

빙그레 005180

K-바나나맛 우유에 반하나?

1Q24Re: 비수기가 믿기지 않는 실적

빙그레의 24년 1분기 실적은 연결 매출액 3,009억원(+2.5% YoY), 영업이익 211억원(+65% YoY, OPM 7%)으로 시장 기대치(OP 132억원)를 상회했다. 빙과 비수기와 비우호적 날씨에 따른 내수 유음료 시장 부진에도 마진이 높은 수출 매출이 성장하고 판관비 효율화를 통해 수익성 개선이 두드러졌다. 1)냉장품목(별도)은 매출액 +5% YoY 성장했는데 내수는 +1.8% YoY에 그쳤고 수출이 +34% YoY 증가했다. 대부분 바나나맛 우유 수출 성장이 기여했으며 기존 중국 외에도 미국으로의 수출이 증가세인 것으로 파악된다. 2)냉동품목(별도)은 매출액 +4% YoY 성장했는데 내수는 +2.4% YoY, 수출이 +9.7% YoY 증가했다. 3)연결/조정 실적은 내수 빙과 수요 부진에 따른 해태 실적 감소와 현지 법인들의 판매 시점 차이로 다소 부진했다.

해외 매출 비중 확대와 판관비 효율화로 수익성 개선 기조

빙그레의 24년 실적은 연결 매출액 1조 4,623억원(+5% YoY), 영업이익 1,350억원(+20% YoY, OPM 9.2%)으로 전망한다. 23년 수익 정상화에 따른 큰 폭의 영업이익 개선 기저 부담으로 실적 성장 폭은 둔화되나 해외 비중의 점진적 확대와 비용 효율화로 1분기에 이어 수익성 개선 기조를 이어갈 것이다. 별도 기준 수출 매출의 비중은 20년 7.8%→22년 9.6%→24년 12.2%로 증가할 전망이다. 특히 미국 법인에서 기존 냉동 제품 외에도 바나나맛 우유 등 냉장 제품으로 카테고리를 확대하며 성장하고 있어 긍정적이다. 2분기는 우호적 날씨 영향으로 빙과 및 냉장 내수 매출도 성장할 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 10만원으로 상향

빙그레의 목표주가 상향은 24년 추정치 상향 및 목표배수를 기존 8배에서 9배로 상향한데 기인한다. 다소 낮은 해외 비중을 반영해 음식료 평균 목표배수 12배 대비 할인을 유지했다. 그러나 동사는 빙과 내 다양한 브랜드부터 가공우유, 주스, 커피까지 경쟁력 있는 카테고리를 다수 보유하고 있어 글로벌 유통채널 내 SKU를 늘려가며 성장이 기대된다. 향후 해외 비중 확대에 따른 목표배수와 목표주가 상향 가능성이 높다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,147	1,268	1,394	1,462	1,533
영업이익	26	39	112	135	156
영업이익률(%)	2.3	3.1	8.1	9.2	10.2
세전이익	-12	37	111	136	157
지배주주지분순이익	-19	26	86	106	122
EPS(원)	-1,962	2,905	9,751	11,975	13,744
증감률(%)	적전	흑전	235.7	22.8	14.8
ROE(%)	-3.4	4.5	14.2	15.5	15.7
PER(배)	-27.1	13.5	5.6	6.3	5.5
PBR(배)	0.9	0.7	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	4.5	3.3	2.4	3.2	2.4

자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.17

매수(유지)

목표주가(상향)	100,000원
현재주가(05/16)	75,600원
상승여력	32.3%

Stock Data

KOSPI	2,753.0pt
시가총액(보통주)	745십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
자본금	50십억원
60일 평균거래량	59천주
60일 평균거래대금	3,843백만원
외국인 지분율	21.9%
52주 최고가	77,300원
52주 최저가	41,850원
주요주주	
김호연(위 4인)	40.9%
자사주(위 1인)	10.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	22.9	17.4
3M	36.7	32.8
6M	31.5	20.8

