

빙그레 (005180)

메로나로 미국을 녹이다

미국 시장 성공적 안착

빙그레가 '메로나'를 앞세워 글로벌 시장에서 뚜렷한 성과를 내고 있다. 미국에서는 메로나가 코스트코 전체 매장에 입점하며, 미국 내 한국 아이스크림 시장의 약 70%를 차지하는 독보적 1위 브랜드로 자리 잡았다. 미국 법인의 매출은 2023년 598억 원에서 2024년 804억 원으로 전년 대비 35% 증가했고, 아이스크림 수출액도 약 40% 증가하며 성장세를 이어가고 있다. 중국 시장에서도 바나나맛우유의 현지화 전략으로 수익성 개선이 진행 중이며, 호주와 유럽에서도 식물성 메로나 출시를 통해 신규 시장에서 의미 있는 성과를 내고 있다. 별도 매출 중 수출 비중은 2023년 11%에서 2025년 13%까지 확대될 전망이다.

고마진 제품 및 가격 인상으로 수익성 개선

빙그레는 마진율이 높은 아이스크림 제품의 매출 비중을 지속적으로 확대하며 제품 포트폴리오를 빠르게 개선하고 있다. 2024년 전체 매출 중 아이스크림 등 고마진 제품 비중은 57.5%를 기록했고, 최근 더위사냥, 슈퍼콘·붕어싸만코 등 주요 제품의 가격 인상을 통해 원가 상승분을 효과적으로 판가에 전가하며 수익성 개선 효과가 본격화될 전망이다. 또한 해태아이스크림 인수 이후 통합된 생산체제 구축으로 규모의 경제 효과가 극대화되어, 과거의 과도한 경쟁 구도 해소와 함께 중장기적으로 안정적인 수익성 개선이 예상된다.

투자의견 '매수', 목표주가 125,000원 커버리지 개시

2025년 예상 매출액은 1조 5,563억 원(YoY +6.4%), 영업이익은 1,519억 원(YoY +15.7%, OPM 9.8%)으로 전망한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 10배(음식료 업종 평균)를 적용한 125,000원을 제시한다. 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 8배 수준으로 업종 평균 대비 저평가 상태다. 글로벌 시장 확대 및 수출 비중 증가, 고마진 제품 중심의 수익성 개선을 고려하면 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분하다고 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	291	4.7	-37.3		
영업이익	1	흑전	-99.0		
세전계속사업이익	-1	적지	적전		
지배순이익	-1	적지	적전		
영업이익률 (%)	0.2	흑전	-13.7 %pt		
지배순이익률 (%)	-0.3	적지	적전		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

	결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액		1,268	1,394	1,463	1,556
영업이익		39	112	131	152
지배순이익		26	86	103	122
PER		18.2	5.5	7.8	7.3
PBR		0.7	0.7	1.0	1.0
EV/EBITDA		4.1	2.0	3.1	2.7
ROE		4.5	14.2	15.2	16.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 125,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (3/10) 91,100원

상승여력 37%

시가총액 8,974억원

총발행주식수 9,851,241주

60일 평균 거래대금 43억원

60일 평균 거래량 52,320주

52주 고/저 112,100원 / 52,200원

외인지분율 21.79%

배당수익률 4.75%

주요주주 김호연 외 3인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 2.5 26.4 71.6

상대 0.5 18.9 78.9

절대 (달러환산) 2.4 24.1 55.9

투자 포인트

1. 메로나, 미국 성공적 안착

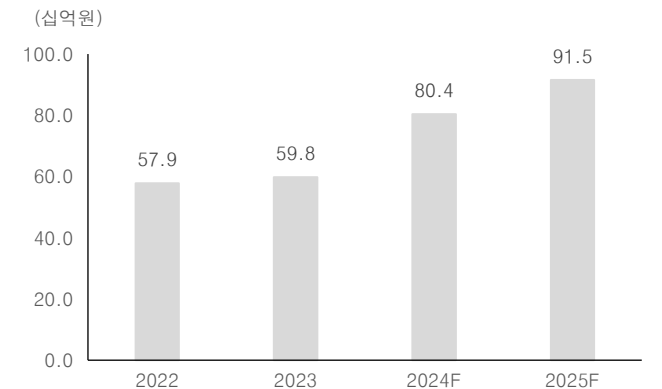
빙그레의 글로벌 수출 확대 전략이 본격적으로 성과를 내며 새로운 성장 단계에 진입하고 있다. 기존 주력 시장인 미국과 중국뿐 아니라 유럽, 호주 등 신규 시장에서도 의미 있는 성과를 기록하며 수출 비중은 꾸준히 확대되고 있다.

