

빙그레

탐방 후기: 숫자로 증명한 체질 개선, 하반기에도 이어진다

이다연

음식료/통신 | dayeonlee@daolfn.com

● 2Q26 Review: 해태 흡수합병 효과, 관세 환급 고려해도 호실적

2Q26 연결 매출액 4,421억원(YoY +7.9%), 영업이익 697억원(YoY +159.9%, OPM +15.8%) 기록하며 주가 반등. 해태아이스크림 흡수합병(4/1), 미국법인 관세 환급 효과(50억원)를 고려하더라도 호실적. 참고로 해태 합병 효과를 제거한 별도 냉동 매출액 성장률은 YoY +10% 수준 (vs. 2Q26 별도 냉동 YoY +31.3%)

● 비용 효율화 효과는 하반기까지도 이어질 것

당기 영업이익 호조의 주요 요인은 크게 세 가지. 1) 전년 대표이사 변경 이후 저수익 SKU 정리 활동 강화로 공헌이익률이 확대됐으며, 2) 해태아이스크림 흡수합병(4/1) 전후로 영업소·물류 통합, 원부재료 구매 효율화가 진전돼 원가율이 개선됐고, 3) 각종 판촉비 집행이 축소됐기 때문임.

하반기에도 이와 같은 실적 개선세는 이어질 전망. 1) 해태 흡수합병 전후로 완료된 영업소 통합 효과 외에도 지점 통합, 사무직 인원 조정, 원재료 통합구매 확대 효과가 추가로 반영될 수 있기 때문. 2) 동사가 지속적으로 이어온 저수익 제품 정리는 연중 더 강도 높게 진행되고 있으며, 과거 저수익 SKU 판매 촉진 목적으로 집행됐던 마케팅비 축소 기조도 이어질 것. 3) 한편 해태 흡수합병을 앞두고 집행됐던 영업소 통합 비용 등 합병 관련 일회성 비용은 대부분 인식 완료.

● 국내는 바나나맛우유 판매량 반등, 해외는 메로나 외 제품군 확장

‘25년 YoY 역성장 추이를 보이던 내수 바나나맛우유 매출액은 ‘26년부터 YoY 성장 추이로 돌아섬. 외국인 소비가 많은 편의점 채널 매출이 YoY 미드싱글 이상 성장하며 품목 성장을 이끌었음. 유제품 소비 감소로 별도 냉장 매출은 여전히 YoY 역성장 지속 중이나, 바나나맛우유 판매 호조로 역성장 폭이 축소되고 있다는 점이 고무적

수출은 SKU·채널 확장이 동시에 나타나고 있음. 1) 미국은 ‘25년 말 기존 주력 제품인 메로나에서 봉어싸만코, 빵또아로 냉동 SKU를 확대했으며, 주 단위 거점 유통채널 위주 침투도 확대 중. 2) 중국 매출액은 지난 1분기부터 다시 YoY 성장 추이로 돌아섰으며, 간식점을 중심으로 상온 음료 제품 판매 증가가 두드러졌음. 3) 중장기적으로는 ‘25년 설립한 호주 법인을 거점으로, 현지 OEM을 활용한 바나나맛우유 생산 및 유럽 수출 진행 계획도 보유하고 있음.

● 투자의견

동사는 ‘24년 4분기 창사 이래 첫 4분기 영업이익 흑자를 달성. ‘25년 4분기는 장기종업원 급여(금) 비용, 영업소 통합 관련 일회성 비용 인식으로 영업적자 109억원을 기록했으나, 생산·구매·물류·판촉 다방면에 걸친 효율화 효과와 더불어 ‘26년은 매 분기 영업이익 흑자를 이어갈 가능성이 높아졌다고 판단.

