



빙그레 (005180)

여름철 기상여건이 아닌 구조적 개선 요인 필요

2018년 8월 16일

음식료 Analyst 박애란
02-6114-2939 aeranp@kbfq.com

연구원 이창민
02-6114-2917 cm.lee@kbfq.com

2Q 영업이익 81.1% 증가,
KB증권 추정치 크게 상회

빙그레의 2Q 실적은 매출액 2,420억원 (-1.6% YoY, IFRS15 미적용 시 +3.4%)과 영업이익 219억원 (+81.1% YoY, 영업이익률 9.0%)을 시현했다. KB증권 추정치와 시장 컨센서스를 크게 상회했다. 빙과 판매호조와 마케팅비용 절감이 주 요인이었다.

빙과 판매호조와
마케팅비용 절감에 따라
큰 폭의 수익성 개선 시현

특히 2Q 실적에서 두드러졌던 것은 빙과 수익성 개선이다. ① 여름철 성수기 효과, ② 수익성이 뛰어난 프리미엄 (브랜드 '글레도르' 매출액 10% 이상 증가) 및 Bar 제품 (원가를 낮춘 품목) 중심의 판매호조, ③ 신제품 효과 (브랜드 '슈퍼콘') 등이 긍정적이었다. 이외에 유음료부문 내 발효유는 경쟁 심화로 인해 부진했으나, 메가브랜드 '바나나맛우유 (매출액 3~4% 증가)' 중심으로 가공유 실적은 양호했다.

2018년 영업이익 27.8% 증가 예상,
마케팅비용 변동 가능성 고려하여
보수적으로 접근

빙그레의 2018년 실적은 매출액 8,467억원 (-1.3% YoY, IFRS15 적용 영향)과 영업이익 444억원 (+27.8% YoY, 영업이익률 5.2%)으로 추정된다. 큰 폭의 실적 개선이 2Q에 나타났고 여름철 폭염 속 3Q 실적도 양호할 전망이다. 다만 기저효과를 고려할 때 업종 내 수익성 개선이 부각되기에는 낮은 수준이며, 일반적으로 연간 매출액대비 5% 내외로 집행되는 광고선전비가 2Q에는 미미했으나 3~4Q에는 투입될 수 있어 공격적으로 접근하지 않았다.

목표주가 75,000원으로 상향하나
투자의견 Hold 유지,
단기적인 기상여건보다는
구조적인 개선 요인 필요

빙그레에 대해 목표주가를 75,000원으로 11.9% 상향하나 투자의견 Hold를 유지한다. 목표주가 (표 3)는 Fwd 12개월 예상 EPS 3,784원에 PER 12.0배 (음식료업종 평균 15.0배 20% 할인, 유제품 특성과 구조적인 빙과시장 위축 고려)를 적용한 주당 영업가치와 보유 순현금 2,610억원을 반영한 값이다. 2Q 실적 향상은 긍정적이고 폭염이 이어진 3Q에도 호실적이 예상되나, 단기적인 기상여건보다는 구조적인 개선 요인이 필요하다고 판단되어 Hold 의견을 유지한다.

Hold 유지

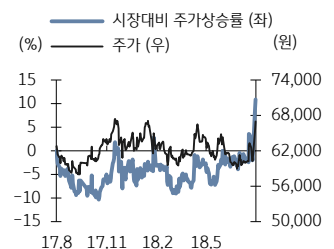
목표주가 (상향, 원)	75,000
Upside / Downside (%)	11.9
현재가 (8/14, 원)	67,000
Consensus Target Price (원)	74,000
시가총액 (억원)	6,600

Trading Data	
Free float (%)	48.9
거래대금 (3M, 십억원)	1.1
외국인 지분율 (%)	27.4
주요주주 지분율 (%)	김호연 외 3인 40.9
Brandes Investment Partners, L.P 7.1	

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.8	4.2	6.9	5.5
시장대비 상대수익률	15.4	14.2	14.6	9.0

