



빙그레 (005180)

분할 및 지주사 전환 영향 분석

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Not Rated

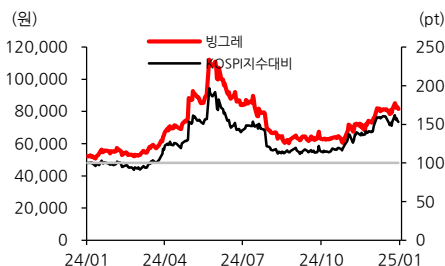
현재 주가(1/20)	81,800 원
상승여력	-
시가총액	8,058 억원
발행주식수	9,851 천주
52 주 최고가 / 최저가	112,100 / 50,800 원
90 일 일평균 거래대금	35.95 억원
외국인 지분율	22.3%
주주 구성	
김호연 (외 4 인)	40.9%
자사주 (외 1 인)	10.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.3%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.3	29.8	-2.6	56.7
상대수익률(KOSPI)	2.5	32.7	7.2	54.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,394	1,462	1,544	1,625
영업이익	112	127	137	147
EBITDA	174	193	215	228
지배주주순이익	86	98	106	113
EPS	8,752	11,091	10,731	11,464
순차입금	-121	-131	-184	-245
PER	6.2	4.8	7.6	7.1
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.4	2.0	2.9	2.5
배당수익률	4.8	4.9	3.2	3.2
ROE	14.2	14.4	13.9	13.4

주가 추이



영업이익 천억 클럽 입성

2013년 이후 내수 부진으로 500억원을 밀돌던 빙그레 영업이익은 2023년 1,122억원으로 단숨에 연간 영업이익 1,000억원대 반열에 진입했다. 1) 냉장 사업 구조 개선, 2) 냉동(빙과) 시장 변동, 3) 수출 비중 확대가 주효했다.

분할 및 지주사 전환 분석

인적분할 방식으로 기존의 음식료품의 생산 및 판매를 하는 분할신설 회사를 설립하고, 분할준속회사는 지주회사로 전환하기로 했다. 분할기 일은 2025년 5월 1일, 재상장 예정일은 2025년 5월 26일이다. 분할 전 자사주 100만주는 전량 소각 예정이며 이에 따라 분할 시점의 분할 비율은 0.4421:0.5579로 변경된다. 분할 후에 빙그레홀딩스는 지주회사로 전환하기 위해 분할신설회사 빙그레 지분에 대하여 공개매수 방식의 현물출자 유상증자를 진행할 예정이다.

특이한 점은 분할 전 미국, 중국, 베트남 판매법인 및 해태아이스크림 이 분할신설회사 빙그레가 아닌 분할준속회사 빙그레홀딩스의 자회사로 남아 빙그레홀딩스 산하에 빙그레, 해태아이스크림, 미국, 중국, 베트남 판매법인이 수평적으로 배치된다. 그렇게 되면 분할 후에는 미국, 중국, 베트남으로 수출 시 제조마진은 분할신설회사 빙그레가 수취하지만 유통마진은 분할신설회사 빙그레로 귀속되지 않게 된다. ASP도 달라진다. 따라서 2024년 기준 사업회사 빙그레의 해외 매출 비중은 분할 전 22.0%에서 분할 후 11.5%로, 2025년 매출 성장률 추정치는 분할 전 5.6%에서 분할 후 4.5%로 하락한다.

이번 분할 및 지주사 전환 과정에서 빙그레 Re-rating의 주요 근거였던 해외 사업의 구도가 변화하게 되었다. 또한 자산 규모가 상당한 해태아이스크림을 포함한 해외 판매 법인들이 분할준속회사에 남게되어 분할신설회사 빙그레의 자본총계는 3,959억원에 불과하다. 이러한 이유로 분할신설회사 빙그레에게 부여할 Target Multiple에 대해 고민해 볼 필요가 있다.

I. 사업 현황 및 전망

>> 사업 현황

빙그레의 영위 사업은 빙과(아이스크림), 우유/치즈/발효유 등의 유제품, 커피/주스/음료, 스낵/디저트, 건강지향식(건강기능식) 등이다. 대표 브랜드로는 투게더, 메로나, 바나나맛우유, 요플레, 꽃게랑 등이 있다. 빙그레의 사업 구분은 냉장, 냉동 및 기타 두가지로 되어있다. 냉장에는 유제품, 커피/주스/음료가, 냉동식품에는 빙과, 스낵 및 건식, 단백질음료 등의 신사업이 포함되어있다.

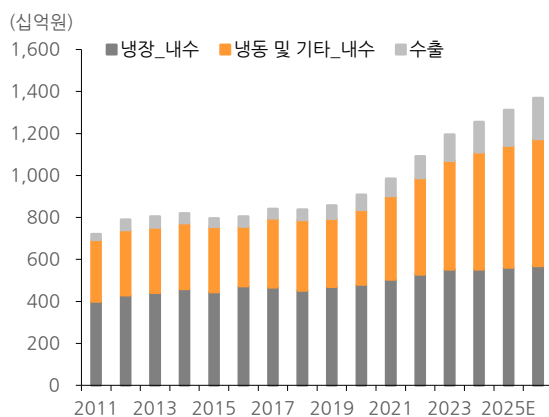
2013년 이후 내수 부진으로 500억원을 밀돌던 빙그레 영업이익은 2023년 1,122억원으로 단순히 영업이익 1,000억원대 반열에 진입했다. 1) 냉장 사업 구조 개선, 2) 냉동(빙과) 시장 변동, 3) 수출 비중 확대가 주효했다.

