

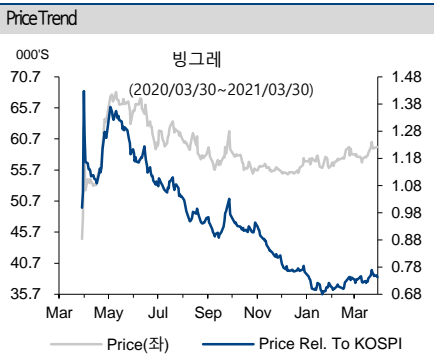
빙그레 (005180)

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 80,000 원(유지) |
| 증가(2021/03/30) | 59,400 원 |
| 상승여력 | 34.7 % |

| Stock Indicator | |
|-----------------|-----------------|
| 자본금 | 50십억원 |
| 발행주식수 | 985만주 |
| 시가총액 | 585십억원 |
| 외국인지분율 | 24.5% |
| 52 주 증가 | 44,600~68,200 원 |
| 60 일평균거래량 | 34,844 주 |
| 60 일평균거래대금 | 2.0십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-----|-----|------|
| 절대수익률 | 2.1 | 4.0 | 0.7 | 33.2 |
| 상대수익률 | 2.1 | 4.0 | 0.7 | 33.2 |



| FY | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 959 | 1,224 | 1,255 | 1,286 |
| 영업이익(십억원) | 40 | 51 | 54 | 58 |
| 순이익(십억원) | 35 | 44 | 47 | 49 |
| EPS(원) | 3,540 | 4,479 | 4,728 | 4,968 |
| BPS(원) | 59,843 | 62,694 | 65,793 | 69,133 |
| PER(배) | 16.1 | 13.3 | 12.6 | 12.0 |
| PBR(배) | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| ROE(%) | 6.0 | 7.3 | 7.4 | 7.4 |
| 배당수익률(%) | 2.8 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| EV/EBITDA(배) | 4.5 | 2.8 | 2.3 | 1.8 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신
(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

자회사 연결추가 영향, 실적 반영예상

1Q21 Preview: 시장기대치에 하회하는 영업실적 예상

빙그레의 1Q21 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 2,413 억원 (+24.2% YoY), 36 억원 (-43.0% YoY)으로, 본 사업부문은 기존의 흐름을 이어갈 전망이나, 해태아이스크림 연결사 편입에 따라 매출액은 추가 성장하되, 영업이익의 경우 빙과 비수기임을 감안해 (-)영향을 미칠 전망이다. 이에 따라 시장기대치를 하회하는 영업이익 시현이 예상된다.

냉장부문은 +0.2% YoY 의 외형성장이 예상된다. 지속적인 코로나 19 이슈로 가공유부문의 타격이 일부 이어질 것으로 판단하며, 20 년 3 월부터 부진했다는 점을 감안시 2Q21 이후 일부 개선이 예상된다. 코로나 19 와 관련한 편의점 및 마트의 냉장제품 판매 일부에 수요감소 영향이 이어지고 있으며, 제품특성상 온라인으로의 수요이전 한계 존재에 따라 주요제품의 유통채널을 감안한 흐름을 지켜볼 필요가 있다. 다만 외부변수 악화에도 상대적으로 높은 브랜드 시장지배력을 고려한다면 이후 경쟁업체대비 빠른 회복속도를 보일 가능성에 무게를 둔다.

