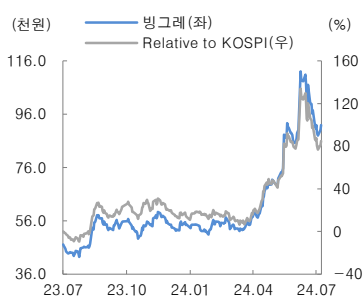


KOSPI	2,866.09
시가총액	841십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	50십억원
52주 최고/최저	112,100원 / 42,450원
120일 평균거래대금	120억원
외국인자본율	23.69%
주요주주	김호연 외 3 인 40.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.2	38.9	57.9	94.1
상대수익률	-24.2	26.4	37.6	78.0



- 메가브랜드의 견조한 국내 매출
- 지난 5년간 연평균 19% 성장하며 꾸준히 해외 매출이 확대
- 비용 효율화가 지속되고 있고 해외 매출 확대로 수익성 개선 기조

목표주가는 12MF EPS 11,703원에 Target PER 10배(국내 음식료 업종 평균) 적용하여 산출. 1) 메가브랜드의 견조한 국내 매출 2) 해외 수출 확대 3) 25년 하반기 해태 무형자산상각비 해소가 예상됨에 따라 실적 개선세 지속 예상. K푸드 성장성에 대한 관심이 높아지고 있는 상황에서 고성장세를 보이고 있는 수출 매출이 유의미한 비중까지 확대 시 밸류에이션 프리미엄까지 가능할 전망

내수시장에서 메가브랜드의 매출이 견조하게 이어지는 가운데 지난 5년간 연평균 19% 성장하며 꾸준히 해외 매출이 확대되고 있다는 점 주목 필요. 별도 기준 해외 매출 비중은 20년 7.8% → 23년 10.5%까지 확대. 주력 제품 바나나맛 우유와 메로나의 맛 다변화를 통한 SKU 확대, 입점 채널 확대 등을 통해 해외 성장 이어갈 전망. 내수시장은 제로시장이 팬데믹 이후 지속 성장하고 있다는 점에서 성수기를 앞두고 제로 빙과 신제품 출시. 제품 카테고리 확대를 통해 제품 경쟁력을 높여가며 점유율 확대 기대

성수가 효과로 2~3분기 높은 수익성을 시현하는데, 해외 매출 확대, 원유 제외 원부재료 하향 안정화, 저수익 제품 정리 등으로 원가율이 개선되며 지난 1분기 기준 역대 최대 수준의 수익성 달성. 원유 가격이 하반기 상승할 가능성은 있으나, 비용 효율화가 지속되고 있고 해외 매출 확대로 수익성 개선 기조를 이어갈 것으로 예상

2Q24 연결 매출액 4,048억원(YoY +4.1%), 영업이익의 505억원(YoY +9.1%, OPM 12.5%) 전망. 계절적 성수기 진입에 따라 냉동 및 냉장부문의 견조한 실적 전망. 수출의 경우 미국은 빙과 중심으로, 중국은 냉장을 중심으로 성장한 것으로 파악. 영업레버리지 효과로 고정비 부담이 낮아지고, 비용 효율화 등으로 YoY 수익성 개선 예상

(단위: 십억원, %)										
구분	2023	1Q24	2024(F)					3Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	389	301	N/A	405	4.1	34.5	414	457	5.2	12.9
영업이익	46	21	N/A	50	9.1	139.7	52	67	2.4	32.8
순이익	38	18	N/A	38	0.9	107.2	39	51	-3.9	33.9

