이다연 | ldayeonlee@daolfn.com

‘음식료 쥽쥽 구간’

: 내년 요리 재료는?



DAOL 다올투자증권

CONTENTS

03 **I. Summary & Focus Charts**

04 **II. 음식료 줍줍구간, 내년 요리 재료는?**

04 0. 줍줍구간

05 1. 뭘 줍줍하는 게 좋을까?

13 2. 종목별 투자의견 요약

15 3. 주체별 수급 추이

17 4. 3Q25 컨센서스 추이

19 **III. 종목별 투자의견**

20	롯데칠성	신규 / 16만원	
37	동원산업	신규 / 7.5만원	차선호주
49	CJ프레시웨이	신규 / 4만원	
61	KT&G	유지 / 17.5만원	
69	삼양식품	유지 / 180만원	최선호주
78	농심	상향 / 50만원	
85	롯데웰푸드	유지 / 15만원	관심주
90	오리온	유지 / 14만원	

I. Summary & Focus Charts

음식료 업종 주가는 당분간 쉬어갈 전망이다. 1) 내수 소비 반등 지연으로 3분기 실적 컨센서스를 최소 부합할 종목은 당사 커버리지 내 KT&G, CJ프레시웨이 외에는 확인되지 않으며, 2) 대장주 삼양식품의 이익 컨센서스도 국가별 물량 배분 전략에 따른 Mix 변경으로 하향 조정되고 있으며, 3) 주도섹터 수급 블랙홀로 당분간 수급 면에서도 쉬어가는 구간이 불가피하다.

위와 같은 환경 속 업종 대응 전략은, 낙폭 과대 종목 중 향후 확실한 주가 트리거가 있는 종목 위주로 미리 선별 매수하는 것이다. '26년부터 종목별로 가시화될 트리거, 베팅해 볼 만한 트리거로는 1) P-Q Spread 확대 바탕 이익 턴어라운드 (롯데웰푸드), 2) 글로벌 매출액 확대 (동원산업), 3) 내수 경기 반등 (CJ프레시웨이), 4) 견조한 수요 증명 (삼양식품)이 있다.

음식료 업종에 대해 Overweight 투자의견을 유지한다. 업종 주가 반등은 수급 요인과 더불어 연말까지 묘연하나, 개별 종목별로 접근 가능한 투자전략이 있기 때문이다. 최선호주 삼양식품 (TP 180만원/유지), 차선호주 동원산업 (TP 7.5만원/신규), 관심주 롯데웰푸드 (TP 15만원/유지)를 제시한다. 현재 주가 레벨은 저점을 잡아가며 충분히 매수 가능한 구간이라 판단한다.

Focus Charts 1 주요 음식료 기업 주가 트리거

삼양식품	오리온	롯데 웰푸드	농심	KT&G	CJ 제일제당	동원산업	풀무원	빙그레	롯데칠성	하이트 진로	CJ 프레시웨이
수요, 공장	중국 성장, 사중전회	코코아, 인도 성장	미국 판매량	본업/주주환원 관련 추가 재료	커버리지 X	식품사 M&A	커버리지 X	커버리지 X	바틀러 추가 지역	커버리지 X	외식 경기 반등
최선호주		관심주				차선호주					

Source: 다올투자증권

Focus Charts 2 주요 음식료 기업 주가수익률

	코스피	식품음료담배	삼양 식품	오리온	롯데 웰푸드	농심	KT&G	CJ 제일제당	동원 산업	풀무원	빙그레	롯데 칠성	하이트 진로	CJ프레 시웨이
4M	30.7	3.0	1.9	-4.4	-3.3	10.7	8.9	-1.9	-8.5	14.5	-13.5	-2.3	-5.3	-11.4
3M	21.8	-4.6	-7.6	-10.9	-6.7	5.0	-1.2	-8.1	-11.0	11.9	-16.7	-16.2	-11.5	-12.0
2M	22.2	1.1	-5.9	-5.5	-2.9	17.6	2.9	1.1	-5.7	-6.2	0.8	-6.6	-1.5	-13.9
1M	13.8	-5.5	-17.9	-5.4	-1.8	-9.0	0.7	-1.5	-9.9	-5.2	-5.1	-4.4	-1.5	-11.4
1W	6.2	-2.0	-8.8	1.1	0.7	-0.3	1.0	0.4	-0.3	-0.3	-6.1	1.5	0.9	-2.5

