

그래! 사는 거야!

BUY

Valuation

Target Price: 49,986

Price: 41,700

Margin of Safety: 20%

MktCap.(100mn): 4,108

ROE: 15.77 %

ROA: 15.79 %

Op.Magin: 9 %

PER: 9.82

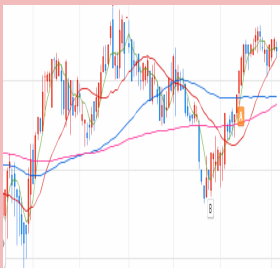
PBR: 1.42

Dividend Yield: 2.76%

Major Sh.Holder:

김호연 (33.26%)

주가추이



기업분석 1팀

임상진, 최호선

조재명, 홍보화

- 뛰어난 교섭력, 높은 가격전가력, 그리고 독점력

낮은 국내 원유 가격 경쟁력에도 불구하고 낮은 판매 및 관리비와 마케팅 비용, 즉 낮은 고정비용으로 꾸준한 영업이익을 개선과 매출 실적 개선을 이루어내고 있다. 판관비/매출액은 20.9%로 식료품업계에서 가장 낮고, 영업이익률은 매일유업, 남양유업의 4%에 비해 10%로 월등하게 높다. 현재 가공유 부문에서는 35%의 M/S로 1위, 빙과류 부문에서는 25%로 2위, 발효유 부문에서는 14%로 4위를 차지하고 있다.

- 프리미엄 아이스크림의 다크호스, 호상발효유 시장의 최강자

빙과시장에서 빙그레의 주력제품들은 장수브랜드에 브랜드 로열티가 높아 빙과시장에서 빙그레의 시장 점유율을 유지시키고 있다. 2006년에 출시된 '플레도르'는 거품 뺀 가격과 유통채널의 다양화로 프리미엄 아이스크림 시장에서 연 평균 100%이상의 매출성장율을 기록하며 약진하고 있다. 또한, 빙그레는 호상발효유 시장의 선두주자이다. 요플레를 앞세운 빙그레의 꾸준한 호상발효유 지배력을 기대할 수 있다.

- 안정적으로 성장하는 가공유 부문에서의 독보적 위치

전체 재료비에서 차지하는 비중 47.5%나 되는 원유가격이 상승하게 되면 제품가격 상승의 원인이 된다. 그러나, 빙그레는 전체 매출의 54.4%인 유제품 비중 중 원가 상승 압력을 상대적으로 덜 받는 부가가치가 높은 가공유 및 발효유 비중이 78%에 달하고, 가공유 부문의 판매액 1위 제품인 '바나나맛우유'를 가지고 있다. 원유 상승 압박에도 판매량은 줄지 않고 꾸준히 증가하여 수많은 미투제품을 물리치고, 20년 연속 편의점 판매량 위를 비롯 34년동안 업계 1위를 지키고 있다.

- PL(Private Label) Risk

1등 브랜드 제품을 싼 값에 공급하기 위한 PL제품은 NB(National Brand)에 비해 원유함량이나 품질면에서 차이가 있다. 할인점의 압력에 납품된 빙그레 '바나나맛우유'는 하루에 500개에 그쳐 매출상의 불이익을 받더라도 실제 '바나나맛우유'의 판매처는 할인점이 14%, 그 외 판매처가 86%에 육박하기 때문에 PL제품으로 인한 Risk는 매우 낮다고 보여진다.

- Valuation 및 결론

적정주가 49,986원 , 안전마진 20 %로 BUY를 추천한다.

1. 음료 산업과 빙그레

음식료산업

진입장벽이 높은
음식료 산업

음식료 산업은 장치 산업으로서 초기 고정 비용 투입이 커서 진입장벽이 높지만 이후에는 비용 지출이 크지 않다. 때문에 과점 또는 독과점 시장 구조로 인해 시장지배력, 가격 전가력이 높다는 특성이 있다. 또한 필수소비재 및 준필수소비재로 산업 변동성이 크지 않은 경기방어산업이다. 그러나 노령 인구의 증가, 인구 증가율 하락으로 저성장 성숙 산업 국면에 돌입했으며, 대형할인점 등 유통업체의 Buying Power 증가로 판매촉진비 등 마케팅 비용이 증가했다는 지적이 있다.

빙그레 제품군

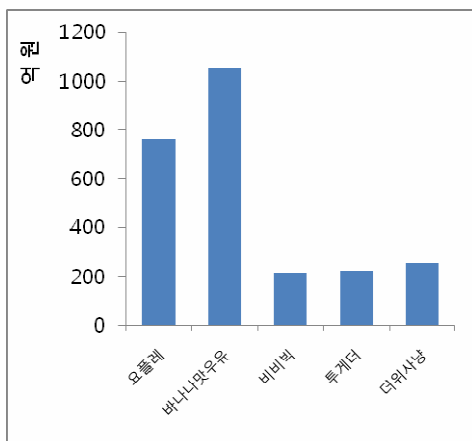
장수제품군이 많은
빙그레

빙그레의 주력 제품들은 장수브랜드들로 매출의 안정성이 높고 오랜 기간 시장성이 입증된 것들이다. '바나나맛우유', '투게더', '비비빅' 등은 출시된 지 30년이 넘었고, '요플레'는 25년, '더위사냥', '메로나' 등은 15년이 넘었다. 그 동안 유사제품이 출시되었지만 경쟁에서 우위를 점하며 여전히 시장을 주도하고 있다. 그러나 소수 제품에 매출의존도가 높기 때문에 일부 브랜드의 변동에 영향을 크게 받는 리스크를 안고 있다.

빙그레 매출 구성

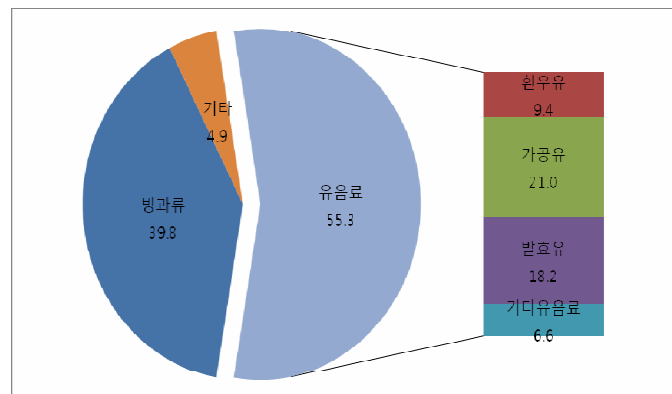
빙그레는 빙과류와 유음료가 매출의 대부분을 차지하고 있다. 특히 유음료에서는 가공유와 발효유가 비중 있게 판매되고 있다. 빙그레가 소수 제품군에 집중하고 있음을 보여주는 부분이다.

그림 1. 2007년 빙그레 주요브랜드 매출액 추이



자료: 빙그레, 사업보고서

그림 2. 빙그레 매출 구성



자료: 빙그레, 사업보고서

II. 원재료 수급 분석 및 제품의 가격 분석

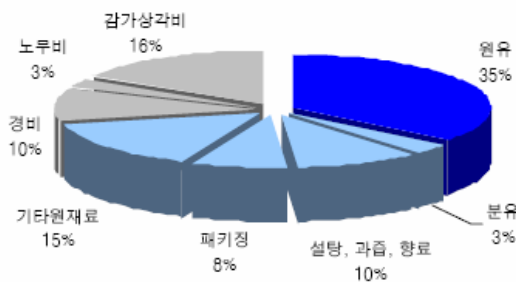
원재료 가격에 크게 영향을 받지 않는 제품 가격 전가력

빙그레의 주요 원재료 구성은 원유와 설탕이라 할 수 있다. 때문에 원유와 설탕의 가격이 상승했을시 제품의 가격상승으로 연결시킬수 있느냐가 기업의 매출총이익률을 비롯한 수익성을 결정하는데 Key Factor 라고 할 수 있다. 밑의 그래프를 보면 알 수 있지만 빙그레의 경우 08 년에 있었던 원유값 인상과 환율상승으로 인한 원당가격 상승에도 매출총이익률과 영업이익률이 과거와 비슷한 수준을 유지하고 있음을 알 수 있다. 이는 원자재 가격 상승이 물품의 가격상승으로 이어졌으며 또한 08 년의 매출액이 07 년에 비해 10% 증가했음은 이러한 제품가격상승이 수요감소에는 영향을 거의 주지 못했음을 알 수 있는 대목이다. 이는 08 년과 07 년도 4 분기의 매출총이익률과 매출액 직접비교를 통해서도 확인할 수 있다. 원유가 가격 상승에 대해서는 뒤에서 보다 자세하게 살펴볼 것이다.

환율의 변동에 영향을 받지 않는 수익구조

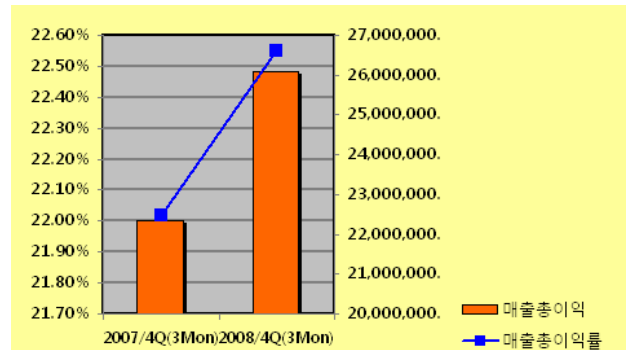
또한 빙그레는 환율의 변화에 민감하지 않다. 대부분의 원재료 중 상당부분이 국내에서 조달되며, 또한 매출구성도 거의 내수중심으로 이루어지기에 환율의 변동에 의한 외환손익은 거의 없는 편이다.