아이스크림부문의 경우 가정 내 수요증가 영향이 긍정적으로 작용하는 것으로 판단한다. 해태아이스크림 연결편입에 따라 1Q21 매출액 260 억원, 영업이익 -25 억원의 영업실적 추정치를 반영했다. 계절성이 높은 사업부문을 고려해 2~3 분기 이익 추정치는 추가 상승할 요인이 존재하는 등 기존대비 계절적 편차가 확대된다는 점을 감안할 필요가 있다. 해태아이스크림의 연결편입에도 구조조정 등 효율화가 단기 내 진행될 가능성은 낮으며, 당분간 각자 체제를 지속할 전망이다. 해외 수출은 순조로운 분위기를 이어가는 것으로 예상된다. 북미지역의 코스트코 입점 및 비축소비 영향 뿐 아니라 중국 성장도 의미있는 상황으로, 아시아지역의 부진을 충분히 상쇄할 전망이다

투자의견 BUY, 목표주가 80,000 원 유지

부문별 메가브랜드 보유에 따라 코로나 19 영향에도 안정적 성장에 따른 이익 선순환 구조 기대가 가능하다. 해태아이스크림 인수 완료로 연간 1,529 억원의 매출액을 추가 반영했으며, 현재 영업손실 상황임을 감안해 이익추정치를 조정했다. 다만 지속적인 현금 축적 구조를 고려시 인수 이후 시장 지배력을 바탕으로 한 중장기 시너지효과 가시화 및 이에 따른 할인폭 축소 가능성에 무게를 둔다.

| (단위: 십억원) | 1Q21E | 1Q20 | YoY(%, %p) | 1Q21C | diff(%, %p) |
|-----------|-------|-------|------------|-------|-------------|
| 매출액 | 241.3 | 194.3 | 24.2 | 222.7 | 8.4 |
| 영업이익 | 3.6 | 6.3 | (43.0) | 6.5 | (44.4) |
| 영업이익률 % | 1.5 | 3.3 | (1.8) | 2.9 | (1.4) |
| 세전이익 | 5.3 | 8.5 | (37.3) | n/a | n/a |
| 세전이익률 % | 2.2 | 4.4 | (2.2) | n/a | n/a |

자료: FnGuide, 하이투자증권 주: 컨센서스는 3 월 30 일 기준

표 1. 빙그레 연결기준 영업실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21E | 2Q21E | 3Q21E | 4Q21E | 2019 | 2020 | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|
| 연결 매출액 | 194.3 | 267.8 | 275.8 | 221.2 | 241.3 | 358.2 | 399.9 | 224.5 | 878.3 | 959.1 | 1,223.9 |
| 개별 매출액 | | | | | | | | | | | |
| 냉장 | 190.8 | 256.4 | 267.1 | 193.3 | 211.3 | 302.7 | 342.4 | 196.2 | 857.2 | 907.5 | 1,052.6 |
| 냉동 및 기타 | 120.1 | 132.1 | 136.7 | 126.4 | 120.3 | 135.8 | 141.8 | 128.8 | 496.4 | 515.3 | 526.7 |
| 기타 및 adj. | 70.6 | 124.3 | 130.4 | 66.9 | 90.9 | 166.9 | 200.6 | 67.5 | 360.8 | 392.2 | 525.9 |