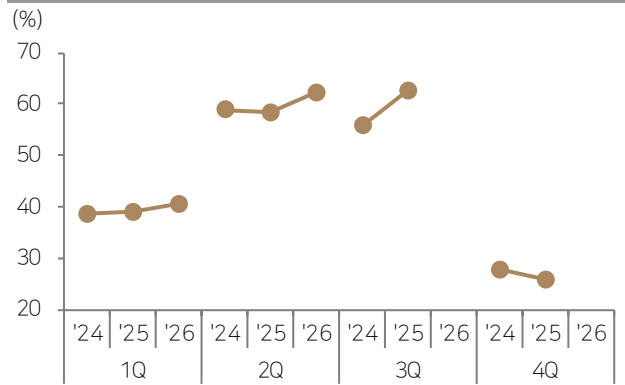
Fig. 1: 빙그레 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	309	410	479	292	312	442	487	323	1,463	1,490	1,565
1. 별도	285	350	406	271	287	413	488	324	1,259	1,312	1,511
냉장	144	148	152	144	138	147	150	171	615	588	607
수출	20	17	16	20	21	19	17	21	71	73	77
내수	124	131	137	164	117	129	134	151	544	556	530
냉동 및 기타	141	202	254	127	148	266	338	153	643	724	905
수출	26	34	22	18	32	40	24	19	83	99	115
내수	115	169	233	109	116	226	314	133	560	625	789
2. 해태아이스크림	30	52	81	24	22	0	0	0	200	188	22
3. 해외	32	55	32	26	48	64	38	27	133	145	177
중국	8	10	9	8	10	13	11	9	42	35	43
미국	21	41	19	15	34	47	23	16	80	97	120
베트남	3	4	4	2	4	4	4	2	11	13	14
4. 연결조정	-39	-47	-41	-28	-44	-35	-39	-28	-129	-155	-145
YoY(%)	2.5	0.5	3.3	0.5	1.3	7.9	1.7	10.7	4.9	1.8	5.1
1. 별도	3.1	3.4	6.7	3.0	0.6	17.8	20.1	19.7	5.3	4.3	15.2
냉장	-5.8	-5.8	-4.4	-1.5	-4.1	-0.6	-1.3	19.0	1.1	-4.4	3.2
수출	0.4	-5.9	-1.5	16.3	5.9	9.4	5.0	2.0	26.0	2.3	5.4
내수	-6.7	-5.8	-4.7	27.2	-5.7	-1.9	-2.0	-8.0	-1.4	2.1	-4.6
냉동 및 기타	14.2	11.4	14.7	8.7	5.4	31.3	32.9	20.5	9.6	12.6	24.9
수출	8.6	45.4	10.6	11.4	23.3	17.4	10.0	10.0	20.4	19.9	16.0
내수	15.5	6.4	15.1	8.3	1.2	34.0	35.0	22.2	8.2	11.5	26.3
2. 해태아이스크림	1.9	-16.6	-0.6	-7.4	-28.7	-	-	-	0.3	-6.1	-88.5
3. 해외	16.5	17.7	-8.8	7.7	49.3	17.8	18.1	5.7	23.2	8.7	22.7
중국	-21.7	-20.5	-20.9	-3.9	25.1	36.8	25.0	10.0	10.6	-17.7	24.9
미국	39.4	32.6	-7.6	15.3	60.3	15.1	20.0	5.0	34.6	20.6	24.3
베트남	45.6	20.1	23.3	4.4	38.8	-2.7	-5.0	-5.0	3.9	22.8	5.4
매출총이익	85	120	152	77	88	144	164	91	469	434	488
GPM(%)	27.6	29.3	31.7	26.2	28.3	32.6	33.7	28.2	32.0	29.1	31.2
판관비	72	93	93	87	75	75	89	84	338	345	322
% of Sales	23.2	22.7	19.4	29.9	23.9	16.9	18.3	26.0	23.1	23.2	20.6
영업이익	13	27	59	-11	14	70	75	7	131	88	166
OPM(%)	4.4	6.6	12.3	-3.7	4.4	15.8	15.5	2.3	9.0	5.9	10.6
YoY(%)	-36.1	-40.3	-8.9	적전	2.3	159.9	27.9	흑전	17.0	-32.7	88.2
지배순이익	12	24	45	-26	11	59	57	3	103	56	130
NIM(%)	3.8	5.9	9.5	-8.8	3.5	13.3	11.8	0.9	7.1	3.7	8.3
YoY(%)	-36.8	-33.2	-8.2	적지	-4.9	143.1	26.6	흑전	19.7	-46.2	134.7

