

안정 속 가속



CONTENTS

03 I. Summary & Focus Chart

09 II. 하반기는 진짜 음식료의 시간

1. 상반기 Review
2. 하반기 센티, 펀더멘털, 모멘텀은 더 좋다

21 III. 국내외 가격인상 효과 전망

1. 결국 가격 전가력이 핵심
2. 기업별 가격인상 효과 전망
3. 해외에서도 진행된 가격인상

34 IV. 곡물가 점검

1. 하반기 투입원가 하락 전망
2. 곡물별 가격 전망

42 V. 꺼진 중국도 다시 보자

1. 성장하는 유통 채널로 가면 되지
2. 중국 소비까지 같이 반등해준다면?
3. 유통 채널을 통해 본 중국 소비 트렌드

57 VI. 글로벌(미국) 확장으로 리레이팅

1. 잘 되는 건 더 잘 된다
2. Next 불닭 등장에 유리한 환경 조성

67 VII. 투자전략

70 VIII. 종목별 투자 의견

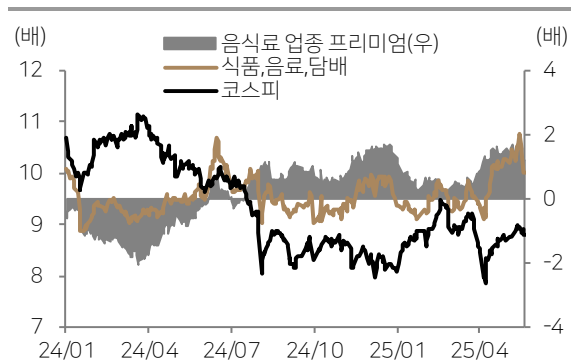
- | | |
|-----|---------------------------|
| 71 | 삼양식품 (003230) _ Top Picks |
| 86 | 오리온 (271560) _ Top Picks |
| 101 | 롯데웰푸드 (280360) |
| 114 | 농심 (004370) |

I. Summary & Focus Chart

0) 업종 플레이 전략 다변화	음식료 업종에 대해 Overweight 의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 기존 내수주 포지션으로 업종 플레이 방법에 한계가 있었던 과거와 달리, 불확실성 국면 속 내수 방어주 투자, 판가-원가 스프레드 확대에 투자, 소비 트렌드에 투자, 수출 모멘텀에 투자, 차별적인 해외 실적 성장을 시현하는 기업에 선별적 투자 등 업종 투자전략이 다변화되었다. 이에 업종 리레이팅의 기회는 더 자주 나타나게 될 것이며, 음식료 업종에 대한 관심이 더욱 요구되는 시점이라고 판단한다.
1) 일단 하반기 내수 환경 더 좋고	하반기 내수 환경 회복을 전망한다. 소비자심리지수는 12월 급락 후 5월 102pt까지 회복했으며, 물가 불안 심리도 완화 추세에 접어들었다. 또한 대선 직후 소비심리 개선 기대감은 주가에도 반영되며, '12년부터 3차례의 대선 후 1M 수익률은 음식료 업종이 코스피를 전부 이겼다. 우선センチ멘털 측면에서 하반기가 더 좋다.
2) 판가 인상, 곡물가는 안정화	업종 투자전략 중 하나는 판가 인상, 곡물가 하락 국면에서 이익 개선에 선제적으로 투자하는 것이다. 작년 말부터 단행된 가격인상 효과는 2분기부터 본격 반영될 것이며, 주요 곡물 투입원가는 하락하고 있어 하반기 음식료 업종 접근에 부담 없다.
3) 수출데이터도, 해외 확장 모멘텀도, 한 단계 더 레벨업!	작년 대비 품목별 수출데이터 레벨은 한층 더 올라왔으며, 해외 확장에 적극적이지 않았던 기업들도 해외 생산시설 투자, 수출 전략품목 육성 등 이전과는 다른 모습을 보여주고 있다. 이에 따라 수출이라는 내러티브로 묶여있었던 업종 투자포인트는 향후 기업별 제품으로 더욱 구체화될 것이며, 업종 전반 레벨업된 해외 모멘텀과 더불어 종목별 실적 성장에 따른 업종 동반 리레이팅 명분도 확대됐다고 판단한다.
4) 지역 커버리지 확대로 가격전가력 ↑	가격인상 효과의 기업별 차별화 요인은 가격전가력이다. 충성도 높은 제품을 보유한 기업은 가격 저항에 따른 Q 감소를 최소화할 수 있으며, 지역 커버리지가 다변화된 기업은 물가, 원가와 무관하게 지역과 제품을 번갈아가며 매해 가격을 올릴 수 있기 때문이다. 올해 가격인상은 해외에서도 이루어졌으며, 지역 Mix 개선에 따른 가격 전가력 확대로 이익 절대 레벨 상향, 이익 안정성 강화가 기대된다.

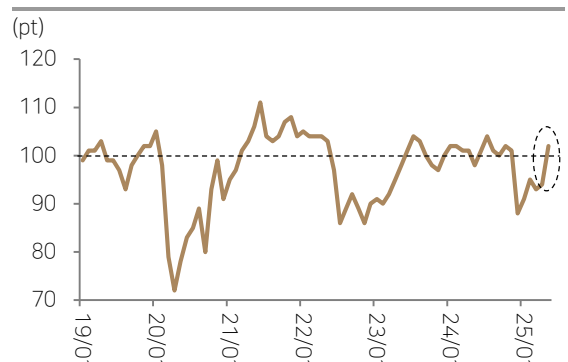
- 5) 중국: 성장하는 유통채널로 가면 된다 중국은 대형 유통채널의 부진에도 성장하는 채널 (간식점, 창고형 할인매장, 편의점) 로의 출고 확대를 통해 시장 성장률을 상회하는 성장을 나타낼 수 있다. 이와 관련 오리온의 투자 매력도가 높다. 작년 중국 영업망 개편 마무리 후 정상화 효과는 올해 온기 반영되며, 올해 적극적인 제품전략과 더불어 사드 직전 매출액 레벨로의 회복을 전망한다. 중국 소비까지 반등해준다면 더 탄력적인 주가 움직임이 나타날 수 있다.
- 6) 글로벌: 잘 되는 건 더 잘 되고 미국에서 가장 잘 팔리는 스낵인 Pringle의 '24년 미국 Retail Sales는 2조원이었다. 당사 추정 삼양식품의 '25년 연결 매출액은 약 2.4조원, 올해 미국법인 매출액이 전사의 30%까지 올라온다고 가정, Retail Price가 해외법인 셀아웃 금액 대비 1.5배 높다고 가정하면 불닭의 미국 Retail Sales는 약 1조원이다. 절대 Sales 규모 면에서 글로벌 브랜드 레벨에 도달했고, 현지 소비자들에게 기인지된 브랜드라 판단한다.
- 7) 글로벌: Next 불닭 등장에 유리한 환경도 조성 통상 새로운 식문화는 외식에서 먼저 확산된 후 내식으로 침투되는 양상을 보인다. 현재 뉴욕에서의 한식은 외식을 중심으로 전반적인 경험 및 인지가 일어나고, 내식은 기업들의 자본력을 바탕으로 브랜드 강화 및 유통망을 확장하는 국면이다. 이에 따라 외식에서 익숙해진 맛을 내식에서 재현하려는 수요가 증가하며, 국내 기업들의 미국 내식 시장 침투에 유리한 환경이 조성되고 있다고 판단한다.
- 위 내용을 종합, 최선호주 삼양식품 (적정주가 150만원), 차선호주 오리온 (적정주가 15만원), 관심주 롯데웰푸드 (적정주가 15만원)를 제시한다.

Focus Chart 1 음식료 업종 Valuation



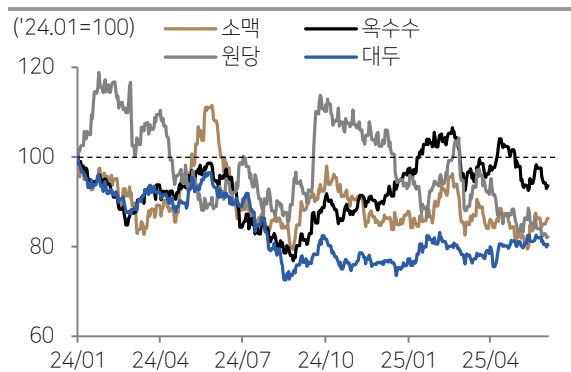
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 2 국내 소비자심리지수 → 5월 100pt 상회



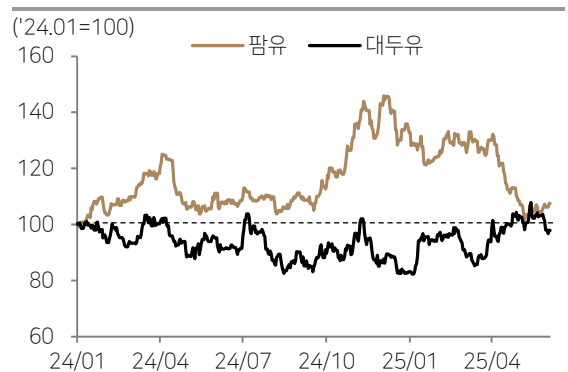
Source: KOSIS, 다올투자증권

Focus Chart 3 '24년~ 주요 곡물 가격 추이



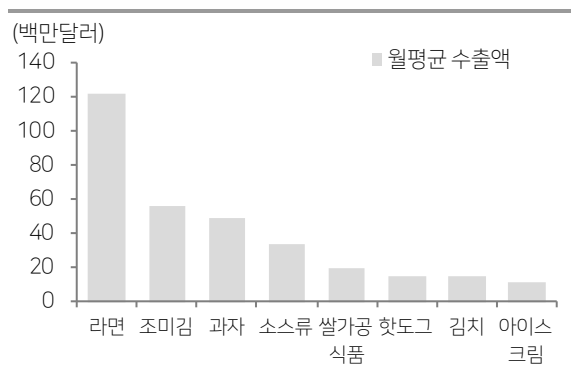
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 4 '24년~ 주요 유종 가격 추이



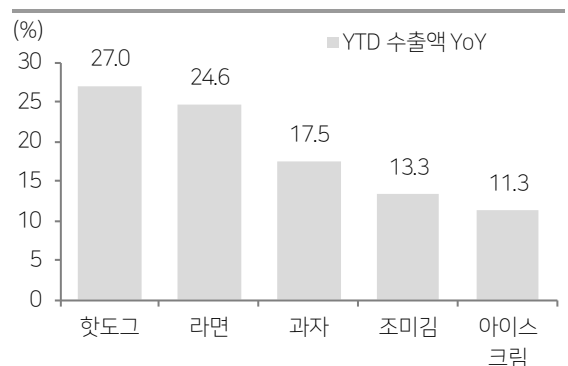
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 5 주요 품목별 월 수출액 규모



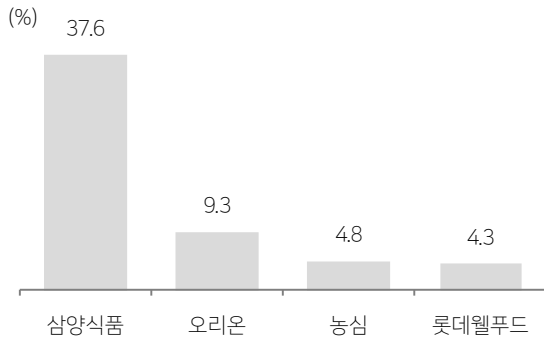
Note: '25년 4월까지의 품목별 수출액 월 평균값, 라면은 5월까지의 수출액 월 평균값 / Source: 관세청, 다올투자증권

Focus Chart 6 주요 품목별 YTD 수출액 증가율



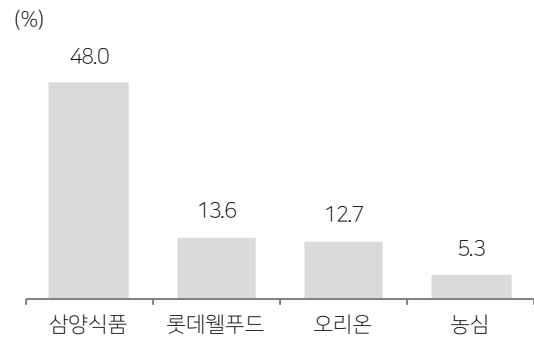
Note: '25년 4월까지의 품목별 수출액 기준, 라면은 5월까지의 수출액 기준 / Source: 관세청, 다올투자증권

Focus Chart 7 커버리지 4사 '25년 매출액 YoY 성장률



Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Focus Chart 8 커버리지 4사 '25년 해외 매출액 YoY 성장률



Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Focus Chart 9 기업별 해외 생산시설 투자내역 및 판매법인 설립 내역

기업명	준공(예상)일시	구분	위치	투자금액	CAPA	내용
CJ제일제당	'25년 09월	신공장	일본	1천억원	미확인	일본 냉동만두 시장 대응
	'26년 하반기	신공장	헝가리	1천억원	미확인	비비고 만두 등 생산
	'27년	신공장	미국	7000억원	미확인	슈완스 아시안푸드 신공장
농심	'24년 10월	라인 증설	미국	미확인	+3.5억식	용기면 2개, 봉지면 1개
	'25년 03월	판매법인	유럽	-	-	유럽 진출 확대
	'27년	신공장	부산 녹산	1918억원	5억식	수출 물류/생산 통합센터
삼양식품	'25년 07월	신공장	경남 밀양	1643억원	6.9억식	생산라인 6개. 수출 대응
	'27년	신공장	중국	2014억원	8억식	생산라인 6개. 중국 내수
오뚜기	'25년 05월	증자	-	565억원	-	미국 생산시설 건립
	'26년 04월	물류센터	울산	226억원	하루 700파렛트	수출 물량 물류 거점
	'27년	신공장	미국	미정	미확인	미국 생산거점 구축
오리온	'25년 3분기	라인 증설	러시아	미확인	기존 대비 +30%	파이 라인 2개 증설
	'25년 하반기	라인 증설	베트남	1300억원	라인 3개	쌀과자/스낵 라인 증설
	'26년 상반기	신공장	베트남	미확인	미확인	쌀과자/스낵 수요 대응
	'27년	신공장	러시아	2400억원	미정	파이/스낵/구미 라인 증설
	'27년	신공장	충북 진천	4600억원	2.3조원으로 증가	생산/포장/물류 통합센터
롯데웰푸드	'25년 03월	신공장	인도 빙과	750억원	1500억원	롯데/하버모어 브랜드 생산
	'25년 07월	라인 증설	인도 건과	330억원	480억원	빼빼로 라인 2개 증설
풀무원	'25년	판매법인	유럽	미확인	-	유럽 진출 확대
	'25년 하반기	라인 증설	미국	미확인	기존 대비 +20%	두부 라인 증설
SPC그룹	'25년 02월	신공장	말레이시아	미확인	연 1억개	할랄 제빵 시장 수요 대응
	'27년 하반기	신공장	미국	1.6억달러	연 5억개	북미 제빵 시장 대응
대상	'25년 하반기	신공장	폴란드	150억원	연 김치 3천톤	유럽 생산 거점
동원그룹	'25년 04월	구조개편	-	-	동원F&B 자회사화	해외 비중 40% 목표
하이트진로	'26년	신공장	베트남	1억달러	1.5억병	소주 생산 및 동남아 수출
롯데칠성	'24년 11월	라인 증설	미얀마	미확인	기존 대비 2배	Pet 라인 증설
	검토중	신공장	카자흐스탄	미정	미정	음료 및 주스 생산
KT&G	'25년 04월	신공장	카자흐스탄	미확인	연간 45억개비	유럽/CIS 지역 대응
	'26년	신공장	인니 2/3공장	미확인	연간 210억개비	동남아 수요 대응

Source: 언론보도, 다올투자증권

Focus Chart 10 커버리지 기업 국내 가격인상 비교 및 실적 영향

	농심	오리온	롯데웰푸드
연간 국내 매출액 성장률 전망	+4.2%	+4%	+2%
가격 인상폭	라면/스낵 +7.2% (3월)	제과 +10.6% (12월)	건빙과 +9.5% (2월)
Q 감소폭 전망	연간 Flat	라면 대비 감소폭 ↑	라면 대비 감소폭 ↑
연간 국내 영업이익 성장률 전망	+58.5%	+4%	-10.3%
투입원가 전망	하반기 ↓	하반기 ↓	관찰 필요
Q 감소폭 전망	연간 Flat	라면 대비 감소폭 ↑	라면 대비 감소폭 ↑

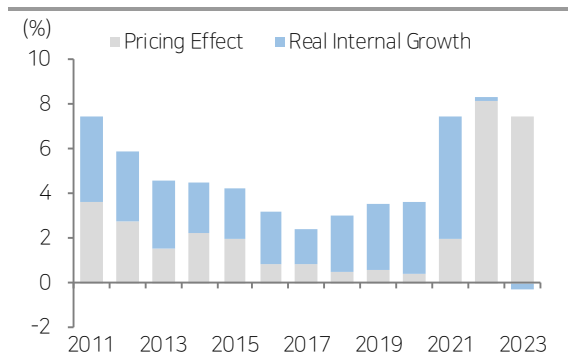
Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Focus Chart 11 커버리지 기업 해외 가격인상 비교 및 결론

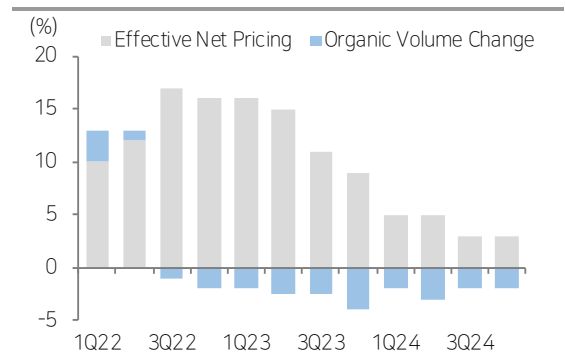
	농심	삼양식품	오리온	롯데웰푸드
해외 가격인상	△	△	0	0
가격인상 내용 ('24년)	3분기 미국 (예정)	연중 미국 (가능성)	'24년말 베트남 '24~'25년 러시아	1월 벨기에/러시아 3월 인도 양 법인 4월 카자흐스탄
해외 가격전가 가능 비중	보통	높음	높음	보통
해외 매출 비중 ('24년)	27.9%	77.3%	64.7%	21.2%
해외 매출액 성장률 (과거 4년 CAGR)	7.1%	36%	6.5%	7.4%
해외 매출액 성장률 ('24년)	-2.1%	65.1%	8.6%	7.0%
해외 영업이익률	보통	높음	높음	보통
주요 법인별 영업이익률 ('24년)	중국 9.4% 북미 8.1%	연결 19.9%	중국 19.2% 베트남 19.5% 러시아 16.0%	인도건과 미드싱글 인도빙과 로우틴 카자흐 하이싱글 러시아 하이싱글
해외 인지도 및 시장 지배력	높음	높음	높음	높음
주요 진출국 M/S ('24년)	미국 22%	미국 8%	러시아 70% 베트남 50%	인도 70% 카자흐스탄 20%
주요 진출국 내 메가 브랜드 유무	0 (신라면)	0 (불닭)	0 (초코파이)	0 (초코파이)
결론	3	1	1	2

Source: 각 사, 다올투자증권

Focus Chart 12 Nestle의 매출액 P/Q 영향

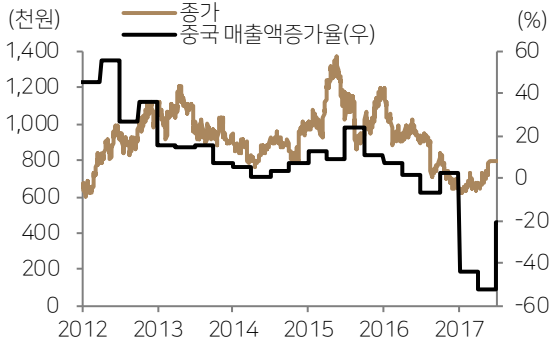
Note: Real Internal Growth는 가격인상 효과 제외한 성장률
Source: Nestle, 다올투자증권

Focus Chart 13 PepsiCo의 매출액 P/Q 영향



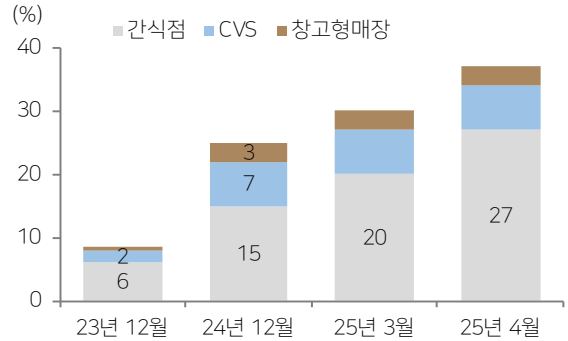
Source: PepsiCo, 다올투자증권

Focus Chart 14 오리온 중국법인 매출액 증가율 vs. 주가



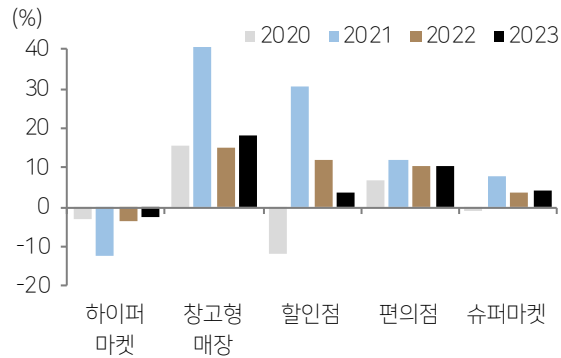
Source: 오리온, 다올투자증권

Focus Chart 15 오리온 중국법인 채널별 매출액 비중 추이



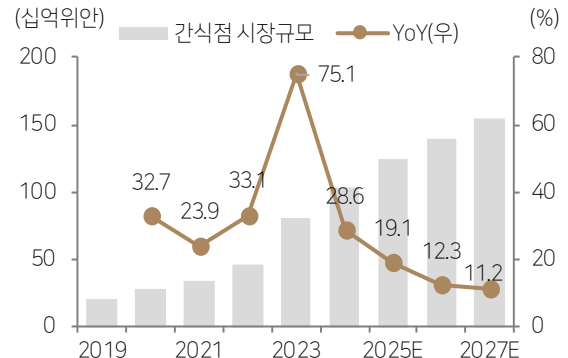
Source: 오리온, 다올투자증권

Focus Chart 16 중국 유통채널별 YoY 시장규모 변화율 추이



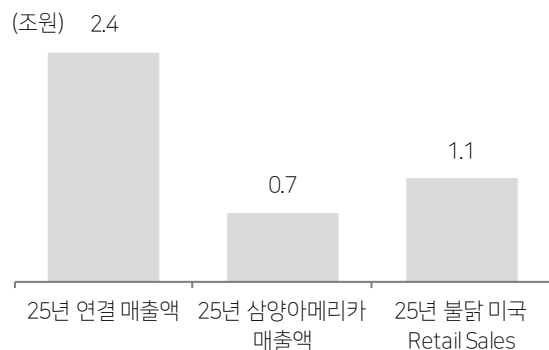
Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Focus Chart 17 중국 간식점 시장규모 추이 및 전망



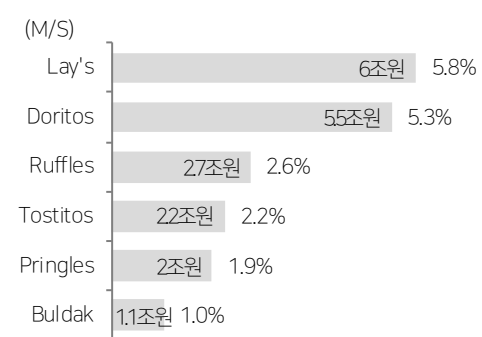
Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Focus Chart 18 '25년 불닭의 미국 Retail Sales 규모 추정



Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Focus Chart 19 '24년 미국에서 가장 많이 팔린 스낵 Retail Sales vs. '25년 불닭의 미국 Retail Sales



Note: Total U.S. sales through multi outlet, c-store (grocery, drug, mass, convenience, military and select club & dollar retailers), 52 Weeks Ending April 21, 2024. / Source: Circana, 다올투자증권

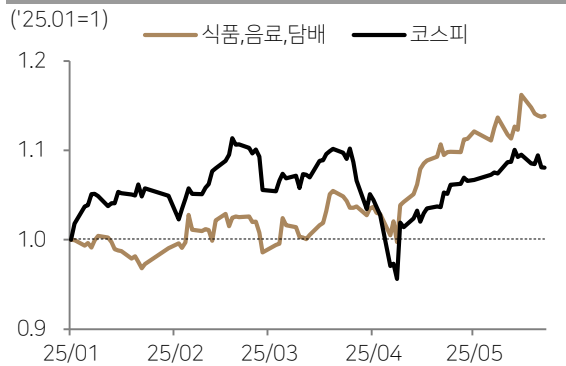
II. 하반기는 진짜 음식료의 시간

1. 상반기 Review: 내수주 매력 부각, 가격 인상, 해외 호실적

고물가, 정치 리스크에 따른 소비심리 악화로 어려웠던 내수 환경에도 불구하고, 상반기 음식료 업종은 YTD +15.3% 상승하며 같은 기간 코스피(+9.5%), 코스닥(+6.9%)을 각각 5.8%p, 8.4%p 아웃퍼폼했다. 관세 관련 불확실성 증대로 내수주 매력 부각, 가격 인상에 따른 이익 개선 기대감, 해외 호실적을 기록한 기업들의 주가 상승 때문이었다.

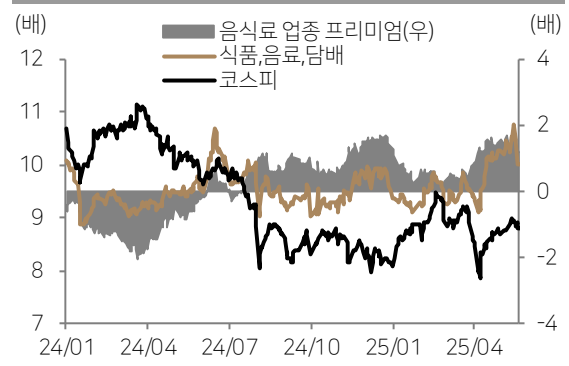
1분기 실적도 선방했다. 소비심리 둔화 직격탄을 맞고 있는 주류 업종, 작년 바이오 기저 부담과 설 시점 차이 영향이 불가피했던 CJ제일제당, 코코아 원가부담이 집중된 롯데웰푸드 제외 시, 주요 음식료 기업들의 1분기 실적은 컨센서스를 상회하며 견조한 모습을 보였다.

Fig. 1: '25년 음식료 vs. 코스피 주가



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 2: 음식료 업종 Valuation



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 1Q25 주요 음식료 기업 실적 vs. 컨센서스

(억원)

	KT&G		삼양식품		CJ제일제당		농심	
	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
Consen	14,205	2,688	4,962	1,040	74,780	3,755	8,936	515
실제치	14,911	2,856	5,290	1,339	72,085	3,332	8,930	560
상회/하회폭	5%	6%	7%	29%	-4%	-11%	0%	9%
	롯데웰푸드		롯데칠성		대상		동원F&B	
	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
Consen	9,672	238	9,655	492	10,909	534	11,318	515
실제치	9,751	163	9,369	424	11,304	572	11,948	539
상회/하회폭	1%	-32%	-3%	-14%	4%	7%	6%	5%

Source: Quantiwise, 다올투자증권

2. 하반기 senti, 펀더멘털, 모멘텀은 더 좋다

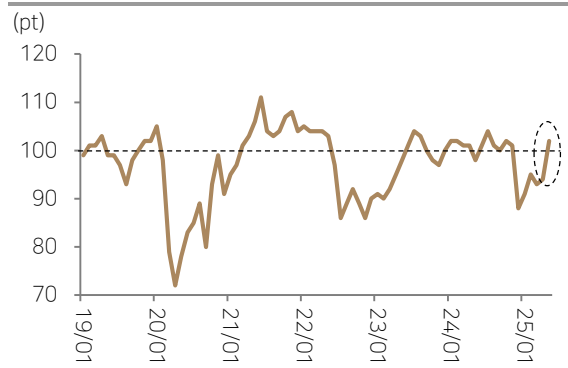
하반기에는 소비심리 개선, 이에 따른 업종 senti멘털 및 내수 매출 회복, 상반기 평가 인상 후 곡물가 안정에 따른 하반기 투입원가 부담 완화, 보다 더 적극적으로 변모한 국내 기업들의 해외 확장 등 업종 모멘텀이 다수 포진되어 있다.

1) 내수 소비심리 & 실물지표 회복 기대

우선 하반기 소비심리 회복을 기대한다. 소비자심리지수는 12월 급락 후 5월 102pt로 회복했으며, 대선 후 민생 현안을 최우선으로 한 20~30조원 규모 2차 추경도 기대돼 회복이 가팔라질 수 있다. 물가 관련 불안 심리도 완화 추세에 접어들었는데, 향후 1년 기대인플레이션을 응답 분포에서 고물가 (4~6%, 6% 이상) 비중은 축소, 2% 이하 구간 응답 비중은 확대되고 있다.

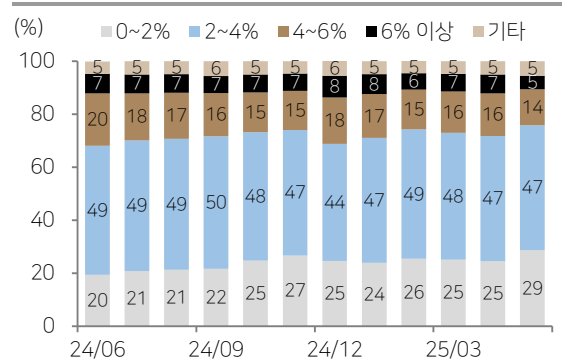
실물 지표도 바닥을 다지고 반등할 가능성이 높다. '24년 하반기부터 YoY 감소하던 국내 카드 승인액은 3월을 기점으로 감소폭이 축소되었고, 소매판매액 + 온라인쇼핑 거래액 합산 금액도 작년 4분기 저점을 찍고 반등 추세에 있다.

Fig. 4: 소비자심리지수 → 5월 100pt 상회

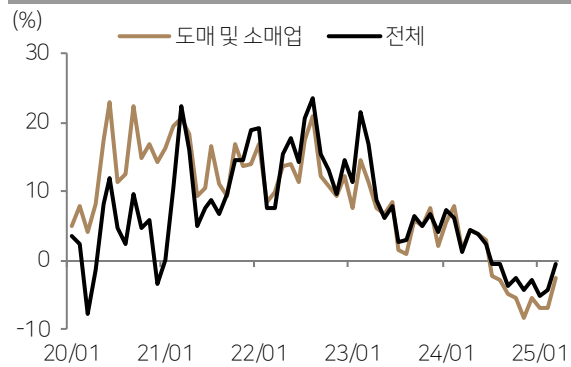


Source: KOSIS, 다올투자증권

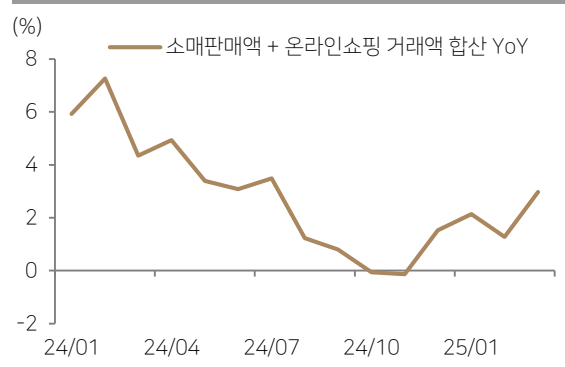
Fig. 5: 향후 1년 기대 인플레이션을 → 물가 우려 감소



Source: KOSIS, 다올투자증권

Fig. 6: 국내 카드 승인액 YoY → 3월 반등

Source: KOSIS, 다올투자증권

Fig. 7: 소매판매액 + 온라인쇼핑 거래액 합산 YoY

Source: KOSIS, 다올투자증권

2) 대선 직후, 업종은 시장을 아웃퍼폼
 대선 직후에는 추경 등 민생경제 관련 정책과 더불어 소비 심리가 개선되고, 이는 추가에도 반영되는 경향을 보인다. '12년부터 세 차례의 대선 직후 1개월 수익률은 음식료 업종이 코스피를 전부 아웃퍼폼했고, 특히 조기 대선이 이뤄진 '17년에는 내수 회복 기대감으로 음식료 업종 주가는 1M +6.1% 상승했다.

Fig. 8: 대선 직후 코스피 vs. 음식료 업종 주가 흐름

			음식료	코스피	
2012년 대선	1D	2012-12-20			
	1W	2012-12-27	0.7%	-0.6%	WIN
	2W	2013-01-03	0.7%	1.0%	LOSE
	1M	2013-01-18	2.7%	-0.6%	WIN
	2M	2013-02-19	2.4%	-0.7%	WIN
2017년 대선	1D	2017-05-10			
	1W	2017-05-17	-0.5%	1.0%	LOSE
	2W	2017-05-24	2.6%	2.1%	WIN
	1M	2017-06-09	6.1%	4.9%	WIN
	2M	2017-07-10	0.6%	4.9%	LOSE
2022년 대선	1D	2022-03-10			
	1W	2022-03-17	-0.3%	0.5%	LOSE
	2W	2022-03-24	0.8%	1.8%	LOSE
	1M	2022-04-11	2.2%	0.5%	WIN
	2M	2022-05-10	2.3%	-3.1%	WIN

주: Quantiwise, 다올투자증권

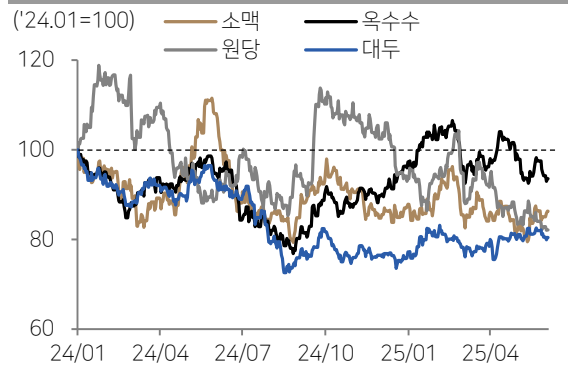
- 3) 펀더멘털도 좋다 **상반기 단행된 가격 인상 효과는 2분기부터 본격 반영될 전망이다. 주요 곡물가도 하락하고 있어 하반기 음식료 업종에 접근하기 부담 없다.** 통상 가격인상이 진행된 직후 분기의 총이익률은 ASP 상승 효과가 그대로 반영되며 QoQ로 상승하는 경향을 보인다. 또한 투입원가 하락과 Q 증가가 겹칠 경우, 높아진 GPM이 가격인상 다다음 분기까지도 지속된다.

이에 따라 가격인상 효과의 실적 반영은 기업별로 상이하게 나타날 것이며, 높은 가격 전가력을 바탕으로 Q 위축을 최소화하고, 하반기 투입원가 하락이 전망되는 기업은 수익성 면에서 더욱 돋보일 수 있다.

Fig. 9: '24년 말 ~ '25년 국내 음식료 기업 가격 인상 타임라인

일시	회사	구분	내용
2024년	11월	오비맥주 동서식품	주류 음료 (소매가 기준) 수입맥주 6종 가격 +8% (출고가 기준) 인스턴트 커피, 커피믹스, 커피음료 등 평균 +8.9%
	12월	오리온 오리온	음료 제과 (출고가 기준) 백산수 평균 +10% 제과 13종 평균 +10.6% (초코송이 +20%, 촉촉한초코칩 +16.7% 등)
2025년	1월	대상	소재 청정원 소스류 평균 +19.1%
	2월	롯데웰푸드	제과 건빙과 26종 대상 평균 +9.5% (가나마일드, 크런키, 뽕뽕로, 몽쉘 등)
		롯데웰푸드	빙과 건빙과 26종 대상 평균 +9.5% (월드콘, 설레임 등)
		오뚜기	가공 (소매가 기준) 컵밥 7종 +12.5%
	3월	SPC삼립	제과 포켓몬빵 +100원
		CJ제일제당	가공 (대형마트 기준) 냉동만두 (왕교자 +5.6%, 왕만두 +5%, 김치만두 +16%)
		CJ제일제당	가공 (대형마트 기준) 육가공 (스팸 +9.8%, 비엔나 +10.1%, 돈카츠 10%)
		농심	라면 (출고가 기준) 신라면 +5.3%, 너구리 +4.4%, 짜파게티 +8.3%
	4월	농심	제과 (출고가 기준) 새우깡 +6.7%, 풀병스낵 8.5%
		빙그레	빙과 더위사냥 +25%, 슈퍼콘/붕어싸만코/부라보콘 +16.7%
		오뚜기	라면 (출고가 기준) 라면 16개 제품 평균 +7.5%
		오뚜기	가공 3분카레/짜장 +13.6%, 소스류 등
		남양유업	유음료 (출고가 기준) 3개 품목 평균 +8.9% (초코에몽 등)
		매일유업	유음료 제품 51종 가격 평균 +8.9%
		오비맥주	주류 (출고가 기준) 맥주제품 평균 +2.3%
	5월	팔도	라면 (소매가 기준) 팔도비빔면 +4.5%, 왕뚜껍 +7.1%
		팔도	음료 (소매가 기준) 비락식혜 캔 +8.3%, 페트 +4.4%
		하이트진로	주류 (출고가 기준) 맥주 평균 +2.7%
		빙그레	유음료 요플레 +5.3%, 닥터캡슐 +4%

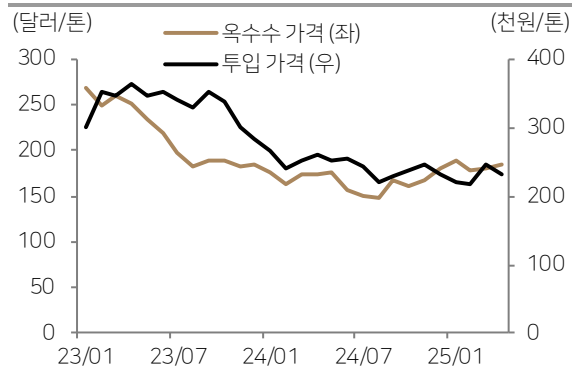
Source: 언론보도, 다올투자증권

Fig. 10: '24년~ 주요 곡물 가격 추이

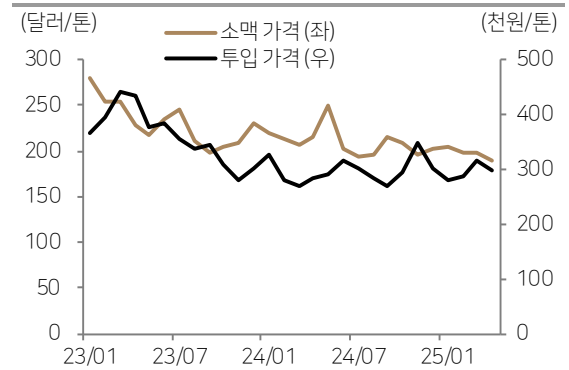
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 11: '24년~ 주요 유종 가격 추이

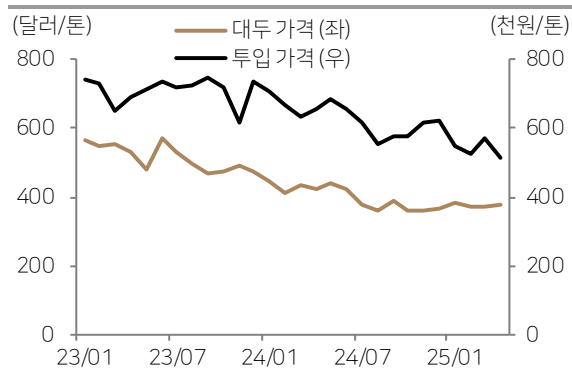
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 12: 옥수수 투입 가격 추정

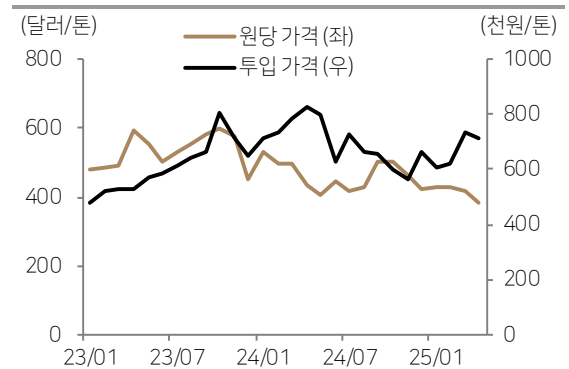
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 13: 소맥 투입 가격 추정

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 14: 대두 투입 가격 추정

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 15: 원당 투입 가격 추정

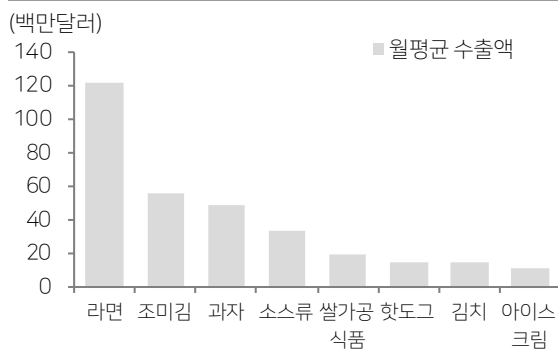
Source: Bloomberg, 다올투자증권

4) 수출데이터 레벨업 & 해외 모멘텀 풍부 **품목별 수출액 레벨이 한층 더 올라왔다.** 라면은 월 수출금액이 1,500~1,900억원 수준까지 높아졌으며, 5월까지의 YTD 수출액은 전년 동기 대비 원화 기준 +33.9%, 달러 기준 +24.6% 성장했다. 4월까지 전년 동기 대비 두 자릿수 수출액 (달러 기준) 성장을 기록한 품목을 추가로 살펴보면, 핫도그 +27.0%, 과자 +17.5%, 조미김 +13.3%, 아이스크림 +11.3%으로, 수출액 증가는 타 품목들에서도 확인된다.

수출액 증가에 더해, 해외 확장에 적극적이지 않았던 기업들도 **해외 생산시설 투자, 판매법인 설립, 수출 전략품목 육성 등 이전과는 다른 모습을 보여주고 있다.** '25년 예정된 생산시설 준공 모멘텀으로는 삼양식품의 밀양2공장(7월 가동 예정), 오리온의 베트남 쌀과자 라인 (3개), 러시아 파이 라인 (2개), 롯데웰푸드의 인도 뽕뽕로 라인 2개 (7월 가동 예정)과 CJ제일제당, 대상, 풀무원이 있으며, 그 이후로도 물량 증대 이벤트는 꾸준히 포진되어 있다.

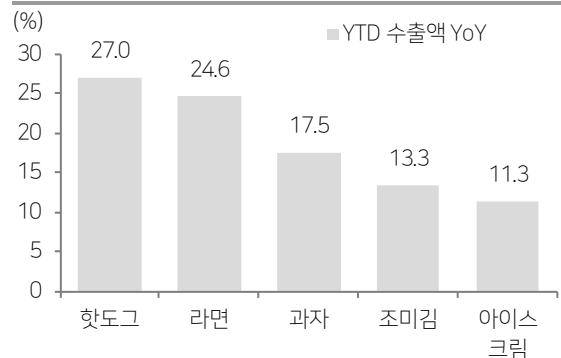
이에 더해 해외 전략품목 육성 등 제품전략, 해외 판매법인 설립 등 적극적인 영업 전략을 바탕으로, **수출이라는 내러티브로 묶여있었던 업종의 투자포인트는 향후 기업별 제품으로 더욱 구체화될 전망이다.** 기업별 전략 품목으로는 오리온- 꼬북칩 (글로벌/미국), 쌀과자(베트남), 파이/젤리 SKU 전반(러시아) / 롯데웰푸드- 뽕뽕로 (글로벌), 롯데 브랜드 SKU(인도) / 농심- 신라면 톰바(글로벌) 등이 있다.

