

11) 빙그레(BUY, TP 8만원): 잦은 비가 아쉬워

(1) 2Q21 Preview

6월 잦은 호우 부담

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,262억원(YoY +21.8%), 270억원(YoY +0.7%)으로 추정한다. 작년 역기저 및 6월 비우호적인 날씨 기인해 하나금융투자 기준 추정치(OP 300억원)를 하회할 것으로 전망된다.

유음료 및 빙과 매출액은 각각 YoY 4.6%, 54.6% 증가할 것으로 추정한다. 빙과 부문 고성장은 해태 빙과사업부 인수 효과에 기인한다. 인수 효과 제외시 YoY 3% 성장에 그칠 것으로 전망한다. 6월 잦은 호우로 빙과 수요가 부진했던 것으로 파악된다. 손익에는 해태 빙과사업부 인수 관련 상각비(20억원)가 반영되었다.

(2) 올해 실적 전망 및 투자 판단

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,311억원(YoY +17.9%), 502억원(YoY +26.0%)으로 추정한다. 단기적으로 2분기 실적은 기존 추정치를 소폭 하회하겠으나 3분기는 기저효과를 기대해 볼 만하다. 중장기로는 높아진 빙과 시장 지배력 및 조직 효율화 기인한 양사 시너지를 기대해 볼 만하다.

표 1. 빙그레 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	194.3	267.8	275.8	221.2	233.9	326.2	341.9	229.1	878.3	959.1	1,131.1
① 유음료	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	138.1	142.8	131.4	496.4	515.3	535.1
② 빙과 및 기타	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	127.5	136.4	68.6	360.8	392.2	418.9
③ 해태	-	-	-	23.9	26.9	54.2	61.1	25.1	-	23.9	167.3
YoY	9.6%	7.4%	4.3%	18.2%	20.4%	21.8%	24.0%	3.6%	2.7%	9.2%	17.9%
① 유음료	8.7%	2.6%	3.0%	1.3%	2.2%	4.6%	4.4%	4.0%	5.3%	3.8%	3.8%
② 빙과 및 기타	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	22.3%	2.5%	4.6%	2.6%	-1.6%	8.7%	6.8%
③ 해태	-	-	-	-	-	-	-	5.0%	-	-	-
영업이익	6.3	26.8	20.9	(14.2)	1.2	27.0	27.0	(5.0)	45.8	39.8	50.2
YoY	1.9%	30.1%	2.2%	CR	-80.8%	0.7%	29.5%	CR	16.4%	-13.0%	26.0%
OPM	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.5%	8.3%	7.9%	-2.2%	5.2%	4.2%	4.4%
빙그레	4.5	22.3	20.9	(5.3)	5.7	23.0	23.0	0.0	41.8	42.4	51.7
해태	-	-	-	(5.4)	(4.0)	6.0	6.0	(3.0)	-	(5.4)	5.0
세전이익	8.5	36.3	21.1	(18.4)	2.3	29.6	30.0	(5.8)	53.1	47.5	56.1
YoY	4.0%	60.7%	-5.1%	TR	-72.9%	-18.7%	42.2%	CR	19.7%	-10.5%	18.1%
(지배)순이익	6.6	28.1	15.0	(14.8)	1.4	22.8	22.5	(4.6)	41.1	34.9	42.1
YoY	8.2%	60.0%	-11.8%	TR	-78.9%	-19.9%	50.0%	CR	20.0%	-15.1%	20.6%
NPM	3.4%	10.5%	5.4%	-6.7%	0.6%	6.9%	6.6%	-2.0%	4.7%	3.6%	3.7%

