

Company Update

Analyst 김태현
02) 6915-5658
kith0923@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	85,000원
현재가 (3/13)	72,700원

KOSPI (3/13)	2,148.41pt		
시가총액	716십억원		
발행주식수	9,851천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	79,200원		
최저가	59,000원		
60일 일평균거래대금	1십억원		
외국인 지분율	30.9%		
배당수익률 (2019F)	2.1%		
주주구성			
김호연 외 3인	40.89%		
국민연금	6.26%		
추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	6%	-2%	37%
절대기준	3%	-8%	18%
	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	85,000	85,000	-
EPS(19)	3,896	4,199	▼
EPS(20)	4,040	4,575	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결정에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

빙그레 (005180)

1Q19 기저효과에 따른 이익 개선 전망

4Q18 영업이익 적자폭 확대되며 시장 기대치 하회

작년 4분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 1,723억원(+8.0% yoy), 106억원 적자(적자지속 yoy, 4Q17: 15억원 적자)를 기록, 기대치(영업이익_ 컨센서스: 33억원 적자, IBKS 추정치: 43억원 적자)를 하회함. 우려된 바와 같이 바나나맛 우유와 커피 등 음료 매출 활성화 측면의 마케팅 비용과 물류비 등 비용 지출이 확대됐고, 전년 실적 호조에 따른 직원 성과급 지급이 예상보다 컸기 때문

1Q19 견조한 매출 성장과 더불어 전년 기저 효과로 이익 개선 전망

올해 1분기 매출액은 1,763억원(+3.8% yoy), 영업이익은 30억원(+5.9% yoy)으로 추정됨. 냉동밥(헬로빙그레), 젤리 등 상품 비중 증가에 따른 원가 부담으로 부진했던 1Q18 실적이 기저효과로 작용할 전망

1Q19 냉장부문 매출은 2.9%(yoy) 늘어난 1,095억원으로 예상됨. 마케팅 비용 증가세가 이어지는 것으로 파악되지만, 부문 매출의 41.6%(2018년 기준) 비중을 차지하는 바나나맛우유 가격 인상분이 2월부터 반영되고, 흰우유 실적 개선으로 이익 감소 우려는 제한적. 바나나맛 우유 매출이 지난 3년간 정체 국면(16년: 1,900억원, 17년: 1,930억원, 18년: 1,950억원)이었지만 올해 가격인상 효과로 관련 매출이 약 4%(yoy) 증가할 전망. 냉동부문 매출은 633억원(+4.7% yoy)으로 예상됨. 가격정찰제 안정화로 경쟁 강도가 완화됨에 따라 평균판매단가가 상승하고, 아이스크림 할인 전문점 증가에 따른 소비심리 개선세로 빙과류 매출 성장세가 이어질 전망

올 여름철(2~3분기) 날씨가 연간 실적에 변수로 작용할 듯

작년 2~3분기 폭염 수혜로 빙과류 판매 실적 개선이 컸음을 상기하면 올해 이익 개선에 대한 부담이 있지만, 바나나맛우유 등 주력 제품 가격 인상 및 프리미엄 신제품 출시에 따른 ASP상승 효과로 7.4%(yoy) 이익 성장이 가능할 전망. 이에 투자의견 매수, 목표주가 85,000원을 유지함

