

**Company Update**

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

**매수 (유지)**

목표주가	80,000원
현재가 (4/1)	62,600원

KOSPI (4/1)	1,685.46pt
시가총액	617십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
52주 최고가	75,900원
최저가	36,000원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	28.2%
배당수익률 (2020F)	2.3%

주주구성	
김호연 외 3인	40.89%
국민연금공단	7.28%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	37%	32%	19%
절대기준	17%	8%	-8%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	80,000	80,000	-
EPS(20)	4,306	4,308	▼
EPS(21)	4,547	4,547	-



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 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 빙그레 (005180)

## 오랫동안 기다렸던 대규모 투자 소식

### 해태아이스크림 지분 인수, 재무적 부담 크지 않아

지난 3월 31일 해태제과 자회사인 해태아이스크림 지분(100%) 인수 계약 체결 발표 소식에 전일 주가는 가격제한폭까지 상승함. 지난 3년간 동사는 2017년 가정간편식(헬로빙그레)을 시작으로 2018년 펫푸드(에버그로), 2019년 건강기능식품(TFT-비바시티) 시장에 진출했지만 투자 규모가 크지 않아 주가와 실적에 유의미한 변화는 없었음. 하지만 인수 금액이 1,400억원에 달하는 이번 빅딜의 경우, 그간 풍부한 현금성 자산을 바탕으로 보다 적극적인 투자에 나설 것을 기대했던 시장 참여자들의 갈증을 해소시켜 주기에 충분했고 큰 폭의 주가 상승으로 귀결됐다고 해석됨. 동사가 보유한 현금 및 단기금융자산이 2,400억원 수준임을 고려하면 인수에 따른 재무적 부담은 크지 않을 것으로 판단됨

### 인수 이후 다방면에서 양사간 시너지 효과 창출 가능할 듯

빙과류는 주 소비자인 유소년층 인구가 줄고, 커피 등 아이스크림 대체품에 대한 수요가 증가함에 따라 식품 시장 내에서도 대표적인 저성장 품목으로 볼 수 있음. 그럼에도 불구하고, 동사가 해태아이스크림을 인수한 이유는 1)가격정찰제 안정화로 경쟁 강도가 완화된 가운데 국내 시장점유율 확대를 통해 시장 지배력을 강화하기 위함으로 해석됨. 국내 빙과 시장에서 작년 기준 빙그레 시장점유율은 약 27%로 2위, 해태는 약 14%로 4위를 기록했는데 인수 이후 합산 점유율이 40%를 상회하는 1위 업체로 도약 가능하며 다소 취약했던 콘류 제품에 대한 경쟁력도 보완될 것으로 기대됨

2)또한 동사의 해외 유통망을 활용, 부라보콘, 바밤바 등 해태의 주력 제품을 함께 공급함에 따라 중장기 성장 동력이 될 수 있는 해외 사업을 확대하고, 3)생산 설비를 비롯, 물류와 유통 등을 공유함에 따른 비용 절감 효과가 예상되는 바, 수익성 개선의 여지가 컸기 때문으로 해석됨. 인수 이후 다방면에서 양사간 시너지 발생이 예상됨에 따라 해태아이스크림 인수는 향후 주가 및 실적에 긍정적 이슈로 판단됨

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	855	878	909	938	971
영업이익	39	46	49	52	55
세전이익	44	53	55	58	62
지배주주순이익	34	41	42	45	47
EPS(원)	3,472	4,168	4,306	4,547	4,819
증가율(%)	15.5	20.1	3.3	5.6	6.0
영업이익률(%)	4.6	5.2	5.4	5.5	5.7
순이익률(%)	4.0	4.7	4.6	4.8	4.8
ROE(%)	6.4	7.4	7.2	7.3	7.3
PER	20.9	13.4	14.5	13.8	13.0
PBR	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.8	3.4	5.1	4.6	4.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 빙그레 실적추이 및 전망