[그림1] 빙그레의 대표 브랜드



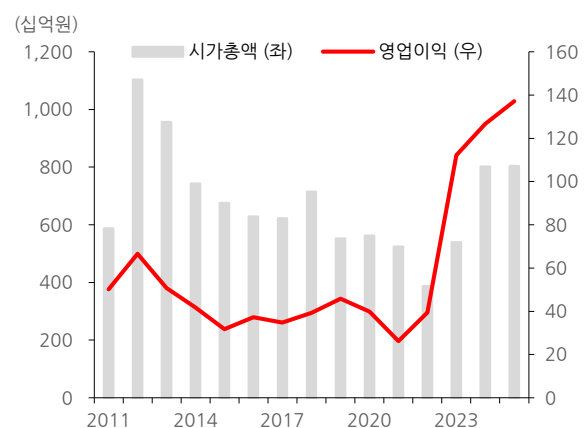
자료: 빙그레, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 빙그레 별도 내수 및 수출 매출 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 빙그레 영업이익 및 시가총액 변화



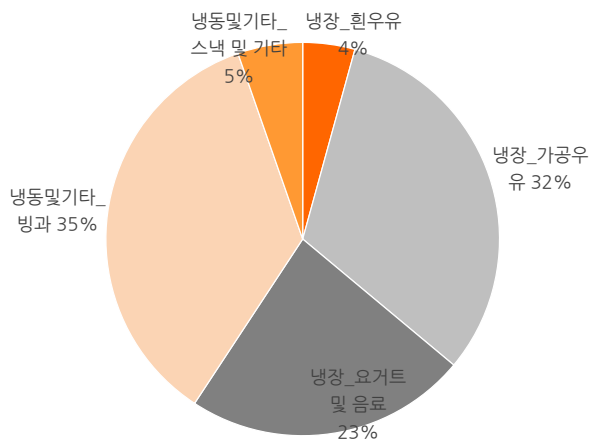
주: 2024, 2025년 영업이익은 추정치, 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

>> 1) 냉장식품 사업 구조 개선

구조적으로 성장을 기대하기 어려운 유제품 카테고리에서 수익성이 가장 낮은 흰우유 비중을 꾸준히 줄여왔다. 2015년 이전 전체 매출액의 8% 비중, 2019년 까지도 4% 비중을 차지했던 흰우유는 2024년 1%대까지 축소된 것으로 추정된다. 흰우유 외에도 가공우유, 요거트 등에서 무분별한 판촉활동 역시 지양했다.

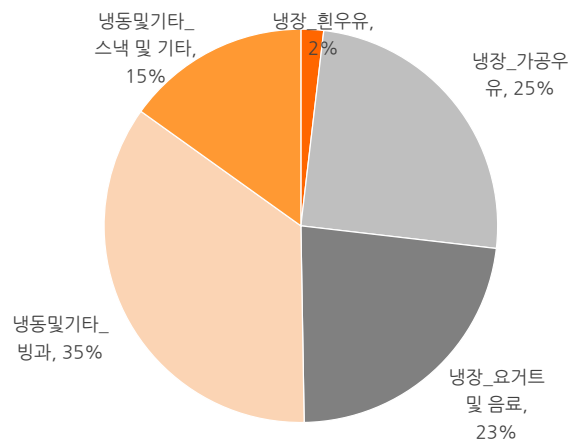
덕분에 2021년 낮은 한자리 초반대까지 하락했던 빙그레의 냉장 사업부 영업이익률은 2024년 7%까지 개선된 것으로 추정된다. 냉장에서 수출을 제외한 내수만으로도 2021년 대비 영업이익률은 3배 이상 개선된 것으로 추정한다.

[그림4] 2019년 빙그레 카테고리별 내수 매출 비중 추정



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림5] 2024년 빙그레 카테고리별 내수 매출 비중 추정



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

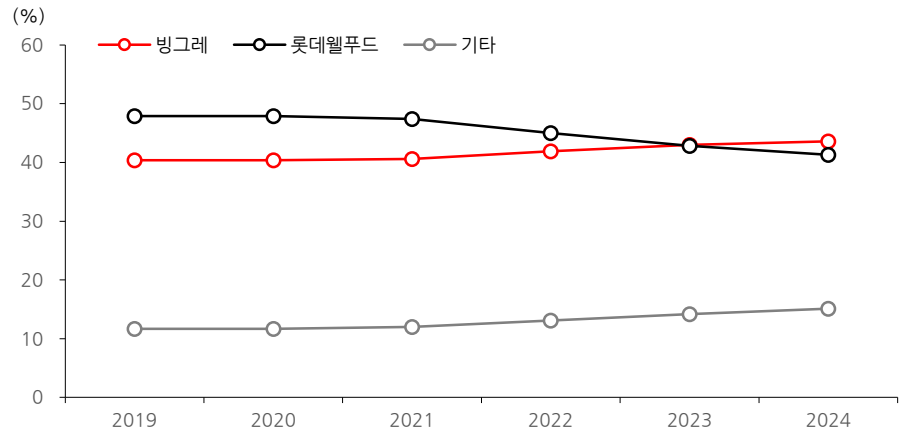
>> 2) 냉동(빙과) 시장 변동

과거 내수 빙과 시장은 빙그레, 해태제과식품, 롯데제과, 롯데푸드가 점유율을 비등하게 차지하며 쿤, 바, 카톤 등의 세부 시장에서 치열하게 경쟁했다. 오랜 관습처럼 오프라인 유통 업체들의 유인 상품으로 빙과 제품이 활용되며 비정상적인 상시할인제가 고착화 되어있었다. 2017년 가격정찰제가 시행되기 시작했지만 관성을 무시하긴 어려웠다.

그러던 중 2020년에는 빙그레가 해태제과식품으로부터 해태아이스크림(해태제과식품의 빙과사업) 지분 100%를 1,400억원에 인수했다. 2022년에는 롯데제과가 롯데푸드를 흡수합병했다. 이에 내수 빙과 시장은 빙그레와 롯데웰푸드의 양강구도로 재편되었다. Player가 줄면 자연히 경쟁강도는 완화되기 마련이다.

2020년 팬데믹 초기, 무인 매장에 대한 선호도가 증가했다. 낮은 창업 비용과 재고 폐기 부담이 적다는 점 등 간편한 운영 방식이 주목받으며 무인 아이스크림 전문점이 크게 늘기 시작했다. 1,000원 미만의 저렴한 가격에 제품 구매가 가능한 무인 아이스크림 전문점이 늘자 2024년 빙과 소비량도 2019년 대비 14.1% 증가했다.