그림 3. 빙그레 제조원가 구성비율



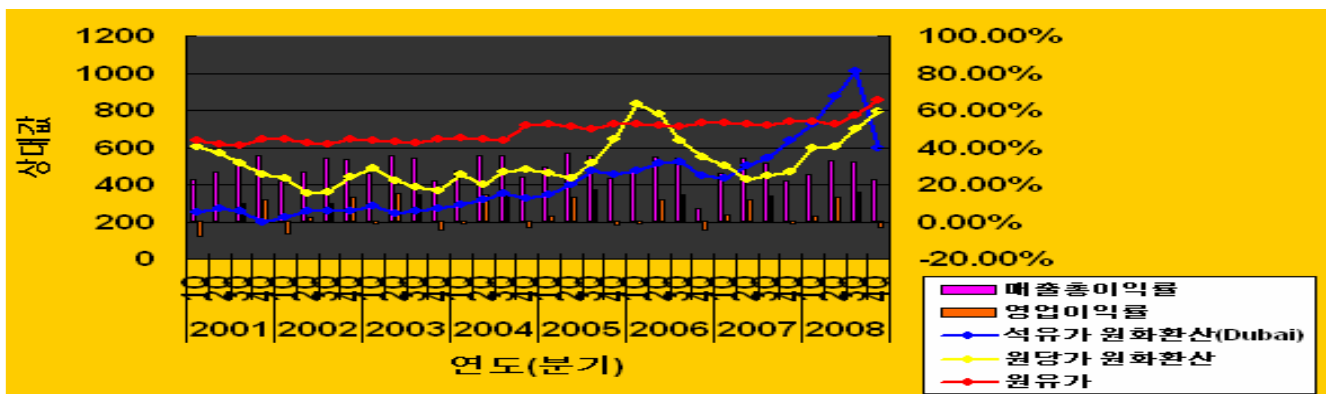
자료: 빙그레, 굿모닝 신한증권

그림 4. 07 4Q 와 08 4Q 매출총이익과 매출총이익률비교



자료: Research 1 Team Database

그림 5. 원재료 가격 변동에 따른 매출총이익률과 영업이익률의 변화



자료: Research 1 Team Database

수입 원자재 가격
지수 하락

비록 원재료 비중에서 작기는 하지만 설탕, 향료 및 커피블렌드, 소맥분에 대한 부분은 원자재 수입가격의 변화에 영향을 받을 수 밖에 없고 때문에 이러한 수입 원자재 가격의 변동에 기업은 관심을 기울일 수 밖에 없다. 그런데 최근 2 년간의 미국의 원자재 관련 가격지수인 CRB 선물과 현물 지수를 살펴보면 2008 년 중순 경 고점을 찍고 꾸준히 하락하여 안정세에 있음을 알 수 있다. 09 년 3 월 현재의 수치는 07 년 1 월과 비교하더라도 낮은 수치이며 이와 같은 원자재 가격지수는 상당기간 안정적으로 지속될 것으로 보인다.

꾸준한 상승패턴의
제품 가격지수

빙그레가 영위하고 있는 사업을 크게 빙과류, 가공유, 발효유의 3 부분으로 구분 했을 때 각 부분별 가격의 안정성은 기업의 매출액과 직결이 된다고 할 수 있다. 식음료 산업의 특징 중 하나는 한 번 올라간 가격은 잘 떨어지지 않는다는 특징이 있다는 것이다. 다음의 도표에서도 잘 나타나 있듯이 빙과류, 가공유, 발효유의 가격지수를 보면 꾸준히 상승하는 패턴을 보이고 있음을 알 수 있을 것이다. 이러한 가격패턴은 향후 빙그레의 안정적 매출을 기대할 수 있게 만드는 부분이다.

그림 5. CRB(Spot) 와 CRB(Futures) 지수

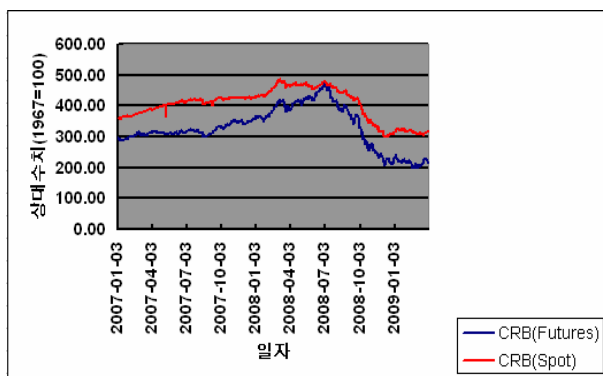
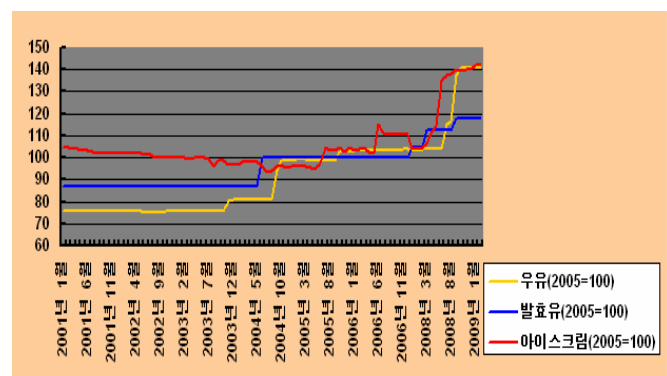


그림 6. 가격지수 비교



자료 : Research 1 Team Database

자료 : Research 1 Team Database, 한국은행

III. 사업부별 시장 분석 및 Key Success Factor 정리

1) 바나나 우유 전쟁, 빙그레가 웃는 이유

불황에도 잘나가는 제품?

'바나나맛우유'가 나온 지는 무려 34년, 20년간 바나나우유업계 1위

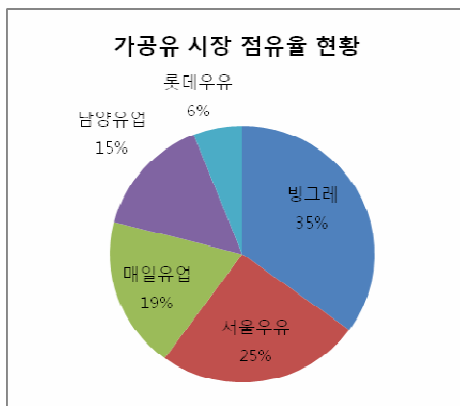
20년 이상 소비자들의 사랑을 받은 식품을 가리켜 이른바 '장수식품' 이라고 한다. 롯데제과의 '꼬깔콘', 크라운의 '크라운 산도', 오리온 '초코파이 정' 등이 대표적인 장수 식품이다. 이들은 경기침체에도 불구하고 작년에 비해 적게는 10%, 많게는 40%의 매출이 늘었다. 이렇듯 빙그레는 이들과 견줄만한 34년 된 '초장수식품' '바나나맛우유'가 있다. '바나나맛우유'는 가공유 시장의 한 제품군이고 가공유 시장은 국내에서 빙그레가 2등 기업군과 상반되게 꾸준히 증가되어 왔다. 2005년 14%에서 점차 증가하여 2008년에는 35%를 차지하고 있다.

원유 가격 상승으로 인한 가격전가력 우수성은 동종업계 최고 영업이익률로 입증

원유 가격 상승은 빙그레에 약재인가?

빙그레의 주요 원재료는 연간매출액의 20%를 차지하는 원유이다. 또한 원유매입비 비중은 전체 재료비의 47.5%에 달한다. 이는 국내 생산자 원유가격이 타국에 비해 월등히 높기 때문이다. 이 때문에 백색시유 매출 비중이 높은 업체의 수익성이 낮을 수 밖에 없으나 빙그레는 전체 매출의 54.4%인 유제품 매출 중 백색시유가 차지하는 비중은 16.7%에 불과한 반면, 부가가치가 높은 가공유 및 발효유는 각각 38.5%, 39.4%로 매우 높다. 매일유업, 남양유업의 영업이익률이 각각 3.7%, 4.3%인데 반해 동사의 경우 8%대로 동종업계 최고의 이익률을 보여주는 이유이다.