Fig. 16: 주요 품목별 월 수출액 규모

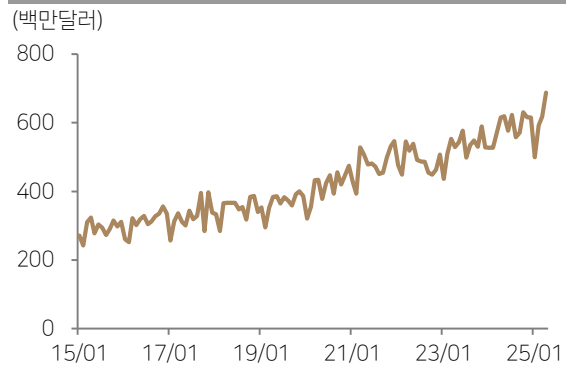


Note: '25년 4월까지의 품목별 수출액 월 평균값, 라면은 5월까지의 수출액 월 평균값 / Source: 관세청, 다올투자증권

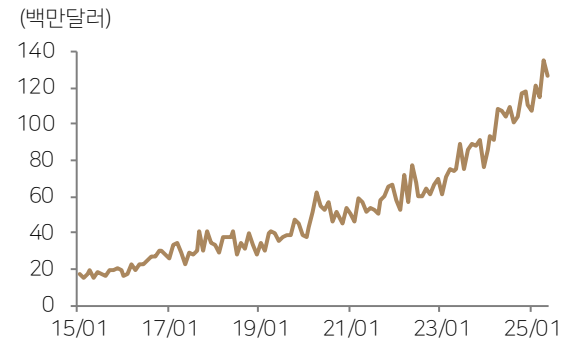
Fig. 17: 주요 품목별 YTD 수출액 증가율



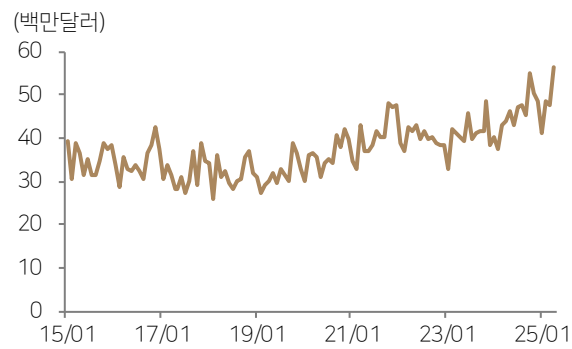
Note: '25년 4월까지의 품목별 수출액 기준, 라면은 5월까지의 수출액 기준 / Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 18: 가공식품 월별 수출액 추이

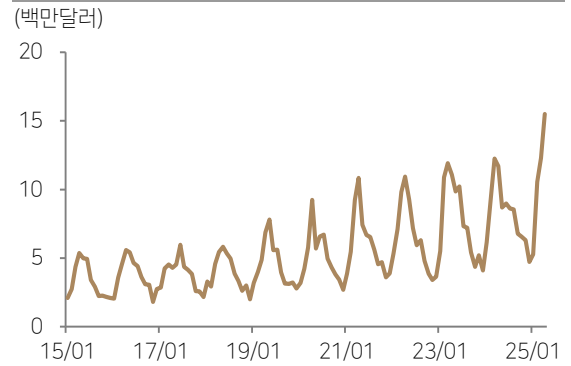
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 19: 라면 월별 수출액 추이

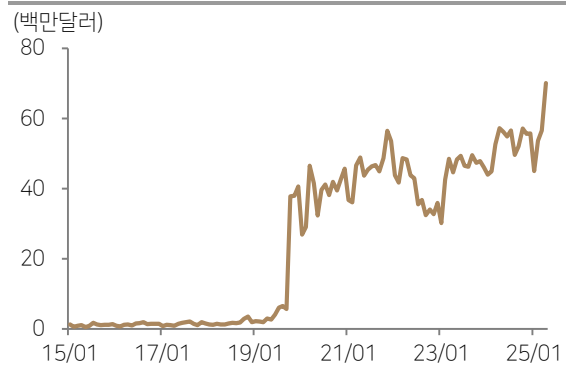
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 20: 과자류 월별 수출액 추이

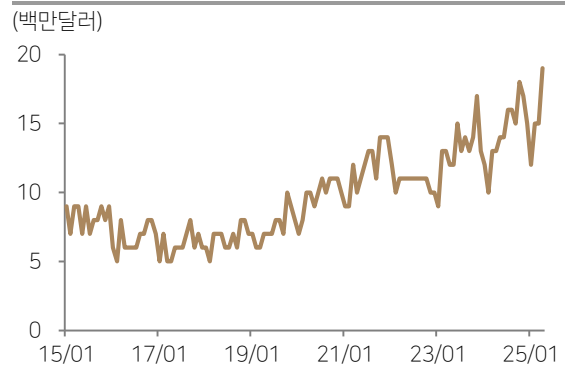
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 21: 아이스크림류 월별 수출액 추이

Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 22: 조미김 월별 수출액 추이

Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 23: 핫도그 월별 수출액 추이

Source: 관세청, 다올투자증권

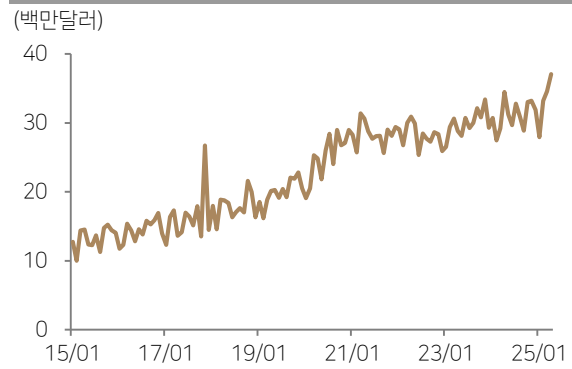
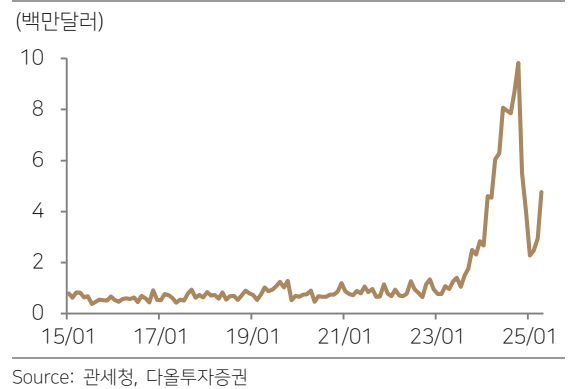
Fig. 24: 소스류 월별 수출액 추이**Fig. 25:** 쌀가공식품 월별 수출액 추이**Fig. 26:** 김치 월별 수출액 추이**Fig. 27:** 냉동김밥 월별 수출액 추이

Fig. 28: 기업별 해외 생산시설 투자내역 및 판매법인 설립 내역

기업명	준공(예상)일시	구분	위치	투자금액	CAPA	내용
CJ제일제당	'25년 09월	신공장	일본	1천억원	미확인	일본 냉동만두 시장 대응
	'26년 하반기	신공장	헝가리	1천억원	미확인	비비고 만두 등 생산
	'27년	신공장	미국	7000억원	미확인	슈완스 아시안푸드 신공장
농심	'24년 10월	라인 증설	미국	미확인	+3.5억식	용기면 2개, 봉지면 1개
	'25년 03월	판매법인	유럽	-	-	유럽 진출 확대
	'27년	신공장	부산 녹산	1918억원	5억식	수출 물류/생산 통합센터
삼양식품	'25년 07월	신공장	경남 밀양	1643억원	6.9억식	생산라인 6개. 수출 대응
	'27년	신공장	중국	2014억원	8억식	생산라인 6개. 중국 내수
오뚜기	'25년 05월	증자	-	565억원	-	미국 생산시설 건립
	'26년 04월	물류센터	울산	226억원	하루 700파렛트	수출 물량 물류 거점
	'27년	신공장	미국	미정	미확인	미국 생산거점 구축
오리온	'25년 3분기	라인 증설	러시아	미확인	기존 대비 +30%	파이 라인 2개 증설
	'25년 하반기	라인 증설	베트남	1300억원	라인 3개	쌀과자/스낵 라인 증설
	'26년 상반기	신공장	베트남	미확인	미확인	쌀과자/스낵 수요 대응
	'27년	신공장	러시아	2400억원	미정	파이/스낵/구미 라인 증설
	'27년	신공장	충북 진천	4600억원	2.3조원으로 증가	생산/포장/물류 통합센터
롯데월드푸드	'25년 03월	신공장	인도 빙과	750억원	1500억원	롯데/하버모어 브랜드 생산
	'25년 07월	라인 증설	인도 건과	330억원	480억원	빼빼로 라인 2개 증설
풀무원	'25년	판매법인	유럽	미확인	-	유럽 진출 확대
	'25년 하반기	라인 증설	미국	미확인	기존 대비 +20%	두부 라인 증설
SPC그룹	'25년 02월	신공장	말레이시아	미확인	연 1억개	할랄 제빵 시장 수요 대응
	'27년 하반기	신공장	미국	1.6억달러	연 5억개	북미 제빵 시장 대응
대상	'25년 하반기	신공장	폴란드	150억원	연 김치 3천톤	유럽 생산 거점
동원그룹	'25년 04월	구조개편	-	-	동원F&B 자회사화	해외 비중 40% 목표
하이트진로	'26년	신공장	베트남	1억달러	1.5억병	소주 생산 및 동남아 수출
롯데칠성	'24년 11월	라인 증설	미얀마	미확인	기존 대비 2배	Pet 라인 증설
	검토중	신공장	카자흐스탄	미정	미정	음료 및 주스 생산
KT&G	'25년 04월	신공장	카자흐스탄	미확인	연간 45억개비	유럽/CIS 지역 대응
	'26년	신공장	인니 2/3공장	미확인	연간 210억개비	동남아 수요 대응

Source: 언론보도, 다올투자증권

Fig. 29: 농심 해외 전략품목 - 신라면 톰바



Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 30: 롯데월드푸드 해외 전략품목 - 빼빼로



Source: 롯데월드푸드, 다올투자증권

Fig. 31: 삼양식품 해외 전략품목 - 맵(Mep)



Source: 삼양식품, 다올투자증권

Fig. 32: 오리온 해외 전략품목 - 꼬북칩



Source: Reddit, 다올투자증권

5) 당장 올해 해외 실적 성장도 좋다

해외가 이끄는 실적 성장을 바탕으로, 당사 커버리지 합산 '25년 연간 매출액은 YoY +10.4%, 영업이익은 +26.1% 성장 전망하며, 삼양식품 제외 매출액은 YoY +5.9%, 영업이익은 +9.8% 전망한다.

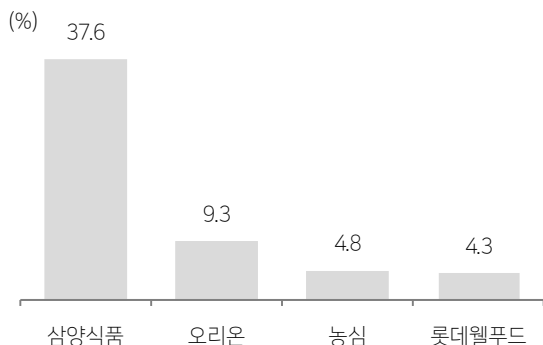
삼양식품은 신공장 준공으로 연 CAPA 기준 +35% 확대된 물량에 수출 비중 확대, 해외법인 비중 확대, 매출에누리 감소로 높아진 ASP가 더해지며 매출액이 늘어날 것이다. '25년 연간 수출 매출액으로 YoY +48% 성장한 약 2조원을 전망한다.

롯데웰푸드는 주요 법인의 두 자릿수 성장을 바탕으로 해외법인 합산 연간 매출액 YoY +13.6% 성장 전망한다. 인도 병과는 3월 신공장 가동에 따른 북부 지역 초과 수요 흡수와 남부 지역 커버리지 확대가 기대되며, 인도 건과는 견조한 초코파이 수요와 더불어 하반기 빠르게 본생산 개시 예정이다. 이에 따라 인도 합산 매출액은 YoY +18.4% 전망하며, 카자흐는 루블 절하 시기 유입된 러시아산 제품 재고 소진에 따라 +10.3%, 러시아는 파이 중심 꾸준한 성장으로 +16.8% 전망한다.

오리온은 M/S 1위 제품을 보유한 법인을 중심으로 CAPA 증설 완료 및 진행 중이며 (베트남 연초 쌀스낵 라인 2개, 러시아 3Q 파이 라인 2개 예정) 기존 제품에 더해 적극적인 제품군 확장 전략을 바탕으로 연간 해외법인 합산 매출액은 YoY +12.7% 성장 전망한다. 러시아 법인은 기존 고성장세 지속으로 YoY +34.5%, 베트남 법인은 내수 소비 둔화에도 불구하고 기존제품 및 신제품 동반 전략으로 YoY +10.3%, 중국 법인은 영업 정상화 효과와 성장 유통채널 중심 출고 확대로 +9.7% 성장 전망한다.

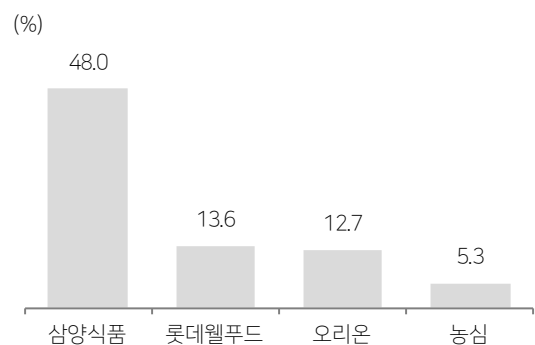
농심은 수출 특화 제품인 '신라면 톱바'의 미국 메인스트림 입점이 본격화되고 있다. 작년 10월 미국 2공장에 증설한 3개 라인을 바탕으로 생산능력도 마련되어 있으며, 3월 유럽 판매법인 설립 및 안정화에 따라 국가 및 채널 커버리지 확대도 기대된다. 이에 따라 농심의 '25년 해외법인 합산 매출액은 YoY +5.3% 성장 전망한다.

Fig. 33: 커버리지 4사 '25년 매출액 YoY 성장률



Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Fig. 34: 커버리지 4사 '25년 해외 매출액 YoY 성장률

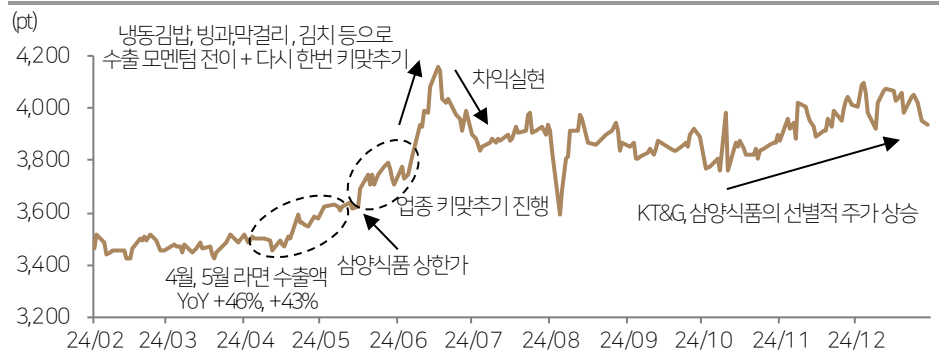


Source: 각 사, 다올투자증권 추정

- 6) 작년 랠리 Review '24년 음식료 업종 지수는 하반기 차익실현에도 불구하고 YTD +7.6% 상승하며 리레이팅이 나타났다. 월별로 주가 상승 요인을 살펴보면, 4월, 5월에는 라면 수출액이 각각 YoY +46%, +43% 증가하며 반등이 시작됐고, 5/15일 삼양식품의 서프라이즈 후 업종 키맛추기가 진행되며 본격 반등이 나타났다. 6월은 냉동김밥 등 타 품목으로 수출 모멘텀이 전이되며 다시 한번 업종 주가 상승이 나타났고, 직후 차익실현 매물 출회에도 업종 주도주인 KT&G, 삼양식품이 하반기 업종 지수 상승을 이끌었다.

'25년에도 업종 주도주의 실적 성장은 변함 없으며, 앞서 언급했듯 음식료 기업들도 해외 시장 개척에 보다 적극적으로 변화했다. 이에 **종목별 수출 및 해외 모멘텀 가시화 시 업종 동반 상승의 명분은 더욱 확대됐다고 판단한다.**

Fig. 35: '24년 음식료 업종 랠리 Review



Source: 각 사, 다올투자증권

III. 국내외 가격인상 효과 전망

1. 결국 가격 전가력이 핵심

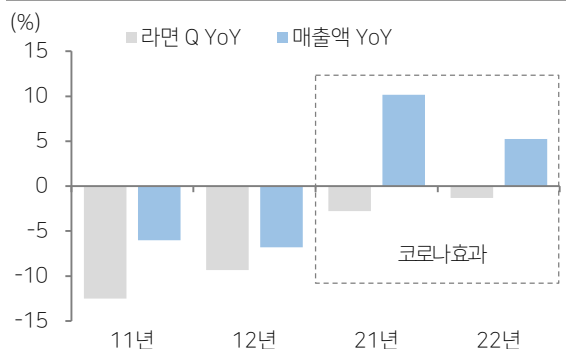
농심은 분기별 판매량(Q) 데이터를 공개하기 때문에, 위 사례를 바탕으로 가격인상에 따른 실제 Q 감소폭, ASP 증가폭, 매출총이익률 영향을 확인할 수 있다. 농심은 '11~'22년 동안 총 네 차례의 라면 가격인상을 단행했으며, 이를 바탕으로 상반기 단행된 가격인상의 기업별 효과를 분석했다.

[Q 관점] '11년, '16년 농심의 라면 가격인상 당시에는 다음 분기 Q가 각각 YoY -12.5%, -9.3% 감소하며 가격저항이 크게 나타났다. 특히 '11년은 다다음 분기까지도 전년동기 대비 두 자릿수의 물량 감소가 지속되었다. 반면 '21년, '22년 가격인상 당시에는 코로나 영향으로 다음 분기 Q 감소폭이 각각 YoY -2.8%, -1.3%에 그쳤다.

농심의 경우 코로나라는 특수한 환경이 가격인상 후 Q 감소폭의 변수였지만, 보다 근본적인 변수는 제품 경쟁력, 시장 지배력이다. 내수 판가 인상은 원가 상승 시기 여러 기업들이 일제히 단행하는 경우가 많지만, 소비자 충성도를 바탕으로 높은 가격 전가력을 보유한 제품은 물량 감소 없는 판가 인상 효과를 누릴 수 있기 때문이다. 이에 따라 카테고리별 메가 브랜드, 타 카테고리나 브랜드로 대체되기 어려운 제품 포트폴리오를 보유한 기업의 가격인상 효과가 극대화될 수 있다.

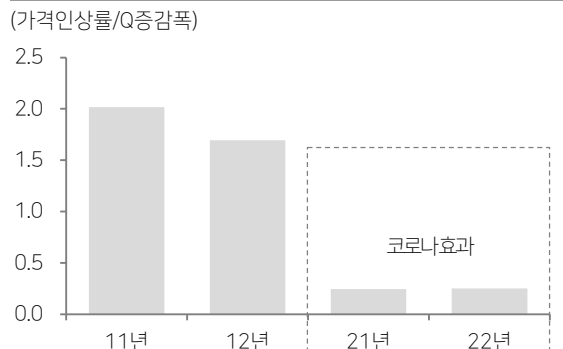
(농심- 신라면, 새우깡/ 오리온- 포카칩, 초코파이/ 롯데웰푸드- 빼빼로, 월드콘/ CJ제일제당- 비비고, 스팸/ 빙그레- 메로나, 붕어싸만고 등)

Fig. 36: 농심 가격인상 직후 분기의 Q 및 매출액 증감폭



Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 37: 농심 가격인상 직후 분기의 수요탄력성



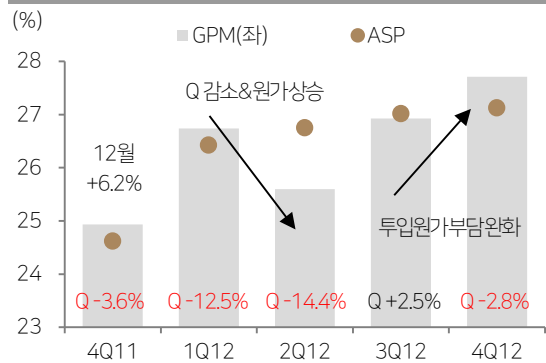
Source: 농심, 다올투자증권

[P 관점] 가격인상 시행 후 4개 분기 ASP 평균값과 가격인상이 단행된 분기의 라면 ASP를 비교해보면, '11년 ASP +5.7% (소매가 +6.2%), '16년 ASP +4.7% (소매가 +5.5%), '21년 ASP +3.7% (소매가 +6.8%), '22년 ASP +9.5% (소매가 +11.3%)였다. 즉, **ASP 증가율은 소매가 인상률을 1~2%p 하회했으며**, '21년 ASP 증가율이 소매가 인상률을 큰 폭 하회하는 것은 8월 가격 인상으로 해당 분기에 이미 ASP 상승 효과가 반영되었기 때문이다.

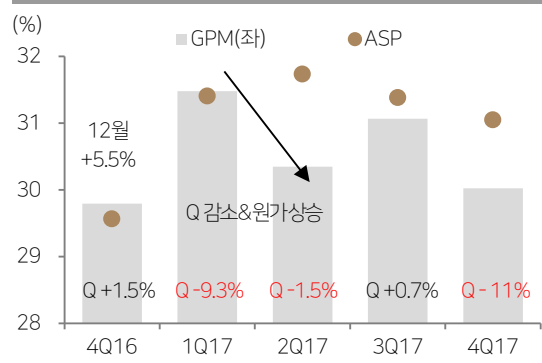
올 상반기 단행된 업종 가격인상의 경우, 판매 촉진을 위한 판촉행사, 번들/소용량 제품 전략이 실제 ASP 증가율을 낮출 가능성이 있다. 특히 계절성이 뚜렷해 할인 경쟁이 치열한 빙과 카테고리나, 소매점 행사가 잦은 건과(과자)는, 라면 카테고리 대비 ASP 증가율이 소매가 인상률을 더 크게 하회할 가능성이 있다. 다만 앞서 Q 관점에서 다룬 것과 마찬가지로, **높은 고객 충성도를 보유한 제품은 매출 차감으로 반영되는 판매촉진비를 최소화할 수 있어 ASP 상승 효과가 극대화될 수 있다.**

[이익 관점] 농심의 라면 가격인상 시행 직후 분기에는 ASP 상승 효과가 뚜렷하게 나타나며 네 번의 사례에서 모두 QoQ GPM 상승이 나타났다. ('11년 +1.8%p, '16년 +1.7%p, '21년 +1.5%p, '22년 2.7%p) 다만 가격인상 시행 다다음 분기의 GPM은 Q 증감폭과 곡물가에 따라 그 흐름이 상이하게 나타났는데, '22년은 Q 증가와 원가 하락이 맞물리며 QoQ +1.7%p, '21년은 Q 증가에도 러-우 전쟁 여파에 의한 원가 상승으로 QoQ -1.3%p 감소했다.

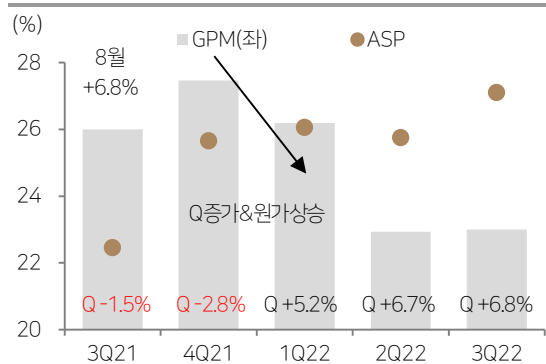
즉, 상반기 가격인상에 따른 총이익률 개선 효과가 3분기, 4분기까지도 지속되기 위해서는 하반기 Q 증가와 투입원가 감소가 맞물려야 한다. 다시 한번 제품 경쟁력 바탕 Q 위축이 최소화될 기업에 주목해야 함을 강조한다.

Fig. 38: [이익] '11년 11월 인상 발표 → 12월 6.2% 인상

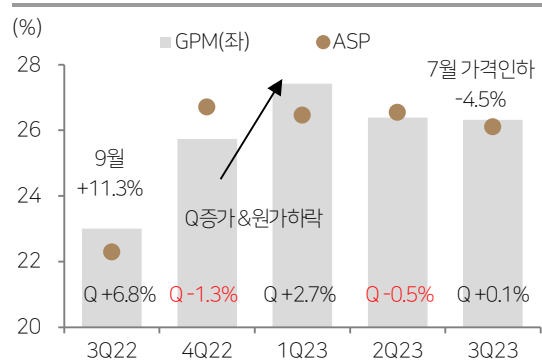
Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 39: [이익] '16년 12월 인상 발표 → 12월 5.5% 인상

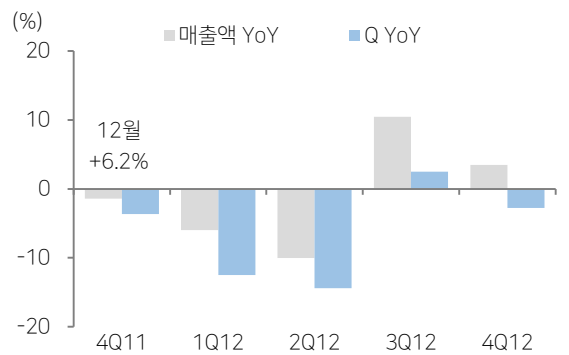
Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 40: [이익] '21년 7월 인상 발표 → 8월 6.8% 인상

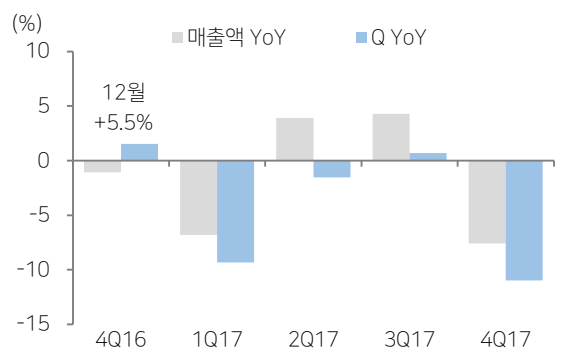
Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 41: [이익] '22년 8월 인상 발표 → 9월 11.3% 인상

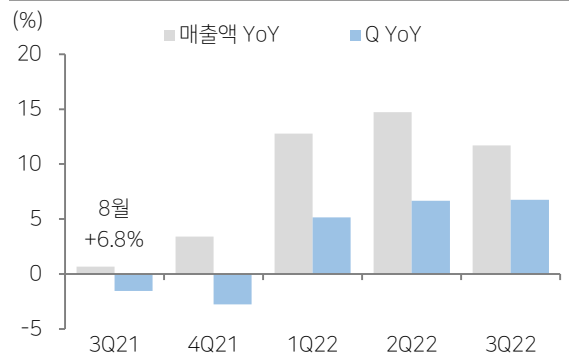
Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 42: [Q]'11년 11월 인상 발표 → 12월 6.2% 인상

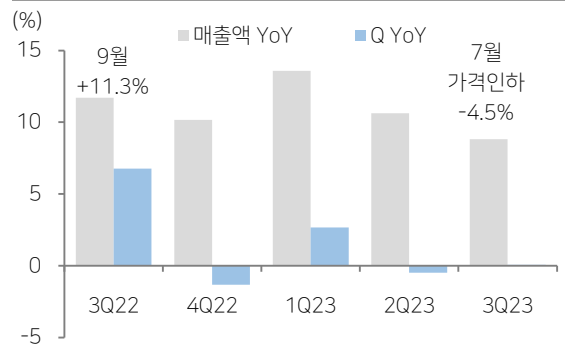
Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 43: [Q]'16년 12월 인상 발표 → 12월 5.5% 인상

Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 44: [Q]'21년 7월 인상 발표 → 8월 6.8% 인상

Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 45: [Q]'22년 8월 인상 발표 → 9월 11.3% 인상

Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

2. 기업별 가격인상 효과 전망

오리온은 '24년 12월 제과 13종의 평균 가격을 10.6% 인상했다. 가격인상분 출고는 1월부터 순차적으로 진행되었으며, 이커머스 출고는 3월부터 시작돼 가격인상 효과는 4월부터 본격 반영되었다. 동사는 국내 제과 시장 점유율 1위 기업으로 수요(Q) 위축 폭이 크지 않을 것이라 판단하나, 라면 대비 제품군 개수가 많아 가격인상 효과가 분산되는 점, 기호식품으로 라면 카테고리 대비 Q 위축이 클 수 있다는 점을 고려해, **오리온 국내법인 매출액은 YoY +4% 증가한 1.1조원을 전망한다.**

오리온은 월별로 잠정실적을 공시하는데, 4월 국내 영업이익은 예상 대비 부진했다. 이유는 코코아파우더, 쇼트닝(유지류의 일종) 등 원재료 단가 상승과 신제품 출시에 따른 프로모션비 증가 때문이었다. 하지만 하반기 원재료 가격 부담 완화, 가격인상 효과의 점차적인 반영, 동사의 견고한 시장지배력 및 이익체력을 바탕으로 국내법인 연간 영업이익은 YoY +4% 증가한 1,855억원을 전망한다.

롯데웰푸드는 '24년 6월 초코 제품의 평균 가격을 +12% 인상했고, '25년 2월 건빙과 26종 대상 평균 +9.5% 가격인상을 추가로 단행했다. 6월 가격 인상에도 불구하고 4Q24 코코아 원가 부담이 +294억원 추가로 반영, 원가율 급등으로 불가피한 선택이었다. 올해는 연이은 가격 인상에 따른 가격 저항이 일부 나타날 수 있으나, 동사는 오히려 가격 전가가 용이한 프리미엄 제품 비중 확대로 물량 감소에 대응 중이다. 가나 브랜드 내 프리미엄 제품 비중은 '24년 16%에서 1Q25 28%까지 확대되었고, 빙과 카테고리의 저당 제품군 확대로 물량 감소 효과가 상쇄되고 있다. 이에 따라 **동사의 국내법인 연간 매출액으로 YoY +2% 증가한 3.3조원을 전망한다.**

코코아 투입원가 부담 지속에 따라 국내법인의 연간 이익 개선 여부는 불확실하다. 그럼에도 원가 영향이 집중되었던 4Q24를 고점으로 총이익률은 점차 개선 흐름을 예상하며, 국내법인의 연간 영업이익은 YoY -10.3% 감소한 9,989억원을 전망한다. 국내 영업 효율화 효과와 더불어 원가 부담 완화 시 가파른 턴어라운드 기대된다.

농심은 지난 3월 17일부로 라면/스낵 평균 출고가를 +7.2% 인상, 신라면은 +5.3% 인상했다. 당사는 2분기 농심의 내수 라면 Q는 YoY 미드싱글 감소, 연간으로는 YoY Flat 전망한다. 신라면의 높은 국내 충성도 고려 시 연간 Q 하락은 제한적일 것이라 판단한다. 2Q25~4Q25 평균 라면 ASP는 1Q25 대비 +3.7% 추정한다. 이를 종합해 라면 가격인상의 매출액 효과는 연간 +500억원, 스낵 가격인상까지 고려한 '25년 별도 매출액은 YoY +4.2% 증가한 2.8조원을 전망한다.

Q 위축 최소화, 맥분 가격 안정세에 따라 농심의 연간 별도 GPM은 +1.6%p 개선 전망하며, 총이익률 개선에 따라 **2분기부터 영업이익 증익으로 돌아서 연간 기준 별도 영업이익은 YoY +58.5% 증가한 1,327억원을 전망한다.**

삼양식품은 올해 국내 가격인상을 단행하지 않았다.

Fig. 46: 가격인상에 따른 기업별 연간 국내 실적 영향 비교

	농심	오리온	롯데웰푸드
연간 국내 매출액 성장률 전망	+4.2%	+4%	+2%
가격 인상폭	라면/스낵 +7.2% (3월)	제과 +10.6% (12월)	건빙과 +9.5% (2월)
Q 감소폭 전망	연간 Flat	라면 대비 감소폭 ↑	라면 대비 감소폭 ↑
연간 국내 영업이익 성장률 전망	+58.5%	+4%	-10.3%
투입원가 전망	하반기 ↓	하반기 ↓	관찰 필요
Q 감소폭 전망	연간 Flat	라면 대비 감소폭 ↑	라면 대비 감소폭 ↑

Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Fig. 47: '24년 말 ~ '25년 국내 음식료 기업 가격 인상 타임라인

일시		회사	구분	내용
2024년	11월	오비맥주 동서식품	주류 음료	(소매가 기준) 수입맥주 6종 가격 +8% (출고가 기준) 인스턴트 커피, 커피믹스, 커피음료 등 평균 +8.9%
	12월	오리온 오리온	음료 제과	(출고가 기준) 백산수 평균 +10% 제과 13종 평균 +10.6% (초코송이 +20%, 축축한초코칩 +16.7% 등)
2025년	1월	대상 동아오츠카	소재 음료	청정원 소스류 평균 +19.1% (소매가 기준) 포카리 캔 +6.3%, 포카리 페트 +4% 등
	2월	롯데웰푸드	제과	건빙과 26종 대상 평균 +9.5% (가나마일드, 크런키, 빼빼로, 몽쉘 등)
		롯데웰푸드	빙과	건빙과 26종 대상 평균 +9.5% (월드콘, 설레임 등)
		오뚜기	가공	(소매가 기준) 컵밥 7종 +12.5%
		SPC삼립	제과	포켓몬빵 +100원
	3월	농심	라면	(출고가 기준) 신라면 +5.3%, 너구리 +4.4%, 짜파게티 +8.3%
		농심	제과	(출고가 기준) 새우깡 +6.7%, 쫄병스낵 8.5%
		CJ제일제당	가공	(대형마트 기준) 냉동만두 (왕교자 +5.6%, 왕만두 +5%, 김치만두 +16%)
		CJ제일제당	가공	(대형마트 기준) 육가공 (스팸 +9.8%, 비엔나 +10.1%, 돈카츠 10%)
		빙그레	빙과	더위사냥 +25%, 슈퍼콘/봉어싸만코/부라보콘 +16.7%
	4월	오뚜기	라면	(출고가 기준) 라면 16개 제품 평균 +7.5%
		오뚜기	가공	3분카레/짜장 +13.6%, 소스류 등
		남양유업	유음료	(출고가 기준) 3개 품목 평균 +8.9% (초코에몽 등)
매일유업		유음료	제품 51종 가격 평균 +8.9%	
오비맥주		주류	(출고가 기준) 맥주제품 평균 +2.3%	
팔도		라면	(소매가 기준) 팔도비빔면 +4.5%, 왕뚜껍 + 7.1%	
	팔도	음료	(소매가 기준) 비락식혜 캔 +8.3%, 페트 +4.4%	
5월	하이트진로	주류	(출고가 기준) 맥주 평균 +2.7%	
	빙그레	유음료	요플레 +5.3%, 닥터캡슐 +4%	
	코카콜라음료	음료	스프라이드, 미닛메이드 등 평균 +5.5%	

Source: 언론보도, 다올투자증권

3. 해외에서도 진행된 가격인상

올해 가격인상은 국내뿐 아니라 해외 지역에서도 이루어졌다. 통상 해외는 국내 대비 ASP가 1.5~4배 높으며, 소매가가 낮은 국가라도 원가 구조는 현지 소매가에 맞춰 설계되기 때문에 마진율이 높아 전사 이익에 긍정적 영향을 미친다.

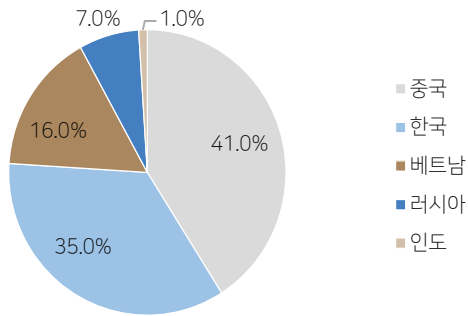
오리온은 해외 지역별/제품별로 가격 관련 전략이 상이하다. 러시아는 높은 초코파이 시장 지배력을 바탕으로 전쟁 기간 인플레이션 환경 속 가격을 3~4차례 인상했으며, 올해도 상반기 MT(Modern Trade) 채널 가격인상을 목표로 협상을 진행 중이다. 베트남 감자스낵은 경쟁 제품 대비 가성비 포지셔닝 전략으로 대응, 베트남 파이는 작년말 가격인상을 단행했다. 중국 가격인상 계획은 확인되지 않는다.

롯데웰푸드의 해외 가격 인상은 코코아 가격 급등 대응 목적이 컸다. 동사의 해외 매출액 규모는 인도 > 카자흐스탄 > 벨기에 > 러시아 순인데, 인도/러시아 주력 제품은 초코파이, 카자흐스탄/벨기에 주력 제품은 순수 초콜릿이기 때문이다. 동사는 인도 초코파이 M/S 1위, 카자흐스탄 초콜릿 시장 M/S 1위 기업으로 가격인상에 따른 물량 감소폭은 크지 않을 전망이며, 카자흐스탄은 추가 인상이 계획되어 있다.

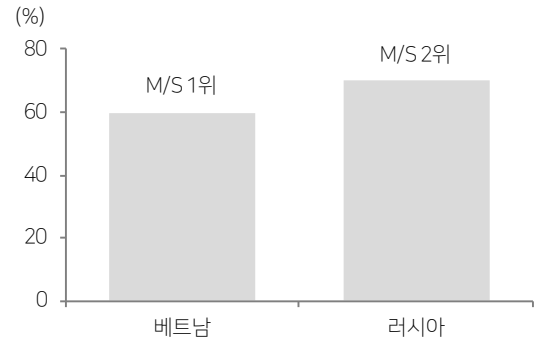
Fig. 48: 제과 기업 가격인상 타임라인

기업명	시기	법인	적용품목
롯데웰푸드	24.10 월	카자흐스탄	초코류 +8%
	25.01 월	벨기에	전품목 +25%
	25.01 월	러시아	+8%
	25.01 월	인도 건빙과	5~10%
	25.03 월	인도 건빙과	5~10%
	25.04 월	카자흐스탄	전품목 +10%
	25년 (예정)	카자흐스탄	추가인상 계획
오리온	21.09 월	중국	파이 4종 +6~10%
	21.10 월	러시아	전 품목 +7%
	22.04 월	러시아	제품 평균 +20%
	24.10 월	베트남	초코파이 +6% 가격인상
	'~24년	러시아	TT 채널 가격인상 마무리
	25년 상반기 (예정)	러시아	MT 채널 가격인상 마무리 목표

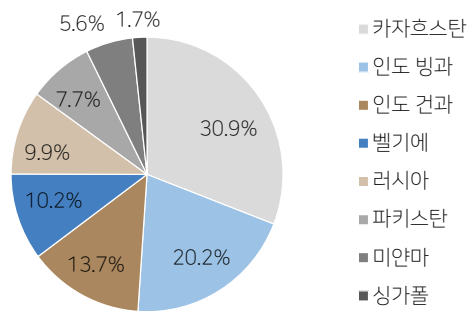
주: 각 사, 다올투자증권

Fig. 49: 오리온 연결 매출액 국가별 비중

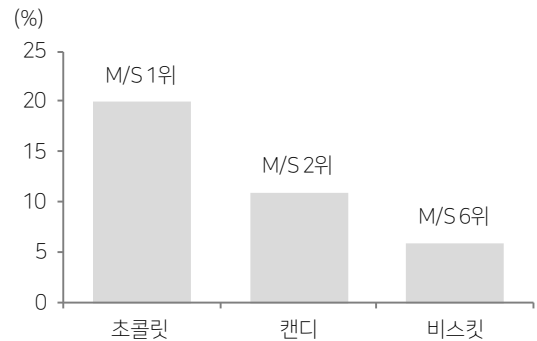
Note: '24년 기준 / Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 50: 오리온 러시아/베트남 파이 시장 점유율

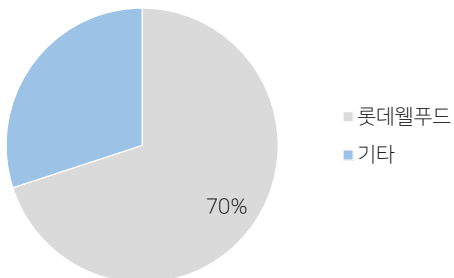
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 51: 롯데웰푸드 해외 매출액 국가별 비중

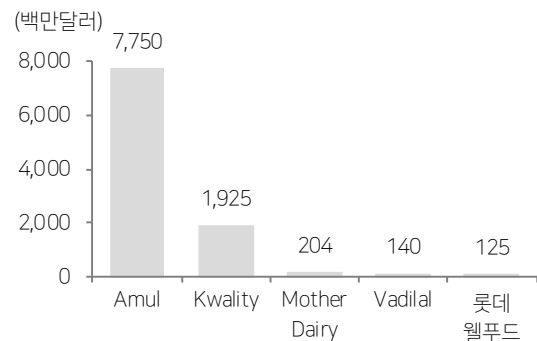
Note: '24년 기준 / Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 52: 롯데웰푸드 카자흐스탄 시장 점유율

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 53: 롯데웰푸드 인도 초코파이 시장 점유율

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 54: 인도 빙과 기업별 연간 매출액 (롯데웰푸드 5위)

Note: 24년 기준 / Source: 각 사, 다올투자증권

농심은 작년 해외 가격인상이 있었고, 올해는 3분기 중 미국 라면 가격인상을 검토 중이다. 경쟁사의 가격인상이 한 차례 있었기에 동사 역시 인상 가능성이 충분하다. 또한 농심은 1980년대부터 미국 시장에 진출해 중고가 라면으로 포지셔닝이 완료된 상황이며, 신라면 Black/Green/Gold/Toomba 등으로 프리미엄 포지션을 강화하고 있다. 한번 프리미엄으로 안착된 제품은 가격인상에 따른 저항이 낮고, 이에 미국 가격인상에 따른 마진 스프레드 확대를 기대한다.

삼양식품은 올해 가격인상 계획이 아직 없다고 밝혔으나, 농심과 마찬가지로 미국 Instant Noodle 시장 M/S 1위 기업인 Toyo Suisan의 가격인상이 작년, 올해 연달아 있었기 때문에 인상 가능성이 있다. 하반기 밀양2공장 가동으로 연간 CAPA +30% 증가 모멘텀에 가격인상 뉴스까지 나와준다면 탄력적인 주가 반등이 나타날 수 있다. 소비자의 높은 가격수용도를 바탕으로, 오리지널 대비 가격이 높은 불닭 SKU 확장 (까르보, 치즈, 로제, 짜장, 하바네로라임, 토마토파스타, 2배 매운맛 등)에 따른 매출 업사이드도 기대한다.

Fig. 55: 라면 기업 해외 가격인상 타임라인

기업명	시기	법인	적용품목
농심	24년	베트남	라면 제품
	24년	호주	라면 제품
	3Q25 (예정)	미국	라면 제품
삼양식품	2H25 (가능성)	미국	라면 제품

주: 각 사, 다올투자증권

Fig. 56: 미국 라면 주요 브랜드별 가격 비교

기업명	브랜드	제품명	가격	개당 가격
Toyo Suisan	Maruchan	instant lunch chicken flavor ramen noodles	12 pack (3oz) \$4.00	0.3
	Maruchan	yakisoba chicken flavor noodles	6 pack (4oz) \$6.72	1.1
Nissin	Cup Noodle	cup noodles ramen soup chicken flavor	6 cup (2.25oz) \$3.28	0.5
	Top Ramen	top ramen original ramen soup chicken flavor	12 pack (3 oz) \$3.94	0.3
	Ramen Bistro	ramen bistro sichuan garlic chicken flavor	1 cup (3.1oz) \$1.08	1.1
Indofood	Indome	mi goreng stir fry noodles original flavor	30 pack (2.8oz) \$21.75	0.7
	Indome	mi goreng stir fry noodles original flavor cup	1 cup (2.65oz) \$1.48	1.5
Samyang	Buldak	buldak spicy hot chicken flavor ramen	5 pack (4.94oz) \$6.88	1.4
	Buldak	buldak spicy chicken noodle carbonara	5 pack (4.58oz) \$6.88	1.4
	Buldak	buldak spicy hot chicken flavor ramen cup	1 cup (2.46oz) \$1.88	1.9
	Buldak	buldak spicy chicken noodle carbonara cup	1 cup (2.82oz) \$1.88	1.9
	Buldak	buldak habanero lime	5 pack (4.76oz) \$7.57	1.5
	Buldak	buldak rose	5 pack (4.93oz) \$6.88	1.4
Nongshim	Shin Ramyun	shin ramyun spicy beef pack	4 pack (4.2oz) \$5.22	1.3
	Shin Ramyun	shin ramyun spicy beef cup	6 cup (2.64oz) \$8.52	1.4
	Shin Ramyun	shin ramyun green pack	4 pack (4.4oz) \$8.38	2.1
	Shin Ramyun	shin ramyun black pack	4 pack (4.58oz) \$7.98	2.0
	Shin Ramyun	shin ramyun gold pack	4 pack (4.58oz) \$8.38	2.1
	Shin Ramyun	shin ramyun stir fry	4 pack (4.65oz) \$8.38	2.1
	Shin Ramyun	shin ramyun toomba	4 pack (4.83oz) \$7.98	2.0
	Tonkotsu	tonkotsu spicy pork & black garlic	4 cup (3.6oz) \$8.92	2.2
	Neoguri	neoguri spicy seafood ramyun	4 pack (4.2oz) \$5.22	1.3
	Chapagetti	chapagetti savory chajang noodles	4 pack (4.48oz) \$6.28	1.6
Sanyo	Sapporo Ichiban	sapporo ichiban original flavored soup	5 pack (3.5oz) \$4.96	1.0

Note: 미국 Walmart 온라인 기준 / Source: Walmart, 다올투자증권

Fig. 57: 미국에서 판매 중인 프리미엄 신라면 제품



Source: 농심, 다올투자증권

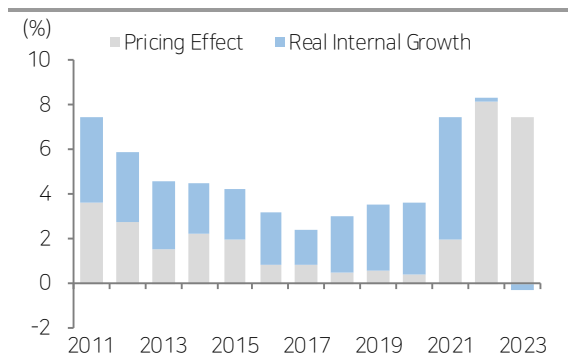
Fig. 58: 미국에서 판매 중인 불닭 제품



Source: 삼양식품, 다올투자증권

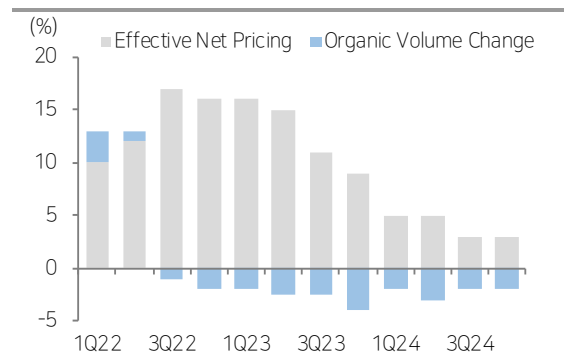
올해 국내 기업들의 해외 가격인상 이유는 원가 상승 대응, 경쟁사 가격인상에 따른 인상(예정)이었지만, **중장기적으로는 해외 지역 커버리지 확대에 따라 매해 지역을 번갈아가며 가격을 올릴 수도 있다.** 실제 PepsiCo, Mondelez와 같은 글로벌 음식료 기업들은 물가, 원가와 무관하게 매해 다른 지역에서 가격인상을 시행한다. 즉, 가격 전가력은 지역 다변화를 통해서도 높일 수 있으며, 국내 음식료 기업들의 해외 진출이 보다 적극적으로 변화함에 따라 **지역 Mix 개선에 따른 가격전가력 확대, 더 나아가 이익 안정성 강화도 기대한다.**

Fig. 59: Nestle의 매출액 P/Q 영향



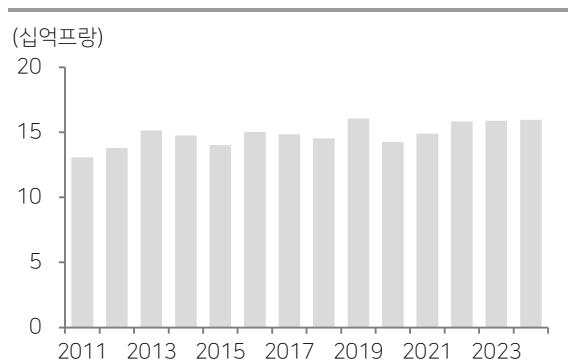
Note: Real Internal Growth는 가격인상 효과 제외한 성장률
Source: Nestle, 다올투자증권

Fig. 60: PepsiCo의 매출액 P/Q 영향



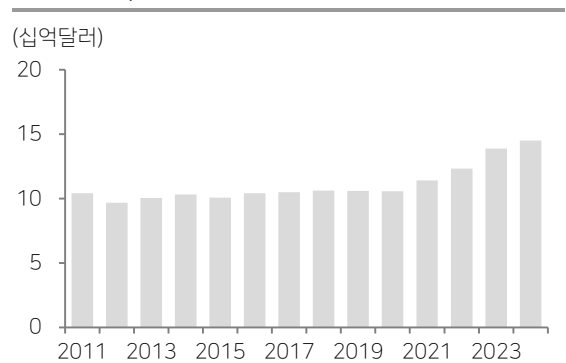
Source: PepsiCo, 다올투자증권

Fig. 61: Nestle 연간 영업이익 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 62: PepsiCo 연간 영업이익 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 63: 커버리지 기업 해외 현황 비교 및 결론

	농심	삼양식품	오리온	롯데웰푸드
해외 가격인상	△	△	0	0
가격인상 내용 ('24년)	3분기 미국 (예정)	연중 미국 (가능성)	'24년말 베트남 '24~'25년 러시아	1월 벨기에/러시아 3월 인도 양 법인 4월 카자흐스탄
해외 가격전가 가능 비중	보통	높음	높음	보통
해외 매출 비중 ('24년)	27.9%	77.3%	64.7%	21.2%
해외 매출액 성장률 (과거 4년 CAGR)	7.1%	36%	6.5%	7.4%
해외 매출액 성장률 ('24년)	-2.1%	65.1%	8.6%	7.0%
해외 영업이익률	보통	높음	높음	보통
주요 법인별 영업이익률 ('24년)	중국 9.4% 북미 8.1%	연결 19.9%	중국 19.2% 베트남 19.5% 러시아 16.0%	인도건과 미드싱글 인도빙과 로우틴 카자흐 하이싱글 러시아 하이싱글
해외 인지도 및 시장 지배력	높음	높음	높음	높음
주요 진출국 M/S ('24년)	미국 22%	미국 8%	러시아 70% 베트남 50%	인도 70% 카자흐스탄 20%
주요 진출국 내 메가 브랜드 유무	0 (신라면)	0 (불닭)	0 (초코파이)	0 (초코파이)
결론	3	1	1	2

Source: 각 사, 다올투자증권

IV. 곡물가 점검

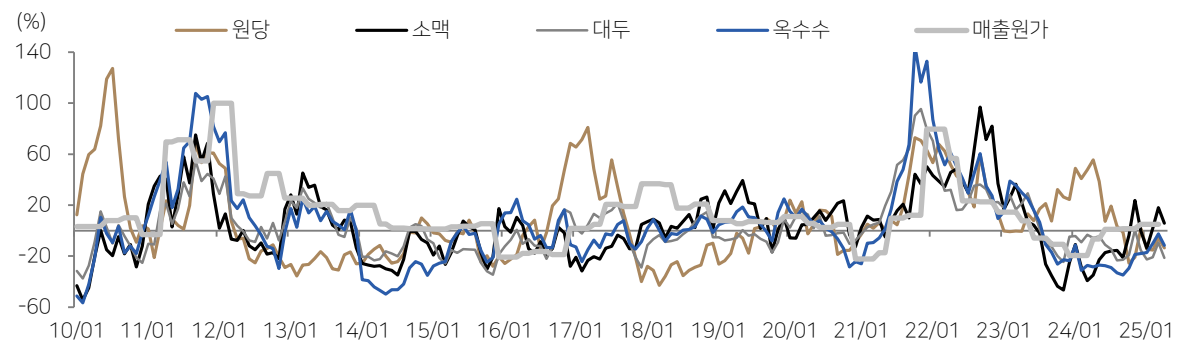
1. 하반기 투입원가 하락 전망

통상 음식료 업종 기업의 원가에서 원재료가 차지하는 비중은 70% 내외, 매출액 대비 비중은 40% 내외로, 원재료 가격은 이익 결정의 중요한 변수다. 국내 기업들은 곡물, 유지, 원당 등을 대부분 해외에서 수입하고 있기 때문에 환율 노출도도 높다.

