

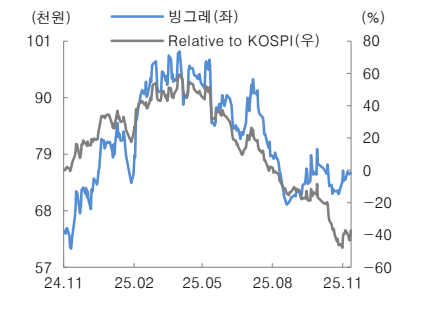
빙그레
(005180)

정한솔
hansoljung@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 100,000
유지
현재주가 75,300
(25.11.14)
음식료업종

KOSPI	4011.57
시가총액	720십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	48십억원
52주 최고/최저	99,000원 / 61,700원
120일 평균거래대금	39억원
외국인지분율	17.99%
주요주주	김호연 외 3 인 42.16% 국민연금공단 6.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	-0.1	-21.9	22.0
상대수익률	-11.3	-19.7	-48.6	-26.4



성수기 효과에도
원가 부담 지속

- 영업이익 589억원(YoY -9%, OPM 12.3%)로 컨센서스에 부합
- 국내 소비 회복, 성수기 효과, 수출 확대로 별도 매출액 YoY 7% 증가
- 2026년 원가 안정화 및 해외 시장 확대 효과로 점진적 실적 회복 예상

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

중국 제외 건조한 해외 성장 지속에도 원가 부담 확대로 전사 실적 부진 지속. 4Q25 계절적 비수기 진입, 원가 부담, 높은 기저로 실적 개선은 제한적일 전망. 다만 원재료 부담이 상반기 대비 완화되고 있어 점진적으로 원가 개선이 예상되고 해태 무형자산 상각이 올해로 마무리되면서 2026년 수익성 회복이 가능할 전망. 해외 매출도 1) 미국 SKU 확대, 2) 베트남을 거점으로 동남아 시장 공략 가속화, 3) 중국 마케팅 강화 등을 통해 성장세를 이어갈 전망. 단기 실적은 원가 부담으로 제한되겠지만 2026년에는 원가 안정화 및 해외 시장 확대 효과로 점진적인 실적 회복 국면 진입이 가능할 것으로 판단

3Q25 Review: 성수기 효과에도 원가 부담 지속

3Q25 연결 매출액 4,792억원(YoY 3%), 영업이익 589억원(YoY -9%, OPM 12.3%)로 컨센서스에 부합하는 실적 기록

별도 기준 내수 매출액 3,691억원(YoY 7%) 기록. 대표제품 바나나맛 우유 매출 부진으로 냉장 매출 YoY -5% 역성장. 다만 상반기 대비 감소폭 축소되며 회복세. 계절적 성수기 및 국내 소비 쿠폰 효과로 냉동 및 기타 매출 YoY 15% 증가. 빙과 성장 외에도 더단백, 상온커피 등 기타 부문 매출도 20% 이상 성장하며 고성장. 수출 매출액 373억원(YoY 5%) 기록. 중국 냉장 수출이 약 -20% 감소하며 냉장 수출 YoY -2% 역성장. 냉동은 건조한 성장세를 유지하며 YoY 11% 성장. 해외 법인별로는 중국 YoY -21%, 미국 -8%, 베트남 23% 기록. 중국은 매출 부진에도 비용 효율화로 수익성 개선. 미국은 계절적 요인, 관세 부담, 현지 물가 상승으로 일시적으로 역성장. 베트남은 현지 마케팅 강화로 브랜드 노출 확대되며 성장 지속. 전반적으로 국내 매출 회복과 해외 성장세에도 원재료 부담이 이어지며 영업이익은 YoY -9% 감소

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2Q25	직전추정	잠정치	3Q25			4Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	464	410	477	479	3.3	17.0	481	295	1.3	-38.5
영업이익	65	27	51	59	-8.9	119.6	56	-3	적전	적전
순이익	49	24	39	45	-8.2	87.1	39	-7	적지	적전

자료: 빙그레, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,394	1,463	1,492	1,526	1,562
영업이익	112	131	96	111	124
세전순이익	111	133	95	108	116
총당기순이익	86	103	74	84	90
지배지분순이익	86	103	74	84	90
EPS	8,752	10,479	7,647	8,762	9,449
PER	6.2	7.8	9.8	8.6	8.0
BPS	65,129	73,274	79,360	85,905	92,313
PBR	0.8	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE	14.2	15.1	9.9	10.6	10.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

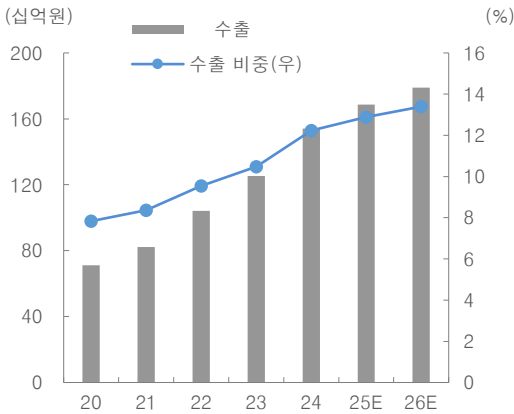
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,499	1,543	1,492	1,526	-0.4	-1.1
영업이익	90	111	96	111	6.5	0.0
영업이익률	6.0	7.2	6.4	7.3	0.4	0.1
지배지분순이익	69	84	74	84	6.6	0.0
순이익률	4.6	5.4	4.9	5.5	0.3	0.1
EPS(지배지분순이익)	7,174	8,762	7,647	8,762	6.6	0.0