주가차트

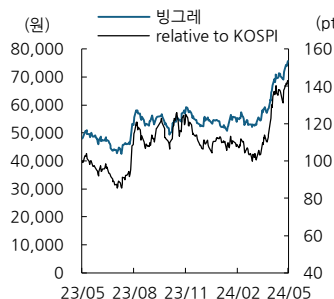


표1 빙그레 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q23F	4Q23F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	293.5	388.7	434.2	277.8	300.9	414.7	460.2	286.5	1,267.7	1,394.3	1,462.3	1,532.9
YoY	14.8%	6.7%	11.2%	8.1%	2.5%	6.7%	6.0%	3.1%	10.5%	10.0%	4.9%	4.8%
1. 별도	264.7	327.0	354.0	249.7	276.5	347.7	374.2	256.7	1,091.5	1,195.3	1,255.0	1,298.1
YoY	14.4%	8.8%	9.6%	5.5%	4.5%	6.3%	5.7%	2.8%	10.9%	9.5%	5.0%	3.4%
1-1. 냉장품목군	145.7	157.1	157.6	148.1	153.1	165.6	163.0	151.9	573.2	608.5	633.6	652.4
YoY	10.8%	6.8%	6.5%	1.1%	5.0%	5.4%	3.4%	2.6%	5.3%	6.2%	4.1%	3.0%
1) 내수	131.0	140.9	144.6	135.6	133.4	143.7	146.0	136.9	528.3	552.1	560.0	565.6
YoY	9.2%	3.7%	4.0%	1.6%	1.8%	2.0%	1.0%	1.0%	4.7%	4.5%	1.4%	1.0%
2) 수출	14.7	16.3	13.1	12.5	19.7	21.9	17.0	15.0	44.9	56.5	73.6	86.8
YoY	27.6%	43.9%	43.8%	-3.9%	33.9%	35.0%	30.0%	20.0%	13.2%	25.9%	30.3%	18.0%
2. 냉동품목군	118.9	169.9	196.4	101.6	123.4	182.0	211.2	104.7	518.3	586.8	621.4	645.6
YoY	19.1%	10.7%	12.3%	12.6%	3.8%	7.2%	7.6%	3.1%	17.9%	13.2%	5.9%	3.9%
1) 내수	96.8	145.4	182.7	93.0	99.2	152.7	195.5	94.9	458.9	517.9	542.2	558.5
YoY	17.5%	9.7%	12.0%	15.1%	2.4%	5.0%	7.0%	2.0%	15.6%	12.9%	4.7%	3.0%
2) 수출	22.1	24.4	13.7	8.6	24.3	29.3	15.7	9.9	59.4	68.8	79.2	87.1
YoY	26.6%	17.7%	16.9%	-8.8%	9.7%	20.0%	15.0%	15.0%	39.2%	16.0%	15.1%	10.0%
2. 연결/조정	28.8	61.7	80.2	28.2	24.3	67.0	86.1	29.8	176.2	199.0	207.2	234.8
YoY	18.3%	-3.3%	18.4%	39.1%	-15.6%	8.6%	7.2%	5.8%	7.8%	12.9%	4.1%	13.3%
1) 해태	33.4	57.9	80.0	27.8	29.7	60.8	84.0	28.3	174.9	199.1	202.8	207.9
YoY	19.0%	10.2%	16.1%	9.7%	-11.1%	5.0%	5.0%	2.0%	9.2%	13.9%	1.9%	2.5%
2) 기타/조정	-4.6	3.8	0.3	0.4	-5.4	6.2	2.1	1.5	1.4	-0.1	4.4	26.9
영업이익	12.7	46.2	65.4	-12.2	21.1	52.4	70.1	-8.4	39.4	112.2	135.0	156.0
YoY	702.7%	119.5%	153.9%	적지	65.2%	13.2%	7.1%	적지	50.2%	184.8%	20.3%	15.5%
영업이익률	4.3%	11.9%	15.1%	-4.4%	7.0%	12.6%	15.2%	-2.9%	3.1%	8.1%	9.2%	10.2%
1. 별도	13.9	34.8	49.0	-5.2	24.9	40.3	52.8	-2.5	38.9	92.6	115.5	127.8
YoY	179.1%	109.1%	143.1%	적지	79.0%	15.7%	7.8%	적지	24.6%	137.8%	24.8%	10.6%
영업이익률	5.2%	10.7%	13.9%	-2.1%	9.0%	11.6%	14.1%	-1.0%	3.6%	7.7%	9.2%	9.8%
2. 연결/조정	-1.1	11.4	16.4	-7.0	-3.8	12.1	17.2	-6.0	0.5	19.6	19.5	28.2
YoY	적지	158.6%	192.9%	적지	적지	5.7%	5.0%	적지	흑전	404.3%	-0.8%	44.6%
영업이익률	-4.0%	18.5%	20.4%	-24.8%	-15.7%	18.0%	20.0%	-20.0%	0.3%	9.9%	9.4%	12.0%
순이익	8.7	37.6	52.9	-13.0	18.3	41.4	55.8	-9.6	25.7	86.2	105.9	121.5
YoY	525.4%	169.8%	162.4%	적지	110.6%	9.9%	5.5%	적지	흑전	235.7%	22.8%	14.8%
순이익률	3.0%	9.7%	12.2%	-4.7%	6.1%	10.0%	12.1%	-3.4%	2.0%	6.2%	7.2%	7.9%