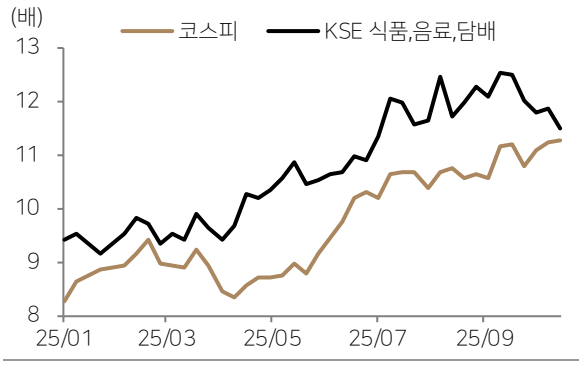
Source: Quantiwise, 다올투자증권

II. 음식료 줍줍구간, 내년 요리 재료는?

II-0. 줍줍구간

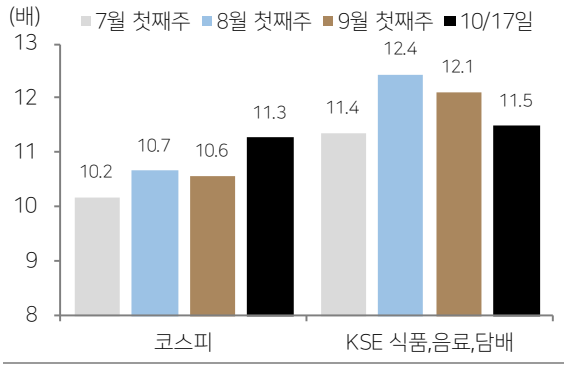
코스피는 연이어 신고가 갱신 중이고, 주도 업종 수급 블랙홀로 음식료 업종 주가 하락이 나타나고 있다. 연말까지도 수급 측면에서 업종 주가 반등은 묘연하다. 당사 음식료 커버리지 중 3분기 실적이 시장 기대치를 상회할 기업도 KT&G, CJ프레시웨이 외에는 확인되지 않는다. 다만 Valuation은 싸졌다. 이에 종목별로 저평가 정도를 진단하고 향후 상승여력을 점검해, 싼 종목을 미리 사두는 것이 지금 음식료 업종 대응 전략으로 적합하다고 판단한다.

Fig. 1: 코스피 vs. 식품음료담배(KSE) 12m Fwd. P/E



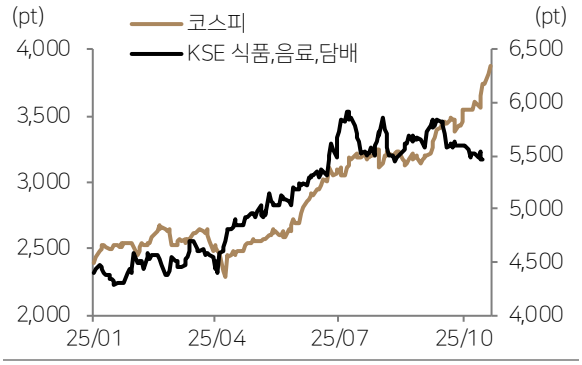
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 2: 코스피 vs. 식품음료담배(KSE) 12m Fwd. P/E



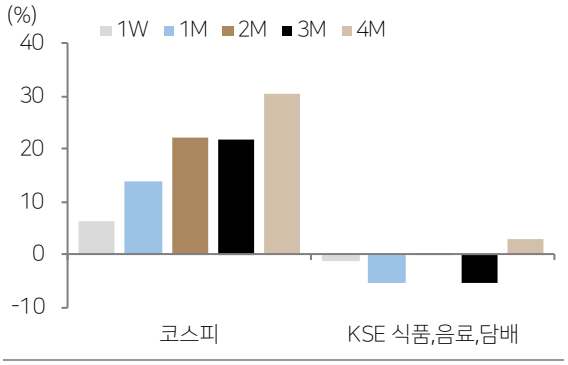
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 3: 코스피 vs. 식품음료담배(KSE) 주가지수



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 4: 코스피 vs. 식품음료담배(KSE) 주가수익률



Source: Quantiwise, 다올투자증권

II-1. 뭘 줍줍하는 게 좋을까?

