



음식료 Analyst **박애란**
02-6114-2939 aeranp@kbf.com

RA **이창민**
02-6114-2917 cm.lee@kbf.com

HOLD (유지)

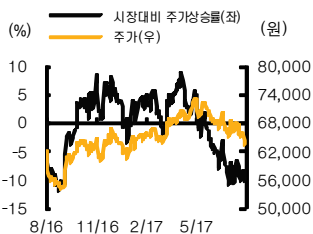
| | |
|----------------------------|--------|
| 목표주가 (하향, 원) | 70,000 |
| Upside / Downside (%) | 10.2 |
| 현재가 (8/14, 원) | 63,500 |
| Consensus Target price (원) | 77,813 |

Forecast earnings & valuation

| 계산기말 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원) | 813 | 849 | 861 | 885 |
| 영업이익 (십억원) | 37 | 39 | 44 | 46 |
| 순이익 (십억원) | 29 | 23 | 36 | 39 |
| EPS (원) | 2,916 | 2,317 | 3,585 | 3,877 |
| 증감률 (%) | 16.1 | -20.5 | 54.7 | 8.1 |
| PER (X) | 21.9 | 27.4 | 17.7 | 16.4 |
| EV/EBITDA (X) | 6.6 | 6.2 | 5.5 | 5.1 |
| PBR (X) | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| ROE (%) | 5.5 | 4.3 | 6.4 | 6.7 |
| 배당수익률 (%) | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |

Performance

| 주가상승률 (%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -2.3 | -13.0 | -3.5 | -1.2 |
| 시장대비 상대수익률 | 1.1 | -14.8 | -14.2 | -13.2 |



Trading Data

| | |
|----------------|----------------|
| 시가총액 (억원) | 6,256 |
| Free float (%) | 48.9 |
| 거래대금 (3M, 십억원) | 1.2 |
| 주요주주 지분율 (%) | 김호연 외 3 인 40.9 |
| | 국민연금 7.3 |

자료: 빙그레, KB증권

빙그레 (005180)

구조적인 실적 개선까지 시간 필요

- ✓ 2Q 영업이익 3.9% 감소, 시장 컨센서스 하회
- ✓ 고수익제품의 매출비중은 축소된 반면, 저수익제품은 확대
- ✓ 구조적 개선 요인 부족, 투자의견 HOLD 유지

▶ 2Q 매출액 5.6% 증가했으나 영업이익 3.9% 감소

빙그레의 2Q 실적은 매출액 2,459억원 (+5.6% YoY)과 영업이익 121억원 (-3.9% YoY, 영업이익률 4.9%)으로 KB증권 추정치와 시장 컨센서스를 하회했다. 여름철 성수기였음에도 불구하고 예상보다 부진했으며, 고수익제품의 매출비중 축소와 저수익제품의 매출비중 확대가 주 요인이다.

▶ 고수익제품의 매출비중 축소로 2Q 실적 부진

주요 품목별 2Q 실적을 살펴보면 ① **컵커피**: 지난해 리뉴얼 과정에서 판매량이 주춤했던 기저효과와 최근 대용량 제품 확장 효과로 매출성장이 두드러졌다. ② **발효유**: 시장 경쟁 완화에 따라 '요플레 (2016년 매출액 약 950억원)' 매출액이 증가세로 전환했으나 소폭에 그쳤다. ③ **가공유**: 주력 제품인 '바나나맛우유 (2016년 매출액 약 1,700억원)'를 포함하여 지난해 High base 부담과 경쟁 심화로 인해 매출액이 소폭 감소했고, 수익성이 뛰어난 품목인 만큼 이익 흐름에도 부정적이었다. ④ **빙과**: 가격대가 높은 콘타입 제품의 판매호조로 매출액은 증가했으나, 상대적으로 원가율이 높은 특성 상 이익 증가로 연결되지 못했고 수익성이 높은 바타입 제품은 저가 판촉 경쟁이 심해 실적 흐름에 도움이 되지 못했다. 이외에 간편식, 까페, 화장품 등 신사업 확대 초기 과정의 비용 증가도 부담스러웠다.