자료: 빙그레, FnGuide, 대신증권 Research Center

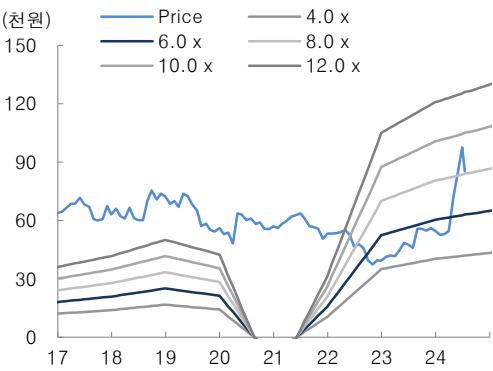
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,268	1,394	1,449	1,496	1,530
영업이익	39	112	131	141	151
세전순이익	37	111	128	137	147
총당기순이익	26	86	99	107	115
지배지분순이익	26	86	99	107	115
EPS	2,607	8,752	10,065	10,818	11,623
PER	15.1	6.2	9.1	8.5	7.9
BPS	58,446	65,129	72,778	81,166	90,342
PBR	0.7	0.8	1.3	1.1	1.0
ROE	4.5	14.2	14.6	14.1	13.6

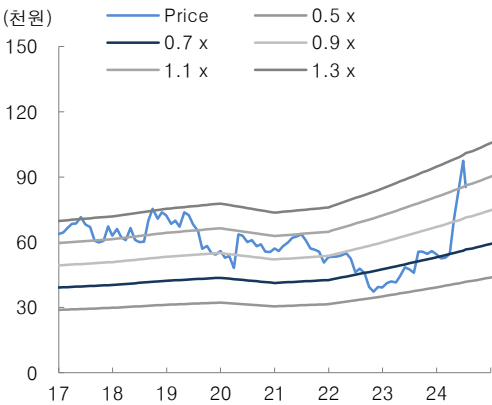
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 9. 빙그레 PER Band Chart



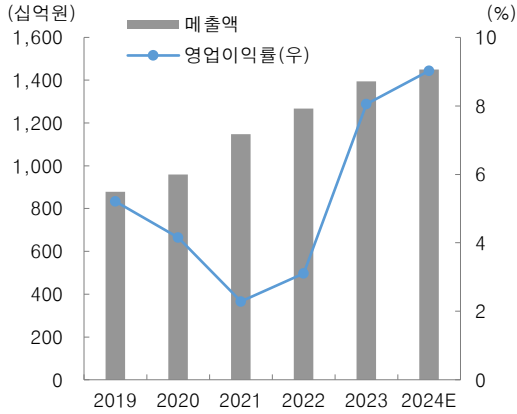
자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 10. 빙그레 PBR Band Chart



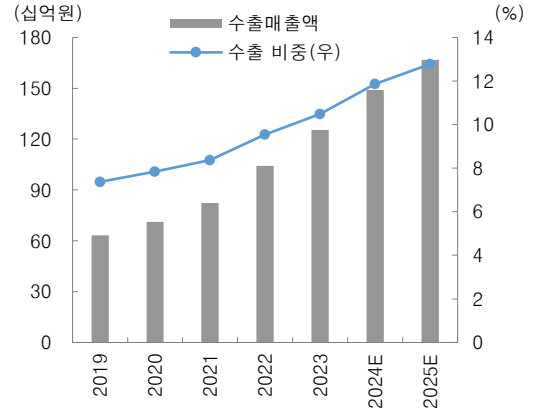
자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 11. 실적 추이 및 전망



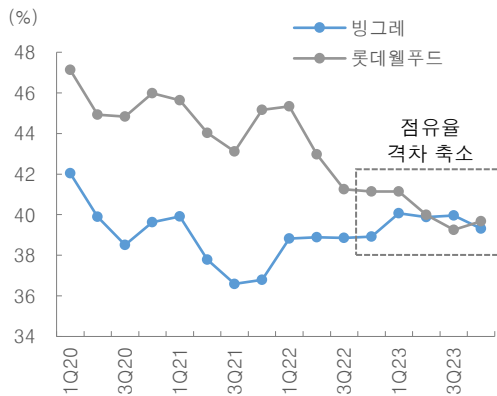
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 12. 수출 매출 추이 및 전망



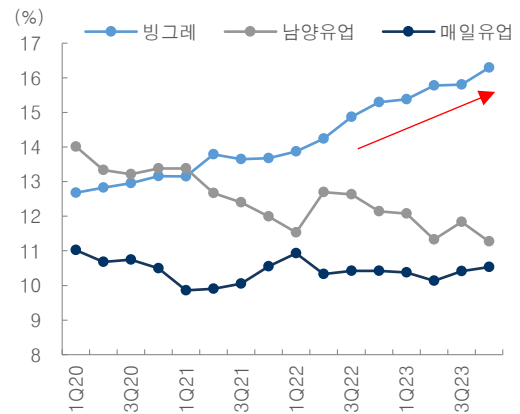
주: 별도기준
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 13. 국내 빙과시장 점유율