[그림6] 한국 빙과 시장 기업별 점유율 추이



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2020년 3월 31일, 빙그레의 해태아이스크림 인수

1. 발행회사	회사명	해태아이스크림 주식회사 (Haitai Icecream Co., Ltd.)		
	국적	대한민국	대표자	김경호
	자본금(원)	500,000,000	회사와 관계	-
	발행주식 총수(주)	1,000,000	주요사업	아이스크림 제조/판매
- 최근 6월 이내 제3자 배정에 의한 신주취득 여부				
해당사항없음				
2. 알수내역	알수주식수(주)	1,000,000		
	알수금액(원)(A)	140,000,000,000		
	총자산(원)(B)	684,922,782,174		
	총자산대비(%) (A/B)	20.44		
	자기자본(원)(C)	571,139,575,585		
3. 알수후 소유주식수 및 지분비율	지분비율(%) (A/C)	24.51		
	소유주식수(주)	1,000,000		
4. 알수목적		시너지 효과 창출 및 아이스크림 사업역할 강화		
5. 알수예정일자		-		
6. 거래상대방	회사명(성명)	해태제과식품 주식회사		
	자본금(원)	14,558,411,000		
	주요사업	과자, 냉동식품 등 제조/판매		

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2022년 3월 23일, 롯데제과의 롯데푸드 흡수합병

1. 합병방법	롯데제과(주)가 롯데푸드(주)를 흡수합병 - 존속회사(합병법인) : 롯데제과(주)(유가증권시장 상장법인) - 소멸회사(합병법인) : 롯데푸드(주)(유가증권시장 상장법인)		
	합병으로 인한 시너지 효과의 극대화를 통해 경쟁력 강화 및 경영의 효율성 제고를 실현하여 지속적으로 성장하기 위함입니다.		
	(1) 회사의 경영에 미치는 영향 및 효과 합병회사 롯데제과(주)와 미합병회사 롯데푸드(주)는 독립규제 및 공정거래에 관한 법률 상 롯데그룹 기업집단 소속의 계열회사입니다. 본 주요사항보고서 제출일 현재 합병회사인 롯데 제과(주)의 최대주주는 보통주 48.42%를 보유하고 있는 롯데지주(주)이며, 미합병회사인 롯 데푸드(주)의 최대주주는 보통주 40.43%를 보유하고 있는 롯데지주(주)입니다.		
	본 합병이 완료될 시에 합병회사의 최대주주 및 특수관계인 지분율은 보통주 기준 75.86%에 서 67.45%로 변동될 것으로 예상되며, 최대주주의 변경은 없습니다. 이에 최대주주 및 특수 관계인의 지배력에 유의미한 변동은 없을 것으로 판단됩니다.		
4. 합병비용		롯데제과(주) 보통주식 : 롯데푸드(주) 보통주식 = 1 : 2.8051744 [롯데푸드(주) 보통주(액면가 5,000원) 1주당 롯데제과(주) 보통주(액면가 500원) 2.8051744주 교부 예정]	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 무인 아이스크림 판매점 창업 비용 계산

비용 성격		비고	평균 가격	
초기 투자 비용	가맹비	브랜드에 따라 다름	500~1,500만원	3,000~8,000만원
	보증금	입지/규모에 따라 다름	소규모 매장(10평) 기준 1,000~2,000만원	
	인테리어비용	간판, 시트 등	소규모 매장(10평) 기준 500~1,500만원	
	장비 구매 비용	진열대, 키오스크, 냉난방기 등	1,000~3,000만원	
운영 비용	임대료 및 전기료	입지/규모에 따라 다름	월 300만원	연 3,600만원
	제품원가율	약 30~40%	소규모 매장(10평), 원가율 40% 기준 월 400~600만원	연 4,800~7,200만원
매출 추정	매출액		소규모 매장(10평) 기준 월 매출 1,000~1,500만원	연 12,000~18,000만원
초기 투자 비용 제외 예상 순익				연 3,600~7,200만원

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 한국 빙과 시장 증감을 추이

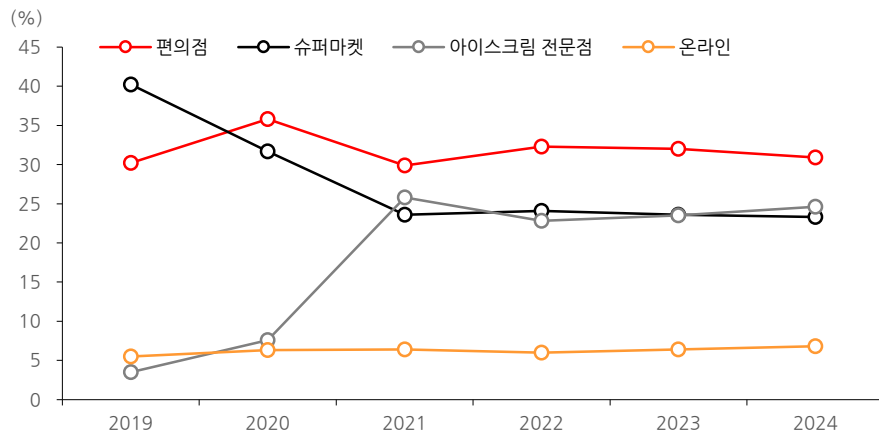


자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

무인 아이스크림 전문점은 점주 입장에서는 무인 시스템으로 운영되기 때문에 인건비 부담이 없다. 여러 카테고리 제품을 갖춰야 하는 일반 대형마트나 편의점과 달리 소규모 매장으로도 충분히 운영 가능해 임대료의 부담이 덜하고, 전기세 및 유지비 외에 추가적인 고정비도 특별히 없다. 이러한 이유로 기존 일반 대형마트, 편의점 보다 저렴한 가격에 빙과 제품을 구매할 수 있는 채널로 급부상하며 2024년 관련 채널 점유율은 24.6%까지 확대되었다. 빙과 업체 입장에서도 점주 등과 직접 거래하기 때문에 유통 단계가 최소화 되어있다는 장점이 있다. 또한 히트 제품을 중심으로 대량주문이 발생되기 때문에 기존 유통 채널보다 수익 구조가 긍정적이다.

출혈 경쟁은 지양하고, 전체 소비량은 증가하고, 특히 수익 구조가 좋은 신채널을 중심으로 물량이 증가하며 2021년 한자리 중반까지 하락했던 빙그레의 냉동 및 기타 사업부 영업이익률은 2024년 11%까지 개선된 것으로 추정된다. 냉동 및 기타 내에서 수출을 제외한 내수만으로도 2021년 대비 영업이익률은 2배 이상 개선된 것으로 추정한다.

