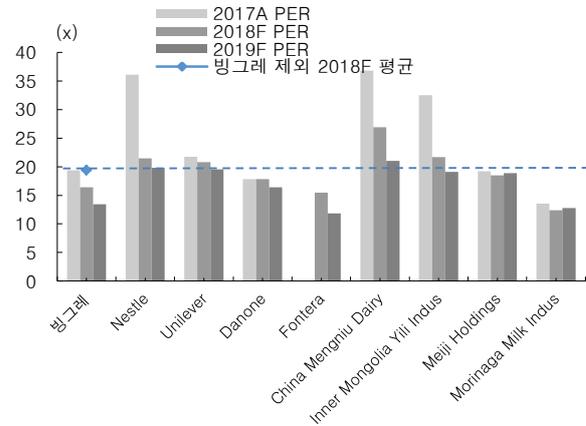
자료: FIS, 한국투자증권

[그림 3] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] Global peer와의 PER 비교



주: 12월 7일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

빙그레는 1967년 9월 13일에 주식회사 대일양행으로 설립되었으며 1982년 2월에 상호를 현재의 '빙그레' 로 변경하였음. 당사는 우유처리 가공 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	384	412	450
현금성자산	21	23	47	45	52
매출채권및기타채권	70	76	75	80	84
재고자산	34	39	38	40	43
비유동자산	278	273	279	292	303
투자자산	27	25	25	26	28
유형자산	226	221	227	237	245
무형자산	3	5	5	6	6
자산총계	624	636	663	704	753
유동부채	83	94	94	98	105
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	112	119
지배주주지분	522	529	556	592	633
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
기타자본	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
이익잉여금	417	434	462	497	539
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	522	529	556	592	633

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	66	42	67	72	82
당기순이익	29	30	40	49	56
유형자산감가상각비	25	25	25	26	26
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	3	(6)	2	(3)	(1)
기타	9	(7)	(1)	(1)	0
투자활동현금흐름	(50)	(28)	(31)	(60)	(61)
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	2	(22)	(24)
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)

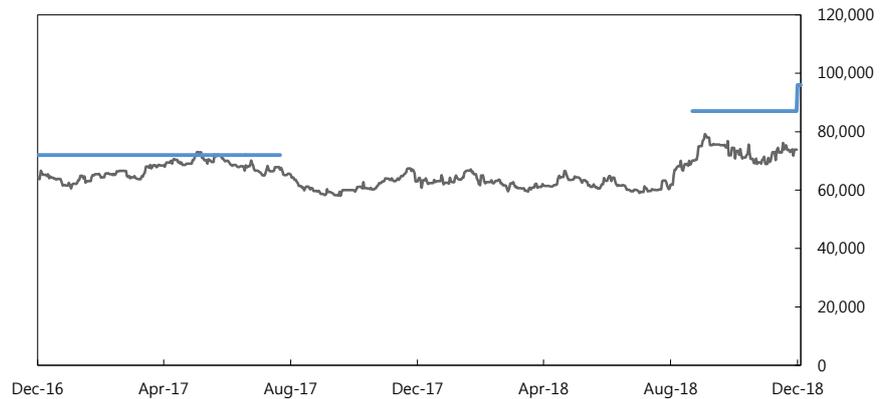
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	813	857	848	899	950
매출원가	567	612	626	656	686
매출총이익	246	246	222	243	264
판매관리비	209	211	172	183	194
영업이익	37	35	49	61	70
금융수익	5	15	4	5	5
이자수익	4	4	4	5	5
금융비용	1	1	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	48	52	64	73
법인세비용	8	18	13	15	18
연결당기순이익	29	30	40	49	56
지배주주지분순이익	29	30	40	49	56
기타포괄이익	(13)	(11)	0	0	0
총포괄이익	16	18	40	49	56
지배주주지분포괄이익	16	18	40	49	56
EBITDA	63	60	75	87	97

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,249	3,349	4,507	5,501	6,310
BPS	55,245	55,965	58,754	62,345	66,573
DPS	1,250	1,250	1,400	1,500	1,600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.7	5.4	(1.1)	6.0	5.7
영업이익증가율	17.5	(6.8)	42.4	22.8	14.9
순이익증가율	16.1	3.1	34.6	22.1	14.7
EPS증가율	16.1	3.1	34.6	22.1	14.7
EBITDA증가율	8.8	(4.7)	25.6	15.8	11.3
수익성(%)					
영업이익률	4.6	4.0	5.8	6.8	7.3
순이익률	3.5	3.5	4.7	5.4	5.9
EBITDA Margin	7.7	7.0	8.9	9.7	10.2
ROA	4.6	4.7	6.1	7.1	7.7
ROE	5.5	5.6	7.3	8.5	9.1
배당수익률	2.0	2.0	1.9	2.0	2.2
배당성향	38.5	37.3	31.1	27.3	25.4
안정성					
순차입금(십억원)	(217)	(226)	(250)	(270)	(299)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	19.6	18.8	16.4	13.4	11.7
PBR	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.2	6.2	6.1	5.0	4.2

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	-15.9	-9.0
	2018.12.10	매수	96,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 10일 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.