

## Company Update

Analyst 김태현

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 72,000원

현재가 (3/17) 57,900원

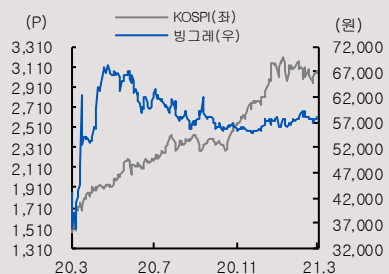
KOSPI (3/17)	3,047.50pt
시가총액	570십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
52주 최고가	68,200원
최저가	36,000원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	24.7%
배당수익률 (2021F)	2.8%

주주구성	
김호연 외 3 인	40.89%
국민연금공단	6.26%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	4%	-19%	-26%
절대기준	1%	2%	35%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	72,000	88,000	▼
EPS(21)	4,072	5,286	▼
EPS(22)	4,713	5,612	▼

### 빙그레 추가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 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)

## 해태아이스크림 품고 매출 1조클럽 가입 전망

### 4Q20 해태아이스크림 실적 반영, 매출액 증가 반면 영업적자폭 커져

4분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 2,212억원(+18.2% yoy), 142억원 적자(4Q19: 15억원 적자)를 기록, IBK투자증권 영업이익 추정치(매출액: 2,131억원, 영업이익: 17억원 적자)를 하회함. 급여를 비롯 지급수수료와 광고선전비 등 판관비가 증가함에 따라 별도 기준 영업이익이 부진했고, 4분기부터 해태아이스크림 실적이 반영되면서 연결 매출은 큰 폭으로 증가했지만 적자폭은 확대됨

냉장부문(별도) 매출액은 1,264억원으로 1.3%(yoy) 증가함. 주스류 판매 부진이 이어지고, 바나나맛우유 등 가공유 매출도 5~7%(yoy) 감소함. 다만 면역력 강화 수요 확대로 닥터캡슐 등 발효유가 약 6%(yoy) 성장하고 커피음료 매출증가율도 10%(yoy)를 상회함에 따라 소폭의 외형 성장이 가능했음. 4Q20 중국과 미국 중심의 냉장식품 수출은 81억원으로 4Q19 대비 11.1%(yoy) 개선됨. 냉동부문(별도) 매출액은 669억원(+16.6% yoy)을 기록. 비성수기임에도 불구하고 코로나19 수혜로 온라인 주문이 늘어나는 등 가정 내 아이스크림 소비가 확대됨에 따라 큰 폭의 매출 성장세를 나타냄. 특히 투게더 등 카톤류 판매 증가세가 두드러진 것으로 파악됨

### 이익 추정치 하향 조정, 목표주가 72,000원(기존 88,000원)으로 하향

올해 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,176억원(+16.5% yoy), 461억원(+15.6% yoy)으로 추정됨. 해태아이스크림 실적이 온기 반영됨에 따라 연간 매출액이 1조원을 상회하는 첫해가 될 전망. 마진을 하락은 불가피하겠지만 해태아이스크림 영업이익이 2019년 30억원 적자에서 작년 소폭 흑자로 전환했고, 유례없는 긴 장마로 인해 부진했던 작년 3분기 냉동부문(별도) 실적에 대한 기저효과 등을 고려하면 영업이익도 개선 가능할 전망. 올해와 내년 이익 추정치를 하향함에 따라 목표주가를 72,000원(기존 88,000원)으로 하향하지만 여전히 실적 기대감이 유효하고 올해부터 양사간 빙과 사업 시너지가 예상되는 바 매수 의견을 유지함