[그림10] 한국 빙과 시장 채널별 점유율 추이



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

>> 3) 수출 비중 확대

빙그레는 해외 현지 판매를 위해 2014년 8월 중국 현지법인 BC F&B Shanghai Co., Ltd., 2016년 7월 미국 현지법인 BC F&B USA Corp., 2019년 9월 베트남 현지법인 BC F&B Vietnam Co., Ltd.를 설립했다. 모두 빙그레의 보유 지분율은 100%다. 해외로 수출 중인 브랜드는 메로나(냉동 및 기타), 바나나맛우유(냉장)가 대표적이며 붕어싸만코, 비비빅 수출도 점차 증가 추세다.

주력 수출 국가는 당연히 현지 법인이 설립 되어있는 중국, 미국, 베트남이다. 2024년 별도 수출 매출 기준 중국, 미국, 베트남 합산 비중은 55%로 추정된다. 미국에서는 과거 아시안마트 위주로 판매하고 있었으나 2018년 코스트코 메로나 입점을 계기로 제품 확장에 힘쓰고 있다. 중국, 베트남의 경우 글로벌 편의점 채널 등 선진화된 채널 중심으로 판매처를 확대 중이다.

[그림11] 수출용 바나나맛우유(해외용 테트라팩)



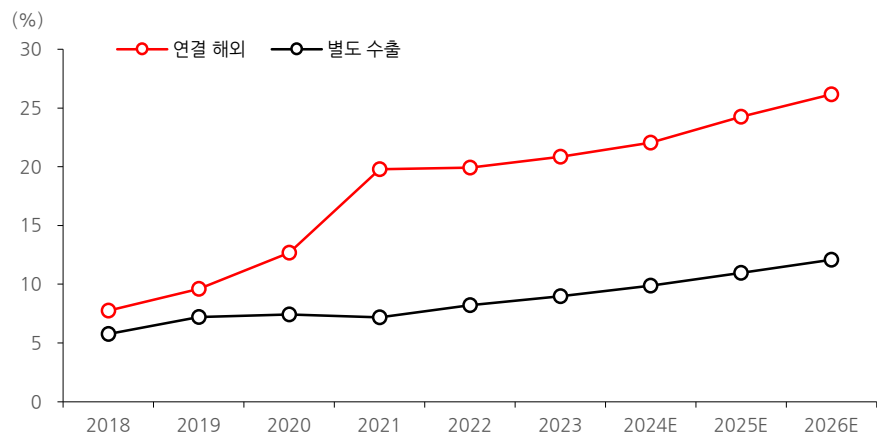
자료: 빙그레, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 수출용 메로나



자료: 빙그레, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 빙그레 별도 수출 및 해외(법인 합산) 매출 비중 추이



자료: 빙그레, 한화투자증권 리서치센터

물류비 등의 비용 부담을 고려하더라도 치열한 내수 시장 대비 해외 시장에서 수익 구조가 긍정적이다보니 냉장, 냉동 및 기타 모두 수출 영업이익률은 10%대로 추정된다. 냉장 사업부의 경우 내수와 수출 영업이익률 차이는 2배 이상으로 추정된다. 따라서 수출 매출이 증가할수록 매출 성장 이상의 이익 성장을 기대할 수 있다.

하지만 1) 아직까지 특정 브랜드가 두각을 나타내고 있지는 않다는 점, 2) 히트 브랜드가 육성되기까지 비용과 시간의 관점에서 투자가 선제되어야할 것이라는 점, 3) 품목 특성상 콜드체인 체계가 갖춰진 국가로 수출 대상국이 한정된다는 점에서 단기간 폭발적인 수출 성장을 기대하긴 어렵겠다. 중장기적 관점에서 해외 판매 확대가 내수 성장의 한계를 극복하고 전사 수익성 개선을 견인해갈 것이다.

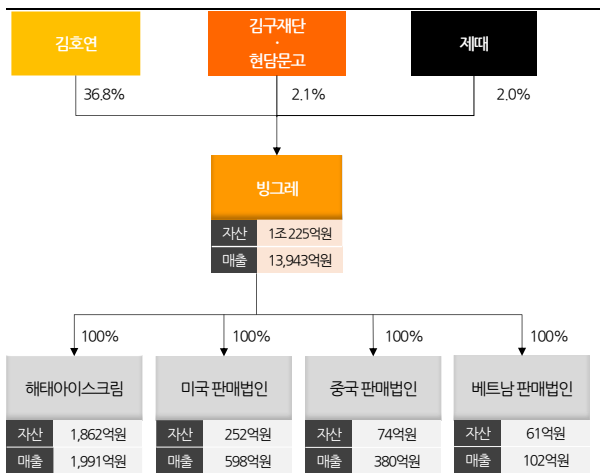
II. 분할 및 지주사 전환 분석

>> 지주회사 체제로 전환

2024년 11월 22일, 분할 결정을 공시했다. 주된 내용은 인적분할 방식으로 기존의 음식료품의 생산 및 판매를 하는 분할신설회사(빙그레-가칭)를 설립하고, 분할존속회사(빙그레홀딩스-가칭)는 지주회사로 전환한다는 것이다. 분할비율은 2024년 9월 30일 순자산 장부가액을 기준으로 산정되어 분할존속회사:분할신설회사 = 0.4592:0.5408이다. 분할기일은 2025년 5월 1일, 재상장 예정일은 2025년 5월 26일이다.

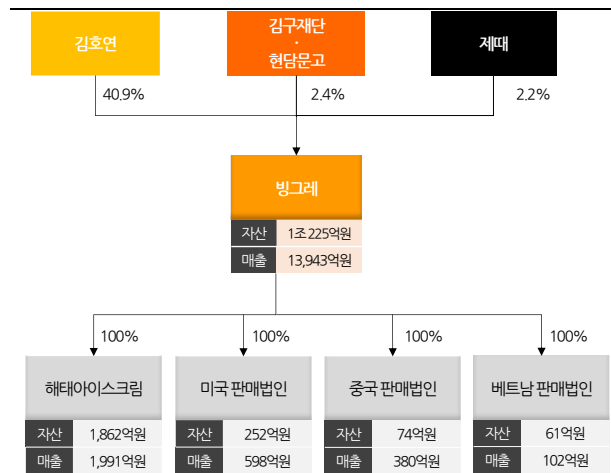
주주가치 제고를 위해 현재 보유중인 자기주식 1,009,440주를 전량을 분할기일 이전에 이사회 결의를 거쳐 소각하기로 결정했다. 모든 자사주가 소각되고 나면 분할 거래 종결 시점에 분할회사의 발행주식총수는 9,851,241주에서 8,841,801주가 된다. 그렇게 되면 분할 비율은 0.4421:0.5579로 변경된다.