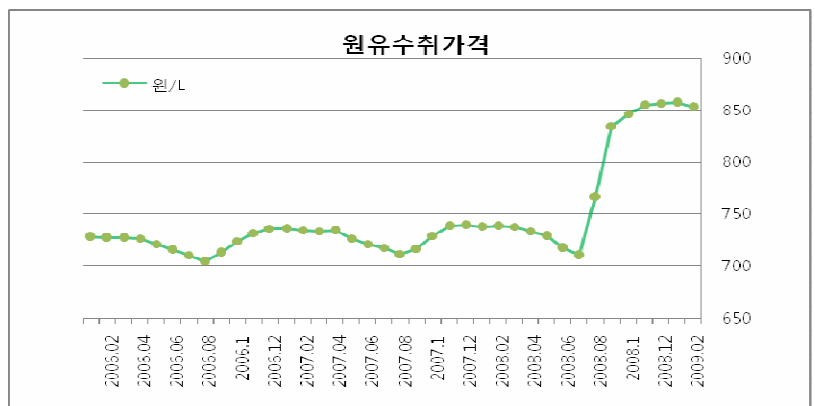
그림 7. 가공유 시장 점유율 현황



자료 : 빙그레, 하나대투증권

그림 8. 국내 원유 수취가격

(단위 : 원/L)



자료 : Research 1 Team Database, 낙농진흥회

국내 생산자 원유가격이 타국에 비해 높음에도 불구하고 원유의 특성상 유통기한의 문제와 우유의 신선도 적합성으로 인해 국내 생산 전량을 국내에서 소모하고 있는 실정이다. 그렇다면 비싼 원유가격이 빙그레의 펀더멘털에 영향을 주지는 않을까? 대답은 No 다. 지난 2008 년 8 월 세계 경기침체 여파로 사료 가격을 비롯한 제반비용이 증가됨에 따라 원유가격이 20.5%나 인상되었다. 이에 서울우유협동조합도 백색시유와 가공유를 각각 17.8%, 18.2% 인상하였다. 이와 같은 일이 2004 년에도 있었는데, 이 시기 원유가격이 13% 인상되면서 빙그레는 '바나나맛우유', 닥터캡슐 등 주요 제품가격을 15~20% 인상하였다. 그러나, 영업이익률은 2003 년 7.7%에서 2004 년과 2005 년에 각각 8.4%, 10.0%로 크게 향상되었다. 이는 원유를 제외한 재료비 비중이 낮고, 제품 판매 및 관리비 지출이 빙그레의 시장적 지위가 높기 때문에 증가하지 않기 때문이다. 이처럼, 2008 년 원유의 비중이 85%로 높은 '바나나맛우유'도 가격 인상을 단행하였고, 그럼에도 불구하고 판매량은 꾸준히 증가하여 1200 억 원의 매출을 달성했다. 이는 '바나나맛우유' 시장의 80%이상에 달하는 비중이고, 동사의 가공유 매출액의 89% 비중이다.

가공유 시장의 감소에도 증가하는 매출액

낮은 판매 및 관리비
와 높은 영업이익률

그림 9처럼 동사가 영위하는 사업 중 가공유 시장은 점차 감소하고 있는 추세이다. 그럼에도 '바나나맛우유'는 꾸준히 매출이 증가하고 있고, 이는 시장에서의 독보적인 독점적 지위 때문이다. 뒤에서 언급될 단가압력이 상대적으로 할인점에 비해서 적은 편의점에서의 시장점유율 1위라는 것과 무려 34년 동안 업계 1위를 지키고 있다는 사실은 낮은 판매 관리비를 유지할 수 있게 해주고 높은 영업이익률을 갖게 하는 원천적인 이유이다.

그림 9. 가공유 시장 크기 변화

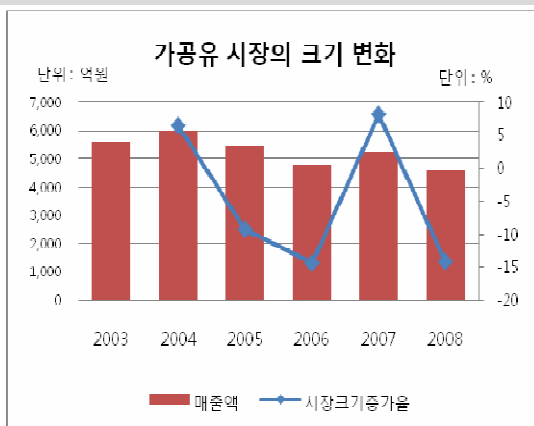
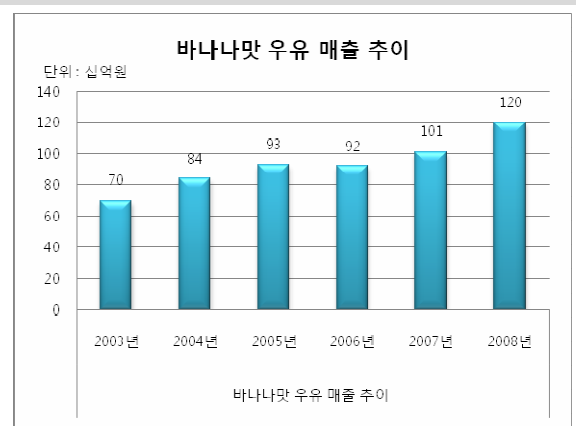


그림 10. '바나나맛우유' 매출 추이 (단위 : 억원)



자료 : Research 1 Team Database, 낙농진흥회

자료 : Research 1 Team Database, 낙농진흥회

높은 브랜드파워와 널리 인지된 바나나우유의 경쟁우위

브랜드 파워와 독점적 지위 유지 정책

제품소송도 끊이지 않고 있다.

빙그레는 지난 2003년 '바나나맛우유'의 항아리 단지 모양의 용기에 대해 입체상표 등록을 마쳤고, 해태 유업은 빙그레의 마케팅 전략에 편승하고 23년 동안 빙그레가 유지해온 항아리 단지 모양을 이용, 2005년 7월부터 이와 유사한 용기를 이용해 '생생과즙 바나나 우유'를 출시하였다. 그 후 빙그레는 항아리 단지 모양의 용기에 입체 상표 등록을 받아 놓은 경쟁우위를 바탕으로 상표권침해금지 및 광고금지 가처분 신청을 7월 20일날 제기하였고, 2006년 3월 13일 승소하였다. 재판부는 결정문에서 "빙그레는 바나나우유 용기를 30년간 독점 사용해 왔고 유제품 시장에서 압도적인 선두를 유지해 왔다"며 항아리 단지 모양의 우유 용기가 빙그레의 상품임을 연상 시키게 하는 충분한 표시가 됐음을 인정했다. 이는 경쟁기업이 항아리 단지 모양의 용기를 사용해 바나나 우유를 판매하는 것은 부정경쟁방지법에 위배된다는 것을 의미하고 소비자를 혼란시킬 만한 시도가 용인되지 못할 만큼 빙그레의 '바나나맛우유'가 충분히 표시 되었음을 시사하는 사례이다.

또한 빙그레는 남양유업의 '우유 속 진짜 바나나과즙 듬뿍'과의 경쟁에서도 승리하였다. 남양유업의 우유 광고에는 원숭이와 최민수가 등장해 빙그레 '바나나맛우유'의 상징인 항아리 모양의 노란 우유를 최민수가 원숭이에게 내밀지만 원숭이가 거절한다. 이에 남양유업의 '우유 속 진짜 바나나과즙 듬뿍'을 건네자 원숭이가 맛있게 먹는 장면이 나온다. 2005년 초 빙그레는 원숭이와 김래원이 등장해 바나나를 내밀지만 먹지 않던 원숭이가 '바나나맛우유'를 내밀자 맛있게 원숭이가 먹는 모습의 광고를 내보냈었다. 따라서, 충분히 소비자들이 남양유업과 빙그레의 바나나 우유가 같은 제품으로 오해할 소지가 있었고 이에 빙그레는 남양유업의 '우유 속 진짜 바나나과즙 듬뿍'에 대해 광고금지가처분 신청을 제출하였다. 이에 승소하여 2005년 11월 15일 4억원에 달하는 손해배상 청구소송을 제기하였다. 현재 소송이 진행 중이다. 즉, 빙그레의 '바나나 우유'는 소비자가 충분히 인지할 만한 대중성이 확보된 제품이라 할 수 있고, 미투제품 경쟁에서 꾸준히 경쟁상대를 물리칠만한 경쟁력이 확보된 제품이라 할 수 있는 것이다. 또한 이러한 브랜드 인지도는 바나나맛 우유시장의 점유율 80%라는 결과로 확인할 수 있다.

편의점에서 가장 잘 팔리는 제품

홈플러스에서는 한해 동안 가장 많이 팔린 브랜드 상품을 매년 발표한다. 빙그레 '바나나맛우유'는 지난 1991년에서 1998년까지 1위와 2위를 오르락내리락 하다가 1999년부터 2004년까지는 참이슬에 밀려 2위에 머물렀으나 2005년 1위, 2006년 2위, 2007년 2008년에 1위를 지키고 있다. 빙그레는 바나나 우유 매출이 할인점이 14%인데 반해 15%는 편의점에 판매하고 있다. 또한 GS리테일에서의 조사에서도 2008년 상반기 월평균 84만 천개로 부동의 매출 1위를 고수하고 있다. 이 같은 매출 비중은 빙그레 '바나나맛우유'의 강한 교섭력을 의미한다.

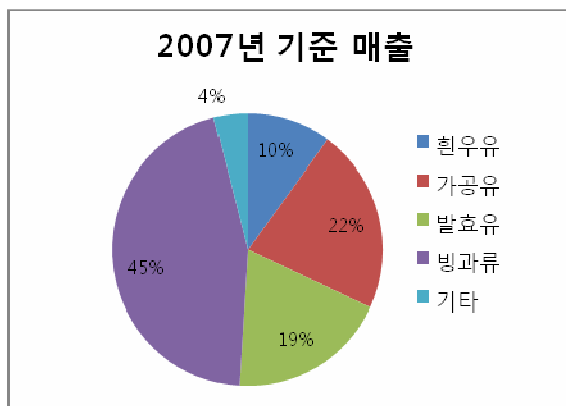
한국편의점협회 조사 결과 '바나나맛우유' 매출액은 20년 연속 1,2위수성



전세계 매출액 1위 기업인 월마트는 낮은 가격과 높은 품질을 조합하기 위해 납품업체들과 한자리에 앉아 비용과 이윤 산정 같은 영업 과정을 함께해 나갔다. 그러나 국내 할인점은 잦은 특별 판매행사 비용 부담, 납품가 인하요구, 행사 판매요원 파견 요구 등과 같은 방식으로 납품업체들을 괴롭히고 있다. 중소기업협동조합중앙회가 지난 2005년 말에 펴낸 자료에 따르면 국내 주요 업체들은 내수 판매의 20%~50%를 할인점에 기대고, 할인점에서 제품의 인지도를 높여야 슈퍼마켓이나 편의점에서 팔린다고 한다. 이러한 상황에서 '바나나맛우유'는 편의점 매출액 1위 경쟁력 면에서 독보적이다.