▶ 2017년 수익성 회복은 기저효과에 따른 것

빙그레의 2017년 실적은 매출액 8,485억원 (+4.3% YoY), 영업이익 387억원 (+4.0% YoY, 영업이익률 4.6%)으로 추정된다. 유제품업계 전반적으로 비용 효율화를 추진 중이나, 빙과부문의 이익 부담이 클 것으로 보인다. 지난 2015~2016년 실적 악화에 따른 기저효과로 수익성은 소폭 개선되었으나, 2017년 예상 영업이익은 2014년 수준에 불과하며 주력 품목의 독보적인 시장 입지를 내세워 음식료업종 내 Valuation Premium을 받았던 과거로의 회귀라고 판단하기에는 무리가 있다.

▶ 투자의견 HOLD 유지, 목표주가 하향 조정

빙그레에 대해 투자의견 HOLD를 유지하고 목표주가를 70,000원으로 하향한다. 목표주가는 Fwd 12개월 EPS 3,057원에 PER 14.8배 (음식료업종 10% 할인, 기준과 동일)를 적용한 주당 영업가치와 보유 순현금 2,398억원을 고려한 값이다. 조정된 목표주가는 현 주가대비 상승여력 10.2%에 그치며, 구조적 실적 개선이 가시화되기 전까지는 보수적인 관점이 필요해 보인다.

표 1. 빙그레의 2Q17 실적 요약

| (억원, %) | 2016 | | | | 2017 | | | | 2017 | | | | 증감률 (%·%p) | | | 차이 | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 실적 | KB 추정 | | 컨센서스 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 1,677 | 2,483 | 2,511 | 1,529 | 1,597 | 2,403 | 2,427 | 1,568 | 1,676 | 2,328 | 2,486 | 1,642 | 1,748 | 2,459 | 2,471 | 2,412 | 5.6 | 40.7 | 1.9 |
| 영업이익 | 24 | 212 | 219 | -38 | 36 | 196 | 135 | -50 | 21 | 126 | 248 | -23 | 37 | 121 | 152 | 154 | -3.9 | 225.2 | -21.5 |
| 세전이익 | 35 | 267 | 230 | -48 | 52 | 208 | 148 | -83 | 34 | 132 | 249 | -45 | 51 | 126 | 165 | 163 | -4.7 | 145.1 | -22.8 |
| 순이익 | 28 | 205 | 176 | -33 | 40 | 158 | 112 | -63 | 27 | 100 | 189 | -28 | 41 | 24 | 125 | 129 | -75.9 | -40.5 | -81.4 |
| 영업이익률 | 1.5 | 8.5 | 8.7 | -2.5 | 2.3 | 8.2 | 5.6 | -3.2 | 1.3 | 5.4 | 10.0 | -1.4 | 2.1 | 4.9 | 6.2 | 6.4 | -0.5 | 2.8 | -1.5 |
| 세전이익률 | 2.1 | 10.8 | 9.2 | -3.1 | 3.2 | 8.7 | 6.1 | -5.3 | 2.0 | 5.7 | 10.0 | -2.7 | 2.9 | 5.1 | 6.7 | 6.8 | -0.6 | 2.2 | -1.6 |
| 순이익률 | 1.7 | 8.2 | 7.0 | -2.2 | 2.5 | 6.6 | 4.6 | -4.0 | 1.6 | 4.3 | 7.6 | -1.7 | 2.3 | 1.0 | 5.1 | 5.4 | -3.3 | -1.3 | -4.4 |

