

# 빙그레 (005180)

정한솔

hansoljung@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**120,000**

유지

현재주가

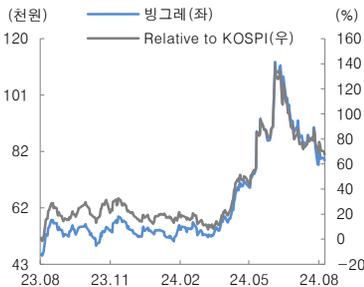
**78,500**

(24.08.14)

음식료업종

KOSPI	2644.5
시가총액	773십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	50십억원
52주 최고/최저	112,100원 / 49,300원
120일 평균거래대금	129억원
외국인지분율	23.56%
주요주주	김호연 외 3인 40.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.9	6.2	43.0	47.3
상대수익률	-1.6	9.7	41.7	43.2



## 더운 여름에 대한 기대

- 높아진 시장 기대치 대비 부진한 실적 기록
- 미국 매출 YoY 42% 성장했으나 중국과 베트남 역성장
- 3분기 국내 무더위 지속으로 성수기 효과와 해외 매출 회복 기대

### 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원 유지

1분기 높은 수출 매출 성장성(YoY +15.9%)과 분기 기준 역대 최고 수준의 마진을 보여주며 2분기 높아진 시장 기대치 대비 부진한 실적 기록. 동사 해외 매출이 상반기에 집중되는 경향이 있으나, 7월 수출은 회복세로 2분기 대비 해외 성장성 회복 예상. 매출 공백이 발생했던 캐나다는 7월부터 식물성 메로나로 전환하여 수출 재개. 중국도 7월 (+) 성장으로 파악. 중국 경기 둔화로 중국 매출 성장 기대감은 낮춰야 한다는 판단이나 3분기 폭염이 지속되며 국내 냉동 카테고리 매출 성장과 견조한 미주 매출 성장 예상. 그러나 3분기도 마케팅비용과 해상운임비 증가가 예상되어 YoY 마진 개선은 제한적일 전망

### 2Q24 Review: 높아진 눈높이 대비 아쉬지만 날씨는 우호적

2Q24 연결 매출액 4,075억원(YoY +4.8%), 영업이익 449억원(YoY -2.9%, OPM 11.1%) 기록하며 컨센서스 하회

국내 매출은 YoY +3.9% 증가한 2,975억원 기록. 냉동 카테고리가 성수기에 진입하며 YoY +9.0% 성장했으나, 국내 경기 침체로 오프라인 트래픽 부진과 저수익 SKU 정리로 냉장 카테고리 YoY -1.3% 역성장. 냉장 내 주력 제품 바나나맛 우유는 미드싱글 성장으로 파악. 해외는 국가별로 상이하여 해외 매출은 YoY +1.3% 증가에 그침. 미국은 메로나 입점 확대로 매출 YoY +41.5% 성장하며 높은 성장세 시현. 그러나 중국과 베트남은 소비 심리 악화로 각각 YoY -2.5%, -26.4% 역성장. 품목별로는 냉동 수출은 YoY +10.8% 성장. 미국에서 메로나 매출이 확대되었으나 캐나다 세관 이슈로 2달간 메로나 매출 공백이 발생하며 전분기(YoY +33.9%) 대비 성장폭 축소. 냉장 수출은 중국 매출이 감소하며 YoY -5.0% 감소. 성수기 진입과 원가 부담 완화로 수익성 개선을 기대했으나 해외 시장 확대를 위한 마케팅비 증가와 수출 관련 해상 운임 증가로 수익성 훼손

(단위: 십억원 %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24				3Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	389	301	405	407	4.8	35.4	412	457	5.1	12.0
영업이익	46	21	50	45	-2.9	113.3	52	65	-1.3	43.8
순이익	38	18	38	36	-3.4	98.3	38	49	-7.5	34.7

자료: 빙그레, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,268	1,394	1,449	1,502	1,534
영업이익	39	112	125	136	145
세전순이익	37	111	122	133	141
총당기순이익	26	86	95	103	110
지배지분순이익	26	86	95	103	110
EPS	2,905	9,751	10,715	11,656	12,409
PER	13.5	5.6	7.3	6.7	6.3
BPS	58,446	65,129	72,331	80,362	89,052
PBR	0.7	0.8	1.1	1.0	0.9
ROE	4.5	14.2	14.0	13.7	13.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

