

# 빙그레 (005180.KS)

## 메로나의 달콤한 유혹

2분기 실적 서프라이즈 기록. 수출 비중 상승하는 음식료 기업으로 시장 관심 기대. 3분기에도 견조한 빙과 및 가공유 수출 및 원가 절감 통한 이익률 개선 지속될 전망. 주가 올랐지만 여전히 PER 7.8배에 불과

**Analyst 백준기**  
02)768-7066, jack.baek@nhqv.com  
**Jr. Analyst 황지현**  
02)768-7774, jh.whang@nhqv.com

### 빙그레의 역대급 실적은 이제 시작

2분기 시장 컨센서스를 대폭 상회하는 영업이익 서프라이즈 기록. 올해 매출액 1조3,951억원(+10.0% y-y), 영업이익 979억원(+148.5% y-y)의 역대급 실적 예상. 3분기에도 비용 절감 통한 3개 해외 법인(미국, 중국, 베트남)과 국내 이익률 개선 진행 중이며 수출 데이터 또한 양호한 추세 유지

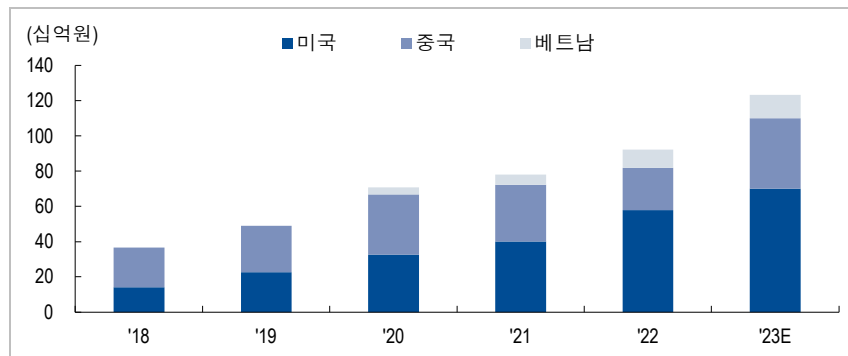
북미 메로나 수출은 코스트코 중심으로 제품 라인업 확대 지속 예상. 올해 2분기 수출 금액은 작년 마케팅 효과에 따른 역기저 효과 있으나 순이익이 전년 대비 60억원 이상 증가하는 등 수익성은 크게 개선. 북미 시장의 경우 바이어의 요청에 따라 피스타치오, 타로 등 다양한 플레이버 라인업이 구성되어 있는데 올해도 매출액 700억원으로 전년 대비 20% 이상 성장 예상. 주력 채널인 코스트코 외의 채널까지 추가될 경우 폭발적인 매출 증가 가능

중국에서는 코로나 시기에도 유통 채널을 유지한 결과 올해 본격적인 리오프닝 효과를 누리고 있음. 올해 2분기에만 매출액 +89.9% y-y 성장을 달성. 주요 편의점 채널과 대형마트에 입점되어 있으며 3분기에도 호실적 기대됨

### 2023E PER 7.8배, 수출 음식료 기업으로서는 여전히 저평가 판단

올해 동사 영업이익률 전년 대비 4%p 높은 7%대까지 상승하며 드라마틱한 실적 개선 시현할 것으로 기대. 동사는 수익성 제고 기조를 드러내고 있으며 빙과 시장 경쟁 상황도 이전 대비 완화 중인 것으로 파악됨. 2023E PER은 7.8배에 불과해 수출 비중 상승하는 음식료 기업으로서는 높은 밸류에이션 매력도를 보유

해외 수출 비중 지속적으로 확대되면서 이익률 상승



자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

## Not Rated

<b>현재가 (23/08/31)</b>	<b>55,700원</b>		
<b>업종</b>	음식료품		
KOSPI / KOSDAQ	2556.27 / 928.4		
시가총액(보통주)	548.7십억원		
발행주식수(보통주)	9.9백만주		
52주 최고가 ('23/08/21)	58,100원		
최저가 ('22/10/13)	36,800원		
평균거래대금(60일)	3,146백만원		
배당수익률 (2023E)	2.69%		
외국인지분율	19.4%		
<b>주요주주</b>			
김호연 외 3인	40.9%		
<b>주가상승률</b>	<b>3개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대수익률 (%)	14.8	32.8	21.7
상대수익률 (%p)	15.8	25.3	17.7

