

**Company Update**

Analyst 김태현  
02) 6915-5658  
kith0923@ibks.com

**매수 (유지)**

목표주가	76,000원
현재가 (9/6)	59,800원

KOSPI (9/6)	2,319.82pt
시가총액	589십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
52주 최고가	73,000원
최저가	54,200원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	26.1%
배당수익률 (2017F)	2.1%
주주구성	
김호연 외 3인	40.89%
국민연금	7.31%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-5% -17% -5%
절대기준	-8% -8% 7%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	76,000	83,000	▼
EPS(17)	2,142	3,310	▼
EPS(18)	3,335	3,512	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 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)

## 올 하반기는 체질개선을 위한 투자의 시기

### 3Q 연결 매출액은 4.8% 증가, 영업이익은 14.0% 감소 전망

3분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 2,604억원(+4.8% yoy), 214억원(-14.0% yoy)으로 전망된다. 외형성장 기초가 이어지겠지만 젤리 등 OEM업체에 위탁 생산하는 제품 비중 확대에 따른 원가 부담과 빙과부문의 마진을 하락으로 수익성이 부진할 것으로 예상된다.

### 전체 외형성장 기초는 유지되겠지만...

냉장부문(유음료 등)의 3분기 매출액은 1,321억원(+2.1% yoy)으로 전망된다. 부문 매출의 35~40% 비중을 차지하는 가공유에서 작년 역기저 부담이 있지만 바나나맛 우유(오리지널) 매출이 견조하게 유지되고, 커피음료와 따옴의 성장세도 이어지는 것으로 파악된다. 또 작년 정체됐던 요플레, 닥터캡슐 등 발효유 매출이 소폭 증가세로 전환됨에 따라 성장 기초가 이어질 전망이다. 냉동 부문(빙과 등) 매출액은 콘 제품류와 끌레도르 등 프리미엄 제품 판매 호조세로 전년동기 대비 7.4% 증가할 것으로 전망된다. 다만, 최근 아이스크림 할인전문점이 많아지면서 가격정찰제 효과가 축소될 것으로 예상되는 바, ASP확대 기대감은 다소 제한적이다.

### 매출 다변화에 따른 초기 비용 부담은 하반기 수익성 악화로 이어질 듯

유제품을 주력으로 판매하는 동사에게 주 소비층인 유소년 인구 감소세는 그간 우려 요인으로 작용했다. 이에 플래그십 스토어(옐로우 카페)를 통해 기존 제품 마케팅에 주력하고, 가정간편식(냉동밥), 화장품, 젤리 등 신규 카테고리를 늘리며 매출 다변화를 추진하는 모습이다. 초기 비용 부담에 따른 하반기 수익성 감소는 불가피하겠지만 중장기 측면에서 신 성장동력이 될 수 있고 기존 사업과의 시너지 효과를 창출할 수도 있다. 또 현금성 자산이 2,289억원(2017E)에 달해 M&A를 통한 보다 적극적인 체질 개선의 여지가 있다고 판단됨에 따라 투자 의견 매수를 유지한다. 다만 실적 추정치 변경에 따라 목표주가는 기존 83,000원에서 76,000원으로 하향 조정한다.

(단위:십억원,배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	800	813	851	889	935
영업이익	32	37	33	42	45
세전이익	32	37	36	43	46
지배주주순이익	25	29	21	33	35
EPS(원)	2,512	2,916	2,142	3,335	3,536
증가율(%)	-34.6	16.1	-26.6	55.7	6.0
영업이익률(%)	4.0	4.6	3.9	4.7	4.9
순이익률(%)	3.1	3.5	2.5	3.7	3.7
ROE(%)	4.9	5.5	4.0	6.0	6.1
PER	27.3	21.9	27.9	17.9	16.9
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.5	6.6	6.2	5.3	4.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 빙그레 목표주가 산출

구분	내용	비고
12M Forward EPS	3,037원	12M Forward EPS 적용
Target PER	25.2배	과거 37개년 동안 각 년도의 PER 배수 평균치를 평균
적정주가	76,381원	12M Forward EPS x Target PER
<b>목표주가</b>	<b>76,000원</b>	<b>(백원 단위 반올림)</b>
현재주가	59,800원	(2017.9.6 종가기준)
상승여력	27.1%	

