LEADING

Company Update

빙그레 (005180 KS)

2014년 1월 6일

Key issues…

- ✓ **4Q13 실적, 매출액 1,510 억원, 영업손실 36 억원 전망**
- ✓ **국내 유음료 부문 가격 인상 효과 반영, 바나나맛 우유 수출은 회복 단계**
- ✓ **아이스크림 부문 부진 지속되나 수출은 회복되는 모습**

4Q13 Preview: 수출 회복되는 모습

4Q13 실적, 매출액 1,510억원, 영업손실 36억원 전망

빙그레의 4Q13 실적은 매출액 1,510억원(+3.0%YoY), 영업손실 36억원을 기록하며 전년동기 대비 적자폭이 축소될 전망이다. 계절적으로 아이스크림 비수기인 4분기가 적자분기이나 적자폭 축소는 긍정적이다. 적자 감소는 1) 유음료 부문 가격인상 효과 반영, 2) 중국 바나나맛 우유 등 유음료 수출 회복, 3) 미국·브라질 등 아이스크림 수출 회복 등에 기인한다. 투자의견 매수를 유지하나 실적 추정치 변경 및 적용 실적 분기 변경(1Q14~4Q14)을 반영하여 목표주가를 기존 125,000원에서 117,000원으로 6.4% 하향조정한다. 목표주가는 2014F EPS 5,402원에 기존에 적용했던 Target Multiple 21.7배를 적용하여 산정했다. 밸류에이션 프리미엄의 요인인 수출이 4Q13에 회복되는 모습을 보였다는 점에서 기존 Target Multiple을 유지한다.

국내 유음료 부문 가격 인상 효과 반영, 바나나맛 우유 수출 회복 단계

4Q13 국내 유음료 부문은 바나나맛 우유, 요플레 등 주요 제품의 가격인상 효과로 매출이 소폭 증가할 전망이다. 지난 9월말 가격 인상은 ASP를 약 2.7% 상승시키는 효과가 있는 것으로 추정되며 4Q13부터는 가격인상 효과가 본격적으로 나타날 것으로 예상된다. 3Q13에 역성장 했던 유음료 수출은 중국 바나나맛 우유 수출 회복으로 전년동기 대비 38% 증가할 전망이다. 3Q13 유음료 수출은 전년동기 대비 21.1% 역성장하며 부진한 모습이었는데 4Q13에는 문제가 되었던 유통망 개선이 일부 이루어진 것으로 파악된다.

아이스크림 부문 부진 지속되나 수출은 회복되는 모습

2013년 실적 부진의 원인이었던 아이스크림 부문 매출액은 4Q13에도 전년대비 소폭 감소할 전망이다. 국내 부문 매출은 소폭 감소하며 지난 2Q, 3Q와 유사한 흐름이 지속될 것으로 예상되나 3Q13에 25.2% 역성장 했던 아이스크림 수출이 지난해와 유사한 수준을 기록할 것으로 예상되어 전분기 대비 회복되고 있다는 점은 긍정적이다.

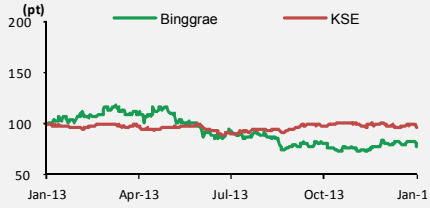
BUY(TP 하향)

목표주가	**117,000 원**
현재주가	**90,700 원**
목표수익률	**29.0%**

Key Data	**2014 년 1 월 3 일**
산업분류	음식료 및 담배
시가총액 (십억원)	893.5
발행주식수 (백만주)	9.9
외국인 지분율 (%)	22.7
52 주 고가 (원)	138,500
저가 (원)	84,600
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.5
주요주주	**(%)**
김호연(외 8인)	38.47
빙그레 자사주	10.25
KOSPI	1,946.14

주가상승률 (%)	**1M**	**6M**	**12M**
절대주가	(4.8)	(16.8)	(22.2)
상대주가	(1.7)	(23.5)	(18.5)

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst (음식료/담배)

조인욱

iwjo@leading.co.kr

+822-2009-7167

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2011	720.6	5.2	50.2	7.0	39.9	4,050	(18.4)	14.7	6.7	10.4	1.5
2012	789.1	9.5	66.8	8.5	50.8	5,152	27.2	21.7	10.9	12.2	2.5
2013F	802.7	1.7	48.2	6.0	38.8	3,938	(23.6)	23.0	10.0	8.6	1.9
2014F	860.9	7.3	66.7	7.7	53.2	5,402	37.2	16.8	7.5	11.0	1.8
2015F	914.1	6.2	76.1	8.3	60.5	6,141	13.7	14.8	6.4	11.5	1.6

