

Company Update

Analyst 김태현

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 85,000원

현재가 (8/14) 67,000원

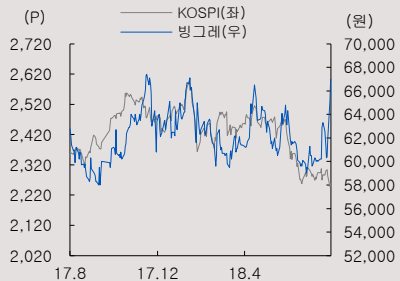
| | |
|---------------|------------|
| KOSPI (8/14) | 2,258.91pt |
| 시가총액 | 660십억원 |
| 발행주식수 | 9,851천주 |
| 액면가 | 5,000원 |
| 52주 최고가 | 67,400원 |
| 최저가 | 58,000원 |
| 60일 일평균거래대금 | 1십억원 |
| 외국인 지분율 | 27.4% |
| 배당수익률 (2018F) | 1.9% |

| | |
|---------------------------------|--------|
| 주주구성 | |
| 김호연 외 3 인 | 40.89% |
| Brandes Investment Partners, LP | 7.14% |

| | | | |
|-------|-----|-----|-----|
| 추가상승률 | 1M | 6M | 12M |
| 상대기준 | 15% | 15% | 9% |
| 절대기준 | 13% | 7% | 6% |

| | 현재 | 직전 | 변동 |
|---------|--------|--------|----|
| 투자 의견 | 매수 | 매수 | - |
| 목표주가 | 85,000 | 76,000 | ▲ |
| EPS(18) | 3,795 | 3,140 | ▲ |
| EPS(19) | 3,938 | 3,317 | ▲ |

빙그레 추가추이



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)

2Q18 판관비 절감 효과로 큰 폭의 이익 개선

2Q18 영업이익이 전년동기 대비 81.1% 큰 폭으로 증가

2Q18 연결 매출액과 영업이익이 각각 2,420억원(-1.6% yoy), 219억원(+81.1% yoy)을 기록했다. 변경된 회계기준(K-IFRS 1115호)을 2Q17에도 적용시 매출액은 3.4%(yoy) 증가했다. IBK투자증권 추정치(매출액: 2,414억원, 영업이익: 130억원) 대비 매출액은 부합했지만, 판관비 절감 및 빙과류 매출 성장에 따른 이익 레버리지 효과로 영업이익은 약 68% 상회했다.

컵커피와 가공유 신제품이 냉장부문의 외형 성장 견인

냉장부문 매출이 1,233억원을 기록, 회계 기준 변경의 영향을 제거하면 전년동기 대비 2.3% 증가한 것으로 파악된다. 국내 바나나맛우유 매출은 1%대 소폭 성장에 그쳤지만, 컵커피(아카페라 사이즈업) 판매가 늘고 메로나 보틀 우유 등 신제품 출시 효과로 외형 성장이 가능했다.

날씨 수혜로 빙과류 판매 증가, 냉동부문의 실적 개선으로 이어져

냉동부문 매출은 1,133억원을 기록, 회계 기준 변경의 영향을 제거하면 전년동기 대비 5.5% 증가했다. 구조적인 수요 감소에도 불구하고, 예년 기온을 크게 웃도는 무더위로 인해 빙과류 전체 판매량이 늘었다. 가격정찰제에 따른 평균판매단가(ASP) 상승 효과와 끌레도르 등 고가 제품 판매 호조세로 마진율도 개선된 것으로 파악된다.