USDA(미국 농무부)가 제공하는 곡물별 재고, 공급, 수요 데이터를 바탕으로 하반기 곡물가 및 투입원가를 전망한 결과,

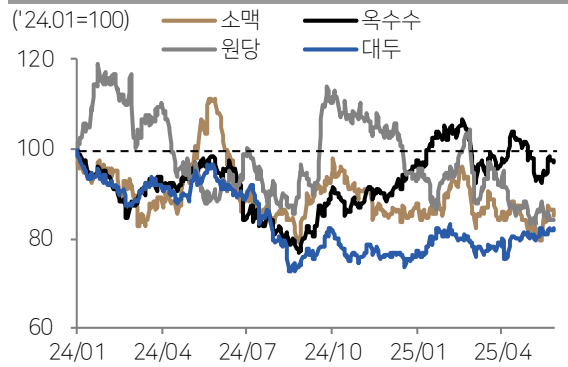
- 1) **옥수수/소맥/대두**는 하향 안정화 추세 지속,
- 2) **원당**은 전년대비 총공급 감소 전망에도 인도 수출 재개로 연평균 기준 가격은 전년대비 보합, 하반기 투입원가 부담은 완화 전망한다.
- 3) **팜유**는 지난해 하반기 가격 상승으로 올 상반기 기업들의 투입원가 부담 요인으로 작용하고 있으나, YTD 가격은 -21.8% 하락해 하반기 원가는 부담 없다. 가격 하락 요인은 공급량 증가, 인니 정부의 바이오디젤 혼합 의무비율 상향 지연, 대체재인 대두유 가격 하락에 따른 수요 분산 때문이다.
- 4) **코코아**는 5월말 기준 연평균 가격 9,510달러/MT로, '24년 하반기 평균 8,750달러, '24년 연평균 8,280달러보다 높다. 올해 공급은 전년대비 소폭 증가가 전망돼 추가 상승 압력은 높지 않으나, 당분간은 높아진 가격이 유지될 전망이다.

Fig. 64: 주요 곡물 투입원가 YoY vs. 음식료 업종 합산 매출원가 YoY = 곡물가는 이익 결정의 주요 변수



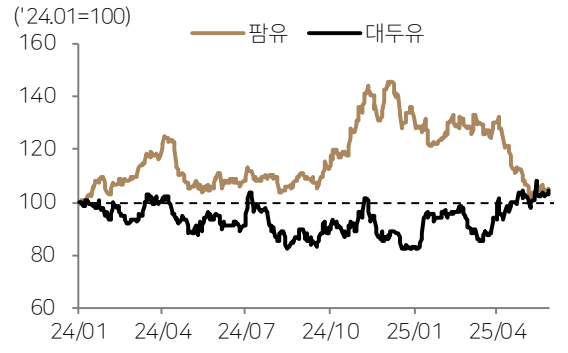
Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 65: '24년~ 주요 곡물 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 66: '24년~ 주요 유종 가격 추이



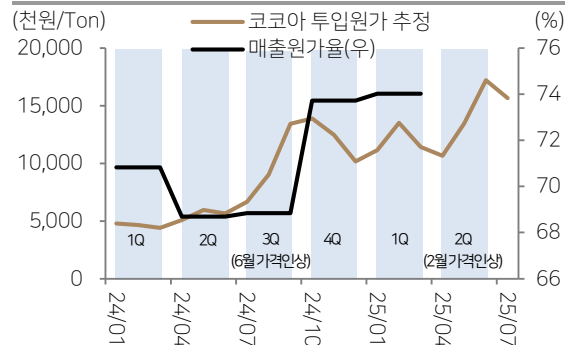
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 67: '24년~ 코코아 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 68: 롯데웰푸드 코코아 투입원가 추정 vs. 원가율



Source: Bloomberg, 다올투자증권

2. 곡물별 가격 전망

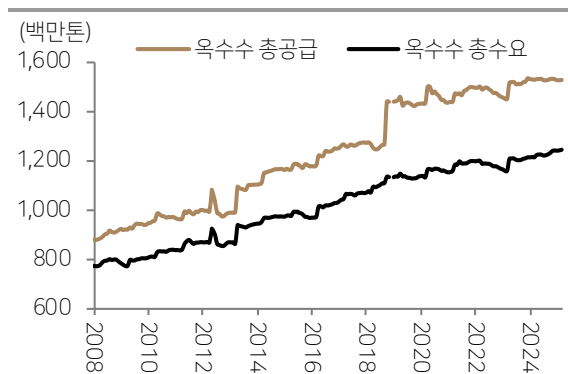
1) 옥수수

USDA의 5월 데이터에 따르면 25/26년 옥수수 공급은 전기 대비 1% 증가한 15.5억 미터톤으로 전망되며, 소비 대비 재고 비율은 전기 대비 1.2%p 상승한 23%로 **연중 옥수수 가격은 보합 예상한다**.

옥수수 주요 생산국은 미국, 브라질, 아르헨티나이며, 라니냐/엘니뇨가 남미 생산량에 결정적 영향을 미치나, 주요 수출국은 미국이다. 옥수수의 60%는 사료용으로 쓰여 축산업 수요에 영향을 받으며, 미국의 경우 약 30~40%가 에탄올 생산용으로 쓰여 유가 상승 시 수요가 증가하는 경향이 있다.

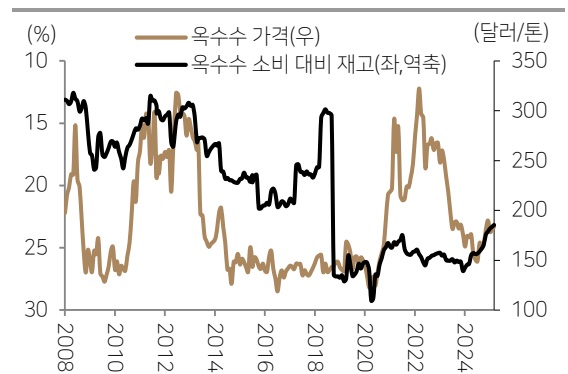
옥수수 가격은 '23년부터 공급량 증가로 '23년 YoY -30.5% → '24년 -2.7% → '25년 YTD -2.3% 지속 하락 중이다.

Fig. 69: 옥수수 총공급



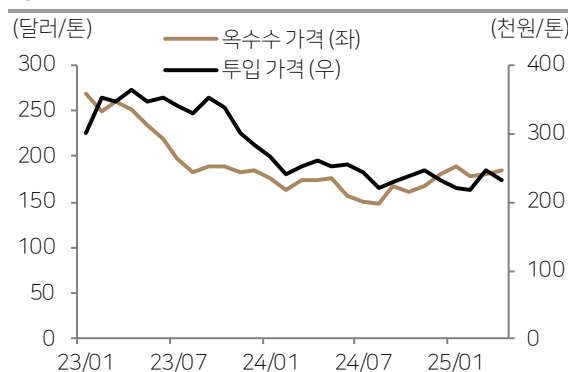
Source: USDA, 다올투자증권

Fig. 70: 옥수수 소비 대비 재고 vs 옥수수 가격



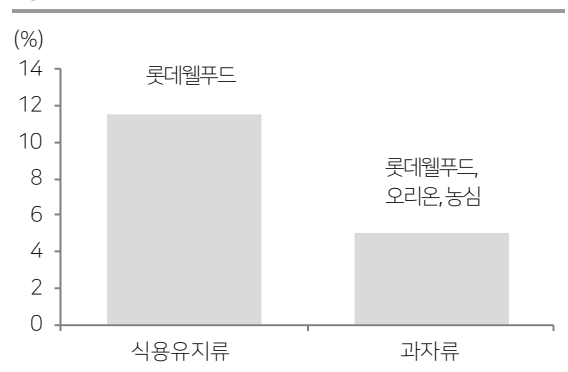
Source: USDA, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 71: 옥수수 투입 가격 추정



Source: Bloomberg, 다올투자증권 추정

Fig. 72: 옥수수 투입 비중 높은 식품 카테고리



Note: 카테고리별 통상적인 투입 비중 데이터로, 실제 기업별 투입 비중과는 차이 존재 / Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

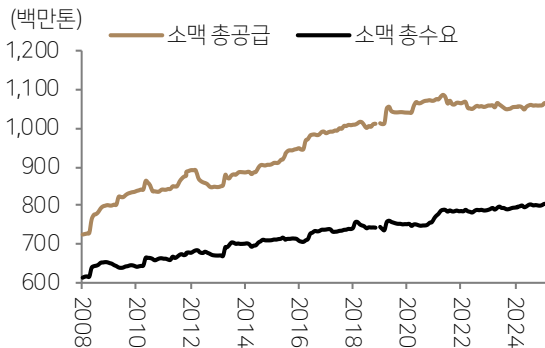
2) 소맥

25/26년 소맥 총공급은 전기 대비 0.5% 증가한 11억 미터톤으로 전망되며, 소비 대비 재고 비율은 전기와 유사한 32.9%로, **연중 소맥 가격은 보합 예상된다.**

소맥의 1위 수출국은 러시아, 2위는 미국, 5위는 우크라이나다. 이에 소맥 가격은 '22년 러-우 전쟁 발발 후 약 3개월 뒤 고점까지 80%가 급등하기도 했다. 다만 타 곡물 대비 재배 지역이 분산되어 있어 작황이 상대적으로 안정적인 특성이 있으며, 엘니뇨/라니냐 등 기상이변에 덜 민감하다.

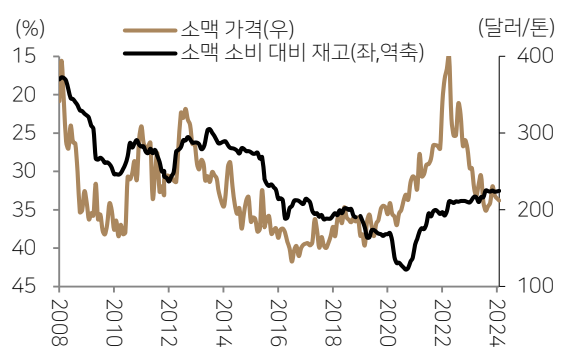
소맥 가격은 '23년 흑해 곡물협정 체결, 주요 생산국 작황 호조로 '23년 YoY -20.7% 하락 후→ '24년 -12.2%→ '25년 YTD -2.3% 지속 하락 중이다.

Fig. 73: 소맥 총공급



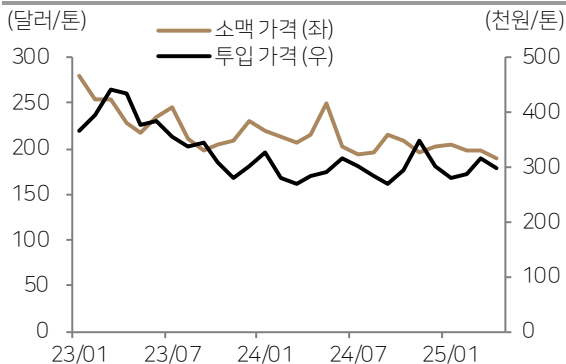
Source: USDA, 다올투자증권

Fig. 74: 소맥 소비 대비 재고 vs 소맥 가격



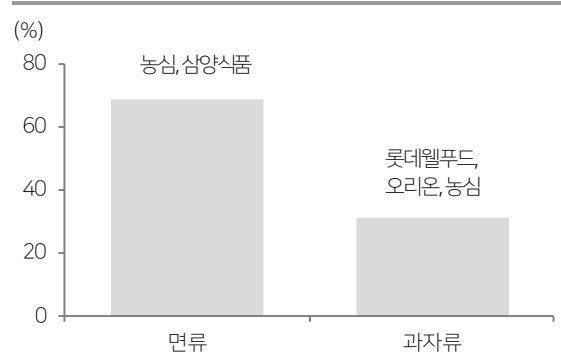
Source: USDA, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 75: 소맥 투입 가격 추정



Source: Bloomberg, 다올투자증권 추정

Fig. 76: 소맥 투입 비중 높은 식품 카테고리



Note: 카테고리별 통상적인 투입 비중 데이터로, 실제 기업별 투입 비중과는 차이 존재 / Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

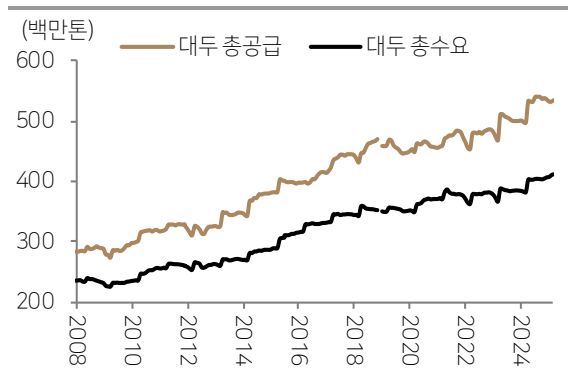
3) 대두

25/26년 대두 총공급은 전기 대비 2.6% 증가한 5.3억 미터톤으로 전망되며, 소비 대비 재고 비율은 전기 대비 0.7%p 감소한 29.3%이다. 올해 YTD로 상승 추이에 있으나, 공급 증가로 대두 가격은 보합 예상한다.

대두는 브라질이 최대 수출국이며, 브라질과 미국 합산 수출액이 전 세계 수출의 70% 이상을 차지한다. 이에 대두 가격은 엘니뇨 등 기상이변에 따른 브라질 작황에 영향을 받으며, 대두박/대두유가 돼지 사료용으로 쓰여 최대 수입국인 중국 축산업 수요에 영향을 받는다. 대두유로 가공돼 바이오디젤 생산에도 쓰이지만 대두 자체는 사료용 수요가 제일 커 바이오디젤 수요가 대두 가격에 미치는 영향은 크지 않다.

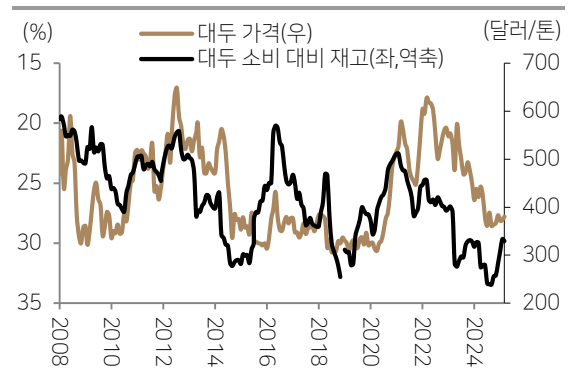
대두 가격은 공급량 증가, 중국 소비 둔화로 지속 하락해 '23년 YoY -14.9%→ '24년 -22.8%→ '25년은 YTD +6.3%로 소폭 상승했다.

Fig. 77: 대두 총공급



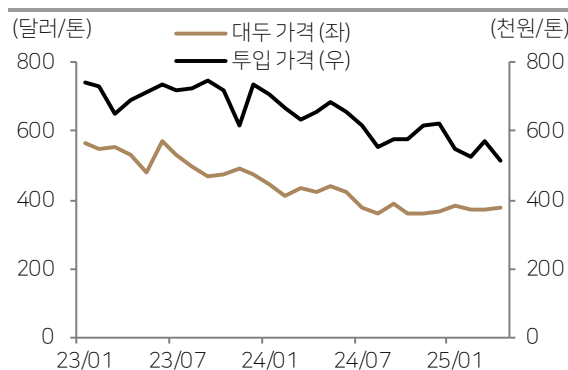
Source: USDA, 다올투자증권

Fig. 78: 대두 소비 대비 재고 vs 대두 가격



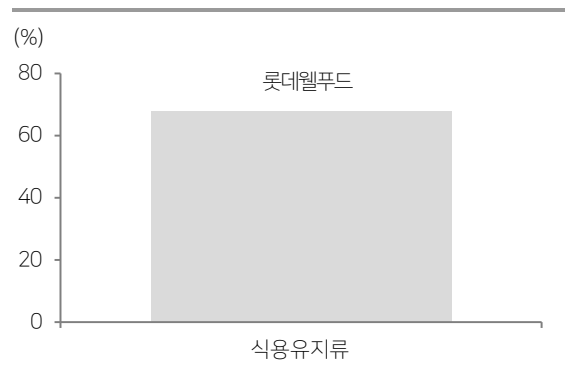
Source: USDA, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 79: 대두 투입 가격 추정



Source: Bloomberg, 다올투자증권 추정

Fig. 80: 대두 투입 비중 높은 식품 카테고리



Note: 카테고리별 통상적인 투입 비중 데이터로, 실제 기업별 투입 비중과는 차이 존재 / Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

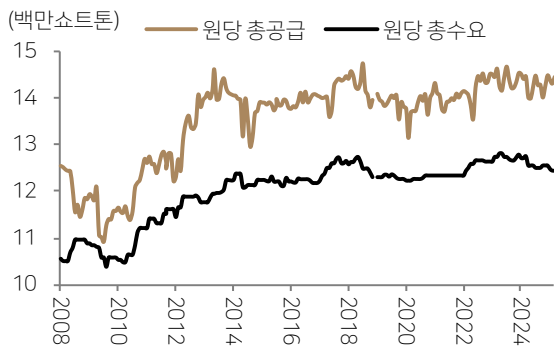
4) 원당

25/26년 미국 원당 총공급은 전기 대비 1.1% 감소한 1,131만 미터톤으로 전망되며, 소비 대비 재고 비율은 전기 대비 4.8%p 감소한 11.6%로 낮아졌다. 다만 해당 데이터는 미국 시장 한정 데이터이고, 인도 수출 재개에 따른 공급량 확대 효과가 더 클 것이라 판단, 원당 가격 상승 압력은 제한적일 것이라 예상한다.

원당은 브라질이 최대 생산/수출국이며, 인도는 2위 생산국이나 내수 정책에 따라 간헐적으로 수출한다. 원당은 옥수수/대두와 마찬가지로 남미 엘니뇨/라리냐, 가뭄 등 기상여건에 따라 생산량이 변동한다. 인도의 수출제한 조치, 유가에 따른 에탄올 수요 증감도 가격 변동 요인으로 작용한다.

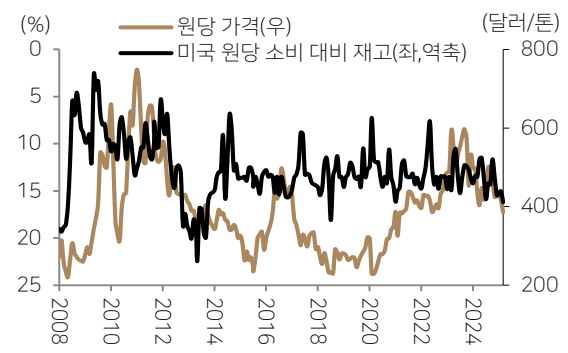
원당 가격은 주요 생산지 기상 악화에 따른 생산량 감소, 인도 수출제한 조치, 인도 에탄올 혼합 비율 확대에 따른 수요 증가로 '23년 YoY +6.1% → '24년 +2.7% 상승했으나 → '25년에는 인도 수출 재개로 YTD -12.0% 하락했다.

Fig. 81: 미국 원당 총공급



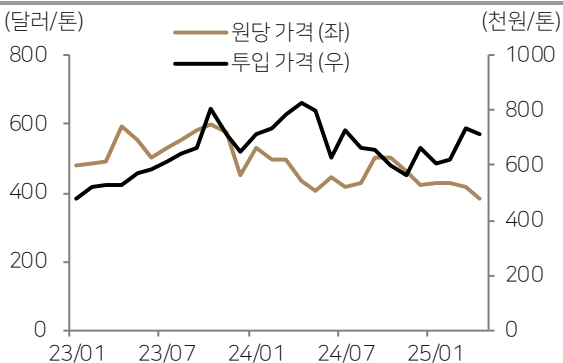
Source: USDA, 다올투자증권

Fig. 82: 원당 소비 대비 재고 vs. 원당 가격



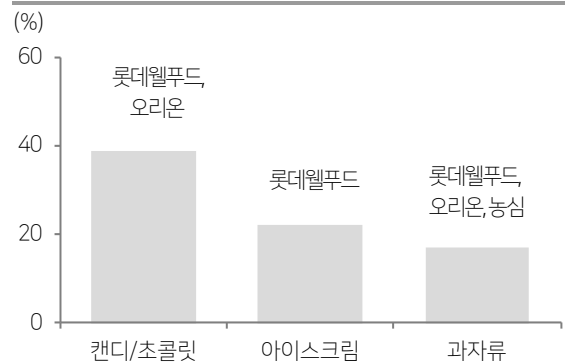
Source: USDA, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 83: 원당 투입 가격 추정



Source: Bloomberg, 다올투자증권 추정

Fig. 84: 원당 투입 비중 높은 식품 카테고리



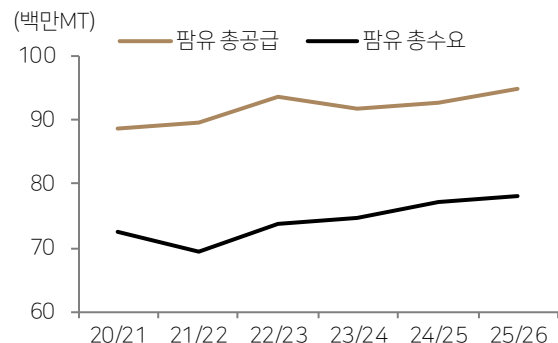
Note: 카테고리별 통상적인 투입 비중 데이터로, 실제 기업별 투입 비중과는 차이 존재 / Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

5) 팜유

팜유는 '24년 하반기 가격 상승으로 '25년 상반기 기업들의 원가 부담 요인으로 작용 중이나, '25년 YTD 가격은 -21.8% 하락해 올 하반기 원가는 부담 없다. 가격 하락 요인은 공급량 증가, 인니 정부의 바이오디젤 혼합 의무비율 상향 지연, 대체재인 대두유 가격 하락에 따른 수요 분산 때문이다.

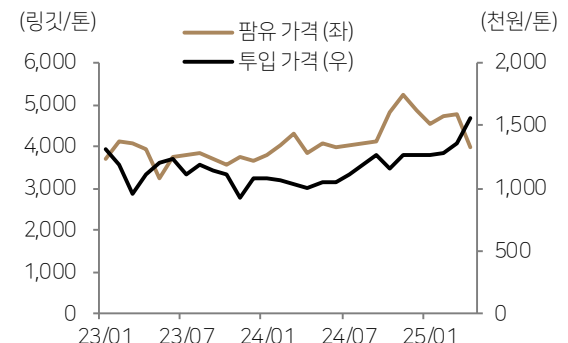
USDA에 따르면 '25년 인도네시아는 파종량 증가로 사상 최고치 생산량을 기록할 것이며, 말레이시아도 기상여건 개선으로 작황 호조가 전망된다. 두 국가는 글로벌 팜유 생산량의 80%를 차지하는 국가로, 총공급 자체에는 문제가 없다. 다만 두 국가의 바이오디젤 혼합 의무비율 상향, 내수 물량 할당제로 수출량 관련 변동성은 내재되어 있는 바, 가격 추이의 관찰은 필요하다.

Fig. 85: 팜유 총공급



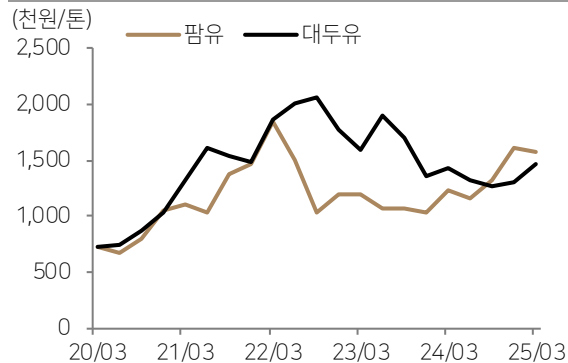
Source: USDA, 다올투자증권

Fig. 86: 팜유 투입 가격 추정



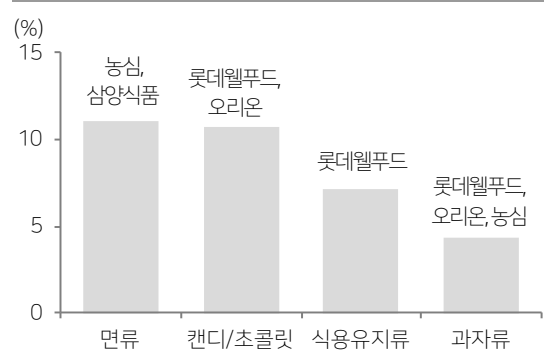
Source: Bloomberg, 다올투자증권 추정

Fig. 87: 대두유(대체재) 가격 vs. 팜유 가격



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 88: 팜유 투입 비중 높은 식품 카테고리



Note: 카테고리별 통상적인 투입 비중 데이터로, 실제 기업별 투입 비중과는 차이 존재 / Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

6) 코코아

‘24년 2월경 시작된 코코아 가격 변동성 확대는 주요 생산국 기상 악화 및 코코아 나무 노령화로 인한 수확량 감소 때문이었다. 이후 코코아 가격은 투기자본이 몰리며 급등(3월~)→ 중간수확기 진입과 함께 반락(4월~)→ 코트디부아르 폭우 및 병충해 확산으로 재반등(10월~)→ 12월경 11,900달러/MT로 ATH→ ‘25년 5월말 현재 9,800달러로 소폭 하락했다. 다만 5월말 기준 연평균 가격은 9,510달러/MT로, ‘24년 하반기 평균 8,750달러, ‘24년 연평균 8,280달러보다 높다.

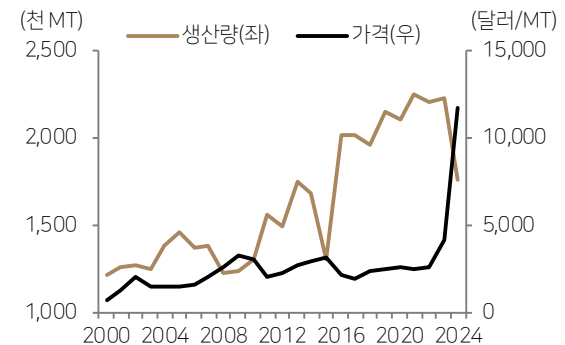
올해 코코아 공급은 전년대비 소폭 증가가 전망된다. ICCO(국제코코아기구)의 24/25 글로벌 코코아 생산량 전망치는 전기 대비 +7.8%, USDA의 코트디부아르 코코아 생산량 전망치는 전기 대비 +1.8%이다. 공급량 증가와 함께 글로벌 제과 기업들의 코코아 사용 비중 조절로 추가 상승 압력은 높지 않다고 판단하나, 나무 노령화로 단기간 내 큰 수확량 증가는 어렵기 때문에 **당분간 높아진 가격이 유지될 전망이다.**

Fig. 89: 코코아 가격 추이



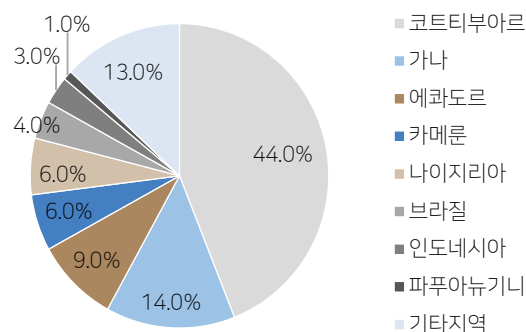
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 90: 코트디부아르 코코아 생산량 vs. 코코아 가격



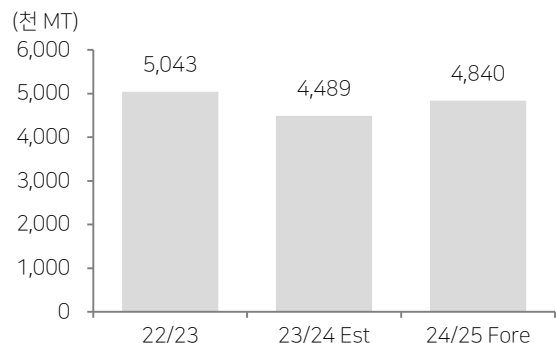
Source: 코트디부아르 정부, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 91: 코코아 생산지별 비중



Source: ICCO, 다올투자증권

Fig. 92: 글로벌 코코아 생산량 전망



Source: ICCO, 다올투자증권

V. 꺼진 중국도 다시 보자

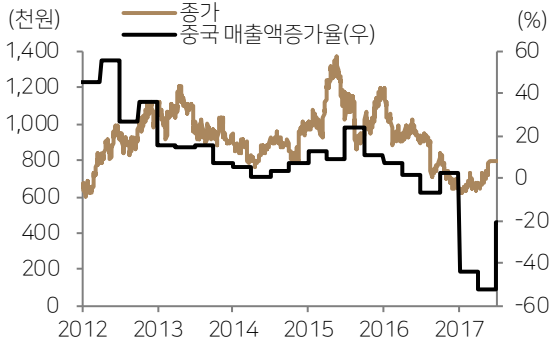
1. 성장하는 유통 채널로 가면 되지

오프라인 유통망은 제과 등 기호식품 판매에 중요한 채널이다. 기호식품은 계획적 구매보다 충동적 소비 경향이 짙은 품목으로, 오프라인 유통망의 트래픽, 접근성, 회전율이 매출에 미치는 영향이 크기 때문이다.

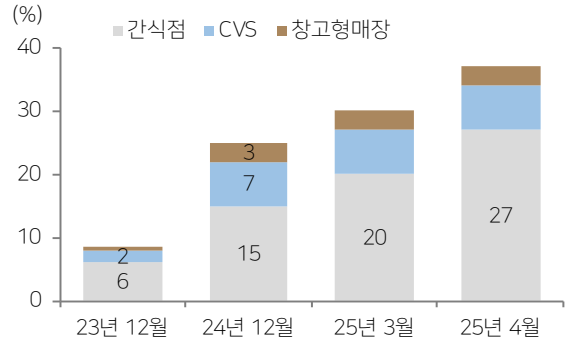
중국 오프라인 유통시장은 기존 주류 채널인 하이퍼마켓의 부진에도 불구하고, 1) **창고형 할인매장 및 간식점의 성장**, 2) **견조한 편의점 실적**, 3) **로컬 슈퍼마켓의 회복이 확인된다**. 이에 따라 기호식품 판매에 **우호적인 환경이 마련되고 있으며**, 4) 특히 간식점과 같은 기호식품 전문점이 2~3선 도시의 거주지, 1~2선 도시의 변화가를 중심으로 확산되며 기호식품의 **목적형 소비가 확대되고 있다는 점도 긍정적이다**.

이와 관련 오리온의 투자 매력도가 높다고 판단한다. 1) 작년부로 영업채널 전환을 마친 뒤 올해부터 영업 정상화 효과가 온기 반영되고 있으며, 2) 중국 매출의 30% 이상이 성장하는 채널 (간식점, 편의점, 창고형 할인매장)에서 발생 중이며, 3) 오래 전 중국에 진출해 시장 지배력을 보유하고 있기 때문이다. **오리온은 과거 중국법인 고성장 시기('12~'16년) 중국 매출액 성장률에 따라 주가가 움직여왔으며, 중국 경기부양 및 소비심리 개선 시그널에 주가가 탄력적으로 반응할 가능성이 높다**.

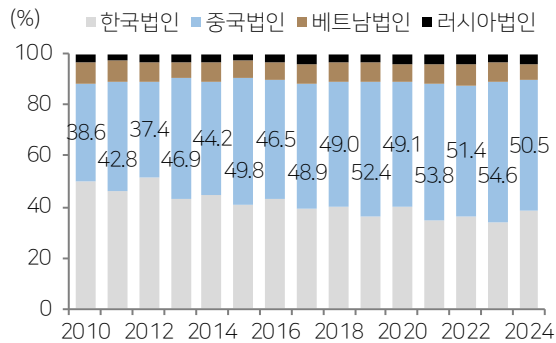
삼양식품은 지난 몇 년간 미국의 가파른 성장에도 중국법인의 매출 비중이 여전히 1위다('24년 기준). 현지 시장에서 매운맛 볶음면 카테고리를 개척하며 시장 점유율을 2%까지 높였고, '27년 준공 예정인 현지 공장을 바탕으로 향후 중국 시장 침투가 확대될 전망이다. 중국에서 라면은 주식(主食)이지만, 불닭은 기호식품 포지션에 프리미엄 수입제품 이미지를 갖는다. **창고형 할인매장 업태의 확산은 중국 중산층의 구매력 확대, 수입 브랜드 선호 증가를 시사하며, 이 같은 환경 속 불닭의 경쟁력은 더욱 확대될 전망이다**.

Fig. 93: 분할 전 오리온 중국법인 매출액 증가율 vs. 주가

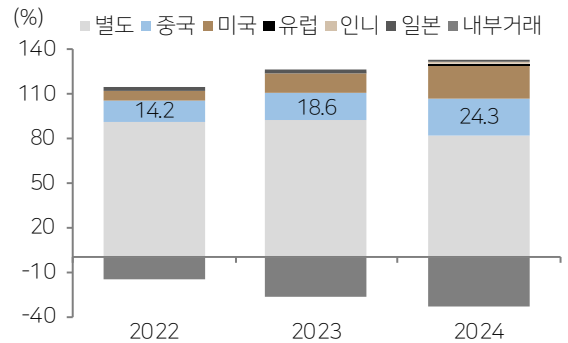
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 94: 오리온 중국법인 채널별 매출액 비중 추이

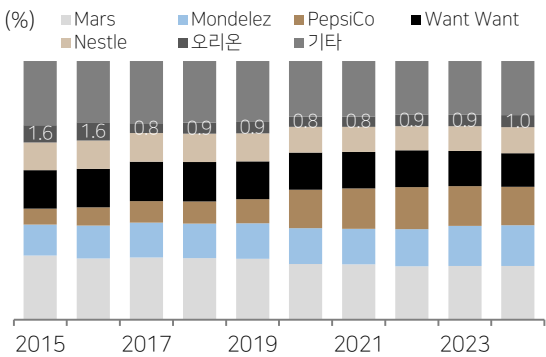
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 95: 오리온 중국법인 매출액 비중

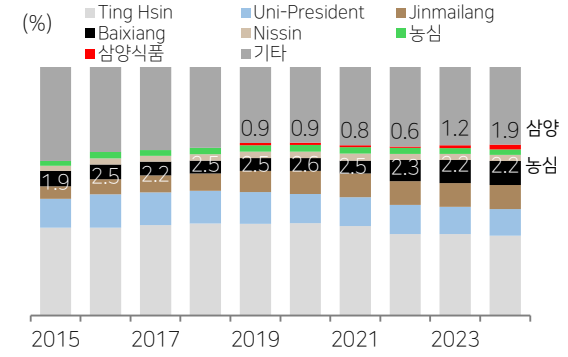
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 96: 삼양식품 중국법인 매출액 비중

Source: 삼양식품, 다올투자증권

Fig. 97: 중국 제과 시장 M/S 추이

Note: Snack 카테고리 / Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 98: 중국 라면 시장 M/S 추이

Note: Instant Noodle 카테고리 / Source: Euromonitor, 다올투자증권

2. 중국 소비까지 같이 반등해준다면?

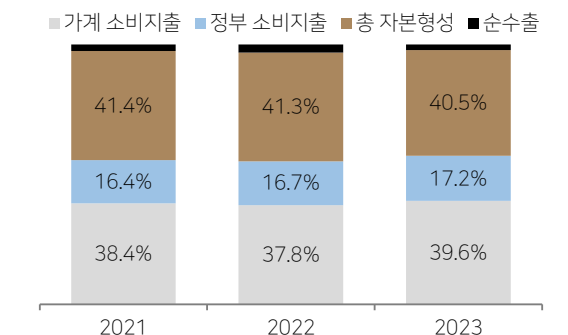
중국이 다시 내수 소비 부양에 힘을 싣고 있다. 투자는 이미 과잉 상태이며, 수출은 미중 갈등으로 인한 관세 리스크, 반덤핑 이슈, 글로벌 수요 둔화 등 대외 변수에 막혀 있어, 가계 소비 확대 없이는 성장률을 지켜내기 어렵기 때문이다. 또한 가계의 구매여력을 확인할 수 있는 1인당 가계지출 증가율은 점차 둔화되고 있어, 이를 방어하기 위한 추가적인 정부 개입이 이뤄질 수 있다.

중국 정부는 '25년 3월 양회에서 '소비' 단어를 32회 언급하며 ('24년 21회) 내수 진작을 선결 과제로 제시했고, 3조 위안 규모 초장기 특별국채를 발행해 그 중 3천억 위안은 이구환신에 사용할 계획을 밝혔다. 또한 무비자 입국 대상국 확대, 해외 가수 공연 추진, 외국 관광객 대상 환급액 확대 등 서비스 부문 부양 조치도 시행되고 있다.

중국 소비 모멘텀에 따른 주가 반등은 타 소비재 업종에서 먼저 관찰되고 있으나, 향후 소비자심리지수 반등 (현재 80pt 중반에서 정체), 소매판매 턴어라운드 (3월 YoY +5.9%로 기대치 상회, 4월 YoY +5.1%로 기대치 하회), 추가 소비 관련 모멘텀 등장 시에는 **중국 소비주 내 순환매로 중국 내 익스포저를 보유한 음식료 기업의 주가도 탄력적인 움직임이 나타날 수 있다고 본다.**

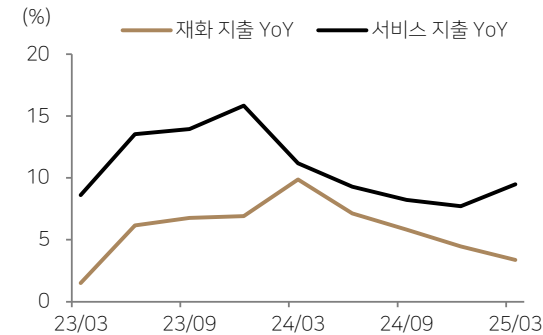
참고로 음식료 섹터 내 중국 매출액 비중 상위 기업은 '24년 기준 오리온 (41%) > 삼양식품 (24%) > CJ제일제당 ('23년 8%, 그린바이오 내 30%) > 농심 (5%)이다.

Fig. 99: 중국 GDP 구성요소별 비중 → 투자는 과잉 상태



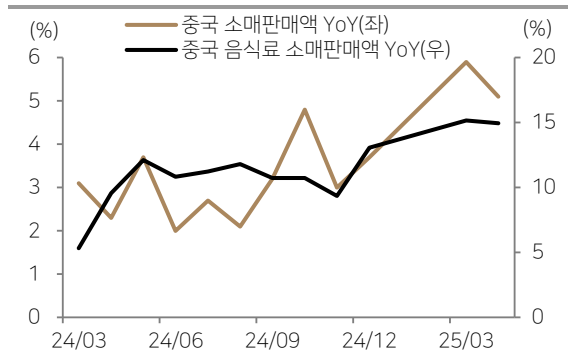
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 100: 중국 1인당 가계지출 증가율 → 부양책이 절실



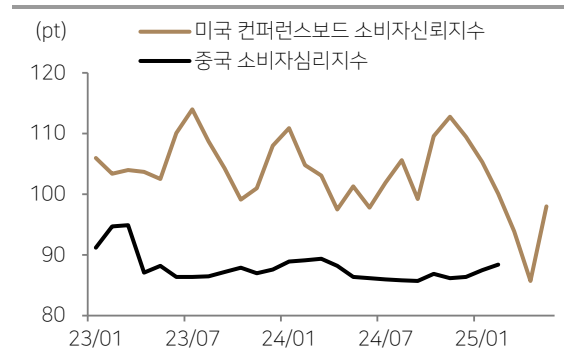
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 101: 중국 소매판매액 증가율



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 102: 중국 vs. 미국 소비자신뢰지수



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 103: 중국 내수 소비 진작 관련 정책 타임라인

일시	내용
2025.01월	이구환신 적용 품목 확대 (8종 -> 12종)
2025.02월	민영기업좌담회 - '18년 이후 6년만에 개최 - 향후 민영경제 발전 위한 정책 시행 의지 피력
2025.03월	양회에서 내수 진작을 선결 과제로 제시 - 핵심 내용은 소비 촉진, 개방 확대, 과학기술 자립 - '소비' 단어는 32회 언급 ('24년 21회) - 사상 최대 규모 초장기 특별국채 발행 (3조위안) - 이구환신에 특별국채 발행액 3천억위안 배정 - 지방정부 채권 배정으로 투자 지원 (4.4조위안)
2025.03월	소비 진흥을 위한 특별 행동 계획 발표 - 실업수당 지원, 최저임금 인상으로 가계소득 증대 - 관광 진흥을 위한 비자 면제 대상국 확대
2025.05월	기준율 0.5%p 인하, 주담대 금리 0.25%p 인하

Source: 언론보도, 다올투자증권

Fig. 104: 중국 내 외국 가수 공연 내역 및 뉴스플로우

일시	가수	장소	구분
'24.12월	샤이니 태민 팬미팅	베이징	완료
'25.02월	Ed Sheeran 콘서트	항저우 6회	완료
'25.02월	Imagine Dragons 콘서트	중국 6회	완료
'25.04월	중국 워터밤	하이난	완료
'25.04월	김재중 팬미팅	충칭	완료
'25.04월	호미들 콘서트	우한	완료
'25.05월	이펙스 콘서트	푸저우	연기
'25.05월	CCTV 한중 합작 공연	중국 전역	부인
'25.09월	드림콘서트	하이난	예정
'25.11월	Katy Perry	항저우 2회	예정

Source: 언론보도, 다올투자증권

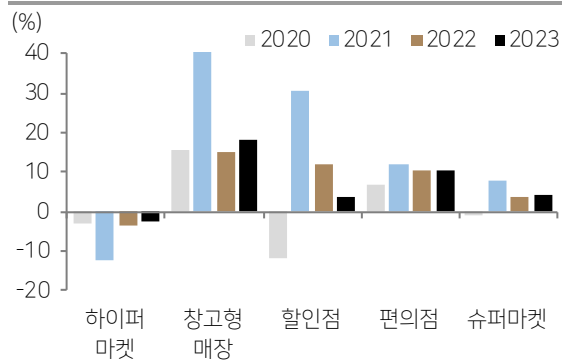
3. 유통채널을 통해 본 중국 소비 트렌드 ① 채널별 성과 양극화

CCFA(China Chain Store & Franchise Association)가 발표한 <2023년 중국 상위 100개 슈퍼마켓 기업>과 aT(식품산업통계정보)의 중국 오프라인 유통 시장 자료를 분석한 결과, 유통 채널별 성과가 명확히 갈리는 양상을 확인할 수 있었다.

성장세를 보인 곳은 1) 창고형 할인매장, 2) 간식점 등 할인점, 3) 편의점, 4) 로컬 기반 체인형 마트였고, 반면 5) 기존 주류 업태인 하이퍼마켓은 부진했다. 이러한 업태별 희비는 소비패턴의 구조적 변화와 각 채널의 대응력 차이에 기인한다.

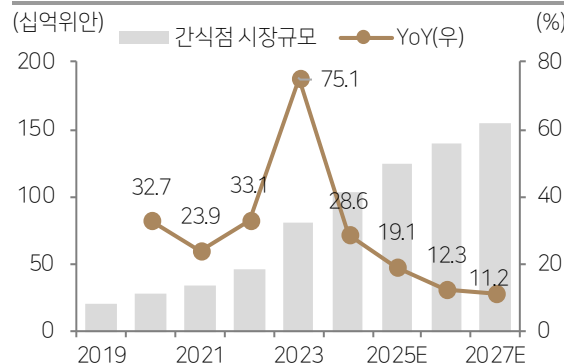
1) 창고형 할인매장은 가성비, 품질, 프리미엄을 (모순적이게도) 동시에 추구하는 소비 트렌드를 반영하며 성장 중이고, 2) 간식점을 비롯한 할인점은 가격에 민감한 저소득층 및 청년층의 실속 소비 확대와 기호식품의 목적형 소비 증가로 존재감이 커졌다. 3) 편의점 성장은 견조했으며, 4) 소규모 체인형 마트는 근거리 마트에서 그때그때 필요한 제품을 구매하는 목적형 소비가 전 계층에서 확산되며 약진했다.