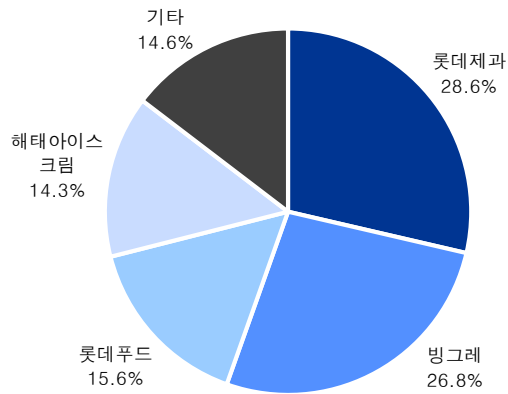
(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
<b>매출액</b>	<b>169.8</b>	<b>242.0</b>	<b>271.1</b>	<b>172.3</b>	<b>177.4</b>	<b>249.4</b>	<b>264.5</b>	<b>187.1</b>	<b>181.2</b>	<b>256.8</b>	<b>279.8</b>	<b>191.0</b>	<b>855.2</b>	<b>878.3</b>	<b>908.9</b>
별도	166.9	236.6	265.3	169.4	173.8	241.9	259.5	182.0	176.8	248.1	270.6	186.5	838.2	857.2	882.1
냉장	106.4	123.3	125.8	115.8	110.5	128.7	132.5	124.7	112.3	131.3	134.8	127.7	471.3	496.4	506.0
냉동	60.5	113.3	139.5	53.6	63.2	113.2	127.0	57.4	64.5	116.8	135.9	58.9	366.8	360.8	376.1
기타 연결	2.9	5.4	5.8	2.9	3.6	7.5	5.0	5.1	4.4	8.7	9.2	4.5	17.0	21.1	26.8
<b>매출액 YOY</b>	-	-	-	-	<b>4.4%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>8.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.5%</b>
냉장	-	-	-	-	3.9%	4.4%	5.3%	7.6%	1.6%	2.0%	1.7%	2.4%	-3.1%	5.3%	1.9%
냉동	-	-	-	-	4.6%	-0.1%	-8.9%	7.0%	2.0%	3.2%	7.0%	2.6%	3.4%	-1.6%	4.2%
매출원가	130.1	172.6	194.5	137.5	134.4	177.4	190.3	144.9	137.3	182.8	200.9	148.2	634.7	647.1	669.4
매출원가율	76.6%	71.3%	71.8%	79.8%	75.8%	71.2%	72.0%	77.4%	75.8%	71.2%	71.8%	77.6%	74.2%	73.7%	73.6%
매출총이익	39.7	69.4	76.6	34.8	42.9	71.9	74.2	42.2	43.9	74.0	78.9	42.8	220.5	231.2	239.5
매출총이익율	23.4%	28.7%	28.2%	20.2%	24.2%	28.8%	28.0%	22.6%	24.2%	28.8%	28.2%	22.4%	25.8%	26.3%	26.4%
판매관리비	36.9	47.5	51.3	45.4	36.7	51.3	53.8	43.7	38.1	52.4	54.9	44.9	181.2	185.4	190.2
판매비율	21.7%	19.6%	18.9%	26.4%	20.7%	20.6%	20.3%	23.3%	21.0%	20.4%	19.6%	23.5%	21.2%	21.1%	20.9%
<b>영업이익</b>	<b>2.8</b>	<b>21.9</b>	<b>25.2</b>	<b>-10.6</b>	<b>6.2</b>	<b>20.6</b>	<b>20.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>5.8</b>	<b>21.6</b>	<b>24.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>39.3</b>	<b>45.8</b>	<b>49.3</b>
영업이익 YOY	-23.7%	81.1%	23.6%	적지	119.8%	-5.7%	-19.2%	적지	-6.8%	4.7%	17.9%	적지	13.3%	16.4%	7.8%
<b>영업이익률</b>	<b>1.7%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.3%</b>	<b>-6.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.6%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.4%</b>

자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치센터

주: 2018년부터 IFRS(K-IFRS 1115호)기준이 변경됨에 따라 2017년과 2018년 매출액 단순 비교 어려움

그림 1. 국내 빙과류 시장 점유율(2019년 기준)