하반기 실적 개선 기대감 유효, 목표주가 85,000원으로 상향

2분기 판관비를 적게 쓴 만큼 3분기 비용 지출 확대 여부가 변수로 작용하겠지만, 폭염의 영향으로 3분기도 빙과류 판매량이 증가할 것으로 기대되고 최근 중국향 바나나맛우유 수출이 늘고 있어 하반기 실적 개선 기대감이 유효하다고 판단된다. 투자의견 매수를 유지하고, 올해와 내년 EPS를 상향 조정함에 따라 목표주가를 85,000원(기존 76,000)으로 11.8% 상향한다.

| (단위:십억원,배) | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 813 | 857 | 855 | 880 | 911 |
| 영업이익 | 37 | 35 | 46 | 49 | 50 |
| 세전이익 | 37 | 48 | 48 | 51 | 52 |
| 지배주주순이익 | 29 | 30 | 37 | 39 | 40 |
| EPS(원) | 2,916 | 3,006 | 3,795 | 3,938 | 4,077 |
| 증가율(%) | 16.1 | 3.1 | 26.3 | 3.8 | 3.5 |
| 영업이익률(%) | 4.6 | 4.0 | 5.4 | 5.5 | 5.5 |
| 순이익률(%) | 3.5 | 3.5 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| ROE(%) | 5.5 | 5.6 | 6.9 | 6.8 | 6.7 |
| PER | 21.9 | 21.0 | 17.7 | 17.0 | 16.4 |
| PBR | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 6.6 | 6.6 | 6.1 | 5.6 | 5.1 |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 빙그레 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18P | 3Q18E | 4Q18E | 2017 | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 167.6 | 232.8 | 248.6 | 164.2 | 174.8 | 245.9 | 268.4 | 168.4 | 169.8 | 242.0 | 267.0 | 175.9 | 857.5 | 854.7 | 879.9 |
| 별도 | 166.7 | 230.0 | 246.1 | 161.3 | 173.1 | 240.8 | 262.5 | 164.9 | 166.9 | 236.6 | 260.9 | 171.5 | 841.3 | 835.8 | 862.5 |
| 냉장 | 113.4 | 129.7 | 129.4 | 120.8 | 112.2 | 129.0 | 131.7 | 113.7 | 106.4 | 123.3 | 127.2 | 116.6 | 486.5 | 473.5 | 486.7 |
| 냉동 | 53.3 | 100.3 | 116.7 | 40.5 | 60.9 | 111.8 | 130.8 | 54.7 | 60.5 | 113.3 | 133.7 | 54.9 | 358.2 | 362.3 | 375.7 |
| 기타 연결 | 1.0 | 2.8 | 2.4 | 2.9 | 1.7 | 5.0 | 6.0 | 3.4 | 2.9 | 5.4 | 6.1 | 4.4 | 16.1 | 18.8 | 17.4 |
| 매출액 YoY | 4.9% | -3.1% | 2.4% | 4.7% | 4.3% | 5.6% | 8.0% | 2.6% | -2.8% | -1.6% | -0.5% | 4.5% | 5.4% | -0.3% | 3.0% |
| 냉장 | 10.4% | 6.1% | 4.2% | 8.9% | -1.1% | -0.6% | 1.8% | -5.9% | -5.1% | -4.4% | -3.4% | 2.6% | -1.4% | -2.7% | 2.8% |
| 냉동 | -5.5% | -13.8% | 0.0% | -11.8% | 14.3% | 11.5% | 12.0% | 35.0% | -0.7% | 1.3% | 2.2% | 0.3% | 15.2% | 1.1% | 3.7% |
| 매출비중(별도) | | | | | | | | | | | | | | | |
| 냉장 | 68.0% | 56.4% | 52.6% | 74.9% | 64.8% | 53.6% | 50.2% | 68.9% | 63.8% | 52.1% | 48.8% | 68.0% | 57.8% | 56.7% | 56.4% |
| 냉동 | 32.0% | 43.6% | 47.4% | 25.1% | 35.2% | 46.4% | 49.8% | 33.2% | 36.2% | 47.9% | 51.2% | 32.0% | 42.6% | 43.3% | 43.6% |
| 매출원가 | 122.9 | 158.8 | 166.1 | 119.4 | 126.4 | 173.0 | 186.6 | 126.0 | 130.1 | 172.6 | 190.4 | 133.7 | 611.9 | 626.7 | 641.5 |
| 매출원가율 | 73.3% | 68.2% | 66.8% | 72.7% | 72.3% | 70.4% | 69.5% | 74.8% | 76.6% | 71.3% | 71.3% | 76.0% | 71.4% | 73.3% | 72.9% |
| 매출총이익 | 44.7 | 74.0 | 82.5 | 44.8 | 48.4 | 72.9 | 81.9 | 42.4 | 39.7 | 69.4 | 76.6 | 42.2 | 245.5 | 228.0 | 238.3 |
| 매출총이익율 | 26.7% | 31.8% | 33.2% | 27.3% | 27.7% | 29.6% | 30.5% | 25.2% | 23.4% | 28.7% | 28.7% | 24.0% | 28.6% | 26.7% | 27.1% |
| 판매관리비 | 42.6 | 61.5 | 57.7 | 47.0 | 44.7 | 60.8 | 61.4 | 43.9 | 36.9 | 47.5 | 55.0 | 42.4 | 210.8 | 181.8 | 189.5 |
| 판매비율 | 25.4% | 26.4% | 23.2% | 28.7% | 25.6% | 24.7% | 22.9% | 26.1% | 21.7% | 19.6% | 20.6% | 24.1% | 24.6% | 21.3% | 21.5% |
| 영업이익 | 2.1 | 12.6 | 24.8 | -2.3 | 3.7 | 12.1 | 20.4 | -1.5 | 2.8 | 21.9 | 21.6 | -0.2 | 34.7 | 46.1 | 48.8 |
| 영업이익 YoY | -41.6% | -36.0% | 84.3% | 적지 | 74.2% | -3.9% | -17.7% | 적지 | -23.7% | 81.1% | 5.9% | 적지 | -6.8% | 32.9% | 5.8% |
| 영업이익률 | 1.3% | 5.4% | 10.0% | -1.4% | 2.1% | 4.9% | 7.6% | -0.9% | 1.7% | 9.0% | 8.1% | -0.1% | 4.0% | 5.4% | 5.5% |