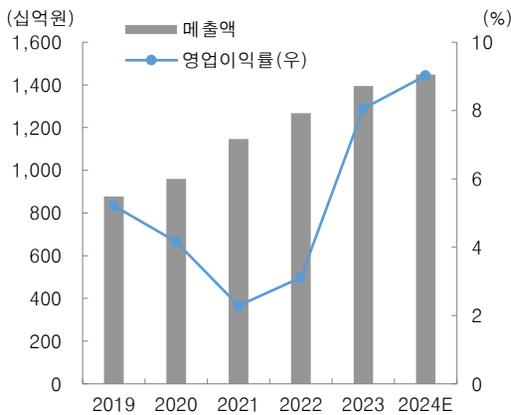
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,449	1,496	1,449	1,502	0.0	0.4
영업이익	131	141	125	136	-4.3	-3.2
영업이익률	9.0	9.4	8.6	9.1	-0.4	-0.3
지배지분순이익	99	107	95	103	-4.4	-3.3
순이익률	6.8	7.1	6.5	6.9	-0.3	-0.3
EPS(지배지분순이익)	11,214	12,053	10,715	11,656	-4.4	-3.3

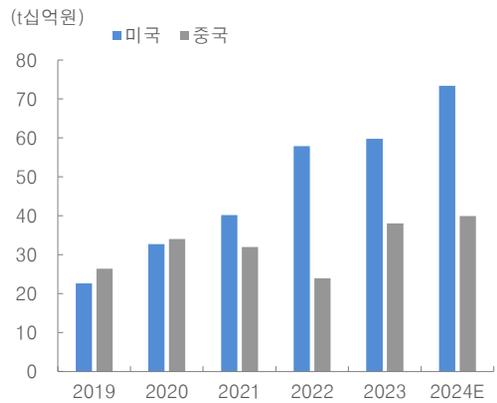
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 1. 실적 추이 및 전망



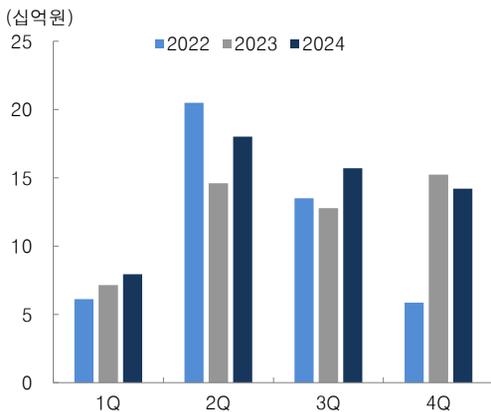
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국/중국 법인 매출 추이 및 전망



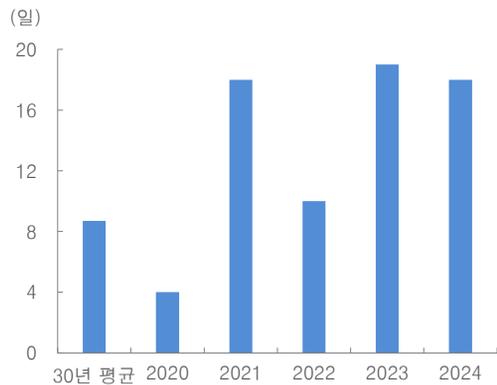
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 3. 분기별 광고선전비 추이 및 전망



주: 2024년 3/4분기는 대신증권 추정치  
자료: FS, 대신증권 Research Center

그림 4. 국내 여름(6월~8월) 폭염일수



주: 2024년은 8/15까지 발생일수  
자료: 기상청, 대신증권 Research Center

표 1. 빙그레 별도법인 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>265</b>	<b>327</b>	<b>354</b>	<b>250</b>	<b>277</b>	<b>339</b>	<b>371</b>	<b>256</b>	<b>1,195</b>	<b>1,242</b>	<b>1,296</b>
내수	228	286	327	229	233	298	341	233	1,070	1,104	1,144
수출	37	41	27	21	44	41	29	23	125	138	152
YoY (%)	14.8	6.7	11.2	8.1	2.5	4.8	5.1	2.2	10.0	3.9	3.7
내수	12.6	6.6	8.3	6.7	2.1	3.9	4.2	1.8	8.4	3.2	3.6
수출	27.0	26.9	28.7	-6.0	19.4	1.3	10.2	10.0	20.2	10.0	10.5
<b>비중(%)</b>											
내수	86.1	87.6	92.4	91.6	84.1	87.8	92.0	90.9	89.5	88.9	88.2
수출	13.9	12.4	7.6	8.4	15.9	12.2	8.0	9.1	10.5	11.1	11.8
<b>영업이익</b>	<b>14</b>	<b>35</b>	<b>49</b>	<b>-5</b>	<b>25</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>-1</b>	<b>93</b>	<b>110</b>	<b>120</b>
YoY (%)	178.9	109.1	143.1	적지	79.0	5.0	0.0	적지	137.9	18.6	9.1
영업이익률 (%)	5.2	10.7	13.9	-2.1	9.0	10.8	13.2	-0.2	7.7	8.8	9.2

