

# 빙그레 (005180)

## 3Q17 Pre: 전년 높은 베이스 다소 부담

### 3Q17 Pre: 전년대비 감익 불가피 전망

3분기 매출액 및 영업이익을 각각 2,606억원(YoY +4.8%), 260억원(YoY +4.7%)으로 추정한다. 유음료 매출액은 전년 수준으로 예상된다. 바나나우유 매출액은 YoY 3.0% 증가할 것으로 추산되나, 백색시유가 상반기와 마찬가지로 전년대비 두 자리 수 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 백색시유는 적자 폭을 감소시키기 위해 전략적으로 백색시유 매출액을 줄이고 있는 것으로 판단된다. 빙과 매출액은 YoY 5.0% 증가할 것으로 예상된다. 7월 우호적인 날씨 기인해 물량이 전년대비 증가했으나, 대형 마트 채널 비중 증가로 ASP는 전년대비 소폭 하락한 것으로 파악된다. 6월 바나나우유 마케팅 및 신제품 출시에 기인해 광고판촉비는 전년대비 소폭 증가할 것으로 판단된다. 손익 개선은 제한적일 전망이다.

### 올해는 전반적으로 전년 높은 베이스 부담

작년 바나나우유 매출액은 YoY 13.4% 증가했다. 견조한 매출 성장은 '엘로우카페'의 홍보 효과 및 라인업 확대(딸기 등)에 기인한다. 올해는 작년 높은 베이스가 실적에 부담으로 작용되고 있다. 바나나우유는 6월부터 마케팅 활동을 다시 시작하면서 3분기는 전년대비 매출이 소폭 증가할 것으로 예상된다. 하반기 광고 효과가 매출에 얼마나 반영되느냐가 손익 개선의 Key로 작용할 전망이다.

### 중장기 풍부한 현금성 자산 활용 기대

현 주가는 2018년 예상 PER 16.0배에 거래 중이다. 순현금 2,200억원 감안시 영업가치는 예상 PER 10.6배에 거래되고 있어 밸류에이션 상승 여력은 보유하고 있다고 판단된다. 그러나 추세적인 주가 상승을 위해서는 실적 회복이 중요하다. 또한 신사업 추진이나 배당 확대를 통한 ROE 개선이 전제되어야 할 것으로 판단된다.

### Earnings Preview

**Neutral**

| TP(12M): 72,000원 | CP(10월 10일): 59,900원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,433.81
52주 최고/최저(원)	73,000/58,000
시가총액(십억원)	590.1
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	9,851.2
60일 평균 거래량(천주)	14.2
60일 평균 거래대금(십억원)	0.9
17년 배당금(예상, 원)	1,250
17년 배당수익률(예상, %)	2.09
외국인지분율(%)	26.13
주요주주 지분율(%)	
김호연 외 3인	40.89
국민연금	7.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.0 (12.6) (2.6)
상대	(1.7) (23.4) (17.7)

#### Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	847.9	877.5
영업이익(십억원)	39.2	45.5
순이익(십억원)	25.9	36.1
EPS(원)	2,639	3,654
BPS(원)	60,495	62,858

#### Stock Price



#### Financial Data

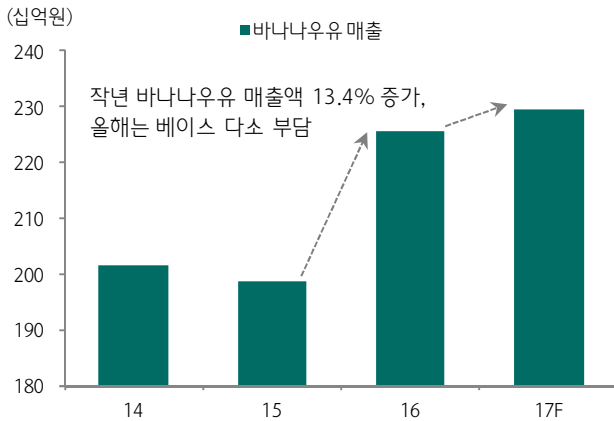
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	799.6	813.2	852.2	878.4	895.9
영업이익	십억원	31.7	37.2	41.8	46.4	50.1
세전이익	십억원	32.4	37.0	44.7	48.0	52.1
순이익	십억원	24.7	28.7	27.0	36.9	40.1
EPS	원	2,512	2,916	2,745	3,749	4,069
증감률	%	(34.6)	16.1	(5.9)	36.6	8.5
PER	배	27.27	21.88	21.82	15.98	14.72
PBR	배	1.25	1.15	1.05	1.01	0.96
EV/EBITDA	배	8.49	6.55	5.35	4.67	4.09
ROE	%	4.94	5.53	5.11	6.71	6.93
BPS	원	54,779	55,245	56,869	59,496	62,443
DPS	원	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250