미국 시장에서는 대표 아이스크림 브랜드 ‘메로나’가 코스트코(Costco) 전체 매장에 성공적으로 입점하면서 현지 소비자들에게 높은 인지도를 확보했다. 현재 메로나는 미국 내 한국 아이스크림 시장의 약 70%를 차지하며 독보적인 시장 지위를 유지하고 있다. 이를 바탕으로 빙그레 미국 법인의 매출은 2023년 598억원에서 2024년 804억원으로 YoY +35% 성장했고, 지난해 미국향 아이스크림 수출금액 역시 전년 대비 약 40% 증가한 2,468만 달러로 집계되었다. 최근 바나나맛우유까지 코스트코에 추가 입점해 제품 포트폴리오가 확장된 만큼, 2025년에도 안정적인 매출 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

중국 시장에서는 ‘바나나맛우유’를 중심으로 적극적인 현지화 전략을 펼치고 있다. 특히 장기 보관 가능한 테트라팩(Tetra Pak) 제품 도입을 통해 물류비 절감과 수익성 개선 효과가 나타나고 있으며, 이러한 전략에 힘입어 중국향 매출은 이미 2023년 하반기부터 성장세로 전환된 이후 현재까지 양호한 흐름이 지속되고 있다.

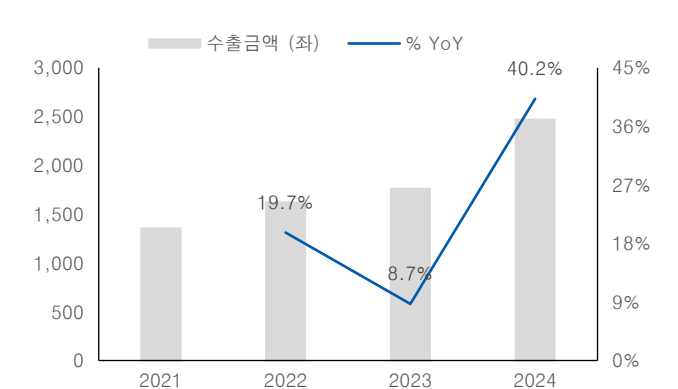
호주와 유럽 등 신규 시장에서도 의미 있는 성과가 나타나고 있다. 특히 호주에서는 코스트코를 통해 출시된 식물성 메로나(멜론, 망고, 코코넛 혼합팩)가 현지 소비자들의 긍정적인 반응을 얻으며 신규 성장 동력으로 자리 잡았다. 빙그레는 신규 시장 진출 확대를 통해 기존 주요 시장에서의 계절적 수요 편중을 완화하고 있으며, 이에 따라 국내 별도 매출 중 수출 비중은 2023년 11%에서 2024년 12%로 증가했고, 2025년에는 13%로 추가 확대될 것으로 전망된다.

빙그레 미국법인 연간 매출 추이



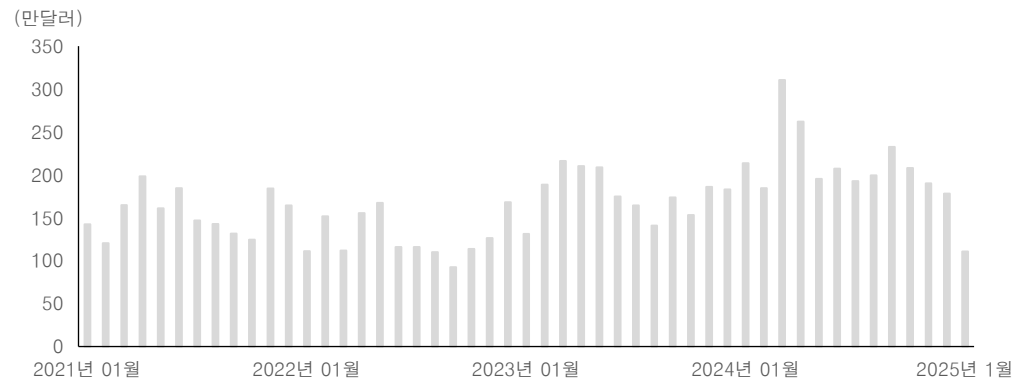
자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터