Fig. 105: 중국 유통채널별 YoY 시장규모 변화율 추이



Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 106: 중국 간식점 시장규모 추이 및 전망



Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 107: 2023년 중국 슈퍼마켓 Top100 (매출액 기준) 중 YoY +%5% 이상 매출액 성장한 채널

순위	회사	구분/특성	슈퍼마켓 브랜드	매출액 (억위안)	매출액 YoY%	매장수 (개)	매장수 YoY%
1	월마트(沃尔玛)	글로벌 할인마트 (하드 디스카운트)	Walmart, Sams Club	1,202	10%	365	4%
12	리쥘(利群集团股份有限公司)	산둥성 지역 중심 슈퍼마켓	리쥘(利群)	112	2%	520	-2%
14	다장(河南大张实业)	허난성 지역 중심 대형마트	다장(大张), 성더메(盛德美)	96	11%	95	1%
19	베이궈(北国商城股份)	북부 지역 중심 대형마트	베이궈차오스(北国超市)	79	6%	60	2%
20	信誉楼	허베이성 거점 체인형 슈퍼	신위로우(信誉楼)	70	10%	43	0%
23	山西美特好连锁	할인점+슈퍼마켓 결합한 형태, O2O 방식	美特好 Meetall	62	9%	139	-2%
26	COSTCO(开市客中国)	글로벌 할인마트 (하드 디스카운트)	Costco Wholesale	55	83%	5	150%
27	黑龙江比优特商业集团	하얼빈 등 동북3성 거점 슈퍼마켓 체인	비요우테(比优特)	54	18%	66	25%
31	许昌市胖东来商贸集团	가격표에 입고가, 마진을 표기한 슈퍼 체인	팡둥라이(胖东来)	46		12	
34	湖北黄商综超事业部	후베이성 거점 슈퍼마켓 체인	황상(黄商)	40	8%	187	18%
37	湖北寿康永乐	시안 지역 거점 슈퍼마켓 체인	슈강영뤼(寿康永乐)	39	8%	304	6%
39	上海芯果科技	할인마트 (소프트 디스카운트)	하오터마이(HotMaxx)	36	52%	815	63%
45	武汉中商超市连锁	중국 전국 분포, 대형 슈퍼마켓 체인	中商超市	30	6%	160	8%
48	山东新星集团	산둥성 중심 슈퍼마켓 체인	新星	29	11%	13	44%
53	北京尧地农业科技发展	북경 중심 Fudi(회원점), 신선식품매장 운영	Fudi 등	26	13%	17	21%
57	江西国光商业连锁	장시성 거점 슈퍼마켓 체인	国光	24	7%	55	-13%
63	哈尔滨哈尔滨信连锁超市	하얼빈 거점 슈퍼마켓 체인	哈尔滨信	19	5%	40	3%
65	北京沃谷农业发展	북경 CBD에 위치한 고급 신선식품 슈퍼마켓	GSH 구어슈하오 (果蔬好)	19	13%	13	0%
71	秦皇岛兴龙广缘商业	허베이성 거점 슈퍼마켓 체인	兴龙广缘	14	5%	41	-5%
72	新疆汇嘉时代百货股份	신장 지역 기반 백화점	汇嘉时代 (Wuika Times)	14	22%	10	-9%
73	湖州浙北大厦超市	주베이 지역 기반 쇼핑센터	浙北优致	13	29%	14	27%
82	ALDI(奥乐齐 投资)	글로벌 할인마트 (하드 디스카운트)	ALDI(奥乐齐)	10	33%	50	56%
82	北京优品酷卖科技	할인마트 (소프트 디스카운트)	Hitgoo(嗨特购)	10	67%	386	227%
86	甘肃新乐连锁超市	간쑤성 기반 슈퍼마켓 체인	新乐超市	9	13%	48	-11%
91	新疆友好 股份)	신장위그루 지역 슈퍼마켓 체인	요우하오(友好)	8	15%	57	-2%
92	广州市广百股份	광저우 지역 대표 고급 슈퍼마켓 체인	GrandBuy (广百超市)	7	74%	17	13%
97	江苏欢乐买商贸股份	장쑤성 북부, 산둥성 남부 중심 슈퍼마켓 체인	欢乐买	7	11%	16	0%

주: 파란색 하이라이트는 할인점 및 창고형 할인매장, 회색 하이라이트는 로컬 슈퍼마켓 체인, 갈색 하이라이트는 프리미엄 슈퍼마켓

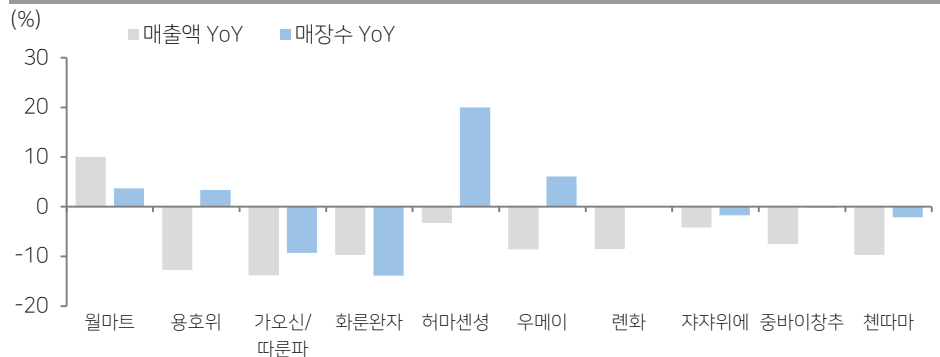
Source: CCFA, 다올투자증권

3. 유통채널을 통해 본 중국 소비 트렌드 ② 하이퍼마켓: 부진

하이퍼마켓(대형마트)은 다양한 상품을 적당한 가격에 한 곳에서 구매할 수 있다는 장점을 바탕으로 과거 중국 오프라인 유통업의 주류 업태로 자리매김했으나, 변화한 소비패턴에 대응하지 못하면서 쇠퇴 국면에 들어섰다.

1) ‘고품질’도 ‘저가격’도 아닌, 중간 가격대에 적당한 품질의 제품을 취급하는 성격이 변화한 소비패턴과 맞지 않았고, 2) 대규모 점포 기반의 높은 고정비 구조로 매출 하락에 따른 손익 방어에 실패했고, 3) 신선식품까지도 온라인 플랫폼의 침투가 확대되어 기존 강점이던 신선 경쟁력이 퇴색됐으며, 4) 이를 극복하기 위해 소형화, 전문화 등 포맷 다변화를 시도했으나 ‘기존 브랜드의 소형 버전’이라는 인식에 그치며 차별화된 경험을 전달하는 데 실패했고, 5) 대규모 점포 공급에 최적화되어 있는 기존 공급망을 고빈도, 소량 공급이 핵심인 새로운 포맷에 적용하는 과정에서 효율성이 악화되었기 때문이다. 그리고 이 자리를 다른 성장하는 채널들이 채우고 있다.

Fig. 108: 중국 슈퍼마켓 Top10 매출액 YoY = 기존 대형 하이퍼마켓 브랜드들의 부진



주: CCFA, 다올투자증권

Fig. 109: 중국 대표 하이퍼마켓: RT Mart



Source: 언론보도, 다올투자증권

Fig. 110: 중국 대표 하이퍼마켓: Yonghui 슈퍼



Source: 언론보도, 다올투자증권

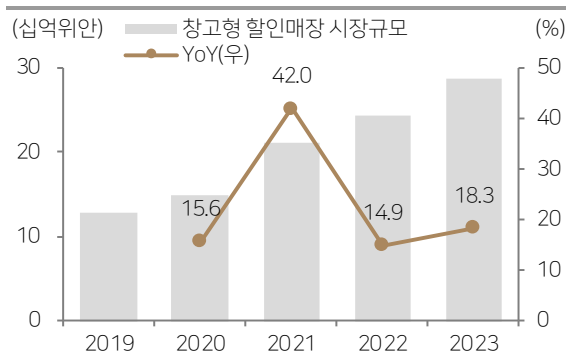
3. 유통채널을 통해 본 중국 소비 트렌드 ③ 창고형 할인매장: 성장

성장하는 채널 중에서도 창고형 할인매장의 확산에 주목한다.

창고형 할인매장의 성공요인은 **가성비, 품질, 프리미엄을 아우르는 다층적인 니즈를 한 번에 만족시켰다는 점**이다. 1) 일상적으로 소비하는 필수재나 소모품은 저렴하게 구매하고자 하는 가성비 소비 (저렴한 개당 가격), 2) 중국 소비자의 높아진 눈높이에 맞는 고품질 상품 (PB 상품에 대한 높은 선호도), 3) 프리미엄 식품에 대한 수요 (마오타이주는 고가임에도 자주 품질)를 한 번에 충족시켰다.

이들의 고객은 보통 1~2선 도시에 거주하며, 자차를 보유하고 있고, 3~4인 가족을 이루고 있는 중산층이다. 개당 가격은 저렴해도 회당 구매액 자체가 높고, 중국에선 아직 회원제라는 모델도 낯설기 때문에 구매력이 받쳐주지 않으면 선뜻 연회비라는 진입장벽을 통과하기 어렵다. 구매력이 뒷받침된 중국 중산층 규모의 확대가 창고형 할인매장의 성장을 가속화했다고 판단하는 이유다.

Fig. 111: 중국 창고형 할인매장 시장규모 추이



Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 112: 창고형 회원제 마트 vs. 기존 대형 MT채널 비교

구분	창고형 회원제 마트	기존 대형 MT 채널
입지	교통 편리성을 갖춘 도시-농촌 접점 지역	고객 유동량이 큰 주택가, 상업 구역
고객	차량 보유 중산층 소비자	일반 개인 소비자
제품 전략	적은 SKU, PB/직소싱/해외 브랜드 상품 위주	많은 SKU, 신선식품/간편식 등 식료품 중심
영업 면적	10,000㎡ 이상	평균 500~1,500㎡, 대형은 2,500㎡ 이상
회원제 제도	O (연간 250위안 수준)	X
BM	재고 관리 및 판매 일체화, 저렴한 가격 설정	고객 유동량에 따라 매출 결정

Source: 언론보도, 다올투자증권

Fig. 113: 중국 광둥성 코스트코 내부



Source: 언론보도, 다올투자증권

Fig. 114: 고가의 마오타이주 판매 중인 코스트코



Source: 언론보도, 다올투자증권

Fig. 115: 중국 코스트코 내 오리온 고래밥 / 알맹이젤리



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 116: 중국 코스트코 내 오리온 카스타드 / 초코송이



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 117: 중국 코스트코 내 삼양식품 불닭



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 118: 중국 코스트코 내 농심 김치라면 / 새우깡



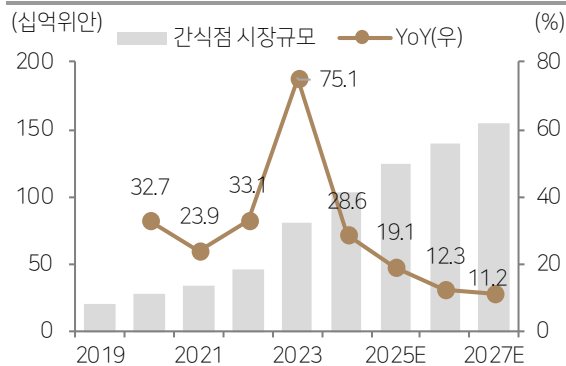
Source: Baidu, 다올투자증권

3. 유통채널을 통해 본 중국 소비 트렌드 ④ 간식점: 성장

중국에서 현재 가장 빠르게 성장하는 업태로 간식점이 있다. 간식점은 1) 소포장한 기호식품을 주로 취급하며, 2) 번화가나 주거 밀집 지역 근처에 소형매장으로 입지해, 3) 고빈도 방문을 유도한다. 중국 내 간식점 매장 수는 '21년 2,500개에서 '23년 말 22,000개까지 증가했으며, 시장규모는 '23년 500억 위안→ '27년 1,300억 위안으로 CAGR 17% 성장 전망, 간식시장 내 간식점 비중은 '22년 3.1%→ '25년 6.9%까지 확대될 전망이다.

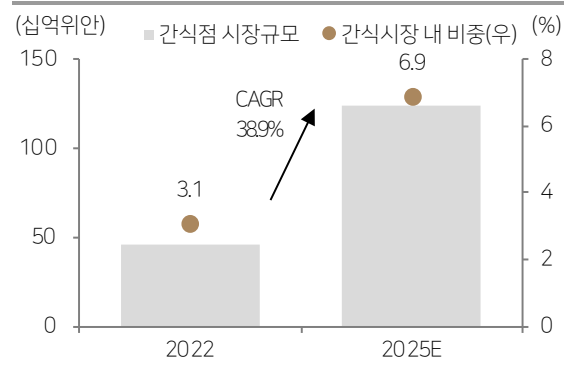
간식점이 창고형 할인매장과 유사한 점은 1) 일반 마트 대비 10~30% 저렴한 가격, 2) PB 상품과 해외 인기 브랜드를 병행 구성해 차별화한 제품 구색, 3) 단일 품목 집중 진열과 회전을 극대화를 통해 운영 효율을 강화했다는 점이다. 즉, 입지 전략, 취급 상품 범위, 객단가 전략은 다르나, 가장 빠르게 성장 중인 두 업태 모두 제품 구색 차별화, 품질 대비 합리적인 가격으로 소구하는 지점은 일맥상통한다.

Fig. 119: 중국 간식점 시장규모 추이 및 전망



Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 120: 중국 간식점 시장규모 및 간식시장 내 비중



Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 121: 채널 특화 오린 소용량 SKU (하오상라이)



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 122: 불닭 용기면, 봉지면도 입점 (SUPER MING)



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 123: '23년 기준 중국 간식할인점 프랜차이즈 현황
→ 점점 체인화 / 대형화

모기업	브랜드	소재지	점포수
링스현망	BUSY FOR YOU(零食很忙) SUPER MING(赵一鸣零食)	후난성 장시성	4000+ 2500+
완전그룹	하오상라이(好想来)	푸젠성	4000+
	라오궈따런(老婆大人)	저장성	1000+
	라이요우핀(来优品)	미확인	미확인
	아디아디(叮嘀叮)	미확인	미확인
	루샤오찬(陆小馋)	미확인	미확인
	YUMMY SNACK(零食有鸣)	쓰촨성	2000+
	LOVE SNACKS(爱零食)	후난성	1400+
	탕차오(糖巢)	푸젠성	1400+
	링시요우슈안(零食优选)	후난성	1300+
	타이융홍(戴永红)	후난성	1000+
	링시창(零食仓)	광둥성	600+
	양핀푸즈(良品铺子)	미확인	미확인
	라이이핀(来伊份)	미확인	미확인
	링시요우밍(零食有鸣)	미확인	미확인
	CATALEYA	미확인	미확인

Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 125: 메가사이즈 제품 등 간식점 특화 SKU



Source: Kotra, 다올투자증권

Fig. 127: 소포장 판매



Source: Kotra, 다올투자증권

Fig. 124: '23년 기준 중국 간식할인점 상위 분포 도시
→ 2~3선 도시로 확장 중

구분	도시	매장 수 (개)
남방지역 (70%)	1선도시	상하이 3459
	2선도시	우한 1601
	2선도시	후저우 1498
	2선도시	창사 699
	2선도시	난창 553
	2선도시	항저우 447
서남지역 (20%)	1선도시	선전 388
	2선도시	청두 722
북방지역 (10%)	3선도시	충칭 396
	3선도시	정저우 524
합계		10,287

Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 126: 변화가에 소형 매장으로 입지해 회전율 ↑



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 128: 중량제 판매

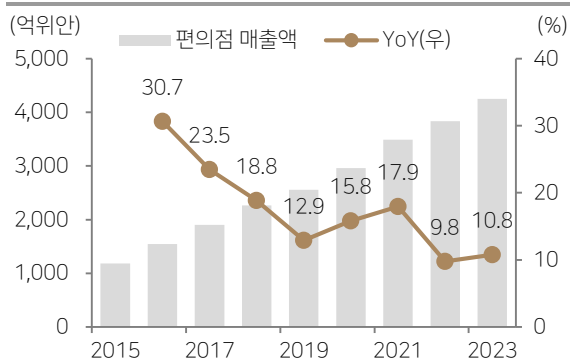


Source: Kotra, 다올투자증권

3. 유통채널을 통해 본 중국 소비 트렌드 ⑤ 편의점: 견조

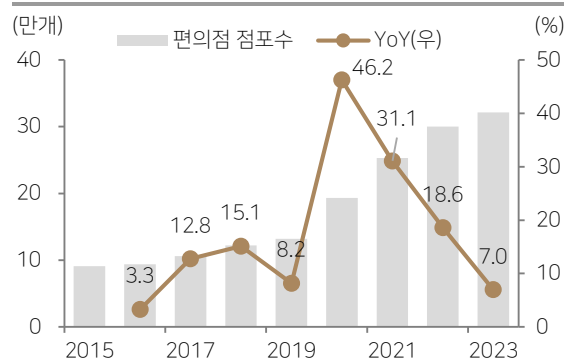
편의점의 성장률은 소폭 둔화되었으나, 여전히 점포수와 매출액 모두 견조한 흐름을 지속하고 있다. 한국은 올해 처음으로 편의점 점포수가 줄어들기 시작했는데, 중국은 한국 대비 약 5~10년 가량 경제성장이 뒤쳐져 있다는 평가를 받는 만큼, **중국에서 편의점은 아직 성장 구간에 있다고 판단한다.**

Fig. 129: 중국 편의점 매출액 추이



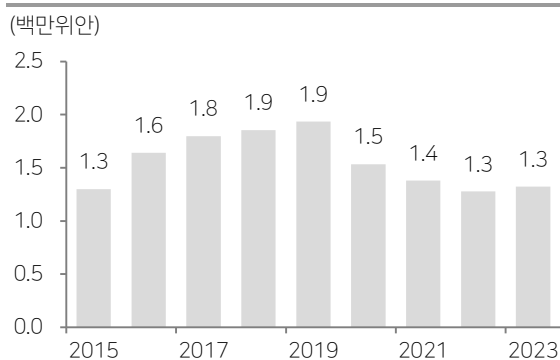
Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 130: 중국 편의점 점포수 추이



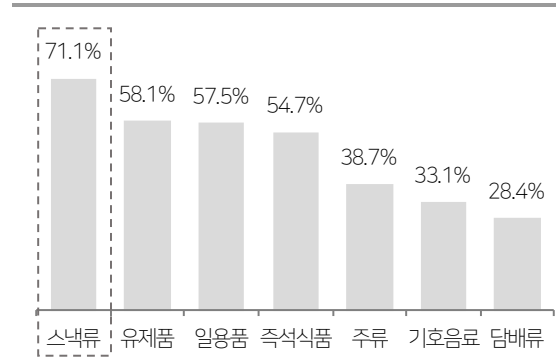
Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 131: 중국 편의점 동일점포당 매출액 추이



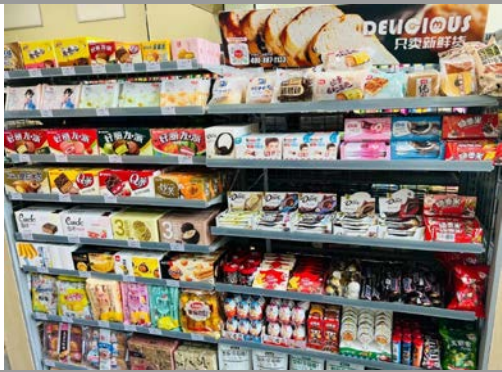
Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 132: '24년 중국 편의점 구매상품 비중 (복수응답)



Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 133: 중국 편의점 매대 내 오리온 파이류



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 134: 중국 편의점 매대 오리온 스낵류



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 135: 중국 대표 편의점 브랜드 Meijia



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 136: 중국 대표 편의점 브랜드 Easy Joy

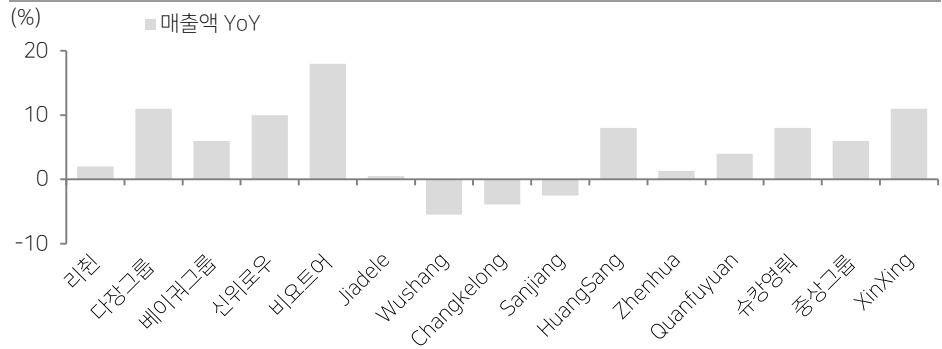


Source: Baidu, 다올투자증권

3. 유통채널을 통해 본 중국 소비 트렌드 ⑥ 로컬 체인 슈퍼마켓

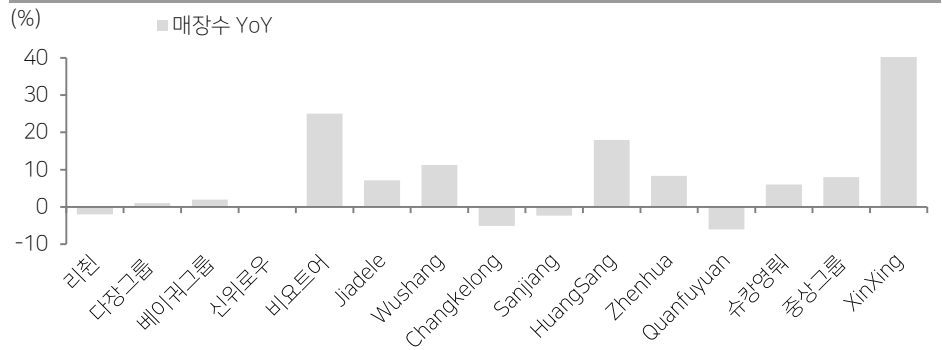
하이퍼마켓의 부진에 대한 반사수혜를 누린 곳은 각 지역을 거점으로 둔 로컬 체인형 슈퍼마켓이었다. 중국은 각 지역마다 대표적인 슈퍼마켓 체인이 존재하는데, 일례로 산둥성은 리천, 허난성은 다장그룹, 중국 북부는 베이귀그룹, 하얼빈은 비요트어의 지배력이 높다. 하이퍼마켓의 매력에 하락함에 따라 유사한 제품 구색을 보유하고 있고, 직주근접도가 좋은 로컬 슈퍼마켓으로 필수소비재 중심 구매가 확대됐다. 또한 경기 둔화에 따라 그때그때 필요한 제품을 근거리 마트에서 구입하는 목적형 소비 확산도 로컬 마트의 약진에 기여했다고 판단한다.

Fig. 137: 중국 슈퍼마켓 Top50 중 로컬 기반 체인형 슈퍼마켓 매출액 YoY



주: CCFA, 다올투자증권

Fig. 138: 중국 슈퍼마켓 Top50 중 로컬 기반 체인형 슈퍼마켓 매장수 YoY



주: CCFA, 다올투자증권

Fig. 139: 로컬 마트에서 판매 중인 오리온 파이 제품



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 140: 로컬 마트에 형성되어 있는 오리온 매대



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 141: 허난성 거점 다장그룹 마트 전경



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 142: 허난성 거점 다장그룹 마트 내부



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 143: 북부 지역 거점 베이궈그룹 마트 전경



Source: Baidu, 다올투자증권

Fig. 144: 북부 지역 거점 베이궈그룹 마트 내부



Source: Baidu, 다올투자증권

VI. 글로벌(미국) 확장으로 리레이팅

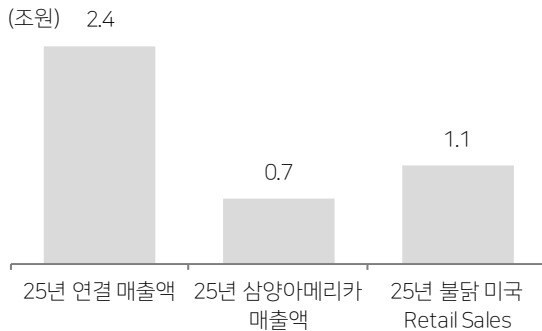
1. 잘 되는 건 더 잘 된다 ① 미국 Retail Sales 1조원의 의미

‘24년 미국 내 가장 많이 팔린 Chips 브랜드의 미국 시장 판매액을 살펴보면, Lay’s (PepsiCo) 6조원 (\$4.3bn), Doritos (PepsiCo) 5.5조원 (\$3.9bn), Ruffles (PepsiCo) 2.7조원 (\$1.9bn), Tostitos (PepsiCo) 2.2조원 (\$1.6bn), Pringles (Kellanova) 2조원 (\$1.4bn)으로, 2조원 이상의 매출을 올리고 있다.

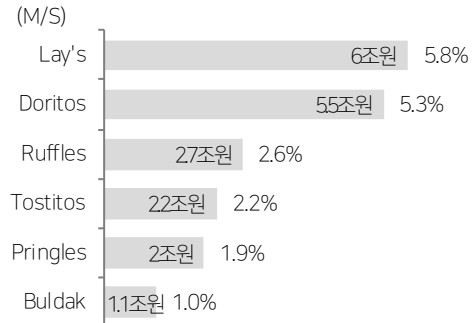
삼양식품은 매출액의 90% 이상이 불닭 브랜드로 구성돼 있고, 당사 추정 ‘25년 연간 연결 매출액은 YoY +37.6% 증가한 2조 3,785억원이다. ‘24년 삼양식품의 미국법인 매출액은 YoY +138% 성장한 3,829억원으로 연결 매출액의 22%를 차지, 1Q25 기준으로 26%를 차지하고 있다. 올해 미국법인 매출액이 연결 매출액의 30%까지 올라온다고 가정하면, 삼양아메리카의 ‘25년 매출액은 7,136억원이다. 이는 해외법인 셀아웃 기준 금액이므로 Retail Price가 이보다 1.5배 높다고 가정하면 불닭의 ‘25년 미국 Retail Sales는 1조 703억원이다.

미국에서 불닭은 기호식품으로 소비되는 점을 고려해, 미국 스낵 시장 내 점유율을 추산해봤다. 미국 Savoury Snacks 시장의 ‘24년 Retail Sales는 약 103조원 (73.6bn달러)로, 이를 바탕으로 각 브랜드별 점유율을 구할 시 Lay’s 5.8% > Doritos 5.3% > Ruffles 2.6% > Tostitos 2.2% > Pringles 1.9% > **Buldak 1.0%**다. 미국 유통채널 내 넓게 자리한 Snacks 매대에 비해 불닭이 입점한 Ramen&Soup, International Foods 카테고리 매대 면적은 상대적으로 작는데, 그럼에도 Savoury Snacks 시장 점유율 1%가 가능한 것은 높은 매대 회전율 때문이라고 파악한다.

통상 분류되는 Instant Noodles 시장에서 불닭의 미국 점유율은 ‘19년 2%→ ‘23년 5.3%→ ‘24년 8.1%까지 빠르게 확대됐다. 글로벌 브랜드 위주로 구성된 스낵 시장 내 점유율은 1%, 일본/한국/인도/중국 브랜드 중심으로 구성된 Instant Noodles 시장 내 점유율은 8.1%로, International/Asian Food 카테고리 내 인지도는 훨씬 높다.

Fig. 145: '25년 불닭의 미국 Retail Sales 규모 추정

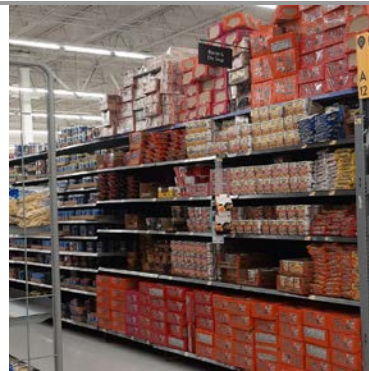
Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 146: '24년 미국에서 가장 많이 팔린 스낵 Retail Sales vs. '25년 불닭의 미국 Retail Sales 추정치

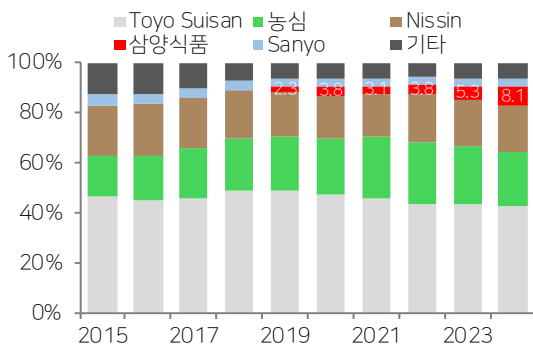
Note: Total U.S. sales through multi outlet, c-store (grocery, drug, mass, convenience, military and select club & dollar retailers), 52 Weeks Ending April 21, 2024. / Source: Circana, 다올투자증권

Fig. 147: 미국 Walmart 내 Chips 매대
→ 메인 카테고리 큰 면적 차지

Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 148: 미국 Walmart 내 Ramen&Soup 매대
→ 상대적으로 작은 면적 (높은 회전율 추정)

Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 149: 미국 Instant Noodles 시장 점유율 추이

Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 150: 미국 주요 라면 브랜드Note: Maruchan, Nissin, Sapporo Ichiban, Indomie, 농심, 삼양식품
Source: Reddit, 다올투자증권

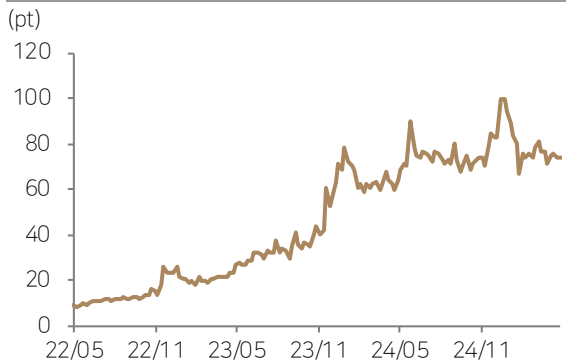
1. 잘 되는 건 더 잘 된다 ② 성장 국면에서는 마케팅에도 레버리지 효과

브랜드가 성장하는 국면에서는 마케팅에서도 레버리지 효과가 나타난다. 브랜드가 한번 인지되기까지는 시간이 오래 걸리지만, 인지된 후에는 동일한 마케팅 Input을 투입해도 실제 구매로 전환될 확률이 훨씬 높아진다.

Google의 <How Brand Awareness Drives Performance>에 따르면, 브랜드를 이미 알고 있는 소비자는 검색광고에 노출되었을 때 구매 전환율이 2배 이상 높았다. 또한 McKinsey의 <The Consumer Decision Journey>에 따르면 브랜드 비인지군 대비 인지군의 Consideration→ Purchase 전환율이 2~3배 더 높았다.

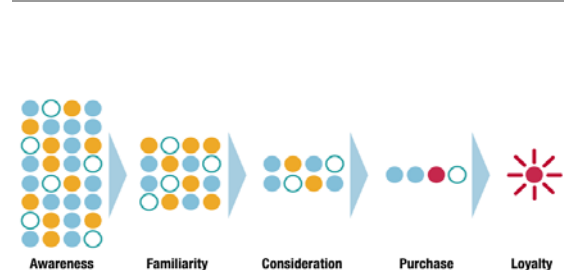
앞서 언급했듯 Retail Sales 1조원은 소비자가 브랜드를 최소한 ‘인지’했다는 지표로 생각해볼 수 있으며, 불답의 현황은 인지(Awareness)에서 Consideration(구매 고려), Purchase(실제 구매)로 넘어가는 초기 국면이라고 판단한다. 변곡점에서 투입하는 마케팅비는 레버리지를 만들기 좋은 기폭제이며, 7월 밀양2공장 가동과 함께 그 다음 국면에서의 성장이 기대된다.

Fig. 151: 'Buldak' Worldwide 구글 트렌드 추이



Source: Google Trend, 다올투자증권

Fig. 152: 소비자의 구매 결정 여정 Funnel



Source: McKinsey, 다올투자증권

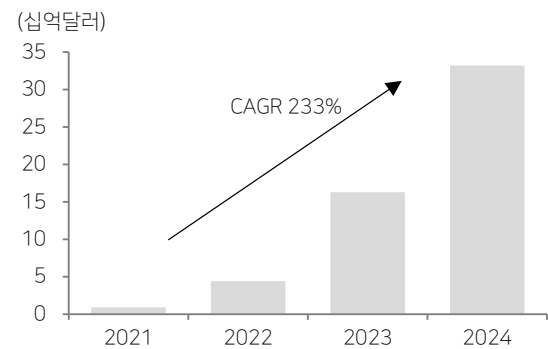
2. Next 불닭 등장에 유리한 환경 조성 ① 수요는 심리다

수요는 본질적으로 군중심리에 기반한다. 친구가 쓰는 걸 보면 관심이 생기고, 유명한 연예인이 소개하면 보증된 제품이라는 인상을 갖게 되며, SNS에서 자주 본 제품에 무의식적 친밀감을 느낀다. 하나하나 제품을 따져가며 구매하기보다 **남이 인정한 제품을 따라 사는 군중심리에 기반한 소비는 SNS를 통한 제3자간 연결의 강화로 더욱 증폭되었다**. 더 나아가, 유행하는 제품을 소비해 사회적 소속감이나 수용감을 얻고 싶다는 본질적인 욕구도 소비에 투영되기 시작했다.

틱톡샵의 글로벌 GMV는 '21~'24년 CAGR 233% 성장해 군중심리 소비 확대 추이를 보여주고 있으며, 글로벌 인플루언서 광고 시장은 '25년 300억 달러 규모까지 성장해 디지털 광고 시장의 6%를 차지할 전망이다.

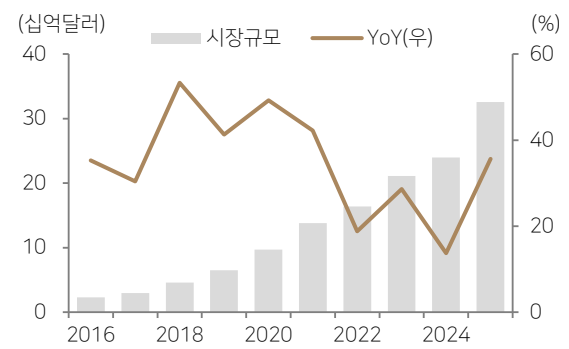
미국은 글로벌 기업들의 지배력이 강력해 국내 음식료 기업들이 쉽사리 넘보기 어려운 시장이었다. 하지만 SNS의 영향력 강화, 군중심리에 기반한 소비의 확산으로 국내 기업들이 기존 시장에 균열을 내기에 유리한 환경이 조성되었다고 판단한다.

Fig. 153: 틱톡샵 글로벌 GMV 추이

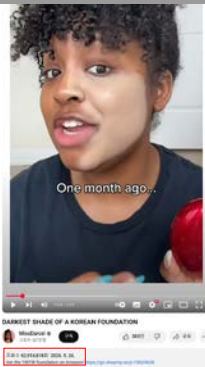


Source: Statista, 다올투자증권

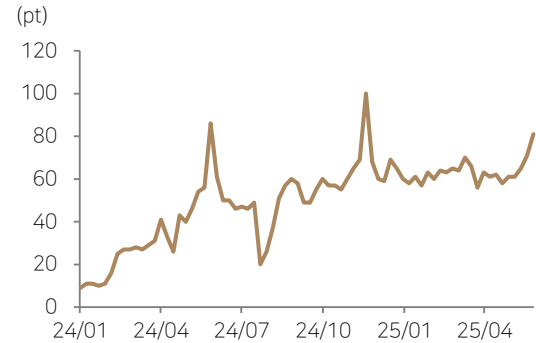
Fig. 154: 글로벌 인플루언서 마케팅 시장 규모 추이



Source: Statista, 다올투자증권

Fig. 155: '24년 5월 티르티르 파운데이션 소개 숏폼

Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 156: 이후 티르티르 ('TIRTIR') 구글 트렌드 급등

Source: Google Trend, 다올투자증권

국내 기업들도 이와 같은 환경을 십분 활용하고 있는데, 농심은 3월 미국 토크쇼에서 블랙핑크 제니가 바나나킥을 소개한 후, 4월 미국에서 노트드와 협업해 바나나킥맛 도넛 제품을 선보였다. 삼양식품은 지주회사인 삼양라운즈스퀘어에서 자체 유튜브 채널을 운영 중이며, 유튜브 영상에 대한 반응을 확인하고 오프라인 행사를 연계해 진행하는 등 적극적인 마케팅으로 글로벌 시장 침투를 확대하고 있다.

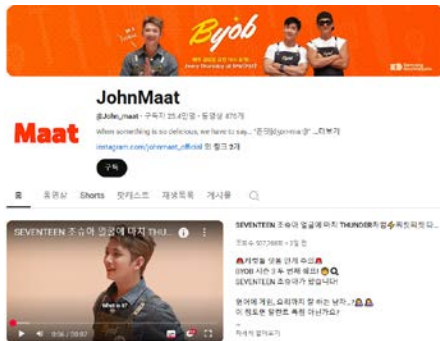
Fig. 157: 제니가 미국 토크쇼에 출연해 바나나킥 소개 (3월)

Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 158: 미국 LA 노트드에서 바나나킥맛 제품 출시 (4월)

Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 159: 삼양라운드스퀘어가 운영하는 유튜브 채널



Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 161: 삼양식품 유튜브 채널에 출연한 엔하이프 멤버



Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 160: 삼양식품 유튜브 조회수 100만 이상 영상들



Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 162: 이후 인도네시아 대학교 가르보볼닭 행사로 연계



Source: Youtube, 다올투자증권

2. Next 불닭 등장에 유리한 환경 조성 ② 필수재 그 이상이 된 음식료

사람들은 이제 음식에서도 필수소비재 이상의 효용을 얻길 원한다. 더 맛있거나, 새롭거나, 경험 충족적이어야 하며, 이는 신세계 강남 식품관, 미국 트레이더조의 성공 사례에서 확인할 수 있다.

작년 2월 리뉴얼한 신세계백화점 강남점 식품관에서는 해외여행이나 가야 볼 수 있는 200여종의 치즈, 해외 프리미엄 캐비어, 트러플 브랜드를 맛보고 구매할 수 있다. 다른 코너에서는 흑백요리사 출연 셰프의 HMR 제품을 단독 판매하며, F&B에는 핫플레이스 요식업장이 번갈아가며 입점한다. 한 공간에서 **해외여행, 미디어 콘텐츠, 트렌디한 외식 소비**라는 다양한 경험적 효용을 충족할 수 있다는 소구 포인트가 적중하며, 신세계 강남점은 국내 백화점 식품관 중 '24년 최고 매출을 기록했다.

미국의 트레이더조는 자체 PB 브랜드, 간편식품, 에스닉푸드, 신선식품으로 유명하다. 베스트셀러는 크게 두 가지 갈래인데, 익숙한 음식을 더 맛있게 만들었거나 (화이트 트러플 팝콘, 뇨끼 고르곤줄라, 케첩맛 감자칩 등), 자주 접하지 못했던 음식인데 맛도 있고 간편한 제품 (생강 샤오롱바오, 할라피뇨 템푸라 김스낵, 구운 마늘 후무스 등)이다. 이들은 판매 상품의 90%를 차지하는 PB브랜드를 통해 주기적으로 신제품을 제안하는데, 익숙치 않은 음식이어도 맛있고 간편하면 빠르게 수용되는 경향을 보이며, SNS를 통해 Must-Buy List로 퍼지며 구매가 일어난다. 트레이더조의 고객 충성도는 최근 에코백 품질, 리셀 사태만 봐도 알 수 있어, 새로운 제품에 대한 탐색 기회를 제공하는 곳에 부여되는 프리미엄이 높아졌음을 시사한다.

식품에서 더 다양한 효용을 얻길 원하게 된 소비자는 자연스럽게 음식을 적극적으로 탐색하게 된다. 이에 따라 새로운 제품이 소비자에게 발견되는 빈도가 잦아지고 있으며, 후발주자인 국내 기업의 글로벌 시장 침투 기회가 확대될 것이라 전망한다.

Fig. 163: 신세계 강남 식품관 - 200여종 치즈 소분 매장



Source: 언론 보도, 다올투자증권

Fig. 164: 신세계 강남 식품관 - 유명 F&B 팝업스토어



Source: 언론 보도, 다올투자증권

Fig. 165: 트레이더조 '24년 베스트셀러 (1) - 전체 부문
→ 옥수수칩, 덤플링, 맥앤치즈, 냉동김밥, 볶음밥

#1 OVERALL
**Chili & Lime Flavored
Rolled Corn Tortilla Chips**



Note: 소비자 선정 기준 / Source: Trader Joe's, 다올투자증권

Fig. 167: 트레이더조 '24년 베스트셀러 (3) - 에피타이저 부문
→ 덤, 완탕(만두류), 파이, 전(Bird's Nest)

#1 APPETIZER
Creamy Spinach & Artichoke Dip



Note: 소비자 선정 기준 / Source: Trader Joe's, 다올투자증권

Fig. 169: 트레이더조 베스트셀러 'Vegetable Birds Nests'



Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 166: 트레이더조 '24년 베스트셀러 (2) - 식사 부문
→ 커리, 덤플링(만두류), 냉동김밥, 맥앤치즈

#1 Lunch & Dinner
Butter Chicken with Basmati Rice



Note: 소비자 선정 기준 / Source: Trader Joe's, 다올투자증권

Fig. 168: 트레이더조 '24년 베스트셀러 (4) - 스낵 부문
→ 옥수수칩, 팝콘, 감자칩, 디핑소스

#1 Snack
**Chili & Lime Flavored
Rolled Corn Tortilla Chips**



Note: 소비자 선정 기준 / Source: Trader Joe's, 다올투자증권

Fig. 170: 트레이더조 에코백 리셀 사태 보도 기사

Why These \$2.99 Trader Joe's Bags Are Reselling for Up to \$499

Cute, colorful, customizable and limited edition totes are selling out before the grocery store chain even had a chance to run a marketing campaign

JULIUS HILLER / MARCH 11, 2024

f X



Source: 언론보도, 다올투자증권

2. Next 불닭 등장에 유리한 환경 조성 ③ 한식이 진짜 트렌드?

과거 뉴욕 내 한국 식당은 K타운의 전통 한식당이나 치킨 전문점이 대부분이었으나, '10년대 후반부터 맨하튼 K타운, 플러싱 한인타운을 거점으로 다이닝 한식이 확산돼 현재 미술랭 스타를 받은 뉴욕 한식당은 10곳에 이른다. 이제는 소고기, 갈비, 곰탕, 백반, 파인다이닝, 한국식 디저트, 한국식 포케, 한국식 이자카야 등 **메뉴나 업장의 종류도 다양해졌고, 현지 소비자를 타겟하는 곳도 많아졌다.**

통상 새로운 식문화는 외식에서 먼저 확산된 후 내식으로 침투되는 양상을 보인다. 멕시코, 중식의 사례가 그러했는데, 20세기 후반 ~ 21세기 초반 멕시코, 중식이 외식에서 내식으로 본격 확산이 이루어진 배경에는 Taco Bell, Panda Express를 통한 패스트푸드화, 체인화가 중요한 계기로 작용했다. QSR(Quick Service Restaurant)의 고성장 시기였고, 패스트푸드 메뉴 특성상 상품화하기 좋은 특성 때문이었다.

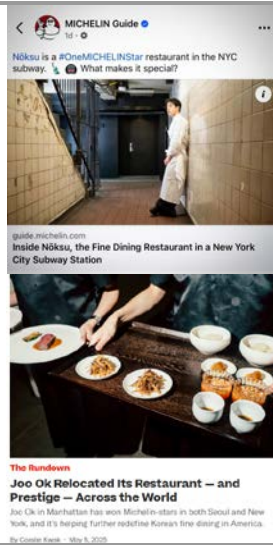
반면, 비교적 최근 내식화된 중동음식 'Hummus'은 다른 경로를 보인다. 2000년대 초반 지중해 식단에 대한 관심 증대로 후무스가 주목받기 시작했으나 바로 외식으로 확산되진 않았고, '08년 PepsiCo가 이스라엘 현지 최대 식품 기업인 Strauss와 JV를 설립하며 내식 상품화가 먼저 진행되었다. '10~'15년 TV광고를 통해 건강식품으로 포지셔닝하며 메인스트림 유통채널 분포가 확대되었고, 이후 외식으로 확산되었다.

한식도 후무스와 유사한 경로를 보인다. 2010년대 이전 치킨 전문점 중심으로 미국 시장 진출이 이루어졌으나 오래 가지 못했고, 비비고/불닭 같은 브랜드와 상품으로 먼저 진입에 성공한 뒤, 현재 K타운 바깥으로 외식업 확장이 이루어지고 있는 중이다.

즉, 현재 뉴욕에서의 한식은 외식을 중심으로 전반적인 경험과 인지가 일어나고, 내식은 기업들의 자본력을 바탕으로 브랜드 강화 및 유통망을 확장하는 국면이다. 이에 따라 외식에서 익숙해진 맛을 내식에서 재현하려는 수요가 증가하며, 국내 기업들의 미국 내식 시장 침투에 유리한 환경이 조성되고 있다고 판단한다.

*참고: NYC 한식당 구글맵 북마크 <https://bit.ly/4klpbcP>

Fig. 171: 미슐랭 스타 받은 한식 파인다이닝 레스토랑



Note: 좌-Noksus, 우-Joo Ok / Source: 다올투자증권

Fig. 173: 한국식 치폴레로 포지셔닝한 식당



Note: 왼쪽 3열-Ongi, 오른쪽 3열-Koreatgo / Source: 다올투자증권

Fig. 175: 전통 한식도 고급화 및 대중화 중



Note: Atoboy / Source: 다올투자증권

Fig. 172: Steakhouse로 포지셔닝한 한식당



Note: Cote / Source: 다올투자증권

Fig. 174: 분식을 패스트푸드화한 식당



Note: Speedy Korea Grill / Source: 다올투자증권

Fig. 176: 돼지국밥도 캐주얼 레스토랑 포지션으로



Note: Okdongsik / Source: 다올투자증권

VII. 투자전략

투자포인트 9가지

음식료 업종에 대해 Overweight 의견을 제시한다. 1) 업종 플레이 전략 다변화, 2) 하반기 우호적 내수 환경, 3) 판가 인상, 곡물가 하락 국면 속 마진 스프레드 확대, 4) 전년대비 한층 더 레벨업된 주요 품목별 수출데이터, 5) 하반기 그 이후로도 포진되어 있는 해외 생산시설 확장 모멘텀, 6) 지역 커버리지 확장 바탕으로 가격전가력 확대 및 이익 레벨 상향, 7) 기업별 중국 내 성장하는 유통채널로의 출고 확대 추이와 중국 소비자들의 수입제품에 대한 수요 확대, 8) '25년 미국 Retail Sales 1조원 규모까지 성장할 불닭의 구매 전환 가속화에 따른 다음 성장 국면 진입, 9) 군중 심리 기반 수요 확대, 외식을 중심으로 한 한식 트렌드 확산에 따라 국내 기업들의 글로벌 내식 시장 침투에 유리한 환경이 조성되고 있기 때문이다.