Analyst 심은주  
02-3771-8538  
yesej01@hanafn.com

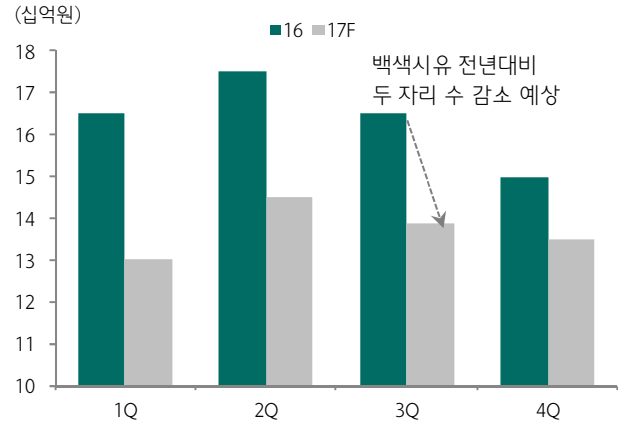
RA 이동건  
02-3771-8197  
shawn1225@hanafn.com

그림 1. 올해 바나나우유 매출액 YoY 2.0% 증가 추정



자료: 하나금융투자

그림 2. 백색시유는 전략적으로 매출 줄이고 있어



자료: 하나금융투자

표 1. 빙그레 실적 전망

(단위:십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	16	17F	18F
<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>260.6</b>	<b>171.0</b>	<b>813.2</b>	<b>852.2</b>	<b>878.4</b>
유음료	113.4	129.7	129.4	120.8	112.2	129.1	129.2	124.4	493.3	494.8	509.7
빙과	45.0	95.0	109.0	36.0	47.5	95.0	114.5	37.1	285.0	294.0	298.4
기타	9.2	8.1	10.2	7.4	15.1	21.7	17.0	9.5	34.9	63.3	70.2
<b>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>4.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.1%</b>
유음료	10.4%	6.1%	4.2%	8.9%	-1.1%	-0.5%	-0.2%	3.0%	7.2%	0.3%	3.0%
빙과	-6.3%	-9.1%	4.8%	0.0%	5.6%	0.0%	5.0%	3.0%	-2.6%	3.2%	1.5%
기타	1.9%	-40.1%	-29.7%	-25.9%	63.7%	168.6%	67.3%	28.3%	-25.8%	81.5%	10.9%
<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>26.0</b>	<b>0.0</b>	<b>37.2</b>	<b>41.8</b>	<b>46.4</b>
YoY	-41.6%	-36.0%	84.3%	CR	74.2%	-3.9%	4.7%	TB	17.5%	12.2%	11.2%
OPM	1.3%	5.4%	10.0%	-1.4%	2.1%	4.9%	10.0%	0.0%	4.6%	4.9%	5.3%
<b>지배순이익</b>	<b>2.7</b>	<b>10.0</b>	<b>18.9</b>	<b>(2.8)</b>	<b>4.1</b>	<b>2.4</b>	<b>20.1</b>	<b>0.4</b>	<b>28.7</b>	<b>27.0</b>	<b>36.9</b>
YoY	-33.4%	-36.7%	67.7%	CR	51.3%	-75.9%	6.8%	TB	16.2%	-5.9%	36.6%
NPM	1.6%	4.3%	7.6%	-1.7%	2.3%	1.0%	7.7%	0.2%	3.5%	3.2%	4.2%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>799.6</b>	<b>813.2</b>	<b>852.2</b>	<b>878.4</b>	<b>895.9</b>
매출원가	575.8	567.1	596.7	612.2	623.6
매출총이익	223.8	246.1	255.5	266.2	272.3
판매비	192.0	208.8	213.7	219.7	222.3
<b>영업이익</b>	<b>31.7</b>	<b>37.2</b>	<b>41.8</b>	<b>46.4</b>	<b>50.1</b>
금융손익	3.8	4.2	4.4	4.7	5.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(1.5)	(3.2)	(3.2)
기타영업외손익	(3.1)	(4.4)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>32.4</b>	<b>37.0</b>	<b>44.7</b>	<b>48.0</b>	<b>52.1</b>
법인세	7.8	8.3	17.6	11.0	12.0
계속사업이익	24.7	28.7	27.0	36.9	40.1
중단사업이익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>24.7</b>	<b>28.7</b>	<b>27.0</b>	<b>36.9</b>	<b>40.1</b>
비배주주지분 손이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>지배주주순이익</b>	<b>24.7</b>	<b>28.7</b>	<b>27.0</b>	<b>36.9</b>	<b>40.1</b>
지배주주지분포괄이익	44.2	15.6	27.0	36.9	40.1
NOPAT	24.1	28.9	25.3	35.8	38.5
EBITDA	57.8	62.8	67.4	72.2	75.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(2.5)	1.7	4.8	3.1	2.0