	2022	2023E	2024F	2025F
<b>매출액</b>	1,267.7	1,395.1	1,476.2	1,582.4
<b>증감률</b>	10.5	10.0	5.8	7.2
<b>영업이익</b>	39.4	97.9	103.3	113.9
<b>증감률</b>	50.2	148.5	5.5	10.3
<b>영업이익률</b>	3.1	7.0	7.0	7.2
<b>(지배지분)순이익</b>	25.7	70.3	74.4	82.2
<b>EPS</b>	2,607	7,132	7,549	8,341
<b>증감률</b>	흑전	173.5	5.8	10.5
<b>PER</b>	15.1	7.8	7.4	6.7
<b>PBR</b>	0.7	0.9	0.8	0.7
<b>EV/EBITDA</b>	3.0	2.7	2.5	2.2
<b>ROE</b>	4.5	11.6	11.2	11.3
<b>부채비율</b>	33.6	33.7	33.7	33.6
<b>순차입금</b>	-92.7	-114.8	-135.1	-166.0

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

빙그레는 1967년 설립되어 1978년 코스피에 상장한 국내 대표적인 유가공품 전문 제조기업. 대표적인 제품은 바나나맛 우유, 요플레, 아카페라 커피, 메로나, 꽃게랑 등으로 유제품, 음료, 빙과, 제과까지 라인업을 갖춘. 2020년 해태아이스크림 지분 100%를 인수하면서 국내 빙과 Top 2로 올라섰음. 해외 법인으로는 미국, 중국, 베트남 판매 법인을 갖추고 있고 수출 꾸준히 증가 중. 최대주주는 김호연 회장으로 36.8% 지분 보유 중이며 특수관계인 포함 40.9% 지분 확보

Share price drivers/Earnings Momentum

- 바나나맛 우유 및 아이스크림 해외 수출 증가
- 젊은 연령을 타기팅한 마케팅 효과 극대화

Downside Risk

- 우유 원유 가격 인상

Cross valuations (단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
롯데월드푸드	13.3	8.8	0.5	0.5	3.8	5.6
크라운제과	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
General Mills	15.2	14.4	3.6	3.4	24.4	24.2

자료: FnGuide, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations (단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	N/A	15.1	7.8	7.4	6.7
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
PSR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3
ROE	-3.4	4.5	11.6	11.2	11.3
ROIC	11.1	5.9	14.1	14.3	15.4

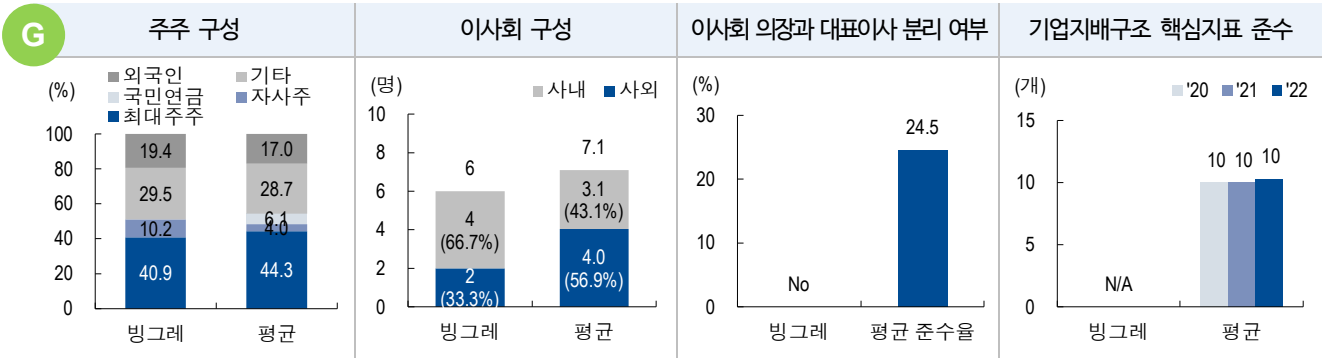
자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials (단위: 십억원, %)

