

2021년 5월 25일

빙그레(005300)

빙과 시장의 자이언트로 변모

빙과 시장의 현황

그 동안 정체되었던 빙과 시장은, ① 코로나19 기인한 가정용 대용량 수요 증가, ② 빙과 전문 채널 등장 기인해 성장세를 보이고 있다. 2020년 4사 합산 빙과 매출액은 YoY 5.8% 증가한 것으로 추정된다. 올해 1분기도 두 자리 수 매출 성장을 시현한 것으로 파악된다. 업계에 따르면 혜성처럼 나타난 빙과 전문 채널(아이스크림 할인점)의 매출 비중은 25% 수준까지 확대된 것으로 파악된다. 빙과 전문점은 매대가 일단 편의점 대비 3~4배 많아 파급력이 더 큰 것으로 판단된다. 초기 자본 투자가 미미하다는 점에서 당분간 전문점 채널 수는 증가가 예상된다. 더불어, ③ 지난해 빙그레는 2020년 10월 해태아이스크림 지분 100%를 1,325억원에 인수했다. 해태의 피인수 기인해 국내 아이스크림 시장은 '롯데(MS 47%) VS. '빙그레(MS 41%)' 양강 체제로 재편되었다. 중장기 경쟁 완화가 기대되는 대목이다.

빙과시장의 자이언트로!

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,308억원(YoY 17.9%), 526억원(YoY 32.1%)으로 추정한다. 해태 인수 효과 기인해 매출액 1조 클럽 입성에 성공할 것으로 전망된다. ① 해태 빙과 사업부는 작년 흑자전환에 성공한 것으로 파악된다. 중장기 높아진 시장 지배력 및 조직 효율화 기인한 양사 시너지 기대해 볼 만하다. ② 작년 비우호적이었던 날씨 및 ③ 최근 편의점 트래픽 회복 감안시 빙그레의 유가공 사업부 실적도 큰 폭 개선될 것으로 판단한다.

중장기 기업가치 제고 전망

과거 600억원 이익 체력을 보유했던 빙그레는 작년 398억원을 시현하는데 그쳤다. ① 올해는 시황 개선 기인한 유의미한 실적 개선을 예상된다. 더불어, ② 해태 빙과 사업부 인수 기인한 중장기 마진 개선이 전망된다. ③ 안정적인 영업현금흐름을 바탕으로 향후 추가적인 사업 확대 가능성도 열려있는 만큼 기업 가치 제고가 기대된다. 투자 의견 BUY, 목표주가 8만원 을 신규로 제시한다.

관심종목

BUY(신규)

TP(12M): 80,000원(신규) | CP(5월24일): 60,600원

Key Data		Consensus Data	
KOSPI 지수(pt)	3,144.30	2021	2022
52주최고/최저(원)	67,200/55,000	매출액(십억원)	1,134.9 1,172.7
시가총액(십억원)	597.0	영업이익(십억원)	49.3 54.1
시가총액비중(%)	0.03	순이익(십억원)	43.0 47.0
발행주식수(천주)	9,851.2	EPS(원)	4,365 4,771
60일 평균거래량(천주)	46.2	BPS(원)	69,858 73,514
60일 평균거래대금(십억원)	2.8	Stock Price	
21년 배당금(예상, 원)	1,600		
21년 배당수익률(예상, %)	2.63		
외국인 지분율(%)	22.47		
주요주주 지분율(%)			
김호연 외 3인	40.89		
국민연금공단	6.26		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.8) 8.6 (8.6)		
상대	(4.5) (9.6) (42.7)		

Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	878.3	959.1	1,130.8	1,181.6	1,228.8
영업이익	십억원	45.8	39.8	52.6	60.0	67.6
세전이익	십억원	53.1	47.5	57.3	65.0	72.0
순이익	십억원	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
EPS	원	4,168	3,540	4,310	4,885	5,400
증감율	%	20.05	(15.07)	21.75	13.34	10.54
PER	배	13.44	16.13	13.92	12.28	11.11
PBR	배	0.93	0.92	0.92	0.88	0.83
EV/EBITDA	배	3.46	4.70	4.13	3.51	2.94
ROE	%	7.36	6.01	7.03	7.58	7.92
BPS	원	60,259	62,126	65,000	68,449	72,413
DPS	원	1,450	1,600	1,600	1,600	1,600



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 김재란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