빙그레 미국향 아이스크림 수출액 추이



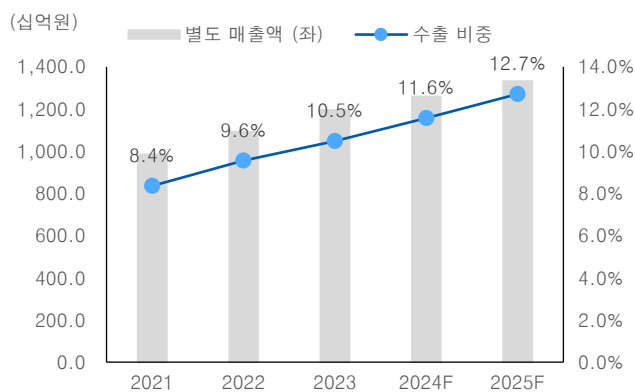
자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터

빙그레 바나나맛 우유 수출액 추이



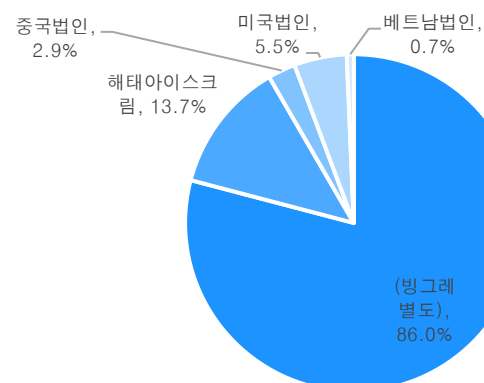
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

빙그레 별도 매출 및 수출 비중 추이



자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터

빙그레 법인별 매출 비중



자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터, 연결조정 전

2. 고마진 제품 확대 및 효율적 비용 관리

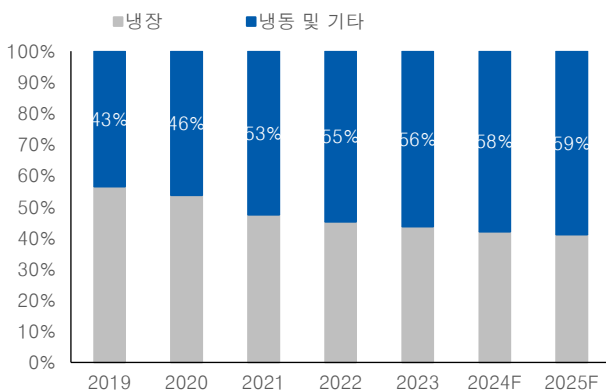
빙그레는 고마진 제품 중심의 포트폴리오 재편과 효율적인 비용관리를 통해 수익성 개선을 본격화하고 있다. 특히 마진율이 높은 빙과류(아이스크림) 제품 비중을 빠르게 확대하며 우유 및 유음료 중심에서 탈피하고 있다. 실제로 2024년 빙그레의 제품별 매출 비중은 우유·유음료 42.5%, 아이스크림 등 기타 제품군이 57.5%를 기록했으며, 최근 아이스크림 판매 증가세를 감안하면 2025년은 고마진 제품 중심의 매출 비중이 더욱 확대될 것으로 예상된다.

또한 원가 상승에 대응해 2025년 3월부터 전략적으로 일부 제품의 가격 인상을 단행했다. 대표 제품인 '더위사냥'은 800원에서 1,000원으로, '슈퍼콘'과 '봉어싸만코'는 각각 1,200원에서 1,400원으로 인상되었다. 이는 원가 부담을 판가에 효과적으로 전가하는 동시에 제품별 수익성을 한 단계 높이는 계기가 될 것으로 판단된다.

