



Outperform(Maintain)

목표주가: 142,000원

주가(5/21): 119,000원

시가총액: 11,723억원

음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com

RA 박종국

02) 3787-5152 jkpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/21)		1,981.09pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	138,500원	63,900원
등락률	-14.08%	86.23%
수익률	절대	상대
1M	-8.8%	-12.2%
6M	-3.6%	-8.4%
1Y	92.6%	74.9%

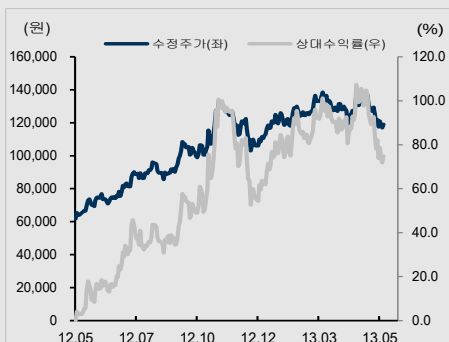
Company Data

발행주식수	9,851천주
일평균 거래량(3M)	48천주
외국인 지분율	20.77%
배당수익률(13E)	1.18%
BPS(13E)	49,310원
주요 주주	김호연 외 3인 38.34%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	7,891	8,526	9,157	9,798
보고영업이익	668	1,240	882	978
핵심영업이익	668	780	882	978
EBITDA	878	971	1,069	1,164
세전이익	671	815	931	1,031
순이익	508	618	721	798
지분법적용순이익	508	618	721	798
EPS(원)	5,156	6,272	7,318	8,102
증감률(%)YoY	20.8	21.7	16.7	10.7
PER(배)	21.7	19.0	16.3	14.7
PBR(배)	2.5	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	10.9	10.2	8.8	7.5
보고영업이익률(%)	8.5	14.5	9.6	10.0
핵심영업이익률(%)	8.5	9.1	9.6	10.0
ROE(%)	12.2	13.4	14.0	13.8
순부채비율(%)	-33.2	-38.3	-43.3	-48.0

Price Trend



빙그레 (005180)

바나나맛우유 수출은 순항



1분기 바나나맛 우유 수출 성장 등에 힘입어 매출 증가는 양호했으나 제품/상품 믹스 변동과 광고비 선집행에 따라 이익은 반감했습니다. 2분기 이후에는 성수기 진입에 따라 바나나맛 우유 등 수출 규모가 더욱 확대될 전망입니다. 연간 실적추정을 하향 조정했으나 수출 성장에 대한 기대감은 유효하다는 판단입니다.

>>> 원가율 상승, 광고비 증가로 1Q 이익 부진

1Q13 실적(별도기준)은 매출 1,617억원(YoY 7.1%), 영업이익 33억원(YoY -50.3%), 순이익 15억원(YoY -75.7%)을 기록했다. 영업이익이 컨센서스(64억원)을 크게 하회했는데,

- 1)아카페라, 주스 등 상품매출이 23% 증가했는데 제품 대비 원가율이 높은 상품 매출 비중이 확대되면서 전체 매출원가율이 1.7%p 상승했고,
- 2)비수기임에도 봉어 짜만코 등 광고 선집행에 따라 마케팅비가 44억원 증가한 것이 주 요인이었다.
- 3)다만, 수출 고성장(YoY 52%)에 따라 불리했던 날씨, 경기 요인에도 매출이 7%의 양호한 성장세를 보였던 점은 긍정적이다.

>>> 2Q 이후 성수기 진입으로 수출 확대 전망

1Q13 유음료 수출은 58억원으로 전년동기비 245% 증가했는데, 대부분 중국 바나나맛 우유 수출로 파악된다. 상해, 북경에서는 주요 편의점 채널에 분포되어 제품 회전은 안정적으로 나타나고 있으며, 청도, 심천에서는 분포가 확대되고 있다. 2Q 이후 성수기로 진입으로 수출 규모가 더욱 확대되면서, '13년 바나나맛 우유 중국 수출은 220억원(YoY 144%)으로 전망된다. 1Q 아이스크림/기타 수출 성장은 8%에 그쳤는데, 아이스크림 수출 증가는 20% 후반으로 견조했으나 스낵 수출이 감소했기 때문이다. 아이스크림 수출은 북반구 지역 수출 비중이 높으며, 올해도 미국 로컬 마트 신규입점이 이어질 전망이어서 성수기(2~3Q)에 매출 성장세가 높아질 전망이다. '13년 전체 수출은 매출 대비 8.8%인 753억원(YoY 52.0%)을 전망한다.