자료: 빙그레, KB증권
 주: 과거에 누락되었던 법인세가 2Q17에 일시적으로 반영

표 2. 빙그레의 실적 추정치 변경 내용

| (억원, 원, %) | 변경전 | | | 변경후 | | | 변경률 | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 8,542 | 8,790 | 9,031 | 8,485 | 8,609 | 8,846 | -0.7 | -2.1 | -2.1 |
| 영업이익 | 424 | 459 | 483 | 387 | 439 | 462 | -8.6 | -4.3 | -4.3 |
| 세전이익 | 440 | 480 | 518 | 393 | 460 | 498 | -10.7 | -4.2 | -4.0 |
| 순이익 | 335 | 366 | 395 | 228 | 357 | 386 | -31.9 | -2.5 | -2.3 |
| EPS | 3,386 | 3,676 | 3,957 | 2,317 | 3,585 | 3,877 | -31.6 | -2.5 | -2.0 |

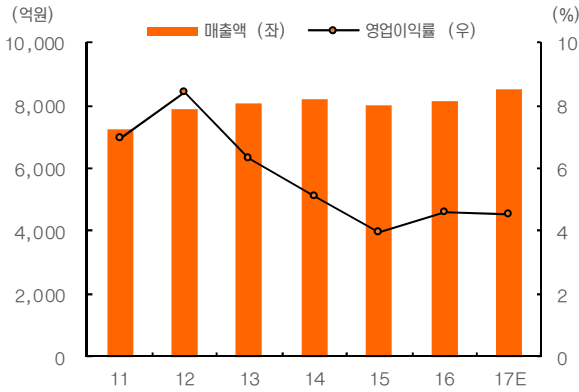
자료: 빙그레, KB증권

표 3. 빙그레의 주요 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (억원, %) | 2015 | | | | | 2016 | | | | | 2017E | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 연간 | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 연간 | 1Q | 2Q | 3QE | 4QE | 연간E |
| 매출액 | 1,594 | 2,400 | 2,427 | 1,575 | 7,996 | 1,676 | 2,328 | 2,486 | 1,642 | 8,132 | 1,748 | 2,459 | 2,602 | 1,677 | 8,485 |
| 빙그레 | 1,590 | 2,387 | 2,409 | 1,568 | 7,954 | 1,667 | 2,300 | 2,461 | 1,613 | 8,041 | 1,731 | 2,408 | 2,573 | 1,643 | 8,356 |
| 냉장 | 1,027 | 1,223 | 1,242 | 1,109 | 4,601 | 1,134 | 1,297 | 1,294 | 1,208 | 4,933 | 1,122 | 1,290 | 1,376 | 1,234 | 5,021 |
| 내수 | 991 | 1,177 | 1,207 | 1,074 | 4,449 | 1,090 | 1,242 | 1,244 | 1,158 | 4,734 | 1,074 | 1,246 | 1,298 | 1,163 | 4,781 |
| 수출 | 36 | 46 | 36 | 35 | 152 | 44 | 55 | 50 | 50 | 199 | 48 | 44 | 78 | 71 | 240 |
| 냉동 | 564 | 1,164 | 1,167 | 460 | 3,354 | 533 | 1,003 | 1,167 | 405 | 3,109 | 609 | 1,118 | 1,197 | 410 | 3,334 |
| 내수 | 504 | 1,069 | 1,103 | 425 | 3,101 | 470 | 907 | 1,099 | 361 | 2,837 | 547 | 1,029 | 1,130 | 386 | 3,092 |
| 수출 | 60 | 95 | 64 | 35 | 253 | 62 | 96 | 69 | 45 | 271 | 62 | 90 | 68 | 24 | 242 |
| 기타 | 4 | 13 | 18 | 7 | 41 | 10 | 28 | 24 | 29 | 90 | 17 | 50 | 28 | 33 | 129 |
| YoY | -5.0 | -3.3 | -3.4 | 3.0 | -2.5 | 5.1 | -3.0 | 2.4 | 4.2 | 1.7 | 4.3 | 5.6 | 4.7 | 2.1 | 4.3 |
| 빙그레 | -5.1 | -3.8 | -4.0 | 2.2 | -3.0 | 4.8 | -3.6 | 2.2 | 2.9 | 1.1 | 3.8 | 4.7 | 4.5 | 1.9 | 3.9 |
| 냉장 | -6.4 | -5.9 | -2.9 | 4.0 | -3.0 | 10.4 | 6.1 | 4.2 | 8.9 | 7.2 | -1.1 | -0.5 | 6.3 | 2.1 | 1.8 |
| 내수 | -6.4 | -6.9 | -2.9 | 4.6 | -3.1 | 10.0 | 5.5 | 3.1 | 7.9 | 6.4 | -1.5 | 0.3 | 4.4 | 0.4 | 1.0 |