비용 측면에서도 통합된 생산체제 안정화를 통해 규모의 경제 효과를 극대화하고 있다. 해태아이스크림 인수 이후 생산 효율성이 지속적으로 개선되고 있으며, 국내 빙과 시장이 롯데웰푸드와의 양강 체제로 정착하면서 과거의 과도한 경쟁이 완화되고 있어 수익 구조는 한층 견고해지고 있다.

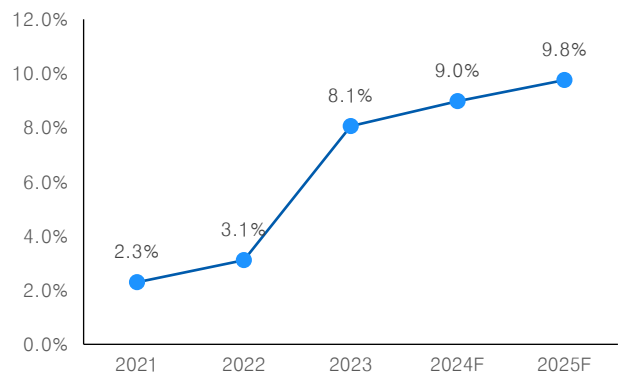
결과적으로 빙그레는 제품 믹스 고도화와 전략적 판가 인상, 구조적 비용 절감을 통해 올해에도 수익성 개선세가 지속될 전망이다.

빙그레 제품별 매출 비중 변화



자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터, 2023년 해태아이스크림 인수

빙그레 영업이익률 추이



자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터

3. 분할 철회로 불확실성 해소

빙그레는 최근 기업 분할 계획을 철회하며 단기적 불확실성을 제거하고 본연의 핵심 사업에 더욱 집중할 수 있는 여건을 확보했다. 분할 과정에서 우려되었던 경영 리스크 및 시장 혼란 가능성이 사라졌으며, 이에 따라 회사는 사업 펀더멘털 강화 및 수익성 개선 전략에 보다 효과적으로 주력할 수 있게 되었다.

특히 분할 과정에서 검토했던 자사주(10.25%) 소각 방안은 여전히 추진 가능성이 남아 있다. 향후 자사주 소각이 실행될 경우 유통 주식 수 감소로 인한 주당 가치 상승과 추가적인 주가 상승 여력이 존재한다.

결과적으로 이번 분할 철회 결정은 단기적 불확실성을 해소하는 동시에 **중장기적으로 주주가치 제고를 위한 긍정적 환경을 마련한 것으로 판단된다.**

실적 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 125,000원 제시

빙그레에 대한 투자의견 '매수', 목표주가 125,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 12,412원에 Target PER 10배(음식료 업종 평균)를 적용해 산정하였다.

2025년 예상 매출액은 1조 5,563억원(YoY +6.4%), 영업이익은 1,519억원(YoY +15.7%, OPM 9.8%)으로 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 미국과 중국 중심의 해외 수출 확대와 고마진 제품군 비중 증가, 전략적 가격 인상 등이 주요 성장 동력으로 작용할 것으로 판단된다. 특히 유럽, 호주 등 신규 시장 진입 효과와 생산 효율성 개선 전략이 더해지며 영업이익률의 추가적인 개선이 가능할 것으로 예상된다.

현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 8배로 음식료 업종 평균 대비 저평가 상태이다. 글로벌 사업 확대와 제품 믹스 개선에 따른 수익성 제고를 감안할 때, 기업가치 재평가 가능성은 충분하다고 판단된다.

