



# 빙그레 (005180)

## 계절적 성수기의 실적이 중요

2019년 5월 21일

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

목표주가 83,000원으로 상향하나  
투자의견 Hold 유지,  
기상여건에 따른 실적 변동성과  
지난해 2~3Q High base 부담 고려

빙그레에 대해 목표주가를 83,000원으로 7.8% 상향하나, 투자의견 Hold를 유지한다. 목표주가는 Fwd 12개월 예상 EPS 4,333원에 PER 12.0배 (기존과 동일, 유업계 환경과 구조적 성장 요인이 부족한 점 고려하여 업종 평균 20% 할인)를 적용한 주당 영업가치와 보유 순현금 3,025억원을 반영한 값이다. 목표주가 조정은 실적 추정치 수정, 적용 회계연도가 이동된 점 등에서 기인하며 Implied PER은 19.2배로 업종 평균 15.0배보다 높다. 1Q 실적은 예상치를 크게 상회했으나, 이익비중이 작은 계절적 비수기의 특성상 연간 실적 변동에 미치는 영향은 제한적이다. 또한 주력 제품인 '바나나맛우유'의 가격 인상과 빙과가격 정상화는 긍정적이나, 여름철 기상여건에 따라 실적 변동성이 크고 지난해 마케팅비용 절감에 따라 이익이 급증했던 2~3Q의 High base 부담을 고려할 필요가 있다.

1Q 영업이익 119.8% 증가,  
'바나나맛우유' 가격 인상과  
빙과 판촉경쟁 완화에 따라 호실적 시현

빙그레의 1Q 실적은 매출액 1,774억원 (+4.4% YoY)과 영업이익 62억원 (+119.8% YoY, 영업이익률 3.5%)을 시현했다. 계절적 비수기임에도 불구하고 양호한 실적을 보였다. 지난해 기저효과가 존재하는 가운데 ① 주력 제품인 '바나나맛우유'의 가격 인상 효과 (2월부터 소비자 가격 기준 7.7%), ② 컵커피 판매호조, ③ 빙과가격 정상화 확대 효과, ④ 미국 법인을 중심으로 한 해외에서의 성장 등이 호실적을 견인했다.

2019년 영업이익 25.5% 증가 예상,  
지난해 인건비 증가로 적자폭 확대되었던  
4Q의 실적 개선이 부각될 전망

빙그레의 2019년 실적은 매출액 8,912억원 (+4.2% YoY)과 영업이익 494억원 (+25.5% YoY, 영업이익률 5.5%)으로 추정된다. ① '바나나맛우유'와 '아카펠라' 등 주력 제품을 중심으로 유제품 실적 흐름은 견조할 전망이고, ② 빙과시장 내 판촉경쟁 완화와 가격정상화 확대 효과가 예상되며, ③ 지난해 인건비 증가로 인해 적자폭이 확대되었던 4Q의 수익성 개선이 부각될 전망이다. 다만 여름철 기상여건에 따라 실적 변동성이 존재하는 점과 지난해 2~3Q의 High base 부담은 고려할 필요가 있다.

## Hold 유지

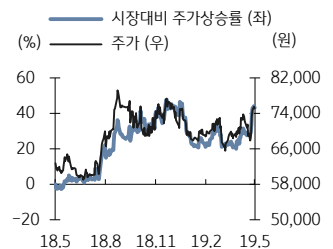
목표주가 (상향, 원)	83,000
Upside / Downside (%)	10.5
현재가 (5/21, 원)	75,100
Consensus Target Price (원)	89,250
시가총액 (억원)	7,398

Trading Data	
Free float (%)	48.9
거래대금 (3M, 십억원)	1.5
외국인 지분율 (%)	29.0
주요주주 지분율 (%)	김호연 외 3인 40.9
	국민연금 6.3

Share price performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.4	9.0	0.8	19.6
시장대비 상대수익률	16.5	17.9	1.6	43.0

