

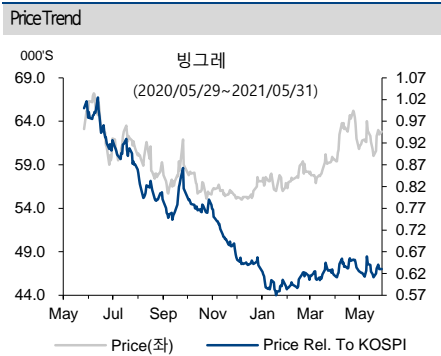
빙그레 (005180)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	80,000 원(유지)
증가(2021/05/31)	62,800 원
상승여력	27.4 %

Stock Indicator	
자본금	50십억원
발행주식수	985만주
시가총액	619십억원
외국인지분율	22.3%
52 주 주가	55,000~67,200 원
60 일평균거래량	50,400 주
60 일평균거래대금	3.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	7.9	13.2	-0.5
상대수익률	-0.5	1.6	-10.5	-58.3



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	959	1,112	1,162	1,190
영업이익(십억원)	40	47	53	56
순이익(십억원)	35	40	45	48
EPS(원)	3,540	4,055	4,602	4,851
BPS(원)	59,843	62,270	65,243	68,465
PER(배)	16.1	15.5	13.6	12.9
PBR(배)	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE(%)	6.0	6.6	7.2	7.3
배당수익률(%)	2.8	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA(배)	4.5	3.2	2.6	2.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

2H21 Outlook

2H21 Outlook

냉장부문은 지속적인 코로나 19 이슈에 따른 외형정체가 마무리되는 상황으로, 20년 3월부터 부진했다는 점을 감안시 2Q21 이후 일부 개선이 예상된다. 코로나 19와 관련한 편의점 및 마트의 냉장제품 판매 일부에 수요감소 영향이 이어졌음을 감안한 회복흐름을 지켜볼 필요가 있다. 추가적으로 상대적으로 높은 브랜드 시장지배력을 고려한다면 이후 경쟁업체대비 빠른 회복속도를 보일 가능성에 무게를 둔다.

아이스크림부문의 경우 가정 내 수요증가 영향이 긍정적으로 작용하는 것으로 판단한다. 2Q21의 경우 전년동기 높은 베이스에 따른 성장을 일부 완화가 예상되나, 최대 성수기 기간인 3Q21의 경우 오히려 베이스가 낮았음을 고려한 추가성장이 예상된다.

해태아이스크림 연결편입에 따라 2Q21~3Q21의 매출액 (+)효과 및 영업이익 추가가 예상된다. 아이스크림 특성상 계절성이 높은 사업부문을 고려해 2~3분기 이익 추정치는 추가 상승할 요인이 존재하는 등 기존대비 계절적 편차가 확대된다는 점을 감안할 필요가 있다. 다만 인수과정에서 발생한 영업권 상각이슈로 연결조정액 관련 손실분을 반영했다 (분기 20억원 수준). 해태아이스크림의 연결편입에도 구조조정 등 효율화가 단기 내 진행될 가능성은 낮으며, 당분간 각자 체제를 지속할 전망이다.

해외 수출은 순조로운 분위기를 이어가는 것으로 예상된다. 베이스부담이 있는 중국 및 북미지역의 성장률은 다소 둔화될 가능성이 존재하나, 필리핀 등 아시아지역의 회복을 통해 충분히 상쇄할 전망이다

투자 의견 BUY, 목표주가 80,000 원 유지

부문별 메가브랜드 보유에 따라 코로나 19와 관련한 베이스효과가 마무리된 현시점에서 안정적 성장에 따른 이익 선순환 구조 기대가 가능하다. 해태아이스크림 인수의 경우 앞서 언급한 영업권 이슈에 따라 연간 이익기여도의 단기 눈높이는 낮추나, 지속적인 현금 축적 구조를 고려시 인수 이후 시장 지배력을 바탕으로 한 중장기 시너지효과 가시화 및 이에 따른 주가 할인폭 축소 가능성에 무게를 둔다.