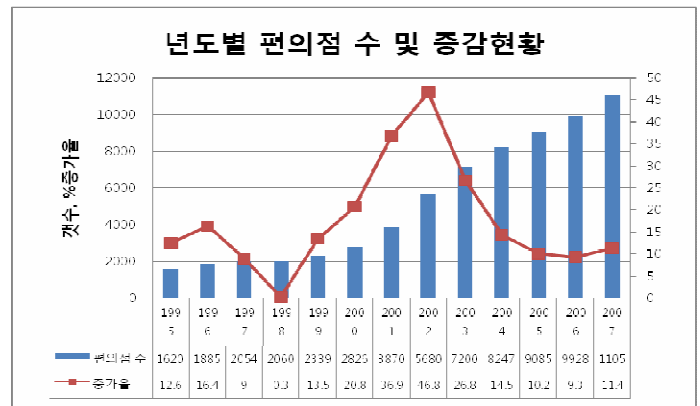
위 그림12 처럼 편의점수가 꾸준히 증가하고 있는데 '바나나맛우유'는 편의점에서 20년 연속 판매량 1위와 2위를 기록하고 있고, 편의점에 납품하는 제품 가격이 할인점에 비해 10% 가량 높기 때문에 경쟁기업에 비해 우수한 유통망과 소비자 인지도를 가지고 있음을 알 수 있다.

그림 11. 빙그레 2007년 기준 매출



자료 : Research 1 Team Database

그림 12. 편의점 수 및 증감현황



자료 : Research 1 Team Database, CVS

2) 안정적 성장의 발효유 시장

빙그레는 호상발효유 시장 부동의 1위를 지키고 있다.

빙그레의 주력 분야 중 하나인 발효유 시장은 '요플레'와 같은 호상발효유와 '닥터캡슐'과 같은 드링크발효유, '요구르트'와 같은 액상발효유 등으로 이루어져있다.

그림 13. 발효유 시장 분석

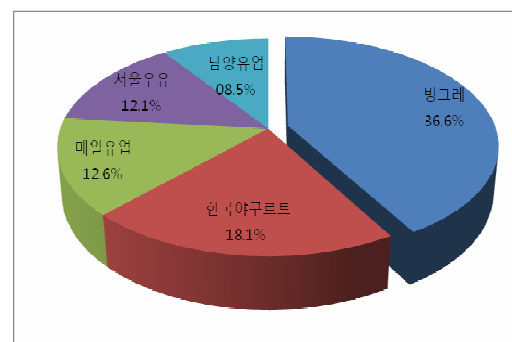
구분	발효유		유산균음료
	농후발효유	액상발효유	
정의	우유 등 유제품을 유산균이나 효모로 발효		발효유를 물로 희석
무지방유가량	8.0% 이상	3.0% 이상	3.0% 이하
유산균수(1ml)	1억 마리 이상	1천만 마리 이상	1백만 마리 이상
유효기간	12~15 일	7~10 일	7 일

(농후발효유를 성상에 따라 다시 따르거나 짜먹는 형태의 호상발효유와 마시는 형태의 드링크발효유, 나누며, 최근에는 드링크발효유를 다시 드링크발효유와 프리미엄발효유로 나누는 경향이 있음.)

자료: Research 1 Team Database

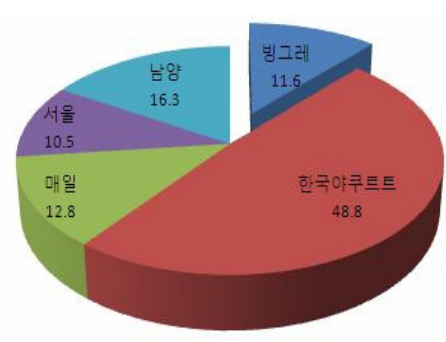
이 중에서도 요플레는 빙그레의 전체 매출액 중 2 위를 차지하는 주요 제품으로, 호상발효유를 통칭하는 일반명사로 쓰이고 있을 정도로 1983년 국내 최초 출시 이래 국민 대표 발효유 브랜드로 인정받고 있다. 2008년 요플레는 호상발효유 시장에서 2 위인 한국야쿠르트의 '슈퍼 100'과 큰 차이를 보이며 부동의 1 위 자리를 고수하였으며, 내수식품 시장에서 단일 브랜드로 900억 원 이상의 매출을 올리는 성과를 올렸다. 그러나 발효유시장 전체에서는 한국야쿠르트가 1 위를 차지했다.

그림 14. 호상발효유 시장 점유율(2008)



자료: 식품연감, 하나대투증권

그림 15. 전체 발효유 시장 점유율



자료: 식품연감, 하나대투증권

빙그레는 제품개발에 꾸준히 힘쓰고 있다.

쉬지 않는 제품 개발

빙그레는 지난해 여성 소비자를 공략한 지방 0%의 '요플레 오리지널 0%'를 출시 하였을 뿐만 아니라, 프리미엄 디저트 요플레인 '스위벨'(2004), 설탕 및 보존료를 첨가하지 않은 '네이처'(2006), 장 기능 활성화를 돕는 '닥터캡슐 Bio+ 프룬'(2008) 등 꾸준히 제품 다양화에 힘쓰며 다각도로 변화하는 소비자들의 needs 에 발맞추고 있다. 뿐만 아니라 마시는 발효유 시장에서도 노화방지 성분인 초유와 향산화로 소비자들의 관심 끌기에 나섰다.

경쟁사들이 호상발효유 시장 점유율 확대를 노리고 있다.

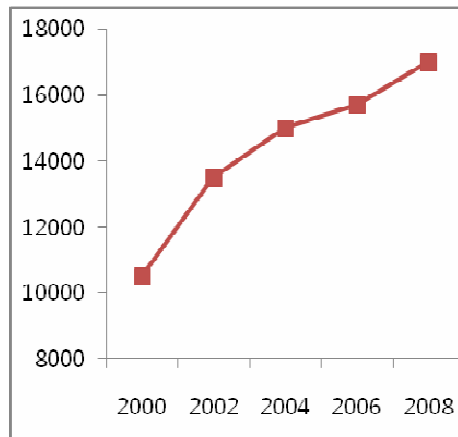
경쟁사 제품 현황

한국야쿠르트는 '슈퍼 100 블루베리 저지방'으로 여성층의 관심을 유도하고 있으며, 프리미엄 시리즈 출시 및 유산균을 강조하는 광고로 시장 점유율 확대를 노리고 있다. 남양유업 역시 '불가리스'의 인지도를 기반으로 기존 제품 '꼬모'를 Beaty, 유기농, 체지방 감소 등 11 가지 컨셉의 '떠먹는 불가리스'로 전환하며 매출 증가를 기대하고 있다.

전체 발효유 시장은 증가세에 있으며, 호상 발효유 시장은 높은 성장률을 보이고 있다.

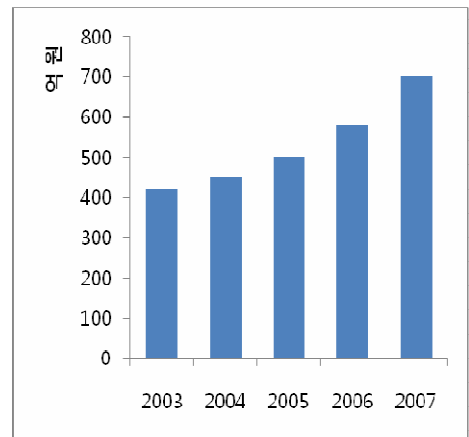
발효유 시장 추이 및 전망과 빙그레의 입지

그림 16. 호상발효유 소비현황



자료: 낙농진흥회

그림 17. 요플레 매출액 추이



자료: 빙그레

2008년 국내 발효유 시장은 전년 대비 1.8% 증가한 7000 천억 원 규모이다. 국내 발효유 시장은 기능성 드링킹발효유 제품이 대부분이었으나, 약 5년 전부터 호상발효유의 선전이 눈에 띈다. 액상발효유와 드링킹발효유는 그 매출이 2007년에 비해 각각 1.2%, 2.4%의 감소세를 보였다. 그러나 호상발효유는 전년대비 20%라는 높은 증가율에 힘입어 1700억 원대 시장을 형성하였다. 이는 타 업체에 비해 액상발효유 및 드링킹발효유의 점유율이 낮은 빙그레에게는 발효유 시장 입지 확대의 기회로 비춰질 수 있다.

호상발효유 시장은 최근 업체들의 공격적인 마케팅 대상이 되고 있으며, 제조사들은 가능성을 강조한 프리미엄 제품을 앞다투어 내놓으며 소비자들의 수요를 이끌어내고 있다. 빙그레는 이러한 호상발효유 시장에서 점유율을 꾸준히 확보하고 있다. 특히 요플레는 매년 높은 매출 증가율을 보이고 있는데, 지난해 전년대비 10%가 증가한 630 억의 매출을 올렸으며 2007 년까지 5 년간 1.5 배를 웃도는 매출 증가를 기록하였다.