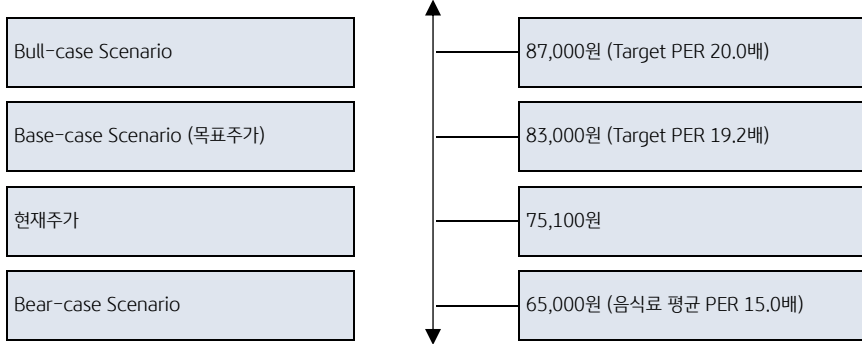
### Forecast earnings & valuation

결산기말	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	855	891	914	929
영업이익 (십억원)	39	49	53	56
지배주주순이익 (십억원)	34	41	45	47
EPS (원)	3,472	4,204	4,541	4,814
증감률 (%)	15.5	21.1	8.0	6.0
PER (X)	20.9	17.9	16.5	15.6
EV/EBITDA (X)	6.8	5.9	5.3	4.8
PBR (X)	1.3	1.3	1.2	1.2
ROE (%)	6.4	7.4	7.6	7.6
배당수익률 (%)	1.9	1.8	1.8	1.8



자료: 빙그레, KB증권

투자의견과 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	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	884	905	891	914	0.8	1.0
영업이익	51	55	49	53	-3.2	-2.5
지배주주순이익	42	46	41	45	-1.5	-1.8

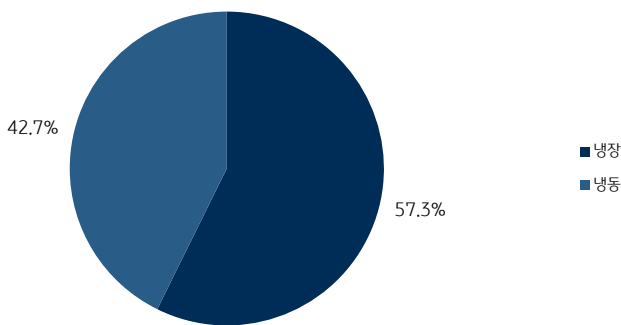
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	891	914	895	925	-0.4	-1.2
영업이익	49	53	45	50	8.6	7.2
지배주주순이익	41	45	38	42	8.5	7.7

자료: Fnguide, KB증권 추정

매출액 구성 (2019E, %)



자료: KB증권 추정

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:

87,000원 ~ 65,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

Fwd 12개월 예상 PER 19.2배, PBR 1.4배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2019E	2020E
환율 1% 상승 시	0.2	0.0
금리 1%p 상승 시	4.9	4.6

PEER 그룹 비교

(백만USD, 십억원, X, %)	시가총액	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
Mengniu	14,545	25.6	21.1	3.5	3.1	15.5	13.3	14.1	15.3	1.0	1.2
Yili	26,677	26.5	22.8	6.0	5.4	18.2	15.7	23.3	24.5	2.5	2.8
Bright Dairy	1,766	22.8	21.5	2.1	2.0	8.0	7.3	8.8	9.3	1.4	1.6
매일유업	729	10.5	10.2	2.2	2.1	7.9	7.4	21.0	20.7	0.5	0.5

자료: Bloomberg, KB증권

표 1. 빙그레의 1Q19 실적 요약

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19			증감률 (% , %p)		차이	
					발표치	KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	KB 추정	컨센서스
매출액	1,698	2,420	2,711	1,723	1,774	1,766	1,765	4.4	2.9	0.4	0.5
영업이익	28	219	252	-106	62	38	37	119.8	흑전	62.4	69.6
세전이익	41	235	265	-97	81	50	54	100.8	흑전	62.0	50.7
순이익	38	178	203	-76	61	38	42	60.6	흑전	60.5	45.5
영업이익률	1.7	9.0	9.3	-6.2	3.5	2.2	2.1	1.8	9.7	1.3	1.4
세전이익률	2.4	9.7	9.8	-5.6	4.6	2.8	3.1	2.2	10.2	1.7	1.5
순이익률	2.2	7.3	7.5	-4.4	3.4	2.2	2.4	1.2	7.9	1.3	1.1