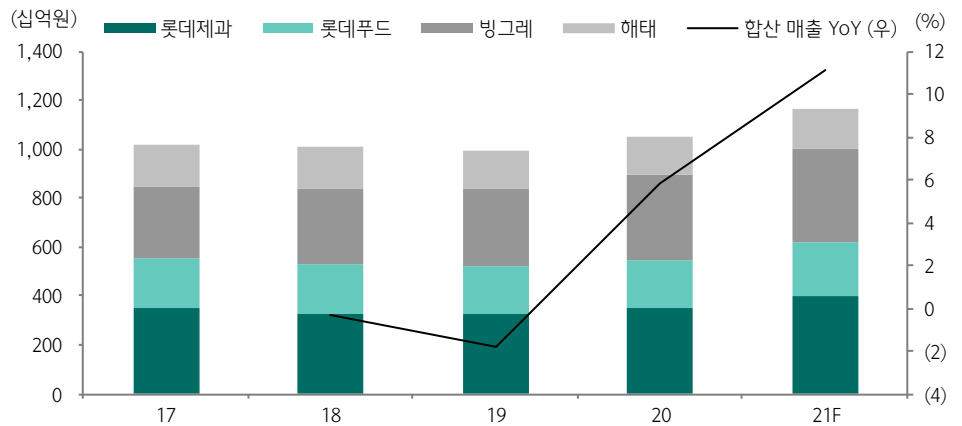
올해 유의미한 실적 개선 전망

빙과 시장 호황의 수혜 전망

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,308억원(YoY 17.9%), 526억원(YoY 32.1%)로 추정한다. 해태 인수 효과 기인해 매출액 1조 클럽 입성에 성공할 것으로 전망된다. ① 해태 빙과 사업부는 작년 흑자전환에 성공한 것으로 파악된다. 중장기 높아진 시장 지배력 및 조직 효율화 기인한 양사 시너지를 기대해 볼 만하다. ② 작년 비우호적이었던 날씨 및 ③ 최근 편의점 트래픽 회복 감안시 유음료 사업부 실적도 큰 폭 개선될 것으로 판단한다.

정체되어 있었던 빙과시장은 2020년부터 성장

그림 1. 빙과 4사 매출 추이



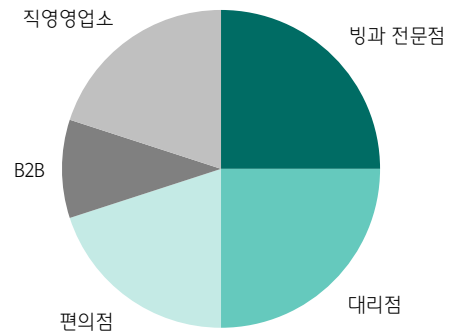
자료: 하나금융투자

그림 2. 혜성처럼 나타난 아이스크림 전문점



자료: 하나금융투자

그림 3. 빙과 채널별 매출 비중



자료: 하나금융투자

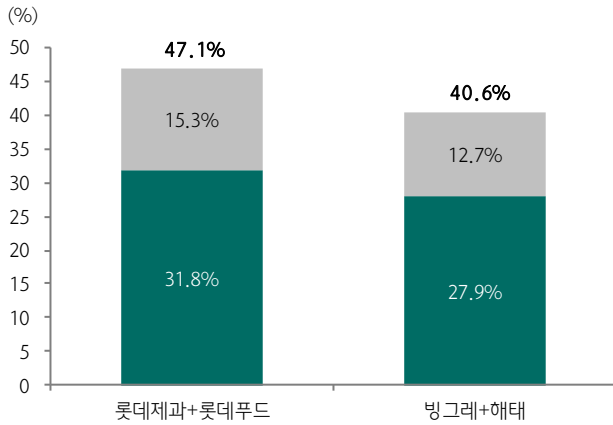
표 1. 빙그레 목표주가 8만원 도출

(단위: 십억원)

	21F	22F	비고
(지배)BPS (원)	65,000	68,449	
Target PBR	1.2	1.2	역사적 밴드 중단 값
목표주가	77,999	82,138	
현재가치(시간가중)		80,000	

