빙그레 거래소005180

빙그레 기업분석 리포트

2005.10.01

“안정적인 투자처, 성장동력이 향후 주요 Point!”

Report Editor: 서울대 투자연구회, 최수환
김수민, 남경우, 서현환, 성정길, 신지이, 옥동곤, 정용현, 한은지
2005년 2학기 SESSION 1 TEAM 2

SNU Midas Investment Club

투자 결정 : 매수

PER	PBR	ROE	시가총액	현 주가
10.88	2.2	19.6	4,118억	41,400

[2005년 9월 30일 기준]

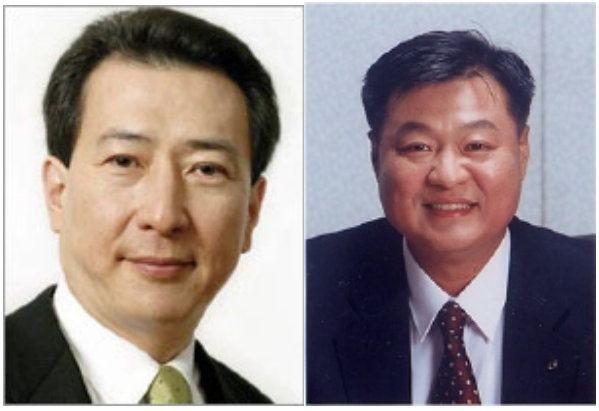
손익계산서(요약본) [단위: 억원]

구분	2001 년	2002 년	2003 년	2004 년
매출액	5152	5,518	5,007	5,384
매출원가	3568	3,846	3,511	3,678
매출총이익	1583	1,672	1,496	1,707
판관비	1305	1,337	1,109	1,253
영업이익	278	336	386	453
영업외수익	61	204	615	751
영업외비용	179	230	801	591
경상이익	169	265	368	469
법인세비용	43	80	104	119
당기순이익	102	185	263	350

빙그레

* 빙그레(거래소, 005180)

업종 : 음식료
회사명 : 주식회사 빙그레
대표이사 : 김호연(1955년생, 지분율 30.51%, 최대주주)
본사 : 경기 남양주시 도농동 344-3
자본금 : 498억원
설립일 : 1967.9.13
상장일 : 1979.3.31
종업원수 : 1,714명
시가총액(05.9.30 기준) : 4,118억원
주식의 총수 : 9,951,241주



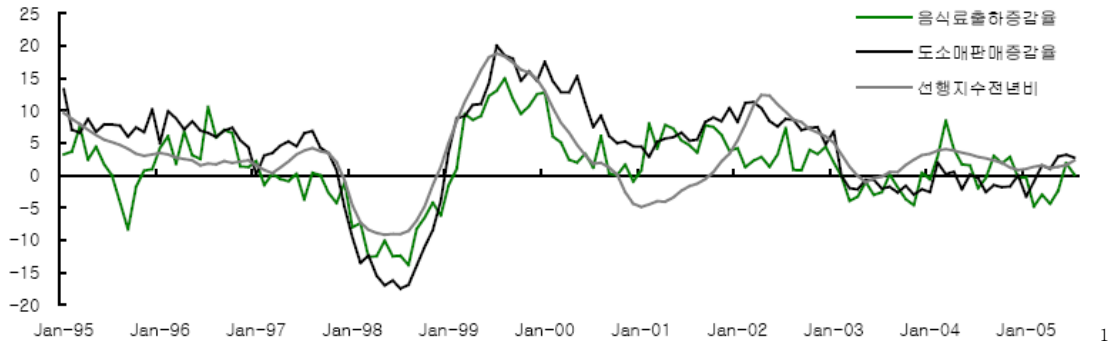
김호연 회장 정수용 사장

최근 주가추이(05.9.30 종가 41.800원)

1. 빙그레는 무엇을 하여 돈을 벌어 먹고 사는가?

1.1 산업적 특성

- 경기 영향

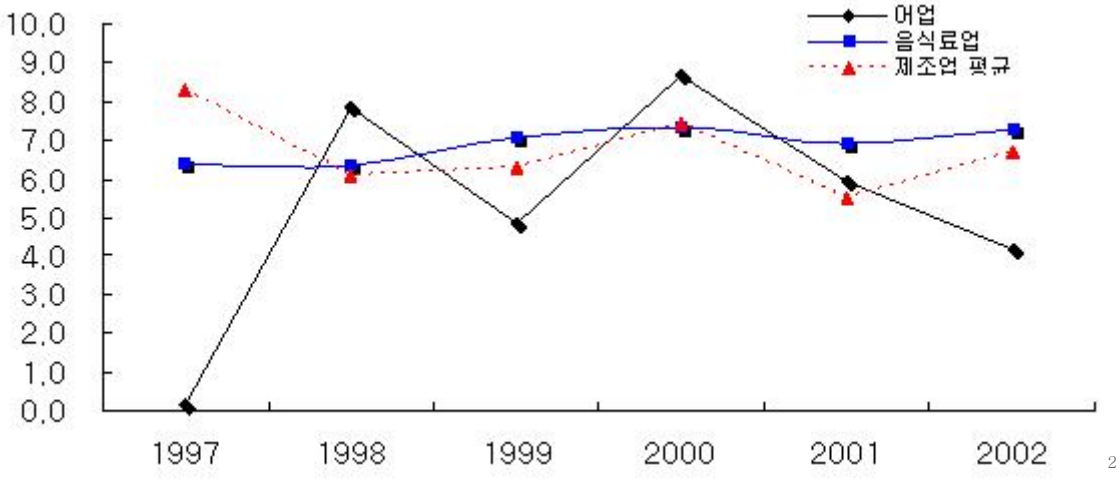


[1]

위의 그래프를 보면 알 수 있듯이, 음식료 출하 및 도소매 판매 증감율은 **선행지수 증감률과 궤를 같이 한다.** 즉, 음식업의 실적은 내수 경기에 선행한다고 볼 수 있다.

하지만 식료품의 경우, 대부분 저가이며 생필품에 해당하는 제품이 많기 때문에 **실적이 경기에 민감하게 반응하지 않을 것**이라 예상할 수 있다.

- 수익성



[2]

위의 그래프는 어업과 음식료업, 제조업 평균 수익률이다. 그래프에서 볼 수 있듯이 음식료업의 수익률은 시간에 관계 없이 일정한 모습을 볼 수 있다. 그 이유는 음식료 회사들이 오랜 업력에 따라 안정된 브랜드 인지도와 유통망 등을 확보하고 있기 때문이다. 즉, 시장이 성숙기에 이르렀기 때문에 **안정적으로 수익**을 거둘 수 있는 것이다.

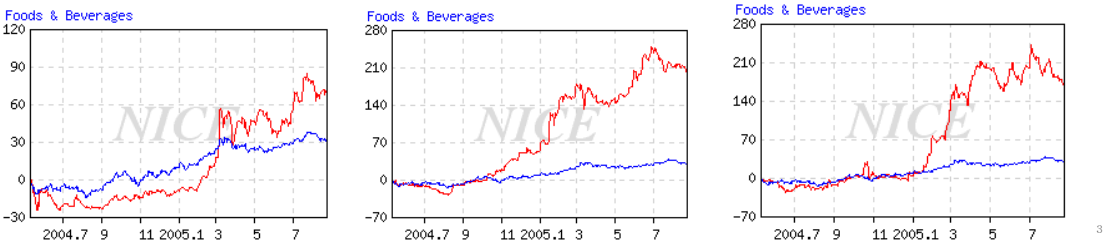
---

[1] 동부증권 보고서(Data Stream, 통계청), 2005

[2] 석유화학편람, 2002

- 주가 특성

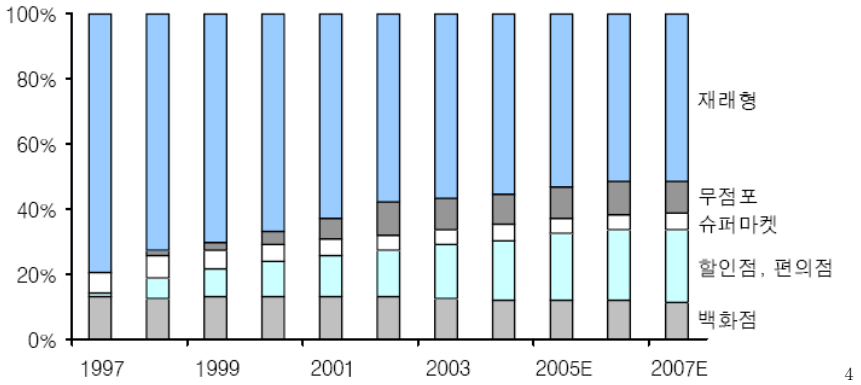
음식료 업종에 속하는 기업들은 일반 소비자에게 굉장히 익숙한 기업들이 많다. 일단 실생활에서 접하거니와 대부분의 소비자가 음식료 업체의 마케팅에 직접적으로 노출되어 있기 때문이다. 즉, 일반인들에게 과도하게 알려져 유명하며 이는 **주가가격이 높게 형성**되는 요인이 된다. 롯데제과, 농심, CJ 등은 이미 가격이 상당히 높이 올라가 있는 상태이다.



