

빙그레(005180)

매수(유지) / TP: 82,000원(하향)

주가(11/29, 원)	54,300
시가총액(십억원)	535
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	77,300/54,300
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	984
유동주식비율(%)	48.9
외국인지분율(%)	27.3
주요주주(%)	김호연 외 3인 40.9
	국민연금 7.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2017A	815	35	30	3,349	3.1	60	18.8	6.2	1.1	5.6	2.0
2018A	855	39	34	3,868	15.5	66	18.7	6.4	1.3	6.4	1.9
2019F	878	45	39	4,384	13.4	72	12.4	3.3	0.9	7.0	2.9
2020F	924	54	46	5,157	17.6	82	10.5	2.8	0.9	7.8	3.1
2021F	961	60	51	5,716	10.8	89	9.5	2.4	0.8	8.2	3.3

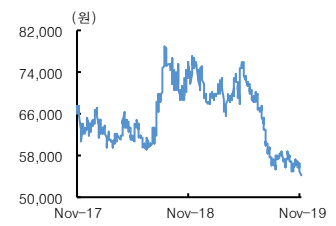
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

겨울에 사는 밀짚모자

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.0)	(26.0)	(28.0)
상대주가(%p)	(2.8)	(29.2)	(26.7)

주가추이



4분기 빙과 매출액은 증가 중이다: 3분기에 높은 기저 및 마케팅비 증가로 고전했던 빙과부문이 4분기에 턴어라운드할 것으로 예상된다. 2018년 4분기에는 강우량이 증가했으므로 기저가 낮고, 가격정찰제 효과로 ASP가 조금이라도 상승할 것으로 기대되기 때문이다. 3분기에 빙과 판매량이 크게 줄어드는 상황에서도 빙과 ASP는 하락하지 않았다. 이는 과거와는 다른 모습이다. 통상 빙과는 판매가 부진할 때는 할인 판매가 증가해 ASP도 동반 하락하지만 최근 업계의 가격정상화 의지가 강해 할인 경쟁이 완화되고 있는 것으로 판단된다. 4분기가 빙과의 비수기이지만, 전년동기대비 매출액이 5% 이상 증가하고 광고선전비도 전년대비 증가하지 않을 것으로 보여 2019년 4분기에는 빙과 영업 실적이 의미 있게 개선될 것으로 예상된다.

유음료의 소리 없는 반전: 3분기에 빙과 판매의 급감에도 불구하고 이익 감소폭이 작았던 이유는 유음료의 호전 때문이었다. 2월에 바나나맛우유의 가격을 7% 가량 올렸음에도 불구하고 판매량이 전혀 감소하지 않고 있고, 요플레 extension 제품의 판매가 증가해 3분기 유음료 매출액은 전년동기대비 5% 이상 증가했다. 10월 이후로 기상 여건이 전년동기대비 나아지고 있고, 가공우유와 발효우유의 인기가 계속돼 4분기 유음료의 실적 또한 크게 개선될 것으로 예상된다. 유니크한 용기와 맛, 그리고 탁월한 마케팅으로 바나나맛우유의 청년층 인기가 더 강해졌다는 판단이다. 2020년에도 유음료 매출액은 5% 이상으로 증가할 전망이다.

시가총액에서 보유 현금 제외하면 PER 7배: 동사는 과거에도 중형 식품사임에도 불구하고 주가지표(PER)는 업종 평균을 20% 이상 상회했다. 브랜드력이 강하고, 배당성향도 30% 이상으로 높은데다, 보유 현금이 많았기 때문이다. 빙과의 높은 기저 부담 때문이었지만 주가의 지속적인 하락으로 2019년 예상 PER은 업종 평균보다 낮아졌다. 2019년말 순현금은 2,720억원 정도로 예상되며 이를 현재 시가총액에서 제외할 경우 PER은 6.8배로 산출된다. 빙과 실적에 결정적인 기상 여건의 변동성이 커 주가 프리미엄을 기존 20%에서 10%로 낮춰 목표주가를 82,000원으로 하향한다. 하지만 현재 상대적, 역사적 저평가 뚜렷해 Top picks 의견을 유지한다. 겨울에 사는 밀짚모자, 빙그레에 관심을 가질 때이다.

이경주

kjlee@truefriend.com

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	362	386	392	409	433
현금성자산	23	32	35	37	38
매출채권및기타채권	76	62	64	67	70
재고자산	39	39	40	42	43
비유동자산	273	268	286	309	321
투자자산	25	22	22	24	25
유형자산	221	214	230	250	260
무형자산	5	7	8	8	8
자산총계	636	654	678	718	755
유동부채	94	96	94	103	105
매입채무및기타채무	79	79	81	86	89
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	13	13	14	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	107	109	108	117	119
지배주주지분	529	545	570	601	635
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
기타자본	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
이익잉여금	434	455	480	510	545
비지배주주지분	0	0	0	0	(0)
자본총계	529	545	570	601	635

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	42	73	61	77	75
당기순이익	30	34	39	46	51
유형자산감가상각비	25	25	25	26	27
무형자산상각비	0	1	2	2	2
자산부채변동	(6)	9	(4)	4	(4)
기타	(7)	4	(1)	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(28)	(51)	(45)	(60)	(58)
유형자산투자	(23)	(21)	(43)	(46)	(38)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(9)	(35)	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	5	6	1	(11)	(17)
재무활동현금흐름	(11)	(12)	(14)	(15)	(16)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(11)	(12)	(12)	(14)	(15)
기타	0	0	(2)	(1)	(1)
기타현금흐름	(1)	0	0	0	0
현금의증가	2	9	3	2	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	815	855	878	924	961
매출원가	612	635	648	676	701
매출총이익	203	221	230	248	260
판매관리비	168	181	185	194	200
영업이익	35	39	45	54	60
금융수익	15	6	6	6	7
이자수익	4	5	6	6	6
금융비용	1	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	48	44	50	59	66
법인세비용	18	10	12	14	15
연결당기순이익	30	34	39	46	51
지배주주지분순이익	30	34	39	46	51
기타포괄이익	(11)	(7)	0	0	0
총포괄이익	18	27	39	46	51
지배주주지분포괄이익	18	27	39	46	51
EBITDA	60	66	72	82	89

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,349	3,868	4,384	5,157	5,716
BPS	55,965	57,613	60,157	63,260	66,775
DPS	1,250	1,350	1,550	1,700	1,800
성장성(% YoY)					
매출증가율	0.2	5.0	2.7	5.3	3.9
영업이익증가율	(6.8)	13.3	15.2	19.3	11.3
순이익증가율	3.1	15.5	13.3	17.6	10.8
EPS증가율	3.1	15.5	13.4	17.6	10.8
EBITDA증가율	(4.7)	10.0	9.5	13.3	8.5
수익성(%)					
영업이익률	4.3	4.6	5.2	5.8	6.3
순이익률	3.6	4.0	4.4	4.9	5.3
EBITDA Margin	7.3	7.7	8.2	8.8	9.2
ROA	4.7	5.3	5.8	6.5	6.9
ROE	5.6	6.4	7.0	7.8	8.2
배당수익률	2.0	1.9	2.9	3.1	3.3
배당성향	37.3	34.9	35.4	33.0	31.5
안정성					
순차입금(십억원)	(226)	(269)	(272)	(285)	(303)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	18.8	18.7	12.4	10.5	9.5
PBR	1.1	1.3	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.2	6.4	3.3	2.8	2.4