자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

표 1. 빙그레 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>294</b>	<b>389</b>	<b>434</b>	<b>278</b>	<b>301</b>	<b>407</b>	<b>457</b>	<b>284</b>	<b>1,394</b>	<b>1,449</b>	<b>1,502</b>
<b>별도</b>	<b>265</b>	<b>327</b>	<b>354</b>	<b>250</b>	<b>277</b>	<b>339</b>	<b>371</b>	<b>256</b>	<b>1,195</b>	<b>1,242</b>	<b>1,296</b>
냉장	146	157	158	148	153	157	162	152	609	624	643
내수	131	141	145	136	133	139	147	138	552	558	569
수출	15	16	13	12	20	18	15	14	56	66	75
냉동 및 기타	119	170	196	102	123	182	209	104	587	618	652
내수	97	145	183	93	99	158	194	95	518	546	575
수출	22	24	14	9	24	23	15	9	69	72	78
<b>중국</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>42</b>
<b>미국</b>	<b>15</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>31</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>79</b>
<b>베트남</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>해태아이스크림</b>	<b>33</b>	<b>58</b>	<b>80</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>62</b>	<b>84</b>	<b>28</b>	<b>199</b>	<b>204</b>	<b>207</b>
YoY (%)	14.8	6.7	11.2	8.1	2.5	4.8	5.1	2.2	10.0	3.9	3.7
<b>별도</b>	<b>14.4</b>	<b>8.8</b>	<b>9.7</b>	<b>5.5</b>	<b>4.5</b>	<b>3.6</b>	<b>4.7</b>	<b>2.5</b>	<b>9.5</b>	<b>3.9</b>	<b>4.4</b>
냉장	10.8	6.8	6.5	1.1	5.0	0.0	2.8	2.4	6.2	2.5	3.2
내수	9.2	3.7	4.0	1.6	1.8	-1.3	2.0	1.7	4.5	1.0	2.0
수출	27.6	43.9	43.8	-3.9	33.9	10.8	12.0	10.0	25.9	16.9	12.9
냉동 및 기타	19.1	10.7	12.3	12.6	3.8	7.0	6.2	2.7	13.2	5.3	5.6
내수	17.5	9.7	12.0	15.1	2.4	9.0	6.0	2.0	12.9	5.4	5.2
수출	26.6	17.7	16.9	-8.8	9.7	-5.0	8.5	10.0	16.0	4.3	8.3
<b>중국</b>	<b>48.2</b>	<b>89.9</b>	<b>47.3</b>	<b>45.3</b>	<b>12.8</b>	<b>-2.5</b>	<b>5.0</b>	<b>8.0</b>	<b>59.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.4</b>
<b>미국</b>	<b>24.9</b>	<b>-31.4</b>	<b>18.9</b>	<b>340.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>41.5</b>	<b>30.0</b>	<b>5.0</b>	<b>3.3</b>	<b>22.8</b>	<b>7.2</b>
<b>베트남</b>	<b>2.5</b>	<b>43.6</b>	<b>-26.4</b>	<b>-29.9</b>	<b>-8.3</b>	<b>-25.4</b>	<b>-10.0</b>	<b>-9.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>-15.8</b>	<b>8.8</b>
<b>해태아이스크림</b>	<b>19.0</b>	<b>10.2</b>	<b>16.1</b>	<b>9.7</b>	<b>-11.1</b>	<b>6.9</b>	<b>5.0</b>	<b>2.0</b>	<b>13.9</b>	<b>2.4</b>	<b>1.7</b>
<b>영업이익</b>	<b>13</b>	<b>46</b>	<b>65</b>	<b>-12</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>65</b>	<b>-5</b>	<b>112</b>	<b>125</b>	<b>136</b>
YoY (%)	702.7	119.5	153.9	적지	65.2	-2.9	-1.3	적지	184.8	11.5	8.9
영업이익률 (%)	4.3	11.9	15.1	-4.4	7.0	11.0	14.1	-1.9	8.1	8.6	9.1