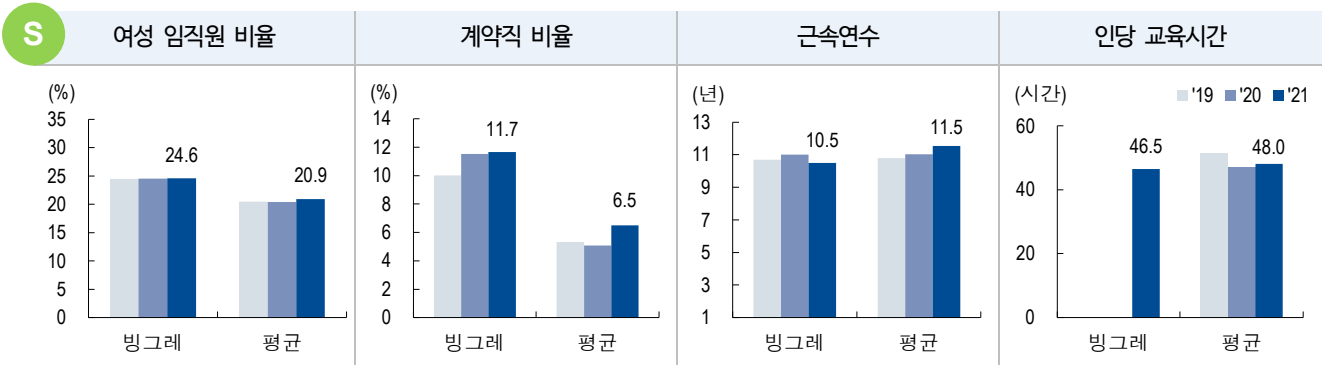
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	820	800	813	815	855	878	959	1,147	1,268
영업이익	42	32	37	35	39	46	40	26	39
영업이익률(%)	5.1	4.0	4.6	4.3	4.6	5.2	4.2	2.3	3.1
세전이익	48	32	37	48	44	53	48	-12	37
순이익	38	25	29	30	34	41	35	-19	26
지배지분순이익	38	25	29	30	34	41	35	-19	26
EBITDA	66	58	63	60	66	79	82	82	98
CAPEX	37	26	26	23	21	27	48	57	28
Free Cash Flow	7	39	40	19	51	35	23	-1	-39
EPS(원)	3,843	2,512	2,916	3,006	3,472	4,168	3,540	-1,962	2,607
BPS(원)	49,132	52,497	52,963	53,683	55,331	57,976	59,843	56,630	58,446
DPS(원)	1,250	1,250	1,250	1,250	1,350	1,450	1,600	1,400	1,500
순차입금	-155	-184	-217	-226	-269	-288	-188	-166	-93
ROE(%)	15.6	4.9	5.5	5.6	6.4	7.4	6.0	-3.4	4.5
ROIC(%)	20.7	9.5	8.0	6.1	10.2	14.0	9.8	11.1	5.9
배당성향(%)	29.2	44.7	38.5	37.3	34.9	31.2	40.6	-64.0	51.6
배당수익률(%)	1.7	1.8	2.0	2.0	1.9	2.6	2.8	2.6	3.8
순차입금 비율(%)	-32.0	-35.7	-41.5	-42.8	-49.4	-50.4	-31.9	-29.8	-16.1