Exhibit 1. 빙그레 Valuation

구분	금액	비고
12M Fwd Net Income(십억원)	53	1Q14~4Q14
주식수(천주)	9,851	우선주제외
EPS(원)	5,402	
Target PER(x)	21.7	Implied PER 적용
EPS*Target PER(x)	117,216	
12M Target Price(원)	117,000	
상승여력(%)	29.0%	

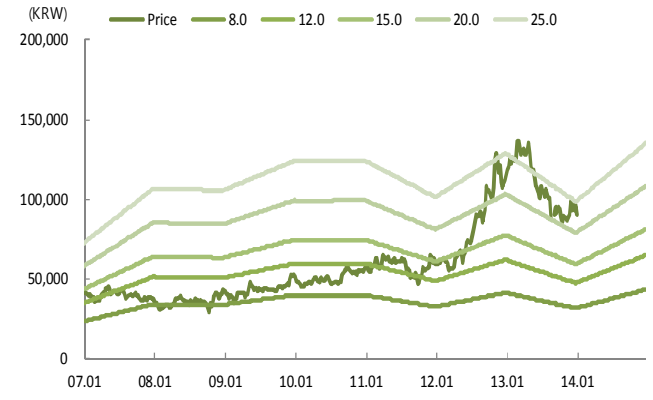
Source: Leading Research Center

Exhibit 2. 빙그레 Valuation

구분	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS	4,050	5,152	3,938	5,402	6,141
%YoY	-18.4	27.2	-23.6	37.2	13.7
BPS	40,076	44,294	47,234	51,236	55,977
%YoY	5.6	10.5	6.6	8.5	9.3
ROE	10.4	12.2	8.6	11.0	11.5
COE	7.0	4.8	4.8	4.8	4.8
Implied PBR(x)	1.5	2.5	1.8	2.3	2.4
Implied PER(x)	**14.3**	**20.7**	**21.5**	**21.7**	**21.8**
Implied Price	**58,014**	**106,668**	**84,679**	**117,108**	**133,593**
PBR(x)	1.5	2.5	1.9	1.8	1.6
PER(x)	14.7	21.7	23.0	16.8	14.8

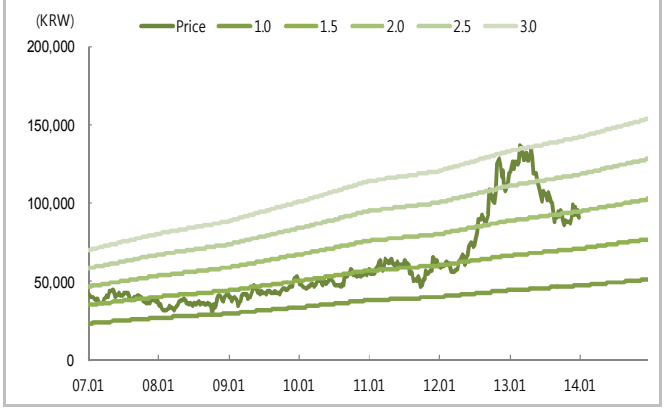
Source: Leading Research Center

Exhibit 3 빙그레 PER Band



Source: Dataguide, Leading Research Center

Exhibit 4 빙그레 PBR Band



Source: Dataguide, Leading Research Center

빙그레 연간 및 분기별 실적 전망(단독)