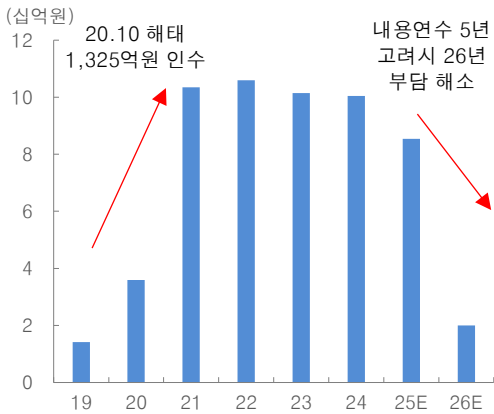
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 1. 별도법인 수출 매출 추이 및 전망



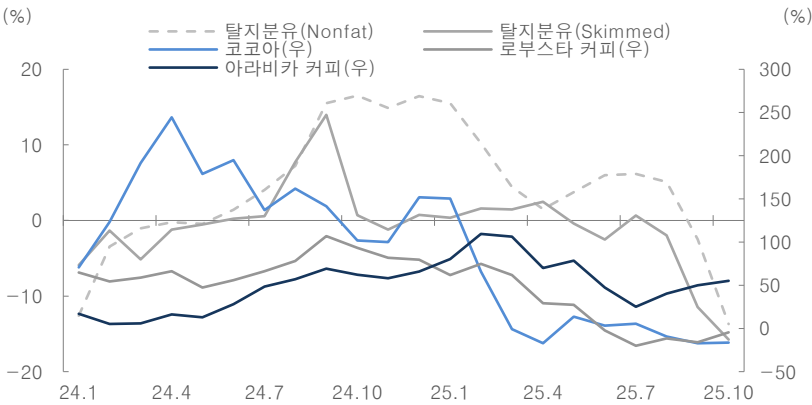
자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 2. 무형자산상각비 추이 및 전망



자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

그림 1. 주요 원재료 가격 YoY 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 1. 빙그레 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	301	407	464	291	309	410	479	295	1,463	1,492	1,526
별도	277	339	381	263	285	350	406	267	1,259	1,309	1,336
냉장	153	157	159	146	144	148	152	142	615	586	594
내수	133	139	143	129	124	131	137	124	544	516	521
수출	20	18	16	17	20	17	16	17	71	70	73
냉동 및 기타	123	182	222	117	141	202	254	126	643	723	742
내수	99	158	202	101	115	169	233	109	560	624	636
수출	24	23	20	16	26	34	22	17	83	99	106
중국	11	12	11	8	8	10	9	7	42	34	35
미국	15	31	21	13	21	41	19	14	80	95	107
베트남	2	3	3	2	3	4	4	3	11	13	15
해태아이스크림	30	62	82	26	30	52	81	26	200	190	191
YoY (%)	2.5	4.8	6.8	4.7	2.5	0.5	3.3	1.3	4.9	2.0	2.3
별도	4.5	3.6	7.6	5.2	3.1	3.4	6.7	1.7	5.3	4.0	2.1
냉장	5.0	0.0	1.0	-1.3	-5.8	-5.8	-4.4	-3.1	1.1	-4.8	1.4
내수	1.8	-1.3	-0.9	-5.1	-6.7	-5.8	-4.7	-3.5	-1.4	-5.2	1.0
수출	33.9	10.8	22.5	40.0	0.4	-5.9	-1.5	0.0	26.0	-1.7	4.0
냉동 및 기타	3.8	7.0	12.9	14.7	14.2	11.4	14.7	7.8	9.6	12.4	2.6
내수	2.4	9.0	10.6	8.2	15.5	6.4	15.1	7.9	8.2	11.4	1.8
수출	9.7	-5.0	42.6	85.0	8.6	45.4	10.6	7.0	20.4	19.1	7.6
중국	12.8	-2.5	28.4	9.9	-21.7	-20.5	-20.9	-10.0	10.6	-18.8	3.9
미국	-0.5	41.5	50.0	53.5	39.4	32.6	-7.6	2.0	34.6	18.3	12.4
베트남	-8.3	-25.4	22.1	89.3	45.6	20.1	23.3	18.6	3.9	25.6	12.8
해태아이스크림	-11.1	6.9	2.5	-5.8	1.9	-16.6	-0.6	0.0	0.3	-5.1	0.8
영업이익	21	45	65	1	13	27	59	-3	131	96	111
YoY (%)	65.2	-2.9	-1.1	흑전	-36.1	-40.3	-8.9	적전	17.0	-26.7	15.3
영업이익률 (%)	7.0	11.0	13.9	0.2	4.4	6.6	12.3	-1.0	9.0	6.4	7.3

