

Company Update

Analyst 김태현

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 66,000원

현재가 (8/24) 57,400원

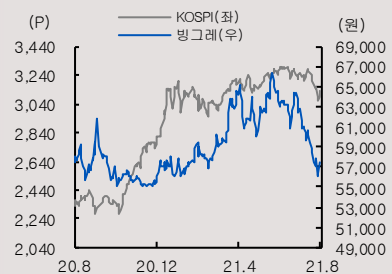
KOSPI (8/24)	3,138.30pt
시가총액	565십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
52주 최고가	66,300원
최저가	55,000원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	18.6%
배당수익률 (2021F)	2.8%

주주구성	
김호연 외 3 인	40.89%
국민연금공단	6.26%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-6%	-26%
절대기준	-9%	-1%	0%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	66,000	72,000	▼
EPS(21)	2,433	3,724	▼
EPS(22)	3,399	4,728	▼

빙그레 주가추이



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)

## 무형자산감가상각비, 장기간 이익 성장에 부담될 듯

### 2Q21 매출 증가한 반면 영업이익은 대폭 감소

지난 2분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 3,247억원(+21.3% yoy), 183억원(-31.7% yoy)을 기록, IBK투자증권 추정치(매출액: 3,261억원, 영업이익: 293억원) 대비 매출액은 부합, 영업이익은 크게 하회함. 빙그레 별도 실적이 부진했고, 1분기와 마찬가지로 해태아이스크림 실적 연결 반영되며 큰 폭의 매출 성장세 이어졌지만 무형자산 감가상각비 증가 영향으로 영업이익은 크게 감소함. 해외 법인 판매 실적은 중국의 부진에도 불구하고, 미국과 베트남 법인 매출이 각각 31.9%(yoy), 58.0%(yoy) 늘며 성장 기초 이어짐

### 1분기 좋았던 빙그레(별도) 실적, 2분기는 원가 부담으로 부진

빙그레 별도 매출액은 2,684억원(+4.7% yoy), 영업이익은 139억원(-37.8% yoy)을 기록. 설탕, 커피 등 원재료 가격 상승 및 아이스크림 매출 부진 영향으로 매출원가율이 2.9%p 상승하며 수익성이 악화됨. 부문별로 냉장류(유음료 등) 매출은 1,426억원(+8.0% yoy)으로 기대 수준을 소폭 상회함. 바나나맛우유는 전년 수준에 그쳤지만 닥터캡슐 등 드링킹 발효유 매출이 약 40%(yoy) 늘고, 커피음료 고성장세가 지속되는 가운데, 작년 부진했던 주스도 소폭 개선됨. 냉동류(빙과 등) 매출은 1,258억원(+1.2% yoy)을 기록. 비가 잦았던 5~6월의 비우호적인 날씨 환경 탓에 아이스크림 판매가 줄었지만 스낵류 등 기타 매출이 개선되며 소폭의 외형 성장 가능했음

### 3Q25까지 무형자산감가상각비 발생, 장기간 이익 성장에 부담 불가피

2분기 해태아이스크림이 2억원 영업 흑자를 기록했는데, 7~8월 무더위를 고려하면 3분기도 흑자 기초가 이어질 전망. 실제로 7월 빙과 매출이 약 20% 성장한 것으로 파악됨. 다만 아직 양시간 유의미한 시너지가 없는 가운데 지난 상반기 실적을 보듯이, 해태아이스크림 인수에 따른 무형자산 감가상각비가 2025년 3분기까지 매 분기 약 20억원씩 발생함에 따라 장기간 이익 성장에 다소 부담으로 작용할 전망. 이에 EPS추정치에 하향 조정, 목표주가를 66,000원(기존 72,000원)으로 10% 하향함