롯데삼강 **오뚜기** **크라운제과**

또한 음식료 주는 **한번 올라간 가격이 잘 내려오지 않는다**는 특징이 있다. 특히 사람들에게 익숙하고 대형주일수록 한번 올라간 가격이 다시 내려가지 않는 경향이 강하다. 본 보고서에서는 3개의 대표적 기업만 올렸지만, 밑의 사이트에서 타 기업도 확인해보기 바란다.

- 유통망

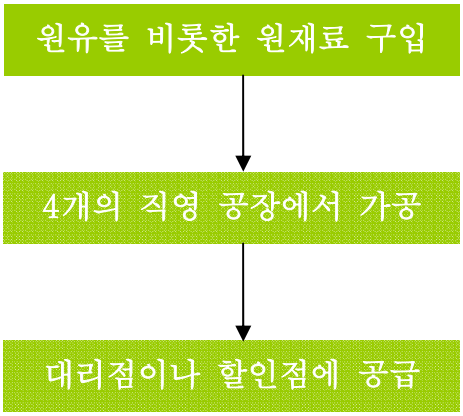


대부분의 음식료 업종에 속하는 기업들은 소비자에게 제품을 전하기 위해서 두 가지 채널을 이용한다. 그 하나는 소매점에 제품을 공급하는 대리점 채널이며, 할인점이나 백화점에 납품하는 기업형 채널이 있다. 최근에는 할인점이 급격히 늘어나면서 **기업형 채널이 점차 강화**되는 추세이다. 기업형 채널에 속하는 유통회사들은 소수이기에 상당히 강한 교섭력을 발휘하여 **식품회사의 수익성을 압박**하고 있다.

---

[3] NICE 상장기업분석 음식료 업종 지수 (http://trade.goodi.com/nice/index_ind.html)
[4] 삼성증권(유통연감), 2005

1.2 수익모델



빙그레의 수익모델은 지극히 간단하다. 빙그레가 제조하는 제품의 대부분은 우유를 원료로 사용하기 때문에 낙농진흥회와 각 목장에서 우유를 구매한다. 여기에 타 재료들을 구입하여 4개의 직영공장에서 직접 가공한다. 이를 대리점이나 할인점에 공급하는 비즈니스 모델을 가지고 있다. 음식료 업종 종사자에 따르면, 유통 채널 쪽이 가장 큰 마진을 남기며, 그 다음은 빙그레, 목장 순이라고 한다.

1.3 사업 및 제품 분석

	비중	M/S	기타.
빙과류	41%	27%	경쟁사: 롯데제과, 해태제과. (38%,20%)
유제품	54%	14% (백색시유 포함.)	28%

현재 빙그레는 빙과류와 유제품의 사업을 각각 절반의 비중으로 보유하고 있다. 스낵 부분도 보유하고 있으나 비중은 미미하며, 라면 사업의 경우는 이미 철수 하였다. 빙과류 시장은 시장점유율 2위, 유제품(유가공)에서는 약 4~5위의 시장 점유율을 가지고 있다.

- 빙과류

빙과류에는 Bar Type, Cone Type, Carton Type이 있다.

- Bar Type

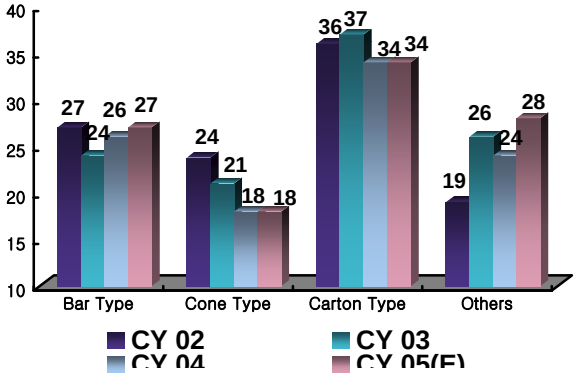
Bar Type의 대표적 제품으로는 더위사냥, 요맘때 등이 있다. Bar Type은 타 제품에 비해 싼 원료가 들어가고(우유가 거의 들어가지 않는다) 다른 원료 들어가지 않기 때문에, 수익성이 높다. 현재 빙그레의 전략적 공략 목표이다.

- Cone Type

밀가루로 만든 콘으로 아이스크림을 둘러싼 제품이다. 우유를 원료로 하는 제품이 많고, 밀가루와 같은 원료도 따로 들어가기 때문에, 수익성은 낮은 편이다. 따라서 빙그레에서는 의도적으로 사업을 축소하고 있으며, 요맘때콘과 같이 홍보에 이점이 있는 제품만을 출시하는 특성을 보인다.

- Carton type

커다란 용기에 담겨 팔리는 Carton Type 은 현 빙그레의 주력 시장이다. 투게더와 같은 제품이 있으며, 타 제품 층에 비해 시장 점유율도 높고 가격에 비싼 덕분에 매출규모가 가장 큰 시장이다. 현재 빙그레는 끌레도르를 출시하여 프리미엄 시장을 공략중이다.



[5]

각 제품군별 시장점유율은 위 그래프와 같다. 빙그레의 전략대로 **Bar Type은 성장세를 보이고 있으며, Cone Type은 하향세**에 있다. 그리고 Carton Type은 유지상태이다. 요맘때와 같은 Hit 상품이 한 두 개 더 출시된다면, 뚜렷한 신제품을 출시하지 못하고 있는 롯데제과의 시장 점유율을 잠식할 수 있을 것으로 예상된다.

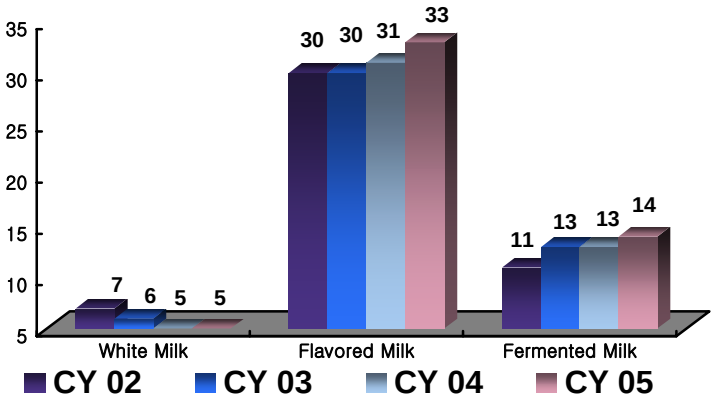
- 유제품

가공유는 유제품 시장에서 빙그레의 핵심 분야이다. 바나나맛우유의 브랜드 가치는 1000 억을 돌파하였으며, 03 년도와 04 년도에 엄청난 성장을 보여서 가공유 시장 1 위를 굳건히 지키고 있다. 하지만 앞으로 성장에는 제약이 불가피할 것으로 예상된다.

[5] 빙그레 IR 자료

- 발효유

발효유 시장은 한국 요구르트나 타 기업에 비해 열세에 처해있다. 하지만 현재 소비 트렌드라 할 수 있는 웰빙과 기능성 제품이 여기에 주로 속하기 때문에 성장가능성이 높은 시장이라 할 수 있다. 현재 빙그레도 이 점을 인식하고 있으며, 다른 제품과의 연계와 강력한 마케팅, 신제품 출시 등으로 시장 점유율을 끌어올리고 있다.