자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,394	1,463	1,492	1,526	1,562
매출원가	953	994	1,056	1,068	1,086
매출총이익	441	469	436	458	476
판매비와관리비	329	338	340	347	352
영업이익	112	131	96	111	124
영업이익률	8.1	9.0	6.4	7.3	7.9
EBITDA	174	194	153	172	189
영업외손익	-1	2	-1	-3	-7
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	10	8	6	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-5	-5	-6	-7	-8
외환관련손실	2	1	1	1	1
기타	-4	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순손익	111	133	95	108	116
법인세비용	-25	-30	-22	-25	-26
계속사업순손익	86	103	74	84	90
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	103	74	84	90
당기순이익률	6.2	7.1	4.9	5.5	5.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	86	103	74	84	90
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	79	103	74	84	90
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	79	103	74	84	90

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,752	10,479	7,647	8,762	9,449
PER	62	7.8	9.8	8.6	8.0
BPS	65,129	73,274	79,360	85,905	92,313
PBR	0.8	1.1	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	17,672	19,689	15,858	18,015	19,747
EV/EBITDA	24	3.4	3.7	3.2	2.9
SPS	141,537	148,513	154,572	159,705	163,414
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
CFPS	18,551	20,937	16,682	18,846	20,579
DPS	2,600	3,300	3,300	3,300	3,300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	10.0	4.9	2.0	2.3	2.3
영업이익 증가율	184.8	17.0	-26.7	15.3	11.5
순이익 증가율	235.7	19.7	-28.5	13.4	7.6
수익성					
ROIC	17.2	18.7	12.9	14.0	15.0
ROA	13.5	13.9	9.1	9.6	9.7
ROE	14.2	15.1	9.9	10.6	10.6
안정성					
부채비율	38.8	39.0	43.7	47.3	50.7
순차입금비율	-19.6	-20.5	-19.6	-19.9	-20.6
이자보상배율	65.6	43.9	23.8	24.4	21.6

자료: 빙그레, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	395	474	540	621	716
현금및현금성자산	148	175	232	300	378
매출채권 및 기타채권	87	87	93	102	116
재고자산	126	135	138	141	144
기타유동자산	34	77	77	77	77
비유동자산	496	529	561	589	613
유형자산	353	393	427	455	479
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	143	136	134	134	135
자산총계	891	1,003	1,100	1,209	1,329
유동부채	182	224	284	344	409
매입채무 및 기타채무	145	129	131	132	134
차입금	5	55	105	155	205
유동성채무	0	4	7	7	7
기타유동부채	32	35	41	50	63
비유동부채	67	57	51	45	38
차입금	11	3	-2	-7	-11
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	56	55	53	51	49
부채총계	249	281	334	388	447
자배지분	642	722	766	821	882
자본금	50	50	48	48	48
자본잉여금	65	65	65	65	65
이익잉여금	554	631	676	730	792
기타지분변동	-27	-24	-23	-23	-23
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	642	722	766	821	882
순차입금	-126	-148	-150	-164	-182

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	157	147	122	136	146
당기순이익	86	103	74	84	90
비현금항목의 가감	97	103	87	96	107
감가상각비	62	63	57	61	65
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	35	41	31	36	43
자산부채의 증감	-10	-28	-18	-19	-19
기타현금흐름	-16	-31	-21	-26	-32
투자활동 현금흐름	-76	-124	-84	-84	-84
투자자산	4	5	-1	-1	-2
유형자산	-84	-87	-87	-87	-87
기타	4	-42	4	4	4
재무활동 현금흐름	-12	4	-1	-2	-2
단기차입금	5	50	50	50	50
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	11	-5	-5	-5	-5
유상증자	0	0	-1	0	0
현금배당	-13	-23	-29	-29	-29
기타	-15	-18	-16	-18	-18
현금의 증감	69	27	57	68	77
기초 현금	79	148	175	232	300
기말 현금	148	175	232	300	378
NOPLAT	87	102	74	86	96
FCF	64	75	43	58	72

[Compliance Notice]

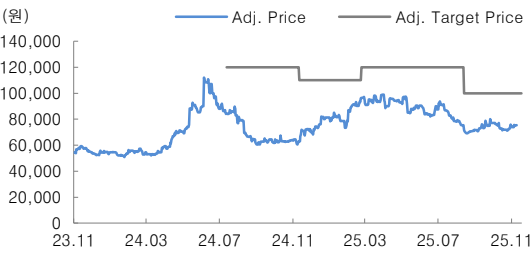
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

빙그레(005180) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.15	25.08.18	25.05.16	25.02.28	24.11.16	24.08.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	120,000	120,000	110,000	120,000
과리율(평균%)		(26.72)	(25.65)	(21.45)	(27.55)	(43.06)
과리율(최대/최소%)		(20.00)	(17.50)	(17.50)	(12.55)	(25.17)
제시일자	24.07.18					
투자의견	Buy					
목표주가	120,000					
과리율(평균%)	(30.82)					
과리율(최대/최소%)	(25.17)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251112)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상