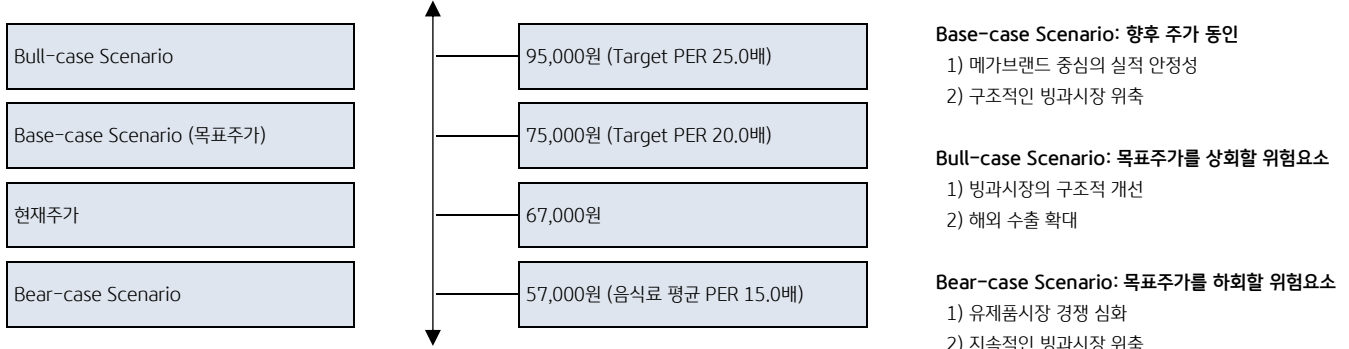
Forecast earnings & valuation

결산기말	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 (십억원)	857	847	869	890
영업이익 (십억원)	35	44	45	49
지배주주순이익 (십억원)	30	37	38	41
EPS (원)	3,006	3,746	3,806	4,130
증감률 (%)	3.1	24.6	1.6	8.5
PER (X)	21.0	17.9	17.6	16.2
EV/EBITDA (X)	6.6	5.9	5.6	5.0
PBR (X)	1.2	1.2	1.1	1.1
ROE (%)	5.6	6.8	6.6	6.8
배당수익률 (%)	2.0	1.9	1.9	1.9



자료: 빙그레, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	879	906	847	869	-3.7	-4.1
영업이익	37	42	44	45	18.5	6.2
지배주주순이익	31	35	37	38	18.0	5.8

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

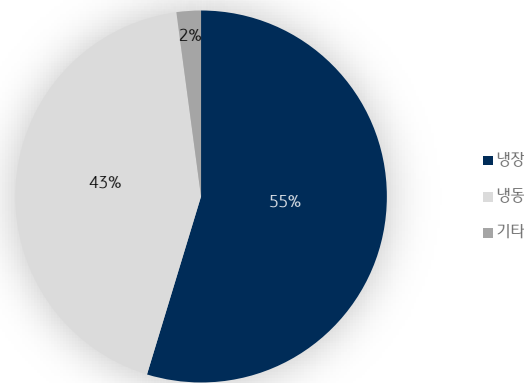
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	847	869	871	897	-2.8	-3.2
영업이익	44	45	40	45	11.9	0.6
지배주주순이익	37	38	31	35	17.6	6.7

자료: Fnguide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PER Valuation 및 보유 순현금 반영
- 2) 목표주가 산정:
Fwd 12개월 예상 EPS x PER 12.0배 및 보유 순현금에 대한 주당 가치 반영
Target PER은 음식료업종 평균 20% 할인
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
95,000원 ~ 57,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
Fwd 12개월 예상 PER 20.0배, PBR 1.3배

매출액 구성 (2018E, %)



자료: KB증권 추정

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2018E	2019E
환율 1% 상승 시	+0.2	+0.2
금리 1%p 상승 시	+4.6	+4.5

PEER 그룹 비교

(백만USD, X, %)	시가총액	PER		PBR		ROA		ROE		배당수익률	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Mengniu	11,157	24.5	19.1	3.0	2.7	13.8	11.5	12.8	14.7	1.0	1.3
Yili	23,822	22.3	18.7	5.8	5.1	15.8	13.2	26.9	28.8	2.9	3.5
Bright Dairy	1,703	17.2	15.7	2.0	1.8	6.3	5.9	11.5	11.8	1.7	2.0
매일유업	627	11.3	10.9	2.3	2.2	NA	NA	21.1	20.8	NA	NA