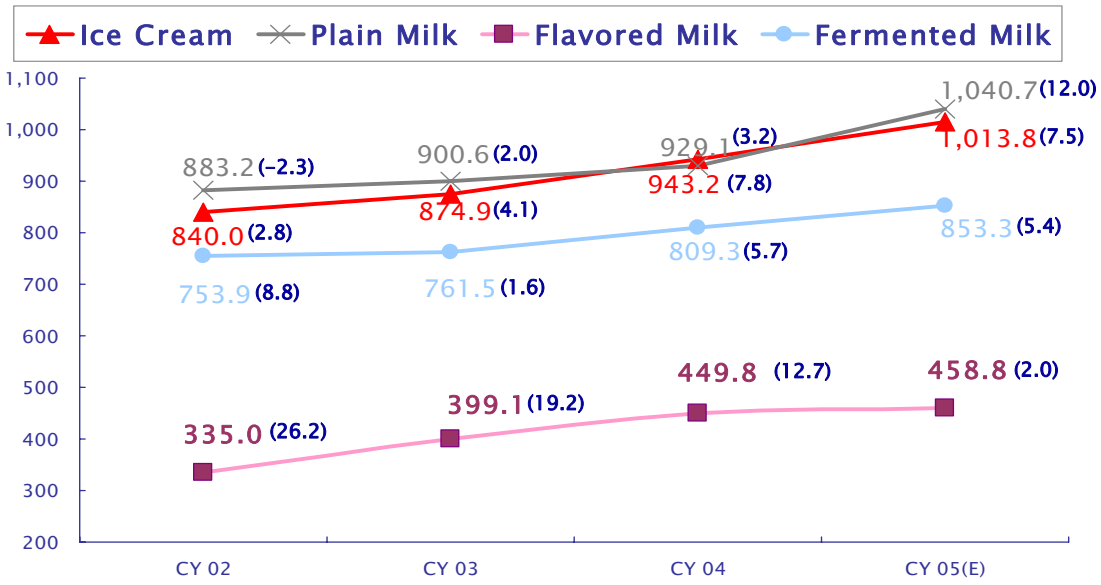


우유 시장에는 굿모닝우유와 밀큐가 있으나 그 영향력을 미미하다. 가공유 시장에서는 확고한 시장점유율을 보유하고 있으며, 발효유는 시장점유율이 점차 늘어나고 있음을 알 수 있다.

- 스낵

빙그레가 생산하는 스낵 제품에는 꽃게랑, 쟈키쟈키 외 두제품이 있다. 하지만 매출 비중도 작고, 회사에서도 큰 관심을 가지고 있지 않다. 러시아에서 수출 1 위를 한 해도 있지만, 그것에 큰 의미는 없다.

1.4 사업 현황 및 전망



[6](단위: 십억원, %)

현재, 빙그레가 진출한 시장들의 현황과 미래는 위의 그래프와 같다. 아이스크림과 흰 우유 시장이 가장 크며, 그 다음으로는 발효유와 가공유가 뒤따르고 있다. 작년까지는 **가공유** 시장이 많이 성장하였으나, 올해는 **성장세가 주춤**할 것으로 예상되고 있다. 이는 가공유 점유율이 높은 빙그레에게는 나쁜 소식이다. 하지만 그 대신 아이스크림의 성장이 지속되기 때문에, 빙그레에 큰 무리는 없을 것으로 판단된다. 일반적으로 음식료 업종은 큰 성장이 없을 것으로 판단하나, **실제 시장 규모의 성장율은 상당히 높은 편**이다.

1.5 사업 전략 분석

얼마 전 빙그레는 강도 높은 구조조정을 시행했다. 적자가 나는 사업부를 모두 폐지한 것이다. 여기에서 라면 사업도 떨어져나갔다. 이것은 **수익 중심의 경영**을 하겠다는 경영진의 강력한 의지를 보여준 사례라고 할 수 있다.

또한 회사 규모가 작기 때문에 **역량을 집중하는 방법**을 택하고 있다. 빙그레는 기업이미지보다는 제품별 브랜드 이미지를 강화시켜, 장수식품과 히트 상품을 만드는 전략을 채택하고 있다. 즉, 빙그레는 몰라도 더위사냥, 요맘때는 알도록 홍보하는 것이다.

현재 빙그레는 주력 제품에 과감히 투자하고 있으며, 이에 따라 상당히 많은 신제품이 출시되고 있다. 이 외에도 프리미엄 시장과 기능성 시장을 공략할 계획도 가지고 있다.

---

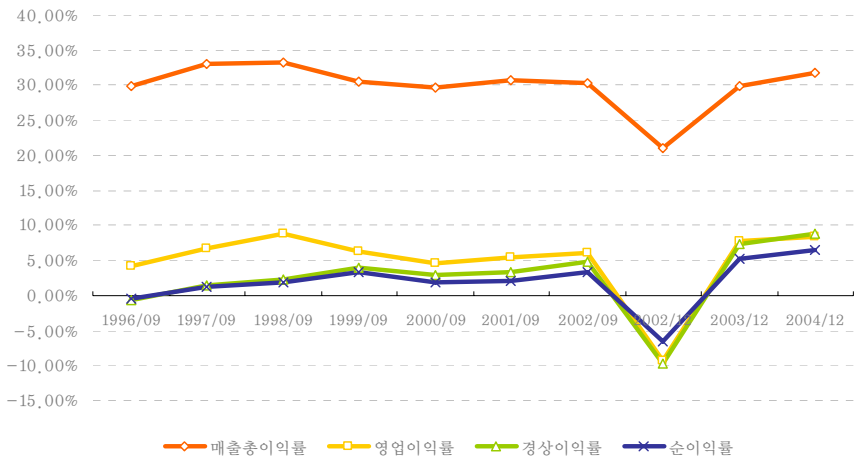
[6] 빙그레 IR 자료(십억원, %)

2. 경쟁 우위

2.1 SWOT분석

가) 강점(Strength)

1) 강력한 브랜드를 통한 안정적인 수익 창출 능력



그래프에서 볼 수 있듯이, 회계기준을 변경된 2002년을 제외하고는 이익률은 항상 일정한 모습을 보여왔다. 이 기간 동안 수 많은 외부 환경 변화가 있었음에도 불구하고 이런 모습을 보여줄 수 있는 것은 빙그레가 강력한 브랜드 파워를 가진 장수 제품을 다수 소유하였고 뛰어난 경영 능력을 가졌기에 가능한 것으로 풀이된다.

2) 신제품 개발 능력

2004년 3월 출시한 요맘때는 단일 제품으로 보기 드물게 260억원의 매출을 올렸다. 제품가가 500원이고, 실제로 납품하는 가격은 더 낮은 점을 감안할 때, 5~6천만 개 이상이 팔린 셈이다. 요맘때가 성공할 수 있었던 주요 요인은 발효유인 요거트의 기능과 아이스크림이라는 접근성을 동시에 갖추었기 때문이다. 발효유 기술을 아이스크림 시장에 도입할 수 있는 개발 능력은 앞으로도 빙그레의 주요 강점으로 작용할 것이다.

3) 상호활용가능 사업분야의 보유

빙그레의 제품의 대부분은 우유를 원료로 사용한다. 따라서 원재료 구매 채널을 단일화시키기가 쉽다. 또한 이를 통해서 만들어지는 제품 또한 위에서 언급한 요맘때처럼 상호 활용이 가능한 사업분야이다. 이 점은 빙그레에게 관리의 용이함과 다양한 사업기회를 제공할 수 있다. 발효유 사업과 아이스크림 사업을 동시에 보유하고 있다는 점은 강점으로 작용할 수 있다.