브랜드 충성도, 지역 Mix 기반 가격전가력 보유 기업 선호

특히 높은 브랜드 충성도를 바탕으로 가격 프리미엄 정당화가 가능하며, 가격인상 시 수요(Q) 이탈이 적고, 다변화된 지역 포트폴리오를 바탕으로 반복적인 국가별/제품별 가격조정이 가능하며, 해외 매출 비중이 높아 가격 전가 효과의 전사 매출액 기여가 큰 기업을 선호한다.

농심은 견조한 국내 수요와 주요 원재료 가격 안정화에 따라 2분기부터 증익, 연간 기준으로도 증익 전망하며, 3분기 중 예정된 미국 가격인상과 더불어 실제 이익 개선 가시화 시 탄력적인 주가 움직임이 예상된다.

롯데웰푸드 관심주 제시 (투자 의견 BUY, 적정주가 15만원)

롯데웰푸드를 관심주로 제시한다. 동사는 코코아 원가 상승 대응을 목적으로 상반기 해외 주요법인의 가격인상을 단행했는데, 진출 지역이 가장 다변화되어 있고, 주요 지역에서 M/S 1위 제품을 보유하고 있기 때문에 가격인상 효과의 매출액 단 안정적 기여를 전망한다. 또한 인도 양 법인의 중장기 고성장예 따라 지역 Mix 기반 가격 전가력도 확대될 전망이다. 원가 부담 완화 시 가파른 턴어라운드 기대된다.

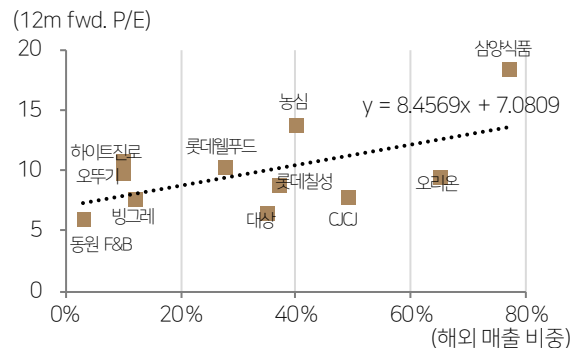
오리온 차선후주 제시
(투자의견 BUY,
적정주가 15만원)

오리온을 차선후주로 제시한다. 동사는 지역별/제품별 다른 가격전략을 취하고 있어, 이미 가격인상을 단행한 국내/러시아 외 추가 인상 계획은 없다. 다만 65%에 달하는 해외 매출 비중, M/S 1위 제품을 보유한 법인 (베트남/러시아)의 CAPA 증설에 따른 물량 중심 성장, 법인별 견고한 이익 체력 (중국/베트남 20% 전후, 러시아 미드틴)을 바탕으로 견조한 실적 성장을 이어갈 것이다. 중국 영업 정상화 효과 본격화에 따른 업사이드는 덤이다.

삼양식품 최선후주 제시
(투자의견 BUY,
적정주가 150만원)

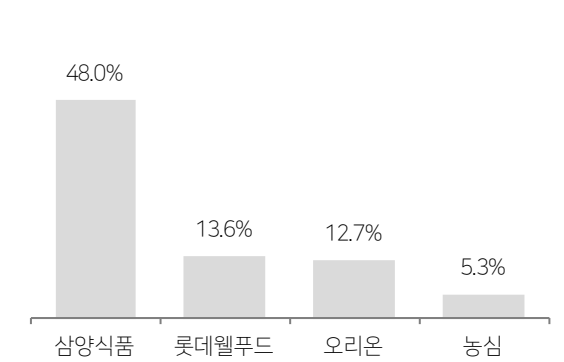
삼양식품을 최선후주로 제시한다. 동사는 올해 국내 가격인상을 단행하지 않았고, 해외 인상 계획도 확인된 바 없으나, 제품 가격 프리미엄 정당화와 해외 매출 비중 ('24년 77.3%) 면에서 압도적이다. 7월 신공장 가동에 따른 초과수요 대응 본격화, 수출 비중 지속 확대에 따른 가격전가력 확대로 Q와 ASP가 모두 증가하며 차별화된 실적 성장을 지속할 전망이다.

Fig. 177: 해외 매출액 비중 vs. P/E Multiple



Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 178: 커버리지 4사 '25년 해외 매출액 YoY 성장률



Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Fig. 179: 커버리지 기업 실적 추정치 및 Valuation

구분		삼양식품	오리온	롯데웰푸드	농심
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가(원)		1,500,000	150,000	150,000	500,000
종가(원)		1,133,000	112,300	121,900	420,500
상승여력(%)		32.4	33.6	23.1	18.9
시가총액(십억원)		8,535	4,440	1,134	2,558
주가수익률(%)	1M	14.7	-8.5	3.7	3.8
	3M	22.2	6.1	6.5	8.0
	6M	87.0	8.2	12.0	24.2
	12M	95.0	21.3	-23.3	-8.0
P/E(배)	2024	21.2	7.7	12.4	14.5
	2025E	19.4	9.9	11.6	13.4
	2026E	15.9	9.0	8.1	12.3
P/B(배)	2024	7.6	1.2	0.6	0.9
	2025E	7.3	1.2	0.6	1.0
	2026E	5.1	1.1	0.6	0.9
ROE(%)	2024	39.3	16.8	3.9	6.2
	2025E	42.4	12.3	4.5	7.0
	2026E	35.5	12.3	6.3	7.3
매출액(십억원)	2024	1,728	3,104	4,044	3,439
	2025E	2,378	3,394	4,217	3,604
	2026E	3,024	3,594	4,391	3,787
영업이익(십억원)	2024	345	544	157	163
	2025E	576	594	152	202
	2026E	711	662	224	226
순이익(십억원)	2024	272	525	85	157
	2025E	439	448	99	191
	2026E	537	495	142	208
매출액성장률(%)	2024	44.9	6.6	-0.5	0.8
	2025E	37.6	9.3	4.3	4.8
	2026E	27.2	5.9	4.1	5.1
영업이익성장률(%)	2024	133.6	10.4	-11.2	-23.1
	2025E	67.2	9.2	-3.8	23.8
	2026E	23.4	11.6	46.3	11.9
영업이익률(%)	2024	19.9	17.5	3.9	4.7
	2025E	24.2	17.5	3.6	5.6
	2026E	23.5	18.4	5.1	6.0
순이익률(%)	2024	15.7	16.9	2.1	4.6
	2025E	18.5	13.2	2.4	5.3
	2026E	17.8	13.8	3.2	5.5

Source: Bloomberg, 다올투자증권 추정 / Note: 6월 5일 종가 기준

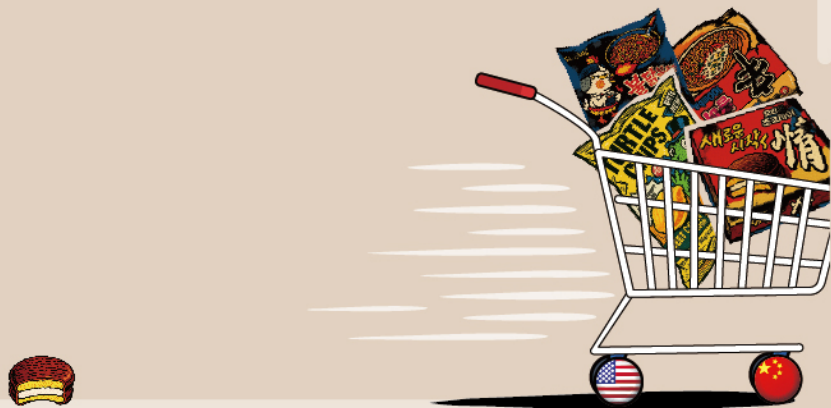
VII. 종목별 투자의견

삼양식품(003230)_ Top Picks

오리온(271560)_ Top Picks

롯데웰푸드(280360)

농심(004370)



삼양식품

(003230)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
적정주가	1,500,000		신규
Earnings			

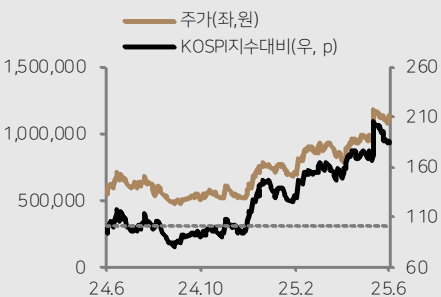
Stock Information

현재가 (6/5)	1,133,000원
예상 주가상승률	32.4%
시가총액	85,349억원
비중(KOSPI내)	0.37%
발행주식수	7,533천주
52주 최저가 / 최고가	470,000 - 1,180,000원
3개월 일평균거래대금	604억원
외국인 지분율	19.2%
주요주주지분율(%)	
삼양푸드스퀘어 (외 7인)	45.0
국민연금공단 (외 1인)	8.4
자사주신탁 (외 1인)	1.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	21.2	19.4	15.9
PBR(배)	7.6	7.3	5.1
EV/EBITDA(배)	14.8	12.8	9.9
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	14.7	84.8	95.0	48.1
KOSPI 대비 상대수익률(%)	4.8	69.7	90.5	30.9

Price Trend



DAOL 다올투자증권

잘 되는 건 더 잘 된다!

Issue

적정주가 1,500,000원으로 커버리지 개시

Pitch

적정주가는 12M Fwd. EPS에 적정 P/E 24배를 적용해 도출. 차별적인 실적 성장으로 Peer와 동일한 멀티플 적용받을 이유 없음. '27년까지도 Q 증가 x 높아진 ASP로 외형 및 이익 성장 지속될 것

Rationale

- Q 상단이 닫혀있었음에도 매 분기 컨센서스를 상회하는 실적을 기록할 수 있었던 이유는 수출 비중 확대, 해외법인 비중 확대, 매출에누리 감소, 우호적 환율 덕분. 환율 제외하더라도 그간의 성장을 이끌었던 요인들은 앞으로도 유효할 것이며, 하반기부터 연간 CAPA 기준 35% 증가한 물량에 높아진 ASP가 더해지며 매출이 불어날 것
- 동사는 수요 대비 쇼티지로 기존 2교대 20시간이었던 먼 라인 가동시간을 1Q25 중 22시간으로 늘림. 밀양2공장 가동으로 하반기부터는 초과수요 대응이 원활해질 것. 신공장의 '25년 연간 매출액 기여분은 1,127억원 추정, '25년 연간 연결 매출액은 YoY +37.6% 증가한 2조 3,785억원, 영업이익은 YoY +67.2% 증가한 5,761억원 전망
- 결국 수요가 제일 중요한데, 미국 시장 Retail Sales 절대규모 ('25년 불닭 1조원 전망 vs. '24년 Pringles 2조원)와, '24년 미국 Instant Noodles 시장 점유율 (8.1%) 고려 시 브랜드 인지는 충분히 일어났다고 판단. 브랜드가 한 번 인지된 이후에는 구매 전환율이 훨씬 높아지며, 같은 마케팅 Input을 투입해도 효과가 더 좋음. 동사의 적극적인 마케팅을 바탕으로 한 불닭의 스테디셀러화 전망

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	1,193	1,728	2,378	3,024	3,433	3,776	4,079
영업이익	148	345	576	711	790	850	897
EBITDA	180	391	661	833	945	1,040	1,124
지배주주순이익	126	272	439	537	580	598	604
순차입금	103	36	(99)	(268)	(461)	(657)	(853)
매출증가율	31.2	44.9	37.6	27.2	13.5	10.0	8.0
영업이익률	12.4	19.9	24.2	23.5	23.0	22.5	22.0
순이익률	10.6	15.7	18.5	17.8	16.9	15.8	14.8
EPS증가율	58.2	115.4	61.5	22.2	8.0	3.1	1.0
ROE	24.9	39.3	42.4	35.5	28.3	22.9	18.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

삼양식품은,

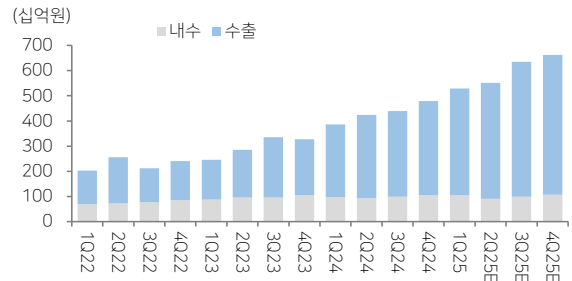
1961년 설립 후 국내 최초로 라면을 출시했다. '12년 출시한 불닭볶음면을 주축으로 한 면류 사업이 매출의 90%를 차지한다.

'21년 삼양라운즈퀘어의 지주회사 전환 과정에서 현 삼양식품이 분리되었다. 생산시설은 국내 원주/익산/밀양에 보유하고 있으며, '27년 가동 목표로 중국 공장 건립 중에 있다. 해외 판매법인 설립을 통해 글로벌 직판 체제를 확대 중이다.

코스피 상장사이며, 시가총액은 8조원 규모이다. 최대주주는 삼양라운즈퀘어 (지분율 34.92%), 특관자 포함 지분율은 44.98%이다.

Financials

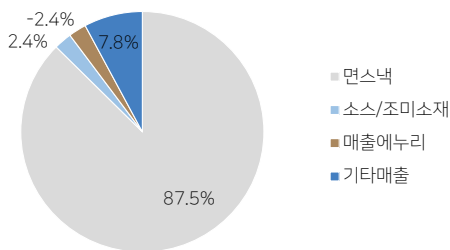
- 수출 비중 확대 및 해외법인 매출 비중 확대로 '24년 연결 매출액 YoY +44.9% 증가
- 제한적인 비용 증가와 따른 이익 레버리지 효과로 '24년 영업이익은 YoY +133.6% 증가
- '25년은 생산 최적화, 수출 비중 지속 확대, 밀양2공장 준공으로 전년대비 매출액은 +37.6% 성장, 영업이익률은 24.2%까지 높아질 것



Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

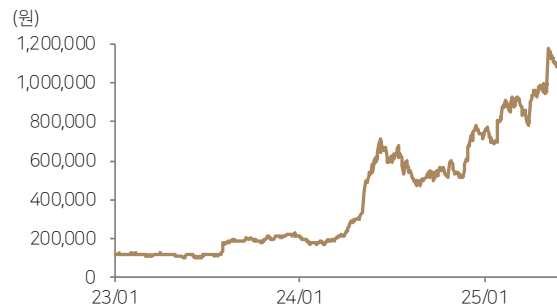
- '24년 기준 불닭볶음면을 중심으로 한 면스낵 사업이 연결 매출액의 92%를 차지
- 지역별 매출액은 '15년 내수 89%, 수출 11%에서 1Q25 기준 내수 20%, 수출 80%로 반전



Source: 삼양식품, 다올투자증권

주가

- '24년 초 라면 수출액 호조 속 1Q24 어닝 서프라이즈로 상한가
- 이후 업종 주도주로 신고가 경신을 이어갔으나, '24년 6월 오너 일가 주식 매도 공시와 함께 상승폭 제한
- '25년 1월 중국 생산법인 설립 공시 후 재반등, 4Q24 어닝 서프라이즈와 함께 큰 폭의 주가 상승
- 4월 관세 관련 노이즈로 하락세를 나타냈으나, 1Q25 어닝 서프라이즈와 함께 100만원선 안착



Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 적정주가 1,500,000원으로 커버리지 개시

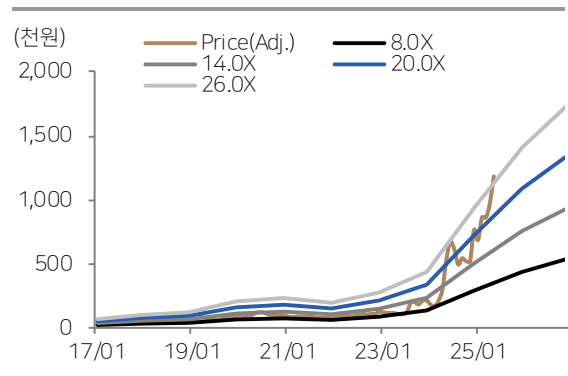
삼양식품의 적정주가로 1,500,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12M Fwd. EPS에 적정 P/E 24배를 적용해 도출했다. 적정배수는 일본, 중국 라면 Peer 4사 (Toyo Suisan, Nissin, TingYi, Uni-President)의 12M Fwd. P/E 대비 약 50% 할증을 적용했다. 차별적인 실적 성장, 20%대 영업이익률 안착, 7월 신공장 가동 바탕 초과 수요 대응 본격화로 Peer 대비 할증은 정당화 가능하다. '27년까지도 전년대비 외형과 이익 모두 두 자릿수 성장을 전망한다.

Fig. 180: 삼양식품 Valuation

구분		비고
EPS(원)	62,848	12개월 Fwd. 기준
적정P/E(배)	24	일본/중국 라면 Peer 4사의 12M Fwd. P/E 평균에 50% 할증
적정주가(원)	1,500,000	
종가(원)	1,133,000	
상승여력	32.4%	

Source: 다올투자증권 추정

Fig. 181: 삼양식품 P/E Band



Source: 다올투자증권

Fig. 182: 삼양식품 Peer Valuation

기업	국가	시가총액 (십억원)	매출액 (십억원)		매출액성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E (배)		
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	12M Fwd.
삼양식품	KS	8,535	2,294	2,798	32.7	22.0	23.1	23.5	20.9	16.8	18.9
농심	KS	2,558	3,635	3,814	5.7	4.9	5.6	5.9	13.6	12.5	13.1
Tingyi	HK	12,672	15,853	16,348	3.6	3.1	8.1	8.5	16.1	14.8	15.2
Toyo Suisan	JP	9,583	4,997	5,189	7.6	3.9	14.3	14.4	14.5	13.7	14.2
Nissin	JP	8,360	7,714	7,995	8.5	3.6	9.8	9.9	15.4	14.4	14.9
Uni-President	HK	7,891	6,229	6,583	8.2	5.7	8.1	8.4	19.2	17.5	18.2

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 컨센서스 기준, 6월 5일 종가 기준

I-2. 실적 전망

‘25년 삼양식품의 연결 매출액으로 2조 3,785억원 (YoY +37.6%), 영업이익으로 5,761억원 (YoY +67.2%, OPM 24.2%)을 전망한다.

실적 추정은 7월 가동이 예정된 밀양2공장 기여분과 기존 공장 매출액으로 구분해 진행했다. 우선 기존 공장 매출액은 삼양식품 추정 관세청 달러 수출액 기준 매 분기 QoQ 로우싱글 증가, 환 효과는 분기를 거듭할수록 축소된다고 가정했다. 다음으로 해당 데이터에 연결 수출 매출액 중 해외법인이 차지하는 비중을 고려해 기존 공장의 연결 수출 매출액을 추정했다. 신공장 매출액은 밀양1공장 가동 첫해 생산실적, 전사 생산실적 대비 매출액 비율을 신공장 CAPA에 대입해 추정했다.

Fig. 183: 삼양식품의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	386	424	439	479	529	552	635	662	1,728	2,379	3,024
내수	97	92	98	105	105	90	99	107	392	402	406
수출	289	332	341	374	424	461	536	555	1,336	1,977	2,619
YoY%	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	30.0%	44.8%	38.3%	44.9%	37.6%	27.2%
내수	10.4%	-3.3%	2.8%	-0.1%	8.5%	-2.0%	1.0%	2.0%	2.2%	2.4%	1.0%
수출	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	38.8%	57.3%	48.5%	65.1%	48.0%	32.5%
비중%											
내수	25.1%	21.7%	22.3%	21.9%	19.9%	16.4%	15.6%	16.2%	22.7%	16.9%	13.0%
수출	74.9%	78.3%	77.7%	78.1%	80.1%	83.6%	84.4%	83.8%	77.3%	83.1%	87.0%
영업이익	80	89	87	88	134	135	160	146	345	576	711
YoY%	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	51.4%	83.7%	66.8%	133.6%	67.2%	23.4%
영업이익률	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	24.6%	25.2%	22.1%	19.9%	24.2%	23.5%
순이익	99	103	117	117	130	133	125	146	271	437	534
YoY%	18.7%	18.8%	18.5%	17.7%	17.7%	17.8%	16.5%	18.5%	15.7%	18.4%	17.7%
순이익률	49.0%	46.7%	99.5%	54.4%	31.5%	28.5%	6.4%	24.2%	115.4%	60.9%	22.1%

Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

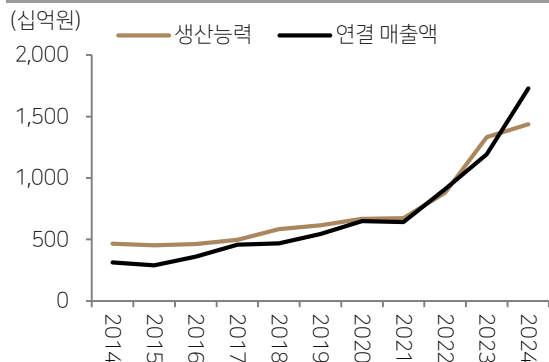
II. 투자포인트

II-1. 그간의 성장을 이끈 요인들: 앞으로도 유효

밀양1공장 Full CAPA 가동 후에도 매 분기 컨센서스를 상회하는 실적을 기록할 수 있었던 이유는 아래 4가지였다. 해당 요인들은 계속 유효할 것으로, 2공장 준공으로 연간 기준 35% 증가한 CAPA에 높아진 ASP가 더해지며 매출이 불어날 것이다.

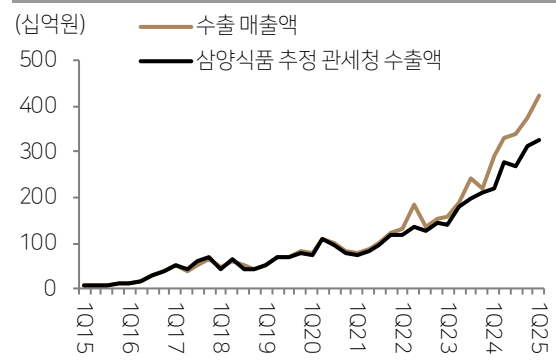
- ① (수출 비중 ↑) 수출물량 증가로 인한 Mixed ASP 상승으로 → CAPA 규모를 상회하는 연결 매출액 기록
- ② (해외법인 비중 ↑) 수출 중에서도 해외법인으로 가는 물량이 많아지며 다시 한번 Mixed ASP 상승 → 관세청 수출액을 상회하는 해외 매출액 기록
- ③ (매출에누리 ↓) 제품 인지도 상승에 따라 매출에누리 (유통업체에 지급하는 판매수수료, 판매촉진비, 반품비 등으로 구성) 감소 → 순매출 증가
- ④ (환율 ↑) 우호적 환율도 (+) 영향

Fig. 184: CAPA 대비 매출액 (연결) 추이



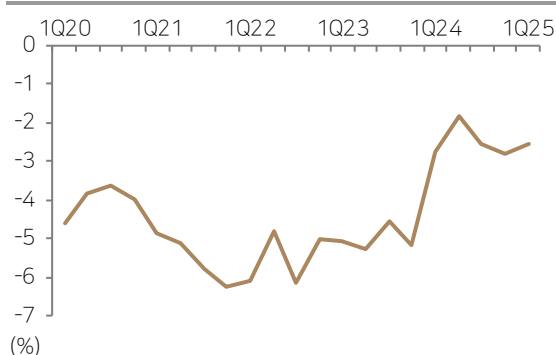
Source: 삼양식품, 다올투자증권

Fig. 185: 관세청 수출액 대비 수출 매출액 (연결) 추이



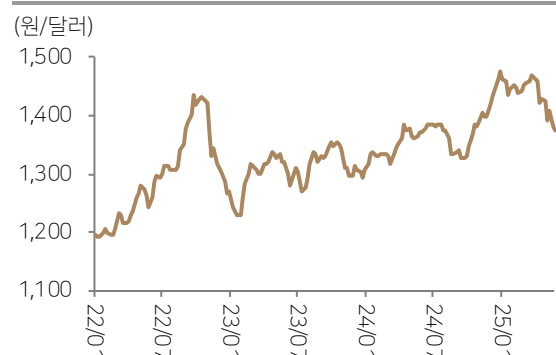
Source: 삼양식품, 관세청, 다올투자증권

Fig. 186: 매출액 대비 매출에누리 비중 (연결)



Source: 삼양식품, 다올투자증권

Fig. 187: 우호적 환율



Source: Bloomberg, 다올투자증권

II-2. 7월부터 밀양2공장 가동 시작!

'25년 신공장 매출액
기여 1,127억원 추정

동사는 수요 대비 물량 쇼티지로 기존 2교대 20시간이던 면 라인 가동시간을 1분기 중 원주/익산/밀양 모두 22시간으로 늘렸다. 신규로 들어갈 국가, 채널은 많고 최소 물량으로 들어간 기존출 채널들의 물량도 확대해야 하기 때문이다. 다행히도 밀양 2공장이 적시에 붙어주었고, 연간 신공장 매출액 기여분은 1,127억원으로 예상한다. 이는 밀양1공장 가동 첫 해 CAPA(수량) 대비 생산실적(금액), 전사 생산실적 대비 매출액 비율을 2공장에 대입해 도출한 수치다.

하반기부터 초과수요
대응 본격화

이에 따라 미국은 입점률 확대 (코스트코 현재 50%), 점포당 공급수량 확대 (타겟, 크로거 등), 신규 채널 입점 (샘스클럽 2Q 예정), 쇼티지로 물량 감소가 불가피했던 멕시코/캐나다의 물량 대응이 가능해질 것이다. 유럽은 3Q24 설립된 판매법인을 통해 메인스트림 진출 및 국가 확장을 본격화하며 1분기 유럽 지역 전체 매출액은 640억원까지 확대됐다. 향후 신규국가/채널 확장을 통한 성장이 기대된다.

Fig. 188: 밀양1공장 주요 지표

	2022	2023	2024
밀양1공장 CAPA			
라인 개수			4
라인당 월 CAPA(억개)			0.13
밀양1공장 생산실적			
월 생산실적 (억원)	116	299	426
라인당 월 생산실적 (억원)	29	75	106
월 생산실적(금액) / 월 CAPA(수량)	228	588	837
매출액 / 생산실적 (전사)	146%	133%	155%
밀양1공장 가동률			
가동률 (%)	53%	61%	83%

Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

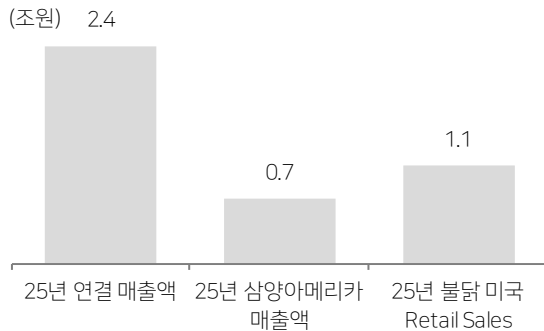
Fig. 189: 밀양 2공장 매출액 및 연간 매출액 전망

	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
밀양2공장 CAPA				
라인 개수				6
라인당 월 CAPA(억개)				0.10
밀양2공장 주요 가정				
월 생산실적(금액) / 월 CAPA(수량)	228	228		588
라인당 월 생산실적 (억원)	22	22		56
월 생산실적 (억원)	393	393		4,058
매출액 / 생산실적	140%	140%		140%
밀양2공장 매출액 추정 (억원)				
밀양2공장 매출액	550	577	1,127	5,681
총 매출액 추정 (억원)				
기존 공장 매출액	5,804	6,047	22,657	24,562
총 매출액 (밀양2공장 + 기존 공장)	6,354	6,624	23,785	30,243
vs. 컨센서스 (억원)	5,972	6,549	23,069	28,135

Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

II-3. 잘 되는 건 더 잘 된다 ① 미국 Retail Sales 1조원의 의미

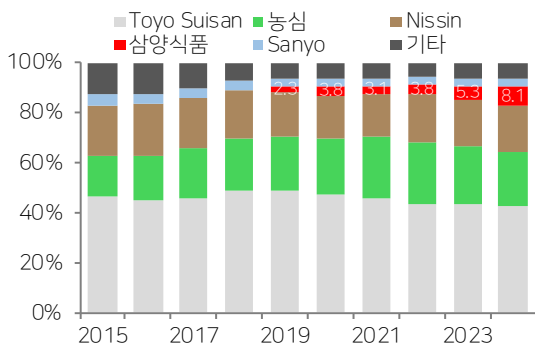
주요 스낵 브랜드의 연간 미국 Retail Sales는 2조~6조원	‘24년 미국 내 가장 많이 팔린 Chips 브랜드의 미국 시장 판매액을 살펴보면, Lay’s (PepsiCo) 6조원 (\$4.3bn), Doritos (PepsiCo) 5.5조원 (\$3.9bn), Ruffles (PepsiCo) 2.7조원 (\$1.9bn), Tostitos (PepsiCo) 2.2조원 (\$1.6bn), Pringles (Kellanova) 2조원 (\$1.4bn)으로, 2조원 이상의 매출을 올리고 있다.
‘25년 추정치 기반 불닭의 미국 Retail Sale는 1조원	삼양식품은 매출액의 90% 이상이 불닭 브랜드로 구성돼 있고, 당사 추정 ‘25년 연간 연결 매출액은 YoY +37.6% 증가한 2조 3,785억원이다. ‘24년 삼양식품의 미국법인 매출액은 YoY +138% 성장한 3,829억원으로 연결 매출액의 22%를 차지, 1Q25 기준으로 26%를 차지하고 있다. 올해 미국법인 매출액이 연결 매출액의 30%까지 올라온다고 가정하면, 삼양아메리카의 ‘25년 매출액은 7,136억원이다. 이는 해외법인 셀아웃 기준 금액이므로 Retail Price가 이보다 1.5배 높다고 가정하면 불닭의 ‘25년 미국 Retail Sales는 1조 703억원이다.
미국 스낵 시장 내 불닭 점유율 1% 추정	미국에서 불닭은 기호식품으로 소비되는 점을 고려해, 미국 스낵 시장 내 점유율을 추산해봤다. 미국 Savoury Snacks 시장의 ‘24년 Retail Sales는 약 103조원 (73.6bn달러)로, 이를 바탕으로 각 브랜드별 점유율을 구할 시 Lay’s 5.8% > Doritos 5.3% > Ruffles 2.6% > Tostitos 2.2% > Pringles 1.9% > Buldak 1.0%다. 미국 유통채널 내 넓게 자리한 Snacks 매대에 비해 불닭이 입점한 Ramen&Soup, International Foods 카테고리 매대 면적은 상대적으로 작은데, 그럼에도 Savoury Snacks 시장 점유율 1%가 가능한 것은 높은 매대 회전율 때문이라고 파악한다.
미국 Instant Noodles 시장 내 불닭 점유율 8.1%	통상 분류되는 Instant Noodles 시장에서 불닭의 미국 점유율은 ‘19년 2%→ ‘23년 5.3%→ ‘24년 8.1%까지 빠르게 확대됐다. 글로벌 브랜드 위주로 구성된 스낵 시장 내 점유율은 1%, 일본/한국/인도/중국 브랜드 중심으로 구성된 Instant Noodles 시장 내 점유율은 8.1%로, International/Asian Food 카테고리 내 인지도는 훨씬 높다.

Fig. 190: '25년 불닭의 미국 Retail Sales 규모 추정

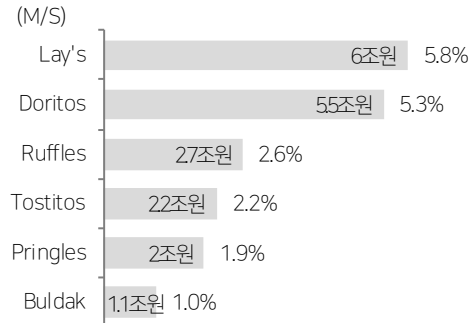
Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 192: 미국 Walmart 내 Chips 매대
→ 메인 카테고리 큰 면적 차지

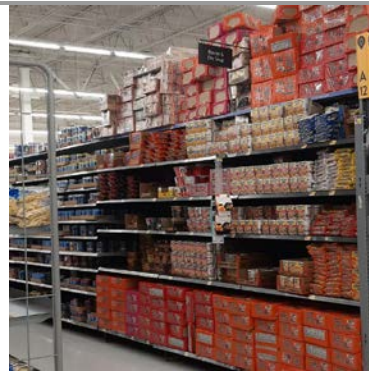
Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 194: 미국 Instant Noodles 시장 점유율 추이

Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 191: '24년 미국에서 가장 많이 팔린 스낵 Retail Sales vs. '25년 불닭의 미국 Retail Sales 추정치

Note: Total U.S. sales through multi outlet, c-store (grocery, drug, mass, convenience, military and select club & dollar retailers), 52 Weeks Ending April 21, 2024. / Source: Circana, 다올투자증권

Fig. 193: 미국 Walmart 내 Ramen&Soup 매대
→ 상대적으로 작은 면적 (높은 회전율 추정)

Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 195: 미국 주요 라면 브랜드Note: Maruchan, Nissin, Sapporo Ichiban, Indomie, Nongshim, Samyang (삼양식품)
Source: Reddit, 다올투자증권

II-3. 잘 되는 건 더 잘 된다 ② 성장 국면에선 마케팅에도 레버리지 효과

제품 인지군의 구매
전환 효과가 훨씬 ↑

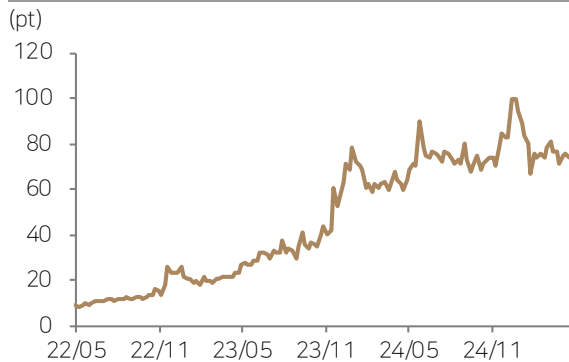
브랜드가 성장하는 국면에서는 마케팅에서도 레버리지 효과가 나타난다. 브랜드가 한번 인지되기까지는 시간이 오래 걸리지만, 인지된 후에는 동일한 마케팅 Input을 투입해도 실제 구매로 전환될 확률이 훨씬 높아진다.

Google의 <How Brand Awareness Drives Performance>에 따르면, 브랜드를 이미 알고 있는 소비자는 검색광고에 노출되었을 때 구매 전환율이 2배 이상 높았다. 또한 McKinsey의 <The Consumer Decision Journey>에 따르면 브랜드 비인지군 대비 인지군의 Consideration→ Purchase 전환율이 2~3배 더 높았다.

불닭은 이미 인지
(Awareness) 완료

앞서 언급했듯 Retail Sales 1조원은 소비자가 브랜드를 최소한 ‘인지’했다는 지표로 생각해볼 수 있으며, 불닭의 현황은 인지(Awareness)에서 Consideration(구매 고려), Purchase(실제 구매)로 넘어가는 초기 국면이라고 판단한다. 변곡점에서 투입하는 마케팅비는 레버리지를 만들기 좋은 기폭제이며, 7월 밀양2공장 가동과 함께 그 다음 국면에서의 성장이 기대된다.

Fig. 196: 'Buldak' Worldwide 구글 트렌드 추이



Source: Google Trend, 다올투자증권

Fig. 197: 소비자의 구매 결정 여정 Funnel



Source: McKinsey, 다올투자증권

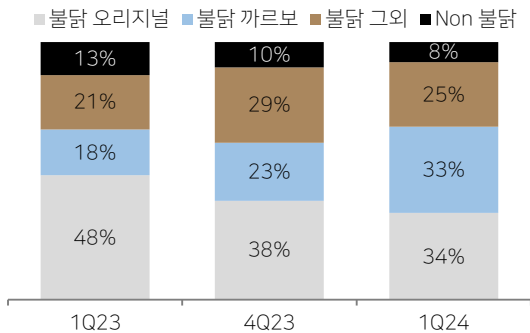
II-3. 잘 되는 건 더 잘 된다 ③ 스테디셀러화 -ing

‘26년 밀양공장 가동률 상승, ‘27년 중국공장 완공에 따라 삼양식품의 매출액 상단은 ‘27년 이후로도 열려 있다. 결국 중요한 것은 수요일 텐데, 이에 대한 대답으로 앞서 제시한 Retail Sales 1조원 돌파, 브랜드 성장 국면에서 나타나는 마케팅 레버리지 효과뿐만 아니라, **재구매율을 높이는 마케팅을 통한 스테디셀러화를 제시한다.**

1) Flavor 다변화로 재구매율 상승

Flavor Extension은 신규 수요를 창출할 뿐만 아니라, ‘브랜드 내에서의 재구매’를 유도해 오리지널 제품의 수명을 연장한다. 동사의 매출액에서 까르보불닭이 차지하는 비중은 1Q23 18%에 불과했지만 1Q24 33%까지 확대되었고, 이와 함께 오리지널 불닭에 대한 인지도도 더욱 높아졌다. 불닭볶음탕면, 치즈, 하바네로라임, 야끼소바 등 해외 전용 SKU를 지속 확대 중인 것도 물론 긍정적이다.

Fig. 198: 제품별 매출액 비중



Source: 삼양식품, 다올투자증권

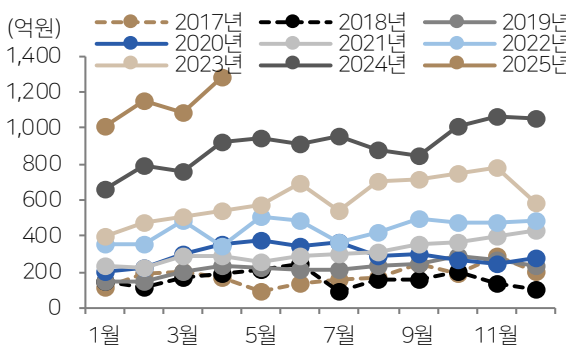
Fig. 199: 불닭 Flavor Extension



Source: 삼양식품, 다올투자증권

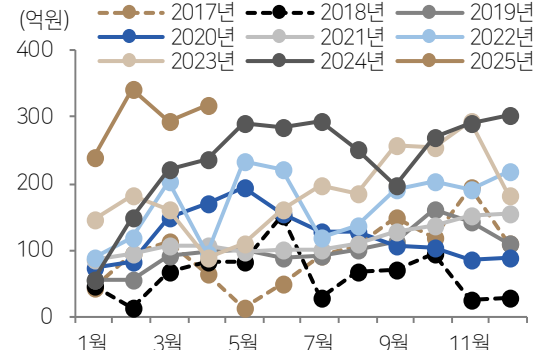
IV. Appendix

Fig. 202: 삼양식품 추정 전체 수출액 추이



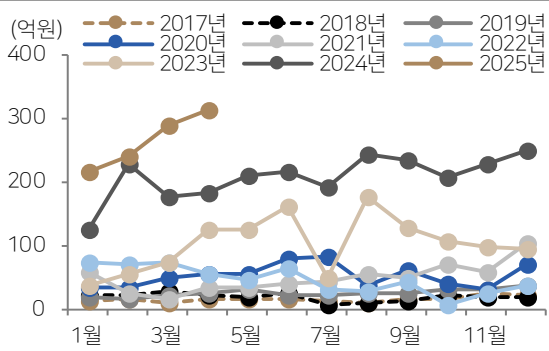
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 203: 삼양식품 추정 중국 수출액 추이



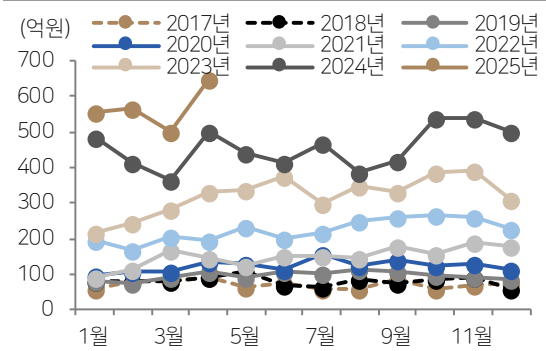
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 204: 삼양식품 추정 미국 수출액 추이



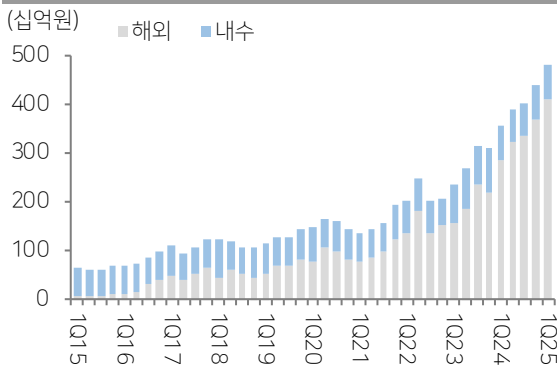
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 205: 삼양식품 추정 중국/미국 외 국가 수출액 추이



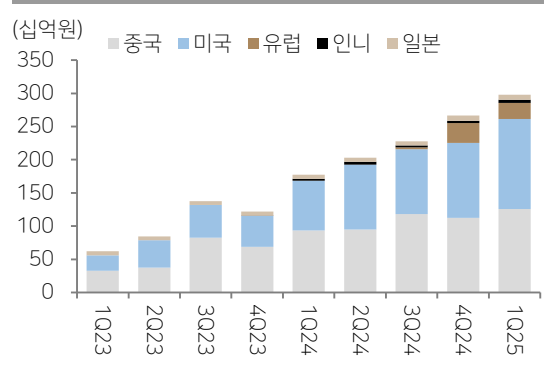
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 206: 삼양식품 면스낵 매출액 추이



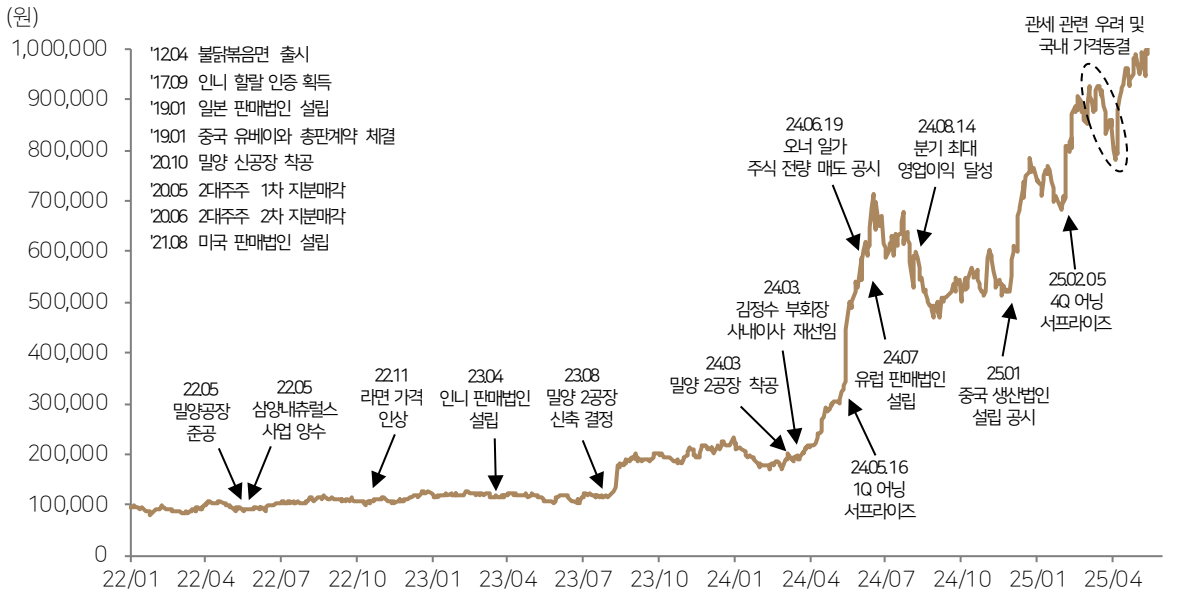
Source: 삼양식품, 다올투자증권

Fig. 207: 해외법인별 매출액 추이



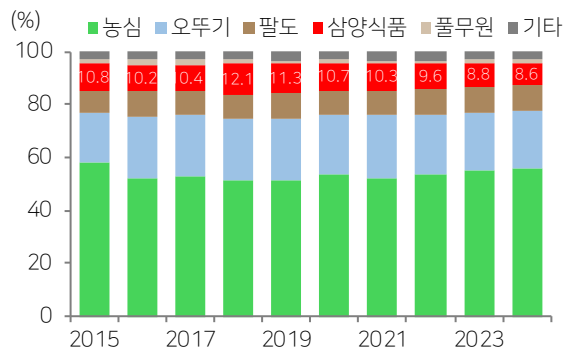
Source: 삼양식품, 다올투자증권

Fig. 208: 삼양식품 주요 History



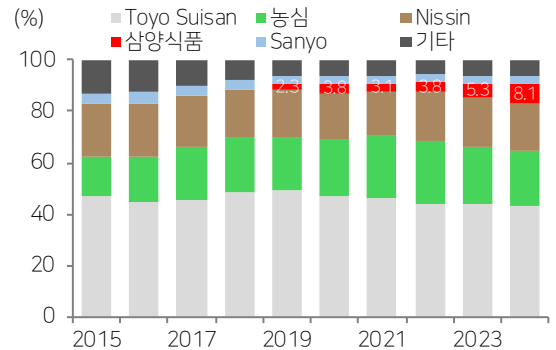
Source: 삼양식품, 다올투자증권

Fig. 209: 국내 라면 시장 점유율 추이



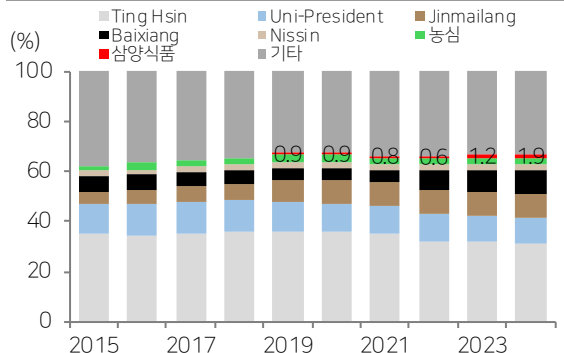
Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 210: 미국 Instant Noodles 시장 점유율 추이



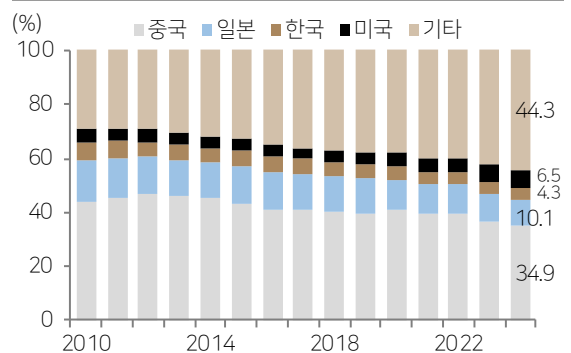
Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 211: 중국 Instant Noodles 시장 점유율 추이



Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 212: 글로벌 Instant Noodles 시장 국가별 비중



Source: Euromonitor, 다올투자증권

삼양식품

연도별 성과

2022	AA
2023	AA
2024	AA

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
AA	5천억이상	2024 하반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	93.5	95/1287	2/48

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	삼양식품	신라교역
5천억미만	사조동아원	동원수산

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
76.7	45.5	25%	▲
78.0	46.9	중	▲
75.8	44.2	상	▲
평가제외	평가제외	평가제외	-
평가제외	평가제외	평가제외	-
87.0	54.8	35%	▲
77.9	53.2	중	▲
90.5	51.7	중	▲
93.5	66.7	중	▲
94.7	51.7	하	▲
64.0	55.8	40%	▲
64.6	50.9	중	▲
67.0	64.0	하	▲
61.5	56.0	중	▲
95.3	71.5	하	▲
32.5	60.3	하	▼
85.2	51.9	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2021	13.4%	22.0%	-5.2%
2022	13.1%	25.9%	35.6%
2023	12.4%	24.4%	72.6%

삼양식품 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	497.3	682.1	924.7	1,191.8	1,448.4
현금성자산	241.5	350.4	472.4	661.4	875.0
매출채권	81.4	138.4	181.5	216.2	235.1
재고자산	142.2	148.0	225.0	268.0	291.6
비유동자산	673.0	912.6	1,180.3	1,511.4	1,867.3
투자자산	73.2	105.5	102.9	107.0	111.4
유형자산	543.0	748.0	998.2	1,305.6	1,637.7
무형자산	55.5	57.9	79.2	98.7	118.2
자산총계	1,170.3	1,594.8	2,105.0	2,703.2	3,315.6
유동부채	402.0	492.4	566.5	641.4	687.5
매입채무	175.3	246.1	333.9	397.7	432.7
유동성이자부채	175.5	132.0	117.1	127.1	137.1
비유동부채	191.5	274.3	278.6	289.5	300.5
비유동이자부채	168.6	254.2	256.6	266.6	276.6
부채총계	593.5	766.7	845.1	930.9	988.0
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
이익잉여금	522.2	769.9	1,196.0	1,708.4	2,263.8
자본조성	(6.5)	(2.2)	2.8	2.8	2.8
자기주식	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
자본총계	576.8	828.0	1,259.9	1,772.2	2,327.7
투하자본	668.3	850.2	1,146.0	1,488.7	1,849.9
순차입금	102.6	35.8	(98.7)	(267.7)	(461.3)
ROA	12.1	19.6	23.6	22.2	19.2
ROE	24.9	39.3	42.4	35.5	28.3
ROIC	18.6	35.0	43.4	40.5	35.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	168.1	357.9	463.2	646.7	729.5
당기순이익	126.6	271.3	437.4	534.3	577.2
자산상각비	32.2	46.0	85.4	122.0	155.5
운전자본증감	(7.8)	(7.4)	(71.3)	(13.2)	(6.9)
매출채권감소(증가)	0.2	(15.6)	(41.7)	(34.7)	(19.0)
재고자산감소(증가)	(38.9)	4.6	(77.8)	(43.0)	(23.5)
매입채무증가(감소)	20.7	(6.9)	33.8	63.8	34.9
투자현금	(23.7)	(214.3)	(326.4)	(453.5)	(511.7)
단기투자자산감소	13.8	7.7	4.9	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	(0.0)	0.0	(0.4)	(0.6)	(0.6)
설비투자	(45.0)	(228.5)	(314.2)	(429.5)	(487.5)
유무형자산감소	(3.3)	(4.9)	(19.5)	(19.5)	(19.5)
재무현금	(20.1)	(34.9)	(11.6)	(4.6)	(4.6)
차입금증가	3.9	(3.2)	(9.7)	20.0	20.0
자본증가	(11.9)	(19.4)	(24.6)	(24.6)	(24.6)
배당금지급	11.9	19.4	24.6	24.6	24.6
현금 증감	121.8	116.1	127.6	188.6	213.2
총현금흐름(Gross CF)	203.9	410.5	565.8	659.8	736.4
(-) 운전자본증가(감소)	(40.6)	(58.0)	31.6	13.2	6.9
(-) 설비투자	45.0	228.5	314.2	429.5	487.5
(+) 자산매각	(3.3)	(4.9)	(19.5)	(19.5)	(19.5)
Free Cash Flow	172.4	188.8	168.0	193.2	217.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.4	0.6	0.6
잉여현금	172.4	188.8	167.6	192.6	217.2

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,192.9	1,728.0	2,378.5	3,024.3	3,433.2
증가율 (Y-Y%)	31.2	44.9	37.6	27.2	13.5
영업이익	147.5	344.6	576.1	710.7	789.6
증가율 (Y-Y%)	63.2	133.6	67.2	23.4	11.1
EBITDA	179.7	390.6	661.5	832.7	945.1
영업외손익	8.8	7.1	5.0	1.6	(12.0)
순이자수익	(6.8)	(4.5)	(8.8)	(18.0)	(32.0)
외화관련손익	1.8	27.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	10.6	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	156.3	351.6	581.2	712.3	777.6
당기순이익	126.6	271.3	437.4	534.3	577.2
지배기업당기순이익	126.3	272.0	439.3	537.0	580.1
증가율 (Y-Y%)	57.7	114.3	61.3	22.1	8.0
NOPLAT	119.5	265.8	433.6	533.1	586.1
(+) Dep	32.2	46.0	85.4	122.0	155.5
(-) 운전자본투자	(40.6)	(58.0)	31.6	13.2	6.9
(-) Capex	45.0	228.5	314.2	429.5	487.5
OpFCF	147.2	141.4	173.2	212.5	247.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.5	39.1	37.8	36.4	25.7
영업이익증가율(3Yr)	15.7	74.0	85.4	68.9	31.8
EBITDA증가율(3Yr)	18.3	69.2	78.2	66.7	34.3
순이익증가율(3Yr)	23.0	68.5	76.0	61.6	28.6
영업이익률(%)	12.4	19.9	24.2	23.5	23.0
EBITDA마진(%)	15.1	22.6	27.8	27.5	27.5
순이익률(%)	10.6	15.7	18.4	17.7	16.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	16,761	36,106	58,313	71,280	77,001
BPS	67,617	100,754	155,143	220,568	291,715
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
Multiples(x, %)					
PER	12.9	21.2	19.4	15.9	14.7
PBR	3.2	7.6	7.3	5.1	3.9
EV/ EBITDA	9.6	14.8	12.8	9.9	8.5
배당수익률	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	8.0	14.0	15.1	12.9	11.6
PSR	1.4	3.3	3.6	2.8	2.5
재무건전성 (%)					
부채비율	102.9	92.6	67.1	52.5	42.4
Net debt/Equity	17.8	4.3	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	57.1	9.2	n/a	n/a	n/a
유동비율	123.7	138.5	163.2	185.8	210.7
이자보상배율	21.7	76.0	65.5	39.5	24.7
이자비용/매출액	1.0	0.8	0.9	1.2	1.5
자산구조					
투하자본(%)	68.0	65.1	66.6	66.0	65.2
현금+투자자산(%)	32.0	34.9	33.4	34.0	34.8
자본구조					
차입금(%)	37.4	31.8	22.9	18.2	15.1
자기자본(%)	62.6	68.2	77.1	81.8	84.9

오리온

(271560)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
적정주가	150,000		신규
Earnings			

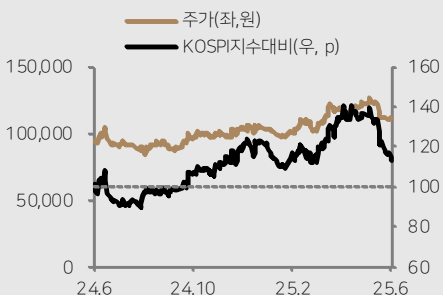
Stock Information

현재가 (6/5)	112,300원
예상 주가상승률	33.6%
시가총액	44,399억원
비중(KOSPI내)	0.19%
발행주식수	39,536천주
52주 최저가 / 최고가	83,900 - 126,900원
3개월 일평균거래대금	172억원
외국인 지분율	29.7%
주요주주지분율(%)	
오리온홀딩스 (외 8인)	43.8
국민연금공단 (외 1인)	10.6
Westwood Global Investments LLC (외 1인)	5.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	7.7	9.9	9.0
PBR(배)	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.2	3.9	3.1
배당수익률(%)	2.4	2.2	2.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(8.5)	8.2	21.3	9.7
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(18.3)	(7.0)	16.7	(7.5)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

주가 Driver 작동 개시!

Issue

적정주가 150,000원으로 커버리지 개시

Pitch

최근 주가 하락으로 밸류에이션 매력 더욱 부각. 현재 12M Fwd. P/E는 9.7배로, 지역별 M/S 1위 제품 증설 모멘텀 바탕 외형 성장, 견고한 본업 이익 체력 고려 시 현저한 저평가 상태. 중국 매출액 회복 및 소비심리 개선 시그널 확인 시 탄력적인 주가 반등 기대

Rationale

- **동사의 주가 Driver는 중국 매출액 성장.** 작년 중국 영업체제 개편 마무리 후 올해 영업 정상화 효과 온기 반영. 이에 따라 '25년 중국 매출액은 YoY +9.7% 성장한 1,394억원 전망하며, 이는 사드 직전인 '16년 매출액 레벨로의 회복
- **국내외 전 법인에 걸쳐 CAPA 증설 완료 및 진행 중.** (연초 베트남 쌀스낵 라인, 3Q25 러시아 파이 라인, '26~'27년 베트남/러시아/국내 신공장) 베트남은 쌀과자, 러시아는 초코파이라는 현지 M/S 1위 제품 보유. 기존 제품의 견조한 수요에 더해 적극적인 신제품 출시로 물량 중심 성장 지속 전망
- **러시아 법인 가동률은 '21년부터 110%를 상회하며 초과 수요 지속** 중이며, '25년에도 현지통화 기준 20%를 상회하는 매출액 성장 전망
- **내수는 소비 둔화, TT채널 거래처 감소 등 어려운 환경 속에서도** 매해 M/S를 확대하며 캐시카우 역할 수행 중. 안정적 외형 성장, 이익 체력 면에서 변동성 확대 국면 속 **내수 방어주로서도 손색 없음**

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	2,912	3,104	3,394	3,594	3,850	4,082	4,269
영업이익	492	544	594	662	703	750	795
EBITDA	650	704	760	828	869	917	963
지배주주순이익	377	525	448	495	526	561	594
순차입금	(1,104)	(1,069)	(1,471)	(1,842)	(2,239)	(2,655)	(3,100)
매출증가율	1.4	6.6	9.3	5.9	7.1	6.0	4.6
영업이익률	16.9	17.5	17.5	18.4	18.3	18.4	18.6
순이익률	12.9	16.9	13.2	13.8	13.7	13.7	13.9
EPS증가율	(4.0)	39.3	(14.6)	10.6	6.1	6.7	5.9
ROE	14.2	16.8	12.3	12.3	11.8	11.5	11.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

오리온은,

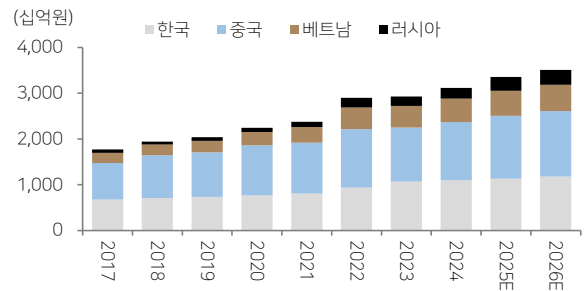
1956년 동양제과로 출범 후 2003년 오리온으로 사명을 변경했다. 2017년 인적분할을 통해 지주회사인 오리온홀딩스와 사업회사인 오리온으로 분리되었다.

초코파이를 비롯한 파이, 스낵, 비스킷, 캔디 등 제과류가 주력 사업이다. 국내외 생산 및 판매 거점을 기반으로 중국, 베트남, 러시아 등에 해외 법인을 운영하고 있다.

코스피 상장사로, 최대주주는 오리온홀딩스 (지분율 37.4%)이며 '24년 말 기준 국민연금 지분율은 10.5%이다.

Financials

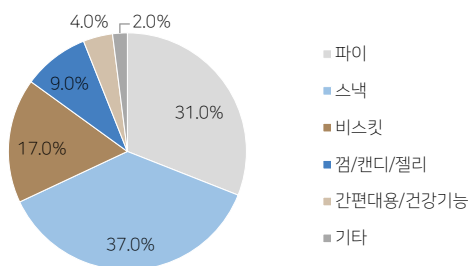
- '25년 연간 매출액은 전 법인의 고른 성장 바탕 전년대비 +9.3% 증가한 3조 3,942억원 전망
- 과거 연결 매출액의 50% 이상을 차지했던 중국 법인은 '17년 사드 당시 매출액 급감 후 외형 회복 시도 중
- 높은 이익 체력을 바탕으로 10여년간 두 자릿수 영업이익률 지속 중



Source: 오리온, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

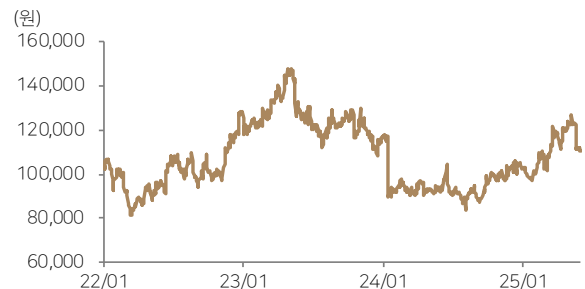
- '24년 연결 매출액 기준 카테고리별 파이 31%, 스낵 37%, 비스킷 17%으로 구성
- '24년 연결 매출액 기준 법인별 한국 35%, 중국 41%, 베트남 16%, 러시아 7%, 인도 1%로 구성



Source: 오리온, 다올투자증권

주가

- '22~'23년 국내 전 카테고리 두 자릿수 매출 성장, 러시아 파이 판매 호조, 중국 초코파이 민생용품 지정과 제로코로나 해제 효과에 따라 주가 상승 시현
- '24년 1월 리가캠바이오 인수 공시와 함께 급락 후 이전 주가 레벨 회복



Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 적정주가 150,000원으로 커버리지 개시

오리온의 적정주가로 150,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12M Fwd. EPS에 적정 P/E 12.5배를 적용해 도출했다. 적정배수는 Mondelez, Want Want (제품 유사성), TingYi, Uni-President (중국 시장 중심 복합 음식료 기업)의 12M Fwd. P/E 평균 대비 25% 할인을 적용했다. 매출액 규모를 감안한 성장률, 제품 포트폴리오 다변화 정도, 국가별 점유율을 고려해 적용한 할인율이다.

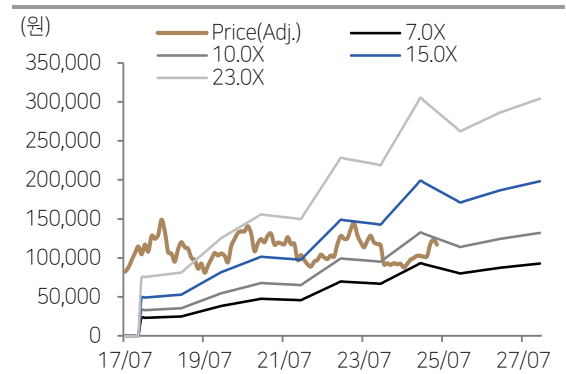
동사 주가는 '24년 1월 리가캠바이오 인수 공시 직전 레벨을 거의 회복했으나, 현재 12M Fwd. P/E는 9.7배로 '17년 분할 이후 P/E 중앙값 14.2배, 평균값 14.4배를 하회 중이다. 손바뀜은 이미 끝났다고 판단, 본업의 견고한 이익 체력, 국내외 주요 법인의 CAPA 증설 바탕 외형 성장세 고려 시 여전히 저평가 국면이다.

Fig. 213: 오리온 Valuation

구분		비고
EPS(원)	11,935	12m Fwd. 기준
적정P/E(배)	12.5	Peer 4사 12M Fwd. P/E 평균에 25% 할인 적용
적정주가(원)	150,000	
종가(원)	112,300	
상승여력	33.6%	

Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 214: 오리온 P/E Band



Source: 다올투자증권

Fig. 215: 오리온의 Peer Valuation

기업명	국가	시가총액 (십억원)	매출액 (십억원)		매출액성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E (배)		
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	12m Fwd.
오리온	KS	4,440	3,298	3,511	6.3	6.5	17.7	18.0	10.0	9.2	9.7
Mondelez	US	116,437	52,786	55,042	6.2	4.3	14.1	14.5	22.0	20.0	21.1
WANT WANT	HK	10,537	4,543	4,703	4.7	3.5	23.9	23.6	13.3	13.0	12.9
TingYi	HK	12,653	15,853	16,348	3.6	3.1	8.1	8.5	16.0	14.7	15.5
Uni President	HK	7,891	6,229	6,583	8.2	5.7	8.1	8.4	19.2	17.5	18.5

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 컨센서스 기준, 6월 5일 종가 기준

I-2. 실적 전망

‘25년 오리온의 연결 매출액으로 YoY +9.3% 성장한 3조 3,942억원을 전망한다. 국내 법인은 수요 촉진 및 가성비 전략을 바탕으로 시장 성장을 상회하는 YoY +4% 성장, 중국 법인은 전년 말 영업체계 정비 완료 후 +9.7% 성장해 사드 직전 매출액 레벨로의 회복을 전망한다. 러시아 법인은 파이 중심 성장세 지속 및 신규 라인 가동 본격화로 +34.5% 고성장, 베트남 법인은 내수 부진에도 쌀스낵 M/S 1위 지위 및 적극적인 신제품 출시로 +10.3% 성장 전망한다.

코코아파우더, 쇼트닝/팜오일 등 유지류 원가 부담이 지속되고 있으나 전 법인 물량 중심 성장에 따른 제품당 제조원가를 하락, 중국법인의 영업채널 구조 개선 효과가 이를 상쇄할 전망이다. 이에 따라 ‘25년 동사의 연결 영업이익은 YoY +9.2% 증가한 5,936억원, 영업이익률은 17.5%를 전망한다.

Fig. 216: 오리온의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	748	719	775	862	802	803	870	919	3,104	3,394	3,594
한국	272	278	271	277	282	286	285	288	1,098	1,141	1,176
중국	306	296	322	346	328	335	365	365	1,270	1,394	1,460
베트남	118	98	122	176	128	108	146	185	515	567	622
러시아	51	49	62	69	67	78	80	86	230	310	355
연결조정	-2	2	2	6	4	4	5	5	8	18	19
YoY%	12.7%	0.8%	1.1%	12.2%	7.1%	11.6%	12.3%	6.7%	6.6%	9.3%	5.9%
한국	9.5%	1.6%	-0.4%	0.2%	4.0%	3.0%	5.0%	4.0%	2.6%	4.0%	3.0%
중국	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	13.2%	13.3%	5.7%	7.7%	9.7%	4.8%
베트남	12.3%	2.9%	3.5%	12.3%	8.6%	10.1%	19.7%	5.1%	8.2%	10.3%	9.7%
러시아	4.8%	-4.9%	27.6%	32.6%	33.0%	58.0%	28.6%	24.0%	15.1%	34.5%	14.5%
영업이익	125	122	137	160	131	130	160	173	544	594	662
한국	44	47	44	44	46	46	47	46	178	186	191
중국	54	56	64	70	56	61	75	80	244	272	312
베트남	19	15	24	42	21	17	32	39	100	110	126
러시아	8	7	9	13	9	10	10	12	37	41	53
연결조정	0	-3	-3	-9	-1	-4	-5	-5	-16	-15	-20
YoY%	26.2%	8.4%	-2.5%	13.8%	5.0%	6.5%	16.6%	8.2%	10.4%	9.2%	11.6%
한국	17.1%	5.8%	2.0%	-0.5%	5.6%	-2.3%	8.1%	5.0%	5.7%	4.0%	3.1%
중국	41.5%	9.4%	-12.7%	19.6%	3.5%	8.9%	17.9%	14.3%	10.4%	11.6%	14.7%
베트남	18.4%	14.6%	8.5%	16.6%	9.6%	12.6%	34.6%	-6.4%	14.5%	9.4%	14.9%
러시아	-5.2%	-12.9%	37.5%	38.8%	8.8%	44.8%	12.2%	-5.9%	14.8%	10.9%	28.3%
영업이익률	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	16.1%	18.4%	18.8%	17.5%	17.5%	18.4%
한국	16.1%	16.9%	16.2%	15.8%	16.4%	16.0%	16.6%	16.0%	16.3%	16.3%	16.3%
중국	17.7%	18.9%	19.7%	20.3%	17.1%	18.2%	20.5%	22.0%	19.2%	19.5%	21.4%
베트남	16.4%	15.6%	19.6%	23.6%	16.6%	16.0%	22.0%	21.0%	19.5%	19.3%	20.2%
러시아	15.5%	13.6%	14.9%	19.1%	12.7%	12.5%	13.0%	14.5%	16.0%	13.2%	14.8%
순이익	100	76	103	255	106	93	123	130	533	452	499
YoY%	28.4%	-8.8%	-6.4%	123.2%	6.2%	22.1%	20.1%	-49.1%	38.5%	-15.2%	10.3%
NIM%	13.3%	10.6%	13.2%	29.6%	13.2%	11.6%	14.2%	14.1%	17.1%	13.2%	13.8%

Source: 오리온, 다올투자증권 추정

II. 투자포인트

II-1. 중국: 주가 Driver 작동 개시!

중국 매출액 성장이
주가의 Driver

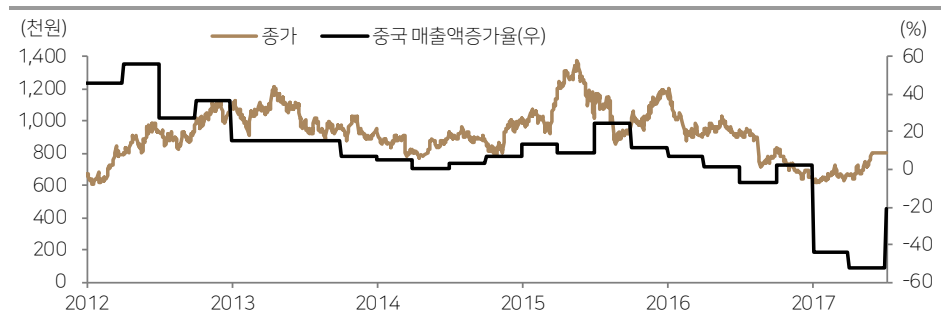
동사는 과거 중국법인 고성장 시기('12~'16년) 중국 매출액 성장률에 따라 주가가 움직여 왔다. 중국 영업체계 정비 완료 후 영업 정상화 효과는 올해 온기 반영되며, 소비경기와 무관하게 성장하는 채널로의 출고 확대, 전년 기저 바탕 '25년 중국 매출액은 YoY +9.7% 성장한 1조 3,940억원을 전망한다. 이는 사드 직전인 '16년 매출액 레벨로의 회복이다. 추가 경기부양책 구체화, 소비심리 개선 시그널, 한한령 해제 등 모멘텀에 따라 탄력적인 주가 반등이 나타날 수 있다고 판단한다.

영업 정상화 완료 →
하반기 실적으로
가시화 전망

영업 정상화 효과는 이미 나타나고 있다. 1) 춘절 성과가 반영되는 11~2월 매출은 선물세트 전담 경소상 (제조업체로부터 상품을 직접 구매해 판매하는 중간 벤더) 확대, 명절 물량 사전 출고로 YoY 13.5% 성장했고, 2) 춘절 직후 비수기인 3월 매출액도 성장채널 중심으로 시즌한정 제품 분포가 확대되며 YoY 17.6% 성장했다. 3) 대표적인 고성장 채널인 간식점 매출은 1~4월 각각 YoY 50%, 100%, 100%, 70% 성장해 매출액 내 비중이 '24년 15% → '25년 4월 27%까지 확대됐고, 4) 올해는 제품 전략에 집중해 적극적인 채널 특화 제품, 시즌 한정 제품 출시가 예정되어 있어 매출 성장 모멘텀의 지속을 기대한다.

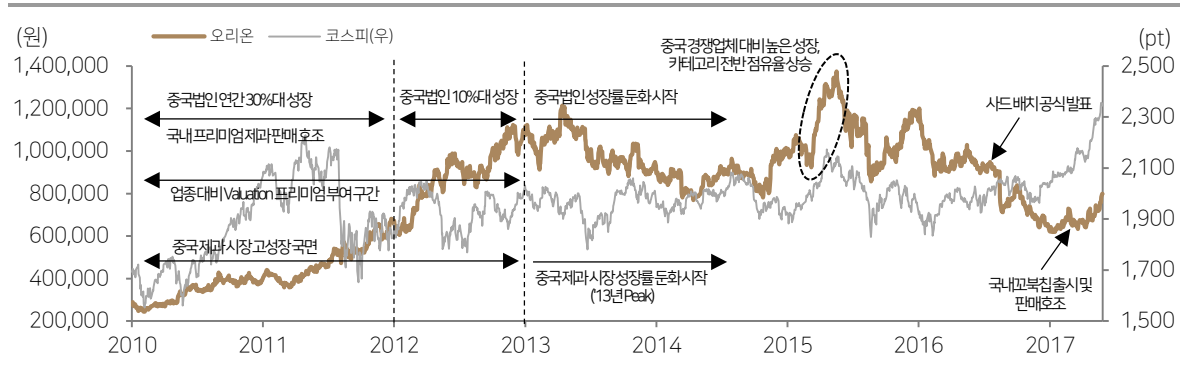
다만 4월 중국법인 매출은 경쟁사의 설 선물세트 재고 소진 할인행사 (정상가격 대비 최대 50~60%) 영향으로 위안화 기준 YoY -2.3%, 원화 기준 YoY +2.6%에 그쳤다. 해당 영향은 5월에도 지속되었으나, 적자를 감수한 할인 판매가 장기화될 가능성은 낮고, 경쟁사의 과잉 재고 소진에 따라 영업 정상화 효과는 6월부터 점차 가시화될 전망이다.

Fig. 217: 분할 전 오리온 중국법인 매출액 증가율 vs. 종가



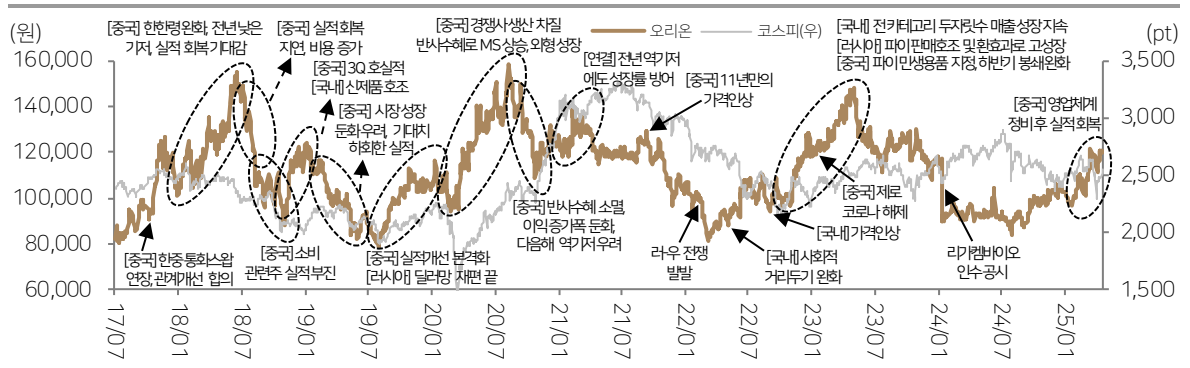
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 218: 오리온 주가 History (분할 전)



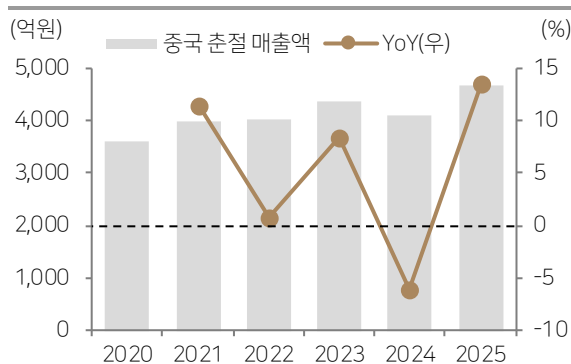
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 219: 오리온 주가 History (분할 후)



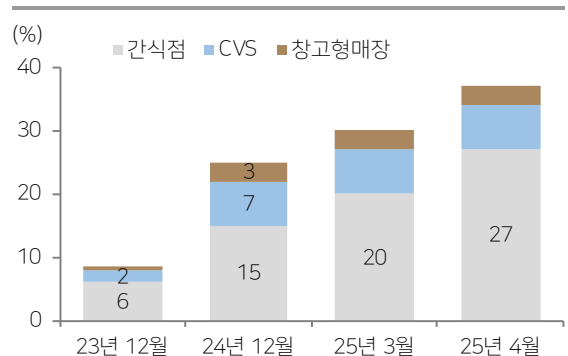
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 220: 오리온 중국법인 춘절 기간 매출액 추이



Note: 11~2월 실적 합산 기준 / Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 221: 오리온 중국법인 채널별 매출액 비중 추이



Source: 오리온, 다올투자증권

II-2. 중국: 수익성 개선도 기대

적자 채널 정리,
수수료 체계 간소화,
판촉비 감소

‘22년부터 진행된 간접영업 전환은 수익성 개선을 위함이었다. 작년부로 영업체계 개편이 마무리됨에 따라 해당 효과는 올해부터 온기 반영된다. 채널별로 개편 내용 및 이에 따른 수익성 개선 효과를 살펴보면,

1) 적자 채널이던 용휘마트 등 대형 할인점은 간접영업 전환을 통해 수익 확보가 가능한 구조로 전환되었고, 2) 할인점을 포함한 MT(Modern Trade) 채널 직거래 당시 입점비, 매대비, 판촉비 등 여러 항목으로 부과되던 수수료가 경소상을 통한 일괄 대응으로 전환돼 수수료 체계가 간소화되었다. 3) 이커머스는 적자 채널은 아니었으나 수수료율이 높았던 경소상 정리 및 재협상 완료로 수익성이 개선되었고, 4) 판촉비 부담이 높은 MT 채널 비중 하락으로 채널 믹스 개선 효과도 기대된다.

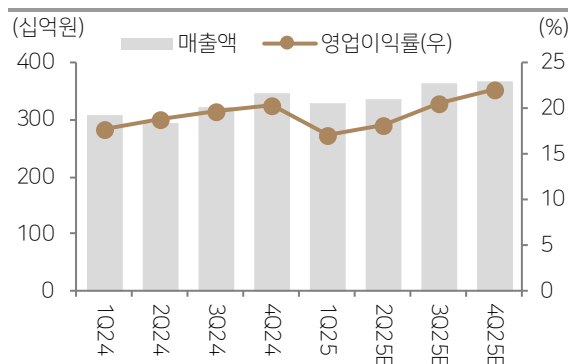
작년 말부터 전사 수익성에 영향을 미치고 있는 코코아파우더, 유지류 원가 부담이 아쉽다. 그럼에도 영업채널 전환에 따른 수익성 개선과 생산량 증가 효과가 원가율 상단을 제한해, ‘25년 중국법인 영업이익률은 19.5%로 전망한다.

Fig. 222: 중국법인 간접화 전환 및 경소상 선별/교체 타임라인

채널	일시	내용
TT채널	‘22~‘23년	간접영업 전환 마무리
대형MT채널	‘24.3월~5월	직접영업에서 간접영업으로 전환 완료 (용호위, RT마트, 화룬, 런런러 등)
이커머스	‘24.07월	경소상 절대 수 감축 & 수수료율 낮은 경소상으로 선별/교체 완료
벌크채널	‘24.07월	
MT채널	‘24.10월	‘23년 시작한 할인점 중심 MT 채널 간접화 전환 마무리
성장채널	‘24년	개편 과정에서 간접점 등 성장채널 경소상 확보

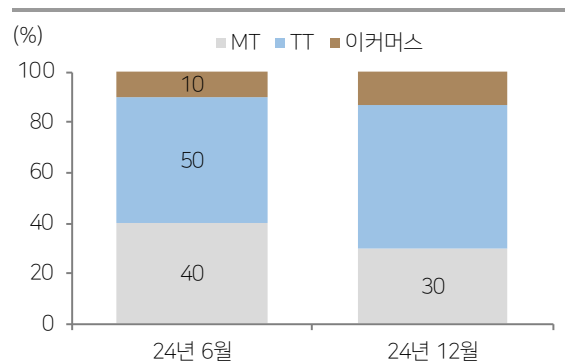
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 223: 오리온 중국법인 분기별 실적 추이 및 전망



Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 224: 오리온 중국법인 채널별 비중 변화 추이



Source: 오리온, 다올투자증권

II-3. 러시아: 증설해도 증설해도 가동률 100% ↑

러시아 법인 '25년 매출액 YoY +34.5%

'21년부터 러시아 법인 가동률은 130%대, '24년에는 103%, 1Q25에는 119%였다. ('24년 가동률 하락은 유통채널 간 공급 SKU 협상 이슈로 해당 채널에서 발생한 3개월 매출 공백에 의함) '22년 6월 트레비 신공장 준공, 4Q23 2개 라인 증설에도 그만큼의 출고 확대가 지속된 영향이다. 러시아 법인은 올 3분기 중 신규 파이 라인 2개를 추가해 물량 중심 성장을 이어갈 예정이며, 러시아 법인 연간 매출액으로 원화 기준 YoY +34.5%, 현지화폐 기준 +23.1% 증가한 3,099억원을 전망한다.

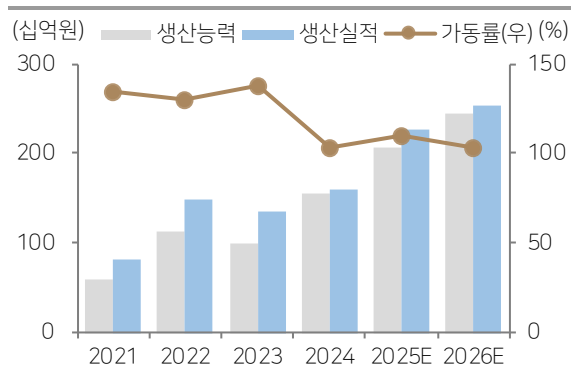
초코파이의 성장은 계속된다

오리진널 초코파이는 앞으로도 최소 하이싱글 성장을 지속할 전망이다. 그 이유는 1) 현지 출시된 지 33년이 지났음에도 여전히 두 자릿수 성장 중이며, 2) 매크로 환경 및 경기와 무관하게 잘 팔리는 제품임이 확인됐고, 3) 중장기적으로 다제품군 체제 하 파이 브랜드력 강화, 매대 효율 강화가 기대되기 때문이다.

다제품군 체제로 다시 레벨 업!

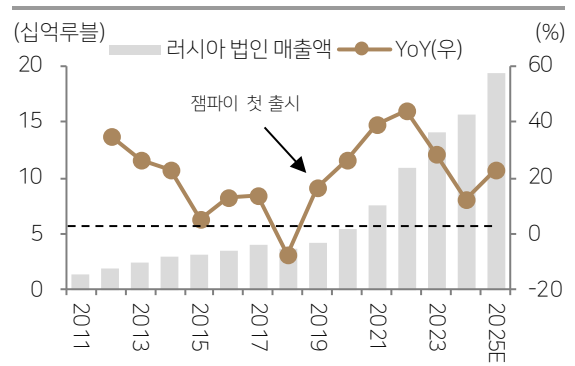
동사는 '19년 '잼파이' 출시를 통해 초코파이 제품군을 확장한 후 '24년까지 매출액 CAGR 30% 성장을 기록했다. 이는 다양한 제품군을 바탕으로 매대 내 '초코파이 Zone'을 형성해 매대 점유율을 확대하고 소비자 노출을 극대화해, 진열 공간 대비 매출 기여도를 높였기 때문이다. 동사는 3분기 파이 라인 증설과 함께 기존 라인을 후레쉬파이, 몰드케익 전용으로 전환해 다시 한번 다제품군 방향성을 제시했으며, 신공장 건립 ('27년 준공 목표)으로 그 기반도 마련되고 있다. 제품군 간 시너지를 바탕으로 향후 러시아 매출액 절대 레벨의 향상이 기대되는 이유다.

Fig. 225: 러시아 법인 생산능력/생산실적 추이 및 전망



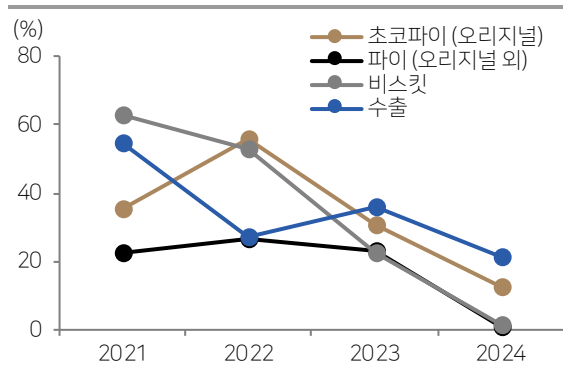
Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 226: 파이 제품군 확대에 따른 매출 증대 ('19년~)



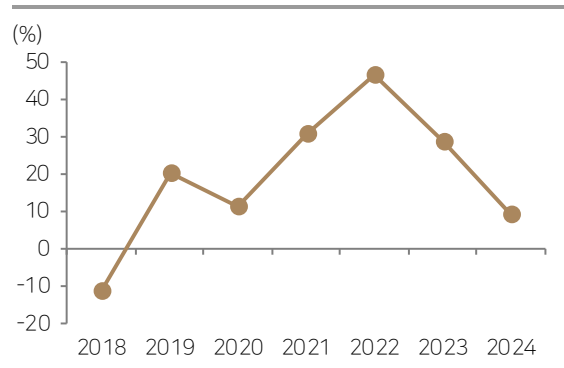
Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 227: 러시아 법인 카테고리별 YoY 성장률 추이



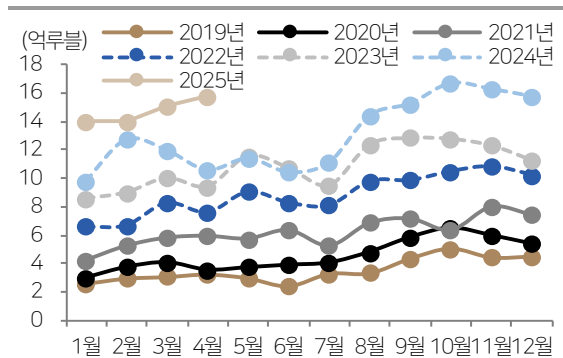
Note: 현지통화 기준 성장률 / Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 228: 러시아 법인 파이 카테고리 YoY 성장률 추이



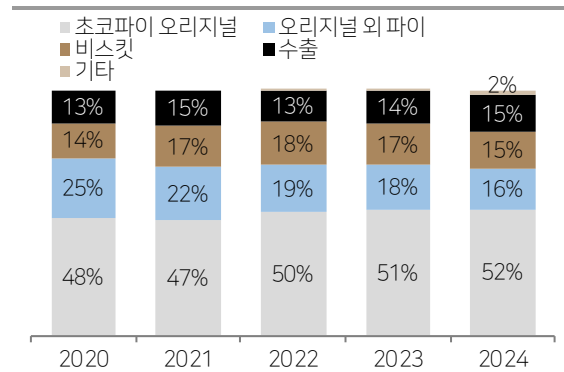
Note: 현지통화 기준 성장률 / Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 229: 러시아 법인 월별 매출액 (현지통화 기준)



Note: 현지통화 기준 성장률 / Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 230: 러시아 법인 카테고리별 매출액 비중



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 231: 러시아 마트 매대에 진열된 오리온 파이류



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 232: 초코파이 제품군: 다양한 잼파이 Flavor들



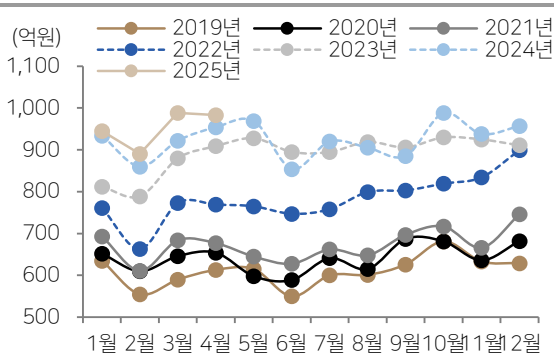
Source: 오리온, 다올투자증권

II-4. 국내: 내수 방어주로서도 손색 없어

동사는 내수 소비 둔화, TT(Traditional Trade) 채널 거래처 감소, 섭취량 감소 등 어려운 환경 속에서도 내수 점유율 및 수출 확대로 시장 성장을 상회하는 성장률을 기록하고 있다. 한국법인의 1분기 매출액은 YoY +4.0% 성장, 회계처리 변경으로 기존 판관비에서 매출차감으로 변경 반영된 비용 감안 시 YoY +5.3% 성장했다. 1) 시즌 한정 제품과 매해 30개에 가까운 신제품 출시를 통한 수요 촉진, 2) 균일가, 번들 제품 확대 등 가성비 타겟 전략, 3) 꼬북칩 중심 수출 확대가 주효했다.

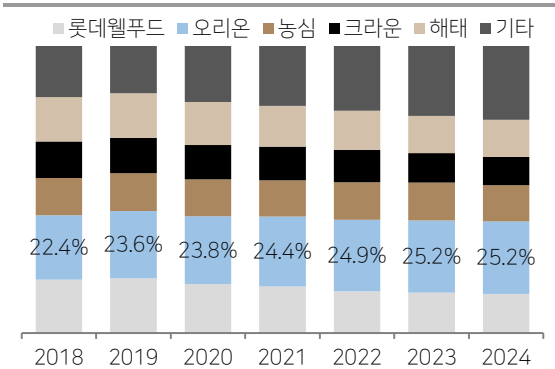
안정적인 외형 성장, 이익 체력 면에서 모두 내수 방어주로서 손색 없으며, '27년 말 본생산이 예정된 진천 통합생산센터 바탕으로 수출 확대 기조도 긍정적이다.

