

## Company Update

Analyst 김태현

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 83,000원

현재가 (9/22) 53,100원

KOSPI (9/22)	2,508.13pt
시가총액	523십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
52주 최고가	58,100원
최저가	36,800원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	19.3%
배당수익률 (2023F)	3.1%

주주구성  
김호연 외 3 인 40.89%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-7%	26%	17%
절대기준	-8%	31%	26%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	83,000	83,000	-
EPS(23)	6,291	5,977	▲
EPS(24)	4,508	4,487	▲

### 빙그레 추가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 빙그레 (005180)

## 상반기 좋은 흐름이 3분기도 이어질 듯

### 3Q23 큰 폭의 이익 성장세 지속 전망

3분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 4,175억원(+6.9% yoy), 434억원(+68.5% yoy)으로 추정되며, 컨센서스(매출액: 4,167억원, 영업이익: 408억원)를 상회할 전망. 안정적인 투입 원가 흐름과 광고선전비 절감 기조가 이어짐에 따라 상반기 보여주었던 큰 폭의 영업이익 개선세가 이번 분기도 지속될 것으로 기대됨

### 길었던 늦더위, 빙과류 판매 호조로 귀결될 전망

부문별로, 냉장류(별도\_유음료 등) 매출액이 6.5%(yoy) 증가한 1,577억원을 기록할 전망. 바나나맛우유와 요플레 등 주력 제품 가격 인상 효과로 외형 성장세가 이어질 것으로 예상되며, 7~8월 마케팅을 축소함에 따라 수익성도 개선될 전망

냉동류(별도\_빙과류, 스낵, 더단백 등 상온 제품) 매출은 1,914억원(+9.5% yoy)으로 개선될 전망. 강수 일수가 많았던 7월 빙과류 판매가 다소 부진했지만 8월 판매 실적이 좋았고, 9월 중순 넘어서까지 무더위가 지속됐음을 고려하면 3분기 빙과류 매출 성장에 대한 기대감이 유효하다고 판단됨. 더욱이 봉어싸만고, 메로나 등 제품 가격 인상 효과도 이어질 전망. 상온커피와 더단백 제품 판매도 양호한 것으로 파악되는데, 특히 체중 조절 및 영양 균형에 대한 수요가 확대되면서 더단백 브랜드 매출이 작년 100억원을 넘어 올해는 무리없이 200억원을 상회할 것으로 전망됨

### 원유 가격 상승에 따른 우려는 제한적

10월 초부터 음용유용 원유 가격 인상분 8.8%(리터당 88원)가 반영될 전망. 다만 관련하여 업계 1위 업체가 납품가 인상을 결정함에 따라 동사도 큰 무리없이 판가 인상을 단행할 수 있는 분위기가 조성됐다고 보여짐. 또 빙그레(별도) 매출에서 흰우유가 차지하는 비중이 매년 감소하는 가운데, 작년에는 4% 수준까지 축소돼 타 업체 대비 상대적으로 원유가 상승 부담이 작을 것으로 전망됨

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,147	1,268	1,372	1,454	1,552
영업이익	26	39	96	66	73
세전이익	-12	37	89	62	69
지배주주순이익	-19	26	62	44	49
EPS(원)	-1,962	2,607	6,291	4,508	4,936
증가율(%)	-155.4	-232.9	141.3	-28.3	9.5
영업이익률(%)	2.3	3.1	7.0	4.5	4.7
순이익률(%)	-1.7	2.1	4.5	3.0	3.2
ROE(%)	-3.4	4.5	10.3	7.0	7.3
PER	-27.1	15.1	8.6	12.0	11.0
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.4	3.2	2.2	2.4	2.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