| 수출 | -8.2 | 31.8 | -2.9 | -11.5 | 1.5 | 22.8 | 20.2 | 41.2 | 41.2 | 30.6 | 8.6 | -19.9 | 54.5 | 43.1 | 20.9 |
| 냉동 | -2.5 | -1.4 | -5.2 | -1.7 | -3.0 | -5.5 | -13.8 | 0.0 | -11.8 | -7.3 | 14.3 | 11.5 | 2.6 | 1.1 | 7.3 |
| 내수 | 0.7 | 0.4 | -4.6 | 0.0 | -1.4 | -6.6 | -15.1 | -0.4 | -15.1 | -8.5 | 16.4 | 13.4 | 2.8 | 7.1 | 9.0 |
| 수출 | -22.8 | -18.2 | -13.5 | -19.0 | -18.3 | 4.4 | 1.1 | 7.4 | 28.5 | 7.2 | -1.3 | -6.5 | -1.7 | -47.2 | -10.8 |
| 영업이익 | 36 | 196 | 135 | -50 | 317 | 21 | 126 | 248 | -23 | 372 | 37 | 121 | 244 | -14 | 387 |
| YoY | 49.0 | -7.3 | -38.3 | 적지 | -24.0 | -41.6 | -36.0 | 84.3 | 적지 | 17.5 | 74.2 | -3.9 | -1.8 | 적지 | 4.0 |
| 영업이익률 | 2.3 | 8.2 | 5.6 | -3.2 | 4.0 | 1.3 | 5.4 | 10.0 | -1.4 | 4.6 | 2.1 | 4.9 | 9.4 | -0.8 | 4.6 |
| 세전이익 | 52 | 208 | 148 | -83 | 324 | 34 | 132 | 249 | -45 | 370 | 51 | 126 | 250 | -35 | 393 |
| YoY | 47.5 | -22.1 | -35.8 | 적지 | -33.0 | -33.8 | -36.7 | 68.6 | 적지 | 14.2 | 50.1 | -4.7 | 0.5 | 적지 | 6.1 |
| 세전이익률 | 3.2 | 8.7 | 6.1 | -5.3 | 4.1 | 2.0 | 5.7 | 10.0 | -2.7 | 4.6 | 2.9 | 5.1 | 9.6 | -2.1 | 4.6 |
| 순이익 | 40 | 158 | 112 | -63 | 247 | 27 | 100 | 189 | -28 | 287 | 41 | 24 | 190 | -26 | 228 |
| YoY | 42.9 | -22.7 | -36.1 | 적지 | -34.0 | -33.4 | -36.7 | 67.7 | 적지 | 16.1 | 51.3 | -75.9 | 0.6 | 적지 | -20.6 |
| 순이익률 | 2.5 | 6.6 | 4.6 | -4.0 | 3.1 | 1.6 | 4.3 | 7.6 | -1.7 | 3.5 | 2.3 | 1.0 | 7.3 | -1.6 | 2.7 |
| 매출비중 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 빙그레 | 99.8 | 99.5 | 99.3 | 99.6 | 99.5 | 99.4 | 98.8 | 99.0 | 98.2 | 98.9 | 99.0 | 98.0 | 98.9 | 98.0 | 98.5 |
| 냉장 | 64.4 | 51.0 | 51.2 | 70.4 | 57.5 | 67.6 | 55.7 | 52.1 | 73.6 | 60.7 | 64.2 | 52.5 | 52.9 | 73.6 | 59.2 |
| 내수 | 62.2 | 49.1 | 49.7 | 68.2 | 55.6 | 65.0 | 53.4 | 50.0 | 70.5 | 58.2 | 61.4 | 50.7 | 49.9 | 69.3 | 56.3 |
| 수출 | 2.2 | 1.9 | 1.5 | 2.2 | 1.9 | 2.6 | 2.4 | 2.0 | 3.0 | 2.4 | 2.7 | 1.8 | 3.0 | 4.2 | 2.8 |
| 냉동 | 35.4 | 48.5 | 48.1 | 29.2 | 41.9 | 31.8 | 43.1 | 47.0 | 24.7 | 38.2 | 34.8 | 45.5 | 46.0 | 24.4 | 39.3 |
| 내수 | 31.6 | 44.5 | 45.4 | 27.0 | 38.8 | 28.1 | 39.0 | 44.2 | 22.0 | 34.9 | 31.3 | 41.8 | 43.4 | 23.0 | 36.4 |
| 수출 | 3.8 | 3.9 | 2.6 | 2.2 | 3.2 | 3.7 | 4.1 | 2.8 | 2.7 | 3.3 | 3.5 | 3.6 | 2.6 | 1.4 | 2.9 |
| 기타 | 0.2 | 0.5 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 1.2 | 1.0 | 1.8 | 1.1 | 1.0 | 2.0 | 1.1 | 2.0 | 1.5 |