Fig. 233: 오리온 국내 법인 월별 매출액 추이



Source: 오리온, 다올투자증권

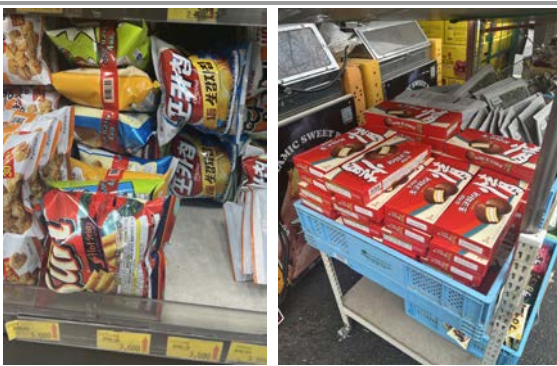
Fig. 234: 국내 제과 시장 M/S 추이



Note: 스낵, 비스킷, 반생초코케익 금액 합산 기준

Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 235: 오리온 번들, 소포장 SKU 제품

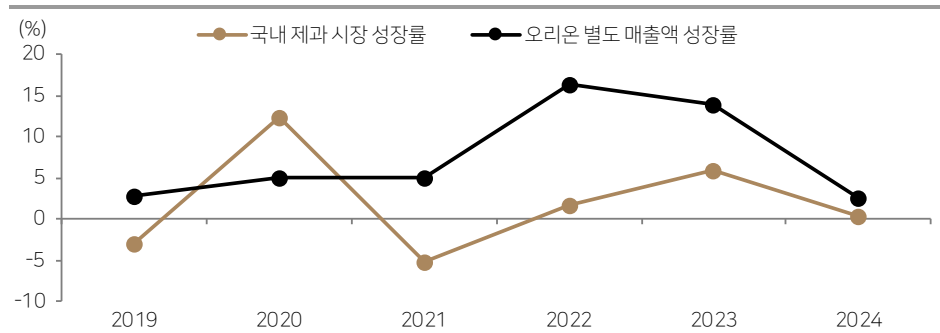


Source: 다올투자증권

Fig. 236: 오리온 계절/시즌 한정 제품



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 237: 국내 제과 시장 성장률 vs. 오리온 별도 매출액

Source: 오리온, 다올투자증권

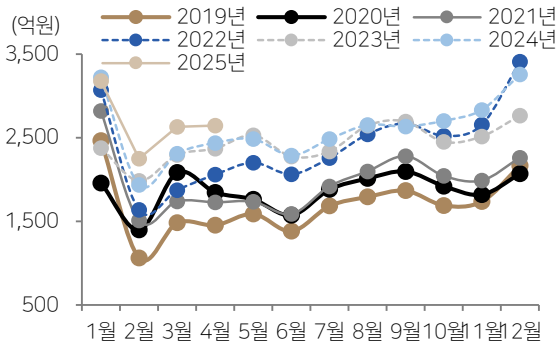
Fig. 238: 진천 생산/물류/포장 통합센터 건립 공시

구분	내용
목적	국내 및 해외 수출 생산 물량 확대
세부내용	진천 산업단지 통합센터 구축 - 생산, 포장, 물류를 통합한 생산기지 구축 - 위치: 충청북도 진천군 테크노폴리스 산업단지 - 부지 규모: 18만 8천㎡ (약 5만 7천평) - 건축 규모(연면적): 14만 7천㎡ (약 4만 5천평)
추진일정	시작일: 2025-06-01 / 종료일: 2027-12-31
예상투자금액	약 4,600억원
기대효과	생산능력 확대

Source: Dart, 다올투자증권

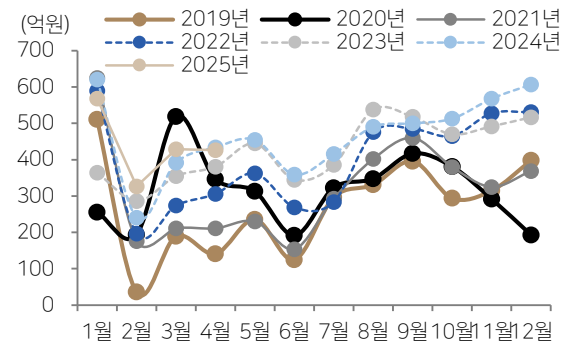
V. Appendix

Fig. 239: 오리온 합산 매출액 추이



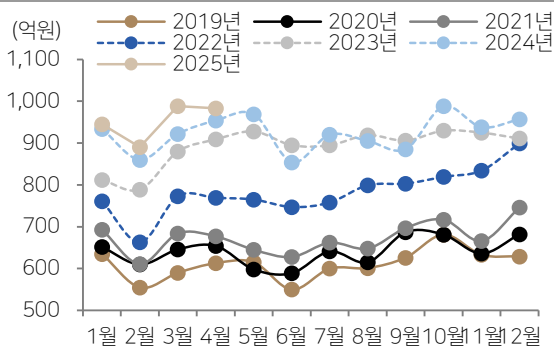
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 240: 오리온 합산 영업이익 추이



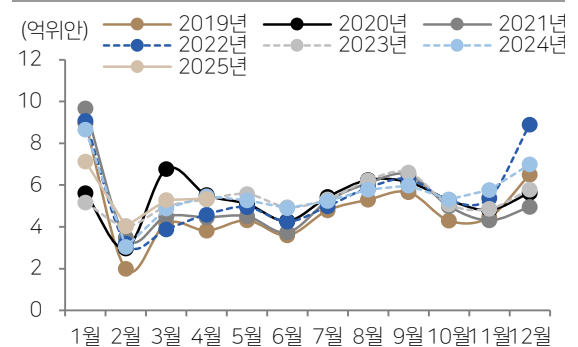
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 241: 오리온 국내 법인 매출액 추이



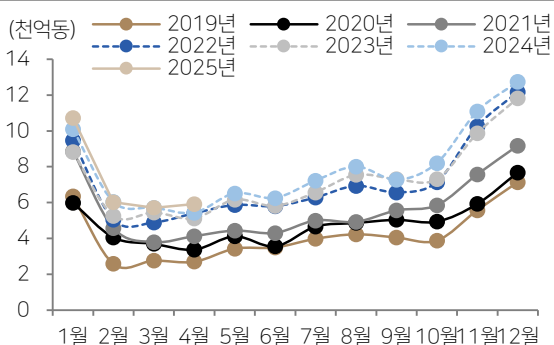
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 242: 오리온 중국 법인 매출액 추이 (현지통화 기준)



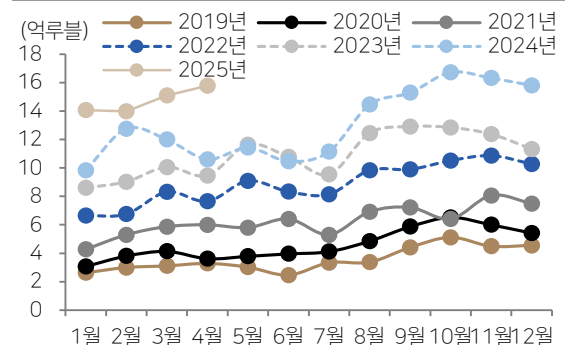
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 243: 오리온 베트남 법인 매출액 추이 (현지통화 기준)



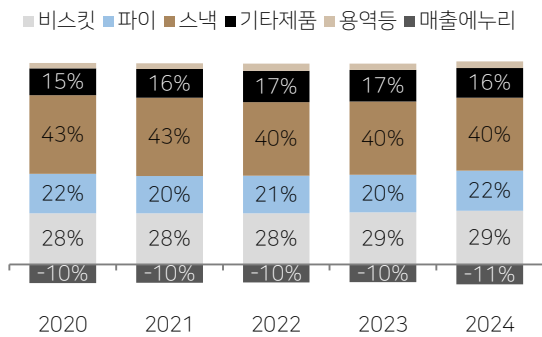
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 244: 오리온 러시아 법인 매출액 추이 (현지통화 기준)



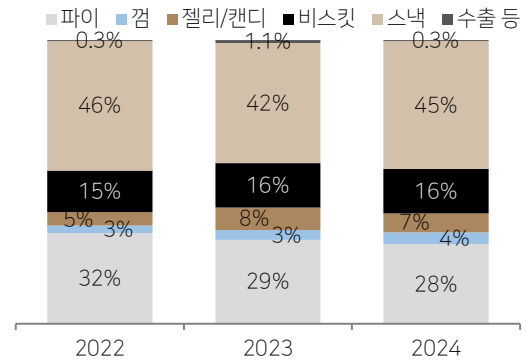
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 245: 국내 법인 카테고리별 매출액 비중



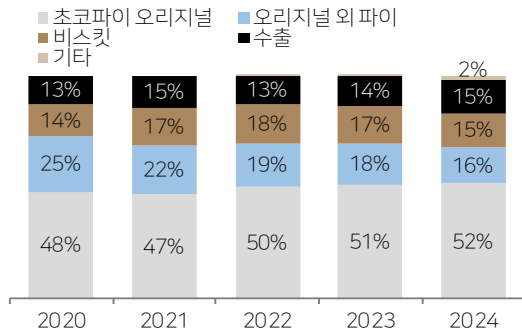
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 246: 중국 법인 카테고리별 매출액 비중



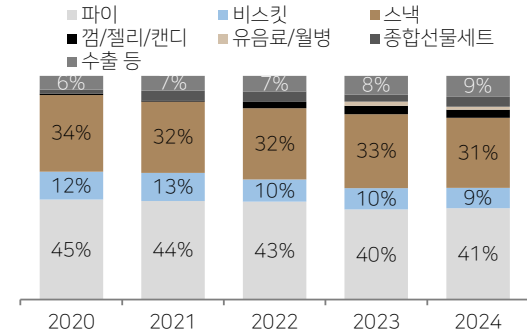
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 247: 러시아 법인 카테고리별 매출액 비중



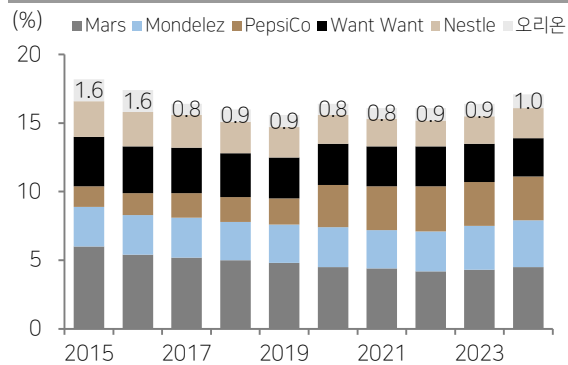
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 248: 베트남 법인 카테고리별 매출액 비중



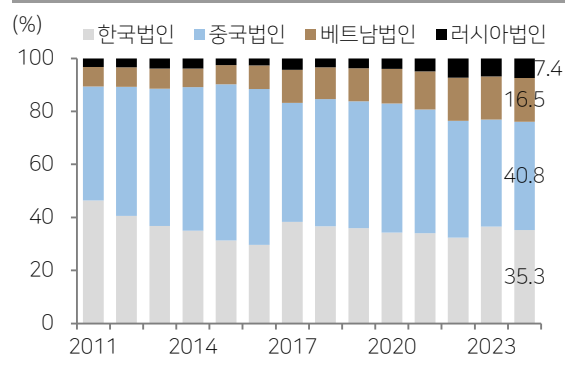
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 249: 중국 제과 시장 M/S 추이



Note: 스낵 카테고리 기준 / Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 250: 오리온 법인별 매출액 비중 추이



Source: 오리온, 다올투자증권

오리온

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2024 하반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	85.3	262/1287	9/48

연도별 성과

2022	BB
2023	A
2024	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	삼양식품	신라교역
5천억미만	사조동아원	동원수산

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
65.4	45.5	25%	▲
63.4	46.9	중	▲
70.9	44.2	중	▲
50.0	88.5	하	▼
80.0	66.8	하	▲
67.1	54.8	35%	▲
68.7	53.2	중	▲
67.4	51.7	중	▲
64.0	66.7	중	▼
66.8	51.7	하	▲
74.1	55.8	40%	▲
64.1	50.9	중	▲
76.9	64.0	하	▲
75.3	56.0	중	▲
83.3	71.5	하	▲
87.5	60.3	하	▲
60.0	51.9	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2021	11.5%	22.0%	-15.9%
2022	9.6%	25.9%	24.6%
2023	13.1%	24.4%	-8.3%

오리온 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,628.2	1,647.4	2,043.4	2,457.2	2,865.9
현금성자산	1,132.7	1,109.0	1,507.7	1,893.8	2,305.9
매출채권	212.5	190.2	201.5	212.5	211.0
재고자산	259.7	316.6	302.3	318.7	316.5
비유동자산	1,893.2	2,661.1	2,699.6	2,736.0	2,784.3
투자자산	181.0	889.4	916.1	953.3	992.0
유형자산	1,658.4	1,701.5	1,693.9	1,676.5	1,670.2
무형자산	53.8	70.1	89.6	106.2	122.1
자산총계	3,521.4	4,308.4	4,743.0	5,193.2	5,650.1
유동부채	398.9	537.6	557.5	590.8	599.3
매입채무	304.3	383.4	403.0	424.9	422.0
유동성이자부채	14.3	14.1	13.0	23.0	33.0
비유동부채	167.0	196.8	209.0	229.3	250.8
비유동이자부채	14.3	25.8	23.7	28.7	33.7
부채총계	565.9	734.4	766.5	820.1	850.1
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
이익잉여금	1,560.2	2,032.7	2,381.8	2,778.4	3,205.4
자본조정	684.3	820.6	871.2	871.2	871.2
자기주식	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
자본총계	2,955.5	3,574.0	3,976.5	4,373.1	4,800.1
투하자본	1,812.8	1,770.6	1,743.4	1,738.0	1,735.7
순차입금	(1,104.1)	(1,069.1)	(1,471.1)	(1,842.1)	(2,239.2)
ROA	11.2	13.6	10.0	10.0	9.8
ROE	14.2	16.8	12.3	12.3	11.8
ROIC	20.7	23.4	25.2	28.5	30.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	437.0	652.5	535.1	651.8	689.6
당기순이익	385.0	533.2	452.0	498.5	529.1
자산상각비	157.2	160.5	166.3	165.7	165.7
운전자본증감	(107.8)	68.7	(56.5)	(4.4)	1.8
매출채권감소(증가)	9.1	16.5	(3.3)	(11.0)	1.5
재고자산감소(증가)	(30.2)	(42.3)	22.6	(16.4)	2.2
매입채무증가(감소)	(24.2)	30.1	(55.9)	21.9	(3.0)
투자현금	(540.5)	(505.8)	(146.6)	(209.0)	(221.8)
단기투자자산감소	(371.7)	165.3	(20.5)	(27.0)	(28.1)
장기투자증권감소	(0.6)	(552.2)	15.0	(10.8)	(12.0)
설비투자	(166.5)	(106.9)	(115.5)	(143.8)	(154.0)
유무형자산감소	(0.6)	(12.5)	(20.9)	(21.2)	(21.2)
재무현금	(138.0)	(70.1)	(4.3)	(83.8)	(83.8)
차입금증가	(100.6)	(13.9)	(4.3)	15.0	15.0
자본증가	(37.6)	(56.2)	(98.8)	(98.8)	(98.8)
배당금지급	37.6	56.2	98.8	98.8	98.8
현금 증감	(243.9)	85.4	391.3	359.1	384.0
총현금흐름(Gross CF)	663.4	698.3	638.7	656.2	687.8
(-) 운전자본증가(감소)	87.7	(96.0)	(23.7)	4.4	(1.8)
(-) 설비투자	166.5	106.9	115.5	143.8	154.0
(+) 자산매각	(0.6)	(12.5)	(20.9)	(21.2)	(21.2)
Free Cash Flow	15.0	261.2	435.7	442.9	467.8
(-) 기타투자	0.6	552.2	(15.0)	10.8	12.0
잉여현금	14.4	(291.0)	450.7	432.1	455.8

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,912.4	3,104.3	3,394.2	3,593.8	3,850.4
증가율 (Y-Y%)	1.4	6.6	9.3	5.9	7.1
영업이익	492.4	543.6	593.6	662.4	703.2
증가율 (Y-Y%)	5.5	10.4	9.2	11.6	6.2
EBITDA	649.6	704.0	759.9	828.1	868.8
영업외손익	27.6	148.6	12.5	2.3	2.3
순이자수익	33.7	29.9	27.3	26.2	26.4
외화관련손익	2.4	2.8	1.0	0.0	0.0
지분법손익	0.6	(9.1)	5.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	520.0	692.2	606.1	664.7	705.5
당기순이익	385.0	533.2	452.0	498.5	529.1
지배기업당기순이익	376.6	524.6	448.1	495.4	525.8
증가율 (Y-Y%)	(3.3)	38.5	(15.2)	10.3	6.1
NOPLAT	364.5	418.7	442.6	496.8	527.4
(+) Dep	157.2	160.5	166.3	165.7	165.7
(-) 운전자본투자	87.7	(96.0)	(23.7)	4.4	(1.8)
(-) Capex	166.5	106.9	115.5	143.8	154.0
OpFCF	267.6	568.3	517.1	514.4	540.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.3	9.6	5.7	7.3	7.4
영업이익증가율(3Yr)	9.4	13.4	8.4	10.4	9.0
EBITDA증가율(3Yr)	8.0	10.4	6.5	8.4	7.3
순이익증가율(3Yr)	11.9	26.5	4.3	9.0	(0.3)
영업이익률(%)	16.9	17.5	17.5	18.4	18.3
EBITDA마진(%)	22.3	22.7	22.4	23.0	22.6
순이익률(%)	13.2	17.2	13.3	13.9	13.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	9,527	13,269	11,334	12,531	13,299
BPS	71,040	86,025	95,644	105,255	115,653
DPS	1,250	2,500	2,500	2,500	2,500
Multiples(x, %)					
PER	12.2	7.7	9.9	9.0	8.4
PBR	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	5.4	4.2	3.9	3.1	2.5
배당수익률	1.1	2.4	2.2	2.2	2.2
PCR	6.9	5.8	7.0	6.8	6.5
PSR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	19.1	20.5	19.3	18.8	17.7
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	408.2	306.4	366.5	415.9	478.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1
자산구조					
투하자본(%)	58.0	47.0	41.8	37.9	34.5
현금+투자자산(%)	42.0	53.0	58.2	62.1	65.5
자본구조					
차입금(%)	1.0	1.1	0.9	1.2	1.4
자기자본(%)	99.0	98.9	99.1	98.8	98.6

롯데웰푸드

(280360)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
적정주가	150,000		신규

Earnings

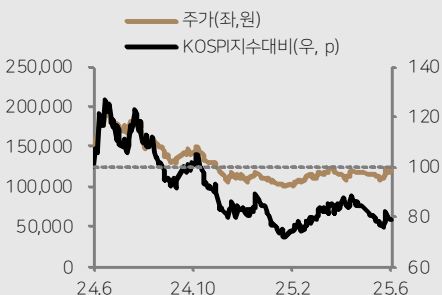
Stock Information

현재가 (6/5)	121,900원
예상 주가상승률	23.1%
시가총액	11,342억원
비중(KOSPI내)	0.05%
발행주식수	9,305천주
52주 최저가 / 최고가	99,900 - 193,300원
3개월 일평균거래대금	15억원
외국인 지분율	13.1%
주요주주지분율(%)	
롯데지주 (외 17인)	70.1
국민연금공단 (외 1인)	7.2
자사주 (외 1인)	5.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	12.4	11.6	8.1
PBR(배)	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	5.5	5.8	4.8
배당수익률(%)	3.0	2.7	2.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.7	9.5	(23.3)	9.2
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(6.2)	(5.6)	(27.8)	(8.0)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

해외 외형 성장에 주목

Issue

적정주가 150,000원으로 커버리지 개시

Pitch

코코아 투입단가 부담 상존에도 해외법인 외형 성장, 국내법인 고정비 효율화 등 중장기적 방향성에 주목. 적정주가는 12M Fwd. EPS에 적정 P/E 12.5배를 적용해 도출

Rationale

- **코코아 투입단가 부담으로 최소 상반기까지 감익 불가피.** 1~4월 진행된 국내의 주요법인 가격인상, 추가로 예정된 카자흐 가격인상, 2Q를 고점으로 완화된 코코아 투입단가, 제품 Mix 개선과 더불어 분기별 수익성 회복 추이 관찰 필요
- **해외 외형 성장에 주목.** 인도 빙과는 신공장 가동 본격화와 성수기 시즌이 맞물리며 북부지역 초과수요 흡수 및 남부지역 공급 확대 기반 YoY +20.2%, 인도 건과는 초코파이 시장 지배력 바탕으로 두 자릿수 성장 지속한 YoY +15.8%, 카자흐스탄은 러시아산 제품 재고 소진과 루블 가치 안정화에 따른 내수 매출 회복으로 YoY +10.3%, 러시아는 초코파이 중심 내수/수출 꾸준한 동반 성장으로 YoY +16.8%, **해외법인 전체 YoY +13.6% 전망**
- **국내**는 프리미엄 제품 포트폴리오 확대로 소비 문화에 대응 중이며, 공장 통합, 자산 매각을 통한 영업 효율화도 지속 중. **고정비 효율화** 바탕으로 영업 레버리지 효과는 원가 등 외생변수 제거 시 가시화 전망. 결론적으로 외형/이익 관점에서 방향성은 모두 옳다고 판단

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	4,066	4,044	4,217	4,391	4,569	4,630	4,686
영업이익	177	157	152	224	228	227	230
EBITDA	368	361	375	459	474	483	495
지배주주순이익	71	85	99	142	151	147	151
순차입금	781	918	1,025	1,051	1,092	1,105	1,109
매출증가율	26.9	(0.5)	4.3	4.1	4.1	1.3	1.2
영업이익률	4.4	3.9	3.6	5.1	5.0	4.9	4.9
순이익률	1.7	2.1	2.4	3.2	3.3	3.2	3.2
EPS증가율	50.0	20.0	17.2	43.4	6.2	(2.5)	2.3
ROE	3.3	3.9	4.5	6.3	6.3	5.9	5.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

롯데웰푸드는,

1967년 롯데제과로 설립, '22년 7월 롯데푸드를 흡수합병하며 합병법인으로 출범, '23년 2월 현재의 사명으로 변경하였다.

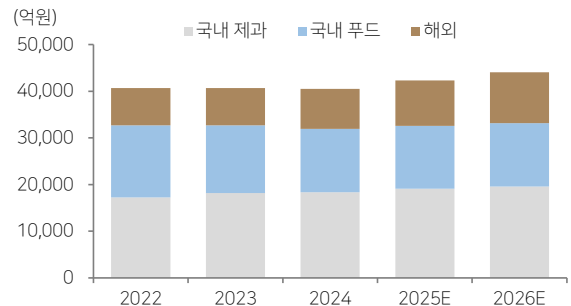
사업영역은 제과부문의 건과/빙과, 푸드부문의 유자/식자재/HMR/유가공/육가공으로 구분된다.

생산시설은 한국, 인도, 러시아, 카자흐스탄, 벨기에 있으며, 인도 시장을 중심으로 한 해외 확장 전략을 펼치고 있다.

코스피 상장기업으로, 최대주주는 롯데지주 (지분율 47.47%), 특관자 포함 지분율은 69.13%이다.

Financials

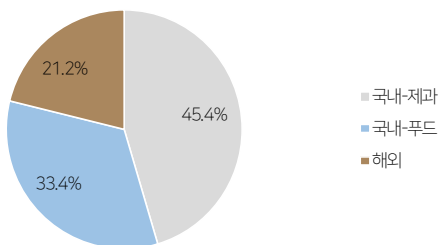
- 국내 제과 시장 성장 정체, 유지 판가 하락, 식자재 사업 합리화 영향으로 지난 2년간 외형 성장 정체
- '25년부터 인도 양 법인 증설 효과 본격화, 롯데 브랜드 강화 및 영업 커버리지 강화로 인도를 주축으로 하는 해외 성장 전망



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

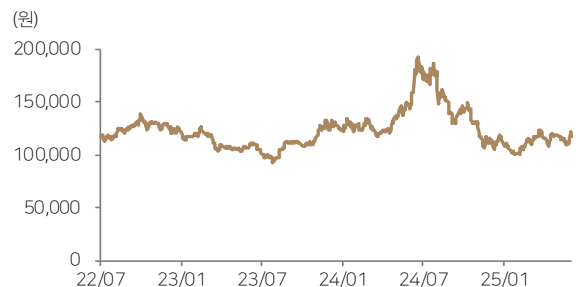
- '24년 기준 매출액은 국내 제과 45%, 국내 푸드 33%, 해외법인 21%로 구성
- 해외법인 내 매출액은 인도 34%, 카자흐스탄 31%, 러시아 10%, 그외국가 25%로 구성



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

주가

- 1Q24 영업이익 YoY +100.7% 상승에 따라 주가 반등. 이후 음식료 수출주 중심 랠리 펼쳐지며 52주 신고가 기록
- '24년 하반기부터 코코아 가격 폭등에 따른 실적 개선 지연으로 주가는 하향 추세



Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 적정주가 150,000원으로 커버리지 개시

롯데웰푸드의 적정주가로 150,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12M Fwd. EPS에 적정 P/E 12.5배를 적용해 도출했다. 제품 유사성 관점에서 오리온, Mondelez, Calbee, Glico를 Peer로 선정했으며, 적정배수는 4사 평균 12M Fwd. P/E 평균 대비 약 30%의 할인을 적용했다. 매출액 규모를 감안한 성장률, 국가별 점유율, 수익성 레벨을 고려해 적용한 할인율이다.

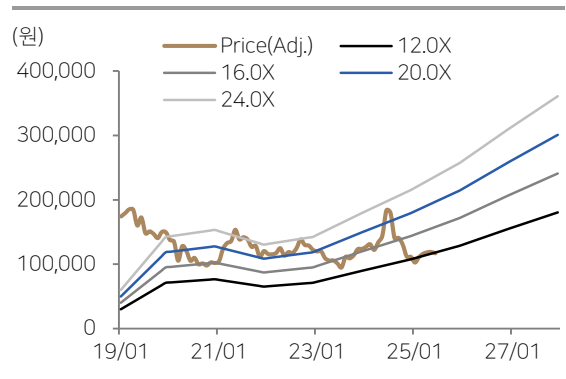
1분기 전사 영업이익은 YoY -56.1% 감소한 164억원, OPM 1.7% (YoY -2.2%p)를 기록했다. 평균 코코아 투입단가가 '24년 4,500원/kg→ 1Q25 11,000원/kg로 급등한 영향이다. 특히 매출 비중이 높은 국내와 카자흐 법인(주력 제품이 초콜릿)에 영향이 집중되며 전사 수익성 악화가 불가피했다. 원가 우려가 해소되는 시점에 본격 주가 반등을 예상한다.

Fig. 251: 롯데웰푸드 Valuation

구분		비고
EPS(원)	12,005	12m Fwd. 기준
적정P/E(배)	12.5	Peer 4사의 12M Fwd. P/E 평균에 약 30%의 할인을 적용
적정주가(원)	150,000	
종가(원)	121,900	
상승여력	23.1%	

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

Fig. 252: 롯데웰푸드 P/E Band



Source: 다올투자증권

Fig. 253: 롯데웰푸드 Peer Valuation

기업명	국가	시가총액 (십억원)	매출액 (십억원)		매출액성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E (배)		
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	12m Fwd.
롯데웰푸드	KS	1,134	4,205	4,376	4.0	4.1	4.1	4.7	11.0	9.1	10.1
오리온	KS	4,440	3,298	3,511	6.3	6.5	17.7	18.0	10.0	9.2	9.7
Mondelez	US	116,391	52,786	55,042	6.2	4.3	14.1	14.5	22.0	20.0	21.1
Calbee	JP	3,513	3,238	3,351	9.7	3.5	8.8	9.0	17.3	16.3	17.1
Glico	JP	3,072	3,301	3,383	10.6	2.5	4.3	4.8	27.5	24.6	26.2

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 컨센서스 기준, 6월 5일 종가 기준

I-2. 실적 전망

‘25년 롯데웰푸드의 연결 매출액으로 4조 2,172억원 (YoY +4.3%), 영업이익으로 1,524억원 (YoY -3%, OPM 3.6%)을 전망한다. 국내 매출액은 건빙과 가격인상, 빙과 H&W(Health&Wellness, 고마진) 신제품 출시 효과에 따라 YoY +2%, 해외는 주요 법인의 두 자릿수 성장에 따라 YoY +13.6% 성장 전망한다.

‘25년 인도 매출액으로 전년대비 +18.2% 성장한 3,441억원을 전망하며, ‘27년까지도 두 자릿수 성장을 기대케 하는 증설, 지역 커버리지 확대, 제품군 확장이 예정되어 있어 향후 동사 해외 매출 성장의 중요한 동력이 될 것으로 예상한다.

코코아 투입원가 부담 지속으로 최소 상반기까지 전년대비 감익이 불가피하나, 1~4월 진행된 국내외 주요법인 가격인상, 추가로 예정된 카자흐스탄 가격인상, 제품 Mix 개선 노력이 병행 중이다. 분기별로 수익성 회복 추이 관찰이 필요하다.

Fig. 254: 롯데웰푸드의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	951	1,044	1,078	971	975	1,102	1,120	1,020	4,044	4,217	4,391
국내	764	837	880	750	757	857	898	781	3,230	3,294	3,356
제과	419	488	524	407	416	505	549	440	1,838	1,910	1,958
식품	336	340	344	334	333	342	339	332	1,353	1,346	1,360
해외	197	219	208	232	229	258	235	251	857	973	1,086
카자흐스탄	66	57	58	83	68	64	67	93	265	292	315
인도건과	30	26	32	30	34	29	37	35	118	136	152
인도빙과	34	70	38	31	46	84	46	32	173	208	252
러시아	20	21	22	21	24	23	25	27	85	99	109
기타국가	46	46	58	67	57	58	60	63	217	238	258
YoY%	-0.9	0.3	-0.7	-0.9	2.5	5.6	3.8	5.1	-0.5	4.3	4.1
국내	-1.7	-0.6	-1.7	-4.6	-0.9	2.4	2.1	4.2	-2.1	2.0	1.9
해외	3.3	5.6	4.4	14.6	16.3	17.8	12.9	8.0	7.0	13.6	11.5
카자흐스탄	1.1	-15.3	-8.8	13.7	1.9	13.2	15.3	11.2	-1.9	10.3	8.0
인도건과	18.8	17.1	9.4	10.9	34.3	11.4	18.6	19.7	13.8	15.8	11.4
인도빙과	-2.1	9.2	-2.9	11.9	34.3	21.0	20.8	2.4	4.4	20.2	21.3
러시아	3.1	13.7	13.4	6.6	22.3	7.0	11.6	26.8	9.1	16.8	10.0
기타국가	2.1	26.8	21.2	21.9	23.5	27.2	2.7	-4.8	17.8	10.0	8.0
영업이익	37	63	76	-20	16	44	71	21	157	152	224
국내	27	42	65	-24	10	27	52	9	110	99	158
해외	14	22	14	9	9	18	22	15	59	63	82
YoY%	100.7	30.3	-5.7	적전	-56.1	-30.3	-7.2	흑전	-11.2	-3.0	46.8
국내	112.1	19.5	-1.4	적전	-62.9	-34.5	-20.3	흑전	-15.5	-10.3	59.3
해외	60.7	37.6	-23.1	-40.5	-37.1	-18.7	54.4	62.4	1.2	7.0	29.0
영업이익률%	3.9	6.1	7.1	-2.0	1.7	4.0	6.3	2.1	3.9	3.6	5.1
국내	3.6	5.0	7.4	-3.2	1.3	3.2	5.8	1.2	3.4	3.0	4.7
해외	7.3	9.8	6.7	4.0	3.9	6.8	9.2	6.1	6.9	6.5	7.5
순이익	20	41	46	-25	23	25	44	5	82	98	141
YoY%	62.058	227.9	-35.2	적지	13.1	-37.4	-3.8	흑전	21.0	19.4	44.6
NIM%	2.1	3.9	4.3	-2.6	2.3	2.3	4.0	0.5	2.0	2.3	3.2

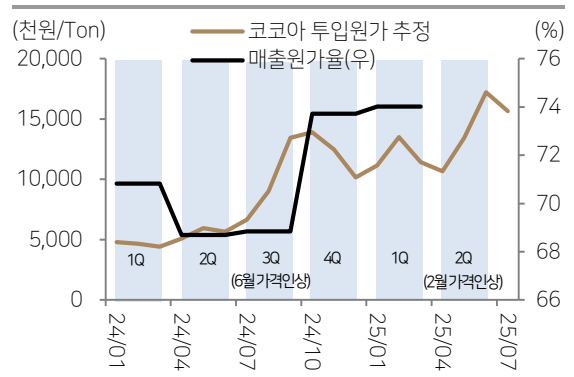
Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

Fig. 255: 국내외 주요법인 가격인상 타임라인

시기	법인	적용품목	인상폭
24.06월	국내	건빙과(초코류)	12%
24.10월	카자흐스탄	초코류	8%
25.01월	벨기에	전품목	25%
25.01월	러시아	-	미확인
25.01월	인도	-	5~10%
25.02월	국내	건빙과(초코류)	9.5%
25.02월	국내	푸드(기타부문)	미확인
25.03월	인도	-	5~10%
25.04월	카자흐스탄	전품목	10%
25년 (예정)	카자흐스탄	추가인상 계획	미확인

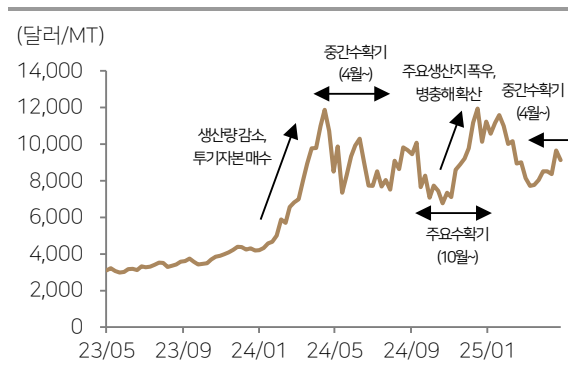
Source: 롯데월드, 다올투자증권

Fig. 256: 코코아 투입원가 추정 vs. 롯데월드푸드 GPM



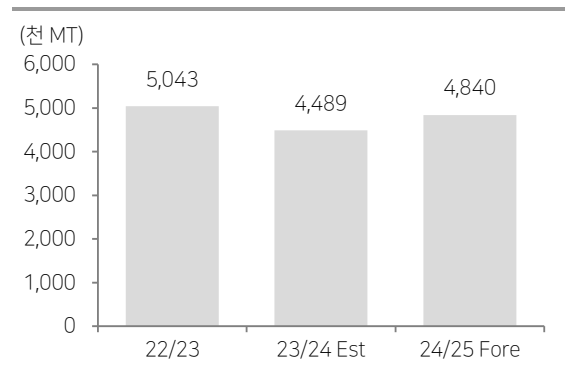
Source: 롯데월드푸드, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 257: 코코아 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 258: 글로벌 코코아 생산량 전망



Source: ICCO, 다올투자증권

II. 투자포인트

II-1. 인도 빙과: 신공장 가동 시작

[단기] 서북부 초과
수요 대응 & 남부로
지역 확장

인도 빙과 법인 기존 공장(구자라트 지역)의 연간 가동률은 71~72% 수준인데, 이는 계절성이 뚜렷한 빙과 제품 기준 Full CAPA다. 3월 신공장 가동으로 1) 기존 CAPA로 대응이 어려웠던 서북부 지역 초과 수요 대응이 가능해졌고, 2) 기존 공장보다 남부(푸네 지역)에 위치한 지리적 이점으로 동남부 물량 공급 확대가 본격화되고 있다.

증설 CAPA 기반 물량 증가 및 1월, 3월 각각 단행한 가격인상 효과로 '25년 인도 빙과 매출액은 YoY 20.2% 증가한 2,079억원을 전망한다. 몬순 등 부정적 기상여건 가능성을 고려해 기존 공장 매출액은 YoY Flat, 신공장 가동률은 연간 40%로 가정해 도출했다. 이익 단에서는 기존 공장 가동률 부담 완화에 따른 제조원가 절감, 물류비 절감 효과가 기대된다.

[중장기] Tier 2~3
유통채널 침투 확대에
따른 추가 성장 가능

2월 준공된 푸네 신공장은 현재 라인 9개, Capa 1,500억원 규모이나, 향후 라인 16개, Capa 3,000억원까지 증설 가능하도록 설계되었다. 잠재 수요에 대한 대응 능력을 갖춘 바, 향후 동남부 Tier 2~3 채널로의 분포 확대에 따른 외형 성장을 기대한다.

Fig. 259: 인도 빙과 CAPA 확대에 따른 매출액 성장률 추정

(억원)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CAPA	2,347	2,420	3,345	4,020	4,070
가동률(%)	72.9%	71.4%	62.1%	65.4%	71.4%
생산실적	1,710	1,728	2,078	2,628	2,906
매출액	1,656	1,729	2,079	2,523	2,789
매출액/생산실적(%)	96.8%	100.1%	100.1%	96.0%	96.0%
매출액성장률(%)	7.3%	4.4%	20.2%	21.3%	10.6%

주: CAPA 추정은 1Q25 신공장 (연간 CAPA 1500억원) 기반 / Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

II-2. 인도 건과: 여전히 견조한 초코파이 수요

[단기] 초코파이 ‘25년 인도 건과 법인 매출액은 견조한 초코파이 수요, 하반기 뽀빠로 라인 본생산
수요는 건조 + 하반기 개시, 1월/3월 단행한 가격인상으로 YoY 15.8% 증가한 1,362억원을 전망한다.

뽀빠로 생산 개시

동사의 ‘23년, ‘24년 인도 건과 매출액은 전년대비 각각 11.4%, 13.8% 증가했다. 건과
매출에서 초코파이가 차지하는 비중이 70~80%임을 고려, 두 자릿수 성장의 요인은
초코파이 수요 증가 및 분포 확대로 판단한다. 수요를 계속 좋게 보는 이유는 1)
‘23년 10월 가동을 시작한 초코파이 3번째 라인이 ‘25년 초 이미 Full Capa이고, 2)
4번째 라인 설비 발주가 완료되어 내년 상반기 가동을 목표로 하고 있기 때문이다.

[중장기] 초코파이
M/S 1등. 침투 가능한
지역 많고 많음

[중장기] 동사의 인도 초코파이 시장 점유율은 70% 이상이나, 아직 Tier 1~2 도시
위주로 판매 중이다. 현재 가동 중인 라인은 3개로, 전 지역으로 판매를 확대하려면
라인 약 20개가 더 필요하다. 순차적인 증설과 함께 커버 지역을 넓혀 나간다면, 인도
초코파이 시장규모 확대와 점유율 확대를 동시에 이룰 수 있다. 참고로 3번째 라인의
연 Capa는 520억원이며, ‘24년 연간 매출액 기여분은 약 400억원 규모로 추정한다.

Fig. 260: 인도 초코파이 CAPA 확대에 따른 매출액 성장률 추정

(억원)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CAPA	814	864	924	1,429	1,729	2,029	2,329
가동률(%)	84.4%	111.9%	121.3%	92.8%	86.4%	83.1%	81.0%
생산실적	687	966	1,121	1,327	1,493	1,686	1,886
매출액	668	929	1,034	1,176	1,362	1,518	1,698
매출액/생산실적(%)	97.3%	96.1%	92.2%	88.7%	91.2%	90.0%	90.0%
매출액성장률(%)	14.9%	39.0%	11.4%	13.8%	15.8%	11.4%	11.9%

주: CAPA는 3Q25 뽀빠로 라인 (연간 CAPA 480억원), 3Q26 초코파이 라인 1개 (연간 CAPA 500억원) 기반 추정
Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

II-3. 인도: 소규모 리테일까지 침투한 채널에 SKU 늘리기

촘촘한 TT채널
유통망 보유, 빠른
분포 가능

인도의 음식료품 시장은 오프라인 유통이 약 98%를 차지, 오프라인 내에서는 소규모 식료품점 유통이 80%를 차지해 TT(Traditional Trade) 채널 비중이 높다. 동사는 현지법인 인수를 통해 인도에 진출해 TT채널 영업망을 확보했고, 지역별로 Tier1 채널은 각지의 영업소를 통해, Tier2~3 채널은 Distributor를 통해 공급하고 있다.

올해 빙과 법인은 하버모어 브랜드→ 롯데 브랜드로 제품군 다변화 중이며, 건과 법인은도 하반기 초코파이→ 빼빼로로 제품군 확장 계획이다. 촘촘한 TT채널 유통망을 바탕으로 신제품의 빠른 분포가 기대되며, 신규 SKU 입점에도 불구하고 판매수수료율이 낮은 TT채널 중심 분포로 이익률을 지켜내는 외형 성장이 가능할 전망이다. 참고로 빙과 영업이익률은 로우틴, 건과는 미드~하이싱글로 해외법인 중에서도 높은 편이다.

Fig. 261: 인도 건과/빙과 SKU 확장 스케줄



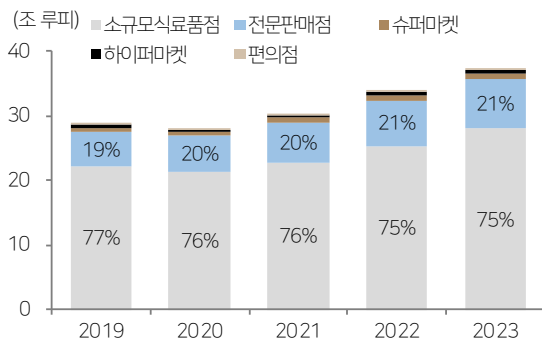
Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 262: 인도 건과/빙과 주요 제품



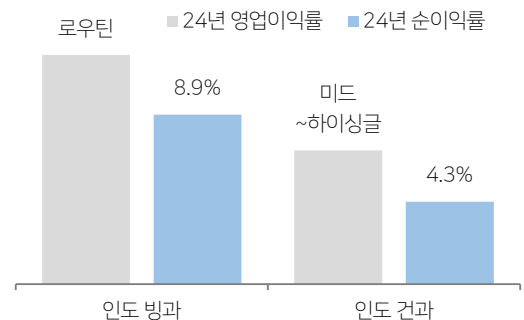
Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 263: 인도 식품 시장 규모 및 유통채널별 비중



Note: 전문판매점은 식품,주류,담배만 전문적으로 판매하는 매장
Source: 한국농수산식품유통공사, 다올투자증권

Fig. 264: 인도 양 법인 수익성



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

II-4. 국내: 아직 남은 합병 효율화

영업 효율화 -ing

롯데웰푸드는 '22년 7월 롯데제과(존속법인), 롯데푸드(피합법법인)의 합병법인으로 출범했는데, 이는 중복사업(빙과) 통합, 인프라 통합 바탕 영업 효율화를 위함이었다. 합병 효율화는 아직도 진행 중인데, 제품 및 영업소 통합은 완료되었고, 공장 통합을 통한 고정비 효율화가 남았다. 축소한 SKU를 (ASP 상승) → 통합된 공장에서 High Capa 설비로 대량생산하고 (고정비 절감) → 물류는 대형 센터 위주로 거점화하고 (운송비 절감) → 유희자산 매각대금은 해외 Capex 투자에 집행하는 흐름이다.

외생변수 제거시 영업
레버리지 효과 가시화

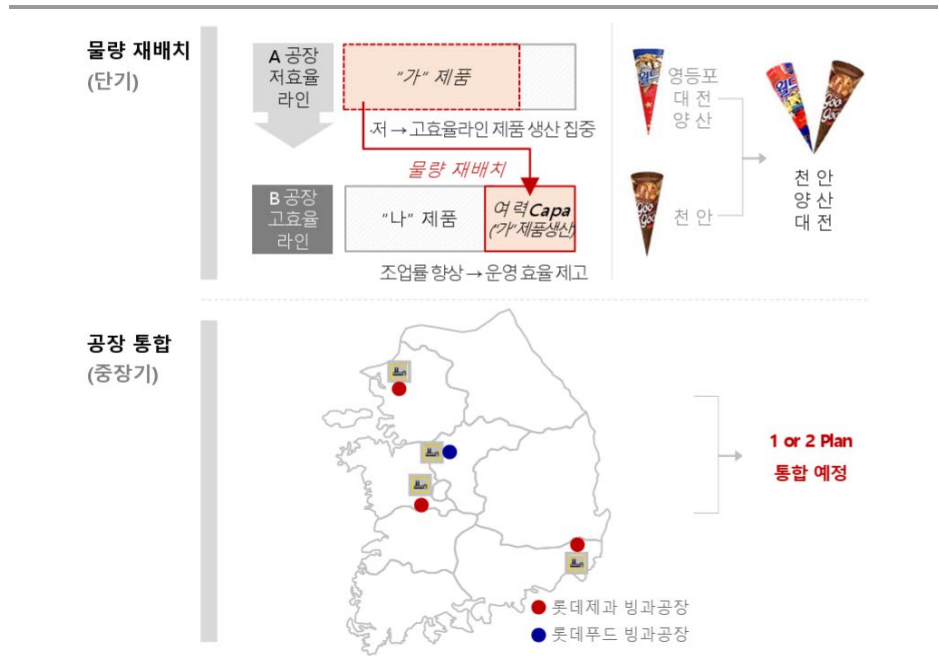
공장 통합은 제빵, 육가공, 빙과 부문에서 진행 중이다. 제빵은 3→2곳 (증평공장 매각 완료, 수원/부산공장으로 이전 생산 예정), 육가공은 2→1곳 (청주공장 매각 진행 중, 김천공장으로 통합 예정), 빙과는 4→2곳 (천안공장에 '26년까지 빙과 설비 증축 후, 천안 60~70%, 양산 20~30%으로 통합)이다. 고정비 효율화에 따른 영업 레버리지 효과는 원가 부담 등 외생변수 제거와 함께 가시화될 전망이다.