자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치센터
 주: 1Q18부터 IFRS기준 변경

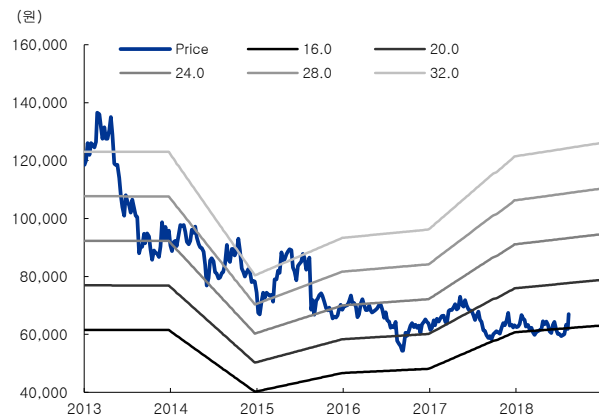
표 2. 빙그레 목표주가 산출

| 구분 | 내용 | 비고 |
|-----------------|----------------|---------------------------------|
| 12M forward EPS | 3,867원 | 12M forward EPS 적용 |
| Target PER | 22.1배 | 과거 2개년 동안 각 년도의 PER 배수 평균치를 평균 |
| 적정주가 | 85,266원 | 12M forward EPS x Target PER |
| 목표주가 | 85,000원 | (기존 76,000원 대비 11.8% 상향) |
| 현재주가 | 67,000원 | (2018.08.14 증가) |
| 상승여력 | 26.9% | |

자료: IBK투자증권 리서치센터

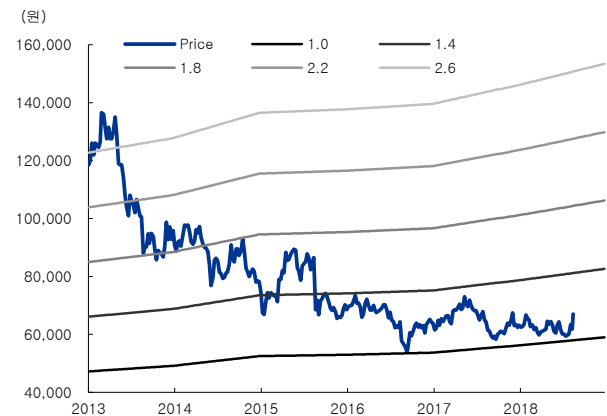
주: 낮아진 업종 밸류에이션을 반영, 기존 '과거 4개년 PER 배수 평균치'에서 '과거 2개년 PER 배수 평균치'로 Target PER 변경