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	815	855	891	927	968
영업이익	35	39	42	46	49
세전이익	48	44	50	52	56
지배주주순이익	30	34	38	40	43
EPS(원)	3,006	3,472	3,896	4,040	4,342
증가율(%)	3.1	15.5	12.2	3.7	7.5
영업이익률(%)	4.3	4.6	4.7	4.9	5.1
순이익률(%)	3.6	4.0	4.3	4.3	4.4
ROE(%)	5.6	6.4	6.9	6.8	7.0
PER	21.0	20.9	18.7	18.0	16.7
PBR	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.6	6.8	6.5	5.9	5.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 빙그레 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	166.2	233.9	255.1	159.5	169.8	242.0	271.1	172.3	176.3	251.7	282.8	180.0	855.2	890.7	927.3
별도	164.4	228.9	249.2	156.1	166.9	236.6	265.3	169.4	172.8	245.8	276.7	176.5	838.2	871.7	907.3
냉장	106.8	121.8	128.6	108.6	106.4	123.3	125.8	115.8	109.5	127.6	130.1	118.7	471.3	485.9	497.4
냉동	57.6	107.1	120.6	47.5	60.5	113.3	139.5	53.6	63.3	118.2	146.6	57.8	366.8	385.9	409.9
기타 연결	1.7	5.0	6.0	3.4	2.9	5.4	5.8	2.9	3.5	5.9	6.1	3.5	17.0	19.0	20.0
매출액 YoY	-0.9%	0.5%	2.6%	-2.9%	2.2%	3.4%	6.3%	8.0%	3.8%	4.0%	4.3%	4.5%	5.0%	4.2%	4.1%
냉장	-5.8%	-6.1%	-0.6%	-10.1%	-0.4%	1.2%	-2.1%	6.7%	2.9%	3.5%	3.4%	2.5%	1.2%	3.1%	2.4%
냉동	8.1%	6.8%	3.3%	17.2%	4.9%	5.8%	15.6%	12.8%	4.7%	4.3%	5.1%	7.8%	10.2%	5.2%	6.2%
매출원가	126.4	173.0	186.6	126.0	130.1	172.6	194.5	137.5	134.7	181.2	204.4	142.2	634.7	662.5	138.9
매출원가율	76.1%	73.9%	73.1%	79.0%	76.6%	71.3%	71.8%	79.8%	76.4%	72.0%	72.3%	79.0%	74.2%	74.4%	76.3%
매출총이익	39.8	60.9	68.5	33.5	39.7	69.4	76.6	34.8	41.6	70.5	78.3	37.8	220.5	228.2	43.1
매출총이익율	23.9%	26.1%	26.9%	21.0%	23.4%	28.7%	28.2%	20.2%	23.6%	28.0%	27.7%	21.0%	25.8%	25.6%	23.7%
판매관리비	36.0	48.9	48.1	35.0	36.9	47.5	51.3	45.4	38.6	48.8	53.7	44.8	181.2	186.0	39.7
판매비율	21.7%	20.9%	18.9%	22.0%	21.7%	19.6%	18.9%	26.4%	21.9%	19.4%	19.0%	24.9%	21.2%	20.9%	21.8%
영업이익	3.7	12.1	20.4	-1.5	2.8	21.9	25.2	-10.6	3.0	21.6	24.6	-7.0	39.3	42.2	45.7
영업이익 YoY	74.2%	-3.9%	-17.7%	적지	-23.7%	81.1%	23.6%	적지	5.9%	-1.0%	-2.6%	적지	13.3%	7.4%	8.4%
영업이익률	2.2%	5.2%	8.0%	-0.9%	1.7%	9.0%	9.3%	-6.2%	1.7%	8.6%	8.7%	-3.9%	4.6%	4.7%	4.9%

자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치센터

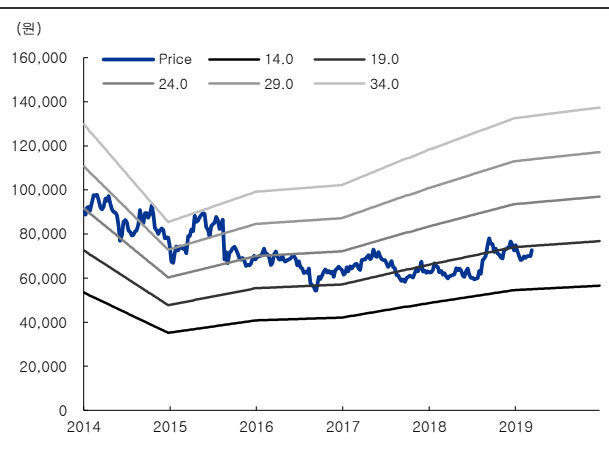
주: 2018년부터 IFRS기준이 변경됨에 따라 2017년 실적도 K-IFRS 1115호를 반영해 재 작성함

표 2. 빙그레 목표주가 산출

구분	내용	비고
2019년 EPS	3,896원	올해 EPS 추정치 적용
Target PER	21.1배	과거 3개년(2016-18) 동안 각 년도의 PER 배수 평균치를 평균
적정주가	82,117원	2019년 EPS x Target PER
목표주가	85,000원	(적정주가와 차이가 크지 않아 기존 목표주가 유지)
현재주가	72,700원	(2019.03.13 증가)
상승여력	16.9%	

