

# 찬바람만 불던 빙과도 가능성이 보인다

한유정 yujung.han@daishin.com

노희재 heejae.roh@daishin.com

2020.04.01

## 빙그레, 빙과 시장점유율 1위를 향해

- 빙그레, 해태제과식품으로부터 해태아이스크림 지분 100%를 1,400억원에 인수하기로 결정
- 해태아이스크림은 지난 2019년 10월 16일 해태제과식품이 아이스크림 사업부를 100% 자회사로 분사시킨 법인으로 분할기일은 2020년 1월 1일
- 해태아이스크림의 2019년 말 기준 순자산은 682억원이며 2019년 매출액은 1,507억원, 영업적자는 30억원. 2017년 이후 매출액은 지속적으로 감소한 반면 영업적자는 축소되어옴
- 해태아이스크림의 주요 제품은 부라보콘, 누가바, 쌍쌍바, 탱크보이, 플라보이 등이며 주요 제품들의 매출액 비중이 90% 이상으로 신제품의 실적 기여는 미미한 것으로 추정
- 해태아이스크림의 2019년 기준 유통 구조별 매출액 비중은 시판, 유통(할인점, 편의점, SSM 등)채널이 각각 85%, 15%로 시판채널의 비중이 절대적으로 높음. 시판채널은 대리점(타사 제품도 판매), 영업소(자사 제품만 판매)로 나뉘는데 시판채널 내 대리점, 영업소 매출액 비중은 각각 40%, 60%로 추정

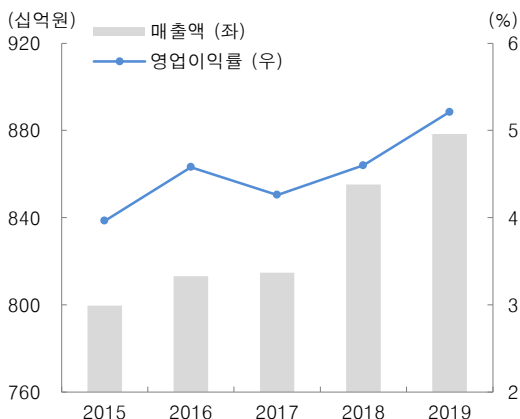
## 빙과 업계 시장 재편 예상: 빙그레 VS 롯데

- 국내 빙과 업계는 해태제과식품(현 해태아이스크림), 빙그레, 롯데제과, 롯데푸드 등 총 4개의 국내 기업 그리고 수입제품들로 구성되어 있음. 2019년 3분기 기준 해태/빙그레/롯데제과/롯데푸드의 빙과 시장점유율은 15%/27%/29%/16%으로 타품목 대비 점유율이 비교적 고르게 분포되어 있는 편
- 식품산업통계정보시스템에 따르면 국내 빙과 시장 규모는 2012년 2.0조원에서 2018년 1.6조원으로 시장 규모는 크게 감소되었음. 급격한 시장 감소는 아동인구 감소, 소비 행태 변화 등을 원인으로 꼽을 수 있음. 그럼에도 2013년 이후 출혈적 판촉 경쟁이 심화되기 시작하였고 녹록치 않은 영업환경에 2016년부터 빙과 업계 전반적으로 가격 정상화 움직임을 보이기 시작한 바 있음

## 얼고자 하는 바는

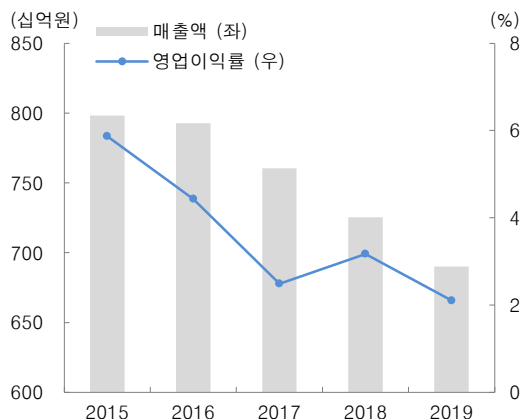
- 빙그레는?  
이번 인수를 통해 빙그레의 빙과 시장점유율은 단순 합산 기준 42%로 단숨에 점유율 1위 기업으로 도약할 뿐만 아니라 빙과 업계 특성상 생산뿐만 아니라 유통 구조 측면에서의 합병 시너지 극대화 시 롯데제과, 롯데푸드와의 격차 또한 상당해질 것으로 예상됨. 향후 빙그레는 유통 구조 개편 및 빙그레 빙과 부문과의 중복 비용 제거, 공급 가격 정상화를 통해 손익을 정상화에 집중할 것으로 추정됨  
*\*해태아이스크림 분할 당시 해태아이스크림 자산의 대부분은 대구, 광주 공장 제조 시설 장비가 678억원으로 자산 총계의 53% 비중 차지*
- 해태제과식품은?  
해태제과식품의 경우 빙과 사업부가 유일한 적자 사업부로 실적에 대한 부담으로부터 벗어날 수 있으며 유통성 확보를 통해 재무구조 개선 혹은 본업인 제과/식품 사업부에 본격적으로 투자할 수 있는 실탄 마련  
*\*2019년 기준 해태제과식품/빙그레/롯데제과/롯데푸드 부채비율은 각각 210%/20%/109%/87%*