그림 1. 빙그레 Fwd PER 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 빙그레 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 813 | 857 | 855 | 880 | 911 |
| 증가율(%) | 1.7 | 5.4 | -0.3 | 3.0 | 3.6 |
| 매출원가 | 567 | 612 | 627 | 642 | 665 |
| 매출총이익 | 246 | 246 | 228 | 238 | 246 |
| 매출총이익률(%) | 30.3 | 28.6 | 26.7 | 27.1 | 27.0 |
| 판매비 | 209 | 211 | 182 | 190 | 196 |
| 판매비율(%) | 25.7 | 24.6 | 21.3 | 21.5 | 21.5 |
| 영업이익 | 37 | 35 | 46 | 49 | 50 |
| 증가율(%) | 17.5 | -6.8 | 32.9 | 5.8 | 3.2 |
| 영업이익률(%) | 4.6 | 4.0 | 5.4 | 5.5 | 5.5 |
| 순금융손익 | 4 | 15 | 4 | 4 | 5 |
| 이자손익 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 기타 | 0 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -4 | -1 | -2 | -3 | -3 |
| 종속/관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전이익 | 37 | 48 | 48 | 51 | 52 |
| 법인세 | 8 | 18 | 11 | 12 | 12 |
| 법인세율 | 22.5 | 38.4 | 22.6 | 23.3 | 23.2 |
| 계속사업이익 | 29 | 30 | 37 | 39 | 40 |
| 중단사업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 29 | 30 | 37 | 39 | 40 |
| 증가율(%) | 16.1 | 3.1 | 26.3 | 3.8 | 3.5 |
| 당기순이익률(%) | 3.5 | 3.5 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| 지배주주당기순이익 | 29 | 30 | 37 | 39 | 40 |
| 기타포괄이익 | -13 | -11 | -2 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 16 | 18 | 36 | 39 | 40 |
| EBITDA | 63 | 60 | 72 | 74 | 74 |
| 증가율(%) | 8.8 | -4.7 | 19.7 | 2.6 | 0.5 |
| EBITDA마진율(%) | 7.7 | 7.0 | 8.4 | 8.4 | 8.1 |