코스피 강세장 속 주가 낙폭이 컸던 기업, 그리고 주가 반등 트리거가 있는 종목들 위주로 선별적 접근이 필요하다. '25년 하반기~'26년 상반기 주가 반등 트리거가 있는 종목으로는 1) 영업이익 턴어라운드 (롯데웰푸드), 2) M&A를 통한 글로벌 외형 확대 (동원산업), 3) 견조한 수요 및 신공장 가동률 상승과 함께 다시 한번 실적으로 증명할 (삼양식품), 4) 내수 소비 관련 정책 및 외식업 경기 반등 (CJ프레시웨이) 이 있다.

Fig. 5: 주요 음식료 기업 주가수익률

	코스피	식품음료담배	삼양식품	오리온	롯데웰푸드	농심	KT&G	CJ제일제당	동원산업	풀무원	빙그레	롯데칠성	하이트진로	CJ프레시웨이
4M	30.7	3.0	1.9	-4.4	-3.3	10.7	8.9	-1.9	-8.5	14.5	-13.5	-2.3	-5.3	-11.4
3M	21.8	-4.6	-7.6	-10.9	-6.7	5.0	-1.2	-8.1	-11.0	11.9	-16.7	-16.2	-11.5	-12.0
2M	22.2	1.1	-5.9	-5.5	-2.9	17.6	2.9	1.1	-5.7	-6.2	0.8	-6.6	-1.5	-13.9
1M	13.8	-5.5	-17.9	-5.4	-1.8	-9.0	0.7	-1.5	-9.9	-5.2	-5.1	-4.4	-1.5	-11.4
1W	6.2	-2.0	-8.8	1.1	0.7	-0.3	1.0	0.4	-0.3	-0.3	-6.1	1.5	0.9	-2.5

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 6: 주요 음식료 기업 12m Fwd. P/E Valuation

	코스피	식품음료담배	삼양식품	오리온	롯데웰푸드	농심	KT&G	CJ제일제당	동원산업	풀무원	빙그레	롯데칠성	하이트진로	CJ프레시웨이
7월초	10.2	11.0	20.0	9.8	10.0	12.4	14.1	8.7	7.3	9.2	7.4	10.1	11.0	6.2
8월초	10.7	11.9	21.5	9.5	10.4	12.1	16.0	8.4	7.1	11.7	7.2	10.6	10.8	6.0
9월초	10.6	12.0	22.7	9.3	9.6	14.1	14.6	7.8	5.9	10.6	7.4	9.5	10.9	5.8
10/17	11.6	11.4	18.6	8.8	9.5	14.1	14.6	7.8	5.6	11.1	7.4	9.2	11.5	5.3

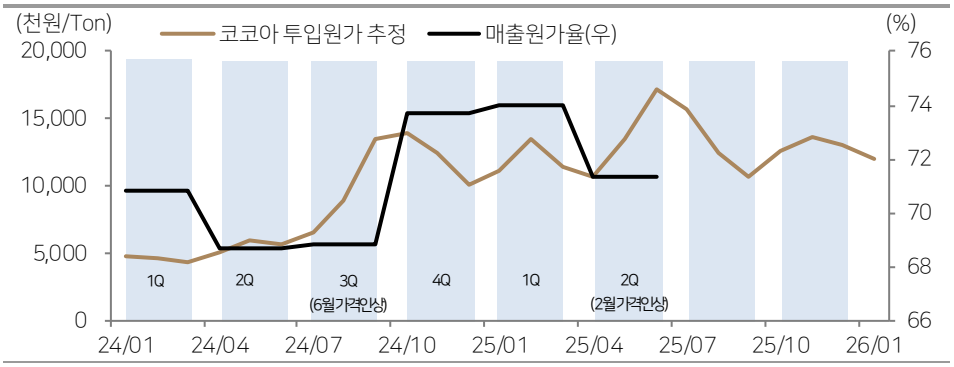
Source: Quantiwise, 다올투자증권

1)
롯데웰푸드
TP 15만원 (유지)
관심주 제시

롯데웰푸드 주가는 3개월 간 -6.7% 하락했고, 3Q25 영업이익은 조기퇴직 비용 약 100억원 반영으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 3분기까지도 '24년 말 높은 가격(1만불 이상)에 구매한 코코아가 투입됐으나, **4분기부터는 코코아 투입원가 하락으로 '26년부터는 YoY로 원가 부담이 없다. 턴어라운드 가시권이다.**