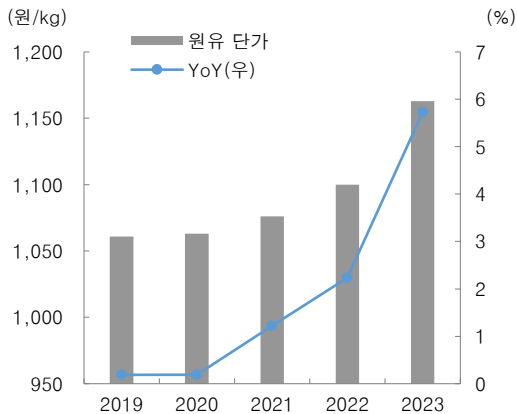
주: 빙그레는 빙그레/해태아이스크림 합산
자료: FS, 대신증권 Research Center

그림 14. 국내 우유시장 점유율



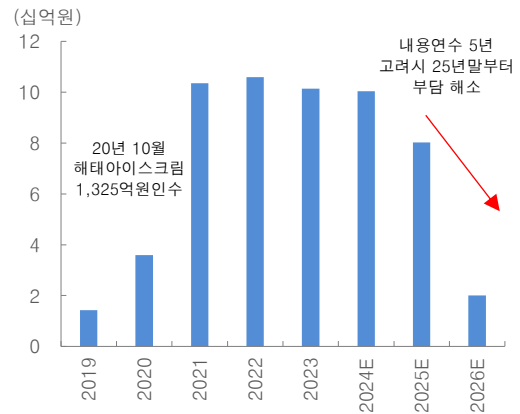
자료: FS, 대신증권 Research Center

그림 15. 원유 단가 추이



자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 16. 무형자산 감가상각비 추이



주: 별도기준
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

표 1. 빙그레 별도법인 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	265	327	354	250	277	345	374	260	1,195	1,256	1,305
내수	228	286	327	229	233	297	343	235	1,070	1,107	1,139
수출	37	41	27	21	44	49	32	25	125	149	167
YoY (%)	14.8	6.7	11.2	8.1	2.5	4.1	5.2	3.2	10.0	3.9	3.3
내수	12.6	6.6	8.3	6.7	2.1	3.6	4.7	2.8	8.4	3.5	2.9
수출	27.0	26.9	28.7	-6.0	19.4	19.2	18.3	18.0	20.2	18.9	11.9
비중(%)											
내수	86.1	87.6	92.4	91.6	84.1	85.9	91.6	90.4	89.5	88.1	87.2
수출	13.9	12.4	7.6	8.4	15.9	14.1	8.4	9.6	10.5	11.9	12.8
영업이익	14	35	49	-5	25	40	50	-5	93	110	120
YoY (%)	178.9	109.1	143.1	적지	79.0	13.6	2.7	적지	137.9	18.9	8.7
영업이익률 (%)	5.2	10.7	13.9	-2.1	9.0	11.5	13.5	-1.8	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	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	294	389	434	278	301	405	457	287	1,394	1,449	1,496
별도	265	327	354	250	277	345	374	260	1,195	1,256	1,305
냉장	146	157	158	148	153	167	165	155	609	640	662
냉동 및 기타	119	170	196	102	123	179	209	105	587	616	643
중국	9	13	9	7	11	14	10	8	38	43	47
미국	15	22	14	9	15	24	15	9	60	64	68
베트남	2	4	3	1	2	3	3	1	10	9	10
해태아이스크림	33	58	80	28	30	60	84	28	199	202	205
YoY (%)	14.8	6.7	11.2	8.1	2.5	4.1	5.2	3.2	10.0	3.9	3.3
별도	14.4	8.8	9.7	5.5	4.5	5.6	5.8	4.1	9.5	5.1	3.9
냉장	10.8	6.8	6.5	1.1	5.0	6.0	4.9	4.8	6.2	5.2	3.5
냉동 및 기타	19.1	10.7	12.3	12.6	3.8	5.2	6.4	3.1	13.2	4.9	4.4
중국	48.2	89.9	47.3	45.3	12.8	13.0	15.0	10.0	59.0	12.8	9.1
미국	24.9	-31.4	18.9	340.5	-0.5	10.0	10.0	5.0	3.3	6.6	7.1
베트남	2.5	43.6	-26.4	-29.9	-8.3	-25.0	2.0	1.8	-1.7	-11.1	8.7
해태아이스크림	19.0	10.2	16.1	9.7	-11.1	3.0	5.0	2.0	13.9	1.3	1.7
영업이익	13	46	65	-12	21	51	67	-8	112	131	141
YoY (%)	702.7	119.5	153.9	적지	65.2	9.1	2.4	적지	184.8	16.5	7.6
영업이익률 (%)	4.3	11.9	15.1	-4.4	7.0	12.5	14.7	-2.7	8.1	9.0	9.4

