

Company Update

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

매수 (유지)

목표주가	76,000원
현재가 (12/19)	62,800원

KOSPI (12/19)	2,478.53pt
시가총액	619십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
52주 최고가	73,000원
최저가	58,000원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	26.8%
배당수익률 (2017F)	2.0%
주주구성	
김호연 외 3인	40.89%
국민연금	7.26%
추가상승률	
	1M 6M 12M
상대기준	2% -12% -20%
절대기준	0% -8% -3%
	현재 직전 변동
투자의견	매수 매수 -
목표주가	76,000 76,000 -
EPS(17)	1,848 2,050 ▼
EPS(18)	3,039 3,198 ▼



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 책임소재를 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

빙그레 (005180)

내년 1분기까지 실적 기대감 제한적

4Q 연결 매출액은 4.0% 증가, 영업이익은 적자 전망

4분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 1,707억원(+4.0% yoy), 48억원 적자가 예상된다. 부진한 실적은 계절적 비성수기의 영향도 있지만, 젤리, 냉동밥 등 위탁 생산하는 상품의 비중 증가에 따른 원가 부담에 기인한다. 또 바나나우유와 닥터캡슐 등 주력 제품에 대한 마케팅 비용이 증가하면서 전년동기(23억원 적자) 대비 영업이익 적자폭이 확대될 전망이다.

냉장과 냉동부문 모두 견조한 외형 성장세

냉장부문(유음료 등)의 4분기 매출액은 1,237억원(+2.4% yoy)으로 예상된다. 요플레, 닥터캡슐 등 발효유 매출이 정체된 가운데도 가공유, 커피음료 판매가 양호해 소폭의 매출 성장이 가능할 전망이다. 실제로 옐로우카페 등 마케팅 활동 및 편의점향 판매 증가에 기인, 바나나맛우유(오리지널) 매출이 약 3% 증가할 전망이다. 커피음료도 기저효과 및 아카페라 사이즈업 판매호조세로 견조한 매출 성장세가 이어지는 것으로 파악된다.

냉동 부문(빙과 등) 매출액은 플레도르, 투게터 시그니처 등 프리미엄 제품 판매 호조세로 전년동기 대비 7.2% 증가한 434억원을 기록할 전망이다. 다만 작년 3분기 이후 본격화됐던 가격정찰제 효과가 다소 축소되면서 평균판매단가(ASP)는 전년 동기 대비 하락할 전망이다.

내년 2분기부터 기저효과로 수익성 개선 기대

가정간편식(냉동밥) 등 신규 카테고리를 늘리며 매출 다변화를 추진하고 있어 4분기 뿐 아니라 내년 1분기까지는 감익이 예상된다. 다만 2분기부터 기저효과가 나타나고 냉동밥 등 신규 품목 판매량 증가에 따른 마진을 개선이 가능할 전망이다. 이에 내년 영업이익이 올해 대비 23.3% 증가할 것으로 예상된다. 투자의견 매수, 목표주가 76,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	800	813	860	898	948
영업이익	32	37	31	39	46
세전이익	32	37	32	38	45
지배주주순이익	25	29	18	30	35
EPS(원)	2,512	2,916	1,848	3,039	3,566
증가율(%)	-34.6	16.1	-36.6	64.5	17.3
영업이익률(%)	4.0	4.6	3.7	4.3	4.8
순이익률(%)	3.1	3.5	2.1	3.3	3.7
ROE(%)	4.9	5.5	3.5	5.6	6.3
PER	27.3	21.9	34.0	20.7	17.6
PBR	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.5	6.6	7.1	6.3	5.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