나) 약점(Weakness)

1) 성장동력의 상실

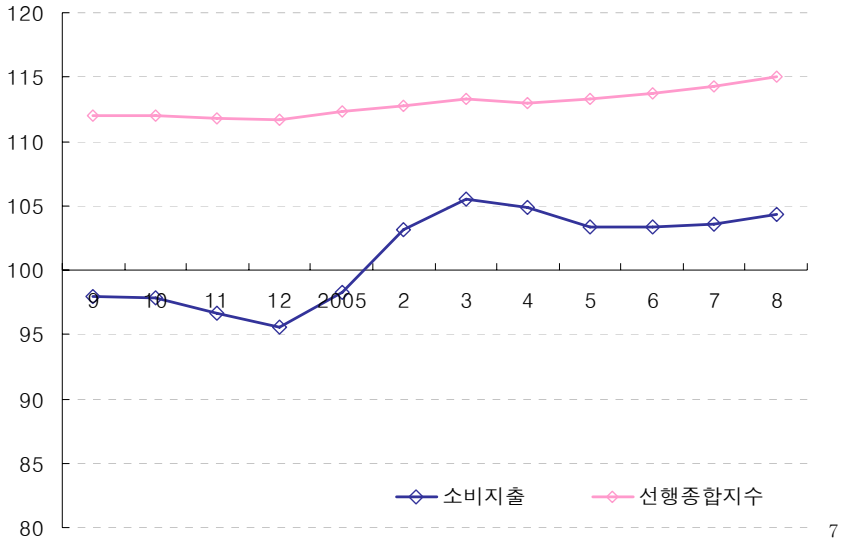
빙그레가 장수제품이 많고, 이를 통해 꾸준한 매출을 올릴 수 있다는 것은 분명히 강점이다. 하지만 사업분야에서 현재 주력이 위치한 시장은 성장을 기대하기 어려운 실정이다. 단일 제품에서 성공도 중요하지만, 빙그레 자체를 한 단계 업그레이드 시켜줄 수 있는 새로운 사업 분야를 찾는 것도 중요할 것이라 판단된다.

2) 브랜드의 노후화로 인한 이미지 가치 하락

바나나맛우유, 더위사냥, 투게더... 모두 20년이 넘거나, 20년 가까이 되는 제품들이다. 현재까지도 이들이 빙그레의 주력 제품임은 부인할 수 없다. 이렇게 브랜드가 오래되다 보니, 빙그레 기업조차도 오래된 느낌이 들고 있다. 현재 빙그레에서는 자사 이미지를 일부러 홍보하지 않는 정책을 취하고 있지만, 사람들 마음속에 이런 생각이 잠재되어 있다는 것은 이미 빙그레의 브랜드 가치를 낮추고 있다.

다) 기회(Opportunities)

1) 경기회복의 신호



[7]

통계청에서 발표한 자료에 따르면 **소비지출에 관한 소비자 기대지수가 100을 넘어서고** 있다고 한다. 이는 소비자가 앞으로 소비지출을 늘일 것이라 생각한다는 신호이다. 또한 경기**선행종합지수 또한 매월 약간씩 증가**하고 있는 추세이다. 이 모든 것은 내수경제가 곧 회복될 확률이 높다고 풀이할 수 있다. 앞에서 언급하였듯이, 음식료업은 내수경제와 궤를 같이 하기에 이러한 경기회복 신호는 빙그레에게도 기회로 다가올 것이다.

---

[7] 통계청

2) M & A 이슈

빙그레가 튼튼하고 수익성 좋은 기업이라는 것은 이미 알려진 바대로다. 따라서 빙그레 주위에는 M&A 이슈가 끊이지 않는다. 지난 1월에는 크라운이 빙그레를 인수할 것이라고 발표한 적도 있다. 또한 빙그레 자체에서도 인수할 기업을 찾고 있다고 한다. 물론 M&A에 따라 주가가 특정한 규칙을 가지고 움직이는 것은 아니지만, 인수를 당하면 높은 가격에 팔릴 가능성이 높고 인수를 한다면 그것이 새로운 성장동력이 될 것이기에 기회가 될 수 있을 것이라 본다.

라) 위협(Threat)

1) 경기회복의 지연

문제는 올 초에도 경기회복의 바람이 한번 불었다는 것이다. 하지만 여전히 내수경기는 풀리지 않은 상태이다. 현재 주가는 내수경제 회복 기대에 지지되는 경향도 있는데, 이러한 기대가 무너진다면, 빙그레의 실적은 물론 주가에도 심각한 충격이 미칠 것이다.

2) 유통 시장의 변화

점차 유통 시장이 소규모 소매점 위주에서 대규모 기업형으로 변하고 있다. 유통업계는 강력한 교섭력을 바탕으로 무리한 할인을 요구하고 있는 실정이라 앞에서도 밝혔다. 빙그레에게도 이러한 점은 위협으로 작용할 것이다.

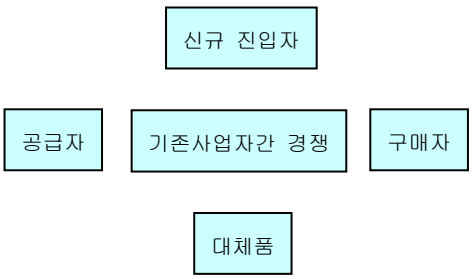
2.2 Michael Porter의 모형을 통한 경쟁우위 분석

가) 공급자의 교섭력

*** 공급자, 구매자의 교섭력**

- 원유 구입처가 다양하며, 원료가 차별화되지 않아 교섭력이 빙그레 쪽에 있음. (주요 구매처 - 원유: 낙농진흥회 및 목장, 기타: 제일제당, 삼양사, 대한제당, 대한제분)

- 구매자: 빙과사업은 과점이며, 유제품은 Player수가 적다는 이점이 있으나, 유통 쪽의 높은 마진율을 참고하였을 때, 교섭력은 보통수준.



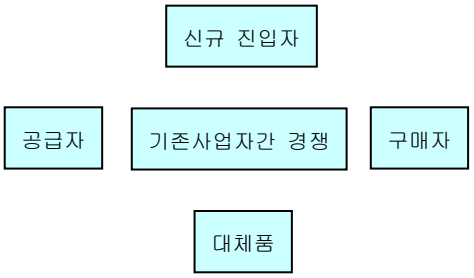
2004년 원유의 인상이 5년 만에 일어난 점을 감안해보면, 공급자의 교섭력은 약한 편으로 고려된다. 앞에서도 잠시 언급했지만, 전체적인 마진율은 대리점과 할인점 쪽이 가장 높다. 하지만 최근 들어 빙그레는 마진율을 점차 높여, 개선 가능성을 보여주고 있다. 대리점이

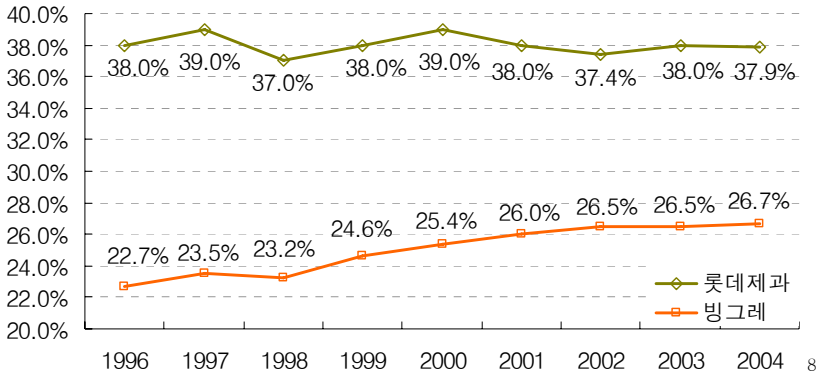
마진율이 높은 이유는 외형성장에 힘쓰던 시절에 판로 확보를 위해 약간은 불리한 계획을 맺지 않았나 하는 추측을 해본다.

나) 기존사업자간의 경쟁

*** 기존사업자간의 경쟁**

- 빙과류는 과점(4개사), 유제품은 경쟁시장(약 10여개)
- 시장이 성숙기에 이르렀고, 각자 유통망을 확고히 다져 시장 점유율을 쉽게 넓힐 수 없는 상태
- 현재 각 기업은 신 제품으로 점유율 싸움을 벌이고 있으며, 치열한 마케팅 전쟁으로 판관비 비중이 상당히 높은 편이다.





위 그래프는 1996년부터 롯데제과와 빙그레의 시장점유율이다. 현재 수위를 달리는 롯데제과는 더 이상 점유율을 올리지 못하는 반면, 빙그레는 착실히 점유율을 쌓아나가고 있다. 하지만 불과 4%의 점유율을 끌어올리는데 9년이 걸렸다는 사실은 시장 확대가 얼마나 어려운지 절감하게 한다. 유제품의 경우도 서울우유와 한국 야쿠르트라는 강력한 마켓 리더가 있어서 급작스러운 점유율 상승은 기대하기 힘들 것이다.