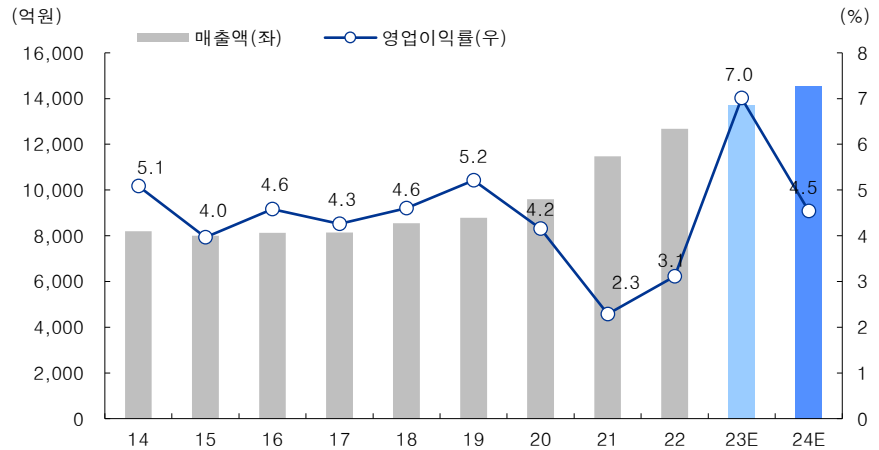
표 1. 빙그레 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
<b>매출액</b>	<b>194.3</b>	<b>267.8</b>	<b>275.8</b>	<b>221.2</b>	<b>255.7</b>	<b>364.4</b>	<b>390.6</b>	<b>256.9</b>	<b>293.5</b>	<b>388.7</b>	<b>417.5</b>	<b>272.2</b>	<b>1,147.4</b>	<b>1,267.7</b>	<b>1,371.9</b>
별도	190.8	256.4	267.1	193.3	231.4	300.6	322.8	236.7	264.7	327.0	349.1	250.3	984.0	1,091.5	1,191.1
냉장	120.1	132.1	136.7	126.4	131.5	147.2	148.0	146.5	145.7	157.1	157.7	154.2	544.3	573.2	614.8
냉동	70.6	124.3	130.4	66.9	99.9	153.4	174.8	90.2	118.9	169.9	191.4	96.1	439.7	518.3	576.3
기타 연결	3.6	11.4	8.6	28.0	24.4	63.8	67.8	20.3	28.8	61.7	68.4	21.9	163.4	176.2	180.8
<b>YoY</b>	<b>9.6%</b>	<b>7.4%</b>	<b>4.3%</b>	<b>18.2%</b>	<b>9.3%</b>	<b>12.2%</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.6%</b>	<b>14.8%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>19.6%</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.2%</b>
냉장	8.7%	2.6%	3.2%	1.3%	7.1%	3.2%	3.4%	7.8%	10.8%	6.8%	6.5%	5.3%	5.6%	5.3%	7.3%
냉동	11.7%	9.8%	2.7%	16.6%	15.6%	21.9%	13.8%	22.1%	19.1%	10.7%	9.5%	6.5%	12.1%	17.9%	11.2%
매출원가	145.5	187.6	197.1	168.2	191.8	257.2	280.6	202.3	212.4	259.9	287.2	209.9	845.6	932.0	969.4
COGS	74.9%	70.1%	71.5%	76.0%	75.0%	70.6%	71.8%	78.7%	72.4%	66.9%	68.8%	77.1%	73.7%	73.5%	70.7%
매출총이익	48.9	80.2	78.7	53.0	63.9	107.1	110.0	54.6	81.1	128.8	130.2	62.3	301.9	335.7	402.5
GPM	25.1%	29.9%	28.5%	24.0%	25.0%	29.4%	28.2%	21.3%	27.6%	33.1%	31.2%	22.9%	26.3%	26.5%	29.3%
판매관리비	42.5	53.4	57.8	67.2	62.4	86.1	84.2	63.7	68.4	82.6	86.8	68.6	275.6	296.3	306.4
SG&A	21.9%	19.9%	21.0%	30.4%	24.4%	23.6%	21.6%	24.8%	23.3%	21.2%	20.8%	25.2%	24.0%	23.4%	22.3%
<b>영업이익</b>	<b>6.3</b>	<b>26.8</b>	<b>20.9</b>	<b>-14.2</b>	<b>1.6</b>	<b>21.1</b>	<b>25.8</b>	<b>-9.0</b>	<b>12.7</b>	<b>46.2</b>	<b>43.4</b>	<b>-6.3</b>	<b>26.2</b>	<b>39.4</b>	<b>96.1</b>
YoY	1.9%	30.1%	2.2%	적지	30.8%	15.1%	40.3%	적지	702.7%	119.5%	68.5%	적지	-34.1%	50.2%	144.0%
OPM	3.3%	10.0%	7.6%	-6.4%	0.6%	5.8%	6.6%	-3.5%	4.3%	11.9%	10.4%	-2.3%	2.3%	3.1%	7.0%