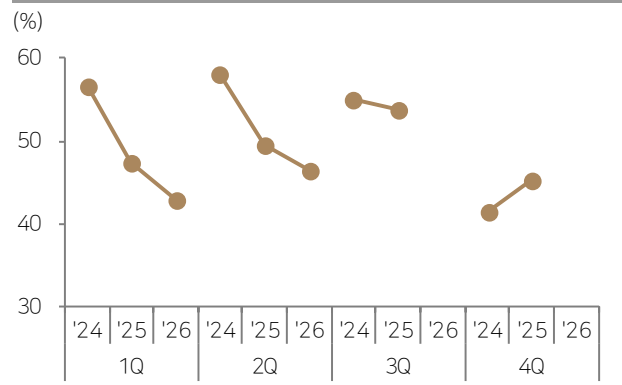
Source: 빙그레, 다올투자증권 추정

Fig. 2: 냉동 부문 가동률 추이



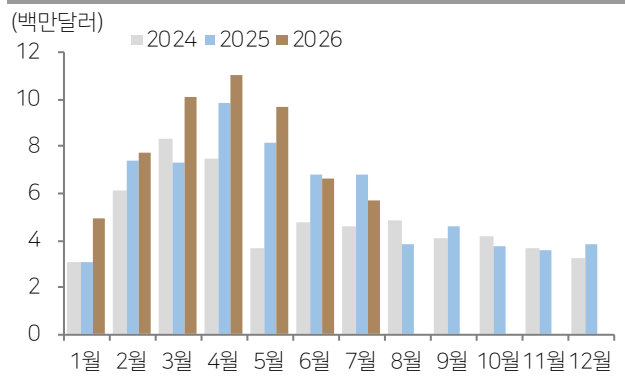
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 3: 냉장 부문 가동률 추이



Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 4: 빙그레 추정 아이스크림 수출액 추이 (남양주시)



Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 5: 빙그레 기취득 자사주 소각 내역

소각일	소각수량 (주)	소각금액 (십억원)	발행주식수 대비 (%)
'25.04.30	295,538	6.6	3.0%
'26.03.26	286,672	6.4	3.0%
'26.08.31	427,230	9.5	4.6%

Source: Dart, 다올투자증권

빙그레 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	313.9	315.3	395.0	474.4	519.7
현금성자산	166.3	92.7	168.2	242.0	271.6
매출채권	61.3	83.3	86.8	86.7	75.4
재고자산	74.4	127.5	126.5	135.0	162.5
비유동자산	446.3	454.0	495.7	528.6	549.0
투자자산	86.2	98.0	94.7	97.1	110.8
유형자산	295.5	298.7	353.0	392.7	406.3
무형자산	64.7	57.2	48.0	38.8	32.0
자산총계	760.2	769.3	890.7	1,003.1	1,068.8
유동부채	160.0	152.4	182.1	224.1	185.5
매입채무	146.2	133.6	145.2	129.3	147.5
유동성이자부채	7.1	8.5	15.3	74.2	18.5
비유동부채	42.4	41.1	67.0	57.1	139.4
비유동이자부채	5.3	18.7	32.4	24.5	105.8
부채총계	202.4	193.5	249.1	281.2	325.0
자본금	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8
자본잉여금	64.8	64.8	64.8	64.8	64.8
이익잉여금	468.4	487.4	553.9	631.3	644.8
자본조정	(25.1)	(26.2)	(26.9)	(24.0)	(15.6)
자기주식	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(22.5)	(15.9)
자본총계	557.9	575.8	641.6	721.8	743.8
투하자본	375.0	483.9	500.5	563.8	580.3
순차입금	(154.0)	(65.4)	(120.6)	(143.3)	(147.2)
ROA	(2.5)	3.4	10.4	10.9	5.4
ROE	(3.4)	4.5	14.2	15.1	7.6
ROIC	5.0	6.4	17.7	19.1	10.4