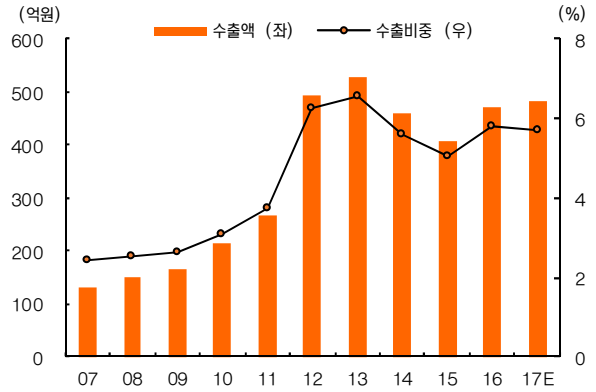
자료: 빙그레, KB증권

그림 1. K-IFRS 연결 기준 연간 실적



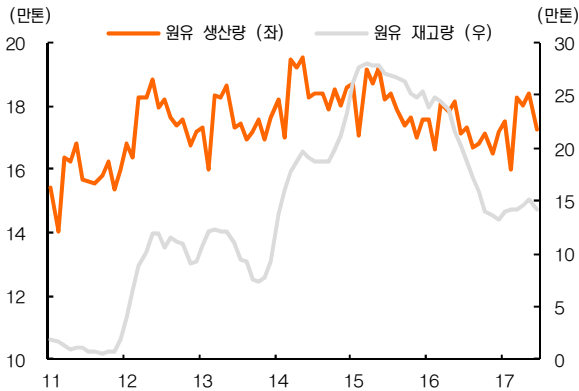
자료: 빙그레, KB증권

그림 2. K-IFRS 별도 기준 수출 비중



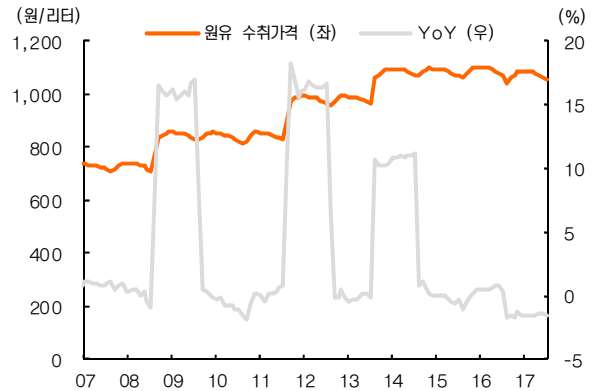
자료: 빙그레, KB증권

그림 3. 원유 생산량과 재고량



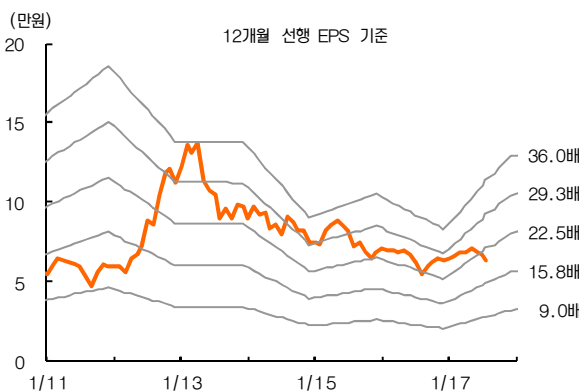
자료: 낙농진흥회, KB증권

그림 4. 원유 수취가격



자료: 낙농진흥회, KB증권
주: 2016년 8월부터 1.9% 인하

그림 5. PER Band



자료: Quantwise, KB증권

표 4. 목표주가 산출

| (원, 배, %) | 적정가치 | 비고 |
|-----------|---------|-------------------------------|
| 주당 영업가치 | 45,114 | ① |
| EPS | 3,057 | Fwd 12개월 기준 |
| 2016 | 2,916 | |
| 2017E | 2,317 | 가중치 5개월 |
| 2018E | 3,585 | 가중치 7개월 |
| PER | 14.8 | 음식료업종 10% 할인, 주력 품목의 시장 위축 고려 |
| 음식료 | 16.4 | 식자재 유통업체 4사 제외안 기준 |
| 과거 평균 | 21.6 | 2012~2016년 평균 |
| 주당 순차입금 | -24,341 | ② |
| 순차입금 | -2,398 | Fwd 12개월 기준 |
| 2016 | -2,167 | |
| 2017E | -2,287 | 가중치 5개월 |