자료: 하나금융투자

빙그레 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	878.3	959.1	1,131.1	1,178.8	1,226.0
매출원가	647.1	698.4	798.1	825.9	856.5
매출총이익	231.2	260.7	333.0	352.9	369.5
판매비	185.4	220.9	282.8	296.9	308.9
영업이익	45.8	39.8	50.2	56.0	60.6
금융손익	6.6	4.0	3.5	3.9	4.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	2.4	2.0	2.0
기타영업외손익	0.7	3.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	53.1	47.5	56.1	61.9	67.0
법인세	12.0	12.6	14.0	15.3	17.0
계속사업이익	41.1	34.9	42.1	46.6	49.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	41.1	34.9	42.1	46.6	49.9
비배주주지분 손이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	41.1	34.9	42.1	46.6	49.9
지배주주지분포괄이익	38.1	31.2	42.1	46.6	49.9
NOPAT	35.4	29.2	37.7	42.1	45.1
EBITDA	78.9	82.4	94.3	101.7	108.0
성장성(%)					
매출액증가율	2.70	9.20	17.93	4.22	4.00
NOPAT증가율	16.83	(17.51)	29.11	11.67	7.13
EBITDA증가율	19.91	4.44	14.44	7.85	6.19
영업이익증가율	16.54	(13.10)	26.13	11.55	8.21
(지배주주)순이익증가율	20.18	(15.09)	20.63	10.69	7.08
EPS증가율	20.05	(15.07)	20.59	10.75	7.17
수익성(%)					
매출총이익률	26.32	27.18	29.44	29.94	30.14
EBITDA이익률	8.98	8.59	8.34	8.63	8.81
영업이익률	5.21	4.15	4.44	4.75	4.94
계속사업이익률	4.68	3.64	3.72	3.95	4.07

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	405.1	325.3	375.6	409.1	445.0
금융자산	287.6	187.9	213.6	240.2	269.3
현금성자산	46.6	82.2	88.9	110.3	134.2
매출채권	57.8	67.0	79.0	82.3	85.6
재고자산	44.3	55.3	65.2	68.0	70.7
기타유동자산	15.4	15.1	17.8	18.6	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	820.8	861.2	904.8
유동부채	94.3	126.3	147.5	153.4	159.2
금융부채	4.5	6.5	7.7	8.0	8.3
매입채무	40.7	57.2	67.5	70.3	73.1
기타유동부채	49.1	62.6	72.3	75.1	77.8
비유동부채	19.5	48.3	55.8	57.9	60.0
금융부채	4.5	6.1	6.1	6.1	6.1
기타비유동부채	15.0	42.2	49.7	51.8	53.9
부채총계	113.8	174.6	203.3	211.3	219.2
지배주주지분	571.1	589.5	617.4	649.9	685.6
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	529.6	562.0	597.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	571.1	589.5	617.4	649.9	685.6
순금융부채	(278.7)	(175.3)	(199.7)	(226.1)	(254.9)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,168	3,540	4,269	4,728	5,067
BPS	60,259	62,126	64,959	68,251	71,882
CFPS	8,875	9,579	9,811	10,526	11,169
EBITDAPS	8,009	8,362	9,568	10,323	10,966
SPS	89,160	97,361	114,820	119,661	124,448
DPS	1,450	1,600	1,600	1,600	1,600
주기지표(배)					
PER	13.44	16.13	14.69	13.26	12.37
PBR	0.93	0.92	0.97	0.92	0.87
PCFR	6.31	5.96	6.39	5.96	5.61
EV/EBITDA	3.46	4.70	4.39	3.81	3.32
PSR	0.63	0.59	0.55	0.52	0.50
재무비율(%)					
ROE	7.36	6.01	6.97	7.35	7.47
ROA	6.13	4.81	5.31	5.54	5.65
ROIC	13.72	8.71	9.20	10.09	10.60
부채비율	19.92	29.62	32.93	32.52	31.97
순부채비율	(48.79)	(29.73)	(32.35)	(34.79)	(37.17)
이자보상배율(배)	231.22	144.90	149.11	157.40	166.35

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	62.8	71.6	87.3	89.7	94.3
당기순이익	41.1	34.9	42.1	46.6	49.9
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)
영업활동자산부채변동	(13.8)	(11.6)	4.7	1.3	1.3
투자활동 현금흐름	(30.9)	(13.7)	(65.5)	(53.6)	(55.7)
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)	(1.0)	(0.5)
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	6.7	21.4	23.9
Unlevered CFO	87.4	94.4	96.7	103.7	110.0
Free Cash Flow	35.3	23.2	37.3	37.2	39.1