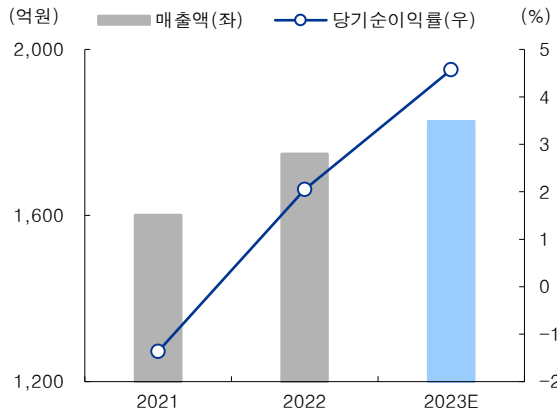
자료: 빙그레, IBK투자증권

그림 1. 연결 실적 추이 및 전망



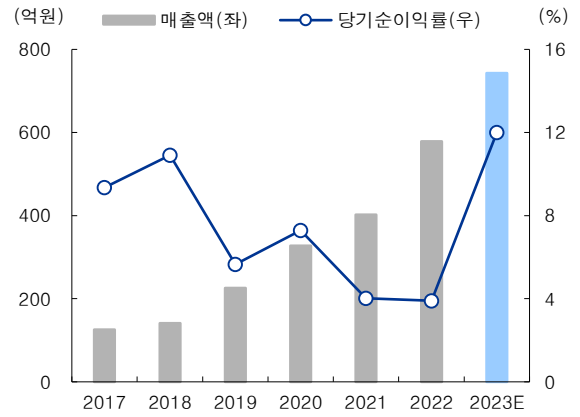
자료: 빙그레, IBK투자증권

그림 2. 해태아이스크림(주) 실적 추이



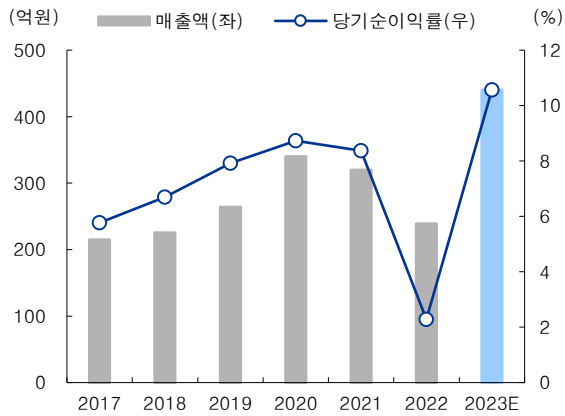
자료: 빙그레, IBK투자증권

그림 3. 빙그레 미국 법인 실적 추이



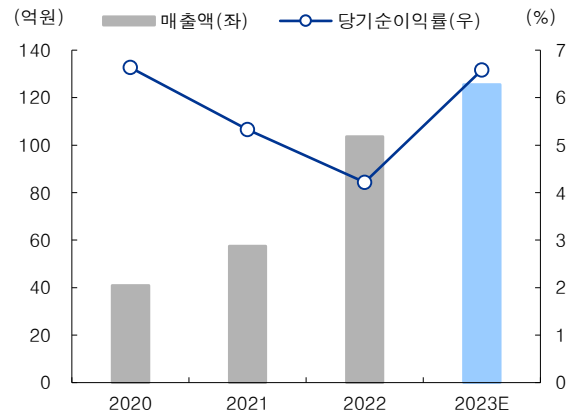
자료: 빙그레, IBK투자증권

그림 4. 빙그레 중국 법인 실적 추이



자료: 빙그레, IBK투자증권

그림 5. 빙그레 베트남 법인 실적 추이



자료: 빙그레, IBK투자증권

빙그레 (005180)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,147	1,268	1,372	1,454	1,552
증가율(%)	19.6	10.5	8.2	6.0	6.8
매출원가	846	932	969	1,059	1,126
매출총이익	302	336	403	395	426
매출총이익률 (%)	26.3	26.5	29.4	27.2	27.4
판매비	276	296	306	329	353
판매비율(%)	24.1	23.3	22.3	22.6	22.7
영업이익	26	39	96	66	73
증가율(%)	-34.1	50.2	144.0	-31.4	11.4
영업이익률(%)	2.3	3.1	7.0	4.5	4.7
순금융손익	3	2	-1	-1	0
이자손익	2	2	2	2	3
기타	1	0	-3	-3	-3
기타영업외손익	-41	-4	-5	-3	-4
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-12	37	89	62	69
법인세	8	11	27	18	20
법인세율	-66.7	29.7	30.3	29.0	29.0
계속사업이익	-19	26	62	44	49
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-19	26	62	44	49
증가율(%)	-155.4	-232.9	141.3	-28.3	9.5
당기순이익률 (%)	-1.7	2.1	4.5	3.0	3.2
지배주주당기순이익	-19	26	62	44	49
기타포괄이익	2	5	0	0	0
총포괄이익	-18	30	62	44	49
EBITDA	82	98	167	139	137
증가율(%)	-0.9	20.4	69.7	-16.8	-1.0
EBITDA마진율(%)	7.1	7.7	12.2	9.6	8.8

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	-1,962	2,607	6,291	4,508	4,936
BPS	56,630	58,446	63,365	66,358	69,778
DPS	1,400	1,500	1,700	1,700	1,800
밸류에이션(배)					
PER	-27.1	15.1	8.6	12.0	11.0
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.4	3.2	2.2	2.4	2.2
성장성지표(%)					
매출증가율	19.6	10.5	8.2	6.0	6.8
EPS증가율	-155.4	-232.9	141.3	-28.3	9.5
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	3.8	3.1	3.1	3.3
ROE	-3.4	4.5	10.3	7.0	7.3
ROA	-2.5	3.4	7.9	5.4	5.7
ROIC	-5.4	6.6	15.7	12.2	13.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	36.3	33.6	28.3	27.5	26.8
순차입금 비율(%)	-28.9	-12.8	-27.4	-30.1	-34.1
이자보상배율(배)	82.8	61.7	54.2	27.8	30.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	18.2	18.1	19.1	21.6	20.3
재고자산회전율	17.7	12.6	15.3	26.6	26.6
총자산회전율	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	314	315	396	463	518