빙그레 최근 5년 실적 추이



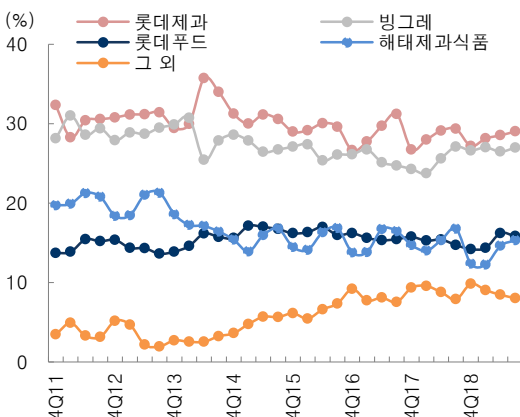
자료: 대신증권 Research Center

해태제과식품 최근 5년 실적 추이



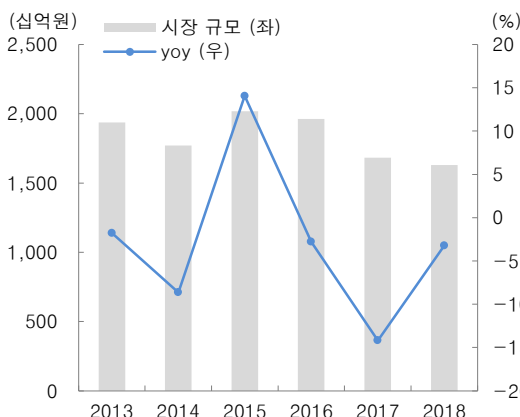
자료: 대신증권 Research Center

분기별 소매점 기준 빙과 시장 점유율 추이



자료: FFS식품산업통계, 대신증권 Research Center

연간 소매점 기준 빙과 시장 규모



자료: FFS식품산업통계, 대신증권 Research Center

표 1. 해태제과 물적분할 당시 자산 내역

(단위: 억원)

	분할전	중속회사(해태제과식품)	신설회사(해태아이스크림)
유동자산	1,744	1,169	575
- 현금및현금성자산	90	22	68
비유동자산	6,088	6,073	704
- 유형자산	3,433	2,755	678
<b>자산총계</b>	<b>7,832</b>	<b>7,242</b>	<b>1,280</b>
유동부채	3,200	2,745	454
- 단기차입금 및 사채	1,286	1,286	-
비유동부채	1,833	1,698	135
- 장기차입금 및 사채	1,297	1,297	-
<b>부채총계</b>	<b>5,033</b>	<b>4,443</b>	<b>590</b>
자본금	146	146	5
자본잉여금	1,203	1,203	685
이익잉여금	1,924	1,924	-
<b>자본총계</b>	<b>2,799</b>	<b>2,799</b>	<b>690</b>

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 해태아이스크림 최근 3년 실적 추이

(단위: 억원)

	2017	2018	2019
매출액	1,690	1,679	1,507
- 제품 매출	1,690	1,310	1,181
- 상품 매출	-	370	326
매출원가	1,268	1,268	1,117
- (제품) 제조원가	994	951	873
- (상품) 상품매입액	292	297	248
판매비와관리비	459	426	402
- 감가상각비 및 무형자산상각비	11	13	13
Shared Service 등	-18	-21	-19
영업이익	-55	-35	-30
매출액			
- 시판	1,441	1,464	1,279
- 유통	249	215	229

주1: 감사 전 수치, 주2: 2017년 제품과 상품의 매출 구분은 미공시  
 자료: 대신증권 Research Center

표 3. 해태아이스크림 요약재무상태표

(단위: 억원)

	2017	2018	2019
유동자산	418	303	300
비유동자산	637	651	702
자산총계	1,054	954	1,002
유동부채	233	191	165
비유동부채	157	113	156
부채총계	390	304	320
순자산	665	650	682
CAPEX	58	94	68
- 무형자산상각비	81	82	84

자료: 대신증권 Research Center

## [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:한유정)

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