자료: Bloomberg, KB증권

표 1. 빙그레의 2Q18 실적 요약

(억원, %)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18			증감률 (% , %p)		차이	
					발표치	KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	KB 추정	컨센서스
매출액	2,459	2,684	1,684	1,698	2,420	2,516	2,460	-1.6	42.5	-3.8	-1.6
영업이익	121	204	-15	28	219	123	127	81.1	672.3	77.5	72.1
세전이익	126	212	92	41	235	130	144	86.7	480.0	81.3	63.2
순이익	24	163	68	38	178	98	-	636.2	366.8	80.7	-
영업이익률	4.9	7.6	-0.9	1.7	9.0	4.9	5.2	4.1	7.4	4.1	3.9
세전이익률	5.1	7.9	5.5	2.4	9.7	5.2	5.9	4.6	7.3	4.6	3.9
순이익률	1.0	6.1	4.1	2.2	7.3	3.9	-	6.4	5.1	3.4	-

자료: Fnguide, 빙그레, KB증권 추정

표 2. 빙그레의 주요 사업부문별 실적 추이 및 전망

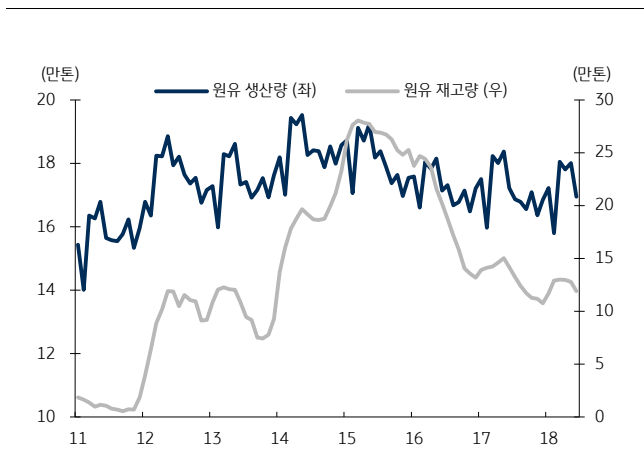
(억원, %)	2015					2016					2017					2018E				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3QE	4QE	연간E
매출액	1,594	2,400	2,427	1,575	7,996	1,676	2,328	2,486	1,642	8,132	1,748	2,459	2,684	1,684	8,575	1,698	2,420	2,679	1,670	8,467
빙그레	1,590	2,387	2,409	1,568	7,954	1,667	2,300	2,461	1,613	8,041	1,731	2,408	2,625	1,649	8,413	1,669	2,366	2,617	1,635	8,287
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	1,317	1,137	4,865	1,064	1,233	1,252	1,083	4,631
내수	991	1,177	1,207	1,074	4,449	1,090	1,242	1,244	1,158	4,734	1,074	1,246	1,265	1,089	4,674	1,028	1,175	1,182	1,012	4,397
수출	36	46	36	35	152	44	55	50	50	199	48	44	52	48	191	36	58	70	70	234
냉동	564	1,164	1,167	460	3,354	533	1,003	1,167	405	3,109	609	1,118	1,308	513	3,548	605	1,133	1,366	552	3,656
내수	504	1,069	1,103	425	3,101	470	907	1,099	361	2,837	547	1,029	1,239	469	3,285	541	1,028	1,289	517	3,375
수출	60	95	64	35	253	62	96	69	45	271	62	90	69	43	263	63	105	76	36	281
기타	4	13	18	7	41	10	28	24	29	90	17	50	60	34	161	29	54	61	35	180
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	8.0	2.6	5.4	-2.8	-1.6	-0.2	-0.8	-1.3
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	6.6	2.3	4.6	-3.6	-1.8	-0.3	-0.8	-1.5
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	1.8	-5.9	-1.4	-5.1	-4.4	-4.9	-4.7	-4.8
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	1.7	-6.0	-1.3	-4.2	-5.7	-6.6	-7.0	-5.9
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	3.9	-4.0	-3.6	-25.6	31.7	34.3	48.1	22.2
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	12.0	26.5	14.1	-0.7	1.3	4.4	7.8	3.0
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	12.8	30.2	15.8	-1.1	0.0	4.0	10.0	2.7
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	-0.2	-3.2	-3.2	2.9	17.1	11.6	-16.9	6.7
기타	80	467	1,058	-253	2,677	143.6	114.1	37.7	318.5	118.4	80.7	80.5	146.6	19.3	78.8	71.0	7.5	2.5	2.5	11.4
영업이익	36	196	135	-50	317	21	126	248	-23	372	37	121	204	-15	347	28	219	235	-38	444
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	7.6	-0.9	4.0	1.7	9.0	8.8	-2.3	5.2
YoY	49.0	-7.3	-38.3	적지	-24.0	-41.6	-36.0	84.3	적지	17.5	74.2	-3.9	-17.7	적지	-6.8	-23.7	81.1	15.2	적지	27.8
세전이익	52	208	148	-83	324	34	152	249	-45	370	51	126	212	92	481	41	235	243	-31	487
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	7.9	5.5	5.6	2.4	9.7	9.1	-1.9	5.8
YoY	47.5	-22.1	-35.8	적지	-33.0	-33.8	-36.7	68.6	적지	14.2	50.1	-4.7	-14.9	흑전	29.9	-21.1	86.7	14.7	적전	1.3
순이익	40	158	112	-63	247	27	100	189	-28	287	41	24	163	68	296	38	178	184	-29	371
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	6.1	4.1	3.5	2.2	7.3	6.9	-1.7	4.4
YoY	42.9	-22.7	-36.1	적지	-34.0	-33.4	-36.7	67.7	적지	16.1	51.3	-75.9	-13.5	흑전	3.1	-6.2	636.2	12.6	적전	25.1