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	878	959	1,118	1,163	1,214
영업이익	46	40	46	53	58
세전이익	53	48	53	61	67
지배주주순이익	41	35	40	46	51
EPS(원)	4,168	3,540	4,072	4,713	5,226
증가율(%)	20.1	-15.1	15.0	15.8	10.9
영업이익률(%)	5.2	4.2	4.1	4.6	4.8
순이익률(%)	4.7	3.6	3.6	4.0	4.2
ROE(%)	7.4	6.0	6.7	7.4	7.7
PER	13.4	16.1	14.2	12.2	11.0
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.4	4.6	4.6	4.5	3.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 빙그레 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
<b>매출액</b>	<b>177.4</b>	<b>249.4</b>	<b>264.5</b>	<b>187.1</b>	<b>194.3</b>	<b>267.8</b>	<b>275.8</b>	<b>221.2</b>	<b>226.8</b>	<b>323.1</b>	<b>343.9</b>	<b>223.9</b>	<b>878.3</b>	<b>959.1</b>	<b>1,117.6</b>
별도	173.8	241.9	259.5	182.0	190.8	256.4	267.1	193.3	196.8	263.9	284.0	193.9	857.2	907.5	938.5
냉장	110.5	128.7	132.5	124.7	120.1	132.1	136.7	126.4	124.0	136.7	142.9	129.8	496.4	515.3	533.3
냉동	63.2	113.2	127.0	57.4	70.6	124.3	130.4	66.9	72.8	127.2	141.1	64.1	360.8	392.2	405.2
기타 연결	3.6	7.5	5.0	5.1	3.6	11.4	8.6	28.0	30.0	59.2	59.9	30.0	21.1	51.6	179.1
<b>매출액 YOY</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>8.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>7.4%</b>	<b>4.3%</b>	<b>18.2%</b>	<b>16.7%</b>	<b>20.6%</b>	<b>24.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>16.5%</b>
냉장	3.9%	4.4%	5.3%	7.6%	8.7%	2.6%	3.2%	1.3%	3.2%	3.5%	4.5%	2.7%	5.3%	3.8%	3.5%
냉동	4.6%	-0.1%	-8.9%	7.0%	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	3.1%	2.3%	8.2%	-4.2%	-1.6%	8.7%	3.3%
매출원가	134.4	177.4	190.3	144.9	145.5	187.6	197.1	168.2	169.4	227.4	246.2	171.9	647.1	698.4	815.0
매출원가율	75.8%	71.2%	72.0%	77.4%	74.9%	70.1%	71.5%	76.0%	74.7%	70.4%	71.6%	76.8%	73.7%	72.8%	72.9%
매출총이익	42.9	71.9	74.2	42.2	48.9	80.2	78.7	53.0	57.4	95.6	97.7	51.9	231.2	260.7	302.6
매출총이익율	24.2%	28.8%	28.0%	22.6%	25.1%	29.9%	28.5%	24.0%	25.3%	29.6%	28.4%	23.2%	26.3%	27.2%	27.1%
판매관리비	36.7	51.3	53.8	43.7	42.5	53.4	57.8	67.2	50.8	66.6	73.6	65.6	185.4	220.9	256.5
판매비율	20.7%	20.6%	20.3%	23.3%	21.9%	19.9%	21.0%	30.4%	22.4%	20.6%	21.4%	29.3%	21.1%	23.0%	23.0%
<b>영업이익</b>	<b>6.2</b>	<b>20.6</b>	<b>20.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>6.3</b>	<b>26.8</b>	<b>20.9</b>	<b>-14.2</b>	<b>6.6</b>	<b>29.1</b>	<b>24.1</b>	<b>-13.7</b>	<b>45.8</b>	<b>39.8</b>	<b>46.1</b>
영업이익 YOY	119.8%	-5.7%	-19.2%	적지	1.9%	30.1%	2.2%	적지	3.8%	8.4%	15.4%	적지	16.4%	-13.0%	15.6%
<b>영업이익률</b>	<b>3.5%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>3.3%</b>	<b>10.0%</b>	<b>7.6%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>2.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>

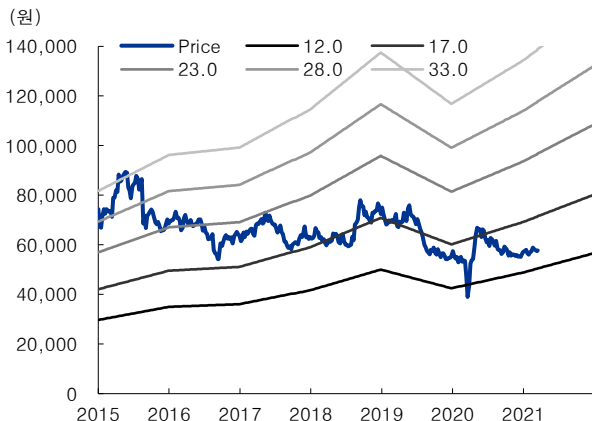
자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치본부  
 주: 4Q20부터 해태아이스크림 실적이 연결로 인식

표 2. 빙그레 목표주가 산출

구분	내용	비고
12M forward EPS	4,232원	12M forward EPS 추정치 적용
Target PER	16.9배	과거 3개년(2018-20) 동안 각 년도의 PER 배수 평균치를 평균
적정주가	71,681원	12M forward EPS x Target PER
<b>목표주가</b>	<b>72,000원</b>	
현재주가	57,900원	(2021.03.17 증가)
상승여력	24.3%	