[그림14] ~2025년 4월 30일, 분할 전 / 자사주 소각 전



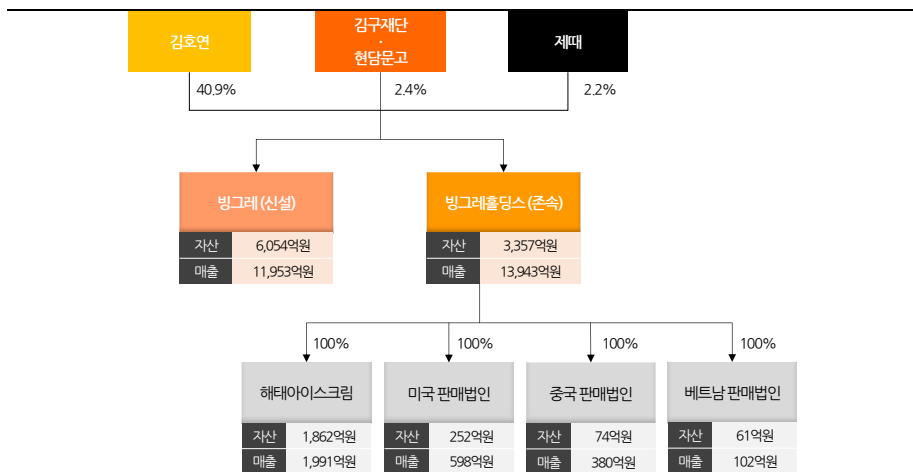
주: 자산 규모는 분할 결정 시점인 2024년 3분기, 매출은 2023년 확정 매출 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] ~2025년 4월 30일, 분할 전 / 자사주 소각 후



주: 자산 규모는 분할 결정 시점인 2024년 3분기, 매출은 2023년 확정 매출 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 2025년 5월 1일, 분할 후

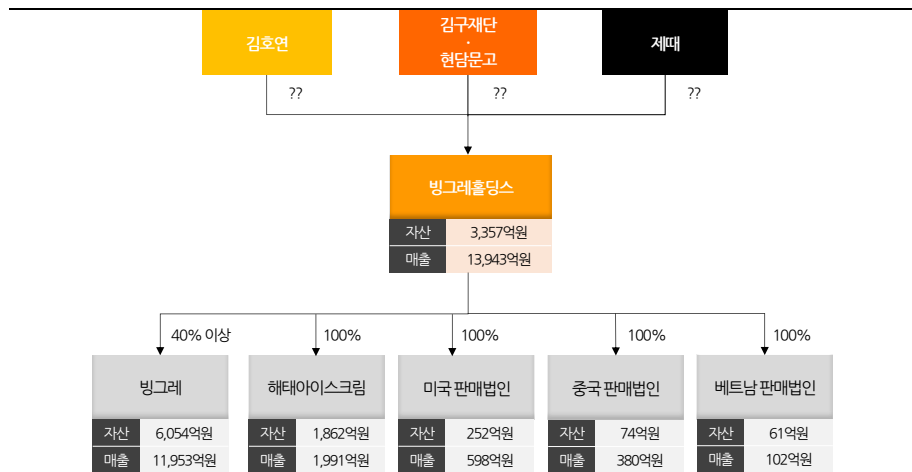


주: 자산 규모는 분할 결정 시점인 2024년 3분기, 매출은 2023년 확정 매출 기준, 자료: 한화투자증권 리서치센터

분할 이후에 빙그레홀딩스(가칭)는 지주회사로 전환하기 위해 분할신설회사 빙그레(가칭) 지분에 대하여 공개매수 방식의 현물출자 유상증자를 진행할 예정이다. 공개매수 방식의 현물출자 유상증자는 분할신설회사인 빙그레(가칭)의 기명식 보통주식을 보유하고 있는 모든 주주 중에서 공개매수에 응모한 주주로부터 해당주식을 현물출자 받고 이의 대가로 분할존속회사인 빙그레홀딩스(가칭)의 기명식 보통주식을 신주로 발행하여 부여하는 방식이다. 아직까지 현물출자 유상증자 규모 및 구체적인 일정 등은 확정되지 않았다.

특이한 점은 분할 전 미국, 중국, 베트남 판매법인 및 해태아이스크림이 분할신설회사(빙그레)가 아닌 분할존속회사(빙그레홀딩스)의 자회사로 남는다는 점이다. 분할과 현물출자 유상증자를 통한 지주회사 체제로 전환한 후에는 빙그레홀딩스의 연결 법인 구조 내에서 빙그레, 해태아이스크림, 미국, 중국, 베트남 판매법인이 수평적으로 배치된다. 그렇게 되면 분할 전에는 미국, 중국, 베트남으로 수출 및 현지 판매 시 제조마진과 유통마진을 모두 분할 전 빙그레가 수취했다면, 분할 후에는 미국, 중국, 베트남으로 수출 시 제조마진은 분할신설회사 빙그레가 수취하지만 유통마진은 분할신설회사 빙그레로 귀속되지 않게 된다. 매출 인식 기준도 달라진다. 분할 전 연결로는 최종 소비자 판매가(예를 들어 미국 코스트코 메로나 24개입 \$13.99, 개당 \$0.58) 기준으로 판가가 인식되나 분할 후 빙그레 기준으로는 미국 판매법인에 인도하는 출고가(예를 들어, 미국 코스트코 메로나 24개입 \$7.0~\$8.4, 개당 \$0.29~\$0.35) 기준으로 판가가 인식될 가능성이 높다.

[그림17] 공개매수 방식의 현물출자 유상증자 후



주1: 자산 규모는 분할 결정 시점인 2024년 3분기, 매출은 2023년 확정 매출 기준

주2: 특관자의 빙그레 보유주식 전량 참여 가정 시, 자료: 한화투자증권 리서치센터

따라서 분할 전 빙그레의 2024년 기준 해외 매출 비중은 22.0%로 추정되나 분할 후 기준으로는 11.5%로 하락한다. 주요 해외 법인에서 성장을 주도할 것으로 기대되고 있기 때문에 2025년 매출 성장률 추정치도 분할 전 빙그레는 5.6%이나 분할 후 빙그레는 4.5%로 하락한다.