올해 국내 호상발효유 시장의 가장 큰 변수 중 하나는 오는 7 월 세계 최대 유업체인 프랑스 '다농(Danone)'의 국내 진출이다. 과거 한국 시장 진출에 실패한 바 있는 다농은 대대적인 2012 년까지 1000 억원 투자를 계획하고 있다.

호상발효유 시장에서 빙그레의 타사 대비 경쟁력

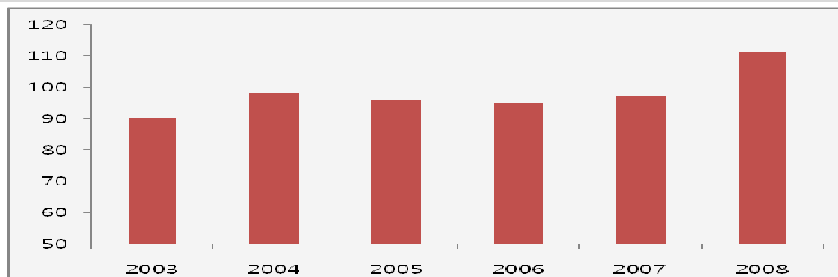
빙그레의 사업 집중성, 낮은 판관비, 안정적인 재무구조, 우수한 유통망이 타사대비 경쟁력으로 꼽힌다.

경쟁사인 한국야쿠르트에 유제품 외에도 라면, 샘물 등의 사업을 진행 중이고, 서울우유 역시 치즈류, 가공식품, 생수 등의 많은 분야의 제품을 포괄하고 있다. 매일유업의 경우 유아식, 유지류, 수입 소스 및 초콜릿 등 발효유 시장 외에도 사업 분야가 넓다. 남양유업과 매일유업은 서로 겹치는 품목이 많아서 마케팅 비용이 지속적으로 지출되어 이익률을 상쇄하고 있다. 뿐만 아니라 남양유업은 최근 ELS 투자 실패로 적자로 전환하였다.

하지만 빙그레는 크게 유제품과 아이스크림 사업에 집중하는 구조로, 상대적으로 발효유 시장에 주력하기 수월하다. 장수브랜드로 인한 마케팅 비용 축소, 수익성 개선, 판매관리비는 음식료업체 평균 28.6%보다 낮고, 더불어 안정적인 재무구조와 꾸준한 영업이익률 및 성장세를 보여주고 있다. 또한 유일하게 상온, 냉장, 냉동 세 가지 유통채널을 모두 소유한 빙그레는 전국적 유통망을 통해 안정적인 영업성과를 유지하고 있다. 할인점과 소매점의 유통비율이 3:7 이기 때문에, 대형 유통업체와의 파워 게임에서 받을 타격이 상대적으로 작다는 것도 큰 이점으로 꼽힌다.

아이스크림 시장의 안정성

그림 18. 빙과시장 추이 (단위 : 백억원)



자료: 한화증권 리서치본부

국내 빙과 시장을 살펴보면 성숙기에 접어들었다고 볼 수 있다. 아래 표에서 봐도 알 수 있듯이 빙과류 시장규모는 9000억 원에서 1조원 사이에서 최근 몇 년간 정체되어 있었다. 그러다 10년만의 가격 인상으로 인해 2008년에는 전년도에 비해 15%가량 성장한 1조 1,100억 원을 기록했으며 이 규모는 당분간 유지될 것으로 예측된다.

빙과류는 PL로 인한 수익성 훼손 제한적이다

한편 최근 식품제조업에서 가장 이슈화되고 있는 문제는 PL이다. 최근 할인점의 PL 확대에 따른 납품단가 인하로 인해 제조기업들의 수익성이 심각하게 위협받고 있는 상황이다. 그러나 빙과류의 경우에는 할인점 매출비중이 10%가 채 되지 않기 때문에 수익성 훼손이 제한적이다. 또한 정부의 물가관리 품목에서도 제외되어 원재료 상승분 가격전가가 여타 음식료업체에 비하여 용이하다는 장점이 있다.

국내 빙과시장은 롯데제과, 빙그레, 해태제과, 롯데삼강 등이 4 강 체제를 형성하고 있으며, 빙그레가 25%를 조금 넘는 점유율로 2위를 기록하고 있다.

빙그레는 '투게더', '메로나' 등 기존 품목이 전체 매출의 80%를 차지한다. 소수 브랜드에 대한 매출의존도가 높다는 것은 일부 브랜드의 매출 성향에 영향을 크게 받는 리스크를 안고 있다. 그러나 빙그레의 주력제품들은 오랜 기간동안 시장성이 입증되어 매출의 안정성이 높다. '투게더', '비비빅' 등은 출시된 지 30년이 넘었고, '더위사냥', '메로나' 등은 15년이 넘었다. 그 동안 타사에서 몇몇 유사제품들이 출시되었지만 기존 품목의 브랜드 로열티가 높아 경쟁에서 우위를 점하며 여전히 시장을 주도하고 있는 것이다. 이는 제품이 출시되어 2~3년 인기를 얻다가 쇠퇴하는 제품과는 제품수명주기가 전혀 다르다고 할 수 있는 부분이다.

2008 산업별 고객추천지수(KNPS) 아이스크림 부문 빙그레 1위

한편 한국능률협회컨설팅(KMAC)은 작년 4월부터 7월까지 소비자 1만 300여명을 대상으로 91개 산업부문에 대해 산업별 고객추천지수(KNPS:고객이 가장 추천하는 기업)를 조사하였는데, 아이스크림 부문에서는 빙그레가 가장 높은 고객추천지수를 나타내었다. KNPS는 산업별 상품 및 서비스에 대한 고객들의 추천 의향 정도를 나타내는 지표로, 적극 추천 고객군에서 추천 의향이 보통 이하인 고객군을 빼서 계산한다. 이를 통해서 각 기업을 적극적으로 추천하는 충성고객이 얼마나 되는지 알 수 있는 것이다. 이는 전체적인 아이스크림 시장점유율은 롯데제과가 앞서고 있지만 브랜드 로열티가 높은 제품들을 중심으로 한 고객 충성도는 빙그레가 앞서고 있다는 것을 말해준다. 이런 고객 충성도야말로 아이스크림 시장에서 빙그레가 가진 가장 큰 매력이다

그림 19. 빙과부문 점유율

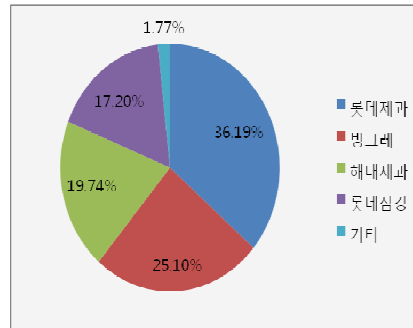
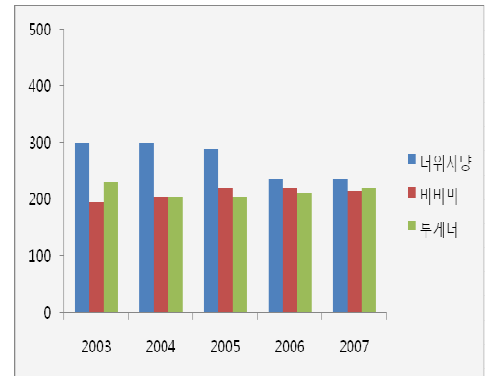


그림 20.빙그레의 주요 빙과제품 매출액 추이



자료: 각사, 한화증권 리서치본부

자료: 빙그레

프리미엄 아이스크림 시장으로의 진출

빙그레 '플레도르'로 프리미엄 아이스크림 시장 진출

대형 아이스크림 업체들이 새로운 성장동력을 찾아 눈을 돌리기 시작했다. 그것은 바로 매년 15% 이상씩 성장하며 괄목상대한 모습을 보이는 프리미엄 아이스크림 시장이다. 이런 추세에 따라 빙그레 역시 '플레도르' 브랜드를 앞세워 2005년부터 프리미엄 아이스크림 시장을 공략 중이다. 현재 '플레도르'가 주목하고 있는 경쟁사는 프리미엄 아이스크림 시장 점유율 65%의 베스킨라빈스, 15%의 나뚜루 그리고 12%의 하겐다즈다.

'플레도르' 거품 뺀 가격과 유통채널 다양화로 약진

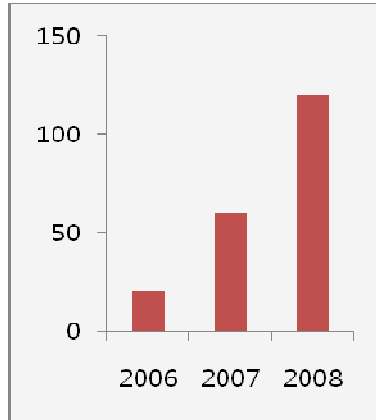
'플레도르'는 전문 매장에서 판매하는 이런 프리미엄 아이스크림과는 다르게 편의점과 할인점, 뚜레쥬르에서 판매되고 있다. '플레도르'는 2006년에 출시된 후 첫 해에 20억 원, 둘째 해에 60억 원의 매출액을 돌파한 후 작년에는 120억 원의 매출액을 달성했다. 3년 만에 2,000억 원으로 추산되는 프리미엄 아이스크림 시장의 5%를 차지한 것이다. 이러한 '플레도르'의 약진은 매스티지(명품의 대중화) 전략으로 다른 프리미엄 아이스크림보다 20~30% 가격을 낮추고, 유통채널을 다양화한 것이 주요했다고 분석된다.