[8] 각 회사의 공시자료를 참조

3. 재무분석

요약 재무제표

	2000	2001	2002	2003	2004
[유동자산]	110,059,418	109,531,170	112,831,032	107,830,238	101,885,919
· 당좌자산	89,651,537	88,478,741	87,654,125	87,097,714	77,604,928
· 재고자산	20,407,881	21,052,429	25,176,906	20,732,525	24,280,991
[고정자산]	268,098,749	207,747,253	198,525,824	184,497,179	191,008,501
· 투자자산	44,735,496	21,748,797	15,576,203	12,526,448	16,341,259
· 유형자산	220,895,653	183,249,276	177,357,925	166,829,611	169,108,373
· 무형자산	2,467,600	2,749,180	5,591,696	5,141,120	5,558,869
자산총계	**378,158,167**	**317,278,424**	**311,356,855**	**292,327,417**	**292,894,420**
[유동부채]	157,552,334	136,776,564	131,387,592	91,137,153	80,280,353
[고정부채]	89,609,103	43,929,493	30,919,921	35,401,073	22,060,988
부채총계	**247,161,437**	**180,706,057**	**162,307,513**	**126,538,227**	**102,341,341**
[자본금]	49,756,205	49,756,205	49,756,205	49,756,205	49,756,205
[자본잉여금]	62,435,576	62,435,576	62,382,886	62,615,271	62,790,466
[이익잉여금]	22,667,953	28,676,297	40,109,248	59,404,006	87,837,249
[자본조정]	-3,863,004	-4,295,712	-3,198,997	-5,986,292	-9,830,842
자본총계	**130,996,730**	**136,572,367**	**149,049,342**	**165,789,191**	**190,553,079**
매출액	457,661,282	515,184,065	551,845,797	500,658,801	538,415,341
영업이익	20,751,503	27,750,919	33,564,038	38,619,653	45,320,042
경상이익	13,389,882	16,994,915	26,483,021	36,764,926	46,914,838
당기순이익	8,784,869	10,224,001	18,471,713	26,317,703	34,997,312

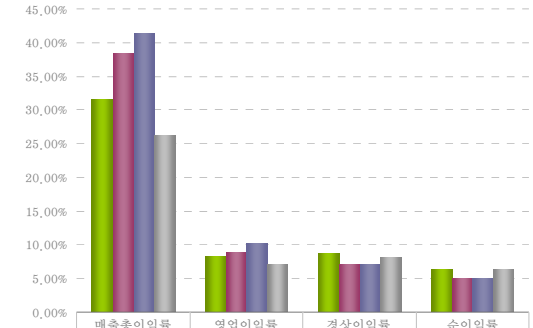
2002 년 회계 변경시의 3 개월 재무제표는 누락하였음을 밝히는 바이다.

1) 판관비 비중이 높다.

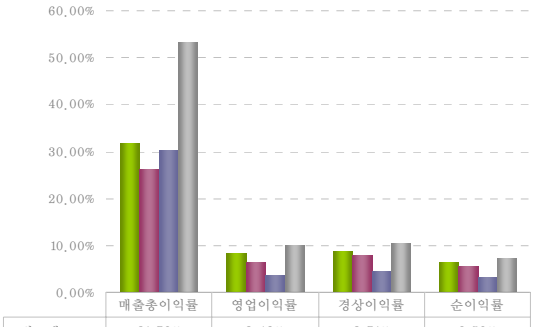
구분	어업	음식료업	제조업평균
매출원가율	86.14	71.27	80.62
판관비 비중	9.7	21.46	12.64
광고선전비	0.02	3.12	0.85

음식료업은 타 제조업에 비해서 판관비 비중이 매우 높은 편이다. 소비자가 직접 구입하는 소비재이기 때문에 광고 선전도 많이 하고 마케팅 비용도 많이 들어간다. 실제로 빙그레는

판관비가 매출 총이익의 80%에 육박한다. 이는 비단 빙그레뿐만 아니라 다른 기업에도 공통된 사항이다.



	매출총이익률	영업이익률	경상이익률	순이익률
빙그레	31.70%	8.42%	8.71%	6.50%
롯데제과	38.41%	8.84%	7.13%	5.04%
해태제과	41.33%	10.23%	7.19%	5.10%
롯데삼강	26.15%	7.21%	8.15%	6.48%



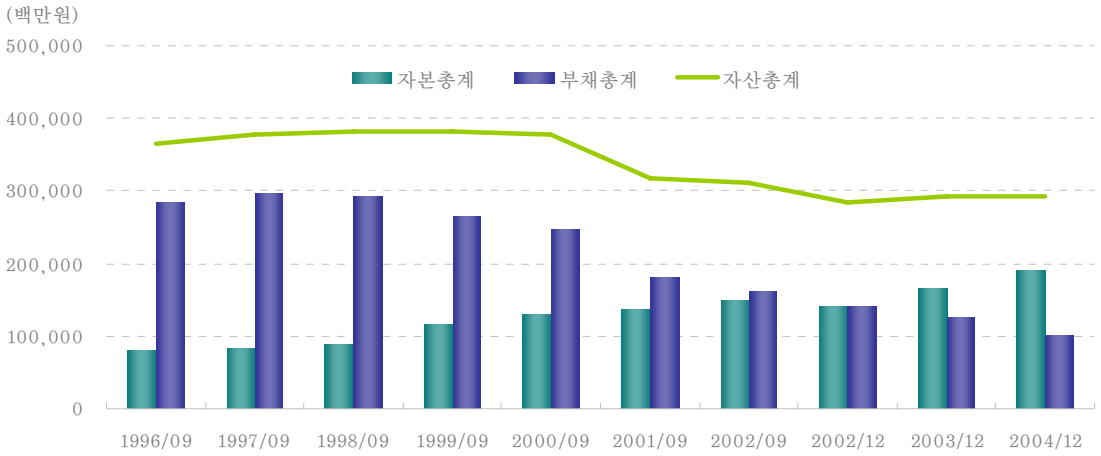
	매출총이익률	영업이익률	경상이익률	순이익률
빙그레	31.70%	8.42%	8.71%	6.50%
남양유업	26.26%	6.42%	7.88%	5.54%
매일유업	30.37%	3.53%	4.51%	3.32%
한국야쿠르트	53.32%	9.91%	10.34%	7.42%

위의 표에서 볼 수 있듯이 빙그레의 매출총이익률 대비 영업이익률을 살펴보았을 때, 빙그레는 타 기업에 비해 판관비의 비중이 크지 않음을 알 수 있다.

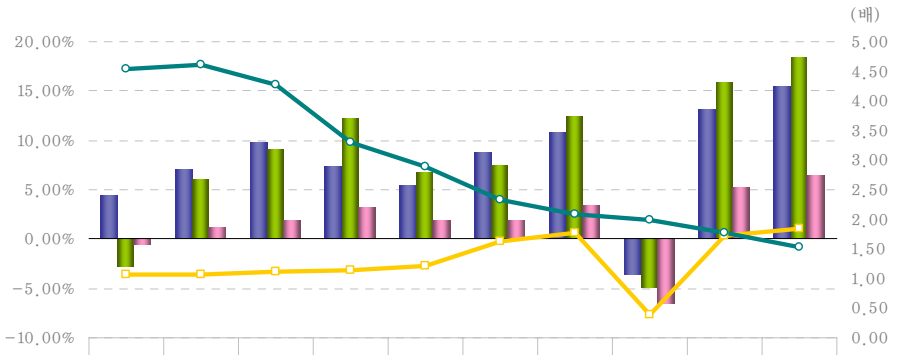
2) 매출채권 비중이 높다..

(백만원)	빙그레	롯데제과	롯데삼강	남양유업	매일유업
유동자산	138,617	493,608	145,656	445,144	155,671
매출채권	73,298	143,976	48,896	102,572	79,409
비중	52.9%	29.2%	33.6%	23.0%	51.0%

빙그레는 타 기업에 비해서 매출채권의 비중이 큰 편이다. 유동자산에서 매출채권이 차지하는 비중을 보았을 때, 빙그레가 가장 많다. 이는 빙그레의 거래처 중 75%가 대리점이기 때문이다. 대리점과 거래할 때는 주로 매출채권으로 거래를 하며, 지속적으로 같이 영업을 할 상대라 퀄리티가 상당히 높아서 대손 충담금은 상당히 적게 잡혀있는 편이다.