자료: Fnguide, 빙그레, KB증권 추정

표 2. 빙그레의 주요 사업부문별 실적 추이 및 전망

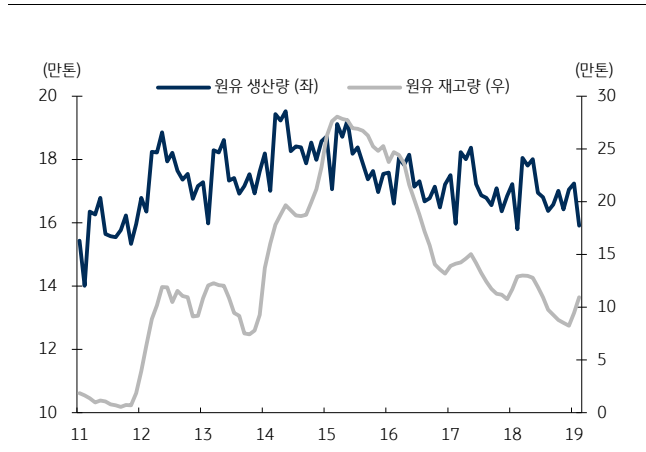
(억원, %)	2016					2017					2018					2019E				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2QE	3QE	4QE	연간E
매출액	1,676	2,328	2,486	1,642	8,132	1,748	2,459	2,684	1,684	8,575	1,698	2,420	2,711	1,723	8,552	1,774	2,511	2,814	1,813	8,912
빙그레	1,667	2,300	2,461	1,613	8,041	1,731	2,408	2,625	1,649	8,413	1,669	2,366	2,653	1,694	8,382	1,738	2,451	2,750	1,781	8,720
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	1,158	4,713	1,105	1,305	1,350	1,237	4,998
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	1,111	4,519	1,052	1,212	1,279	1,165	4,708
수출	44	55	50	50	199	48	44	52	48	191	36	58	54	47	195	53	93	72	72	291
냉동	533	1,003	1,167	405	3,109	609	1,118	1,308	513	3,548	605	1,133	1,395	536	3,668	632	1,146	1,400	544	3,722
내수	470	907	1,099	361	2,837	547	1,029	1,239	469	3,285	541	1,028	1,314	487	3,370	555	1,064	1,325	512	3,457
수출	62	96	69	45	271	62	90	69	43	263	63	105	80	49	298	77	82	75	32	265
기타	10	28	24	29	90	17	50	60	34	161	29	54	58	29	170	36	59	64	32	191
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	4.4	3.8	3.8	5.2	4.2
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	2.7	-0.4	4.1	3.6	3.7	5.1	4.0
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	1.9	-3.1	3.9	5.9	7.3	6.8	6.1
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	2.0	-3.3	2.3	3.2	6.2	4.8	4.2
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	-1.0	1.6	50.4	60.7	32.9	53.5	49.3
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	4.5	3.4	4.6	1.1	0.4	1.5	1.5
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	3.7	2.6	2.5	3.5	0.9	5.3	2.6
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	14.2	13.4	22.0	-22.1	-7.4	-35.6	-11.0
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	-16.1	5.4	22.0	10.0	10.0	12.5	12.5
영업이익	21	126	248	-23	372	37	121	204	-15	347	28	219	252	-106	393	62	207	277	-53	494
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	-6.2	4.6	3.5	8.3	9.8	-2.9	5.5
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	13.3	119.8	-5.1	9.6	적지	25.5
세전이익	34	152	249	-45	370	51	126	212	92	481	41	235	265	-97	444	81	221	291	-45	547
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	-5.6	5.2	4.6	8.8	10.3	-2.5	6.1
YoY	-33.8	-36.7	68.6	적지	14.2	50.1	-4.7	-14.9	흑전	29.9	-21.1	86.7	25.1	적전	-7.8	100.8	-6.1	9.5	적지	23.3
순이익	27	100	189	-28	287	41	24	163	68	296	38	178	203	-76	342	61	167	220	-34	414
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	-4.4	4.0	3.4	6.7	7.8	-1.9	4.6
YoY	-33.4	-36.7	67.7	적지	16.1	51.3	-75.9	-13.5	흑전	3.1	-6.2	636.2	24.2	적전	15.5	60.6	-5.9	8.6	적지	21.1