자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,268	1,394	1,449	1,496	1,530
매출원가	932	953	981	1,012	1,035
매출총이익	336	441	468	484	494
판매비와관리비	296	329	337	343	343
영업이익	39	112	131	141	151
영업이익률	3.1	8.1	9.0	9.4	9.9
EBITDA	98	174	181	192	203
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
법인세비용차감전순이익	37	111	128	137	147
법인세비용	11	25	28	31	33
계속사업순손익	26	86	99	107	115
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	86	99	107	115
당기순이익률	2.0	6.2	6.8	7.1	7.5
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	26	86	99	107	115
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
포괄순이익	30	79	99	106	114
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	30	79	99	106	114

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,607	8,752	10,065	10,818	11,623
PER	15.1	6.2	9.1	8.5	7.9
BPS	58,446	65,129	72,778	81,166	90,342
PBR	0.7	0.8	1.3	1.1	1.0
EBITDAPS	9,979	17,672	18,413	19,473	20,587
EV/EBITDA	3.3	2.4	4.0	3.4	2.8
SPS	128,683	141,537	147,108	151,909	155,276
PSR	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
CFPS	10,767	18,551	19,144	20,204	21,319
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	3.3	2.2
영업이익 증가율	50.2	184.8	16.5	7.6	7.4
순이익 증가율	-232.9	235.7	15.0	7.5	7.5
수익성					
ROIC	5.9	17.2	19.1	20.2	21.3
ROA	5.2	13.5	13.9	13.6	13.3
ROE	4.5	14.2	14.6	14.1	13.6
안정성					
부채비율	33.6	38.8	37.3	35.8	34.3
순차입금비율	-11.4	-19.6	-26.3	-32.5	-38.2
이자보상배율	140.2	65.6	60.5	57.0	57.9

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	315	395	484	581	686
현금및현금성자산	79	148	229	319	419
매출채권 및 기타채권	83	85	88	91	93
채고자산	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	985	1,086	1,195
유동부채	152	182	191	200	209
매입채무 및 기타채무	134	145	148	151	152
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	286	305
자배지분	576	642	717	800	890
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
이익잉여금	487	554	630	714	805
기타자본변동	-26	-27	-28	-29	-30
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	576	642	717	800	890
순차입금	-65	-126	-188	-260	-340

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-11	157	156	165	174
당기순이익	26	86	99	107	115
비현금항목의 가감	80	97	89	92	96
감가상각비	59	62	51	51	52
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	21	35	39	41	44
자산부채의 증감	-107	-10	-5	-5	-3
기타현금흐름	-10	-16	-27	-30	-32
투자활동 현금흐름	19	-76	-40	-40	-40
투자자산	-3	4	1	1	1
유형자산					-28
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	81	90	100
기초 현금	96	79	148	229	319
기말 현금	79	148	229	319	419
NOPLAT	28	87	102	109	118
FCF	58	64	96	104	113

자료: 빙그레, 대신증권 Research Center