| 해태아이스크림 | 3.6 | 11.4 | 8.6 | 28.0 | 30.0 | 55.5 | 57.5 | 28.3 | 21.1 | 51.6 | 171.3 |
| BCF&B Shanghai | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 23.9 | 26.0 | 45.0 | 58.0 | 23.9 | 0.0 | 23.9 | 152.9 |
| BCF&B USA | 7.0 | 11.4 | 8.9 | 6.6 | 7.2 | 11.8 | 9.4 | 7.0 | 26.4 | 34.0 | 35.4 |
| BCF&B Vietnam | 5.1 | 15.2 | 7.1 | 5.3 | 5.8 | 16.0 | 7.5 | 5.6 | 22.6 | 32.7 | 34.9 |
| YoY % | 0.0 | 1.2 | 1.7 | 1.2 | 1.0 | 1.3 | 1.8 | 1.2 | 0.0 | 4.1 | 5.3 |
| YoY % | 9.6% | 7.4% | 4.3% | 18.2% | 24.2% | 33.7% | 45.0% | 1.5% | 2.7% | 9.2% | 27.6% |
| 개별 매출액 | | | | | | | | | | | |
| 냉장 | 9.8% | 6.0% | 2.9% | 6.2% | 10.7% | 18.1% | 28.2% | 1.5% | 2.3% | 5.9% | 16.0% |
| 냉동 및 기타 | 8.2% | 3.0% | 3.2% | 1.3% | 0.2% | 2.8% | 3.7% | 1.9% | 5.3% | 3.8% | 2.2% |
| 기타 및 adj. | 12.6% | 9.3% | 2.7% | 16.6% | 28.7% | 34.2% | 53.9% | 0.8% | -1.6% | 8.7% | 34.1% |
| 해태아이스크림 | -0.8% | 53.1% | 74.0% | 448.4% | 743.9% | 385.3% | 566.4% | 1.0% | 24.2% | 144.3% | 232.0% |
| BCF&B Shanghai | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0% | n/a | n/a | n/a |
| BCF&B USA | 96.7% | 15.1% | 32.7% | 7.7% | 4.0% | 3.0% | 5.0% | 5.0% | 17.1% | 28.8% | 4.1% |
| BCF&B Vietnam | -2.9% | 73.8% | 95.7% | 6.4% | 15.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 0.3% | 44.8% | 6.5% |
| BCF&B Vietnam | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 5.0% | 5.0% | 5.0% | n/a | n/a | 29.0% |
| 연결 영업이익 | 6.3 | 26.8 | 20.9 | (14.2) | 3.6 | 25.9 | 26.6 | (4.9) | 45.8 | 39.9 | 51.3 |
| YoY % | 1.8% | 30.1% | 2.2% | 876.6% | -43.0% | -3.4% | 27.6% | -65.5% | 16.5% | -13.0% | 28.6% |
| OPM % | 3.3% | 10.0% | 7.6% | -6.4% | 1.5% | 7.2% | 6.7% | -2.2% | 5.2% | 4.2% | 4.2% |