자료: 빙그레, KB증권 추정

주1: 4Q17 매도가능금융자산처분이익 103억원 반영

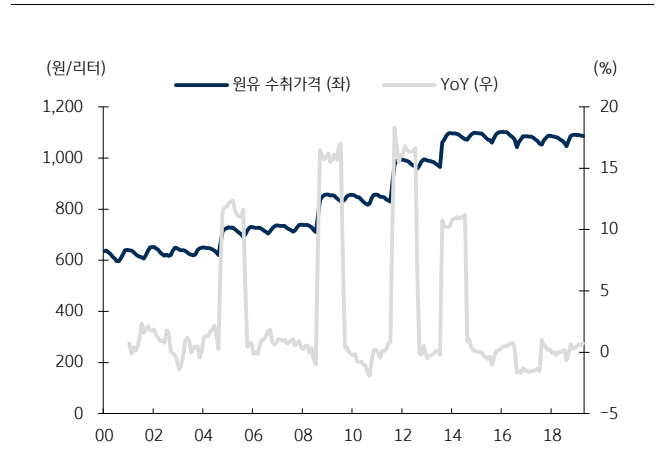
주2: 2017년 수치는 IFRS15 미적용 기준, 2018년 분기보고서에 IFRS15 적용된 기준으로 비교 공시되어 있으나 기존 수치대로 기재

그림 1. 원유 생산량과 재고량



자료: 낙농진흥회, KB증권

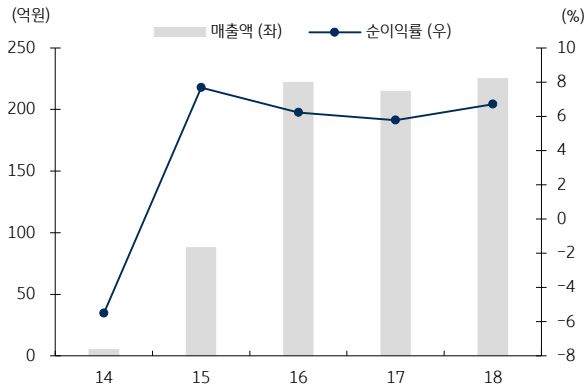
그림 2. 원유 수취가격



자료: 낙농진흥회, KB증권

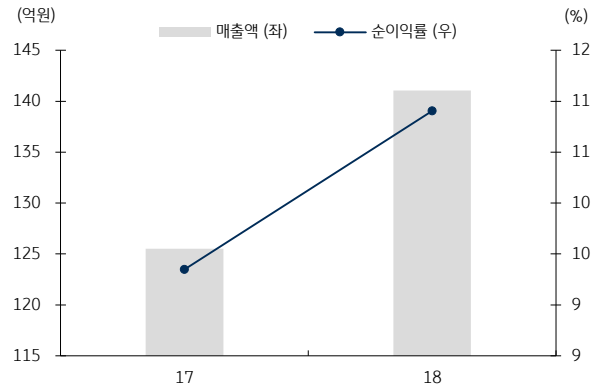
주: 원유가격은 2016년 8월 1.9% 인하, 2017년 8월에는 동결, 2018년 8월에는 0.4% 인상 결정

