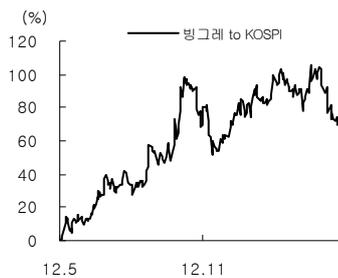


매수 (유지)

목표주가	145,000원		
현재가 (5/24)	118,500원		
KOSPI (5/24)	1,973.45pt		
시가총액	1,167십억원		
발행주식수	9,851천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	138,500원		
최저가	64,000원		
60일 일평균거래대금	6십억원		
외국인 지분율	20.5%		
배당수익률 (12.12월)	1.3%		
주주구성			
김호연 외 4인	38.47%		
삼성자산운용	8.10%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-13%	1%	85%
절대기준	-15%	-2%	70%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	145,000	130,000	▲
EPS(13)	6,290	-	-
EPS(14)	7,261	-	-

빙그레 상대주가 (%)



빙그레 (005180)

중국 시장 사로잡기!

2013년 실적 전망

동사의 2013년 별도 실적은 매출액 8,496억원(+7.7%, yoy)과 영업이익 775억원(+16.0%, OPM 9.1%)으로 추정된다. 실적향상 요인은 1)주력 제품의 판매호조, 2)'아카펠라'와 '끌레도르' 등 신규 Killer Item 확보, 3)중국 '바나나맛우유' 수출 확대, 3)빙과 기상여건 우호적, 4)안정적인 원가 흐름 등으로 요약된다.

장기적으로 중국 수출 확대에 주목

과거 동사의 약점은 유제품 특성 상 유통기한이 짧고 수출 확대가 어렵다는 것이었다. 최근 러시아와 브라질 등으로의 스낵 '꽃계랑'과 빙과 '메로나' 수출액이 증가하기는 했으나, 중국 시장과 유제품 비중은 미미했다. 하지만 지난해 5월부터 중국 '바나나맛우유' 수출량이 급증했고 수출액도 2011년 5억원→2012년 95억원으로 증가했다. 한국과 달리 멸균팩(살균처리 6주 소요)으로 생산되며 고가임에도 불구하고 맛에 대한 소비자 반응은 긍정적이다. 올해 매출액은 전년대비 2배 이상 증가한 200억원으로 예상된다. 수출이 제한적이라는 편견은 극복했다고 판단되며, 장기적으로 수출 확대를 통한 성장성 확보에 주목할 필요가 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 145,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 145,000원으로 상향 조정한다. 그 이유는 1)브랜드충성도가 높은 장수 브랜드 중심의 판매호조, 2)신규 Killer Item 확보, 3)중국 수출 확대를 통한 Valuation Level-up 요인 발생 등이 긍정적으로 판단되기 때문이다. 목표주가는 영업가치를 고려하여 산출했으며 실적 추정치, 적용 회계연도 변경 등을 반영하여 145,000원(Fwd 12개월 예상 EPS 6,695원에 Target PER 21.4배 적용, 해외 성장성 고려하여 음식료업종 평균 25% 할증)으로 상향한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	721	789	850	921	998
영업이익	50	67	78	87	96
세전이익	52	67	82	95	106
지배주주순이익	40	51	62	72	80
EPS(원)	4,050	5,152	6,290	7,261	8,152
증가율(%)	-18.4	27.2	22.1	15.4	12.3
영업이익률(%)	7.0	8.5	9.1	9.5	9.7
순이익률(%)	5.5	6.4	7.3	7.8	8.1
ROE(%)	10.4	12.2	13.4	13.9	13.9
PER	14.7	21.7	18.8	16.3	14.5
PBR	1.5	2.5	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	6.9	12.0	11.2	9.9	8.7