자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,268	1,394	1,449	1,502	1,534
매출원가	932	953	982	1,016	1,039
매출총이익	336	441	467	486	496
판매비와관리비	296	329	342	349	350
영업이익	39	112	125	136	145
영업이익률	3.1	8.1	8.6	9.1	9.5
EBITDA	98	174	176	187	197
영업외손익	-3	-1	-3	-4	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	7	5	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-4	-5	-5	-5	-6
외환관련손실	3	2	2	2	2
기타	-4	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순손익	37	111	122	133	141
법인세비용	-11	-25	-27	-30	-31
계속사업순손익	26	86	95	103	110
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	86	95	103	110
당기순이익률	2.0	6.2	6.5	6.9	7.2
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	26	86	95	103	110
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
포괄순이익	30	79	95	103	109
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	30	79	95	103	109

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,905	9,751	10,715	11,656	12,409
PER	13.5	5.6	7.3	6.7	6.3
BPS	58,446	65,129	72,331	80,362	89,052
PBR	0.7	0.8	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	9,979	17,672	17,838	19,014	19,962
EV/EBITDA	3.3	2.4	3.4	2.8	2.3
SPS	128,683	141,537	147,062	152,468	155,750
PSR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
CFPS	10,767	18,551	18,569	19,746	20,693
DPS	1,500	2,600	2,600	2,600	2,600

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	10.5	10.0	3.9	3.7	2.2
영업이익 증가율	50.2	184.8	11.5	8.9	6.5
순이익 증가율	흑전	235.7	9.9	8.8	6.5
수익성					
ROC	5.9	17.2	18.3	19.5	20.4
ROA	5.2	13.5	13.4	13.2	12.8
ROE	4.5	14.2	14.0	13.7	13.1
안정성					
부채비율	33.6	38.8	37.6	36.2	34.8
순차입금비율	-11.4	-19.6	-25.8	-31.7	-37.3
이자보상배율	140.2	65.6	57.9	55.2	55.5

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	315	395	480	574	674
현금및현금성자산	79	148	225	311	406
매출채권 및 기타채권	83	85	88	92	93
재고자산	127	126	131	136	139
기타유동자산	25	35	35	35	35
비유동자산	454	496	500	504	508
유형자산	299	353	364	373	380
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	155	143	136	132	128
자산총계	769	891	980	1,078	1,182
유동부채	152	182	191	200	209
매입채무 및 기타채무	134	145	148	151	153
차입금	0	5	10	15	20
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	19	32	33	34	36
비유동부채	41	67	77	86	96
차입금	0	11	23	34	45
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	41	56	54	52	51
부채총계	193	249	268	287	305
자배지분	576	642	713	792	877
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
이익잉여금	487	554	626	706	793
기타지분변동	-26	-27	-28	-29	-30
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	576	642	713	792	877
순차입금	-65	-126	-184	-251	-327

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-11	157	152	160	170
당기순이익	26	86	95	103	110
비현금항목의 가감	80	97	88	91	94
감가상각비	59	62	51	51	52
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	21	35	37	40	42
자산부채의 증감	-107	-10	-5	-5	-3
기타현금흐름	-10	-16	-26	-29	-31
투자활동 현금흐름	19	-76	-40	-40	-40
투자자산	-3	4	1	1	1
유형자산	-28	-84	-56	-56	-56
기타	50	4	15	15	15
재무활동 현금흐름	-24	-12	-22	-22	-22
단기차입금	0	5	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	11	11	11	11
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-13	-23	-23	-23
기타	-12	-15	-15	-15	-15
현금의 증감	-17	69	77	86	95
기초 현금	96	79	148	225	311
기말 현금	79	148	225	311	406
NOPLAT	28	87	97	106	113
FCF	58	64	91	100	108

자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

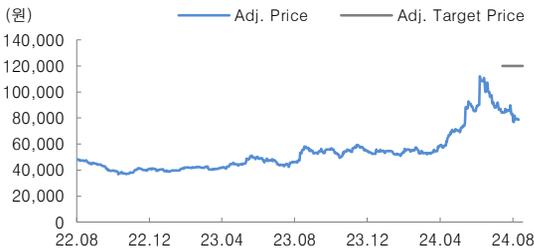
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

빙그레(005180) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.08.16	24.07.18
투자의견	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000
과리율(평균%)		(30.82)
과리율(최대/최소%)		(25.17)
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240812)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상