| 2018E | -2,477 | 가중치 7개월 |
| 적정주가 | 69,455 | ③ = ① - ② |
| 목표주가 | 70,000 | |
| 현 증가 | 63,500 | 8/14 기준 |
| 상승여력 | 10.2 | 투자조건 HOLD |

자료: Quantwise, KB증권

| 포괄손익계산서 | | | | | |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| (적용기준) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) |
| 매출액 | 800 | 813 | 849 | 861 | 885 |
| 매출원가 | 576 | 567 | 596 | 600 | 616 |
| 매출총이익 | 224 | 246 | 253 | 261 | 269 |
| 판매비와관리비 | 192 | 209 | 214 | 217 | 223 |
| 영업이익 | 32 | 37 | 39 | 44 | 46 |
| EBITDA | 58 | 63 | 64 | 69 | 71 |
| 영업외손익 | 1 | 0 | 1 | 2 | 4 |
| 이자수익 | 3 | 4 | 4 | 4 | 5 |
| 이자비용 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -3 | -4 | -4 | -3 | -2 |
| 세전이익 | 32 | 37 | 39 | 46 | 50 |
| 법인세비용 | 8 | 8 | 17 | 10 | 11 |
| 당기순이익 | 25 | 29 | 23 | 36 | 39 |
| 지배기업순이익 | 25 | 29 | 23 | 35 | 38 |
| 수정순이익 | 25 | 29 | 23 | 35 | 38 |