[표2] 분할 전 빙그레 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	301	407	464	289	319	436	483	306	1,394	1,462	1,544	1,625
별도	277	339	381	259	288	359	393	271	1,195	1,255	1,311	1,369
냉장품목군	153	157	159	151	157	163	164	157	609	620	641	662
내수	133	139	143	137	134	142	144	140	552	552	561	569
수출	20	18	16	15	23	21	19	17	56	68	80	93
냉동 및 기타품목군	123	182	222	107	131	196	230	114	587	634	671	708
내수	99	158	202	98	103	166	208	103	518	558	581	604
수출	24	23	20	9	28	29	22	11	69	76	90	103
연결법인	32	35	29	21	39	42	33	23	103	117	137	154
중국	8	8	7	6	9	9	8	7	25	29	33	37
미국	17	17	10	7	22	22	13	9	37	51	66	80
베트남	2	3	3	1	2	3	3	1	7	8	10	11
해태아이스크림	5	8	9	6	5	8	9	6	34	29	28	27
연결조정	-7	34	54	10	-8	35	57	11	95	90	96	101
※내수	238	306	355	241	242	316	362	249	1,104	1,139	1,170	1,200
※해외	63	102	109	48	77	120	121	56	291	322	374	425
YoY (%)	2.5	4.8	6.8	4.2	6.1	7.0	4.2	5.6	10.0	4.8	5.6	5.2
별도	4.5	3.6	7.6	3.6	4.2	5.9	3.3	5.0	9.5	5.0	4.5	4.4
냉장품목군	5.0	0.0	1.0	2.0	2.6	3.9	2.8	4.0	6.2	1.9	3.3	3.2
내수	1.8	-1.3	-0.9	0.7	0.3	2.4	0.9	2.8	4.5	0.0	1.6	1.4
수출	33.9	10.8	22.5	16.4	17.7	15.8	19.6	15.2	25.9	20.8	17.1	16.1
냉동 및 기타품목군	3.8	7.0	12.9	5.8	6.2	7.6	3.6	6.4	13.2	8.1	5.7	5.5
내수	2.4	9.0	10.6	5.8	4.0	5.0	3.0	5.0	12.9	7.8	4.1	4.0
수출	9.7	-5.0	42.6	5.4	15.0	25.5	10.3	21.1	16.0	10.5	17.7	15.6
연결법인	5.6	8.3	29.0	11.9	22.5	19.4	12.3	14.0	27.3	12.7	17.5	12.6
중국	22.3	-2.5	28.2	10.0	16.0	16.0	16.0	16.0	63.8	13.0	16.0	10.0
미국	20.7	33.5	90.8	30.0	33.1	30.7	25.5	26.5	25.0	36.5	29.8	20.0
베트남	-8.2	-4.3	40.2	36.2	35.0	31.5	10.1	15.8	-10.9	11.1	22.9	17.5
해태아이스크림	-32.2	-12.6	-6.1	-5.5	-5.0	-4.5	-4.1	-3.6	20.5	-13.8	-4.3	-3.8
연결조정	519.9	14.6	-6.7	5.6	4.6	5.5	6.0	5.4	0.6	-5.4	5.9	5.8
※내수	25.0	23.5	23.9	22.7	16.6	14.3	15.9	14.1	8.7	3.2	2.7	2.6
※해외	44.3	31.7	60.2	27.8	60.0	36.8	54.4	46.7	15.1	10.8	16.2	13.5
매출액 비중 (%)												
별도	91.9	83.1	82.1	89.3	90.2	82.3	81.4	88.8	85.7	85.8	84.9	84.3
냉장품목군	50.9	38.6	34.3	52.2	49.2	37.4	33.9	51.4	43.6	42.4	41.5	40.7
내수	44.3	34.1	30.9	47.2	41.9	32.6	29.9	45.9	39.6	37.8	36.3	35.0
수출	6.5	4.4	3.4	5.0	7.3	4.8	4.0	5.5	4.1	4.7	5.2	5.7
냉동 및 기타품목군	41.0	44.6	47.8	37.1	41.1	44.8	47.5	37.4	42.1	43.4	43.4	43.6
내수	33.0	38.9	43.6	34.0	32.3	38.2	43.1	33.8	37.1	38.2	37.6	37.2
수출	8.1	5.7	4.2	3.1	8.7	6.7	4.5	3.6	4.9	5.2	5.8	6.4
연결법인	10.5	8.6	6.3	7.1	12.2	9.6	6.8	7.7	7.4	8.0	8.9	9.5
중국	2.7	1.9	1.5	2.1	2.9	2.1	1.6	2.3	1.8	2.0	2.1	2.2
미국	5.6	4.1	2.2	2.6	7.0	5.0	2.7	3.1	2.7	3.5	4.3	4.9
베트남	0.5	0.6	0.6	0.4	0.7	0.8	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
해태아이스크림	1.8	2.0	2.0	2.1	1.6	1.8	1.9	1.9	2.4	2.0	1.8	1.6
연결조정	-2.4	8.2	11.6	3.6	-2.4	8.1	11.8	3.6	6.8	6.2	6.2	6.2
※내수	79.1	75.0	76.5	83.3	75.8	72.6	74.9	81.6	79.1	78.0	75.8	73.8
※해외	20.9	25.0	23.5	16.7	24.2	27.4	25.1	18.4	20.9	22.0	24.2	26.2
영업이익	21	45	65	-4	22	49	68	-2	112	127	137	147
별도	25	37	53	3	26	39	56	4	93	118	126	133
연결법인	-4	8	12	-7	-5	10	13	-6	20	9	11	13
YoY (%)	65.2	-2.9	-1.1	적지	1,267.0	133.4	165.8	적지	184.8	12.8	8.3	6.8
별도	79.0	5.0	8.4	흑전	431.6	136.9	175.9	흑전	137.9	27.5	6.6	6.0
연결법인	적지	-26.9	-29.6	적지	적지	119.9	129.8	적지	4,027.0	-56.1	32.7	16.3
영업이익률 (%)	7.0	11.0	13.9	-1.4	6.8	11.3	14.2	-0.7	8.1	8.7	8.9	9.0
별도	9.0	10.8	14.0	1.3	9.2	11.0	14.1	1.5	7.7	9.4	9.6	9.7
연결법인	-15.7	12.1	13.9	-24.0	-15.2	12.5	14.3	-18.6	9.9	4.2	4.9	5.2
순이익	18	36	49	-6	17	39	54	-4	86	98	106	113
YoY (%)	110.6	-3.4	-6.6	적지	-6.7	7.1	8.7	적지	235.7	13.7	7.8	6.8
순이익률 (%)	6.1	8.9	10.7	-2.1	5.4	8.9	11.1	-1.3	6.2	6.7	6.8	7.0