NOPAT증가율	(25.2)	19.9	(12.5)	41.5	7.5
EBITDA증가율	(12.7)	8.7	7.3	7.1	5.1
영업이익증가율	(24.0)	17.4	12.4	11.0	8.0
(지배주주)순이익증가율	(34.8)	16.2	(5.9)	36.7	8.7
EPS증가율	(34.6)	16.1	(5.9)	36.6	8.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	28.0	30.3	30.0	30.3	30.4
EBITDA이익률	7.2	7.7	7.9	8.2	8.5
영업이익률	4.0	4.6	4.9	5.3	5.6
계속사업이익률	3.1	3.5	3.2	4.2	4.5

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,512	2,916	2,745	3,749	4,069
BPS	54,779	55,245	56,869	59,496	62,443
CFPS	6,469	6,905	6,693	7,004	7,382
EBITDAPS	5,863	6,378	6,846	7,328	7,707
SPS	81,165	82,545	86,509	89,163	90,946
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
<b>주기지표(배)</b>					
PER	27.3	21.9	21.8	16.0	14.7
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
PCFR	10.6	9.2	8.9	8.6	8.1
EV/EBITDA	8.5	6.6	5.3	4.7	4.1
PSR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	4.9	5.5	5.1	6.7	6.9
ROA	4.1	4.6	4.3	5.6	5.8
ROIC	7.4	9.3	8.3	11.7	12.5
부채비율	19.3	19.5	19.8	19.5	18.9
순부채비율	(35.7)	(41.5)	(42.7)	(44.9)	(47.2)
이자보상배율(배)	725.0	7,167.6	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>유동자산</b>	<b>320.2</b>	<b>346.2</b>	<b>365.2</b>	<b>392.8</b>	<b>422.6</b>
금융자산	184.5	216.7	229.4	252.9	279.9
현금성자산	16.7	21.1	24.5	41.6	64.4
매출채권 등	69.1	70.4	73.8	76.1	77.6
재고자산	39.0	33.7	35.3	36.4	37.2
기타유동자산	27.6	25.4	26.7	27.4	27.9
<b>비유동자산</b>	<b>296.8</b>	<b>277.5</b>	<b>279.1</b>	<b>280.5</b>	<b>281.8</b>
투자자산	46.2	27.2	28.5	29.3	29.9
금융자산	46.2	27.2	28.5	29.3	29.9
유형자산	227.7	226.4	226.9	227.6	228.5
무형자산	2.5	2.6	2.4	2.2	2.1
기타비유동자산	20.4	21.3	21.3	21.4	21.3
<b>자산총계</b>	<b>617.0</b>	<b>623.8</b>	<b>644.4</b>	<b>673.3</b>	<b>704.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>72.7</b>	<b>83.0</b>	<b>86.7</b>	<b>89.2</b>	<b>90.9</b>
금융부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	64.1	70.9	74.3	76.6	78.1
기타유동부채	8.5	12.1	12.4	12.6	12.8
<b>비유동부채</b>	<b>27.1</b>	<b>19.0</b>	<b>19.9</b>	<b>20.5</b>	<b>20.9</b>
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	27.1	19.0	19.9	20.5	20.9
<b>부채총계</b>	<b>99.8</b>	<b>102.0</b>	<b>106.6</b>	<b>109.7</b>	<b>111.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>517.2</b>	<b>521.8</b>	<b>537.7</b>	<b>563.6</b>	<b>592.7</b>
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	27.7	13.0	13.0	13.0	13.0
이익잉여금	397.5	416.7	432.7	458.6	487.7
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>517.2</b>	<b>521.8</b>	<b>537.7</b>	<b>563.6</b>	<b>592.7</b>
순금융부채	(184.4)	(216.7)	(229.4)	(252.9)	(279.9)