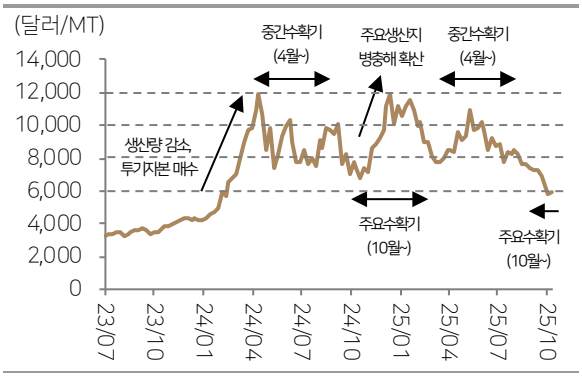
통상 동사의 원재료 코코아 Lagging 기간은 3개월인데도 계속해서 투입원가가 높게 유지되었던 이유는, 1) '24년 말 비싼 가격에 구매한 코코아 절대량이 많았고, 2) 초코 함량이 낮은 제품의 생산을 전략적으로 확대하면서 코코아 재고 회전율이 낮아졌기 때문이다. 현재 코코아 가격은 톤당 5천불 후반대로 낮아졌기에, 향후 가격 정상화 시 추가적인 수익성 개선도 가능하다.

Fig. 7: 롯데웰푸드 카카오 투입원가 추정



Source: Bloomberg, 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

Fig. 8: 카카오 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 9: 롯데웰푸드 '25년 해외법인 가격인상 Timeline

법인	시기	인상폭	비고
인도 건과	1, 3 월	10%	품목 다르게 2 회 (실질 1 회)
인도 빙과	1, 3 월	10%	품목 다르게 2 회 (실질 1 회)
카자흐스탄	4 월	5%	
	7 월	7.4%	
벨기에	1 월	25%	
러시아	상반기	10%	

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

2)
동원산업
TP 7.5만원 (신규)
차선호주 제시

동원산업 주가는 3개월 간 -11.0% 하락했고, 3분기 실적은 영업이익 기준 시장 기대치 하회 추정한다. 동사는 저평가 이유도 분명하나 (내수 중심 사업 구조로 낮은 성장성, 유통주식수 부족), 이를 감안해도 저평가 상태라 판단한다. **주요 자회사를 장부가치로 평가한 후 50% 할인해 산출한 기업가치도 현재주가 대비 상승여력이 존재하기** 때문이다.

동사의 저평가 해소 트리거는 미국 소재 식품회사 M&A가 될 것이다. 긍정적인 점은 이전보다 M&A 진행에 속도를 낼 수 있는 환경이 마련됐다는 점이다. 1) Starkist의 미국 내 담합 관련 소송이 마무리되어 현지 유통망 등 인프라를 보유한 Starkist가 동원그룹의 글로벌 식품 사업에서 보다 주도적인 역할을 할 수 있게 되었고, 2) M&A 실탄을 보유한 동원F&B가 상장폐지되어, 동원F&B 자금으로 인수한 기업을 Starkist가 운영함에 따른 배임 소지도 사라졌기 때문이다.

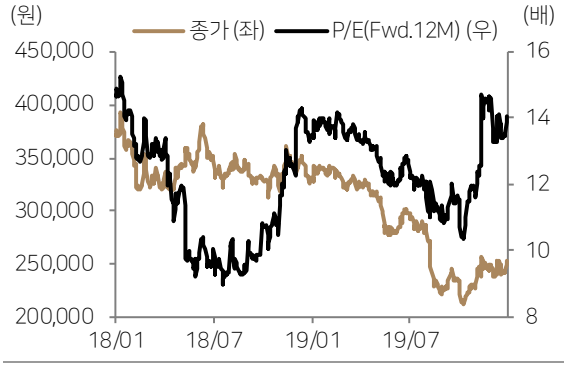
결국 중요한 것은 피인수(예정) 기업이 보유한 브랜드/유통망/생산시설 등 인프라의 질과 동원산업의 브랜딩 역량이다. **참고할만한 사례는 CJ제일제당의 슈완스 인수다.** CJ제일제당은 '19년 2월 슈완스 인수로 1) 글로벌 식품 매출액을 단기간에 확대했고 (미국 식품사업 매출액 '18년 3,649억원→ '19년 3.1조원), 2) 확보한 현지 생산시설 및 유통망을 활용, 비비고 브랜딩과 함께 자사 제품을 현지에 침투시켰다. **M&A를 통한 리레이팅에 베팅한다면 현재 주가는 충분히 매수해볼만한 구간이다.**