Exhibit 15. 빙그레 연간 및 분기별 실적 전망

구분(십억원,%)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액(십억원)	**162**	**236**	**254**	**151**	**175**	**254**	**271**	**161**	**789**	**803**	**861**
%YoY	*7.1*	*0.7*	*-1.3*	*3.0*	*8.4*	*7.4*	*6.8*	*6.4*	*9.5*	*1.7*	*7.3*
내수	148	218	243	140	157	230	257	147	740	750	791
수출	14	18	11	11	18	23	14	14	49.5	52.9	69.6
우유 및 유음료	**107**	**124**	**125**	**107**	**118**	**136**	**137**	**114**	**443**	**462**	**505**
%YoY	*8.3*	*3.7*	*1.8*	*4.8*	*10.0*	*9.9*	*9.8*	*6.9*	*9.7*	*4.4*	*9.2*
내수	101	117	121	102	109	126	132	107	429	442	474
수출	6	7	3	4.5	9	10	5	7	13	20	30
아이스크림 외	**55**	**112**	**129**	**44**	**58**	**118**	**134**	**47**	**346**	**340**	**356**
%YoY	*4.9*	*-2.4*	*-4.1*	*-0.9*	*5.5*	*4.7*	*3.9*	*5.4*	*9.3*	*-1.7*	*4.6*
내수	47	101	122	38	48	104	125	39	310	308	317
수출	8	11	7	6	10	14	9	7	36	33	39
매출원가	**117**	**165**	**177**	**112**	**127**	**176**	**185**	**116**	**538**	**570**	**603**
%YoY	*9.7*	*7.0*	*4.6*	*2.6*	*8.6*	*6.8*	*4.3*	*4.2*	*6.6*	*5.9*	*5.9*
%Of Sales	*72.1*	*69.7*	*69.8*	*73.9*	*72.2*	*69.3*	*68.2*	*72.3*	*68.2*	*71.0*	*70.1*
원유 단가	976	966	1,021	1,089	1,097	1,084	1,071	1,103	977.0	1,012.7	1,089.1
원유 매입액	**41**	**42**	**41**	**46**	**48**	**49**	**44**	**48**	**164**	**170**	**190**
판매및관리비	**42**	**52**	**48**	**43**	**43**	**53**	**50**	**45**	**184**	**185**	**191**
%YoY	*9.8*	*1.3*	*-6.6*	*-1.5*	*3.4*	*2.9*	*3.8*	*3.5*	*11.1*	*0.2*	*3.4*
%Of Sales	*25.8*	*21.9*	*18.9*	*28.5*	*24.6*	*21.0*	*18.4*	*27.7*	*23.3*	*23.0*	*22.2*
영업이익	**3**	**20**	**29**	**-3.6**	**6**	**25**	**36**	**0**	**67**	**48**	**67**
%YoY	*-50.3*	*-32.9*	*-21.2*	*적지*	*68.3*	*24.1*	*27.2*	*적지*	*33.1*	*-27.8*	*38.2*
%OPM	*2.0*	*8.5*	*11.3*	*-2.4*	*3.2*	*9.8*	*13.4*	*0.0*	*8.5*	*6.0*	*7.7*
당기순이익	**1**	**17**	**23**	**-3.0**	**5**	**19**	**27**	**-1**	**51**	**38**	**49**
%YoY	*-75.7*	*-28.1*	*-21.0*	*적지*	*207.3*	*11.7*	*18.9*	*적지*	*27.2*	*-25.2*	*29.3*
%NPM	*0.9*	*7.0*	*9.0*	*-2.0*	*2.6*	*7.3*	*10.0*	*-0.7*	*6.4*	*4.7*	*5.7*

Source: Company data, Leading Research Center, IFRS 단독

Financial Statement

대차대조표

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	255.4	295.4	315.1	348.3	388.3
현금성자산	126.6	154.6	187.4	213.1	244.8
매출채권	60.9	66.8	68.2	72.6	77.4
재고자산	39.9	44.2	30.5	32.5	34.6
비유동자산	236.3	247.5	263.5	275.8	289.1
투자자산	42.3	43.1	46.2	48.0	50.0
유형자산	191.7	202.2	215.2	225.7	237.1
무형자산	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0
자산총계	**491.6**	**543.0**	**578.6**	**624.1**	**677.4**
유동부채	71.1	79.3	84.9	89.9	95.4
매입채무	60.2	55.7	68.6	73.0	77.9
유동성이자부채	0.7	1.5	0.9	0.9	0.9
비유동부채	25.8	27.3	28.4	29.4	30.5
비유동이자부채	9.2	8.2	3.1	3.1	3.1
부채총계	**96.8**	**106.6**	**113.2**	**119.3**	**125.9**
자본금	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8
자본잉여금	64.8	64.8	64.8	64.8	64.8
이익잉여금	297.0	336.1	362.4	401.8	448.5
자본조정	(16.7)	(14.2)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
자기주식	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)
자본총계	**394.8**	**436.4**	**465.3**	**504.7**	**551.4**
투하자본	257.2	269.1	255.4	268.0	281.9
순차입금	(116.7	(145.0	(183.4	(209.1	(240.8
ROA	8.3	9.8	6.9	8.8	9.3
ROE	10.4	12.2	8.6	11.0	11.5
ROIC	16.4	19.2	13.7	19.6	21.2