빙그레 편의점 매출 증가와 프리미엄 시장 진출로 빙과시장 재도약 준비 중

'플레도르'는 프리미엄급으로 출시되어 기존 제품 같은 큰 폭의 할인 없이 판매된다는 점에서 수익성이 높으며 신규 투자 없이 기존 매출처에서 판매가 가능하다는 점 등의 이점이 있다. 이러한 상황에서 높은 성장률을 보이는 '플레도르'는 향후 빙그레의 아이스크림 분야에서 주력 상품으로 성장할 가능성이 크다. 장기적인 시각으로 볼 때 빙과 시장은 출산율 감소로 주 소비층이 줄어들고 있어 마이너스 성장이 불가피한 것이 사실이다. 그러나 빙그레는 물량이 축소되는 빙과시장을 할

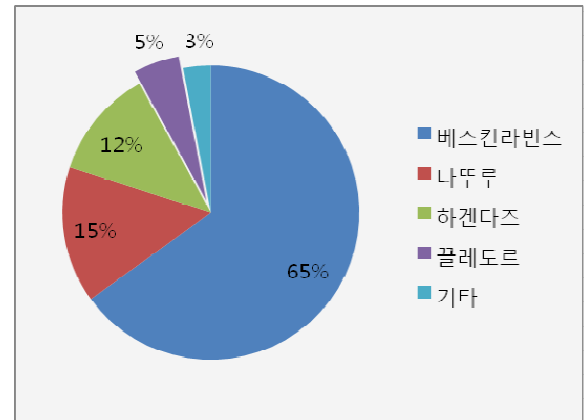
인을 낮은 편의점 매출 증가와 프리미엄 제품으로의 소비 이전을 통해 효과적으로 공략해 나갈 것으로 예상된다

그림21. 플레도르 연간 매출액 추이 (단위 : 억원)



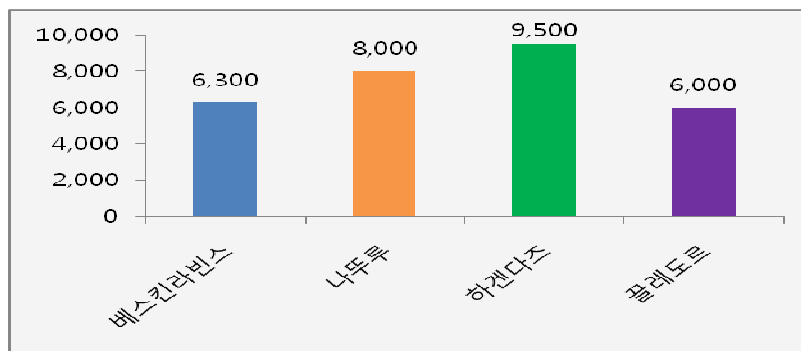
자료 : Research 1 Team Database

그림22. 프리미엄 아이스크림 시장 점유율



자료 : Research 1 Team Database

그림 23. 프리미엄 아이스크림 파인트(474ml) 기준 브랜드별 가격 비교



자료 : Research 1 Team Database

아이스크림 시장에서의 마케팅 역량 집중

마케팅 강화를 통한
기존브랜드의 이미지
제고 및 안정적인
점유율 유지

빙그레는 꾸준한 제품발매와 함께 기존 상품의 마케팅을 병행하여 아이스크림 시장에서도 집중해왔다. 마케팅 대상 품목은 신제품 보다는 기존의 장수브랜드 쪽에 보다 마케팅 역량을 집중하는 모습을 보인다. 대표적인 예로 메타콘의 '카라와 함께 하는 메타프렌즈(MTV)', 요맘때의 '요걸스 다이어리(SBS 드라마플러스)', 더위사냥의 '더위사냥 B-BOY HOT BATTLE(M-NET)', 투게더의 '가족사랑 투게더(MBC 여성시대)' 등을 들 수 있다. 이러한 장수브랜드에 대한 마케팅 노력으로 빙그레는

기존브랜드에 대한 이미지 제고와 함께 안정적인 시장점유율 유지의 이중적인 효과를 노리고 있다.

IV. 우수한 영업구조와 안정적 재무상황

빙그레의 또 다른 투자매력 중 하나는 바로 건실한 재무구조에 있다.

수익성 분석

안정적인 매출총이익률
경쟁자 대비 우수한
영업이익률과 ROE

매출총이익률은 02년 20.98%에 불과하였으나 지속적으로 상승하여 08년 기준 30%수준까지 상승하였으며, 영업이익률 역시 02년 -9.41%에서 08년 기준 9%수준까지 지속적으로 상승하였다. 08년도에 원유값 인상과 환율상승 + 전세계적 경기 불황으로 인한 수입원자재 가격의 상승이 발생하였음에도 불구하고 07년도와 동일한 매출총이익률을 보여주고 있다는 것은 원가 상승분을 판매가격 상승으로 소비자에게 저항없이 전가하고 있음을 나타내주는 지표라 할 수 있다. 물론 판매가격 상승은 판매량의 감소로 이어질 수 있지만 08년 기준 매출액이 07년에 비해 10% 증가한 점, 또한 07년도 4Q와 08년도 4Q의 매출액을 비교했을 때 도리어 14%의 매출액 증가가 있었다는 점을 보면 판매단가가 높아졌음에도 판매량 감소가 크지 않다는 점을 알 수 있는 자료이다. 또한 9%수준의 영업이익률은 경쟁사와 비교시 가장 높은수치로서 매출에 대한 영업비용관리가 타사에 비해 효율적임을 나타내 주는 자료라 할 수 있다.

또한 08년 기준 매출액순이익률은 7%인데 영업이익률과의 차이는 2%정도에 불과하다. 이는 영업이익이 영업외비용으로 잠식당하지 않고 수익을 주주 몫인 당기순이익까지 온전히 보전해 준다는 의미로 생각할 수 있는 부분이다. 또한 ROE의 경우 08년 기준 15%수준을 유지하고 있는데 07년에 비해 다소 감소하긴 했지만 경쟁사대비 여전히 높은 수치를 보여주고 있다는 측면에서 자본의 수익성이 우수함을 알 수 있는 대목이다.

표 1. 매출액 대비 이익률의 변화

구분	(주)빙그레	롯데제과(주)	남양유업(주)	매일유업(주)	(주)롯데삼강	(주)오리온
매출총이익률	29%	39%	28%	28%	22%	38%
영업이익률	9%	7%	4%	2%	7%	6%
매출액순이익률	7%	14%	5%	1%	6%	-5%
유동비율	268%	187%	476%	99%	119%	62%
당좌비율	230%	142%	399%	56%	82%	48%
부채비율	29%	35%	23%	104%	64%	146%
ROE	15%	10%	7%	5%	9%	-6%
EPS	4,218	126,532	60,578	774	21,274	(5,542)
PER	9.82	8.14	7.68	16.15	6.75	-
PBR	1.42	0.86	0.64	0.73	0.56	1.90
Beta(Daily, 1Yr)	0.38196	0.44177	0.69708	1.04518	0.78	0.49193
배당수익률	2.76%	0.23%	0.20%	1.25%	0.50%	0.96%

(*4.3 증가 기준)

자료: Research 1 Team Database



성숙기 시장과 글로벌 경제 위기임에도 꾸준히 성장하는 매출액

성장성 분석

총자산증가율과 유형자산증가율은 매년 2~3%의 증가와 감소가 반복되고 있는데 이는 빙그레가 속한 식음료 산업이 성숙기 시장임을 나타내는 지표로서 설비나 기타자산투자가 많지 않음을 보여주는 것이다. 매출액증가율의 경우 연평균 5%수준을 유지하고 있으며 08년에는 10%의 매출액증가율을 보이고 있다. 08년도가 글로벌 경제위기로 인한 시장침체기임을 감안했을 때 08년도 10%의 매출액 성장은 상당히 Outperform한 결과라 할 수 있다.

매출채권 회전율의 지속적인 증가

활동성 분석

매출채권 회전율의 경우 5년 동안 지속적으로 증가하여 왔다. 이는 매출채권의 현금회수기간이 짧아진다는 의미로 해석할 수 있기에 기업의 유동성 및 자금운용에 긍정적 영향을 줄 수 있는 요인으로 해석된다. 또한 자산의 증가 분만큼 매출의 외형적 성장을 이룬 결과 총자산회전율과 자기자본회전율은 매기 일정한 수준을 유지하고 있다.

너무나도 안정적인 자기 자본비율과 유동 비율

안정성 분석

무엇보다 두드러지는 부분은 안정성 부분이다. 부채비율의 경우 08년도 기준으로 29%수준에 불과하다. 이는 자본의 안정성을 나타내며 부채로 인한 자본잠식의 우려를 없애는 지표라 할 수 있다. 또한 유동비율과 당좌비율의 경우 268%와 229%에 달해 기업의 유동성 자금현황이 충분한 상황임을 나타내며 향후 투자기회나 자금운용에 있어서 유연하게 대처할 수 있음을 보여준다.