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	878	959	1,134	1,183	1,236
영업이익	46	40	28	38	42
세전이익	53	48	31	44	49
지배주주순이익	41	35	24	33	38
EPS(원)	4,168	3,540	2,433	3,399	3,820
증가율(%)	20.1	-15.1	-31.3	39.7	12.4
영업이익률(%)	5.2	4.2	2.5	3.2	3.4
순이익률(%)	4.7	3.6	2.1	2.8	3.1
ROE(%)	7.4	6.0	4.0	5.5	5.9
PER	13.4	16.1	23.6	16.9	15.0
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.4	4.6	5.2	5.3	5.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 빙그레 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	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>233.9</b>	<b>324.7</b>	<b>350.4</b>	<b>224.9</b>	<b>878.3</b>	<b>959.1</b>	<b>1133.9</b>
별도	173.8	241.9	259.5	182.0	190.8	256.4	267.1	193.3	209.2	268.4	290.5	194.9	857.2	907.5	962.9
냉장	110.5	128.7	132.5	124.7	120.1	132.1	136.7	126.4	122.8	142.6	142.9	129.8	496.4	515.3	538.0
냉동	63.2	113.2	127.0	57.4	70.6	124.3	130.4	66.9	86.4	125.8	147.6	65.1	360.8	392.2	424.9
기타 연결	3.6	7.5	5.0	5.1	3.6	11.4	8.6	28.0	24.7	56.3	59.9	30.0	21.1	51.6	170.9
<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>20.4%</b>	<b>21.3%</b>	<b>27.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>18.2%</b>
냉장	3.9%	4.4%	5.3%	7.6%	8.7%	2.6%	3.2%	1.3%	2.2%	8.0%	4.5%	2.7%	5.3%	3.8%	4.4%
냉동	4.6%	-0.1%	-8.9%	7.0%	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	22.3%	1.2%	13.2%	-2.7%	-1.6%	8.7%	8.3%
매출원가	134.4	177.4	190.3	144.9	145.5	187.6	197.1	168.2	173.6	232.8	253.0	171.4	647.1	698.4	830.8
매출원가율	75.8%	71.2%	72.0%	77.4%	74.9%	70.1%	71.5%	76.0%	74.2%	71.7%	72.2%	76.2%	73.7%	72.8%	73.3%
매출총이익	42.9	71.9	74.2	42.2	48.9	80.2	78.7	53.0	60.3	91.9	97.4	53.5	231.2	260.7	303.1
매출총이익율	24.2%	28.8%	28.0%	22.6%	25.1%	29.9%	28.5%	24.0%	25.8%	28.3%	27.8%	23.8%	26.3%	27.2%	26.7%
판매관리비	36.7	51.3	53.8	43.7	42.5	53.4	57.8	67.2	59.1	73.6	75.7	66.3	185.4	220.9	274.7
판매비율	20.7%	20.6%	20.3%	23.3%	21.9%	19.9%	21.0%	30.4%	25.3%	22.7%	21.6%	29.5%	21.1%	23.0%	24.2%
<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>1.2</b>	<b>18.3</b>	<b>21.7</b>	<b>-12.8</b>	<b>45.8</b>	<b>39.8</b>	<b>28.4</b>
영업이익 YOY	119.8%	-5.7%	-19.2%	적지	1.9%	30.1%	2.2%	적지	-80.8%	-31.7%	4.2%	적지	16.4%	-13.0%	-28.6%
<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>0.5%</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>-5.7%</b>	<b>5.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.5%</b>

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

표 2. 빙그레 목표주가 산출

구분	내용	비고
12M forward EPS	3,077원	12M forward EPS 추정치 적용
Target PER	21.4배	과거 3개년(2018-20) 동안 각 년도의 PER 배수 최고치를 평균
적정주가	65,966원	12M forward EPS x Target PER
<b>목표주가</b>	<b>66,000원</b>	
현재주가	57,400원	(2021.08.24 종가)
상승여력	15.0%	

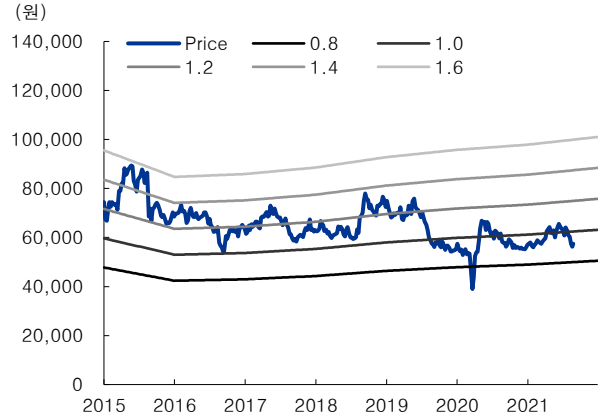
자료: IBK투자증권 리서치본부  
 주: 해태아이스크림 인수 이후 높아진 빙과 시장 내 지위를 반영, Target PER 기준을 '과거 3개년 각 년도 PER평균치'에서 '과거 3개년 각 년도 PER최고치'로 변경함

