

빙그레 (005180)

경기개선과 맞물린 성수기효과 기대

2Q25 Review: 시장기대치를 하회하는 영업실적 시현

빙그레의 2Q25 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4,096억원 (+0.5% YoY), 268억원 (-40.3% YoY)을 기록했다. 국내 소비경기 악화와 관련한 주요 카테고리 매출액 정체와 레버리지 제한에 따라 미국 등 해외 고성장에도 불구하고, 아쉬운 마진 레벨을 시현했다. 다만 3Q25의 경우 내수소비부양 효과와 여름 성수기가 맞물린 성장이 예상되며, 레버리지 효과가 고려된 회복세를 기대해볼만 하다는 판단이다.

내수 둔화 영향에 따라 국내 냉장, 냉동 등 주요 카테고리의 제한적인 흐름이 아쉽다. 냉장의 경우 -5.8% YoY의 외형감소를 보였다. 대외변수 영향과 관련한 유통채널 트래픽 감소 등이 더해져 전분기에 이어 로열티가 높은 제품의 판매량 성장에 일부 영향이 지속되고 있으며, 원가 부담까지 겹쳐지는 상황이 이어졌다. 냉동부문의 경우 시장 및 경쟁사대비 견조한 흐름을 보이고 있으나, 이전대비 성장폭은 다소 둔화되었다. 시장지배력이 꾸준히 증가하는 흐름은 긍정적이나, 코코아, 설탕 등 원가상승과 맞물린 마진조정이 불가피하다. 다만 여름 성수기에 일부 소비경기 회복흐름이 기대되는 상황임을 고려시 3Q25의 외형 및 마진회복 가능성을 열어두며, 물량 회복속도가 개선될 경우 예상대비 높은 레버리지효과 시현 또한 가능하다는 판단이다.

프로틴제품 등이 포함된 기타부문의 성장세 (+27.1% YoY)는 높으며, 견조한 흐름이 이어지고 있다. 아직 시장확장 목적의 비용투입이 요구되는 부문임에 따라 외형성장은 긍정적이나, 단기 마진기여는 다소 제한적이다.

해외 수출의 경우 미국향 물량 확대에 따라 냉동부문의 성장 기울기가 예상치를 뛰어넘는다. 외형성장을 위한 마케팅 등 비용집행에도 중장기 성장 기반으로서 유의미한 흐름이 이어질 공간이 크다. 중국의 경우 외형정체에도 비용통제에 따른 이익개선으로 해태아이스크림 수익 하락에도 불구하고, 연결이익 기여가 확대되었다.

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원으로 조정

원유가격과 관련된 구조적 원가부담에도 불구하고 부문별 메가 브랜드 보유에 따라 여타 경쟁업체대비 시장지위 확대 기초를 지속되고 있다. 다만 레버리지가 확대되는 시점에서의 대외변수 악화가 실적변동으로 이어지는 부분이 단기 부담으로 작용한 부분은 아쉽다. 이와 관련 영업실적 추정치 조정 및 target multiple 조정에 따라 목표주가를 기존 12.5만원에서 10만원으로 조정한다. 다만 7월부터 집행중인 내수부양 정책과 관련한 긍정적 효과 및 성수기 영업실적 개선을 기대해볼만 하며, 관련 이익기여 또한 확대 가능성이 높다.

최근 고성장세를 유지하는 해외부문에 대해서도 중장기 측면에서의 현지 시장지배력 확보를 통한 영업실적 기여도 확대가 기대된다. 이미 주요 지역 내 메인 수출 제품의 시장 내 정착에 따라 여타 제품으로 포트폴리오가 확장하고 있다는 점 또한 주목할 만하며, 해외비중 추가 확대에 따른 할증폭 개선이 가능하다는 판단이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

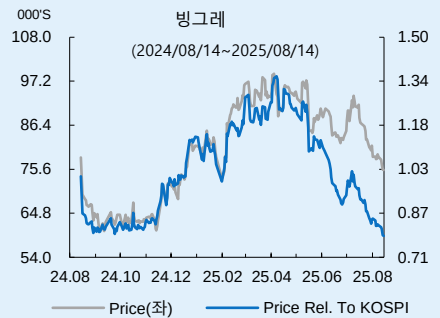
목표주가(12M)	100,000원(하향)
증가(2025.08.14)	75,400원
상승여력	32.6%

Stock Indicator

자본금	50십억원
발행주식수	956만주
시가총액	721십억원
외국인지분율	19.1%
52주 주가	60,400~99,000원
60일평균거래량	52,620주
60일평균거래대금	4.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.9	-21.8	-17.6	-3.9
상대수익률	-17.6	-43.9	-42.1	-25.9