그림 3. 중국 법인 실적



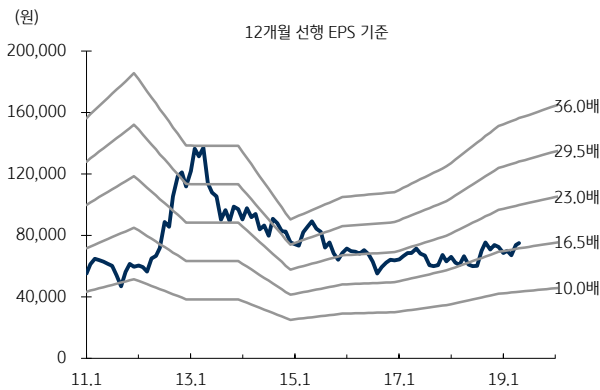
자료: 빙그레, KB증권  
 주: 1Q19 중국 법인 실적은 매출액 52.1억원 (+7.6% YoY)과 순이익 4.0억원 (+328.0% YoY, 순이익률 7.6%) 시현

그림 4. 미국 법인 실적



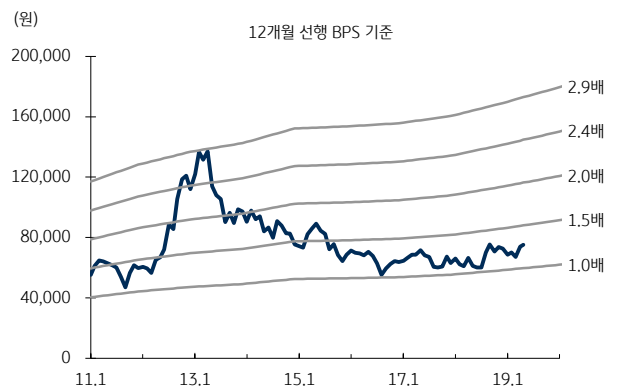
자료: 빙그레, KB증권  
 주: 1Q19 미국 법인 실적은 매출액 35.4억원 (+30.4% YoY)과 순이익 6.8억원 (-0.6% YoY, 순이익률 19.3%) 시현

그림 5. PER Band



자료: Quantwise, KB증권

그림 6. PBR Band



자료: Quantwise, KB증권

표 3. 목표주가 산출

(원, 배, 억원, %)	적정가치	비고
주당 영업가치	51,996	
EPS	4,333	Fwd 12개월 예상 기준
2018	3,472	
2019E	4,204	
2020E	4,541	
PER	12.0	음식료업종 평균 20% 할인
음식료	15.0	
과거 평균	22.6	2013~2018년 평균
주당 순차입금	-30,712	
순차입금	-3,025	Fwd 12개월 예상 기준
2017	-2,693	
2018E	-2,924	
2019E	-3,187	
산출주가	82,708	
목표주가	83,000	기존 목표주가 유지
현 주가	75,100	5/21 기준
상승여력	10.5	투자 의견 Hold

자료: Quantwise, 빙그레, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
매출액	815	855	891	914	929
매출원가	612	635	656	671	680
매출총이익	203	221	236	243	248
판매비와관리비	168	181	186	190	192
영업이익	35	39	49	53	56
EBITDA	60	66	76	80	82
영업외손익	13	5	5	6	7
이자수익	4	5	6	6	7
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-1	0	0	0
세전이익	48	44	55	59	63
법인세비용	18	10	13	14	15
당기순이익	30	34	41	45	47
지배주주순이익	30	34	41	45	47
수정순이익	30	34	41	45	47

성장성 및 수익성 비율 (%)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액 성장률	0.2	5.0	4.2	2.6	1.6
영업이익 성장률	-6.8	13.3	25.5	7.9	4.8
EBITDA 성장률	-4.7	10.0	15.6	5.0	2.6
지배기업순이익 성장률	3.1	15.5	21.1	8.0	6.0
매출총이익률	24.9	25.8	26.4	26.6	26.7
영업이익률	4.3	4.6	5.5	5.8	6.0
EBITDA이익률	7.4	7.7	8.5	8.7	8.8
세전이익률	5.9	5.2	6.1	6.5	6.7
당기순이익률	3.6	4.0	4.7	4.9	5.1