현금및현금성자산	96	79	118	139	170
유가증권	70	13	82	87	93
매출채권	59	81	63	72	81
재고자산	74	127	52	58	59
비유동자산	446	454	405	371	353
유형자산	295	299	292	263	250
무형자산	65	57	47	38	32
투자자산	32	32	25	25	26
자산총계	760	769	801	834	871
유동부채	160	152	126	128	128
매입채무및기타채무	56	76	68	66	62
단기차입금	0	0	4	4	4
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	42	41	50	52	56
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	4	4	4
부채총계	202	193	177	180	184
지배주주지분	558	576	624	654	687
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	-3	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	468	487	536	565	599
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	558	576	624	654	687
비이자부채	197	174	149	151	155
총차입금	5	19	28	29	29
순차입금	-161	-74	-171	-197	-234

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	56	-11	259	99	98
당기순이익	-19	26	62	44	49
비현금성 비용 및 수익	109	80	95	77	68
유형자산감가상각비	45	48	60	64	57
무형자산상각비	10	11	11	8	7
운전자본변동	-20	-107	110	-17	-13
매출채권등의 감소	9	-17	22	-9	-8
재고자산의 감소	-19	-52	74	-6	-1
매입채무등의 증가	-3	16	-13	-2	-4
기타 영업현금흐름	-14	-10	-8	-5	-6
투자활동 현금흐름	-19	19	-145	-70	-62
유형자산의 증가(CAPEX)	-57	-28	-50	-36	-43
유형자산의 감소	2	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-3	8	0	0
기타	38	51	-103	-34	-19
재무활동 현금흐름	-24	-24	-79	-10	-9
차입금의 증가(감소)	0	0	4	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-24	-24	-83	-10	-9
기타 및 조정	1	-1	3	3	4
현금의 증가	14	-17	38	22	31
기초현금	82	96	79	118	139
기말현금	96	79	118	139	170

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

**투자 의견 안내 (투자기간 12개월)**

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

**투자등급 통계 (2022.07.01~2023.06.30)**

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	94.4
Trading Buy (중립)	0	0
중립	8	5.6
매도	0	0

**최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이**

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

빙그레	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2021.08.25	매수	66,000	-17.50	-13.48					
	2022.03.16	매수	63,000	-28.36	-10.79					
	2023.03.16	1년경과	63,000	-31.19	-22.46					
	2023.05.22	매수	71,000	-34.32	-28.17					
	2023.08.14	매수	83,000	-33.84	-30.00					
	2023.09.22	매수	83,000							