자료: IBK투자증권 리서치센터  
 주: Target PER의 과거 3개년 기준을 기존 '2017-19'에서 '2018-20'으로 변경함

그림 1. 빙그레 Fwd PER 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 빙그레 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

빙그레 (005180)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	878	959	1,118	1,163	1,214
증가율(%)	2.7	9.2	16.5	4.1	4.4
매출원가	647	698	815	848	883
매출총이익	231	261	303	315	331
매출총이익률 (%)	26.3	27.2	27.1	27.1	27.3
판매비	185	221	257	263	273
판매비율(%)	21.1	23.0	23.0	22.6	22.5
영업이익	46	40	46	53	58
증가율(%)	16.4	-13.0	15.6	14.0	9.7
영업이익률(%)	5.2	4.2	4.1	4.6	4.8
순금융손익	7	4	5	6	6
이자손익	6	4	5	5	5
기타	1	0	0	1	1
기타영업외손익	1	4	1	3	4
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	53	48	53	61	67
법인세	12	13	12	14	16
법인세율	22.6	27.1	22.6	23.0	23.9
계속사업이익	41	35	40	46	51
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	35	40	46	51
증가율(%)	20.0	-15.1	15.0	15.8	10.9
당기순이익률 (%)	4.7	3.6	3.6	4.0	4.2
지배주주당기순이익	41	35	40	46	51
기타포괄이익	-3	-4	0	0	0
총포괄이익	38	31	40	46	51
EBITDA	79	82	84	88	91
증가율(%)	19.9	4.4	2.4	3.9	3.4
EBITDA마진율(%)	9.0	8.6	7.5	7.6	7.5

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,168	3,540	4,072	4,713	5,226
BPS	57,976	59,843	62,479	65,756	69,546
DPS	1,450	1,600	1,600	1,600	1,750
밸류에이션(배)					
PER	13.4	16.1	14.2	12.2	11.0
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.4	4.6	4.6	4.5	3.9
성장성지표(%)					
매출증가율	2.7	9.2	16.5	4.1	4.4
EPS증가율	20.1	-15.1	15.0	15.8	10.9
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	2.8	2.8	2.8	3.0
ROE	7.4	6.0	6.7	7.4	7.7
ROA	6.1	4.8	5.2	6.0	6.5
ROIC	16.9	11.5	11.3	12.9	13.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	19.9	29.6	25.7	20.7	18.6
순차입금 비율(%)	-49.6	-30.8	-29.3	-27.5	-31.1
이자보상배율(배)	231.2	144.9	92.0	105.9	114.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.0	15.4	16.7	17.0	17.1
재고자산회전율	21.2	19.3	21.8	24.9	26.3
총자산회전율	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	405	325	377	397	439
현금및현금성자산	47	82	74	68	87
유가증권	241	106	112	116	133
매출채권	58	67	67	70	73
재고자산	44	55	47	46	46
비유동자산	280	439	397	385	374
유형자산	215	280	272	266	267
무형자산	6	73	65	58	52
투자자산	26	31	31	31	31
자산총계	685	764	774	782	813
유동부채	94	126	134	109	102
매입채무및기타채무	41	57	67	49	44
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	19	48	24	25	26
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	114	175	158	134	128
지배주주지분	571	590	615	648	685
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	-2	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	481	502	528	560	597
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	571	590	615	648	685
비이자부채	109	169	152	128	122
총차입금	5	6	6	6	6
순차입금	-283	-182	-180	-178	-213

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	63	72	79	48	62
당기순이익	41	35	40	46	51
비현금성 비용 및 수익	46	59	32	27	23
유형자산감가상각비	32	39	30	28	27
무형자산상각비	1	4	9	7	6
운전자본변동	-14	-12	5	-20	-7
매출채권등의 감소	2	7	0	-3	-3
재고자산의 감소	-6	0	8	1	1
매입채무등의 증가	0	-11	10	-18	-5
기타 영업현금흐름	-10	-10	2	-5	-5
투자활동 현금흐름	-31	-14	-14	-48	-43
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-48	-21	-23	-27
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-10	-2	11	0	0
기타	5	36	-4	-25	-16
재무활동 현금흐름	-18	-21	-75	-9	-4
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-18	-21	-75	-9	-4
기타 및 조정	0	-1	2	3	4
현금의 증가	14	36	-8	-6	19
기초현금	32	47	82	74	68
기말현금	47	82	74	68	87

**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 (2020.01.01~2020.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	138	91.4
중립	13	8.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