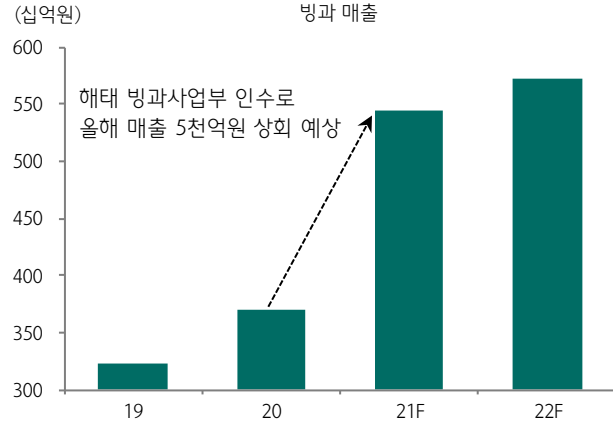
자료: 하나금융투자

그림 4. 국내 아이스크림 시장 양강구도로 재편



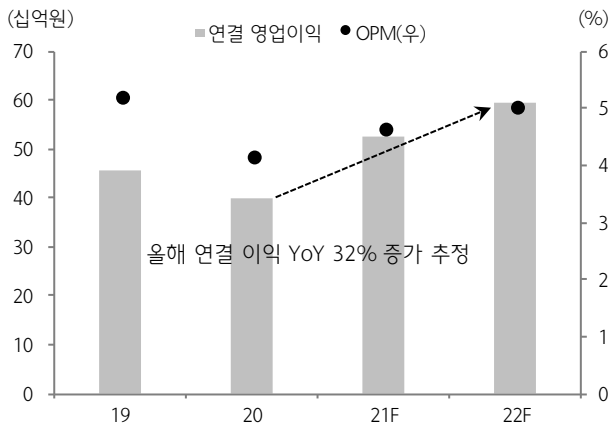
주: 2020년 상반기 기준
자료: 언론보도, 닐슨코리아, 하나금융투자

그림 5. 빙그레 빙과 매출 전망



기타: 4Q20부터 해태 반영
자료: 하나금융투자

그림 6. 빙그레 올해 견조한 이익 개선 예상



자료: 하나금융투자

그림 7. 빙그레 12개월 Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

표 2. 빙그레 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	194.3	267.8	275.8	221.2	233.9	325.8	344.6	226.6	959.1	1,130.8	1,181.6
① 유음료	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	138.2	144.0	132.8	515.3	537.8	556.6
② 빙과 및 기타	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	129.8	136.5	68.7	392.2	421.3	442.4
③ 해태	-	-	-	23.9	26.9	57.9	64.0	25.1	23.9	173.9	182.6
YoY	9.6%	7.4%	4.3%	18.2%	20.4%	21.7%	24.9%	2.4%	9.2%	17.9%	4.5%
① 유음료	8.7%	2.6%	3.0%	1.3%	2.2%	4.6%	5.3%	5.1%	3.8%	4.4%	3.5%
② 빙과 및 기타	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	22.3%	4.4%	4.7%	2.7%	8.7%	7.4%	5.0%
③ 해태	-	-	-	-	-	-	-	5.0%	-	-	5.0%
영업이익	6.3	26.8	20.9	(14.2)	1.2	30.8	27.0	(6.4)	39.8	52.6	60.0
YoY	1.9%	30.1%	2.2%	CR	-80.8%	15.0%	29.4%	CR	-13.0%	32.1%	14.0%
OPM	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.5%	9.5%	7.8%	-2.8%	4.2%	4.7%	5.1%
빙그레	4.5	22.3	20.9	(5.3)	5.7	24.0	22.0	(0.5)	42.4	51.2	55.0
해태	-	-	-	(5.4)	(4.0)	6.0	6.0	(3.0)	(5.4)	5.0	8.0
기타 연결조정	1.9	4.5	(0.0)	(3.5)	(0.5)	0.8	(1.0)	(2.9)	(2.7)	(3.5)	(3.0)
세전이익	8.5	36.3	21.1	(18.4)	2.3	35.4	30.5	(10.9)	47.5	57.3	65.0
YoY	4.0%	60.7%	-5.1%	TR	-72.9%	-2.7%	44.6%	CR	-10.5%	20.6%	13.5%
(지배)순이익	6.6	28.1	15.0	(14.8)	1.4	26.9	22.9	(8.7)	34.9	42.5	48.1
YoY	8.2%	60.0%	-11.8%	TR	-78.9%	-4.2%	52.5%	CR	-15.1%	21.7%	13.3%
NPM	3.4%	10.5%	5.4%	-6.7%	0.6%	8.2%	6.6%	-3.8%	3.6%	3.8%	4.1%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	878.3	959.1	1,130.8	1,181.6	1,228.8
매출원가	647.1	698.4	795.5	838.0	866.3
매출총이익	231.2	260.7	335.3	343.6	362.5
판매비	185.4	220.9	282.7	283.6	294.9
영업이익	45.8	39.8	52.6	60.0	67.6
금융손익	6.6	4.0	3.5	3.9	4.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	1.2	1.1	0.0
기타영업외손익	0.7	3.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	53.1	47.5	57.3	65.0	72.0
법인세	12.0	12.6	14.8	16.9	18.9
계속사업이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
비배주주지분 손이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
지배주주지분포괄이익	38.1	31.2	42.5	48.1	53.2
NOPAT	35.4	29.2	39.0	44.4	49.9
EBITDA	78.9	82.4	96.7	105.7	115.1
성장성(%)					
매출액증가율	2.70	9.20	17.90	4.49	3.99
NOPAT증가율	16.83	(17.51)	33.56	13.85	12.39
EBITDA증가율	19.91	4.44	17.35	9.31	8.89
영업이익증가율	16.54	(13.10)	32.16	14.07	12.67
(지배주주)순이익증가율	20.18	(15.09)	21.78	13.18	10.60
EPS증가율	20.05	(15.07)	21.75	13.34	10.54
수익성(%)					
매출총이익률	26.32	27.18	29.65	29.08	29.50
EBITDA이익률	8.98	8.59	8.55	8.95	9.37
영업이익률	5.21	4.15	4.65	5.08	5.50
계속사업이익률	4.68	3.64	3.76	4.07	4.33