표 1. 빙그레 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
연결 매출액	194.3	267.8	275.8	221.2	233.9	314.5	337.4	225.8	878.3	959.1	1,111.6
개별 매출액	190.8	256.4	267.1	193.3	209.2	270.8	288.7	197.5	857.2	907.5	966.2
냉장	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	136.9	143.0	129.7	496.4	515.3	532.3
냉동 및 기타	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	133.9	145.7	67.9	360.8	392.2	433.9
기타 및 adj.	3.6	11.4	8.6	28.0	24.7	43.7	48.7	28.3	21.1	51.6	145.4
해태아이스크림	22.4	0.0	0.0	23.9	26.9	45.0	63.0	24.1	150.0	156.4	159.0
BCF&B Shanghai	7.0	11.4	8.9	6.6	6.8	11.4	8.9	6.8	26.4	34.0	34.0
BCF&B USA	5.1	15.2	7.1	5.3	6.6	15.2	7.5	5.6	22.6	32.7	34.9
BCF&B Vietnam	0.0	1.2	1.7	1.2	1.2	1.3	1.8	1.2	0.0	4.1	5.5
YoY %	9.6%	7.4%	4.3%	18.2%	20.4%	17.4%	22.4%	2.1%	2.7%	9.2%	15.9%
개별 매출액	9.8%	6.0%	2.9%	6.2%	9.7%	5.6%	8.1%	2.2%	2.3%	5.9%	6.5%
냉장	8.2%	3.0%	3.2%	1.3%	2.2%	3.6%	4.6%	2.6%	5.3%	3.8%	3.3%
냉동 및 기타	12.6%	9.3%	2.7%	16.6%	22.3%	7.7%	11.7%	1.5%	-1.6%	8.7%	10.6%
기타 및 adj.	-0.8%	53.1%	74.0%	448.4%	593.8%	282.4%	464.8%	1.0%	24.2%	144.3%	181.9%
해태아이스크림	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8%	n/a	n/a	n/a
BCF&B Shanghai	96.7%	15.1%	32.7%	7.7%	-2.4%	0.0%	0.0%	2.0%	17.1%	28.8%	-0.1%
BCF&B USA	-2.9%	73.8%	95.7%	6.4%	30.8%	0.0%	5.0%	5.0%	0.3%	44.8%	6.7%
BCF&B Vietnam	n/a	n/a	n/a	n/a	5825.0%	5.0%	5.0%	5.0%	n/a	n/a	33.5%
연결 영업이익	6.3	26.8	20.9	(14.2)	1.2	25.2	29.4	(9.0)	45.8	39.9	46.8
YoY %	1.8%	30.1%	2.2%	876.6%	-80.9%	-6.1%	40.9%	-36.8%	16.5%	-13.0%	17.5%
OPM %	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.5%	8.0%	8.7%	-4.0%	5.2%	4.2%	4.2%

자료: 빙그레, 하이투자증권

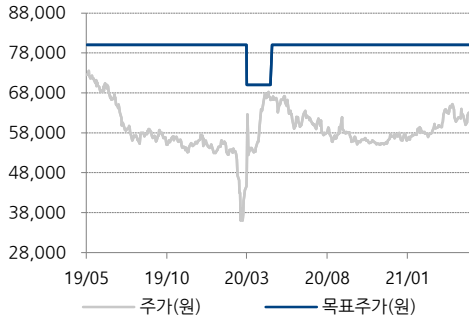
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	325	417	469	531	매출액	959	1,112	1,162	1,190
현금 및 현금성자산	82	169	224	291	증가율(%)	9.2	15.9	4.5	2.4
단기금융자산	106	95	86	77	매출원가	698	820	865	886
매출채권	68	83	87	89	매출총이익	261	291	297	304
재고자산	55	56	58	60	판매비와관리비	221	244	244	248
비유동자산	439	376	359	332	연구개발비	5	6	6	6
유형자산	280	217	200	172	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	73	74	74	74	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	764	792	828	863	영업이익	40	47	53	56
유동부채	126	131	137	140	증가율(%)	-13.0	17.5	12.9	6.1
매입채무	57	32	-6	-73	영업이익률(%)	4.2	4.2	4.5	4.7
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	4	5	6	6
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	0	1	1	1
비유동부채	48	48	48	48	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	4	0	-	-
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	48	53	60	63
부채총계	175	179	185	188	법인세비용	13	13	14	15
자배주주지분	590	613	643	674	세전계속이익률(%)	5.0	4.8	5.1	5.3
자본금	50	50	50	50	당기순이익	35	40	45	48
자본잉여금	65	65	65	65	순이익률(%)	3.6	3.6	3.9	4.0
이익잉여금	502	529	562	598	지배주주귀속 순이익	35	40	45	48
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	31	36	42	44
자본총계	590	613	643	674	지배주주귀속총포괄이익	31	36	42	44

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	72	95	106	111	주당지표(원)				
당기순이익	35	40	45	48	EPS	3,540	4,055	4,602	4,851
유형자산감가상각비	39	54	54	54	BPS	59,843	62,270	65,243	68,465
무형자산상각비	4	10	10	10	CFPS	7,857	10,553	11,100	11,349
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	15.5	13.6	12.9
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.0	1.0	1.0	0.9
금융상품의 증감	135	11	10	9	PCR	7.3	6.0	5.7	5.5
재무활동 현금흐름	-21	-23	-21	-21	EV/EBITDA	4.5	3.2	2.6	2.1
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	6.0	6.6	7.2	7.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	8.6	10.0	10.1	10.1
배당금지급	-13	-14	-12	-12	부채비율	29.6	29.2	28.8	27.9
현금및현금성자산의증감	36	87	55	68	순부채비율	-31.9	-43.0	-48.1	-54.6
기초현금및현금성자산	47	82	169	224	매출채권회전율(x)	14.9	14.7	13.6	13.5
기말현금및현금성자산	82	169	224	291	재고자산회전율(x)	19.3	20.0	20.4	20.2

자료 : 빙그레, 하이투자증권 리서치본부

빙그레
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 증가대비	최고(최저) 증가대비
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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 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) 종목투자의견은 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 2021-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	92.4%	7.6%	-