자료: 빙그레, KB증권 추정

주1: 4Q17 매도가능금융자산처분이익 103억원 반영

주2: 2017년 수치는 IFRS15 미적용 기준, 2018년 반기보고서에 IFRS15 적용된 기준으로 비교 공시되어 있으나 2017년 하반기 수치는 파악하기 어려워 추후 업데이트할 예정

그림 1. 원유 생산량과 재고량



자료: 낙농진흥회, KB증권

주: 원유가격은 2016년 8월 1.9% 인하, 2017년 8월에는 동결, 2018년 8월에는 0.4% 인상 결정

표 3. 목표주가 산출

(원, 배, 억원, %)	적정가치	비고
주당 영업가치	45,404	①
EPS	3,784	Fwd 12개월 예상 기준
2017	3,006	
2018E	3,746	
2019E	3,806	
PER	12.0	음식료업종 평균 20% 할인
음식료	15.0	식자재 유통업체 제외한 기준
과거 평균	23.0	2013~2017년 평균
주당 순차입금	-29,521	②
순차입금	-2,610	Fwd 12개월 예상 기준
2017	-2,265	
2018E	-2,474	
2019E	-2,693	
적정주가	74,925	③ = ① - ②
목표주가	75,000	기존 목표주가 67,000원
현 주가	67,000	8/14 기준
상승여력	11.9	투자 의견 Hold

자료: Quantwise, 빙그레, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
매출액	813	857	847	869	890
매출원가	567	612	614	631	645
매출총이익	246	246	232	238	245
판매비와관리비	209	211	188	193	197
영업이익	37	35	44	45	49
EBITDA	63	60	70	70	74
영업외손익	0	13	4	5	5
이자수익	4	4	4	5	5
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-1	-1	-1	-1
세전이익	37	48	49	50	54
법인세비용	8	18	12	12	13
당기순이익	29	30	37	38	41
지배주주순이익	29	30	37	38	41
수정순이익	29	30	37	38	41

성장성 및 수익성 비율 (%)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액 성장률	1.7	5.5	-1.3	2.6	2.4
영업이익 성장률	17.5	-6.8	27.8	1.4	8.0
EBITDA 성장률	8.8	-4.7	17.1	0.2	4.7
지배기업순이익 성장률	16.1	3.1	24.6	1.6	8.5
매출총이익률	30.3	28.6	27.5	27.4	27.6
영업이익률	4.6	4.1	5.2	5.2	5.5
EBITDA이익률	7.7	7.0	8.3	8.1	8.3
세전이익률	4.6	5.6	5.8	5.7	6.1
당기순이익률	3.5	3.5	4.4	4.4	4.6