주: K-IFRS 별도 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	721	789	850	921	998
증가율(%)	5.2	9.5	7.7	8.4	8.3
매출원가	505	538	574	620	671
매출총이익	216	251	275	301	327
매출총이익률 (%)	30.0	31.8	32.4	32.7	32.8
판매비	166	184	198	214	230
판매비율(%)	23.0	23.3	23.3	23.2	23.1
영업이익	50	67	78	87	96
증가율(%)	-20.6	33.1	16.0	12.4	10.7
영업이익률(%)	7.0	8.5	9.1	9.5	9.7
순금융손익	6	5	7	9	11
이자손익	5	5	7	9	11
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-5	-3	-2	-1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	52	67	82	95	106
법인세	12	16	20	23	26
법인세율	23.2	24.4	24.4	24.4	24.4
계속사업이익	40	51	62	72	80
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	40	51	62	72	80
증가율(%)	-18.4	27.2	22.1	15.4	12.3
당기순이익률 (%)	5.5	6.4	7.3	7.8	8.1
자배주당당기순이익	40	51	62	72	80
기타포괄이익	-3	1	0	0	0
총포괄이익	36	52	62	72	80
EBITDA	70	88	98	109	119
증가율(%)	-14.2	25.4	11.6	10.8	9.2
EBITDA마진율(%)	9.7	11.1	11.5	11.8	11.9

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	4,050	5,152	6,290	7,261	8,152
BPS	39,844	44,068	49,124	55,148	62,061
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400	1,400
밸류에이션(배)					
PER	14.7	21.7	18.8	16.3	14.5
PBR	1.5	2.5	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	6.9	12.0	11.2	9.9	8.7
성장성지표(%)					
매출증가율	5.2	9.5	7.7	8.4	8.3
EPS증가율	-18.4	27.2	22.1	15.4	12.3
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	1.3	1.2	1.2	1.2
ROE	10.4	12.2	13.4	13.9	13.9
ROA	8.3	9.8	10.9	11.3	11.3
ROIC	17.2	19.5	22.4	24.3	25.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	24.5	24.4	23.3	22.8	21.9
순차입금 비율(%)	-25.9	-10.6	-14.0	-17.7	-21.9
이자보상배율(배)	157.7	193.2	231.2	258.0	283.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.2	12.9	13.2	13.1	12.7
재고자산회전율	23.3	18.8	18.3	17.7	17.1
총자산회전율	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	255	295	339	395	464
현금및현금성자산	112	56	78	106	144
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	61	62	67	73	84
재고자산	40	44	49	55	61
비유동자산	236	248	261	274	284
유형자산	192	202	212	219	224
무형자산	2	2	2	2	2
투자자산	22	23	25	28	30
자산총계	492	543	599	669	747
유동부채	71	79	85	93	101
매입채무및기타채무	44	35	38	41	45
단기차입금	0	0	1	1	1
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	26	27	28	31	33
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	9	8	8	8	8
부채총계	97	107	113	124	134
자배주주지분	395	436	486	545	613
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	6	8	8	8	8
이익잉여금	297	336	386	445	513
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	395	436	486	545	613
비이자부채	87	97	103	115	124
총차입금	10	10	10	10	10
순차입금	-102	-46	-68	-96	-134

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	14	67	78	87	92
당기순이익	40	51	62	72	80
비현금성 비용 및 수익	36	41	16	14	12
유형자산감가상각비	20	21	20	21	22
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-48	-17	-7	-8	-12
매출채권등의감소	-3	-1	-6	-6	-10
재고자산의감소	-18	-4	-4	-7	-6
매입채무등의증가	8	-8	2	4	4
기타 영업현금흐름	-14	-9	7	9	11
투자활동 현금흐름	-13	-111	-45	-51	-46
유형자산의 증가(CAPEX)	-27	-32	-30	-29	-27
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	1	-2	-4	-2
기타	17	-81	-13	-19	-17
재무활동 현금흐름	-12	-11	-12	-7	-8
차입금의증가(감소)	2	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-13	-11	-12	-7	-8
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-10	-56	22	28	38
기초현금	122	112	56	78	106
기말현금	112	56	78	106	144