자료: 빙그레, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표3] 분할 후 신설법인 빙그레 분기 및 연간 실적 추정

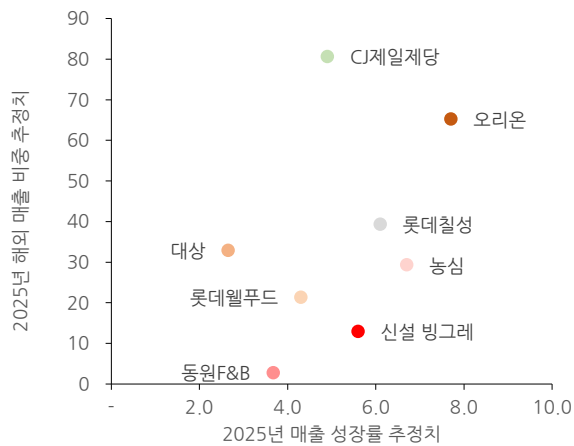
(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	277	339	381	259	288	359	393	271	1,195	1,255	1,311	1,369
냉장품목군	153	157	159	151	157	163	164	157	609	620	641	662
내수	133	139	143	137	134	142	144	140	552	552	561	569
수출	20	18	16	15	23	21	19	17	56	68	80	93
냉동 및 기타품목군	123	182	222	107	131	196	230	114	587	634	671	708
내수	99	158	202	98	103	166	208	103	518	558	581	604
수출	24	23	20	9	28	29	22	11	69	76	90	103
※내수	233	298	345	235	237	309	353	244	1,070	1,110	1,142	1,173
※해외	44	41	35	24	51	50	41	28	125	144	169	196
YoY (%)	4.5	3.6	7.6	3.6	4.2	5.9	3.3	5.0	9.5	5.0	4.5	4.4
냉장품목군	5.0	0.0	1.0	2.0	2.6	3.9	2.8	4.0	6.2	1.9	3.3	3.2
내수	1.8	-1.3	-0.9	0.7	0.3	2.4	0.9	2.8	4.5	0.0	1.6	1.4
수출	33.9	10.8	22.5	16.4	17.7	15.8	19.6	15.2	25.9	20.8	17.1	16.1
냉동 및 기타품목군	3.8	7.0	12.9	5.8	6.2	7.6	3.6	6.4	13.2	8.1	5.7	5.5
내수	2.4	9.0	10.6	5.8	4.0	5.0	3.0	5.0	12.9	7.8	4.1	4.0
수출	9.7	-5.0	42.6	5.4	15.0	25.5	10.3	21.1	16.0	10.5	17.7	15.6
※내수	2.1	3.9	5.5	2.8	1.9	3.8	2.1	3.7	8.4	3.8	2.8	2.7
※해외	19.4	1.3	32.8	11.9	16.2	21.3	14.5	17.5	20.2	15.1	17.4	15.8
매출액 비중 (%)												
냉장품목군	55.4	46.4	41.8	58.4	54.5	45.5	41.6	57.9	50.9	49.5	48.9	48.3
내수	48.2	41.1	37.6	52.8	46.5	39.7	36.7	51.7	46.2	44.0	42.8	41.5
수출	7.1	5.3	4.2	5.6	8.0	5.8	4.9	6.2	4.7	5.4	6.1	6.8
냉동 및 기타품목군	44.6	53.6	58.2	41.6	45.5	54.5	58.4	42.1	49.1	50.5	51.1	51.7
내수	35.9	46.8	53.1	38.1	35.8	46.4	52.9	38.1	43.3	44.5	44.3	44.1
수출	8.8	6.9	5.1	3.5	9.7	8.1	5.5	4.0	5.8	6.1	6.8	7.6
※내수	84.1	87.8	90.7	90.9	82.3	86.1	89.7	89.8	89.5	88.5	87.1	85.7
※해외	15.9	12.2	9.3	9.1	17.7	13.9	10.3	10.2	10.5	11.5	12.9	14.3
영업이익	25	37	53	3	26	39	56	4	93	118	126	133
YoY (%)	79.0	5.0	8.4	흑전	431.6	136.9	175.9	흑전	137.9	27.5	6.6	6.0
영업이익률 (%)	9.0	10.8	14.0	1.3	9.2	11.0	14.1	1.5	7.7	9.4	9.6	9.7
순이익	21	30	40	2	21	31	43	2	72	93	98	103

자료: 빙그레, 한화투자증권 리서치센터 추정

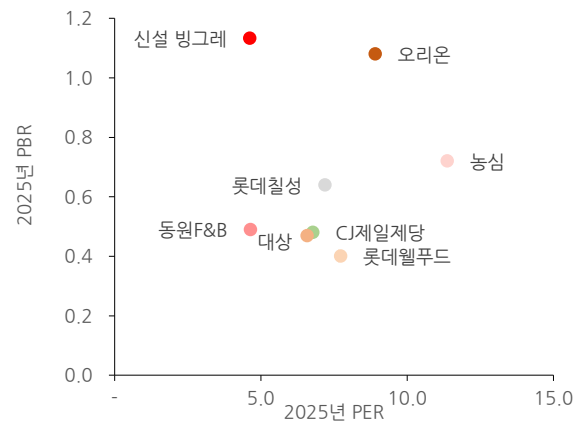
이번 분할 및 지주사 전환 과정에서 빙그레 Re-rating의 주요 근거였던 해외 사업의 규모가 변화하게 되었다. 또한 자산 규모가 상당한 해태아이스크림을 포함한 해외 판매 법인들이 분할존속회사에 남게되어 분할 후 존속회사(빙그레홀딩스), 신설회사(빙그레)의 자본총계는 각각 3,137억원, 3,959억원이다. 이러한 이유로 분할신설회사 빙그레에게 부여할 Target Multiple에 대해 고민해 볼 필요가 있다.