빙그레 실적테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	300.9	407.5	463.8	290.9	315.9	432.7	507.5	300.1	1,394.3	1,463.0	1,556.3
냉장	153.1	157.1	159.2	146.1	160.7	162.3	166.3	149.8	608.5	615.5	639.2
냉동 및 기타	147.8	250.4	304.6	144.8	155.2	270.4	341.2	150.3	785.8	847.6	917.1
별도매출	276.5	338.8	380.8	262.6	291.6	359.4	402.1	277.6	1,195.3	1,258.7	1,330.6
내수	232.6	297.5	345.3	237.8	245.0	309.9	357.7	249.0	1,070.0	1,113.2	1,161.6
수출	44.0	41.2	35.5	24.9	46.6	49.5	44.4	28.6	125.3	145.5	169.0
종속법인	57.3	108.4	117.1	49.9	60.6	114.1	120.5	52.7	307.1	332.9	347.9
해태아이스크림	29.7	61.9	82.0	26.2	30.1	61.5	80.5	26.1	199.1	199.8	198.2
중국법인	10.6	12.3	10.9	8.2	11.8	13.6	12.1	9.1	38.0	42.1	46.6
미국법인	15.1	31.1	20.8	13.4	16.6	35.8	24.0	15.2	59.8	80.4	91.5
베트남법인	2.0	3.1	3.4	2.1	2.1	3.3	3.9	2.3	10.2	10.6	11.6
연결조정	-33.0	-39.8	-34.1	-21.6	-36.3	-40.8	-15.0	-30.2	-108.1	-128.5	-122.3
% YoY	2.5%	4.8%	6.8%	4.7%	5.0%	6.2%	9.4%	3.2%	10.0%	4.9%	6.4%
냉장	5.0%	0.0%	1.0%	-1.3%	5.0%	3.3%	4.5%	2.5%	6.2%	1.1%	3.9%
냉동 및 기타	0.0%	8.1%	10.1%	11.6%	5.0%	8.0%	12.0%	3.8%	13.1%	7.9%	8.2%
별도매출	4.5%	3.6%	7.6%	5.2%	5.5%	6.1%	5.6%	5.7%	9.5%	5.3%	5.7%
내수	2.1%	3.9%	5.5%	4.0%	5.4%	4.1%	3.6%	4.7%	8.4%	4.0%	4.4%
수출	19.4%	1.3%	32.8%	18.0%	6.0%	20.0%	25.0%	15.0%	20.2%	16.1%	16.1%
종속법인	-4.6%	12.2%	11.4%	10.7%	5.6%	5.3%	2.9%	5.5%	15.0%	8.4%	4.5%
해태아이스크림	-11.1%	6.9%	2.5%	-5.8%	1.2%	-0.7%	-1.8%	-0.4%	13.9%	0.3%	-0.8%
중국법인	12.8%	-2.5%	28.4%	9.9%	11.9%	10.0%	10.6%	10.9%	59.0%	10.6%	10.8%
미국법인	-0.5%	41.5%	50.0%	53.5%	10.0%	15.0%	15.0%	13.3%	3.3%	34.6%	13.8%
베트남법인	-8.3%	-25.4%	22.1%	89.3%	5.0%	8.0%	15.0%	9.3%	-1.7%	3.9%	10.0%
% 매출비중											
냉장	50.9%	38.6%	34.3%	50.2%	50.9%	37.5%	32.8%	49.9%	43.6%	42.1%	41.1%
냉동 및 기타	49.1%	61.4%	65.7%	49.8%	49.1%	62.5%	67.2%	50.1%	56.4%	57.9%	58.9%
별도매출	91.9%	83.1%	82.1%	90.3%	92.3%	83.1%	79.2%	92.5%	85.7%	86.0%	85.5%
내수	84.1%	87.8%	90.7%	90.5%	84.0%	86.2%	89.0%	89.7%	89.5%	88.4%	87.3%
수출	15.9%	12.2%	9.3%	9.5%	16.0%	13.8%	11.0%	10.3%	10.5%	11.6%	12.7%
종속법인	20.7%	32.0%	30.8%	19.0%	20.8%	31.8%	30.0%	19.0%	25.7%	26.4%	26.1%
해태아이스크림	9.9%	15.2%	17.7%	9.0%	9.5%	14.2%	15.9%	8.7%	14.3%	13.7%	12.7%
중국법인	3.5%	3.0%	2.4%	2.8%	3.7%	3.1%	2.4%	3.0%	2.7%	2.9%	3.0%
미국법인	5.0%	7.6%	4.5%	4.6%	5.2%	8.3%	4.7%	5.1%	4.3%	5.5%	5.9%
베트남법인	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
영업이익	21.1	44.9	64.7	0.6	26.0	49.3	72.8	3.8	112.3	131.3	151.9
% YoY	65.2%	-2.9%	-1.1%	흑전	23.5%	9.9%	12.5%	493.2%	184.8%	16.9%	15.7%
% 영업이익률	7.0%	11.0%	13.9%	0.2%	8.2%	11.4%	14.3%	1.3%	8.1%	9.0%	9.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