손익계산서

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**720.6**	**789.1**	**802.7**	**860.9**	**914.1**
증가율 (Y-Y,%)	5.2	9.5	1.7	7.3	6.2
영업이익	**50.2**	**66.8**	**48.2**	**66.7**	**76.1**
증가율 (Y-Y,%)	(20.6)	33.1	(27.8)	38.2	14.1
EBITDA	70.1	87.8	70.9	91.0	101.6
영업외손익	**1.7**	**0.3**	**3.7**	**2.6**	**2.7**
순이자수익	4.9	5.0	6.2	5.8	5.9
외화관련손익	0.9	0.0	0.5	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	**52.0**	**67.1**	**52.0**	**69.3**	**78.8**
당기순이익	**39.9**	**50.8**	**38.8**	**53.2**	**60.5**
지배기업순이익	39.9	50.8	38.8	53.2	60.5
증가율 (Y-Y,%)	(18.4)	27.2	(23.6)	37.2	13.7
NOPLAT	**38.6**	**50.5**	**36.0**	**51.2**	**58.4**
(+) Dep	19.9	21.0	22.7	24.3	25.5
(-) 운전자본투자	34.6	4.6	(19.3)	2.5	2.7
(-) Capex	27.2	31.7	36.9	34.6	36.7
OpFCF	(3.3)	35.3	41.1	38.4	44.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.7	7.9	5.4	6.1	5.0
영업이익증가율(3Yr)	(1.9)	3.3	(8.6)	9.9	4.4
EBITDA 증가율(3Yr)	(0.1)	4.1	(4.6)	9.1	5.0
순이익증가율(3Yr)	(1.3)	1.3	(7.4)	10.1	6.0
영업이익률(%)	7.0	8.5	6.0	7.7	8.3
EBITDA 마진(%)	9.7	11.1	8.8	10.6	11.1
순이익률 (%)	5.5	6.4	4.8	6.2	6.6

현금흐름표

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업현금	**14.3**	**66.7**	**85.2**	**76.0**	**84.3**
당기순이익	39.9	50.8	38.8	53.2	60.5
자산상각비	19.9	21.0	22.7	24.3	25.5
운전자본증감	(47.7)	(16.5)	25.5	(2.5)	(2.7)
매출채권감소	(3.3)	(6.6)	(1.6)	(4.4)	(4.8)
재고자산감소	(17.8)	(4.3)	13.7	(2.0)	(2.2)
매입채무증가	0.8	(4.6)	13.8	4.4	4.9
투자현금	**(12.8)**	**(111.4**	**(71.4)**	**(42.1)**	**(44.5)**
단기투자자산감소	12.1	(84.1)	(37.3)	(5.5)	(5.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.3)	(1.1)	(1.1)
설비투자	(27.2)	(31.7)	(36.9)	(34.6)	(36.7)
유무형자산감소	(0.0)	0.3	0.5	(0.2)	(0.2)
재무현금	**(11.7)**	**(11.3)**	**(18.3)**	**(13.8)**	**(13.8)**
차입금증가	1.0	(0.3)	(5.7)	0.0	0.0
자본증가	(12.4)	(10.6)	(12.4)	(13.8)	(13.8)
배당금지급	12.4	10.6	12.4	13.8	13.8
현금 증감	(10.2)	(56.1)	(4.5)	20.1	26.0
총현금흐름(Gross CF)	**76.1**	**92.0**	**77.3**	**78.5**	**87.1**
(-) 운전자본증가	34.6	4.6	(19.3)	2.5	2.7
(-) 설비투자	27.2	31.7	36.9	34.6	36.7
(+) 자산매각	(0.0)	0.3	0.5	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	14.3	56.0	60.2	41.3	47.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.3	1.1	1.1
잉여현금	14.3	56.0	60.0	40.2	46.4

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Per share Data					
EPS	4,050	5,152	3,938	5,402	6,141
BPS	40,076	44,294	47,234	51,236	55,977
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400	1,400
Multiples(x,%)					
PER	14.7	21.7	23.0	16.8	14.8
PBR	1.5	2.5	1.9	1.8	1.6
EV/ EBITDA	6.7	10.9	10.0	7.5	6.4
배당수익율	2.0	1.3	1.5	1.5	1.5
PCR	7.7	12.0	11.6	11.4	10.3
PSR	0.8	1.4	1.1	1.0	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	24.5	24.4	24.3	23.6	22.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	359.4	372.6	371.3	387.4	406.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산구조					
투하자본(%)	60.4	57.6	52.2	50.7	48.9
현금+투자자산(%)	39.6	42.4	47.8	49.3	51.1
자본구조					
차입금(%)	2.4	2.2	0.9	0.8	0.7
자기자본(%)	97.6	97.8	99.1	99.2	99.3

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

빙그레 (005180 KS)		
일자	2013-07-29	2014-01-06
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 하향)
목표주가	125,000	117,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*