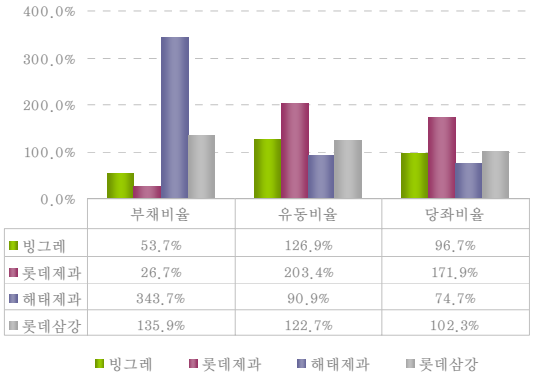


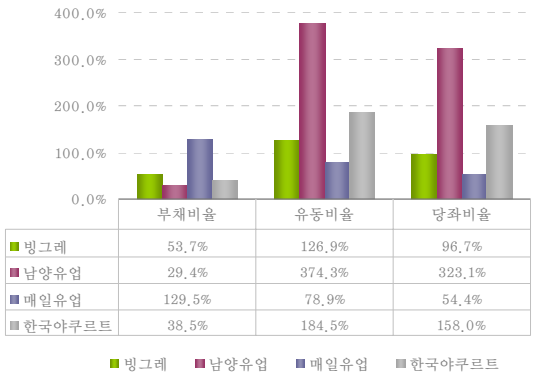
빙그레의 자산, 자본 및 부채의 추이를 살펴보면, 한눈에 구조조정에 성공했다는 것을 알 수 있다. 점점 부채가 줄어들고 있으며, 이익잉여금이 쌓이면서 자본 총계도 커지고 있다. 하지만 외형적으로는 필요없는 사업부분의 철수로 자산 총계가 감소하였다.



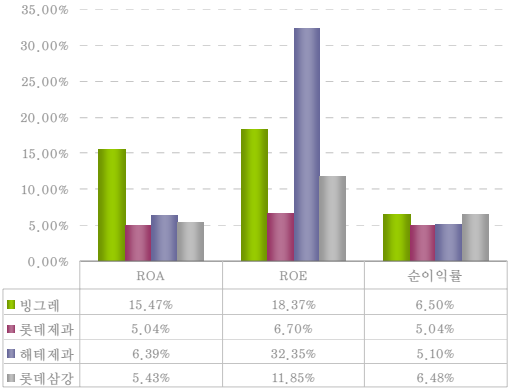
	1996/09	1997/09	1998/09	1999/09	2000/09	2001/09	2002/09	2002/12	2003/12	2004/12
ROA	4.49%	7.01%	9.75%	7.31%	5.49%	8.75%	10.78%	-3.54%	13.21%	15.47%
ROE	-2.70%	6.09%	9.08%	12.30%	6.71%	7.49%	12.39%	-4.93%	15.87%	18.37%
순이익률	-0.56%	1.25%	1.90%	3.25%	1.92%	1.98%	3.35%	-6.56%	5.26%	6.50%
총자산회전율	1.070	1.060	1.116	1.151	1.210	1.624	1.772	0.377	1.713	1.838
자산/자기자본	4.549	4.600	4.282	3.295	2.887	2.323	2.089	1.996	1.763	1.537

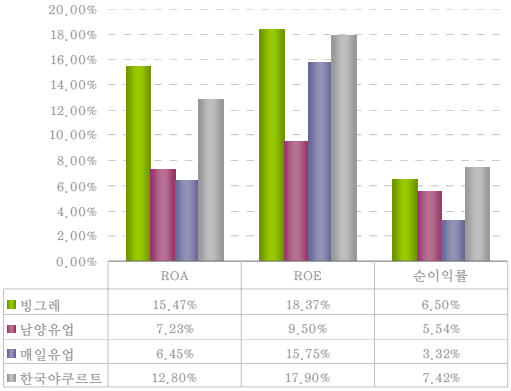
자산이 감소하고 자기자본이 증가하였으며, 순이익률도 꾸준히 상승하여 ROE 가 상당히 건전해졌다. 회사의 규모 축소와 이익률 향상으로 빙그레는 점차 좋은 비즈니스의 면모를 보여주고 있다.



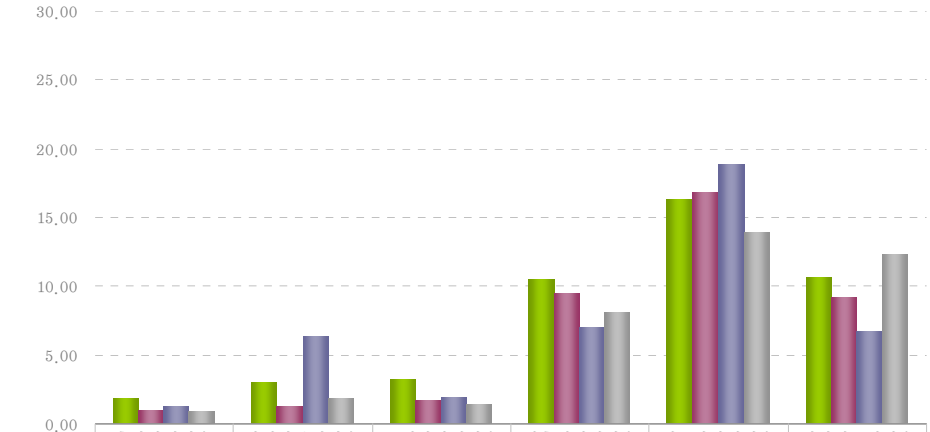


타기업에 비해 부채비율이 적다는 점은 상당히 회사를 안정적으로 운영하고 있다는 것을 알 수 있고, 유동비율과 당좌비율은 높지도 낮지도 않은 적정한 수준이라 판단된다.

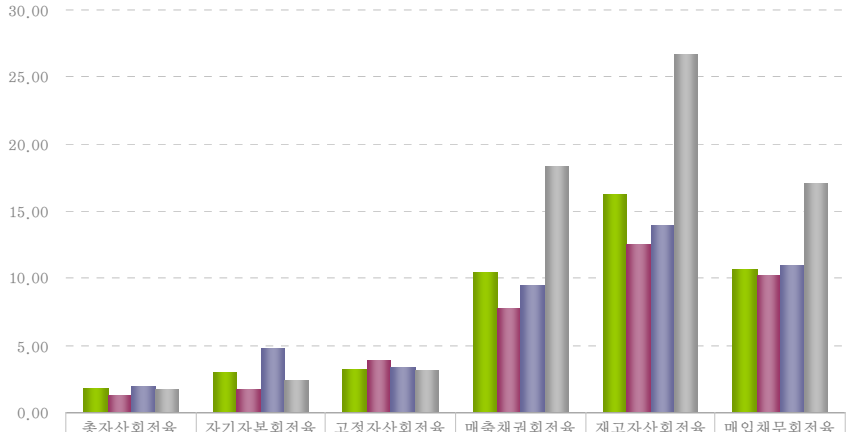




해태제과가 실제로 크라운제과와의 합병으로 외형이 크게 축소된 것을 고려해본다면, 해태제과의 ROE 는 왜곡되어있다. 해태제과를 제외하고는 가장 우수한 ROE 이며, 순이익률 또한 높은 편이다.