Fig. 10: 동원산업 적정주가 도출

(십억원, 원)	SOTP 1	SOTP 2	P/E
비고	비상장 자회사 모두 장부가 평가	식품가공 자회사 영업가치 평가	적정배수 10배 적용
공정가치	2,047	2,963	2,131
시가총액	1,962	1,962	1,962
주당가치	51,655	74,788	53,794
종가(10/2)	44,450	44,450	44,450
상승여력	16.4	68.8	21.0
적정주가		75,000	

Source: 동원산업, 다올투자증권 추정

Fig. 11: CJ제일제당의 슈완스 인수 공시('18.11) 후 주요 지표



Source: Quantiwise, 다올투자증권

3)
삼양식품
TP 180만원 (유지)
최선호주 유지

삼양식품 주가는 3개월 간 -7.6% 하락했고, 1개월 수익률은 -17.9%로 10월 들어 하락폭이 컸다. 주가 하락은 1) 수급 요인, 2) 8월 특근 중단으로 3분기 수출액이 QoQ -2.8% 감소한 것 (원화 기준), 3) 상호관세 적용 후 미국 수출액 증가율이 완만해지며 4분기 미국법인 성장률 기대치가 낮아진 것이 주요 원인이라 해석한다.

그러나 중장기 성장 방향성과 '26년 실적의 높은 가시성에는 변함이 없다. 그렇게 생각하는 이유는 아래 네 가지다. 낮아진 주가 레벨에서 매수 전략이 유효하다.

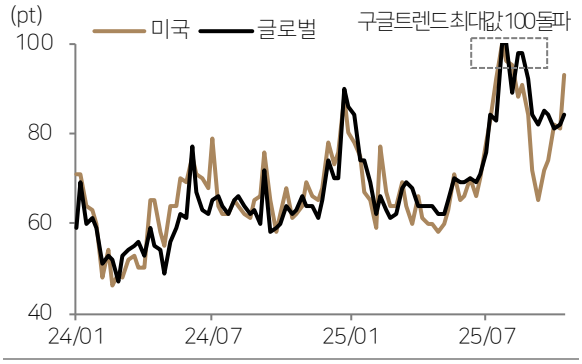
1) 'Buldak' 글로벌 구글 트렌드 지표는 7월 100 (집계 가능 최대값)을 돌파해 글로벌 **수요는 견조하게 유지** 중이라 판단한다(Fig 12).

2) 미국 주요 유통채널 입점은 초기 단계, 유럽은 극초기 단계이다(Fig20~21). 수요가 견조하므로, **신규 입점 물량만으로도 생산량은 그대로 판매량으로 이어질 수 있다.**

3) 1Q27 중국 공장 (수량 기준 CAPA 약 +40%) 가동을 앞두고 중국 영업망 구축 작업은 이미 시작됐다. 3분기 중국으로의 수출물량이 많았던 것도 이의 일환으로 해석한다. 동사는 아직 중국 내 1선 도시 (인구의 25%가 거주)만 대응 중으로, **향후 중국 내 지역 커버리지 확장에 따른 판매량 Upside는 다른 지역보다 클 것이다.**

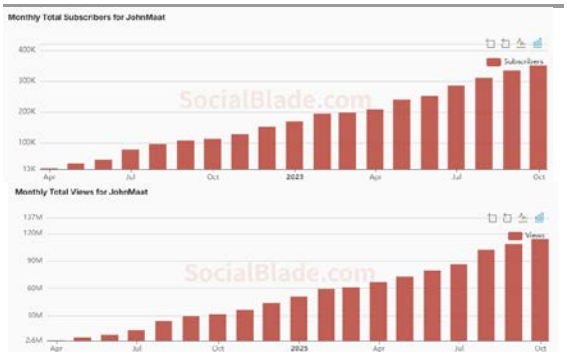
4) 밀양2공장은 현재 봉지면 3개 라인 2교대 가동, 용기면 1개 라인 1교대 가동 중이다. 연말까지 전 라인 가동 목표이며, 밀양1공장 4개 라인이 2교대 가동되기까지 1년 반이 소요되었음을 고려하면 **램프업은 빠르게 진행 중이다.**