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,168	3,540	4,310	4,885	5,400
BPS	60,259	62,126	65,000	68,449	72,413
CFPS	8,875	9,579	9,935	10,840	11,680
EBITDAPS	8,009	8,362	9,814	10,729	11,680
SPS	89,160	97,361	114,788	119,941	124,739
DPS	1,450	1,600	1,600	1,600	1,600
주가지표(배)					
PER	13.44	16.13	13.92	12.28	11.11
PBR	0.93	0.92	0.92	0.88	0.83
PCFR	6.31	5.96	6.04	5.54	5.14
EV/EBITDA	3.46	4.70	4.13	3.51	2.94
PSR	0.63	0.59	0.52	0.50	0.48
재무비율(%)					
ROE	7.36	6.01	7.03	7.58	7.92
ROA	6.13	4.81	5.36	5.71	6.00
ROIC	13.72	8.71	9.53	10.63	11.72
부채비율	19.92	29.62	32.90	32.49	31.80
순부채비율	(48.79)	(29.73)	(32.39)	(34.99)	(37.66)
이자보상배율(배)	231.22	144.90	156.32	168.54	185.42

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	405.1	325.3	376.0	411.5	450.7
금융자산	287.6	187.9	213.9	242.2	274.6
현금성자산	46.6	82.2	89.3	112.0	139.2
매출채권	57.8	67.0	78.9	82.5	85.8
재고자산	44.3	55.3	65.2	68.1	70.9
기타유동자산	15.4	15.1	18.0	18.7	19.4
비유동자산	279.8	438.8	445.1	452.1	459.8
투자자산	25.9	30.8	31.2	31.3	31.4
금융자산	25.9	30.8	31.2	31.3	31.4
유형자산	215.1	280.2	289.5	299.4	310.0
무형자산	6.0	73.4	70.0	66.9	64.0
기타비유동자산	32.8	54.4	54.4	54.5	54.4
자산총계	684.9	764.1	821.1	863.6	910.5
유동부채	94.3	126.3	147.5	153.7	159.5
금융부채	4.5	6.5	7.7	8.0	8.4
매입채무	40.7	57.2	67.4	70.5	73.3
기타유동부채	49.1	62.6	72.4	75.2	77.8
비유동부채	19.5	48.3	55.8	58.1	60.1
금융부채	4.5	6.1	6.1	6.1	6.1
기타비유동부채	15.0	42.2	49.7	52.0	54.0
부채총계	113.8	174.6	203.3	211.8	219.7
지배주주지분	571.1	589.5	617.8	651.8	690.9
자본금	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8
자본잉여금	64.8	64.8	64.8	64.8	64.8
자본조정	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)
기타포괄이익누계액	(1.9)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
이익잉여금	481.0	501.6	530.0	563.9	603.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	571.1	589.5	617.8	651.8	690.9
순금융부채	(278.7)	(175.3)	(200.1)	(228.1)	(260.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	62.8	71.6	87.7	91.3	97.5
당기순이익	41.1	34.9	42.5	48.1	53.2
조정	4	5	4	4	4
감가상각비	33.1	42.5	44.0	45.7	47.5
외환거래손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(29.2)	(37.5)	(40.0)	(41.7)	(43.5)
영업활동 자산부채변동	(13.8)	(11.6)	4.7	1.4	1.3
투자활동 현금흐름	(30.9)	(13.7)	(65.5)	(53.9)	(55.6)
투자자산감소(증가)	(4.0)	(4.9)	(0.4)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(26.7)	(48.1)	(50.0)	(52.5)	(55.1)
기타	(0.2)	39.3	(15.1)	(1.3)	(0.4)
재무활동 현금흐름	(17.8)	(21.4)	(13.3)	(14.2)	(14.2)
금융부채증가(감소)	9.0	3.7	1.2	0.3	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.9)	(12.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
배당지급	(11.9)	(12.8)	(14.1)	(14.1)	(14.1)
현금의 증감	14.1	35.6	7.1	22.7	27.2
Unlevered CFO	87.4	94.4	97.9	106.8	115.1
Free Cash Flow	35.3	23.2	37.7	38.8	42.4