자료: 한국농수산물유통공사, 닐슨코리아, IBK투자증권 리서치센터

빙그레 (005180)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	855	878	909	938	971
증가율(%)	5.0	2.7	3.5	3.2	3.4
매출원가	635	647	669	691	714
매출총이익	221	231	240	247	257
매출총이익률 (%)	25.8	26.3	26.4	26.3	26.5
판매비	181	185	190	196	202
판매비율(%)	21.2	21.1	20.9	20.9	20.8
영업이익	39	46	49	52	55
증가율(%)	13.3	16.4	7.8	4.6	5.8
영업이익률(%)	4.6	5.2	5.4	5.5	5.6
순금융손익	6	7	5	6	6
이자손익	5	6	5	5	6
기타	1	1	0	1	0
기타영업외손익	-1	1	1	1	1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	44	53	55	58	62
법인세	10	12	12	13	14
법인세율	22.9	22.7	22.6	22.6	23.2
계속사업이익	34	41	42	45	47
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	41	42	45	47
증가율(%)	15.5	20.0	3.3	5.6	6.0
당기순이익률 (%)	4.0	4.7	4.7	4.8	4.9
지배주주당기순이익	34	41	42	45	47
기타포괄이익	-7	-3	0	0	0
총포괄이익	27	38	42	45	47
EBITDA	66	79	75	76	79
증가율(%)	10.0	19.9	-5.2	1.6	3.4
EBITDA마진율(%)	7.7	9.0	8.2	8.1	8.1

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,472	4,168	4,306	4,547	4,819
BPS	55,331	57,976	60,981	64,226	67,654
DPS	1,350	1,450	1,450	1,550	1,550
밸류에이션(배)					
PER	20.9	13.4	14.5	13.8	13.0
PBR	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.8	3.4	5.1	4.6	4.1
성장성지표(%)					
매출증가율	5.0	2.7	3.5	3.2	3.4
EPS증가율	15.5	20.1	3.3	5.6	6.0
수익성지표(%)					
배당수익률	1.9	2.6	2.3	2.5	2.5
ROE	6.4	7.4	7.2	7.3	7.3
ROA	5.3	6.1	6.0	6.1	6.2
ROIC	13.4	16.9	16.3	16.0	16.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	20.0	19.9	19.5	17.6	16.9
순차입금 비율(%)	-49.4	-49.6	-39.8	-41.7	-44.4
이자보상배율(배)	1,404.6	231.2	56.9	57.9	60.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.8	15.0	13.4	11.8	11.5
재고자산회전율	22.1	21.2	21.5	23.6	24.9
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	386	405	450	478	520
현금및현금성자산	32	47	43	52	65
유가증권	237	241	201	217	236
매출채권	60	58	78	81	88
재고자산	39	44	40	39	39
비유동자산	268	280	268	266	259
유형자산	214	215	212	210	209
무형자산	7	6	5	4	3
투자자산	22	26	26	26	26
자산총계	654	685	718	744	779
유동부채	96	94	98	91	92
매입채무및기타채무	40	41	40	40	39
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	19	20	20	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	109	114	117	111	113
지배주주지분	545	571	601	633	666
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	455	481	511	543	576
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	545	571	601	633	666
비이자부채	109	109	112	106	108
총차입금	0	5	5	5	5
순차입금	-269	-283	-239	-264	-296

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	73	63	49	55	52
당기순이익	34	41	42	45	47
비현금성 비용 및 수익	39	46	20	18	17
유형자산감가상각비	25	32	24	24	23
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	9	-14	-16	-2	-7
매출채권등의 감소	15	2	-21	-2	-7
재고자산의 감소	0	-6	4	1	1
매입채무등의 증가	-11	0	-1	-1	-1
기타 영업현금흐름	-9	-10	3	-6	-5
투자활동 현금흐름	-51	-31	4	-40	-40
유형자산의 증가(CAPEX)	-21	-27	-21	-21	-23
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-2	-10	0	0	0
기타	-27	5	25	-19	-17
재무활동 현금흐름	-12	-18	-58	-9	-2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-12	-18	-58	-9	-2
기타 및 조정	-1	0	1	3	3
현금의 증가	9	14	-4	9	13
기초현금	23	32	47	43	52
기말현금	32	47	43	52	65

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 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								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	89.9
중립	15	10.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