자료: 빙그레, 하이투자증권

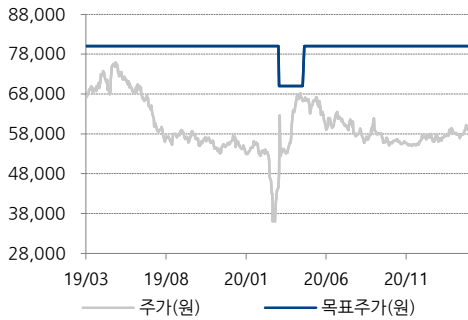
K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (단위:십억원) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | (단위:십억원, %) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 유동자산 | 325 | 432 | 482 | 546 | 매출액 | 959 | 1,224 | 1,255 | 1,286 |
| 현금 및 현금성자산 | 82 | 170 | 226 | 295 | 증가율(%) | 9.2 | 27.6 | 2.5 | 2.5 |
| 단기금융자산 | 106 | 95 | 86 | 77 | 매출원가 | 698 | 903 | 925 | 948 |
| 매출채권 | 68 | 92 | 94 | 96 | 매출총이익 | 261 | 321 | 329 | 338 |
| 재고자산 | 55 | 61 | 63 | 64 | 판매비와관리비 | 221 | 270 | 275 | 280 |
| 비유동자산 | 439 | 376 | 359 | 332 | 연구개발비 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 유형자산 | 280 | 217 | 200 | 172 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 73 | 74 | 74 | 74 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 764 | 808 | 842 | 878 | 영업이익 | 40 | 51 | 54 | 58 |
| 유동부채 | 126 | 142 | 145 | 149 | 증가율(%) | -13.0 | 28.6 | 6.3 | 5.7 |
| 매입채무 | 57 | 44 | 2 | -65 | 영업이익률(%) | 4.2 | 4.2 | 4.3 | 4.5 |
| 단기차입금 | - | - | - | - | 이자수익 | 4 | 6 | 6 | 6 |
| 유동성장기부채 | - | - | - | - | 이자비용 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동부채 | 48 | 48 | 48 | 48 | 지분법이익(손실) | - | - | - | - |
| 사채 | - | - | - | - | 기타영업외손익 | 4 | - | - | - |
| 장기차입금 | - | - | - | - | 세전계속사업이익 | 48 | 58 | 61 | 64 |
| 부채총계 | 175 | 191 | 194 | 197 | 법인세비용 | 13 | 14 | 15 | 15 |
| 자배주주지분 | 590 | 618 | 648 | 681 | 세전계속이익률(%) | 5.0 | 4.7 | 4.9 | 5.0 |
| 자본금 | 50 | 50 | 50 | 50 | 당기순이익 | 35 | 44 | 47 | 49 |
| 자본잉여금 | 65 | 65 | 65 | 65 | 순이익률(%) | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.8 |
| 이익잉여금 | 502 | 533 | 568 | 604 | 지배주주귀속 순이익 | 35 | 44 | 47 | 49 |
| 기타자본항목 | -22 | -22 | -22 | -22 | 기타포괄이익 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 비자배주주지분 | - | - | - | - | 총포괄이익 | 31 | 40 | 43 | 45 |
| 자본총계 | 590 | 618 | 648 | 681 | 지배주주귀속총포괄이익 | 31 | 40 | 43 | 45 |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (단위:십억원) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 영업활동 현금흐름 | 72 | 96 | 107 | 112 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 35 | 44 | 47 | 49 | EPS | 3,540 | 4,479 | 4,728 | 4,968 |
| 유형자산감가상각비 | 39 | 54 | 54 | 54 | BPS | 59,843 | 62,694 | 65,793 | 69,133 |
| 무형자산상각비 | 4 | 10 | 10 | 10 | CFPS | 7,857 | 10,978 | 11,226 | 11,466 |
| 지분법관련손실(이익) | - | - | - | - | DPS | 1,600 | 1,400 | 1,400 | 1,400 |
| 투자활동 현금흐름 | -14 | -111 | -112 | -113 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -48 | -26 | -26 | -26 | PER | 16.1 | 13.3 | 12.6 | 12.0 |
| 무형자산의 처분(취득) | - | - | - | - | PBR | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 금융상품의 증감 | 135 | 11 | 10 | 9 | PCR | 7.3 | 5.4 | 5.3 | 5.2 |
| 재무활동 현금흐름 | -21 | -23 | -21 | -21 | EV/EBITDA | 4.5 | 2.8 | 2.3 | 1.8 |
| 단기금융부채의증감 | - | - | - | - | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | - | - | - | - | ROE | 6.0 | 7.3 | 7.4 | 7.4 |
| 자본의증감 | - | - | - | - | EBITDA 이익률 | 8.6 | 9.4 | 9.4 | 9.5 |
| 배당금지급 | -13 | -14 | -12 | -12 | 부채비율 | 29.6 | 30.8 | 29.9 | 28.9 |
| 현금및현금성자산의증감 | 36 | 88 | 56 | 69 | 순부채비율 | -31.9 | -43.0 | -48.1 | -54.6 |
| 기초현금및현금성자산 | 47 | 82 | 170 | 226 | 매출채권회전율(x) | 14.9 | 15.3 | 13.5 | 13.5 |
| 기말현금및현금성자산 | 82 | 170 | 226 | 295 | 재고자산회전율(x) | 19.3 | 21.0 | 20.2 | 20.2 |

자료 : 빙그레, 하이투자증권 리서치본부

빙그레
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자이전 | 목표주가 (원) | 목표주가 대상시점 | 괴리율 | |
|------------|------|-------------|--------------|------------|----------------|
| | | | | 평균 주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2019-08-16 | Buy | 80,000 | 1년 | -31.7% | -25.4% |
| 2020-03-31 | Buy | 70,000 | 1년 | -14.5% | -2.6% |
| 2020-05-18 | Buy | 80,000 | 1년 | | |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-12-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|-------|--------|----|
| 투자이전 비율(%) | 91.9% | 8.1% | - |