>>> 실적추정 하향 조정하나 바나나맛 우유 수출 기대감 유지

1Q의 부진한 실적과 스낵 수출 부진을 감안하여 실적 추정을 하향 조정한다. 2Q 이후로는 성수기 진입에 따른 국내외 매출 규모 확대, 전년 하반기 일부 품목 판가인상 효과, 전분기 마케팅비 선반영에 따른 비용 절감으로 이익 개선세가 예상되지만, 전년 대비 모멘텀은 축소될 전망이다. 12년에는 가격인상 효과와 유리한 날씨, 경쟁사 가격정찰제 난조 등의 요인으로 내수 부문의 실적 모멘텀이 컸으나, 13년에는 기저 부담으로 작용할 전망이다. PER 19.0배인 valuation도 다소 부담스럽지만 중국 바나나맛 우유 수출이 높은 성장세를 이어가고 있는 점은 긍정적으로 판단, 기존 목표주가 142,000원과 투자 의견 Outperform을 유지한다.

1Q13 실적 Review(IFRS별도)

(단위: 억원, %, %p)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13			차이 (%, %p)		YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					실제발표치	당사추정	Consensus	당사추정	Consensus		
매출액	1,510	2,346	2,570	1,466	1,617	1,602	1,654	1.0	-2.2	7.1	10.4
영업이익	66	298	363	-59	33	62	64	-46.9	-48.5	-50.3	흑전
세전이익	78	310	379	-95	36	73	87	-51.3	-59.0	-54.3	흑전
순이익	61	231	289	-73	15	57	62	-74.0	-76.2	-75.7	흑전
영업이익률(%)	4.4	19.7	14.1	-4.0	2.0	3.9	3.9	-1.8	-1.8	-2.4	6.0
세전이익률(%)	5.1	20.5	14.7	-6.5	2.2	4.6	5.2	-2.4	-3.0	-3.0	8.7
순이익률(%)	4.0	15.3	11.3	-5.0	0.9	3.6	3.8	-2.6	-2.9	-3.1	5.9

자료:빙그레, 키움증권

실적 추정치 변경(IFRS별도)

(단위: 억원, %, %p)

	변경전			변경후		변경률(%, %p)		YoY(%, %p)	
	2012	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	7,891	8,547	9,178	8,526	9,157	-0.2	-0.2	8.0	7.4
영업이익	668	806	914	780	882	-3.2	-3.5	16.8	13.0
세전이익	671	850	964	815	931	-4.2	-3.4	21.4	14.3
순이익	508	658	746	618	721	-6.1	-3.4	21.6	16.7
영업이익률(%)	8.5	9.4	10.0	9.1	9.6	-0.3	-0.3	0.7	0.5
세전이익률(%)	8.5	9.9	10.5	9.6	10.2	-0.4	-0.3	1.1	0.6
순이익률(%)	6.4	7.7	8.1	7.2	7.9	-0.5	-0.3	0.8	0.6

자료: 빙그레, 키움증권

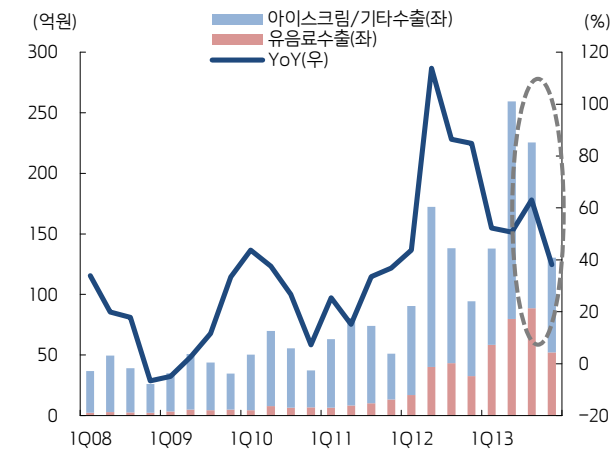
분기별 실적추정(IFRS별도)