실적 추이 및 전망

표 1. 빙그레 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	167.6	232.8	248.6	164.2	174.8	245.9	268.4	170.7	184.9	255.1	281.0	177.4	813.2	859.8	898.4
별도	166.7	230.0	246.1	161.3	173.1	240.8	262.5	167.1	183.3	251.3	277.7	173.4	804.1	843.5	885.7
냉장	113.4	129.7	129.4	120.8	112.2	129.0	131.7	123.7	118.1	133.0	136.9	128.1	493.3	496.5	516.2
냉동	53.3	100.3	116.7	40.5	60.9	111.8	130.8	43.4	65.2	118.3	140.7	45.3	310.9	347.0	369.5
기타 연결	1.0	2.8	2.4	2.9	1.7	5.0	6.0	3.6	1.6	3.8	3.3	4.0	9.0	16.3	12.7
매출액 YoY	4.9%	-3.1%	2.4%	4.7%	4.3%	5.6%	8.0%	4.0%	5.8%	3.8%	4.7%	3.9%	1.7%	5.7%	4.5%
냉장	10.4%	6.1%	4.2%	8.9%	-1.1%	-0.6%	1.8%	2.4%	5.3%	3.1%	4.0%	3.6%	7.2%	0.7%	4.0%
냉동	-5.5%	-13.8%	0.0%	-11.8%	14.3%	11.5%	12.0%	7.2%	7.1%	5.8%	7.6%	4.2%	-7.3%	11.6%	6.5%
매출비중(별도)															
냉장	68.0%	56.4%	52.6%	74.9%	64.8%	53.6%	50.2%	74.0%	64.4%	52.9%	49.3%	73.9%	61.3%	58.9%	58.3%
냉동	32.0%	43.6%	47.4%	25.1%	35.2%	46.4%	49.8%	26.0%	35.6%	47.1%	50.7%	26.1%	38.7%	41.1%	41.7%
매출원가	122.9	158.8	166.1	119.4	126.4	173.0	186.6	126.8	135.0	177.3	191.5	130.4	567.1	612.8	634.2
매출원가율	73.3%	68.2%	66.8%	72.7%	72.3%	70.4%	69.5%	74.3%	73.0%	69.5%	68.2%	73.5%	69.7%	71.3%	70.6%
매출총이익	44.7	74.0	82.5	44.8	48.4	72.9	81.9	43.9	49.9	77.8	89.5	47.0	246.0	247.0	264.2
매출총이익율	26.7%	31.8%	33.2%	27.3%	27.7%	29.6%	30.5%	25.7%	27.0%	30.5%	31.8%	26.5%	30.3%	28.7%	29.4%
판매관리비	42.6	61.5	57.7	47.0	44.7	60.8	61.4	48.7	47.1	63.8	64.8	49.8	208.8	215.6	225.5
판매비율	25.4%	26.4%	23.2%	28.7%	25.6%	24.7%	22.9%	28.5%	25.4%	25.0%	23.1%	28.1%	25.7%	25.1%	25.1%
영업이익	2.1	12.6	24.8	-2.3	3.7	12.1	20.4	-4.8	2.9	14.0	24.7	-2.9	37.2	31.4	38.7
영업이익 YoY	-41.6%	-36.0%	84.3%	적지	74.2%	-3.9%	-17.7%	적지	-22.4%	16.3%	20.9%	적지	17.5%	-15.6%	23.3%
영업이익률	1.3%	5.4%	10.0%	-1.4%	2.1%	4.9%	7.6%	-2.8%	1.6%	5.5%	8.8%	-1.6%	4.6%	3.7%	4.3%

자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치센터

표 2. 빙그레 실적 변경 전·후 비교

(단위: 십억원)

	4Q17E			2017E			2018E		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	차이
매출액	170.7	171.0	-0.2%	859.8	860.0	0.0%	898.4	895.4	0.3%
별도	167.1	167.4	-0.2%	843.5	843.7	0.0%	885.7	882.7	0.3%
냉장	123.7	123.9	-0.2%	496.5	496.8	-0.1%	516.2	516.4	0.0%
냉동	43.4	43.4	0.1%	347.0	347.0	0.0%	369.5	366.2	0.9%
기타 연결	3.6	3.6	0.0%	16.3	16.3	0.0%	12.7	12.7	0.0%
영업이익	-4.8	-4.4	-8.6%	31.4	31.8	-1.2%	38.7	39.1	-0.9%

자료: IBK투자증권 리서치센터

밸류에이션

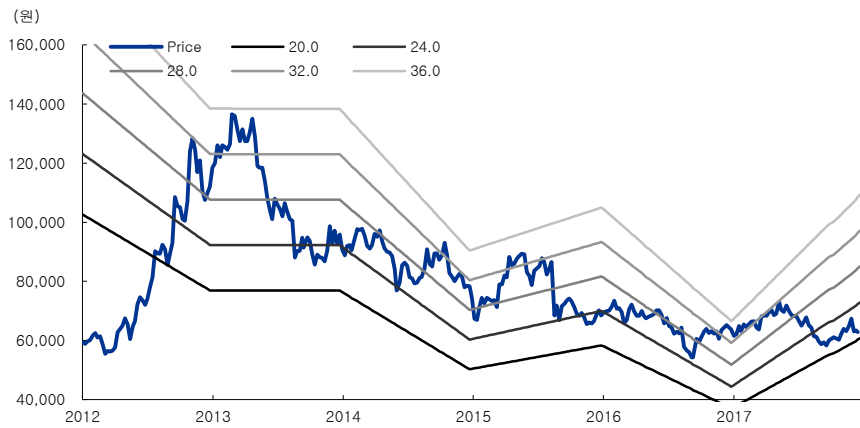
표 3. 빙그레 목표주가 산출

구분	내용	비고
12M Forward EPS	2,741원	12M Forward EPS 적용
Target PER	27.7배	최근 4개년 동안 각 년도의 PER 배수 평균치를 평균
적정주가	75,926원	12M Forward EPS x Target PER
목표주가	76,000원	(백원 단위 반올림)
현재주가	62,800원	(2017.12.19 증가기준)
상승여력	21.0%	