자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부

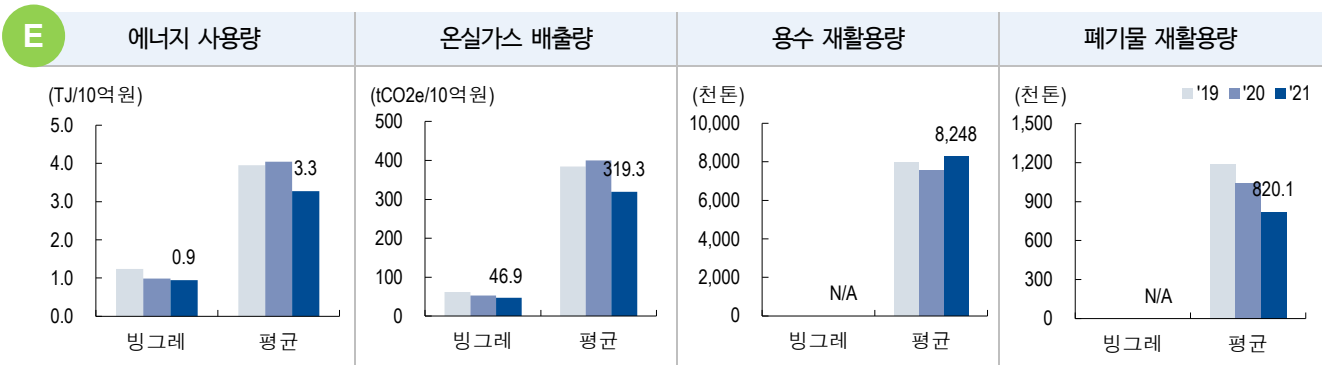
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 빙그레, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부

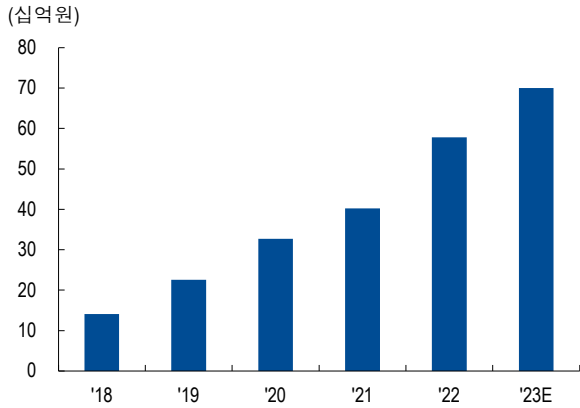


주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부

ESG Event	
E	2020.12 - 친환경 기술진흥 및 소비촉진 유공 정부포상(환경부)
	2020.12 - 저탄소 생활실천 부문 대통령 표창 수상
S	2022.12 - 공정거래 자율준수 표창
	2023.01 - 순직경찰관 유가족 및 범죄피해자 가구 지원
G	1978.8 - 유가증권 시장 상장

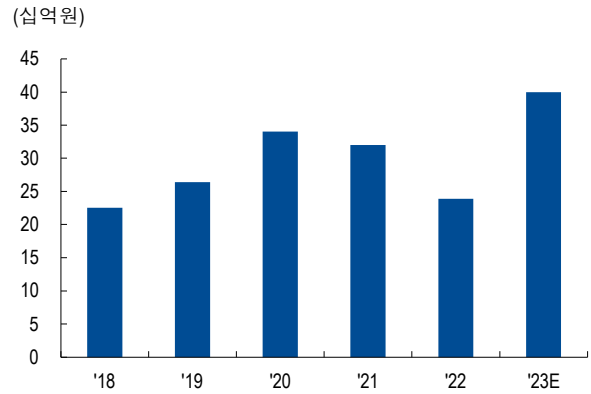
자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부

그림1. 2018~2023 CAGR +38%에 달하는 미국 시장 성장세



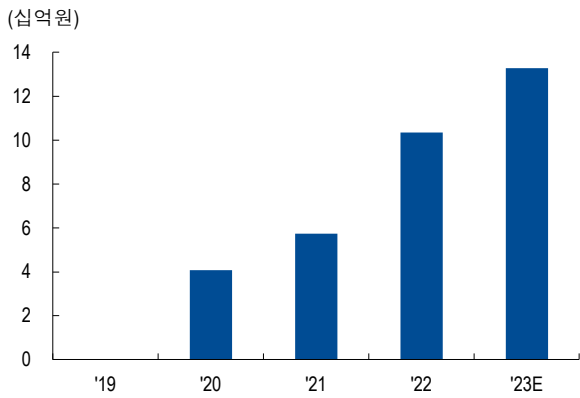
자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 중국은 코로나 19 이후 부진했으나 올해 회복 국면



자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 동남아 호조로 베트남 법인 실적도 가파르게 성장 중