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,463	1,509	1,586	1,651
영업이익(십억원)	131	105	127	152
순이익(십억원)	103	86	98	117
EPS(원)	10,479	8,687	9,919	11,854
BPS(원)	73,274	79,000	85,959	94,852
PER(배)	7.8	8.7	7.6	6.4
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	15.1	11.4	12.0	13.1
배당수익률(%)	4.1	4.4	4.4	4.4
EV/EBITDA(배)	3.2	2.6	2.1	1.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료]

이경신 2122-9211 ks.lee@imfnsec.com

표1. 빙그레 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	300.9	407.5	463.8	290.9	308.5	409.6	487.7	303.3	1,463.1	1,509.0	1,585.6
개별 매출액											
냉장	276.5	338.8	380.8	262.6	285.1	350.4	396.0	269.6	1,258.7	1,301.0	1,351.6
냉동 및 기타	153.1	157.1	159.2	146.1	144.2	148.0	160.4	147.2	615.5	599.7	614.5
기타 및 adj.	123.4	181.7	221.6	116.5	140.9	202.4	235.6	122.4	643.3	701.3	737.1
해태아이스크림	24.4	68.7	83.0	28.3	23.4	59.2	91.7	33.7	204.3	208.0	234.0
BCF&B Shanghai	29.7	61.9	82.0	26.2	30.3	51.6	85.2	26.6	199.8	193.8	198.8
BCF&B USA	10.6	12.3	10.9	8.2	8.3	9.8	10.9	8.5	42.1	37.5	39.4
BCF&B Vietnam	15.1	31.1	20.8	13.4	21.0	41.2	24.0	14.5	80.4	100.7	105.7
BCF&B Vietnam	2.0	3.1	3.4	2.1	2.9	3.7	3.7	2.2	10.6	12.5	13.2
YoY %	2.5%	4.8%	6.8%	4.7%	2.5%	0.5%	5.1%	4.2%	4.9%	3.1%	5.1%
개별 매출액	4.5%	3.6%	7.6%	5.2%	3.1%	3.4%	4.0%	2.6%	5.3%	3.4%	3.9%
냉장	5.0%	0.0%	1.0%	-1.3%	-5.8%	-5.8%	0.8%	0.7%	1.1%	-2.6%	2.5%
냉동 및 기타	3.8%	7.0%	12.9%	14.7%	14.2%	11.4%	6.3%	5.0%	9.6%	9.0%	5.1%
기타 및 adj.	-15.5%	11.3%	3.4%	0.4%	-3.8%	-13.8%	10.5%	19.1%	2.7%	1.8%	12.5%
해태아이스크림	-11.1%	6.9%	2.5%	-5.8%	1.9%	-16.6%	4.0%	1.8%	0.3%	-3.0%	2.6%
BCF&B Shanghai	12.8%	-2.5%	28.4%	9.9%	-21.7%	-20.5%	0.0%	3.0%	10.6%	-10.9%	5.0%
BCF&B USA	-0.5%	41.5%	50.0%	53.5%	39.4%	32.6%	15.0%	8.0%	34.6%	25.2%	5.0%
BCF&B Vietnam	-8.3%	-25.4%	22.1%	89.3%	45.6%	20.1%	10.0%	5.0%	3.9%	18.6%	5.0%
연결 영업이익	21.1	44.9	64.7	0.6	13.5	26.8	61.5	3.0	131.3	104.8	126.7
YoY %	65.2%	-2.9%	-1.1%	-105.2%	-36.1%	-40.3%	-4.9%	382.8%	17.0%	-20.2%	20.9%
OPM %	7.0%	11.0%	13.9%	0.2%	4.4%	6.6%	12.6%	1.0%	9.0%	6.9%	8.0%

자료: 빙그레, iM증권 리서치본부

표2. 빙그레 목표주가 변경

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	12MFWD
지배주주순이익	(19.3)	25.7	86.2	103.2	85.6	97.7	91.6
EPS (원)	-1,962	2,608	8,752	10,478	8,687	9,919	9,303
EPSG (%)	-155.4%	-232.9%	235.6%	19.7%	-17.1%	14.2%	
PER							
High	(33.8)	21.6	6.8	10.7	11.4	10.0	10.6
Avg	(29.9)	18.2	5.5	6.6	10.4	9.1	9.7
Low	(25.7)	14.1	4.4	4.8	8.4	7.4	7.9
End	(27.1)	15.1	6.2	7.8	11.1	9.7	10.4
target PER (X)							10.0
Fair Price (원)							93,032
목표주가 (원)							100,000