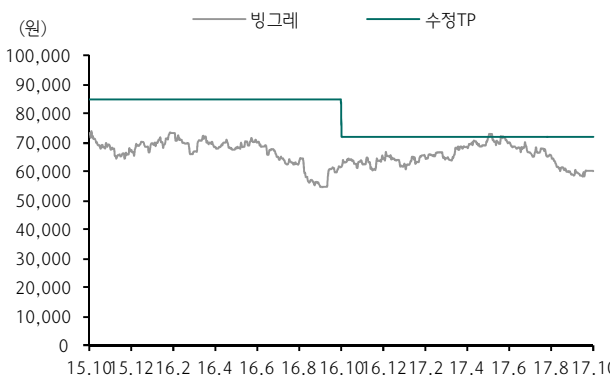
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>64.7</b>	<b>65.6</b>	<b>46.7</b>	<b>56.9</b>	<b>60.0</b>
당기순이익	24.7	28.7	27.0	36.9	40.1
조정	28.7	33.9	21.3	21.1	20.6
감가상각비	26.1	25.6	25.7	25.7	25.9
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.5	8.3	(4.4)	(4.6)	(5.3)
영업활동 자산부채 변동	11.3	3.0	(1.6)	(1.1)	(0.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(41.9)</b>	<b>(50.0)</b>	<b>(32.3)</b>	<b>(28.7)</b>	<b>(26.1)</b>
투자자산감소(증가)	(29.5)	19.1	(1.3)	(0.9)	(0.6)
유형자산감소(증가)	(25.7)	(25.8)	(26.0)	(26.3)	(26.5)
기타	13.3	(43.3)	(5.0)	(1.5)	1.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(13.8)</b>	<b>(11.2)</b>	<b>(11.1)</b>	<b>(11.1)</b>	<b>(11.1)</b>
금융부채증가(감소)	(2.7)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)	(11.1)
<b>현금의 증감</b>	<b>8.9</b>	<b>4.5</b>	<b>3.3</b>	<b>17.1</b>	<b>22.8</b>
Unlevered CFO	63.7	68.0	65.9	69.0	72.7
Free Cash Flow	38.7	39.6	20.7	30.6	33.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

빙그레



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
16.10.11	Neutral	72,000	-21.98%	-13.41%
16.1.12	Neutral	85,000	-23.17%	-16.00%
15.8.24	Neutral	90,000		

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.3%	11.0%	0.7%	100.0%

\* 기준일: 2017년 10월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2017년 10월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.