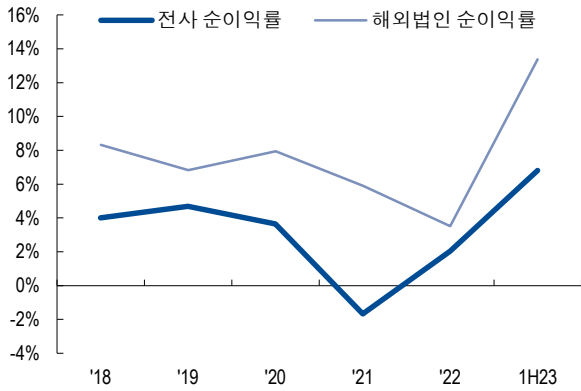
자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부

그림4. 중국 편의점에서 판매 중인 바나나맛 우유



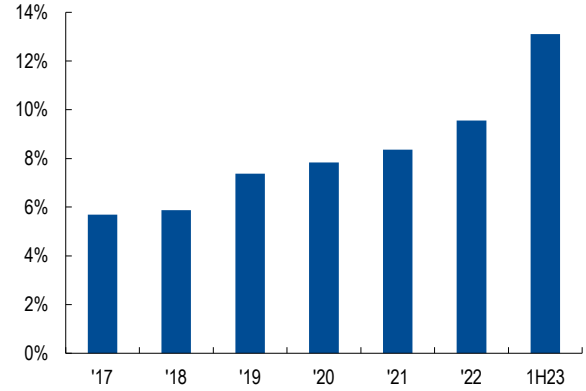
자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부

그림5. 해외 법인 수출 확대로 전사 이익 개선세 강화



자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부

그림6. 수출 비중 지속적으로 상승 중



자료: 빙그레, NH투자증권 리서치본부

표1. 빙그레 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	1,267.7	1,395.1	1,476.2	1,582.4
	- 수정 전	-	1,448	1,504	1,616
	- 변동률	-	-3.7	-1.8	-2.1
영업이익	- 수정 후	39.4	97.9	103.3	113.9
	- 수정 전	-	65	66	81
	- 변동률	-	50.7	56.6	40.7
영업이익률(수정 후)		3.1	7.0	7.0	7.2
EBITDA		98.3	158.9	165.6	177.3
(지배지분)순이익		25.7	70.3	74.4	82.2
EPS	- 수정 후	2,607	7,132	7,549	8,341
	- 수정 전	-	4,775	4,912	5,990
	- 변동률	-	49.4	53.7	39.2
PER		15.1	7.8	7.4	6.7
PBR		0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA		3.0	2.7	2.5	2.2
ROE		4.5	11.6	11.2	11.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**표1. Peer Group Analysis** (단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배)

회사명		빙그레	롯데월드	크라운제과	General Mills
주가 (8/31)		55,700	111,400	8,750	68.3
시가총액(십억원)		548.7	1,051.0	109.6	39,683
매출액	2022	1,267.7	3,203.3	413.6	20,094
	2023E	1,395.1	4,222.4	N/A	20,666
	2024F	1,476.2	4,436.1	N/A	21,059
영업이익	2022	39.4	112.4	17.6	3,434
	2023E	97.9	180.6	N/A	3,627
	2024F	103.3	215.7	N/A	3,756
순이익	2022	25.7	47.0	27.1	2,594
	2023E	70.3	79.1	N/A	2,652
	2024F	74.4	119.6	N/A	2,760
PER	2022	15.1	20.7	4.2	19.6
	2023E	7.8	13.3	N/A	15.2
	2024F	7.4	8.8	N/A	14.4
PBR	2022	0.7	0.6	0.6	4.7
	2023E	0.9	0.5	N/A	3.6
	2024F	0.8	0.5	N/A	3.4
ROE	2022	4.5	2.9	15.3	24.7
	2023E	11.6	3.8	N/A	24.4
	2024F	11.2	5.6	N/A	24.2

주: 빙그레는 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준  
 자료: FnGuide, Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부

**종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지**

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 8월 25일 기준)
  - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.2%	17.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 '빙그레'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

**고지 사항**

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.