자료: 하이투자증권 리서치본부

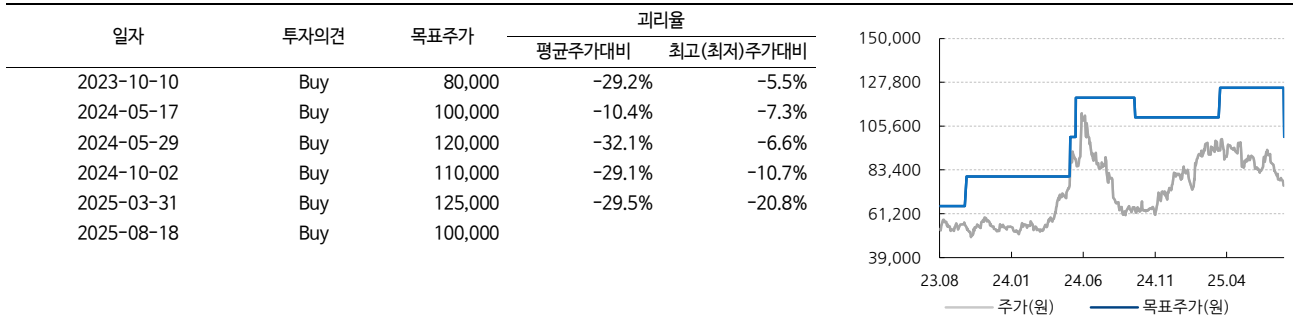
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	474	522	563	628	매출액	1,463	1,509	1,586	1,651
현금 및 현금성자산	175	225	261	322	증가율(%)	4.9	3.1	5.1	4.1
단기금융자산	72	65	58	52	매출원가	994	1,051	1,090	1,130
매출채권	87	91	95	99	매출총이익	469	458	496	521
재고자산	135	136	143	149	판매비와관리비	338	353	369	369
비유동자산	529	545	578	605	연구개발비	7	7	7	7
유형자산	393	409	441	469	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	39	39	39	40	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,003	1,067	1,140	1,233	영업이익	131	105	127	152
유동부채	224	231	236	242	증가율(%)	17.0	-20.2	20.9	20.1
매입채무	70	88	102	114	영업이익률(%)	9.0	6.9	8.0	9.2
단기차입금	55	-	-	-	이자수익	6	6	6	6
유동성장기부채	4	4	4	4	이자비용	3	2	1	1
비유동부채	57	57	57	57	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-2	-4	-2	-2
장기차입금	3	3	3	3	세전계속사업이익	133	106	130	156
부채총계	281	289	294	299	법인세비용	30	20	33	39
지배주주지분	722	778	847	934	세전계속이익률(%)	9.1	7.0	8.2	9.4
자본금	50	50	50	50	당기순이익	103	86	98	117
자본잉여금	65	65	65	65	순이익률(%)	7.1	5.7	6.2	7.1
이익잉여금	631	688	756	844	지배주주귀속 순이익	103	86	98	117
기타자본항목	-22	-22	-22	-22	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	0	0	0	총포괄이익	103	86	98	117
자본총계	722	778	847	934	지배주주귀속총포괄이익	103	86	98	117

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	147	153	157	179	주당지표 (원)				
당기순이익	103	86	98	117	EPS	10,479	8,687	9,919	11,854
유형자산감가상각비	53	54	55	56	BPS	73,274	79,000	85,959	94,852
무형자산상각비	10	10	10	10	CFPS	16,842	15,156	16,498	18,544
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	3,300	3,300	3,300	3,300
투자활동 현금흐름	-124	-73	-74	-74	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-89	-85	-85	-85	PER	7.8	8.7	7.6	6.4
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	1.1	1.0	0.9	0.8
금융상품의 증감	-46	7	6	6	PCR	4.8	5.0	4.6	4.1
재무활동 현금흐름	4	-48	-48	-48	EV/EBITDA	3.2	2.6	2.1	1.6
단기금융부채의증감	-	55	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	15.1	11.4	12.0	13.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	13.3	11.2	12.1	13.2
배당금지급	-23	-29	-29	-29	부채비율	39.0	37.1	34.7	32.0
현금및현금성자산의증감	27	50	36	61	순부채비율	-25.6	-36.4	-36.9	-39.4
기초현금및현금성자산	148	175	225	261	매출채권회전율(x)	16.9	17.0	17.1	17.0
기말현금및현금성자산	175	225	261	322	재고자산회전율(x)	11.2	11.1	11.4	11.3

자료 : 빙그레, iM증권 리서치본부

빙그레 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%