현금흐름표 (십억원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	42	73	62	66	68
당기순이익	30	34	41	45	47
유무형자산상각비	25	26	27	27	26
기타비현금손익 조정	13	13	13	14	15
운전자본증감	-6	9	-6	-6	-6
매출채권감소 (증가)	-6	14	-3	-3	-3
재고자산감소 (증가)	-5	0	-3	-3	-2
매입채무증가 (감소)	10	-9	1	1	1
기타영업현금흐름	-20	-9	-13	-14	-15
투자활동 현금흐름	-28	-51	-45	-47	-40
유형자산투자감소 (증가)	-23	-21	-26	-26	-25
무형자산투자감소 (증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	-1	-2	-1	-1	-1
기타투자현금흐름	4	5	0	0	0
재무활동 현금흐름	-11	-12	-12	-12	-12
금융부채 증감	0	0	0	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-11	-12	-12	-12	-12
기타재무현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	2	9	5	7	17
기말현금	23	32	38	45	62
잉여현금흐름 (FCF)	19	52	36	40	43
순현금흐름	10	43	23	26	30
순현금 (순차입금)	226	269	292	319	349

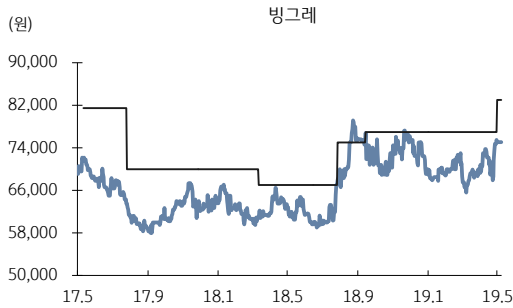
자료: 빙그레, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2017A (IFRS-C)	2018A (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)
자산총계	636	654	686	721	758
유동자산	362	386	417	451	488
현금 및 현금성자산	23	32	38	45	62
단기금융자산	203	237	255	274	287
매출채권	74	60	62	65	68
재고자산	39	39	41	44	46
기타유동자산	23	18	21	23	25
비유동자산	273	268	269	270	270
투자자산	25	22	23	24	25
유형자산	221	214	214	215	215
무형자산	5	7	7	6	6
기타비유동자산	21	21	21	21	21
부채총계	107	109	111	113	115
유동부채	94	96	98	100	101
매입채무	51	40	41	41	42
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	43	56	57	58	59
비유동부채	13	13	13	14	14
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	10	10	11	11
자본총계	529	545	575	607	643
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄손익누계액	2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	434	455	484	517	552
지배자본 계	529	545	575	607	643
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>Multiples</b>					
PER	21.0	20.9	17.9	16.5	15.6
PBR	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
PSR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.6	6.8	5.9	5.3	4.8
EV/EBIT	11.4	11.3	9.1	7.9	7.0
배당수익률	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8
EPS	3,006	3,472	4,204	4,541	4,814
BPS	53,683	55,331	58,323	61,652	65,255
SPS (주당매출액)	82,702	86,808	90,462	92,781	94,263
DPS (주당배당금)	1,250	1,350	1,350	1,350	1,350
배당성향 (%)	37.3	34.9	28.8	26.7	25.2
<b>수익성지표</b>					
ROE	5.6	6.4	7.4	7.6	7.6
ROA	4.7	5.3	6.2	6.4	6.4
ROIC	6.9	11.4	14.6	15.5	15.9
<b>안정성지표</b>					
부채비율	20.2	20.0	19.4	18.7	17.9
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.9	4.0	4.3	4.5	4.8
이자보상배율 (배)	2,790.1	1,384.7	0.0	0.0	0.0
<b>활동성지표</b>					
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	11.4	12.8	14.6	14.3	13.9
재고자산회전율	22.5	22.1	22.3	21.4	20.5

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



빙그레 (005180)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	-7.25	0.39
19-04-04	6개월 경과 이후	77,000	-8.18	-1.95
19-05-21	Hold	83,000		

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 (2019. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
71.9	28.1	-

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 보고서의 저작권은 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.