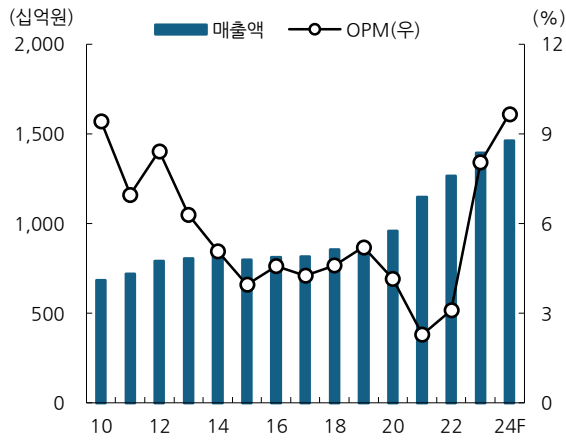
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(23.11.20)		추정치변경(24.05.17)		% Gap	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,477.2	1,571.7	1,462.3	1,532.9	-1.0	-2.5
영업이익	130.4	138.6	135.0	156.0	3.6	12.6
영업이익률	8.8	8.8	9.2	10.2	0.4	1.4
순이익	96.7	103.0	105.9	121.5	9.5	18.0
순이익률	6.5	6.6	7.2	7.9	0.7	1.4

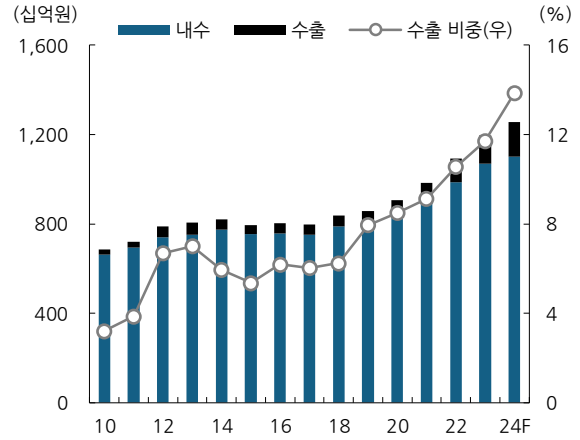
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 빙그레 연결 실적 추이 및 전망