(단위: 억원, %)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2013E
매출액	1,405	2,124	2,273	1,405	7,206	1,510	2,346	2,570	1,466	7,891	1,617	2,540	2,807	1,561	8,526
유음료	897	1,081	1,098	961	4,037	987	1,195	1,227	1,018	4,426	1,069	1,295	1,349	1,082	4,796
아이스크림/기타	508	1,043	1,174	444	3,170	523	1,151	1,343	448	3,465	548	1,245	1,459	479	3,730
매출총이익	380	701	736	344	2,160	447	808	877	379	2,510	451	873	956	408	2,687
영업이익	30	227	265	-19	502	66	298	363	-59	668	33	348	430	-30	780
세전이익	43	242	278	-44	520	78	310	379	-95	671	36	358	439	-18	815
순이익	33	187	211	-32	399	61	231	289	-73	508	15	277	340	-14	618
YoY(%)															
매출액	8.8	6.0	4.1	2.4	5.2	7.5	10.5	13.1	4.3	9.5	7.1	8.3	9.3	6.5	8.0
유음료	10.2	5.5	5.1	5.5	6.4	10.1	10.5	11.7	6.0	9.7	8.3	8.4	10.0	6.3	8.3
아이스크림/기타	6.3	6.6	3.2	-3.5	3.7	2.9	10.4	14.4	0.7	9.3	4.9	8.1	8.6	6.9	7.7
매출총이익	4.1	-0.7	-4.5	-5.0	-2.0	17.6	15.3	19.1	10.2	16.2	0.9	8.0	9.0	7.7	7.1
영업이익	-61.8	-13.3	-23.6	적지	-22.2	123.1	31.3	37.2	적지	33.1	-50.3	16.9	18.4	적지	16.7
세전이익	-52.0	-7.7	-22.5	적지	-19.5	80.9	27.8	36.3	적지	29.2	-54.3	15.6	15.9	적지	21.4
순이익	-50.5	-6.2	-23.2	적지	-19.7	83.6	23.2	37.3	적지	27.2	-75.7	20.0	17.6	적지	21.7
수익성(%)															
매출총이익률	27.0	33.0	32.4	24.5	30.0	29.6	34.4	34.1	25.8	31.8	27.9	34.4	34.1	26.1	31.5
영업이익률	2.1	10.7	11.6	-1.4	7.0	4.4	12.7	14.1	-4.0	8.5	2.0	13.7	15.3	-2.0	9.1
세전이익률	3.1	11.4	12.2	-3.1	7.2	5.1	13.2	14.7	-6.5	8.5	2.2	14.1	15.6	-1.2	9.6
순이익률	2.4	8.8	9.3	-2.3	5.5	4.0	9.8	11.3	-5.0	6.4	0.9	10.9	12.1	-0.9	7.2

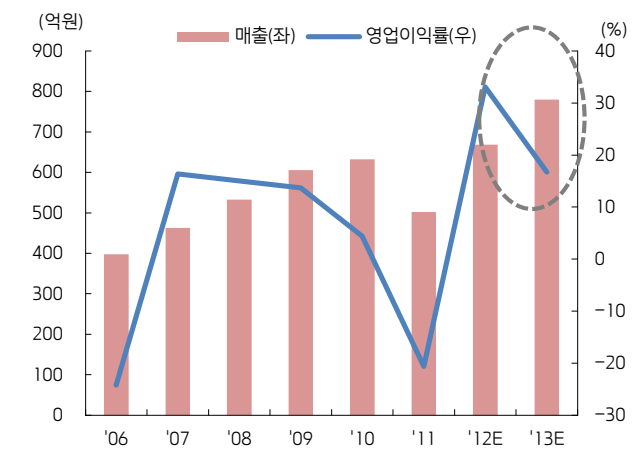
자료: 빙그레, 키움증권

2Q 이후 성수기를 맞아 수출 규모 더욱 확대될 전망



자료: 빙그레, 키움증권

전년대비 이익 모멘텀은 축소될 전망



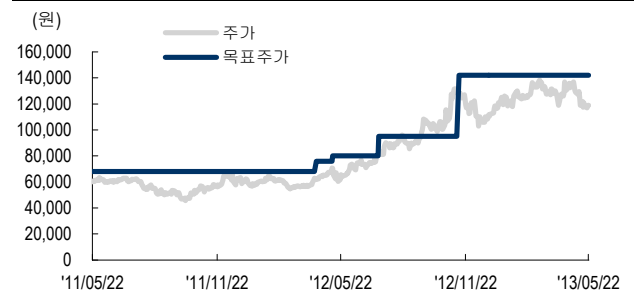
자료: 빙그레, 키움증권

- 당사는 5월 21일 현재 '빙그레' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
빙그레(005180)	2011/01/28	BUY(Maintain)	68,000원
	2011/05/17	Outperform(Downgrade)	68,000원
	2011/07/29	Outperform(Maintain)	68,000원
	2011/10/19	Buy(Upgrade)	68,000원
	2012/03/05	Outperform(Downgrade)	68,000원
	2012/04/16	BUY(upgrade)	76,000원
	2012/05/10	Outperform(Downgrade)	80,000원
	2012/06/01	Buy(Upgrade)	80,000원
	2012/07/17	Buy(Maintain)	95,000원
	2012/08/10	Outperform(Downgrade)	95,000원
	2012/11/12	Outperform(Maintain)	142,000원
	2013/01/24	Outperform(Maintain)	142,000원
	2013/04/17	Outperform(Maintain)	142,000원
	2013/05/22	Outperform(Maintain)	142,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상