빙그레 (005180) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,268	1,394	1,463	1,556	1,655
매출원가	932	953	994	1,040	1,106
매출총이익	336	441	469	516	549
판매비	296	329	338	364	387
영업이익	39	112	131	152	162
EBITDA	98	174	180	190	193
영업외손익	-3	-1	2	6	11
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	3	3	6	10	15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-5	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	37	111	133	158	173
법인세비용	11	25	30	36	41
계속사업순이익	26	86	103	122	132
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	86	103	122	132
지배지분순이익	26	86	103	122	132
포괄순이익	30	79	96	115	125
지배지분포괄이익	30	79	96	115	125

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-11	157	152	154	151
당기순이익	26	86	103	122	132
감가상각비	48	52	42	34	27
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-107	-10	-7	-9	-10
기타현금흐름	22	29	14	7	1
투자활동 현금흐름	19	-76	18	22	26
투자자산	0	5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-28	-85	0	0	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	47	4	18	22	27
재무활동 현금흐름	-24	-12	-44	-43	-43
단기차입금	1	7	1	1	1
사채 및 장기차입금	13	14	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-13	-23	-23	-23
기타현금흐름	-27	-19	-21	-21	-21
연결범위변동 등 기타	-1	0	-7	-4	-4
현금의 증감	-17	69	120	128	130
기초 현금	96	79	148	268	396
기말 현금	79	148	268	396	526
NOPLAT	39	112	131	152	162
FCF	-39	72	152	154	151

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	315	395	527	671	818
현금및현금성자산	79	148	268	396	526
매출채권 및 기타채권	83	85	90	95	101
재고자산	127	126	133	141	150
비유동자산	454	496	447	409	379
유형자산	299	353	311	278	251
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	32	24	25	25	25
자산총계	769	891	974	1,081	1,198
유동부채	152	182	191	203	215
매입채무 및 기타채무	134	145	152	162	172
단기차입금	0	5	5	5	5
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	41	67	69	71	73
장기차입금	0	11	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
부채총계	193	249	260	274	289
지배지분	576	642	715	807	909
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
이익잉여금	487	554	634	734	843
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	576	642	715	807	909
순차입금	-65	-126	-246	-375	-506
총차입금	27	48	48	49	50

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,607	8,752	10,487	12,412	13,429
BPS	65,119	72,564	80,843	91,266	102,822
EBITDAPS	9,979	17,672	18,256	19,305	19,551
SPS	128,683	141,537	148,513	157,976	167,979
DPS	1,500	2,600	2,600	2,600	2,600
PER	18.2	5.5	7.8	7.3	6.8
PBR	0.7	0.7	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.1	2.0	3.1	2.7	2.0
PSR	0.4	0.3	0.5	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	10.5	10.0	4.9	6.4	6.3
영업이익 증가율 (%)	50.2	184.8	17.0	15.7	6.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	235.7	19.8	18.4	8.2
매출총이익률 (%)	26.5	31.6	32.0	33.2	33.2
영업이익률 (%)	3.1	8.1	9.0	9.8	9.8
지배순이익률 (%)	2.0	6.2	7.1	7.9	8.0
EBITDA 마진 (%)	7.8	12.5	12.3	12.2	11.6
ROIC	7.0	19.6	23.5	29.9	34.3
ROA	3.4	10.4	11.1	11.9	11.6
ROE	4.5	14.2	15.2	16.1	15.4
부채비율 (%)	33.6	38.8	36.3	33.9	31.8
순차입금/자기자본 (%)	-11.4	-19.6	-34.4	-46.5	-55.6
영업이익/금융비용 (배)	140.2	65.6	60.0	68.5	72.2

빙그레 (005180) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-10

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.