투자지표

| (12월 결산) | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,916 | 3,006 | 3,795 | 3,938 | 4,077 |
| BPS | 52,963 | 53,683 | 56,195 | 59,012 | 61,967 |
| DPS | 1,250 | 1,250 | 1,250 | 1,250 | 1,250 |
| 밸류에이션(배) | | | | | |
| PER | 21.9 | 21.0 | 17.7 | 17.0 | 16.4 |
| PBR | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 6.6 | 6.6 | 6.1 | 5.6 | 5.1 |
| 성장성지표(%) | | | | | |
| 매출증가율 | 1.7 | 5.4 | -0.3 | 3.0 | 3.6 |
| EPS증가율 | 16.1 | 3.1 | 26.3 | 3.8 | 3.5 |
| 수익성지표(%) | | | | | |
| 배당수익률 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| ROE | 5.5 | 5.6 | 6.9 | 6.8 | 6.7 |
| ROA | 4.6 | 4.7 | 5.8 | 5.8 | 5.8 |
| ROIC | 10.1 | 10.9 | 13.5 | 13.4 | 13.8 |
| 안정성지표(%) | | | | | |
| 부채비율(%) | 19.5 | 20.2 | 17.6 | 16.5 | 15.1 |
| 순차입금 비율(%) | -41.5 | -42.8 | -40.9 | -42.9 | -46.3 |
| 이자보상배율(배) | 7,447.2 | 2,892.4 | 953.1 | 871.6 | 855.3 |
| 활동성지표(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 11.9 | 12.0 | 10.9 | 10.7 | 11.6 |
| 재고자산회전율 | 22.4 | 23.7 | 23.2 | 24.0 | 23.5 |
| 총자산회전율 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 346 | 362 | 370 | 396 | 426 |
| 현금및현금성자산 | 21 | 23 | 14 | 27 | 41 |
| 유가증권 | 196 | 203 | 213 | 224 | 243 |
| 매출채권 | 69 | 74 | 83 | 82 | 75 |
| 재고자산 | 34 | 39 | 35 | 38 | 39 |
| 비유동자산 | 278 | 273 | 281 | 282 | 277 |
| 유형자산 | 226 | 221 | 218 | 217 | 217 |
| 무형자산 | 3 | 5 | 6 | 5 | 5 |
| 투자자산 | 27 | 25 | 35 | 36 | 37 |
| 자산총계 | 624 | 636 | 651 | 677 | 703 |
| 유동부채 | 83 | 94 | 80 | 77 | 74 |
| 매입채무및기타채무 | 41 | 51 | 39 | 36 | 37 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 19 | 13 | 18 | 19 | 19 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 102 | 107 | 98 | 96 | 92 |
| 지배주주지분 | 522 | 529 | 554 | 581 | 610 |
| 자본금 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 자본잉여금 | 65 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 자본조정등 | -22 | -22 | -22 | -22 | -22 |
| 기타포괄이익누계액 | 13 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 이익잉여금 | 417 | 434 | 461 | 489 | 518 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 522 | 529 | 554 | 581 | 610 |
| 비이자부채 | 102 | 107 | 97 | 95 | 91 |
| 총차입금 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 순차입금 | -217 | -226 | -227 | -249 | -283 |

현금흐름표

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 66 | 42 | 50 | 52 | 64 |
| 당기순이익 | 29 | 30 | 37 | 39 | 40 |
| 비현금성 비용 및 수익 | 39 | 38 | 25 | 23 | 22 |
| 유형자산감가상각비 | 25 | 25 | 25 | 24 | 23 |
| 무형자산감가상각비 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 운전자본변동 | 3 | -6 | -9 | -4 | 7 |
| 매출채권등의 감소 | -1 | -5 | -8 | 1 | 7 |
| 재고자산의 감소 | 5 | -5 | 3 | -3 | -1 |
| 매입채무등의 증가 | 4 | 10 | -13 | -2 | 1 |
| 기타 영업현금흐름 | -5 | -20 | -4 | -6 | -6 |
| 투자활동 현금흐름 | -50 | -28 | -46 | -37 | -41 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -26 | -23 | -23 | -23 | -23 |
| 유형자산의 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산의 감소(증가) | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산의 감소(증가) | 0 | -1 | -12 | -1 | -1 |
| 기타 | -24 | -4 | -11 | -13 | -17 |
| 재무활동 현금흐름 | -11 | -11 | -16 | -6 | -12 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -11 | -11 | -16 | -6 | -12 |
| 기타 및 조정 | 0 | -1 | 4 | 3 | 3 |
| 현금의 증가 | 4 | 2 | -8 | 12 | 14 |
| 기초현금 | 17 | 21 | 23 | 14 | 27 |
| 기말현금 | 21 | 23 | 14 | 27 | 41 |

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 | | | | | | | | | | | | |

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

| 종목 투자익전 (절대수익률 기준) | | | |
|--------------------|----------------|---------------|-----------|
| 적극매수 40% ~ | 매수 15% ~ | 중립 -15% ~ 15% | 매도 ~ -15% |
| 업종 투자익전 (상대수익률 기준) | | | |
| 비중확대 +10% ~ | 중립 -10% ~ +10% | 비중축소 ~ -10% | |

투자등급 통계 (2017.07.01~2018.06.30)

| 투자등급 구분 | 건수 | 비율(%) |
|---------|-----|-------|
| 매수 | 121 | 84.0 |
| 중립 | 23 | 16.0 |
| 매도 | 0 | 0.0 |

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