[그림18] 음식료 내 시가총액 5천억원~5조원 미만 기업 비교(1)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 음식료 내 시가총액 5천억원~5조원 미만 기업 비교(2)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 분할재무상태표(2024년 9월 30일 기준)

(십억원)	분할 전	분할 후	
		존속회사(빙그레홀딩스)	신설회사(빙그레)
자산총계	941	336	605
유동자산	384	143	241
현금및현금성자산	167	120	47
단기금융자산	35	22	13
매출채권/재고자산	175	-	175
기타유동자산	6	-	6
비유동자산	557	193	364
투자자산	183	182	1
유형자산	319	9	310
무형자산/사용권자산	32	1	32
기타비유동자산	23	1	22
부채총계	231	22	209
유동부채	197	21	177
매입채무	63	-	63
유동성이자부채	54	-	54
미지급금/비용	51	6	45
기타유동부채	29	15	15
비유동부채	34	1	33
장기차입금	3	-	3
미지급비용/수입보증금	13	-	13
기타비유동부채	19	1	18
자본총계	710	314	396
자본금	50	23	27
자본잉여금	65	15	369
적립금	500	180	-
이익잉여금	95	95	-

주: 자기주식 소각 후 자본금 등 회계상 자본의 구성이 변동될 수 있음, 자료: 빙그레, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,268	1,394	1,462	1,544	1,625
매출총이익	336	441	470	499	526
영업이익	39	112	127	137	147
EBITDA	98	174	193	215	228
순이자손익	3	3	3	3	3
외화관련손익	0	0	-1	-1	-1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	111	126	137	147
당기순이익	26	86	98	106	113
지배주주순이익	26	86	98	106	113
증가율(%)					
매출액	54.6	10.0	4.8	5.6	5.2
영업이익	-5.5	184.8	12.8	8.3	6.8
EBITDA	48.6	77.1	10.7	11.6	5.8
순이익	-31.6	235.7	13.7	7.8	6.8
이익률(%)					
매출총이익률	26.5	31.6	32.1	32.3	32.4
영업이익률	3.1	8.1	8.7	8.9	9.0
EBITDA 이익률	7.8	12.5	13.2	13.9	14.0
세전이익률	2.9	8.0	8.6	8.9	9.0
순이익률	2.0	6.2	6.7	6.8	7.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	-11	157	165	180	191
당기순이익	26	86	98	106	113
자산상각비	59	62	66	78	81
운전자본증감	-107	-10	-3	-5	-4
매출채권 감소(증가)	-18	2	3	-5	-4
재고자산 감소(증가)	-52	-1	32	-5	-4
매입채무 증가(감소)	-18	-12	-29	6	4
투자현금흐름	19	-76	-131	-106	-106
유형자산처분(취득)	-28	-84	-102	-100	-100
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	57	-10	-36	-2	-2
재무현금흐름	-24	-12	9	-27	-30
차입금의 증가(감소)	-12	2	33	-4	-4
자본의 증가(감소)	-12	-13	-23	-23	-26
배당금의 지급	-12	-13	-23	-23	-26
총현금흐름	106	183	198	184	195
(-)운전자본증가(감소)	84	-19	24	5	4
(-)설비투자	28	85	103	100	100
(+)자산매각	-1	0	0	-1	-1
Free Cash Flow	-7	116	71	79	90
(-)기타투자	32	9	-30	3	3
잉여현금	-39	107	101	76	87
NOPLAT	28	87	98	106	113
(+) Dep	59	62	66	78	81
(-)운전자본투자	84	-19	24	5	4
(-)Capex	28	85	103	100	100
OpFCF	-26	83	37	79	90

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	315	395	440	500	566
현금성자산	93	168	230	279	336
매출채권	83	85	86	91	95
재고자산	127	126	95	101	104
비유동자산	454	496	535	561	584
투자자산	98	95	91	94	97
유형자산	299	353	405	435	460
무형자산	57	48	39	32	27
자산총계	769	891	974	1,061	1,150
유동부채	152	182	199	202	203
매입채무	134	145	104	110	114
유동성이자부채	9	15	74	70	66
비유동부채	41	67	58	59	60
비유동이자부채	19	32	25	25	25
부채총계	193	249	258	261	263
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
이익잉여금	487	554	629	712	799
자본조정	-26	-27	-27	-27	-27
자기주식	-22	-22	-22	-22	-22
자본총계	576	642	717	799	887

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,607	8,752	11,091	10,731	11,464
BPS	58,446	65,129	72,759	81,157	90,020
DPS	1,500	2,600	2,600	2,600	2,600
CFPS	10,767	18,551	20,125	18,701	19,755
ROA(%)	3.4	10.4	10.5	10.4	10.2
ROE(%)	4.5	14.2	14.4	13.9	13.4
ROIC(%)	6.4	17.7	18.4	18.1	18.4
Multiples(x, %)					
PER	15.1	6.2	4.8	7.6	7.1
PBR	0.7	0.8	0.7	1.0	0.9
PSR	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
PCR	3.6	2.9	2.6	4.4	4.1
EV/EBITDA	3.3	2.4	2.0	2.9	2.5
배당수익률	3.8	4.8	4.9	3.2	3.2
안정성(%)					
부채비율	33.6	38.8	36.0	32.7	29.7
Net debt/Equity	-11.4	-18.8	-18.3	-23.0	-27.6
Net debt/EBITDA	-66.5	-69.3	-67.9	-85.4	-107.7
유동비율	206.8	216.9	220.5	247.3	278.4
이자보상배율(배)	140.2	65.6	46.2	45.0	50.2
자산구조(%)					
투하자본	71.7	65.6	63.9	61.6	59.1
현금+투자자산	28.3	34.4	36.1	38.4	40.9
자본구조(%)					
차입금	4.5	6.9	12.2	10.7	9.3
자기자본	95.5	93.1	87.8	89.3	90.7

[Compliance Notice]

(공표일: 2025 년 01 월 21 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%