자료: IBK투자증권 리서치센터

표 2. 빙그레 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>167.6</b>	<b>232.8</b>	<b>248.6</b>	<b>164.2</b>	<b>174.8</b>	<b>245.9</b>	<b>260.4</b>	<b>169.9</b>	<b>813.2</b>	<b>851.0</b>	<b>889.0</b>
별도	166.7	230.0	246.1	161.3	173.1	240.8	257.5	166.3	804.1	837.7	876.3
냉장	113.4	129.7	129.4	120.8	112.2	129.0	132.1	125.2	493.3	498.5	518.3
냉동	53.3	100.3	116.7	40.5	60.9	111.8	125.4	41.1	310.9	339.2	358.0
기타 연결	1.0	2.8	2.4	2.9	1.7	5.0	2.9	3.6	9.0	13.2	12.7
<b>매출액 YoY</b>	<b>4.9%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.5%</b>
냉장	10.4%	6.1%	4.2%	8.9%	-1.1%	-0.6%	2.1%	3.7%	7.2%	1.1%	4.0%
냉동	-5.5%	-13.8%	0.0%	-11.8%	14.3%	11.5%	7.4%	1.4%	-7.3%	9.1%	5.6%
<b>매출비중(별도)</b>											
냉장	68.0%	56.4%	52.6%	74.9%	64.8%	53.6%	51.3%	75.3%	61.3%	59.5%	59.1%
냉동	32.0%	43.6%	47.4%	25.1%	35.2%	46.4%	48.7%	24.7%	38.7%	40.5%	40.9%
<b>영업이익</b>	<b>2.1</b>	<b>12.6</b>	<b>24.8</b>	<b>-2.3</b>	<b>3.7</b>	<b>12.1</b>	<b>21.4</b>	<b>-3.9</b>	<b>37.2</b>	<b>33.2</b>	<b>42.0</b>
영업이익 YoY	-41.6%	-36.0%	84.3%	적지	74.2%	-3.9%	-14.0%	적지	17.5%	-10.8%	26.4%
<b>영업이익률</b>	<b>1.3%</b>	<b>5.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>2.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>8.2%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.7%</b>

자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치센터

그림 1. 빙그레 Fwd PER 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 빙그레 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	800	813	851	889	935
증가율(%)	-2.5	1.7	4.6	4.5	5.2
매출원가	576	567	604	625	656
매출총이익	224	246	247	264	279
매출총이익률 (%)	28.0	30.3	29.0	29.7	29.8
판매비	192	209	214	222	233
판매비율(%)	24.0	25.7	25.1	24.9	24.9
영업이익	32	37	33	42	45
증가율(%)	-24.0	17.5	-10.8	26.4	8.3
영업이익률(%)	4.0	4.6	3.9	4.7	4.9
순금융손익	4	4	4	4	5
이자손익	3	4	4	4	5
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-4	-1	-3	-4
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	32	37	36	43	46
법인세	8	8	15	11	11
법인세율	24.0	22.5	41.4	24.6	24.8
계속사업이익	25	29	21	33	35
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	29	21	33	35
증가율(%)	-34.1	16.1	-26.6	55.7	6.0
당기순이익률 (%)	3.1	3.5	2.5	3.7	3.7
지배주주당기순이익	25	29	21	33	35
기타포괄이익	19	-13	2	0	0
총포괄이익	44	16	23	33	35
EBITDA	58	63	58	65	68
증가율(%)	-12.7	8.8	-7.8	12.6	3.6
EBITDA마진율(%)	7.2	7.7	6.8	7.3	7.2

**투자지표**

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,512	2,916	2,142	3,335	3,536
BPS	52,497	52,963	54,171	56,384	58,798
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
밸류에이션(배)					
PER	27.3	21.9	27.9	17.9	16.9
PBR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.5	6.6	6.2	5.3	4.7
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.5	1.7	4.6	4.5	5.2
EPS증가율	-34.6	16.1	-26.6	55.7	6.0
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1
ROE	4.9	5.5	4.0	6.0	6.1
ROA	4.1	4.6	3.3	5.0	5.1
ROIC	8.2	10.1	7.7	12.1	12.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	19.3	19.5	21.8	21.6	21.5
순차입금 비율(%)	-35.7	-41.5	-42.9	-44.0	-47.1
이자보상배율(배)	725.0	7,167.6	11,072.2	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.9	11.9	12.1	12.4	12.9
재고자산회전율	17.1	22.4	25.1	26.4	29.1
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	320	346	363	378	404
현금및현금성자산	17	21	28	34	40
유가증권	168	196	201	210	233
매출채권	68	69	71	72	73
재고자산	39	34	34	33	31
비유동자산	297	278	287	298	300
유형자산	228	226	227	231	236
무형자산	3	3	3	3	2
투자자산	46	27	35	41	43
자산총계	617	624	650	675	704
유동부채	73	83	94	96	100
매입채무및기타채무	37	41	47	49	51
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	27	19	22	24	25
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	100	102	116	120	125
지배주주지분	517	522	534	555	579
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	28	13	15	15	15
이익잉여금	397	417	427	448	472
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	517	522	534	555	579
비이자부채	100	102	116	120	125
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-184	-217	-229	-244	-273

**현금흐름표**

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	65	66	71	51	54
당기순이익	25	29	21	33	35
비현금성 비용 및 수익	39	39	36	22	21
유형자산감가상각비	26	25	24	23	22
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	11	3	21	2	4
매출채권등의 감소	-2	-1	-2	0	-1
재고자산의 감소	15	5	0	1	2
매입채무등의 증가	-1	4	6	1	2
기타 영업현금흐름	-10	-5	-7	-6	-5
투자활동 현금흐름	-42	-50	-39	-43	-46
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-26	-25	-27	-27
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	0	-5	-6	-2
기타	-12	-24	-8	-10	-18
재무활동 현금흐름	-14	-11	-29	-5	-5
차입금의 증가(감소)	-2	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-12	-11	-29	-5	-5
기타 및 조정	0	0	4	3	3
현금의 증가	9	4	7	6	6
기초현금	8	17	21	28	34
기말현금	17	21	28	34	40

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자가 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								
해당사항없음												

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 (2016.07.01~2017.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	147	88.6
중립	19	11.4
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