그림 24. SACL Curve

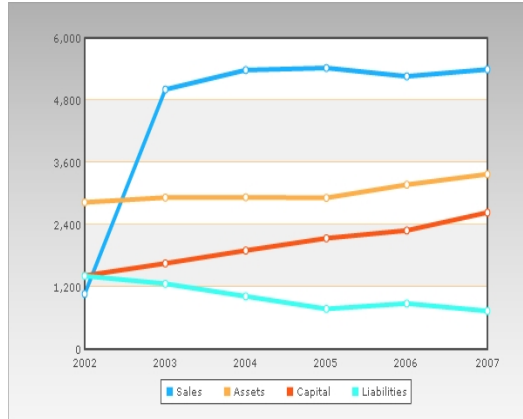


그림 25. ROE & ROA



그림 26. Cash Flow Activity



그림 27. EPS & BPS

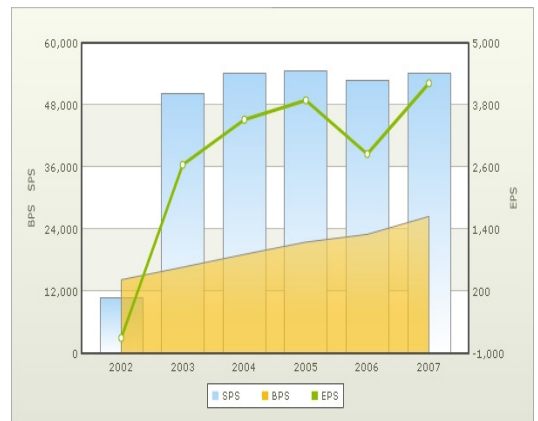


그림 28. Profit Growth

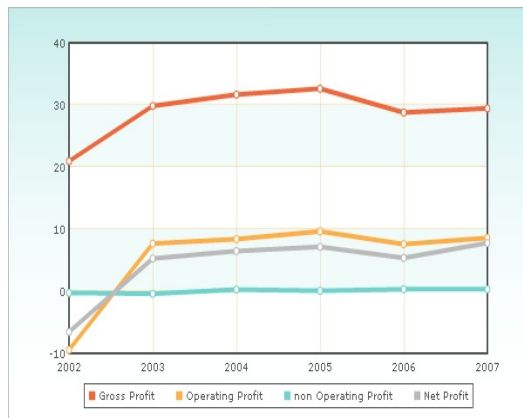
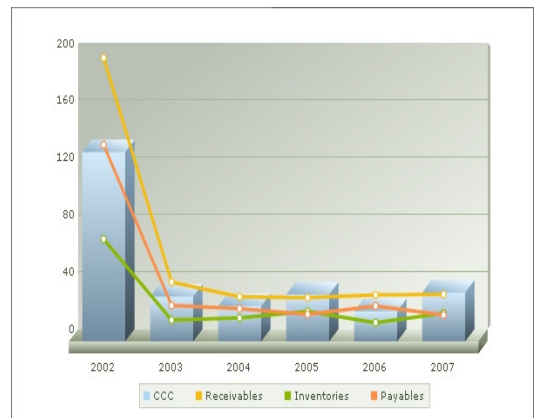


그림 29. Cash Conversion Cycle



자료 : www.samjonfn.com

V. Risk

PL 제품의 위협

PL(Private Label) Risk

최근 유통업계 신세계 이마트는 소비자를 우롱했다는 점에서 비난을 받고 있다. PL 제품을 내놓으면서 가격은 20~30% 낮게 책정해 1등 브랜드 제품을 싼 값에 공급했으나 실제 그 제품은 NB(National Brand)에 비해 원유함량이나 품질면에서 차이가 있었기 때문이다. 실제, 이마트는 품질은 동일하며 저렴한 제품이라고 대대적으로 홍보했다. 올해 2월 10일 이러한 유통업계와 제조업체인 빙그레는 불공정 거래로 인한 서로간의 보복행위로 빙그레가 납품하던 '바나나맛우유'가 이마트 판매대에서 사라지는 일이 있었다. 그 이유는 싼값에 제품을 납품하길 강요하는 유통업체에게 그러한 불공정거래에 대한 압력을 받으면서 납품하던 빙그레를 비롯한 제조업체가 'PL제품'은 품질, 제품 함량 면에서 일반 제품과 다르다는 정보를 흘렸기 때문이다. 그러나, 이로 인한 3일간의 매출상의 불이익은 빙그레는 100만원에 그쳤다. 하루에 500개씩만을 납품하는 빙그레 '바나나맛우유'는 매일유업이 1억 3950만원의 손실을 본 것에 비하면 미미한 수준이다.

그러나 2월 17일 다시 판매를 제기했고, 이마트에서는 저가의 낮은 품질의 '바나나맛우유'가 판매되고 있다.

아이스크림 반값 세일

아이스크림 반값 세일 왜?

동네 슈퍼마켓 등에서 아이스크림을 연중 반값으로 세일하여 판매하는 것을 쉽게 볼 수 있다. 아이스크림 값은 지속적으로 오르고 있는 상황에서 이러한 세일을 보면 앞뒤가 안 맞는 느낌이다. 그리고 세일 가격도 판매처마다 다양하다. 이렇듯 아이스크림 가격이 유통 채널별로 차이가 나는 것은 시장 특유의 유통구조 때문이다. 빙과 업체는 지역별로 직영 영업소나 대리점을 뒤 소매점에 아이스크림을 공급한다. 이들 일선 직영 영업소는 본사로부터 일정 수준 이상의 매출을 요구 받기 때문에 월말이나 분기 말이 되면 '밀어내기'식으로 아이스크림을 덤핑 판매한다. 이렇게 넘겨진 제품들이 중간 매집상 등을 통해 비정상적으로 유통돼 동네 슈퍼마켓 등지에서 헐값에 팔리고 있는 것이다. 그런데 이런 과정에서 덤핑 판매로 직영 영업소들이 입는 손해를 빙과 회사가 '장려금' 명목으로 보상해 준다는 것에 주목할 필요가 있다. 공정위에 따르면 빙과 업체들이 대리점 등에 지원금 명목으로 쓰는 평균 비용이 전체 매출액의 36%에 이르기 때문이다. (아이스크림 원가는 소비자 가격의 20% 수준이다.) 비정상적인 유통과정에 의해 발생하는 이러한 비용은 빙과 업체의 수익률을 저해하는 요소이므로 빙그레도 예외일 수 없다.



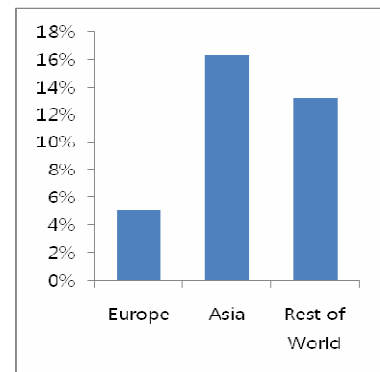
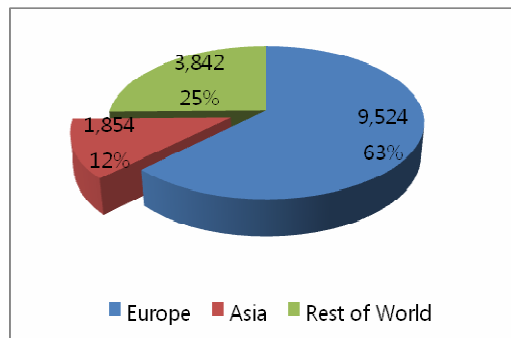
새로운 경쟁자 진입

세계 최대 유업체 다농(Danone)의 시장진출

‘에비앙’, ‘볼빅’ 생수로 유명한 프랑스의 다농이 오는 7 월 국내 호상발효유 시장에 진출예정이다. 다농은 포춘 선정 500 대 기업으로 1990 년 두산과 손잡고 한국 시장에 진출하였으나, 1996 년 사업을 철수한바 있다. 전세계 유제품 시장의 20% 를 점유하고 있는 다농은 일본 호상발효유 시장 1 위를 차지하였다. 지난 해 아시아 시장에서의 매출증가율은 타 지역에 비해 압도적이었으며, 중국 시장을 목표로 아시아 시장에서의 입지 확보를 시도하고 있다.

소매점 판매량이 많은 발효유 시장 특성상 진출의 성패는 유통망 확보에 달려있다. 때문에 다농코리아는 유통망 확보를 위해 국내 업체와 접촉하고 있는 것으로 알려졌다. 국내 유통구조의 특성상 다농의 시장 진출이 쉽지 않을 것이라는 예상이 있지만, 다농의 움직임에 주시할 필요가 있다.

그림30. 다농의 지역별 매출액(€)과 비중(08) 그림31. 07년 대비 08년 지역별 매출증가율



자료: 다농

사업의 구조적 변화 노력

현재 식품업계는 성숙기 시장에서의 안정적인 수입에 만족하지 않고 새로운 성장 동력을 찾아 새로운 사업부문에 진출하는 모습을 보이고 있다. 삼립식품의 경우 떡을 이용한 새로운 프랜차이즈 시장에 진입하는 모습을 보이고 있고, 동원 F&B 의 경우 인삼사업부의 유통확대 및 인지도 재고에 노력을 기울이고 있다. 이 외에 CJ 제일제당의 경우 기능성 식품 부분으로의 사업확장을 고려하고 있는 중이다. 빙그레의 경우도 2008년에 새롭게 노인도시락배달사업에 진출하여 초기 투자금 50 억원을 지출한 상황이다. 아직 그 성공여부는 알 수 없으나 새로운 사업진출이라고 하기에는 조금 비중이 떨어지는 것이 사실이라고 할 수 있을 것이다.

VI. Valuation

빙그레의 경우 매출구성의 상이성과 변동성이 큰 현재 주식시장의 특성을 고려할 때 절대적 기업가치평가방법인 DCF가 적절한 추가검증 방법이라고 판단하였다. 기본적인 Valuation 방향은 보수적으로 설정하였다.