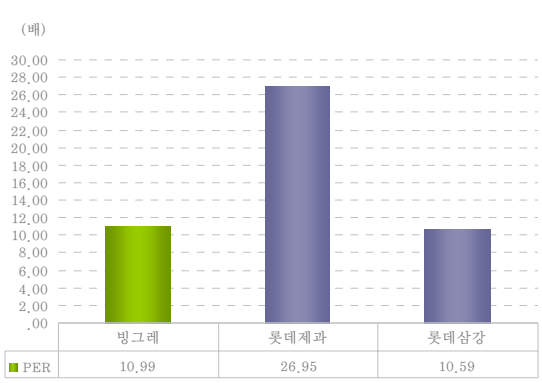


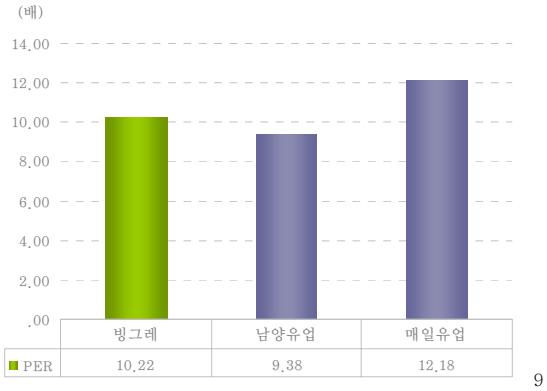
	총자산회전율	자기자본회전율	고정자산회전율	매출채권회전율	재고자산회전율	매입채무회전율
빙그레	1.84	3.02	3.21	10.44	16.34	10.72
롯데제과	1.00	1.33	1.69	9.50	16.87	9.15
해태제과	1.25	6.34	1.97	6.99	18.92	6.72
롯데삼강	0.84	1.83	1.42	8.06	13.95	12.29



	총자산회전율	자기자본회전율	고정자산회전율	매출채권회전율	재고자산회전율	매입채무회전율
빙그레	1.84	3.02	3.21	10.44	16.34	10.72
남양유업	1.31	1.72	3.91	7.81	12.57	10.27
매일유업	1.94	4.75	3.35	9.48	13.96	11.03
한국야쿠르트	1.73	2.41	3.09	18.33	26.62	17.04

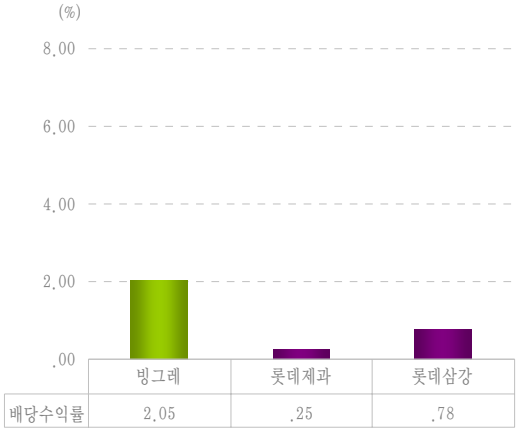
앞에서 언급하였듯이 매출채권이 많지만, 회전율이 높기 때문에 상당히 빠른 시기에 회수하고 있으며, 크게 걱정할 만한 일이 아니라는 것을 수 있다. 재고자산 회전율 또한 나쁘지 않다.

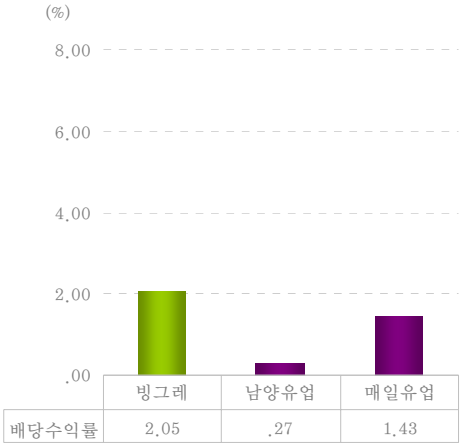




[9]

빙그레의 PER 은 롯데제과의 절반도 안되며, 4 위업체는 롯데삼강과 비슷하다. 또한 남양유업과 매일유업과 비슷한 수준이다. 물론 절대치로 비교할 문제는 아니지만, 아직까지도 동종업계에서 고 평가 받았다고 할 수 없는 수치이다.





음식료주의 배당은 거의 없는 것과 마찬가지이지만, 그나마 빙그레가 조금 높은 편이다.

[9] Fnguide 상장기업 분석

4. 밸류에이션

4.1주가 배수(Price Multiple)법으로 추정한 가치

가. 가정

가) 성장율

성장율을 가정하기 전에 먼저 예상 ROE를 구해볼 필요가 있습니다. 빙그레의 올해 실적도 지난해와 비슷한 궤도를 그리고 있으므로 특별한 일이 없는한 같은 순이익이 유지될 것으로 보입니다. 따라서 이전 년도 ROE에서 보수적으로 2% 정도 낮춘 18%를 사용하겠습니다.

빙그레의 ROE가 앞으로 5년간 18%로 일정하고, 최근 몇 년간의 배당성향인 23% 배당을 실시한다고 가정하면(유보율 77%), "성장율 = ROE * 유보율"의 공식에 따라 성장율은 연 15%가 됩니다.

➔ 성장율 = 연 13.86%

나) 적용 PER

주가 상승으로 인해 음식료 업종의 평균 PER는 약 9과 13사이이라고 가정하고, 계산을 하였습니다.

➔ 적용 PER 최저치 = 9.5, 적용 PER 최고치 = 13.5

다) 주당 순자산(BPS)

현재 빙그레의 총 자산인 201,711,949,000원을 총 주식수인 9,951,241.00로 나눈 값인 20,270원을 BPS로 설정하였습니다.

➔ 희석 주당 순자산(BPS) = 20,270원

라) 매수가격

현재 가격인 41800원에 구입한다고 가정하겠습니다..

➔ 매수가격 = 41,800원

마) 기타

증권거래세율 ➔ 0.3%, 거래수수료율 ➔ 0.025%

	<예상 연수익률>												
15.00	11.90%	12.93%	13.96%	15.00%	16.03%	17.07%	18.10%	19.14%	20.17%	21.21%	22.25%	23.29%	24.33%
14.50	11.19%	12.21%	13.24%	14.26%	15.29%	16.32%	17.34%	18.37%	19.40%	20.43%	21.46%	22.49%	23.52%
14.00	10.46%	11.47%	12.49%	13.51%	14.53%	15.54%	16.56%	17.58%	18.61%	19.63%	20.65%	21.67%	22.70%
13.50	9.71%	10.71%	11.72%	12.73%	13.74%	14.75%	15.76%	16.78%	17.79%	18.80%	19.82%	20.83%	21.85%
13.00	8.93%	9.93%	10.93%	11.93%	12.94%	13.94%	14.94%	15.95%	16.95%	17.96%	18.96%	19.97%	20.98%
12.50	8.14%	9.13%	10.12%	11.11%	12.11%	13.10%	14.10%	15.09%	16.09%	17.08%	18.08%	19.08%	20.08%
12.00	7.32%	8.30%	9.29%	10.27%	11.25%	12.24%	13.22%	14.21%	15.20%	16.18%	17.17%	18.16%	19.15%
11.50	6.48%	7.45%	8.42%	9.40%	10.37%	11.35%	12.32%	13.30%	14.28%	15.26%	16.24%	17.22%	18.20%
11.00	5.61%	6.57%	7.53%	8.49%	9.46%	10.43%	11.39%	12.36%	13.33%	14.30%	15.27%	16.24%	17.21%
10.50	4.70%	5.66%	6.61%	7.56%	8.52%	9.47%	10.43%	11.39%	12.35%	13.30%	14.26%	15.22%	16.19%
10.00	3.77%	4.71%	5.65%	6.60%	7.54%	8.49%	9.43%	10.38%	11.33%	12.28%	13.23%	14.18%	15.13%
9.50	2.80%	3.73%	4.66%	5.59%	6.53%	7.46%	8.40%	9.33%	10.27%	11.21%	12.15%	13.09%	14.03%
9.00	1.79%	2.71%	3.63%	4.55%	5.47%	6.40%	7.32%	8.25%	9.17%	10.10%	11.03%	11.95%	12.88%
8.50	0.74%	1.65%	2.56%	3.47%	4.38%	5.29%	6.20%	7.11%	8.03%	8.94%	9.86%	10.77%	11.69%
8.00	-0.35%	0.54%	1.44%	2.33%	3.23%	4.13%	5.03%	5.93%	6.83%	7.73%	8.64%	9.54%	10.44%
PER / 성장률	4.86%	5.86%	6.86%	7.86%	8.86%	9.86%	10.86%	11.86%	12.86%	13.86%	14.86%	15.86%	16.86%

결과는 위와 같습니다.

4.2 현금흐름 할인(Discounted Cash Flow)법으로 추정한 가치

가. 가정

가) 1단계 성장율

위에서와 마찬가지로 성장율 연 13%를 가정하겠습니다.

➔ 1단계 성장율 = 연 13.86%

나) 2단계 성장율

5년간 15%의 성장을 한 1단계 이후에는 앞으로 계속 연 3%씩 성장을 한다고 가정하겠습니다.

➔ 2단계 성장율 = 연 3%

다) 할인율

미래의 현금흐름을 현재가치로 환산할 때 쓰이는 할인율에는 연 15%를 적용하겠습니다.