자료: IBK투자증권 리서치센터

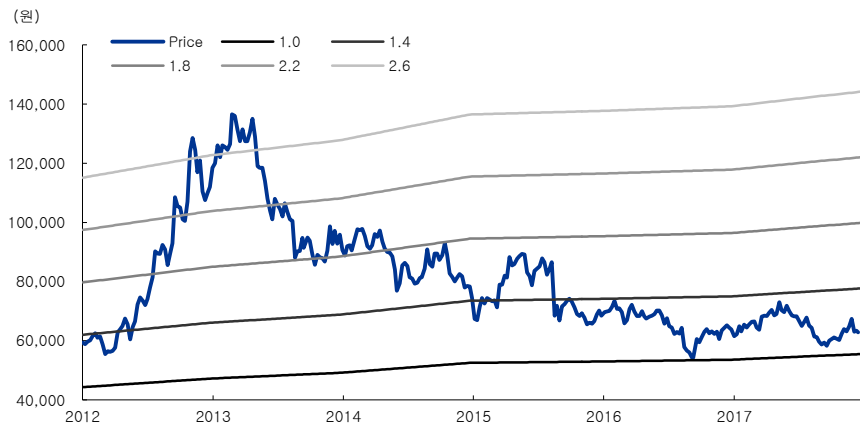
주: Target PER을 기존 '과거 3년(14-16)'에서 올해를 포함한 '최근 4년(14-17E)'으로 변경

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	860	898	948
증가율(%)	-2.5	1.7	5.7	4.5	5.5
매출원가	576	567	613	634	665
매출총이익	224	246	247	264	283
매출총이익률 (%)	28.0	30.3	28.7	29.4	29.9
판매비	192	209	216	225	237
판매비율(%)	24.0	25.7	25.1	25.1	25.0
영업이익	32	37	31	39	46
증가율(%)	-24.0	17.5	-15.6	23.3	18.0
영업이익률(%)	4.0	4.6	3.7	4.3	4.8
순금융손익	4	4	4	4	4
이자손익	3	4	4	4	4
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-4	-4	-5	-5
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	32	37	32	38	45
법인세	8	8	13	8	10
법인세율	24.0	22.5	42.3	21.7	22.8
계속사업이익	25	29	18	30	35
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	29	18	30	35
증가율(%)	-34.1	16.1	-36.6	64.5	17.3
당기순이익률 (%)	3.1	3.5	2.1	3.3	3.7
지배주주당기순이익	25	29	18	30	35
기타포괄이익	19	-13	-1	0	0
총포괄이익	44	16	17	30	35
EBITDA	58	63	56	62	68
증가율(%)	-12.7	8.8	-10.6	9.9	9.6
EBITDA마진율(%)	7.2	7.7	6.5	6.9	7.1

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,512	2,916	1,848	3,039	3,566
BPS	52,497	52,963	53,564	55,481	57,925
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
밸류에이션(배)					
PER	27.3	21.9	34.0	20.7	17.6
PBR	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.5	6.6	7.1	6.3	5.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.5	1.7	5.7	4.5	5.5
EPS증가율	-34.6	16.1	-36.6	64.5	17.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
ROE	4.9	5.5	3.5	5.6	6.3
ROA	4.1	4.6	2.9	4.6	5.1
ROIC	8.2	10.1	6.6	10.9	12.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	19.3	19.5	22.1	22.2	22.2
순차입금 비율(%)	-35.7	-41.5	-41.8	-42.2	-44.8
이자보상배율(배)	725.0	7,167.6	3,491.3	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.9	11.9	12.2	12.4	12.9
재고자산회전율	17.1	22.4	25.3	25.8	26.2
총자산회전율	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	320	346	356	367	395
현금및현금성자산	17	21	19	18	19
유기증권	168	196	201	213	237
매출채권	68	69	72	73	74
재고자산	39	34	34	35	37
비유동자산	297	278	289	300	303
유형자산	228	226	228	232	237
무형자산	3	3	4	4	3
투자자산	46	27	35	42	43
자산총계	617	624	645	668	697
유동부채	73	83	95	97	101
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	117	121	127
지배주주지분	517	522	528	547	571
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	28	13	12	12	12
이익잉여금	397	417	424	443	467
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	517	522	528	547	571
비이자부채	100	102	117	121	127
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-184	-217	-221	-231	-256

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	65	66	67	48	52
당기순이익	25	29	18	30	35
비현금성 비용 및 수익	39	39	46	24	22
유형자산감가상각비	26	25	24	23	22
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	11	3	22	0	0
매출채권등의 감소	-2	-1	-3	-1	-1
재고자산의 감소	15	5	0	-1	-2
매입채무등의 증가	-1	4	6	2	2
기타 영업현금흐름	-10	-5	-19	-6	-6
투자활동 현금흐름	-42	-50	-48	-46	-48
유형자산의 증가(CAPEX)	-26	-26	-28	-27	-27
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	0	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	0	-9	-7	-2
기타	-12	-24	-11	-12	-19
재무활동 현금흐름	-14	-11	-25	-7	-6
차입금의 증가(감소)	-2	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-12	-11	-25	-7	-6
기타 및 조정	0	0	4	3	3
현금의 증가	9	4	-2	-2	1
기초현금	8	17	21	19	18
기말현금	17	21	19	18	19

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 (2016.10.01~2017.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	85.4
중립	23	14.6
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