1. 투입요소에 대한 가정

(1) 영업이익률

빙그레의 경우 식품산업의 특성상 영업이익률의 변동이 거의 없는 편이다. 2003년 이후로 6년간 영업이익률의 추이를 분석하면 Min 7.57%에서 Max 9.68% 사이에서 안정적인 영업이익률을 도출하고 있다. 이러한 영업이익률은 특별한 변동이 없는 한 향후 지속될 것으로 보인다. 또한 위에서 분석한 바와 같이 원유가 상승을 가격 상승으로 잘 전달하고 있고, 환율과 국제석유가, 원당가 상승에 크게 영향을 받지 않는 사업구조를 갖고 있기에 6년 평균 영업이익률인 8.5% 정도가 적당하다고 추정된다. 그러나 유제품 시장의 경쟁이 날로 치열해지는데 따른 판촉비 및 판관비 비중의 증가가 예상되며, E-Mart와 같은 할인점의 압력이 미래에는 더욱 거세질 것으로 보아 영업이익률의 경우 2009년 7.5%를 시작으로 점점 감소시켜 5.5%까지 감소하는 것으로 수정적용하였다.

(2) 매출액 성장률 및 영구성장률 산정

식품산업은 대표적인 성숙기 산업으로서 시장의 외형적인 성장은 기대하기 힘든 편이다. 그렇지만 판매단가 상승과 프리미엄 제품의 도입 등으로 대부분 기업들의 매출이 매년 소폭 상승하고 있다. 매출액 성장률은 사업부를 가공유와 기타유제품, 빙과류 3부분으로 나누었고 빙과류는 2%수준의 낮은 상승분을 가공유와 기타유제품의 경우 7%와 5%를 시작으로 점차 감소하여 2%수준까지 감소하는 수정성장률을 적용하였다. 빙그레의 과거 매출액 성장률의 평균이 약 3.6%이고 작년의 매출액 성장률이 10%인 점을 감안하면, 밑의 표에서 보여지는 전체 매출액 성장률과 비교해 보았을 때 적정할 것으로 예측된다. 영구성장률 역시 최소한의 물가 상승분만을 반영하여 연간 2%의 영구성장률을 가정한다.

(3) 기타

a. FCFF를 산정하기 위한 기타요소

CAPEX, 순운전자본의 증감과 관련된 요소는 큰 변동이 없고, 해당요소가 적정주가를 산출함에 있어 미치는 영향은 적기 때문에 평균과 추세를 반영하여 가정하였다.

b. 희석주식 관련사항

빙그레의 경우 전환사채와 신주인수권부 사채가 발행된 적이 없고 우선주도 발행된 적이 없다. 주식선택권의 경우 2003년에 임직원에 부여한 부분이 존재하고 행사기간내

행사가능성이 확실히 되므로 적정주가 산출시 희석효과(약 48,204주)를 고려하였다.

(4) 자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC

자기자본 비용 및 타인자본 비용, WACC 은 Quantiwise에서 제공하는 일별기준 베타값과 한국신용평가에서 제공하는 회사채 신용등급(A+)의 1년 기준 수익률, 그리고 리서치 팀의 가중치조정 등을 반영하여 결정하였다.

표2. 투입요소 자료(기대)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	593,586,340	617,448,511	635,727,409	651,958,422	664,997,590	678,297,542
전체매출액 성장률		4.02%	2.96%	2.55%	2.00%	2.00%
매출액성장률(바나나맛 우유)		7.0%	5.0%	3.0%	2.0%	2.0%
매출액(바나나맛 우유)	118,717,268	127,027,477	133,378,851	137,380,216	140,127,820	142,930,377
매출액성장률(기타 유제품)		5.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
매출액(기타 유제품)	201,819,356	211,910,323	218,267,633	224,815,662	229,311,975	233,898,215
매출액성장률(빙과류)		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액(빙과류)	273,049,716	278,510,711	284,080,925	289,762,543	295,557,794	301,468,950
가중평균성장률		5.7%	3.8%	3.0%	2.0%	2.0%
수정영업이익률		7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%

자료: Research 1 Team Database

표 3. Conclusion		표 4. Conclusion		
현재가치의 합	53,972,878	자기자본비용		7.58%
PV of TV	300,333,473	1년치일별베타		0.38196
현금 + 시장성유가증권	85,247,079	Adj. 한국시장프리미엄		6.04%
비영업용자산	8,737,836	3년만기국채수익률(2008년 평균)		5.27%
Value of the Firm	448,291,267			
(-)Value of the Debt	6,530,060			
전환사채	0	WACC		7.52%
신주인수권부사채 및 S/O 등		차입금가치(이자발생부채)		6,530,060
우선주 현재주가		주주지분가치(시가총액)		366,519,314
우선주 발행주식수		한계조달금리		5.75%
(-) Value of the preferred stocks	0	구분	수치	비고
Value of the Equity	441,761,207	1988년 평균지수	692.44	기획재정부 홈페이지
발행주식수	8,789,432	2008년 평균지수	1,529.49	
희석주식수	48,204	시장프리미엄	4.04%	20년간 지수수익률의 기하평균
목표주가	₩ 49,986			
현재주가	₩ 41,700			
기대수익률	20%			

자료 : Research 1 Team Database

자료 : Research 1 Team Database

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

VII. Appendix

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	5,424	5,259	5,395	5,936	유동자산	1,009	1,286	1,453	1,742
매출원가	3,654	3,746	3,806	4,198	현금등가물 및 단기금융	221	540	567	584
매출총이익	1,770	1,513	1,589	1,737	시장성유가증권	0	0	0	267
판매비 및 일반관리비	1,244	1,115	1,126	1,205	미출거래	456	471	488	500
인건비	245	256	260	293	기고자산	314	191	292	251
광고상각비	71	67	63	64	비유동자산	1,908	1,887	1,919	1,991
유형자산상각비	34	28	18	10	투자자산	32	35	72	87
기타판매비 및 일반관리비	193	201	188	222	유형자산	1,688	1,682	1,717	1,758
영업이익	525	398	463	533	유형자산	45	31	17	9
영업외손익	5	18	17	37	자산총계	2,916	3,174	3,372	3,733
이자수익	16	23	36	48	유동부채	553	660	547	649
이자비용	10	2	1	2	미입지부	283	357	276	270
외환차손익	3	1	2	2	단기차입금				
외화환산손익	-0	0	0	-0	유동성장기차입금	14	15	7	7
기분법이익	0	0	0	0	비유동부채	225	223	189	191
기타영업외손익	-2	-4	-17	-7	사채	0	0	0	0
세전계속사업이익	530	416	480	569	장기차입금	45	25	19	59
법인세비용	143	132	60	154	부채총계	778	883	736	840
계속사업이익	387	284	420	416	자본금	498	498	498	498
종단사업이익					자본잉여금	633	635	644	638
당기순이익	387	284	420	416	이익잉여금	1,144	1,343	1,692	2,010
EPS (원)	4,263	3,170	4,740	4,728	자본조정	-145	-196	-211	-236
수정EPS	4,260	3,136		4,702	자본총계	2,138	2,291	2,636	2,892

현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(%,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로연관된금류	457	624	317	668	Growth Ratios				
당기순이익	387	284	420	416	이익성장률 %	0.7%	-3.0%	2.6%	10.0%
비정규수익비용과감	291	274	266	272	EBITDA성장률 %	11.8%	-19.4%	8.7%	10.9%
유형자산과상각비	163	166	152	159	EBIT 성장률 %	15.9%	-24.2%	16.3%	15.0%
유형자산상각비	34	28	18	10	증가산성장률 %	-0.4%	8.8%	6.3%	10.7%
퇴직급여	85	82	80	82	Profitability Ratios				
외화환산손익	0	-0	0	0	이익총이익률 %	32.6%	28.8%	29.5%	29.3%
기분법평가손익	0	624	317	668	EBITDA마진률 %	13.3%	11.1%	11.7%	11.8%
기타	8	-617	-302	-647	EBIT마진률 %	9.7%	7.6%	8.6%	9.0%
영업활동으로연관된자산부	-221	67	-369	-20	세전계속사업이익률 %	9.8%	7.9%	8.9%	9.6%
투자활동으로연관된금류	-178	-560	-289	-170	당기순이익률 %	7.1%	5.4%	7.8%	7.0%
유형자산 투자	-168	-154	-191	-208	Stability Ratios				
유형자산 처분	4	3	3	2	부채비율 %	36.4%	38.5%	27.9%	29.1%
유형자산 증감	-24	-14	-4	-3	순부채비율 %	-7.7%	-21.8%	-20.5%	-27.2%
투자자산 증감	-1	0	-20	-29	유동비율 %	182.3%	194.9%	265.6%	268.3%
기타	9	-395	-76	68	당좌비율 %	125.5%	166.1%	212.2%	229.6%
계우활동으로연관된금류	-345	-162	-86	-91	이자보상배율	52.6	186.2	319.8	346.1
장단기 차입금증가	-41	0	0	47	Performance Ratios				
사채증감	0	0	0	0	ROE %	19.2%	12.8%	17.0%	15.0%
자본증감	0	0	0	0	ROA %	13.3%	9.3%	12.8%	11.7%
비당금의 지급	-78	-85	-71	-97	ROIC %	20.3%	14.3%	20.6%	18.5%
기타	-227	-67	-15	-40	Per Share Ratios				
영업투자계우활동기타	0	0	0	0	수정EPS	3,908	2,882	4,262	4,218
순원금흐름	-67	-88	-57	407	주당순자산	21,708	23,255	26,757	29,362
기초원금	288	221	134	77	주당현금흐름	5,904	4,753	5,989	5,942
기말원금	221	134	77	484	주당배당금	950	800	1,100	1,200