그림 1. 빙그레 Fwd PER 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치본부

그림 2. 빙그레 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치본부

빙그레 (005180)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	878	959	1,134	1,183	1,236
증가율(%)	2.7	9.2	18.2	4.3	4.5
매출원가	647	698	831	864	900
매출총이익	231	261	303	319	336
매출총이익률 (%)	26.3	27.2	26.7	27.0	27.2
판매비	185	221	275	281	294
판매비율(%)	21.1	23.0	24.3	23.8	23.8
영업이익	46	40	28	38	42
증가율(%)	16.4	-13.0	-28.6	32.7	10.0
영업이익률(%)	5.2	4.2	2.5	3.2	3.4
순금융손익	7	4	1	6	5
이자손익	6	4	1	5	5
기타	1	0	0	1	0
기타영업외손익	1	4	1	0	2
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	53	48	31	44	49
법인세	12	13	7	10	11
법인세율	22.6	27.1	22.6	22.7	22.4
계속사업이익	41	35	24	33	38
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	35	24	33	38
증가율(%)	20.0	-15.1	-31.3	39.7	12.4
당기순이익률 (%)	4.7	3.6	2.1	2.8	3.1
지배주주당기순이익	41	35	24	33	38
기타포괄이익	-3	-4	3	0	0
총포괄이익	38	31	27	33	38
EBITDA	79	82	75	75	77
증가율(%)	19.9	4.4	-8.8	0.2	1.7
EBITDA마진율(%)	9.0	8.6	6.6	6.3	6.2

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,168	3,540	2,433	3,399	3,820
BPS	57,976	59,843	61,183	63,146	65,396
DPS	1,450	1,600	1,600	1,750	1,750
밸류에이션(배)					
PER	13.4	16.1	23.6	16.9	15.0
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.4	4.6	5.2	5.3	5.0
성장성지표(%)					
매출증가율	2.7	9.2	18.2	4.3	4.5
EPS증가율	20.1	-15.1	-31.3	39.7	12.4
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	2.8	2.8	3.0	3.0
ROE	7.4	6.0	4.0	5.5	5.9
ROA	6.1	4.8	3.1	4.3	4.8
ROIC	16.9	11.5	6.8	9.5	10.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	19.9	29.6	30.1	26.1	22.3
순차입금 비율(%)	-49.6	-30.8	-28.5	-26.7	-28.1
이자보상배율(배)	231.2	144.9	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.0	15.4	16.9	17.2	17.3
재고자산회전율	21.2	19.3	22.1	25.2	26.6
총자산회전율	1.3	1.3	1.5	1.5	1.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	405	325	371	387	409
현금및현금성자산	47	82	67	57	55
유가증권	241	106	112	117	134
매출채권	58	67	67	70	73
재고자산	44	55	47	47	46
비유동자산	280	439	413	398	379
유형자산	215	280	285	276	269
무형자산	6	73	64	57	52
투자자산	26	31	34	34	34
자산총계	685	764	784	785	788
유동부채	94	126	153	133	117
매입채무및기타채무	41	57	74	58	44
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	19	48	29	29	27
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	114	175	182	162	144
지배주주지분	571	590	603	622	644
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	-2	-4	-1	-1	-1
이익잉여금	481	502	511	531	553
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	571	590	603	622	644
비이자부채	109	169	175	155	137
총차입금	5	6	7	7	7
순차입금	-283	-182	-172	-166	-181

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	63	72	84	42	43
당기순이익	41	35	24	33	38
비현금성 비용 및 수익	46	59	54	32	28
유형자산감가상각비	32	39	38	31	29
무형자산상각비	1	4	9	7	6
운전자본변동	-14	-12	16	-18	-17
매출채권등의 감소	2	7	1	-3	-3
재고자산의 감소	-6	0	8	1	0
매입채무등의 증가	0	-11	15	-16	-15
기타 영업현금흐름	-10	-10	-10	-5	-6
투자활동 현금흐름	-31	-14	-80	-47	-38
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-48	-39	-21	-22
유형자산의 감소	1	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-10	-2	11	0	0
기타	5	36	-53	-26	-16
재무활동 현금흐름	-18	-21	-24	-9	-10
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-18	-21	-24	-9	-10
기타 및 조정	0	-1	5	4	3
현금의 증가	14	36	-15	-10	-2
기초현금	32	47	82	67	57
기말현금	47	82	67	57	55

**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 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.07.01~2021.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	131	94.9
중립	7	5.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