➔ 할인율 = 연 15%

라) 매수 가격

위에서와 같이 41,800원으로 가정하겠습니다.

마) 주당 순이익(EPS)

위에서와 같이 2005년의 예상 주당 순자산을 구하면 20,270원이고 여기에 ROE 18%를 곱하면 3,648.5원의 주당 순이익을 구할 수 있습니다.

➔ 예상 주당 순이익(EPS) = 3,648.5원

바) 주당 현금흐름(CF/S)

가치분석의 핵심은 주주의 몫으로 돌아가는 현금흐름을 정확히 추정해내는 것입니다. 보통 많이 쓰이는 지표인 주당 순이익(EPS)은 비현금비용인 감가상각비나 기업의 경쟁력 유지를 위한 자본지출을 감안하지 않기 때문에 주주 몫의 정확한 현금흐름을 계산해내는 데 한계가 있습니다. 그래서 가치분석을 위해서 EPS 대신 EBITDA, FCF 등의 현금흐름 값을 많이 쓰는데, 여기서는 현금흐름을 "순이익 + 비현금비용(감가상각비 등) – 자본지출"로 정의하여 계산하겠습니다. 빙그레의 05년 예상순이익을 위에서와 같이 350억으로 가정하고 비현금비용과 경상적 자본지출이 04년과 동일하다고 가정하여 주당 현금흐름(CF/S)을 구하면 4873원이 나옵니다.

➔ 예상 주당 현금흐름(CF/S) = 4873원

그 결과는 다음 장과 같습니다.

	<안전 마진>(EPS)									
8.00%	47.13%	49.89%	52.74%	55.68%	58.71%	61.84%	65.08%	68.43%	71.89%	75.48%
9.00%	39.39%	42.08%	44.86%	47.73%	50.69%	53.74%	56.90%	60.16%	63.53%	67.02%
10.00%	31.50%	34.13%	36.84%	39.64%	42.52%	45.50%	48.57%	51.75%	55.03%	58.42%
11.00%	23.46%	26.03%	28.68%	31.41%	34.22%	37.12%	40.11%	43.20%	46.39%	49.69%
12.00%	15.29%	17.80%	20.38%	23.04%	25.78%	28.61%	31.52%	34.53%	37.63%	40.83%
13.00%	6.98%	9.43%	11.95%	14.54%	17.21%	19.97%	22.80%	25.73%	28.74%	31.86%
14.00%	-1.46%	0.93%	3.39%	5.92%	8.52%	11.20%	13.96%	16.81%	19.74%	22.76%
15.00%	-10.02%	-7.69%	-5.29%	-2.83%	-0.29%	2.32%	5.00%	7.77%	10.62%	13.56%
16.00%	-18.70%	-16.43%	-14.09%	-11.69%	-9.22%	-6.68%	-4.07%	-1.38%	1.39%	4.25%
17.00%	-27.50%	-25.28%	-23.00%	-20.66%	-18.26%	-15.79%	-13.25%	-10.63%	-7.94%	-5.16%
18.00%	-36.41%	-34.25%	-32.03%	-29.75%	-27.41%	-25.00%	-22.53%	-19.98%	-17.37%	-14.67%
19.00%	-45.43%	-43.32%	-41.16%	-38.94%	-36.66%	-34.32%	-31.91%	-29.44%	-26.90%	-24.28%
20.00%	-54.55%	-52.49%	-50.39%	-48.22%	-46.01%	-43.73%	-41.39%	-38.99%	-36.52%	-33.98%
21.00%	-63.77%	-61.77%	-59.72%	-57.61%	-55.45%	-53.24%	-50.96%	-48.62%	-46.22%	-43.76%
22.00%	-73.09%	-71.14%	-69.14%	-67.09%	-64.99%	-62.83%	-60.62%	-58.35%	-56.02%	-53.62%
할인율 / 성장율	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	**3.00%**	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%

	<안전 마진>(CF/S)									
8.00%	60.80%	62.85%	64.96%	67.14%	69.39%	71.71%	74.11%	76.59%	79.16%	81.82%
9.00%	55.06%	57.06%	59.12%	61.25%	63.44%	65.71%	68.04%	70.46%	72.96%	75.55%
10.00%	49.21%	51.16%	53.18%	55.25%	57.39%	59.59%	61.87%	64.23%	66.66%	69.17%
11.00%	43.25%	45.16%	47.12%	49.15%	51.23%	53.38%	55.60%	57.89%	60.26%	62.70%
12.00%	37.19%	39.05%	40.97%	42.94%	44.97%	47.07%	49.23%	51.46%	53.76%	56.13%
13.00%	31.03%	32.85%	34.72%	36.64%	38.62%	40.66%	42.77%	44.93%	47.17%	49.48%
14.00%	24.78%	26.55%	28.37%	30.25%	32.18%	34.17%	36.21%	38.32%	40.50%	42.74%
15.00%	18.43%	20.16%	21.94%	23.77%	25.64%	27.58%	29.57%	31.62%	33.74%	35.91%
16.00%	12.00%	13.68%	15.41%	17.19%	19.03%	20.91%	22.85%	24.84%	26.90%	29.01%
17.00%	5.47%	7.12%	8.81%	10.54%	12.32%	14.16%	16.04%	17.98%	19.98%	22.03%
18.00%	-1.13%	0.47%	2.12%	3.81%	5.54%	7.33%	9.16%	11.04%	12.98%	14.98%
19.00%	-7.82%	-6.25%	-4.65%	-3.01%	-1.32%	0.42%	2.20%	4.04%	5.92%	7.86%
20.00%	-14.58%	-13.06%	-11.49%	-9.89%	-8.25%	-6.56%	-4.82%	-3.04%	-1.21%	0.67%
21.00%	-21.42%	-19.93%	-18.41%	-16.85%	-15.25%	-13.61%	-11.92%	-10.19%	-8.41%	-6.58%
22.00%	-28.33%	-26.88%	-25.40%	-23.88%	-22.32%	-20.72%	-19.08%	-17.40%	-15.67%	-13.89%
할인율 / 성장율	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%

5. 투자 의견

5.1 투자 매력도

빙그레의 가치에 가장 중요한 모멘텀은 내수회복이 될 것이다. 내수회복이 이뤄진다면 앞에서도 여러 번 강조하였듯이 빙그레 제품의 판매량은 증가하게 되고 이는 매출의 증대로 이어질 것이다. 현재 빙그레는 수익성이 좋은 Bar Type 제품군에서 좋은 성과를 보여주고 있기 때문에 내수 경기가 회복되기 시작한다면 빙그레에게 가장 큰 수혜가 내릴 것이다.

또한 빙그레의 대박 제품인 요맘때가 500 원으로, 아직 가격 상승 여력이 있다. 만약 요맘때가 확고한 성공을 보여주어 안정적으로 가격을 높일 수 있는 조건이 조성된다면, 수익률이 좋아질 수 있기 때문에 이러한 점도 매력적이라 할 수 있다. 물론 이는 다른 제품에도 통용되는 가정이다.

마지막으로 Valuation 을 실시한 결과 약 15% 정도의 상승여력이 있다는 것 또한 긍정적이다. 큰 수익률은 아니지만, 빙그레의 안정적인 퍼포먼스를 고려한다면 나쁜 투자처는 아닐 것으로 판단된다.

5.2 유의점

빙그레를 매수하여 장기적으로 보유할 때는 다음과 같은 점에 유의하여야 한다. 첫 번째로, 기능성 유음료 시장에서 어떠한 성과를 거두고 있는지 보아야 한다. 이 시장은 빙그레에 있어서 BCG 매트릭스의 Question mark 에 해당하는 부분이다. 이 곳에서 성공을 노려야 당분간 고성장을 지속할 수 있다.

두 번째로, 빙그레가 앞서 언급한 유통망 변화에 대해서 어떻게 대응하고 있는지도 살펴보아야 한다. 점점 할인점을 비롯한 기업형 유통업체 비중이 높아지는 상황에서 높은 대리점 비율을 보유한 빙그레의 향후 행동을 유의깊게 살펴보아야 할 것이다.

마지막으로 M&A 이슈에 대해서 신경 써야 할 것이다. 빙그레가 어느 기업을 인수할 의향이 있는지 관심을 기울이고 있다가, 기미가 보인다면 자세한 조사를 통해서 어떠한 영향을 미칠지 판단하고 투자 결정을 내려야 할 것이다.