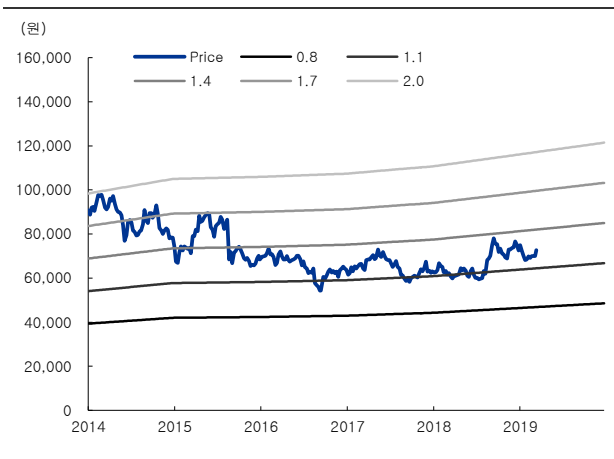
자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 1. 빙그레 Fwd PER 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 빙그레 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	815	855	891	927	968
증가율(%)	0.2	5.0	4.2	4.1	4.4
매출원가	612	635	663	689	719
매출총이익	203	221	228	238	249
매출총이익률 (%)	24.9	25.8	25.6	25.7	25.7
판매비	168	181	186	193	200
판매비율(%)	20.6	21.2	20.9	20.8	20.7
영업이익	35	39	42	46	49
증가율(%)	-6.8	13.3	7.4	8.4	7.4
영업이익률(%)	4.3	4.6	4.7	4.9	5.1
순금융손익	15	6	6	5	6
이자손익	4	5	6	5	6
기타	11	1	0	0	0
기타영업외손익	-1	-1	2	1	1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	48	44	50	52	56
법인세	18	10	12	12	13
법인세율	38.4	22.9	23.3	23.6	23.9
계속사업이익	30	34	38	40	43
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	34	38	40	43
증가율(%)	3.1	15.5	12.2	3.7	7.5
당기순이익률 (%)	3.6	4.0	4.3	4.3	4.4
지배주주당순이익	30	34	38	40	43
기타포괄이익	-11	-7	0	0	0
총포괄이익	18	27	38	40	43
EBITDA	60	66	68	70	73
증가율(%)	-4.7	10.0	3.2	3.6	3.9
EBITDA마진율(%)	7.3	7.7	7.6	7.6	7.5

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,006	3,472	3,896	4,040	4,342
BPS	53,683	55,331	58,015	60,709	63,705
DPS	1,250	1,350	1,500	1,500	1,500
밸류에이션(배)					
PER	21.0	20.9	18.7	18.0	16.7
PBR	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.6	6.8	6.5	5.9	5.4
성장성지표(%)					
매출증가율	0.2	5.0	4.2	4.1	4.4
EPS증가율	3.1	15.5	12.2	3.7	7.5
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	1.9	2.1	2.1	2.1
ROE	5.6	6.4	6.9	6.8	7.0
ROA	4.7	5.3	5.8	5.8	6.1
ROIC	10.9	13.4	15.2	15.1	15.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	20.2	20.0	17.3	16.2	14.5
순차입금 비율(%)	-42.8	-49.4	-48.6	-50.0	-51.0
이자보상배율(배)	2,790.1	1,384.7	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.4	12.8	13.4	12.3	12.4
재고자산회전율	22.5	22.1	23.3	24.1	24.3
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	362	386	408	433	459
현금및현금성자산	23	32	44	51	59
유가증권	203	237	234	248	261
매출채권	74	60	74	76	79
재고자산	39	39	38	39	41
비유동자산	273	268	263	262	259
유형자산	221	214	210	208	211
무형자산	5	7	6	5	5
투자자산	25	22	23	24	25
자산총계	636	654	671	695	719
유동부채	94	96	85	82	76
매입채무및기타채무	51	40	40	37	37
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	13	14	15	16
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	107	109	99	97	91
지배주주지분	529	545	572	598	628
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	434	455	481	508	537
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	529	545	572	598	628
비이자부채	107	109	99	97	91
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-226	-269	-278	-299	-320

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	42	73	47	46	50
당기순이익	30	34	38	40	43
비현금성 비용 및 수익	38	39	18	18	17
유형자산감가상각비	25	25	25	24	23
무형자산상각비	0	1	1	1	1
운전자본변동	-6	9	-12	-6	-5
매출채권등의 감소	-5	15	-14	-3	-3
재고자산의 감소	-5	0	1	-1	-1
매입채무등의 증가	10	-11	0	-2	-1
기타 영업현금흐름	-20	-9	3	-6	-5
투자활동 현금흐름	-28	-51	-18	-38	-36
유형자산의 증가(CAPEX)	-23	-21	-22	-22	-26
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-2	-1	-1	-1
기타	-4	-28	5	-16	-9
재무활동 현금흐름	-11	-12	-20	-4	-9
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-11	-12	-20	-4	-9
기타 및 조정	-1	0	2	3	3
현금의 증가	2	9	11	7	8
기초현금	21	23	32	44	51
기말현금	23	32	44	51	59

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.01.01~2018.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	85.3
중립	24	14.7
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