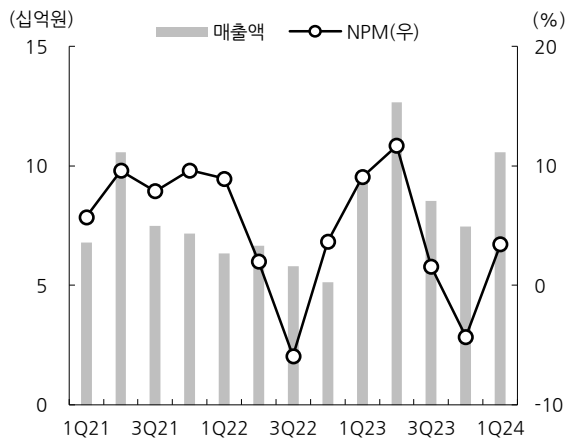
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 빙그레 수출 비중 확대 추이



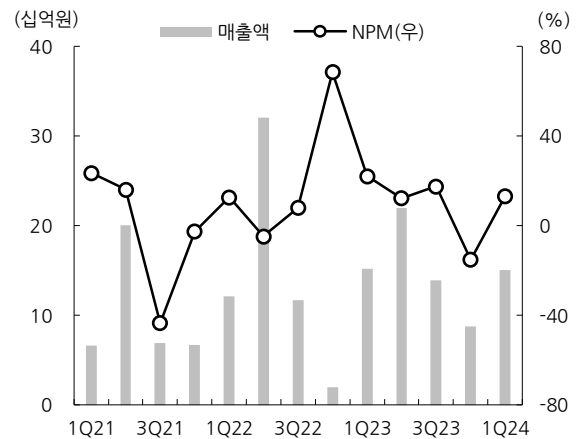
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 빙그레 중국 법인 실적 추이



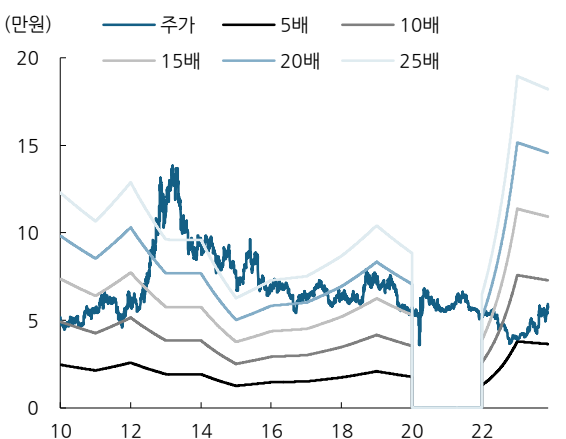
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 빙그레 미국 법인 실적 추이



자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 빙그레 PER밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림6 빙그레 목표주가 산출내역

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원) *자사주 포함	11,277
2024F EPS	10,748
2025F EPS	12,336
Target PER (배)	9.0
Historical PER(22-23)	12.5
음식료 평균 PER	12.0
목표주가 (원)	100,000
현재주가 (원)	75,600
상승여력	32.3%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 현재주가는 2024.05.16 종가