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	1,147.4	1,267.7	1,394.3	1,463.0	1,489.6
증가율 (Y-Y,%)	(17.7)	10.5	10.0	4.9	1.8
영업이익	26.2	39.4	112.2	131.3	88.4
증가율 (Y-Y,%)	(76.6)	50.2	184.8	17.0	(32.7)
EBITDA	81.7	98.3	174.1	194.0	152.2
영업외손익	(38.0)	(2.7)	(1.3)	2.2	(5.8)
순이자수익	2.0	2.8	3.1	3.5	2.7
외화관련손익	1.6	(0.2)	(0.4)	1.6	(1.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(11.8)	36.7	111.0	133.5	82.6
당기순이익	(19.3)	25.7	86.2	103.2	55.6
지배기업당기순이익	(19.3)	25.7	86.2	103.2	55.6
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	235.7	19.7	(46.2)
NOPLAT	19.0	27.6	87.2	101.5	59.4
(+) Dep	55.4	58.9	61.8	62.7	63.8
(-) 운전자본투자	(23.0)	84.1	(18.7)	22.6	(1.4)
(-) Capex	57.0	28.0	84.7	88.6	51.1
OpFCF	40.5	(25.6)	83.1	53.0	73.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.3	13.0	13.3	8.4	5.5
영업이익증가율(3Yr)	(12.6)	(4.9)	41.2	71.0	30.9
EBITDA증가율(3Yr)	7.5	7.6	28.3	33.4	15.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	(14.5)	35.2	n/a	29.3
영업이익률(%)	2.3	3.1	8.1	9.0	5.9
EBITDA마진(%)	7.1	7.8	12.5	13.3	10.2
순이익률 (%)	(1.7)	2.0	6.2	7.1	3.7

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	55.5	(11.2)	156.7	147.1	114.3
당기순이익	(19.3)	25.7	86.2	103.2	55.6
자산상각비	55.4	58.9	61.8	62.7	63.8
운전자본증감	(20.3)	(107.4)	(9.9)	(27.9)	(11.8)
매출채권감소(증가)	8.8	(17.9)	2.4	8.3	12.0
재고자산감소(증가)	(18.6)	(52.2)	(0.5)	(7.4)	(26.5)
매입채무증가(감소)	(3.0)	(18.2)	(11.8)	(13.7)	12.6
투자현금	(19.3)	19.4	(75.9)	(124.0)	(115.9)
단기투자자산감소	35.2	57.0	(10.1)	(45.9)	(70.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(57.0)	(28.0)	(84.7)	(88.6)	(51.1)
유무형자산감소	0.7	(0.6)	(0.3)	0.9	(0.5)
재무현금	(23.6)	(24.2)	(11.9)	4.1	(38.9)
차입금증가	(9.4)	(11.7)	1.5	28.1	(8.0)
자본증가	(14.1)	(12.4)	(13.3)	(23.0)	(29.2)
배당금지급	14.1	12.4	13.3	23.0	29.2
현금 증감	13.7	(16.6)	68.7	27.4	(40.9)
총현금흐름(Gross CF)	89.9	106.1	182.8	206.3	159.4
(-) 운전자본증가(감소)	(23.0)	84.1	(18.7)	22.6	(1.4)
(-) 설비투자	57.0	28.0	84.7	88.6	51.1
(+) 자산매각	0.7	(0.6)	(0.3)	0.9	(0.5)
Free Cash Flow	50.4	18.0	97.0	54.4	31.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	50.4	18.0	97.0	54.4	31.8

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	(1,962)	2,607	8,752	10,479	5,815
BPS	50,065	52,637	60,260	69,331	74,486
DPS	1,400	1,500	2,600	3,300	3,300
Multiples(x,%)					
PER	n/a	15.1	10.3	8.6	15.5
PBR	1.1	0.7	1.5	1.3	1.2
EV/ EBITDA	4.5	3.3	4.1	3.6	4.5
배당수익률	2.6	3.8	2.9	3.7	3.7
PCR	5.8	3.6	4.9	4.3	5.4
PSR	0.5	0.3	0.6	0.6	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	36.3	33.6	38.8	39.0	43.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	196.2	206.8	216.9	211.7	280.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	59.8	71.7	65.6	62.4	60.3
현금+투자자산(%)	40.2	28.3	34.4	37.6	39.7
자본구조					
차입금(%)	2.2	4.5	6.9	12.0	14.3
자기자본(%)	97.8	95.5	93.1	88.0	85.7

Source: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 93.5%	HOLD : 6.5%	SELL : 0.0%
-------------	-------------	-------------

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치