현금흐름표 (십억원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	66	42	47	58	61
당기순이익	29	30	37	38	41
유무형자산상각비	26	25	26	25	25
기타비현금손익 조정	14	13	12	12	13
운전자본증감	3	-6	-12	-5	-5
매출채권감소 (증가)	-1	-6	-3	-3	-3
재고자산감소 (증가)	5	-5	-2	-1	-1
매입채무증가 (감소)	4	10	13	1	1
기타영업현금흐름	-5	-20	-16	-12	-13
투자활동 현금흐름	-50	-28	-44	-43	-46
유형자산투자감소 (증가)	-26	-23	-22	-24	-26
무형자산투자감소 (증가)	0	-1	-1	-1	-1
투자자산감소 (증가)	0	-1	-3	-1	-1
기타투자현금흐름	4	4	2	0	0
재무활동 현금흐름	-11	-11	-2	-11	-11
금융부채 증감	0	0	0	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-11	-11	-11	-11	-11
기타재무현금흐름	0	0	9	0	0
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	4	2	1	5	4
기말현금	21	23	24	29	33
잉여현금흐름 (FCF)	40	19	25	34	35
순현금흐름	32	10	21	22	22
순현금 (순차입금)	217	226	247	269	292

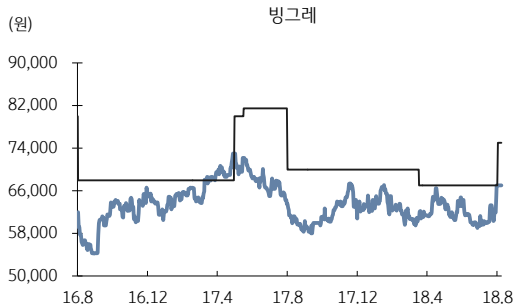
자료: 빙그레, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2016A (IFRS-C)	2017A (IFRS-C)	2018E (IFRS-C)	2019E (IFRS-C)	2020E (IFRS-C)
자산총계	624	636	663	692	724
유동자산	346	362	391	420	448
현금 및 현금성자산	21	23	24	29	33
단기금융자산	196	203	224	241	259
매출채권	69	74	78	81	83
재고자산	34	39	41	41	42
기타유동자산	27	23	26	28	31
비유동자산	278	273	272	273	276
투자자산	27	25	26	28	29
유형자산	226	221	217	217	218
무형자산	3	5	6	6	6
기타비유동자산	21	21	21	21	21
부채총계	102	107	110	112	114
유동부채	83	94	96	98	100
매입채무	41	51	52	53	54
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	42	43	44	45	46
비유동부채	19	13	14	14	14
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	9	10	10	10
자본총계	522	529	553	580	610
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄손익누계액	13	2	1	1	1
이익잉여금	417	434	460	487	516
지배자본 계	522	529	553	580	609
비지배자본	0	0	0	1	1

주요투자지표 (X, %, 원)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Multiples					
PER	21.9	21.0	17.9	17.6	16.2
PBR	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
PSR	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.6	6.6	5.9	5.6	5.0
EV/EBIT	11.1	11.4	9.3	8.7	7.6
배당수익률	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
EPS	2,916	3,006	3,746	3,806	4,130
BPS	52,963	53,683	56,146	58,851	61,838
SPS (주당매출액)	82,545	87,040	85,948	88,184	90,334
DPS (주당배당금)	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
배당성향 (%)	38.5	37.3	30.0	29.5	27.2
수익성지표					
ROE	5.5	5.6	6.8	6.6	6.8
ROA	4.6	4.7	5.7	5.6	5.8
ROIC	9.8	6.9	12.0	12.1	12.8
안정성지표					
부채비율	19.6	20.2	19.8	19.3	18.7
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	4.2	3.9	4.1	4.3	4.5
이자보상배율 (배)	7,447.2	2,892.4	4,437.1	0.0	0.0
활동성지표					
총자산회전율	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	11.9	12.0	11.2	11.0	10.9
재고자산회전율	22.4	23.7	21.4	21.2	21.3

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



빙그레 (005180)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
16-08-16	Marketperform	68,000	-9.02	-2.06
17-02-16	6개월 경과 이후	68,000	-0.79	7.35
17-05-15	Hold	80,000	-11.50	-8.75
17-05-31	Hold	81,500	-17.15	-11.41
17-08-15	Hold	70,000	-10.84	-3.71
18-02-15	6개월 경과 이후	70,000	-12.29	-9.14
18-04-01	Hold	67,000	-7.63	0.00
18-08-16	Hold	75,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 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.

투자등급 비율 (2018. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
74.2	25.8	-

투자의견 분류 및 기준

중목 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.

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 여하한 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.