[빙그레 005180]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	314	315	395	457	554	매출액	1,147	1,268	1,394	1,462	1,533
현금 및 현금성자산	96	79	148	176	259	매출원가	846	932	953	918	928
매출채권 및 기타채권	61	83	85	119	125	매출총이익	302	336	441	544	605
재고자산	74	127	126	125	131	판매비 및 관리비	276	296	329	409	449
기타	82	25	35	37	38	영업이익	26	39	112	135	156
비유동자산	446	454	496	535	545	(EBITDA)	82	98	174	188	212
관계기업투자등	29	26	20	21	22	금융손익	4	3	3	-1	0
유형자산	295	299	353	389	394	이자비용	0	0	2	2	2
무형자산	65	57	48	48	48	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	760	769	891	992	1,099	기타영업외손익	-42	-5	-4	1	1
유동부채	160	152	182	198	207	세전계속사업이익	-12	37	111	136	157
매입채무 및 기타채무	146	134	145	161	168	계속사업법인세비용	8	11	25	30	35
단기금융부채	7	9	15	15	15	계속사업이익	-19	26	86	106	122
기타유동부채	7	10	22	23	23	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	42	41	67	68	69	당기순이익	-19	26	86	106	122
장기금융부채	5	19	32	32	32	지배주주	-19	26	86	106	122
기타비유동부채	37	22	35	35	36	총포괄이익	-18	26	86	106	122
부채총계	202	193	249	266	276	매출총이익률 (%)	26.3	26.5	31.6	37.2	39.5
지배주주지분	558	576	642	726	823	영업이익률 (%)	2.3	3.1	8.1	9.2	10.2
자본금	50	50	50	50	50	EBITDA마진률 (%)	7.1	7.8	12.5	12.9	13.8
자본잉여금	65	65	65	65	65	당기순이익률 (%)	-1.7	2.0	6.2	7.2	7.9
이익잉여금	468	487	554	637	734	ROA (%)	-2.5	3.4	10.4	11.2	11.6
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	-3.4	4.5	14.2	15.5	15.7
자본총계	558	576	642	726	823	ROIC (%)	5.0	6.4	17.7	19.9	21.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	56	-11	178	145	174	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-19	26	86	106	122	P/E	-27.1	13.5	5.6	6.3	5.5
비현금수익비용가감	109	80	92	55	56	P/B	0.9	0.7	0.8	1.0	0.9
유형자산감가상각비	45	48	52	53	55	P/S	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5
무형자산상각비	10	11	10	0	0	EV/EBITDA	4.5	3.3	2.4	3.2	2.4
기타현금수익비용	54	21	29	3	1	P/CF	5.8	3.6	3.0	4.6	4.2
영업활동 자산부채변동	-20	-107	0	-17	-4	배당수익률 (%)	2.6	3.8	4.8	3.7	4.0
매출채권 감소(증가)	9	-18	2	-34	-6	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-19	-52	-1	1	-6	매출액	19.6	10.5	10.0	4.9	4.8
매입채무 증가(감소)	-3	-18	-12	15	8	영업이익	-34.1	50.2	184.8	20.3	15.5
기타자산 부채변동	-8	-19	10	0	0	세전이익	적전	흑전	202.1	22.4	15.4
투자활동 현금	-19	19	-98	-93	-66	당기순이익	적전	흑전	235.7	22.8	14.8
유형자산처분(취득)	-55	-28	-84	-88	-61	EPS	적전	흑전	235.7	22.8	14.8
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	35	57	-10	-2	-2	부채비율	36.3	33.6	38.8	36.7	33.5
기타투자활동	2	-9	-3	-3	-3	유동비율	196.2	206.8	216.9	230.4	267.5
재무활동 현금	-24	-24	-12	-23	-25	순차입금/자기자본(x)	-27.6	-11.4	-18.8	-20.6	-28.4
차입금의 증가(감소)	-9	-12	2	0	0	영업이익/금융비용(x)	82.8	140.2	65.6	63.3	73.1
자본의 증가(감소)	-14	-12	-13	-23	-25	총차입금 (십억원)	12	27	48	48	48
배당금의 지급	14	12	13	23	25	순차입금 (십억원)	-154	-65	-121	-150	-234
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	14	-17	69	28	83	EPS	-1,962	2,905	9,751	11,975	13,744
기초현금	82	96	79	148	176	BPS	56,630	58,446	65,129	73,724	83,547
기말현금	96	79	148	176	259	SPS	116,476	128,683	141,537	148,434	155,606
NOPLAT	19	28	87	105	121	CFPS	9,128	10,767	18,090	16,380	18,056
FCF	50	18	80	51	108	DPS	1,400	1,500	2,600	2,800	3,000

자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

빙그레 (005180) 투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-05-30	담당자변경				150,000
2023-05-30	매수	66,000	-29.6	-19.2	100,000
2023-07-19	매수	66,000	-30.8	-19.2	100,000
2023-08-16	매수	78,000	-27.8	-3.1	100,000
2023-11-20	매수	78,000	-26.6	-3.1	100,000
2024-01-23	매수	78,000	-24.7	-3.1	100,000
2024-05-17	매수	100,000			100,000

투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자이견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.