| 성장성 및 수익성 비율 | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (%) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액 성장률 | -2.5 | 1.7 | 4.3 | 1.5 | 2.8 |
| 영업이익 성장률 | -24.0 | 17.4 | 4.0 | 13.4 | 5.2 |
| EBITDA 성장률 | -12.7 | 8.7 | 1.8 | 8.0 | 3.2 |
| 지배기업순이익 성장률 | -34.8 | 16.2 | -20.6 | 54.8 | 8.2 |
| 매출총이익률 | 28.0 | 30.3 | 29.8 | 30.4 | 30.4 |
| 영업이익률 | 4.0 | 4.6 | 4.6 | 5.1 | 5.2 |
| EBITDA이익률 | 7.2 | 7.7 | 7.5 | 8.0 | 8.0 |
| 세전이익률 | 4.1 | 4.5 | 4.6 | 5.3 | 5.6 |
| 당기순이익률 | 3.1 | 3.5 | 2.7 | 4.1 | 4.4 |

| 현금흐름표 | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름 | 65 | 66 | 36 | 57 | 59 |
| 당기순이익 | 25 | 29 | 23 | 36 | 39 |
| 유무형자산상각비 | 26 | 26 | 25 | 25 | 25 |
| 기타비현금손익 조정 | 13 | 14 | 17 | 10 | 11 |
| 운전자본증감 | 11 | 3 | -7 | -4 | -5 |
| 매출채권감소 (증가) | -1 | -1 | -3 | -4 | -4 |
| 재고자산감소 (증가) | 15 | 5 | -2 | -2 | -2 |
| 매입채무증가 (감소) | 0 | 4 | 10 | 1 | 1 |
| 기타영업현금흐름 | -10 | -6 | -22 | -10 | -11 |
| 투자활동 현금흐름 | -42 | -50 | -32 | -43 | -46 |
| 유형자산투자감소 (증가) | -26 | -26 | -25 | -26 | -27 |
| 무형자산투자감소 (증가) | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산감소 (증가) | -3 | 0 | 3 | -1 | -2 |
| 기타투자현금흐름 | 6 | 4 | 1 | 0 | 0 |
| 재무활동 현금흐름 | -14 | -11 | -2 | -11 | -10 |
| 금융부채 증감 | -3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증감 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 당기지급액 | -11 | -11 | -11 | -11 | -11 |
| 기타재무현금흐름 | 0 | 0 | 10 | 1 | 1 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 9 | 5 | 2 | 4 | 2 |
| 기말현금 | 17 | 21 | 23 | 27 | 29 |
| 잉여현금흐름 (FCF) | 39 | 40 | 11 | 31 | 32 |
| 순현금흐름 | 29 | 32 | 12 | 19 | 19 |
| 순현금 (순차입금) | 184 | 217 | 229 | 248 | 267 |

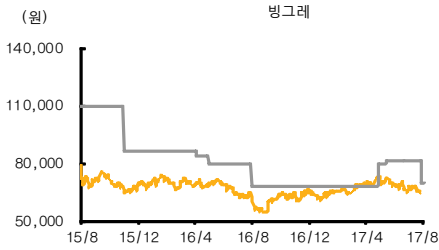
자료: 빙그레, KB증권

| 재무상태표 | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| (적용기준) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) | (IFRS-C) |
| 자산총계 | 617 | 624 | 644 | 672 | 703 |
| 유동자산 | 320 | 346 | 365 | 390 | 416 |
| 현금 및 현금성자산 | 17 | 21 | 23 | 27 | 29 |
| 단기금융자산 | 168 | 196 | 205 | 221 | 237 |
| 매출채권 | 68 | 69 | 72 | 76 | 80 |
| 재고자산 | 39 | 34 | 35 | 37 | 39 |
| 기타유동자산 | 29 | 27 | 28 | 30 | 31 |
| 비유동자산 | 297 | 278 | 279 | 282 | 287 |
| 투자자산 | 46 | 27 | 29 | 30 | 32 |
| 유형자산 | 228 | 226 | 227 | 228 | 230 |
| 무형자산 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 기타비유동자산 | 20 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 부채총계 | 100 | 102 | 108 | 112 | 114 |
| 유동부채 | 73 | 83 | 88 | 91 | 93 |
| 매입채무 | 37 | 41 | 42 | 43 | 43 |
| 단기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 36 | 42 | 46 | 49 | 50 |
| 비유동부채 | 27 | 19 | 20 | 20 | 21 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 9 | 9 | 10 | 10 | 11 |
| 자본총계 | 517 | 522 | 536 | 561 | 588 |
| 자본금 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 자본잉여금 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 기타자본항목 | -23 | -23 | -23 | -23 | -23 |
| 기타포괄손익누계액 | 28 | 13 | 16 | 16 | 16 |
| 이익잉여금 | 398 | 417 | 429 | 453 | 480 |
| 지배지분 계 | 517 | 522 | 536 | 560 | 588 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |

| 주요투자지표 | | | | | |
|-------------|--------|---------|----------|--------|--------|
| (X, %, 원) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| Multiples | | | | | |
| PER | 27.3 | 21.9 | 27.4 | 17.7 | 16.4 |
| PBR | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| PSR | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 8.5 | 6.6 | 6.2 | 5.5 | 5.1 |
| EV/EBIT | 15.5 | 11.1 | 10.2 | 8.6 | 7.8 |
| 배당수익률 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| EPS | 2,512 | 2,916 | 2,317 | 3,585 | 3,877 |
| BPS | 52,497 | 52,963 | 54,423 | 56,886 | 59,641 |
| SPS (주당매출액) | 81,165 | 82,545 | 86,131 | 87,390 | 89,794 |
| DPS (주당배당금) | 1,250 | 1,250 | 1,250 | 1,250 | 1,250 |
| 배당성향 (%) | 44.7 | 38.5 | 48.4 | 31.3 | 28.9 |
| 수익성지표 | | | | | |
| ROE | 4.9 | 5.5 | 4.3 | 6.4 | 6.7 |
| ROA | 4.1 | 4.6 | 3.6 | 5.4 | 5.6 |
| ROIC | 7.7 | 9.8 | 7.8 | 11.7 | 12.1 |
| 안정성지표 | | | | | |
| 부채비율 | 19.3 | 19.5 | 20.1 | 19.9 | 19.4 |
| 순차입비율 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 | 순현금 |
| 유동비율 | 4.4 | 4.2 | 4.1 | 4.3 | 4.5 |
| 이자보상배율 (배) | 725.0 | 7,167.6 | 38,741.9 | 0.0 | 0.0 |
| 활동성지표 | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 매출채권회전율 | 11.9 | 11.9 | 12.0 | 11.6 | 11.4 |
| 재고자산회전율 | 17.1 | 22.4 | 24.5 | 23.8 | 23.4 |

투자자 고지사항

■ **투자의견 및 목표주가 변경내역 (주가 -, 목표주가 -)**



| 종목명 | 변경일 | 투자의견 | 목표주가 (원) |
|-----|----------|---------------|----------|
| 빙그레 | 15/11/16 | BUY | 86,000 |
| | 16/04/19 | BUY | 84,000 |
| | 16/05/16 | BUY | 80,000 |
| | 16/08/16 | Marketperform | 68,000 |
| | 17/05/15 | HOLD | 80,000 |
| | 17/05/31 | HOLD | 81,500 |
| | 17/08/15 | HOLD | 70,000 |

■ KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

■ **투자의견 분류 및 기준**

| 종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준) | | |
|---------------------------|------------------|---------------|
| BUY: 15% 초과 | HOLD: 15% ~ -15% | SELL: -15% 초과 |

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (BUY, HOLD, SELL)로 변경되었습니다.

| 산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준) | | |
|---------------------------|-------------------|--------------------|
| Positive: 시장수익률 상회 | Neutral: 시장수익률 수준 | Negative: 시장수익률 하회 |

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

■ **투자등급 비율 (2017. 06. 30 기준)**

| 매수 (BUY) | 중립 (HOLD) | 매도 (SELL) |
|----------|-----------|-----------|
| 79.5% | 20.5% | - |

* 최근 1년간 투자의견을 제시한 리포트 기준

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.