Fig. 265: 롯데웰푸드 사업부별 공장 현황

구분	설립연도	위치	생산제품
롯데푸드	1993	안산	소재/신선식품
롯데푸드	1996	천안	유지/식품/빙과
롯데푸드	2008	포승	커피원두
롯데푸드	1987	횡성	육가공(우유/발효유 등)
롯데푸드	2002	광주	델리카(김밥/도시락)
롯데푸드	2007	평택	델리카/HMR/이유식 등
롯데푸드	2000	용인	델리카
롯데푸드	2002	부산	델리카(김밥/도시락)
롯데푸드	1994	김천	육가공(햄/소시지)/델리카
롯데푸드	1980	청주 (통합)	육가공(햄/소시지/어육)
롯데제과	1996	대전	제과/빙과
롯데제과	1979	양산	제과/빙과
롯데제과	1983	평택	제과(캔디/초코파이 등)
롯데제과	2009	부산	제빵(식빵/호떡 등)
롯데제과	2009	수원	제빵(식빵/카스텔라 등)
롯데제과	1969	영등포 (통합 예정)	제과/빙과
롯데제과	2006	증평 (통합)	제빵

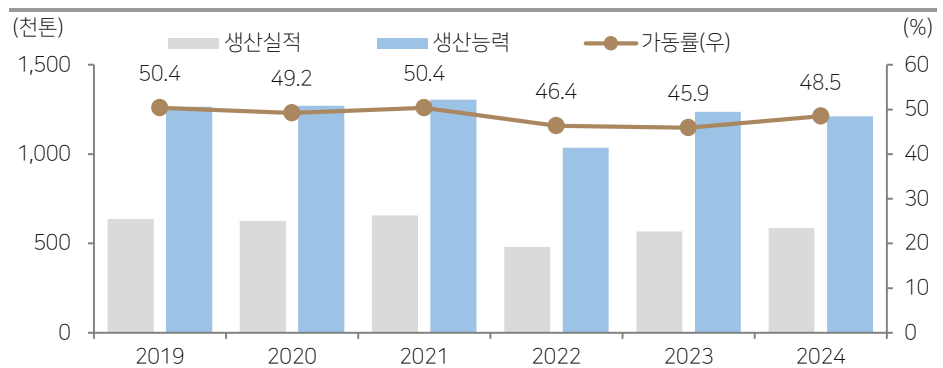
Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 266: 합병 발표 당시 빙과 공장 통합 계획



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

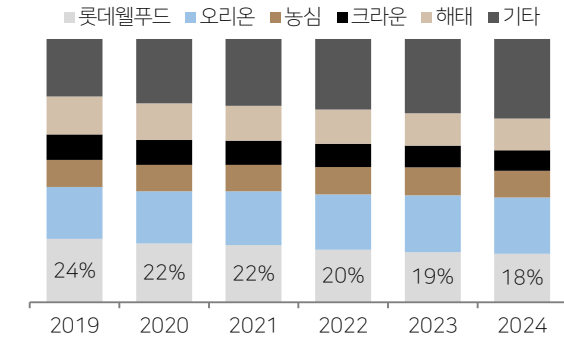
Fig. 267: 롯데웰푸드 국내 가동률 추이



Note: '19~'21년 가동률은 제과, 푸드 단순합산해 산출 (톤 기준) / Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

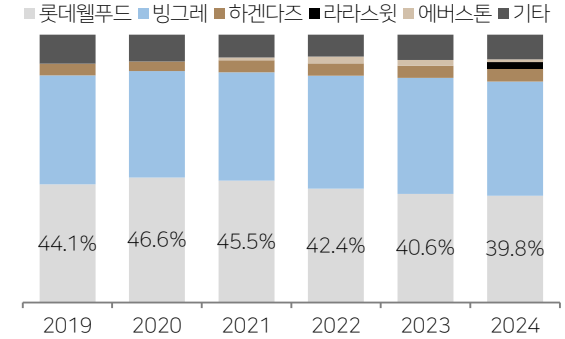
IV. Appendix

Fig. 268: 국내 건과 업체별 M/S



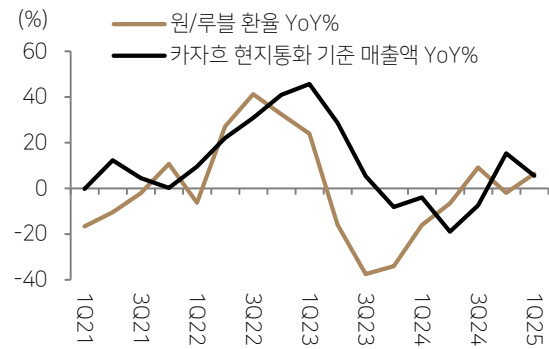
주: 소매점 POS 매출액 기준, 합병 전 롯데웰푸드는 제과+푸드 합산
Source: 닐슨코리아, 다올투자증권

Fig. 269: 국내 빙과 업체별 M/S



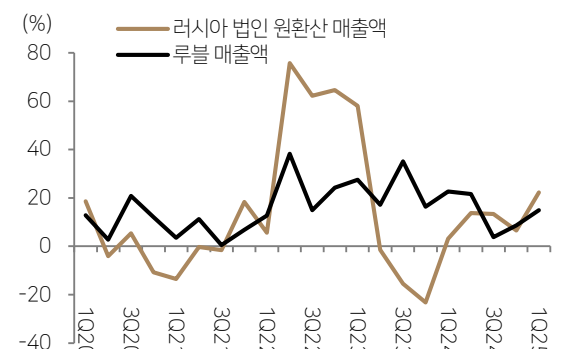
주: 소매점 POS 매출액 기준, 합병 전 롯데웰푸드는 제과+푸드 합산
Source: 닐슨코리아, 다올투자증권

Fig. 270: 루블 가치 상승 → 카자흐스탄 법인 매출 (+)



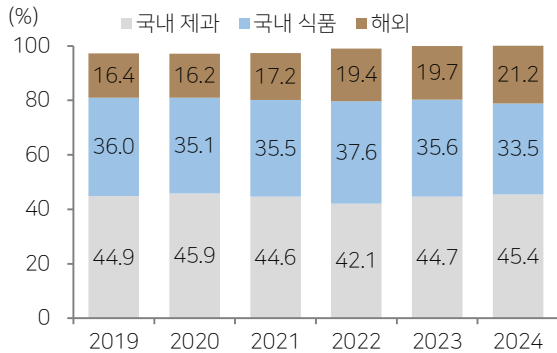
Source: 롯데웰푸드, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 271: 루블화 기준 러시아 매출액 vs. 원환산 매출액



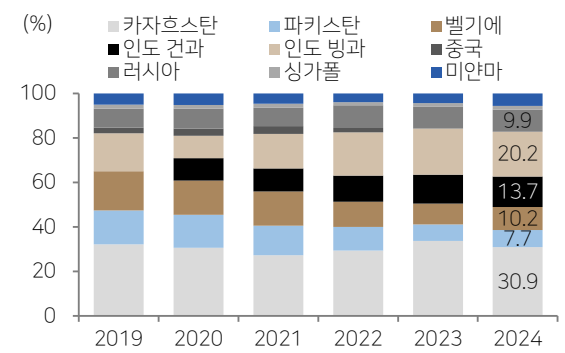
Source: 롯데웰푸드, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 272: 부문별 매출액 비중



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 273: 해외 매출액 내 국가별 매출액 비중



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

롯데웰푸드

연도별 성과

2022	BB
2023	A
2024	BB

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2024 하반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	81.4	362/1287	15/48

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	삼양식품	신라교역
5천억미만	사조동아원	동원수산

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
82.1	45.5	25%	▲
86.0	46.9	중	▲
79.7	44.2	중	▲
100.0	88.5	하	▲
44.0	66.8	하	▼
88.9	54.8	35%	▲
88.4	53.2	중	▲
89.3	51.7	중	▲
83.5	66.7	중	▲
100.0	51.7	하	▲
55.9	55.8	40%	▲
51.7	50.9	중	▲
61.9	64.0	하	▼
56.5	56.0	중	▲
100.0	71.5	하	▲
60.0	60.3	하	▼
94.3	51.9	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2021	29.4%	22.0%	19.7%
2022	43.2%	25.9%	3.6%
2023	37.6%	24.4%	3.5%

롯데윌푸드 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,488.9	1,428.7	1,379.0	1,399.6	1,442.9
현금성자산	583.8	466.4	375.0	358.6	327.8
매출채권	357.9	306.6	355.5	369.5	398.0
재고자산	481.2	567.1	559.1	581.2	625.9
비유동자산	2,710.2	2,913.0	3,035.5	3,164.6	3,297.8
투자자산	440.1	484.5	434.6	452.3	470.7
유형자산	1,975.7	2,087.3	2,277.6	2,409.0	2,542.3
무형자산	294.3	341.1	323.2	303.3	284.8
자산총계	4,199.1	4,341.7	4,414.5	4,564.2	4,740.7
유동부채	932.1	1,056.1	1,007.0	1,029.9	1,070.4
매입채무	414.9	450.9	436.1	453.3	488.2
유동성이자부채	449.8	539.7	504.8	509.8	514.8
비유동부채	1,124.4	1,059.3	1,117.5	1,131.3	1,145.4
비유동이자부채	915.4	844.4	894.9	899.9	904.9
부채총계	2,056.5	2,115.3	2,124.5	2,161.1	2,215.8
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4
이익잉여금	529.0	568.9	627.1	740.1	861.9
자본조성	390.1	430.7	434.1	434.1	434.1
자기주식	(23.3)	(23.3)	(23.3)	(23.3)	(23.3)
자본총계	2,142.6	2,226.4	2,290.1	2,403.1	2,524.9
투하자본	2,845.4	3,068.1	3,258.1	3,395.2	3,555.4
순차입금	781.4	917.8	1,024.7	1,051.1	1,091.9
ROA	1.6	1.9	2.2	3.2	3.2
ROE	3.3	3.9	4.5	6.3	6.3
ROIC	3.8	4.0	3.6	5.0	4.9

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,066.4	4,044.3	4,217.2	4,390.9	4,569.1
증가율 (Y-Y%)	26.9	(0.5)	4.3	4.1	4.1
영업이익	177.0	157.1	152.4	223.9	228.5
증가율 (Y-Y%)	57.5	(11.3)	(3.0)	46.9	2.1
EBITDA	367.7	361.0	374.5	459.3	474.4
영업외손익	(67.2)	(49.3)	(21.0)	(35.1)	(28.0)
순이자수익	(29.5)	(32.4)	(23.4)	(24.4)	(18.2)
외화관련손익	(14.6)	(8.3)	10.8	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	0.9	(22.0)	0.0	0.0
세전계속사업손익	109.8	107.8	131.4	188.8	200.4
당기순이익	67.8	82.0	97.9	141.6	150.3
지배기업당기순이익	70.5	84.6	99.2	142.2	151.0
증가율 (Y-Y%)	54.4	21.0	19.5	44.6	6.2
NOPLAT	109.2	119.5	113.6	167.9	171.4
(+) Dep	190.7	203.9	222.1	235.4	245.9
(-) 운전자본투자	(147.9)	23.2	55.8	19.2	38.5
(-) Capex	324.6	315.8	373.6	342.9	356.8
OpFCF	123.2	(15.6)	(93.8)	41.3	22.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	25.1	23.5	9.6	2.6	4.2
영업이익증가율(3Yr)	16.3	13.1	10.7	8.1	13.3
EBITDA증가율(3Yr)	15.9	16.8	12.1	7.7	9.5
순이익증가율(3Yr)	17.5	31.1	30.7	27.8	22.4
영업이익률(%)	4.4	3.9	3.6	5.1	5.0
EBITDA마진(%)	9.0	8.9	8.9	10.5	10.4
순이익률(%)	1.7	2.0	2.3	3.2	3.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	453.0	285.6	244.8	358.4	358.8
당기순이익	67.8	82.0	98.0	141.6	150.3
자산상각비	190.7	203.9	222.1	235.4	245.9
운전자본증감	97.0	(77.7)	(71.3)	(19.2)	(38.5)
매출채권감소(증가)	0.1	52.0	(17.2)	(14.1)	(28.4)
재고자산감소(증가)	143.1	(83.8)	15.7	(22.1)	(44.7)
매입채무증가(감소)	(14.5)	(5.2)	(28.5)	17.2	34.9
투자현금	(236.5)	(385.1)	(243.9)	(357.7)	(372.4)
단기투자자산감소	7.1	(77.7)	102.0	(2.0)	(2.1)
장기투자증권감소	(2.0)	0.0	4.9	6.5	6.4
설비투자	(324.6)	(315.8)	(373.6)	(342.9)	(356.8)
유무형자산감소	65.5	(13.7)	(2.1)	(4.0)	(4.0)
재무현금	(35.4)	(82.1)	(4.7)	(19.2)	(19.2)
차입금증가	29.5	(4.4)	6.4	10.0	10.0
자본증가	(21.0)	(27.2)	(29.2)	(29.2)	(29.2)
배당금지급	21.0	27.2	29.2	29.2	29.2
현금 증감	180.8	(177.1)	3.7	(18.5)	(32.8)
총현금흐름(Gross CF)	389.5	403.9	321.7	377.6	397.3
(-) 운전자본증가(감소)	(147.9)	23.2	55.8	19.2	38.5
(-) 설비투자	324.6	315.8	373.6	342.9	356.8
(+) 자산매각	65.5	(13.7)	(2.1)	(4.0)	(4.0)
Free Cash Flow	249.9	(58.9)	6.5	0.7	(13.7)
(-) 기타투자	2.0	0.0	(4.9)	(6.5)	(6.4)
잉여현금	248.0	(58.9)	11.4	7.2	(7.3)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	7,476	8,969	10,513	15,071	16,003
BPS	186,530	190,113	198,535	212,629	227,499
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,800
Multiples(x, %)					
PER	16.6	12.4	11.6	8.1	7.6
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/ EBITDA	5.3	5.5	5.8	4.8	4.7
배당수익률	2.4	3.0	2.7	2.7	3.1
PCR	3.0	2.6	3.6	3.0	2.9
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	96.0	95.0	92.8	89.9	87.8
Net debt/Equity	36.5	41.2	44.7	43.7	43.2
Net debt/EBITDA	212.5	254.2	273.6	228.9	230.2
유동비율	159.7	135.3	136.9	135.9	134.8
이자보상배율	6.0	4.9	6.5	9.2	12.5
이자비용/매출액	1.2	1.3	1.4	1.9	1.6
자산구조					
투하자본(%)	73.5	76.3	80.1	80.7	81.7
현금+투자자산(%)	26.5	23.7	19.9	19.3	18.3
자본구조					
차입금(%)	38.9	38.3	37.9	37.0	36.0
자기자본(%)	61.1	61.7	62.1	63.0	64.0

자료: 다올투자증권

농심

(004370)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		신규
적정주가	500,000		신규
Earnings			

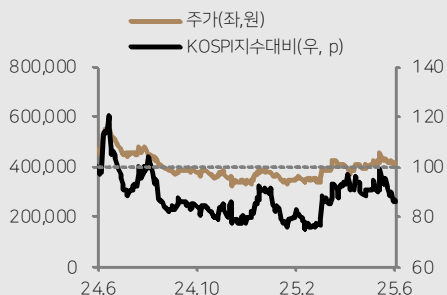
Stock Information

현재가 (6/5)	420,500원
예상 주가상승률	18.9%
시가총액	25,578억원
비중(KOSPI내)	0.11%
발행주식수	6,083천주
52주 최저가 / 최고가	326,000 - 575,000원
3개월 일평균거래대금	139억원
외국인 지분율	17.8%
주요주주지분율(%)	
농심홀딩스 (외 6인)	44.3
국민연금공단 (외 1인)	10.9
자사주 (외 1인)	4.9

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	14.5	13.4	12.3
PBR(배)	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.6	5.4	4.6
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.8	23.7	(8.0)	12.4
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(6.0)	8.5	(12.5)	(4.8)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

툰바 확장과 연간 증익

Issue

적정주가 500,000원으로 커버리지 개시

Pitch

국내 가격인상 효과 반영으로 2분기부터 YoY 증익 전망. 미국법인 가격인상은 3분기 중 예정, 신라면 툰바는 해외 주요 지역에서 입점 본격화 중. 적정주가는 12M Fwd. EPS에 적정 P/E 15.5배를 적용해 도출

Rationale

- 3/17일부터 시행된 국내 가격인상의 연간 매출액 효과는 504억원 추정. 신라면 툰바 관련 전사 프로모션비 증가 전망에도 국내 가격인상, 3분기 중 예정된 미국법인 가격인상, 중국법인 영업 효율화, 소맥 가격 안정화 바탕 **연결 영업이익은 연간 YoY +23.8%으로 증익 전망**
- 미국법인 신라면 툰바 메인스트림 입점 본격화** 중. 미국 월마트 5천 개점 중 1천개점 입점 완료(4월), 코스트코(5월), 크로거(협의 중) 등 주요 채널 입점에 따른 업사이드는 월 10~20억원 전망
- 중국법인 매출액 YoY 역성장폭 축소 중. 오프라인은 간식점 등 신규 채널 입점 및 전용 SKU 확대, 점차적인 온라인 거래선 정상화에 따라 연간 매출액 YoY 성장 전환 전망
- 동사 주가는 가격인상 및 그에 따른 실적 개선에 탄력적으로 반응해 왔음. 2분기부터 시작될 7개 분기만의 증익 및 신라면 툰바의 해외 입점 본격화에 따라 주가 반등이 나타날 수 있다고 판단

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	3,411	3,439	3,604	3,787	3,946	4,132	4,331
영업이익	212	163	202	226	217	229	243
EBITDA	330	286	328	352	344	358	374
지배주주순이익	172	157	191	208	211	223	236
순차입금	(612)	(689)	(778)	(929)	(1,078)	(1,232)	(1,393)
매출증가율	9.0	0.8	4.8	5.1	4.2	4.7	4.8
영업이익률	6.2	4.7	5.6	6.0	5.5	5.5	5.6
순이익률	5.0	4.6	5.3	5.5	5.4	5.4	5.4
EPS증가율	48.0	(8.5)	21.4	8.9	1.7	5.4	5.9
ROE	7.2	6.2	7.0	7.3	7.0	7.0	6.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권 추정

농심은,

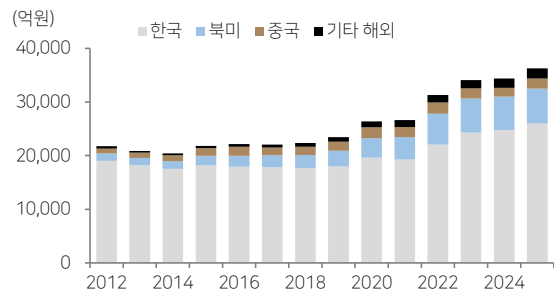
1965년 롯데공업으로 설립되었으며 1978년 사명을 농심으로 변경했다. 1971년 출시 새우깡, 1986년 출시 신라면이 대표 브랜드이며, 주요 사업은 라면, 스낵, 음료 등이다.

1996년 상하이에 첫 해외공장을 설립하며 글로벌 진출 본격화, 2005년 미국으로 해외 생산기지를 확대했다. 공장은 국내 7개, 해외 6개 운영 중이며, 판매법인은 중국/일본/미국/호주/유럽에 있다.

코스피 상장사로, 최대주주는 농심홀딩스 (지분율 32.72%), 특관자 포함 지분율은 44.28%다.

Financials

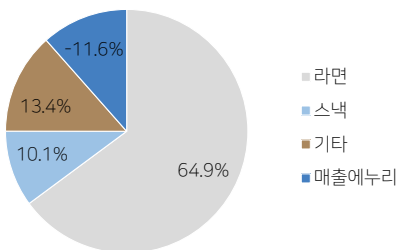
- '20년 COVID 전까지 매출액 성장 정체. 이후 국내 내식 수요 확대, 북미 중심 해외 확장으로 '22년 매출액 3조원 돌파
- '25년 연결 매출액으로 YoY +4.8% 증가한 3.6조원 전망. 수출 특화 제품인 신라면 톰바 해외 입점, 국내 가격 인상 효과가 주요할 것
- '25년 연결 영업이익률은 신규 SKU 해외 분포 확대에 따른 판관비 증가 전망에도 국내외 가격 인상과 소맥 가격 안정화로 5.6% 전망



Source: 농심, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

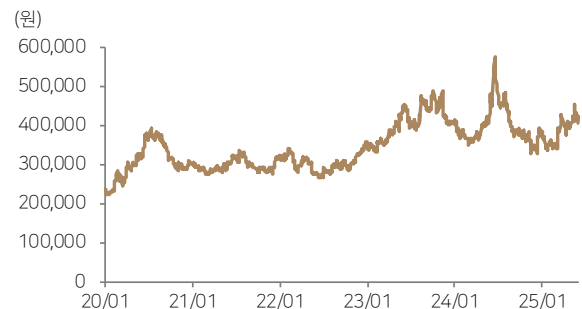
- '24년 연결 매출액 기준 라면 84%, 스낵 13%, 기타(삼다수) 17%, 매출에누리 -15%로 구성
- '24년 기준 해외 매출 비중은 28%이며, 미국이 15.5%로 가장 높은 비중을 차지



Source: 농심, 다올투자증권

주가

- '22년 9월 가격 인상 및 주요 곡물가 하락이 겹치며 40만원 돌파
- '24년 수출주 모멘텀으로 60만원 돌파했으나, 성장 둔화로 이전 레벨 복귀



Source: 다올투자증권

I. Valuation

I-1. 적정주가 500,000원으로 커버리지 개시

농심의 적정주가로 500,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12M Fwd. EPS에 적정 P/E 15.5배를 적용해 도출했다. 적정배수는 국내, 일본, 중국 라면 Peer 5사 (삼양식품, Toyo Suisan, Nissin, TingYi, Uni-President)의 12M Fwd. P/E 평균 (16.2배) 대비 소폭 낮은 수치다. 20%에 달하는 미국 시장 점유율 및 국내 제품 인지도 고려 시 과도한 디스카운트는 적절치 않다고 보았다.

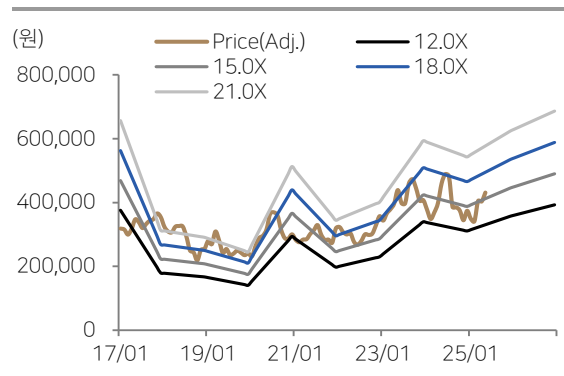
현재 Valuation은 12M Fwd. P/E 약 13배로 가격인상 모멘텀 본격화 시기 대비 여전히 낮은 멀티플을 부여받고 있다. 동사 주가는 가격인상 및 그에 따른 실적 개선에 탄력적으로 반응해왔으며, 2분기부터 시작될 7개 분기만의 증익 및 신라면 톱바의 해외 입점 성과에 따라 주가 반등이 나타날 수 있다고 판단한다.

Fig. 274: 농심 Valuation

구분		비고
EPS(원)	31,646	12m Fwd. 기준
적정 P/E(배)	15.5	Peer 5사의 12M Fwd. P/E 평균 (16.3 배) 대비 소폭 할인
적정주가(원)	500,000	
증가(원)	420,500	
상승여력	18.9%	

Source: 농심, 다올투자증권 추정

Fig. 275: 농심 P/E Band



Source: 다올투자증권

Fig. 276: 농심 Peer Valuation

기업	국가	시가총액 (십억원)	매출액 (십억원)		매출액성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E		
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	12M Fwd.
농심	KS	2,558	3,635	3,814	5.7	4.9	5.6	5.9	13.6	12.5	13.1
삼양식품	KS	8,535	2,294	2,798	32.7	22.0	23.1	23.5	20.9	16.8	18.9
Tingyi	HK	12,668	15,853	16,348	3.6	3.1	8.1	8.5	16.1	14.8	15.2
Toyo Suisan	JP	9,512	4,997	5,189	7.6	3.9	14.3	14.4	14.4	13.6	14.1
Nissin	JP	8,352	7,714	7,995	8.5	3.6	9.8	9.9	15.3	14.4	14.9
Uni-President	HK	7,843	6,229	6,583	8.2	5.7	8.1	8.4	19.1	17.4	18.1

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 컨센서스 기준, 6월 5일 종가 기준

I-2. 실적 전망

‘25년 농심의 연결 매출액으로 YoY +4.8% 증가한 3조 6,042억원을 전망한다. 별도 법인은 3월 가격인상 바탕으로 YoY +4.2%, 해외법인은 신라면 톰바의 메인스트림 입점 확대로 YoY +5.3% 성장 전망한다. 미국법인은 작년 10월 증설한 면 라인에서 현지 소비자들에게 친숙한 볶음면 생산 확대 전략이 주효할 것이다. 중국은 온라인 영업 거래선 정상화 및 신제품 출시 효과로 2분기부터 매출 YoY 성장 전환을 기대한다.

전년대비 높아진 팜유 가격, 신제품 프로모션비 증가 전망에도, 국내 가격인상(3월), 미국법인 가격인상(3분기 예정), 맥분 가격 안정화가 이를 상쇄하며 2분기부터 YoY 증익, 연간으로도 연결 영업이익 YoY +23.8% 증가한 2,019억원을 전망한다.

Fig. 277: 농심의 실적 추정 및 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	873	861	850	855	893	900	899	913	3,439	3,604	3,787
별도	684	687	667	663	693	705	706	711	2,702	2,815	2,921
라면	491	507	493	502	516	509	525	545	1,993	2,095	2,184
내수	390	392	386	410	410	387	399	434	1,578	1,629	1,658
수출	101	115	107	92	106	123	126	111	415	466	527
스낵	122	115	111	107	109	117	114	109	455	448	457
기타	155	158	146	134	151	161	149	137	592	598	604
매출에누리	84	92	83	80	83	83	81	79	338	326	325
해외	247	236	233	244	254	251	248	258	960	1,010	1,100
중국	48	41	33	38	45	42	37	40	161	165	177
북미	161	150	153	159	163	161	163	168	623	655	718
기타국가	38	45	46	46	46	47	48	49	176	190	206
연결조정	-58	-62	-50	-52	-55	-55	-56	-56	-222	-221	-234
YoY%	1.4%	2.8%	-0.6%	-0.2%	2.3%	4.5%	5.7%	6.7%	0.8%	4.8%	5.1%
별도	7.0%	6.1%	1.2%	0.6%	1.4%	2.5%	5.8%	7.2%	3.7%	4.2%	3.7%
라면	6.4%	10.2%	5.2%	4.7%	5.2%	0.5%	6.5%	8.4%	6.6%	5.1%	4.3%
스낵	11.3%	0.8%	-5.9%	-9.6%	-10.9%	2.0%	2.0%	2.0%	-1.1%	-1.4%	2.0%
해외	-6.6%	-2.4%	-1.2%	2.3%	2.9%	6.1%	6.7%	5.7%	-2.1%	5.3%	8.9%
중국	-18.0%	-7.6%	-21.1%	-13.6%	-4.5%	3.0%	10.0%	5.0%	-15.2%	2.7%	7.4%
북미	-6.1%	-3.7%	-0.8%	3.6%	0.9%	7.4%	6.8%	5.7%	-1.9%	5.1%	9.5%
기타국가	10.5%	8.0%	18.5%	14.9%	20.4%	4.8%	3.8%	5.9%	13.0%	8.2%	8.1%
영업이익	61	44	38	20	56	52	50	44	163	202	226
별도	38	17	17	11	38	37	32	26	84	133	132
해외	23	25	17	8	15	14	16	16	72	60	85
YoY%	-3.7%	-18.7%	-32.5%	-47.6%	-8.7%	19.5%	33.2%	113.2%	-23.1%	23.8%	11.9%
별도	-3.9%	-36.3%	-50.5%	-51.3%	-0.6%	110.9%	91.1%	129.8%	-32.6%	58.5%	-0.6%
해외	-9.3%	14.4%	-4.8%	-49.8%	-33.2%	-46.3%	-7.1%	108.3%	-9.4%	-16.8%	41.8%
영업이익률	7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	5.8%	5.6%	4.8%	4.7%	5.6%	6.0%
별도	5.6%	2.5%	2.5%	1.7%	5.5%	5.2%	4.6%	3.6%	3.1%	4.7%	4.5%
해외	9.2%	10.7%	7.2%	3.1%	6.0%	5.4%	6.3%	6.2%	7.5%	6.0%	7.8%
순이익	53	43	37	25	52	48	50	41	157	191	208
YoY%	-2.1%	-4.8%	-26.0%	12.6%	-1.5%	11.7%	34.2%	67.0%	-7.9%	21.3%	8.9%
NIM%	6.1%	5.0%	4.3%	2.9%	5.8%	5.3%	5.5%	4.5%	4.6%	5.3%	5.5%

Source: 농심, 다올투자증권 추정

II. 투자포인트

II-1. 2분기부터 증익 시작

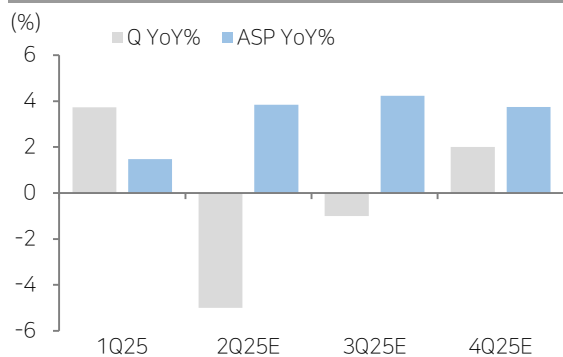
소비자 충성도 바탕
온전한 효과 누릴 것

가격인상 효과의 온전한 실적 반영 여부는 가격전가력에 달려 있다. 높은 소비자 충성도를 보유한 제품은 가격 저항 정도가 낮아 물량(Q) 감소가 제한적이며, P 측면에서도 매출 차감으로 반영되는 판매촉진비를 최소화해 ASP 상승이 극대화될 수 있기 때문이다.

동사는 국내 M/S 1위인 신라면 브랜드를 보유하고 있으며, 라면은 타 카테고리에 비해 특정 브랜드에 대한 충성도가 높은 편이다. 또한 라면 카테고리는 주식(主食) 포지션으로 기호식품 대비 가격 저항에 따른 Q 위축 정도가 크지 않으며, 이에 수요 촉진을 위한 추가 판관비 투입 가능성도 제한적이다.

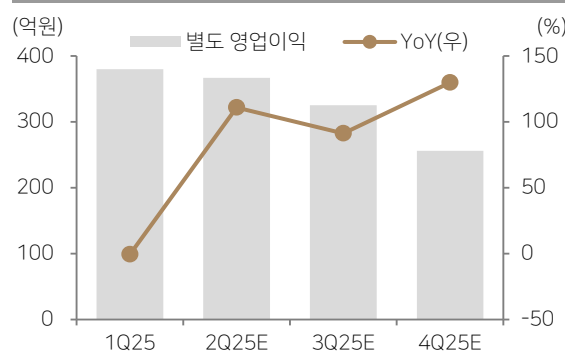
[Q] 이번 내수 가격인상의 라면 Q 영향은 2분기 YoY 미드싱글 감소, 연간으로는 Flat 추정했으며, [P] 남은 3개 분기 평균 ASP는 1분기 대비 +3.7% 추정해 [매출] 라면 가격인상에 따른 매출액 증가분은 약 +500억원, 스낵 가격인상까지 고려한 '25년 별도 매출액은 YoY +4.2% 증가한 2.8조원을 전망한다. [이익] 통상 가격인상 직후 분기에는 ASP 상승 효과가 뚜렷이 나타나며 QoQ GPM 상승이 나타난다. 다만 높아진 이익률이 그 이후까지 지속되기 위해서는 Q 증가, 원가 하락이 동시에 나타나야 한다. 동사의 라면 Q는 연간으로는 Flat 전망하나, 맥분 가격 안정화에 따라 별도 기준 연간 GPM은 +1.6%p 상승 예상하며, 총이익률 개선에 따라 별도 영업이익은 2분기부터 증익으로 돌아서 연간 기준 YoY +58.5% 증가 전망한다.

Fig. 278: 내수 라면 Q / ASP 영향 추정

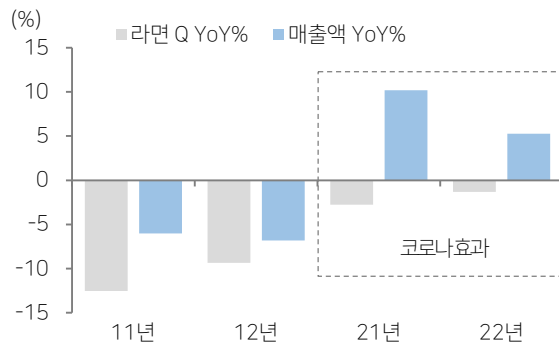


Source: 농심, 다올투자증권 추정

Fig. 279: 분기별 별도 영업이익 추정



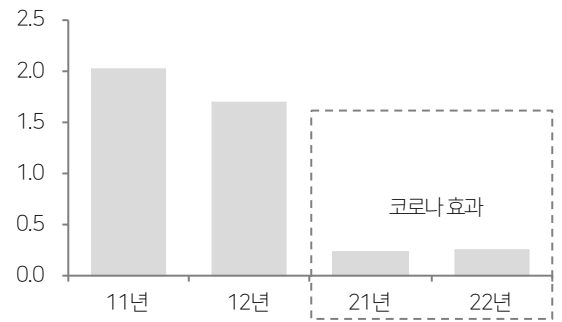
Source: 농심, 다올투자증권 추정

Fig. 280: 농심 가격인상 직후 분기의 Q 및 매출액 증감폭

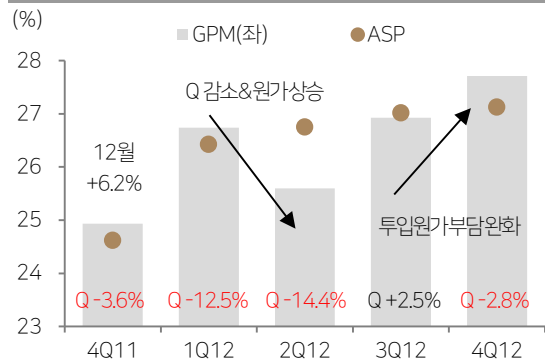
Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 281: 농심 가격인상 직후 분기의 수요탄력성

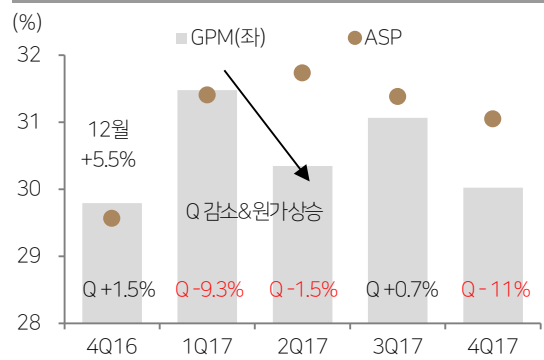
(가격인상률/Q증감폭)



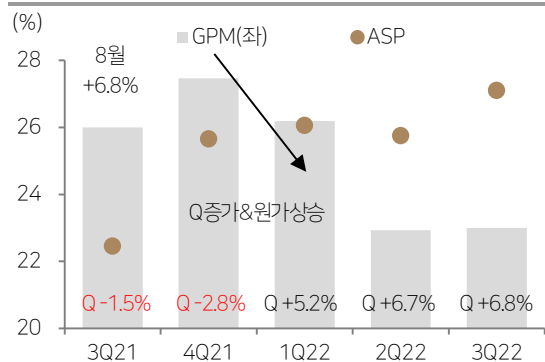
Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 282: [이익] '11년 11월 인상 발표 → 12월 6.2% 인상

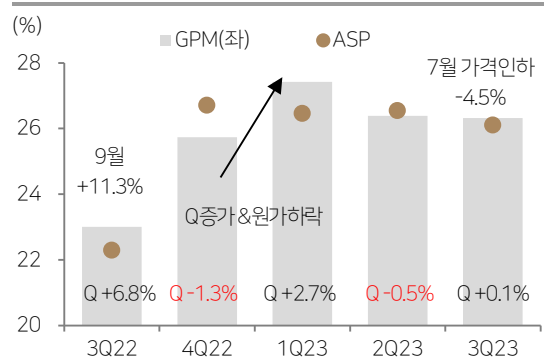
Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 283: [이익] '16년 12월 인상 발표 → 12월 5.5% 인상

Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 284: [이익] '21년 7월 인상 발표 → 8월 6.8% 인상

Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

Fig. 285: [이익] '22년 8월 인상 발표 → 9월 11.3% 인상

Note: 별도 기준 / Source: 농심, 다올투자증권

II-2. 툼바 메인스트림 입점 본격화

미국: 메인스트림
입점 본격화

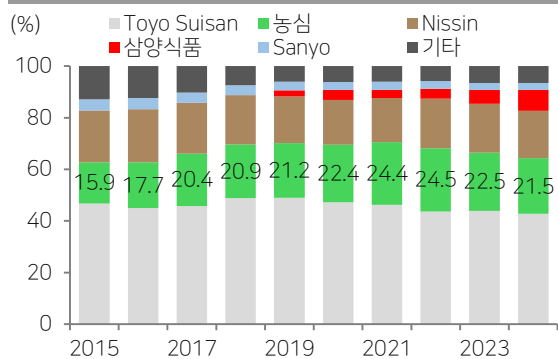
‘24년 11월 미국 2공장에서 현지 생산을 시작한 신라면 툼바는 기존 아시안마켓 위주 입점에서 ‘25년 메인스트림 채널로의 입점이 본격화되고 있다. 연초 월마트 온라인, 4월 월마트 오프라인 1천개점에 입점 완료했으며, 5월 LA 지역 코스트코 입점 진행 중, 협의 중인 곳으로는 크로거, HEB 등이 있다.

동사는 1971년부터 미국에 라면을 수출해 ‘24년 기준 미국 Instant Noodles 시장의 21.5%를 점유하고 있다. 시장 점유율 및 미국 시장에서의 오랜 업력을 바탕으로 현지 유통채널의 빠른 확산이 기대된다. 또한 신라면 툼바 등 프리미엄 제품들은 오리지널 신라면 대비 1.5배 높은 가격에 형성되어 있어, 향후 현지 시장 안착시 ASP 상승 효과를 누릴 수 있을 전망이다.

중국/일본: 초기 입점
효과 기대

중국에서는 4월 월마트, 패밀리마트 입점 후 주요 하이퍼마켓 (화룬, 용취, 대룬발 등) 입점을 논의 중이다. 일본은 4월 세븐일레븐 입점 후 초도 물량 완판으로 추가 물량 협상 중, 호주는 대형 슈퍼마켓 체인인 Coles, Woolworth에 입점 완료되었다. 해당 지역들은 신라면 오리지널 위주 판매가 진행되던 곳으로, 수출 특화 제품을 통해 동사의 해외 M/S 확장에 기여할 전망이다.

Fig. 286: 미국 Instant Noodles 시장 점유율 추이



Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 287: 미국 주요 라면 브랜드



Note: Maruchan, Nissin, Sapporo Ichiban, Indomie, 농심, 삼양식품
Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 288: 미국 라면 주요 브랜드별 가격 비교

기업명	브랜드	제품명	가격	개당 가격
Toyo Suisan	Maruchan	instant lunch chicken flavor ramen noodles	12 pack (3oz) \$4.00	0.3
	Maruchan	yakisoba chicken flavor noodles	6 pack (4oz) \$6.72	1.1
Nissin	Cup Noodle	cup noodles ramen soup chicken flavor	6 cup (2.25oz) \$3.28	0.5
	Top Ramen	top ramen original ramen soup chicken flavor	12 pack (3 oz) \$3.94	0.3
	Ramen Bistro	ramen bistro sichuan garlic chicken flavor	1 cup (3.1oz) \$1.08	1.1
Indofood	Indome	mi goreng stir fry noodles original flavor	30 pack (2.8oz) \$21.75	0.7
	Indome	mi goreng stir fry noodles original flavor cup	1 cup (2.65oz) \$1.48	1.5
Samyang	Buldak	buldak spicy hot chicken flavor ramen	5 pack (4.94oz) \$6.88	1.4
	Buldak	buldak spicy chicken noodle carbonara	5 pack (4.58oz) \$6.88	1.4
	Buldak	buldak spicy hot chicken flavor ramen cup	1 cup (2.46oz) \$1.88	1.9
	Buldak	buldak spicy chicken noodle carbonara cup	1 cup (2.82oz) \$1.88	1.9
	Buldak	buldak habanero lime	5 pack (4.76oz) \$7.57	1.5
	Buldak	buldak rose	5 pack (4.93oz) \$6.88	1.4
Nongshim	Shin Ramyun	shin ramyun spicy beef pack	4 pack (4.2oz) \$5.22	1.3
	Shin Ramyun	shin ramyun spicy beef cup	6 cup (2.64oz) \$8.52	1.4
	Shin Ramyun	shin ramyun green pack	4 pack (4.4oz) \$8.38	2.1
	Shin Ramyun	shin ramyun black pack	4 pack (4.58oz) \$7.98	2.0
	Shin Ramyun	shin ramyun gold pack	4 pack (4.58oz) \$8.38	2.1
	Shin Ramyun	shin ramyun stir fry	4 pack (4.65oz) \$8.38	2.1
	Shin Ramyun	shin ramyun toomba	4 pack (4.83oz) \$7.98	2.0
	Tonkotsu	tonkotsu spicy pork & black garlic	4 cup (3.6oz) \$8.92	2.2
	Neoguri	neoguri spicy seafood ramyun	4 pack (4.2oz) \$5.22	1.3
	Chapagetti	chapagetti savory chajang noodles	4 pack (4.48oz) \$6.28	1.6
Sanyo	Sapporo Ichiban	sapporo ichiban original flavored soup	5 pack (3.5oz) \$4.96	1.0

Note: 미국 Walmart 온라인 기준 / Source: Walmart, 다올투자증권

농심

연도별 성과

2022	BB
2023	A
2024	BB

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2024 하반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	80.3	388/1287	17/48

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	삼양식품	신라교역
5천억미만	사조동아원	동원수산

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
76.7	45.5	25%	▲
89.0	46.9	중	▲
80.0	44.2	중	▲
50.0	88.5	하	▼
80.0	66.8	하	▲
80.2	54.8	35%	▲
68.6	53.2	중	▲
88.7	51.7	중	▲
76.0	66.7	중	▲
100.0	51.7	하	▲
60.4	55.8	40%	▲
55.2	50.9	중	▲
37.0	64.0	하	▼
70.7	56.0	중	▲
86.0	71.5	하	▲
47.5	60.3	하	▼
97.1	51.9	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2021	23.2%	22.0%	7.5%
2022	24.9%	25.9%	13.7%
2023	16.8%	24.4%	15.4%

농심 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,419.8	1,743.7	1,872.8	2,073.3	2,252.3
현금성자산	673.1	892.1	990.2	1,151.6	1,310.6
매출채권	313.2	328.1	340.1	358.7	367.6
재고자산	318.2	323.2	340.1	358.7	367.6
비유동자산	1,814.9	1,853.7	1,867.9	1,890.8	1,918.6
투자자산	218.2	200.4	234.6	244.1	254.0
유형자산	1,535.1	1,579.8	1,564.9	1,578.6	1,596.8
무형자산	61.7	73.6	68.4	68.1	67.8
자산총계	3,234.8	3,597.5	3,740.7	3,964.2	4,170.8
유동부채	696.5	678.2	730.6	774.6	791.3
매입채무	596.0	567.9	610.2	643.5	659.5
유동성이자부채	31.7	39.6	49.0	59.0	59.0
비유동부채	97.5	246.7	255.2	258.7	272.3
비유동이자부채	29.4	163.5	163.5	163.5	173.5
부채총계	793.9	924.9	985.8	1,033.3	1,063.6
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	121.8	130.3	123.7	123.7	123.7
이익잉여금	2,316.2	2,437.4	2,599.2	2,775.3	2,951.6
자본조성	(38.2)	73.8	1.0	1.0	1.0
자기주식	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
자본총계	2,440.8	2,672.6	2,754.9	2,930.9	3,107.2
투하자본	1,754.2	1,925.3	1,899.4	1,920.9	1,944.9
순차입금	(612.0)	(689.0)	(777.7)	(929.1)	(1,078.1)
ROA	5.5	4.6	5.2	5.4	5.2
ROE	7.2	6.2	7.0	7.3	7.0
ROIC	8.8	6.4	7.9	8.9	8.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	327.2	272.5	244.9	332.4	339.3
당기순이익	171.5	157.6	190.9	207.9	211.3
자산상각비	118.1	122.7	126.2	125.9	127.2
운전자본증감	0.7	(51.6)	(6.1)	(5.1)	(3.2)
매출채권감소(증가)	(12.2)	0.7	(4.6)	(18.5)	(8.9)
재고자산감소(증가)	(24.1)	4.5	(16.9)	(18.5)	(8.9)
매입채무증가(감소)	49.9	(22.8)	9.3	33.3	16.0
투자현금	(267.4)	(381.9)	(150.7)	(179.6)	(186.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(22.0)	(30.4)	(31.6)
장기투자증권감소	378.1	520.4	92.6	(3.5)	(3.6)
설비투자	(108.0)	(122.9)	(101.9)	(135.3)	(141.0)
유무형자산감소	0.7	6.4	0.6	(4.0)	(4.0)
재무현금	(44.8)	95.1	6.7	(21.8)	(25.0)
차입금증가	(16.4)	129.5	6.6	10.0	10.0
자본증가	(28.9)	(28.9)	(28.9)	(31.8)	(35.0)
배당금지급	28.9	28.9	28.9	31.8	35.0
현금 증감	15.0	(2.0)	101.6	131.1	127.4
총현금흐름(Gross CF)	362.3	363.2	258.0	337.6	342.4
(-) 운전자본증가(감소)	(39.0)	131.2	(12.1)	5.1	3.2
(-) 설비투자	108.0	122.9	101.9	135.3	141.0
(+) 자산매각	0.7	6.4	0.6	(4.0)	(4.0)
Free Cash Flow	95.6	(70.3)	101.2	152.9	152.4
(-) 기타투자	(378.1)	(520.4)	(92.6)	3.5	3.6
잉여현금	473.7	450.0	193.8	149.4	148.8

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,410.6	3,438.7	3,604.2	3,787.3	3,946.1
증가율 (Y-Y%)	9.0	0.8	4.8	5.1	4.2
영업이익	212.1	163.1	201.9	225.9	216.6
증가율 (Y-Y%)	89.1	(23.1)	23.8	11.9	(4.1)
EBITDA	330.1	285.7	328.1	351.8	343.8
영업외손익	19.1	54.7	51.0	51.3	66.6
순이자수익	17.6	23.0	34.7	30.1	31.4
외화관련손익	(0.8)	2.1	0.5	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
세전계속사업손익	231.1	217.8	252.9	277.2	283.2
당기순이익	171.5	157.6	190.3	207.9	211.3
지배기업당기순이익	171.9	157.3	190.9	207.9	211.3
증가율 (Y-Y%)	47.8	(8.1)	20.7	9.3	1.7
NOPLAT	157.3	118.0	151.9	169.4	161.6
(+) Dep	118.1	122.7	126.2	125.9	127.2
(-) 운전자본투자	(39.0)	131.2	(12.1)	5.1	3.2
(-) Capex	108.0	122.9	101.9	135.3	141.0
OpFCF	206.3	(13.4)	188.2	154.8	144.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.9	8.9	4.8	3.6	4.7
영업이익증가율(3Yr)	9.8	15.4	21.6	2.1	9.9
EBITDA증가율(3Yr)	8.0	10.6	12.8	2.1	6.4
순이익증가율(3Yr)	4.8	16.5	17.9	6.6	10.3
영업이익률(%)	6.2	4.7	5.6	6.0	5.5
EBITDA마진(%)	9.7	8.3	9.1	9.3	8.7
순이익률(%)	5.0	4.6	5.3	5.5	5.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	28,261	25,861	31,390	34,172	34,738
BPS	389,399	427,185	441,567	470,567	499,604
DPS	5,000	5,000	5,500	6,050	6,050
Multiples(x, %)					
PER	14.4	14.5	13.4	12.3	12.1
PBR	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	5.6	5.6	5.4	4.6	4.3
배당수익률	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
PCR	6.8	6.3	9.9	7.6	7.5
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	32.5	34.6	35.8	35.3	34.2
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	203.9	257.1	256.3	267.7	284.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.2	0.5	0.5	0.6
자산구조					
투하자본(%)	66.3	63.8	60.8	57.9	55.4
현금+투자자산(%)	33.7	36.2	39.2	42.1	44.6
자본구조					
차입금(%)	2.4	7.1	7.2	7.1	7.0
자기자본(%)	97.6	92.9	92.8	92.9	93.0

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 : 87.8% HOLD : 12.2% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

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

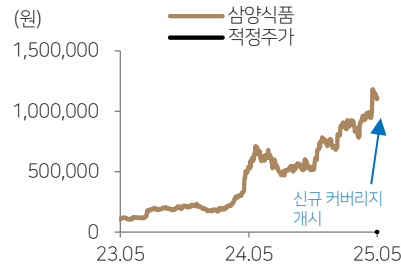
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

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

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

삼양식품 (003230)



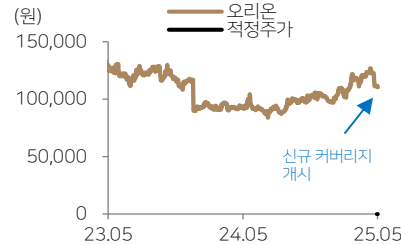
일자	커버리지	2025.06.09
투자의견	개시	BUY
적정주가		1,400,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2025-06-09	1,400,000				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 6월 5일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

오리온 (271560)



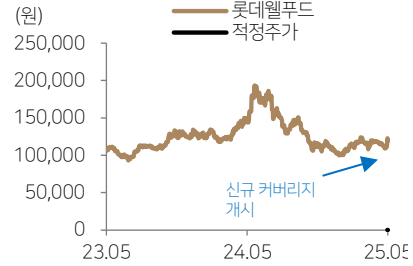
일자	커버리지	2025.06.09
투자의견	개시	BUY
적정주가		150,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2025-06-09	150,000				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 6월 5일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

롯데월드 (280360)



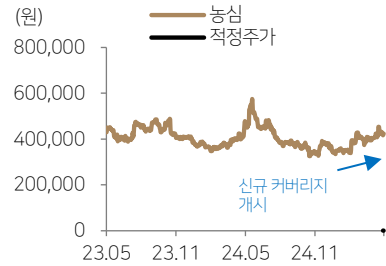
일자	커버리지	2025.06.09
투자 의견	개시	BUY
적정주가		150,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2025-06-09	150,000				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 6월 5일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

농심 (004370)



일자	커버리지	2025.06.09
투자 의견	개시	BUY
적정주가		500,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2024-06-09	500,000				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 6월 5일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무

김현

hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산

최광식

gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산

박영도

ypark@daolfn.com

자동차 · 이차전지

유지웅

jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오

이지수

jislee@daolfn.com

금융

김지원

jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장

고영민

ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기

박종현

alex.park@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 엔터 · 레저

김혜영

hyyy@daolfn.com

음식료

이다연

dayeonlee@daolfn.com

운송 · 통신 · 우주

오정하

junghao@daolfn.com

철강

이정우

jungwoo@daolfn.com

투자전략

투자전략

조병현

bhcho@daolfn.com

계량분석

김경훈

aimhigh2027@daolfn.com

채권분석

허정인

jeongin@daolfn.com

시황분석

김지현

jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2025.03.10	최광식	조선 - 조선보다 더 뜨거운 엔진
2025.03.12	이지수	제약 · 바이오 - 빅파마가 선택한 핵(核)인싸
2025.03.17	유지웅	이차전지 - 다가오는 우리의 시간
2025.03.31	고영민	반도체/소부장 - 진짜를 고를 시기
2025.04.10	김혜영	인터넷 - AI 에이전트 : 주인님 제가 대신 일할게요
2025.05.14	고영민	반도체/소부장 - AI를 알아야 Cycle이 보인다
2025.05.20	유지웅	자동차/이차전지 - 전력질주를 시작하며
2025.05.26	이지수	제약 · 바이오 - 비만과 항암은 간다
2025.05.28	이정우	철강 - 철강 원정크루 모집

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사업업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.