Fig. 12: 'Buldak' Google Trend



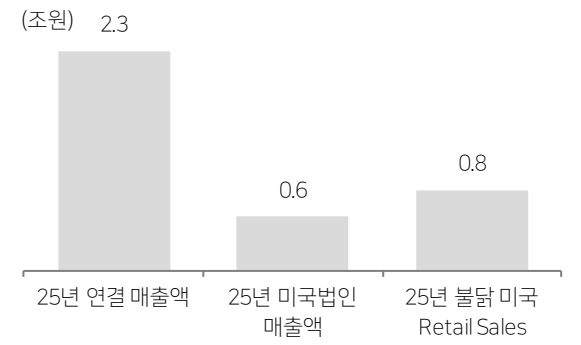
Source: Google Trend, 다올투자증권

Fig. 13: 삼양식품 운영 유튜브 채널 구독자수, 토탈뷰



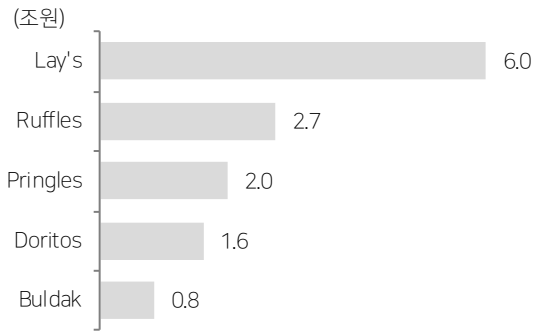
Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 14: '25년 불닭의 미국 Retail Sales 규모 추정



Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 15: '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)
Source: Circana, 다올투자증권

Fig. 16: 미국 Walmart 내 Chips 매대
→ 메인 카테고리로 큰 면적 차지



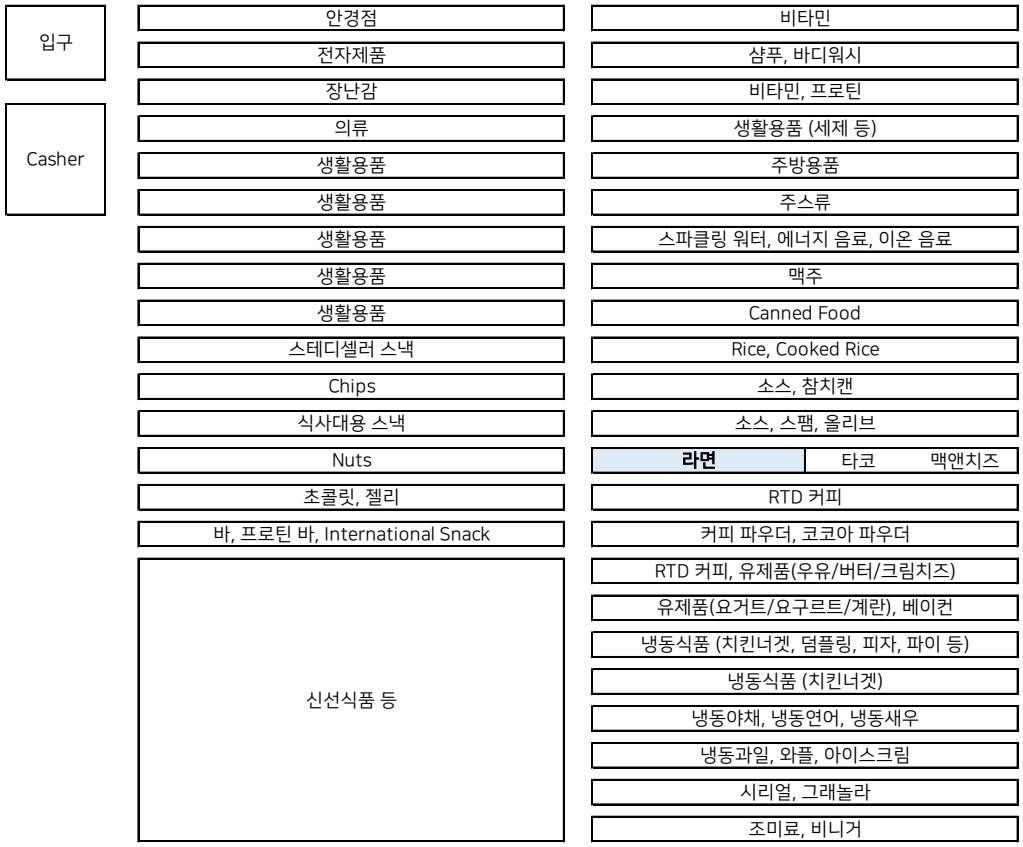
Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 17: 미국 Walmart 내 Ramen 매대
→ 상대적으로 작은 면적 (높은 회전율 추정)



Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 18: 미국 Costco 매대 배치 (맨하튼 퀸즈)



Source: 다올투자증권

Fig. 19: 미국 Costco 라면 SKU (맨하튼 퀸즈)

구분	제조사	제품명	개입	가격	개당 가격
용기면	삼양식품	불닭 까르보나라	6	$12.39	$2.07
봉지면	농심	신라면	18	$17.99	$1.00
용기면	농심	신라면 블랙	8	$14.59	$1.82
용기면	농심	Tonkotsu	6	$11.89	$1.98
용기면	농심	Udon Noodles	6	$15.99	$2.67
용기면	Nissin	Cup Noodles	24	$11.79	$0.49
봉지면	Lotus	Rice Ramen	12	$9.99	$0.83
용기면	Campbell	Simply Chicken Noodle Soup	8	$9.99	$1.25

Source: 다올투자증권

Fig. 20: 미국 주요 유통채널 현황 및 삼양식품 입점률

구분		미국 점포 수	입점률
Mass Merchandisers	Walmart	4600여개	90%
	Target	2000여개	초기
Club Stores	Costco	630개	50%
	Sam's Club	600개	초기
	BJ's Wholesale	300여개	초기
Grocery Chains	Kroger	270여개	초기
	Albertsons	2300여개	초기
	H-E-B	400여개	초기
CVS	7Eleven 등		입점X

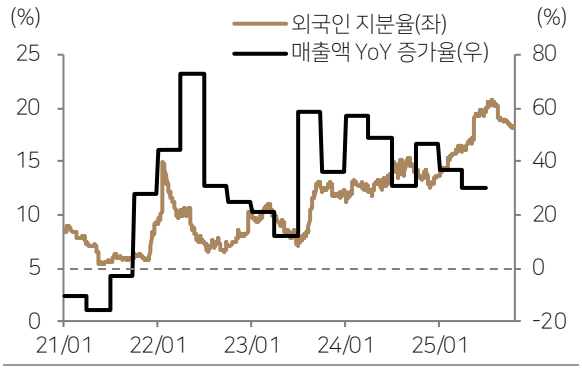
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 21: 유럽 주요 유통채널 현황

구분			유럽 점포 수
프랑스	Carrefour	Hypermarket	1400여개
	Auchan	Hypermarket	800여개
	E.leclerc	Hypermarket	700여개
영국	Tesco	Superstore	3000여개
	Sainsbury's	Supermarket	1500여개
	ASDA	Supermarket	1000여개
	Morrisons	Supermarket	1600여개
	Lidl	Discount Store	12000여개
독일	REWE	Supermarket	미확인
	EDEKA	Supermarket	3600여개
네덜란드	Albert Heijin	Supermarket	미확인
	Spars	Supermarket	미확인

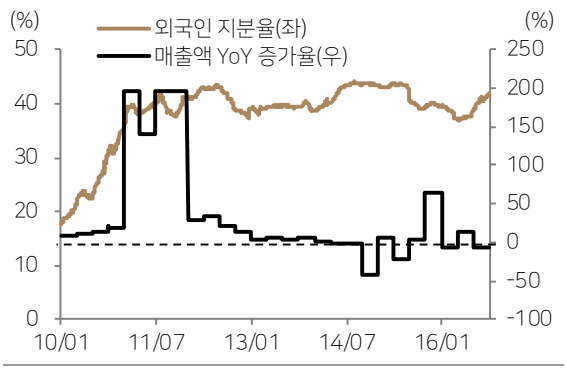
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 22: 삼양식품 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 23: 분할 전 오리온 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

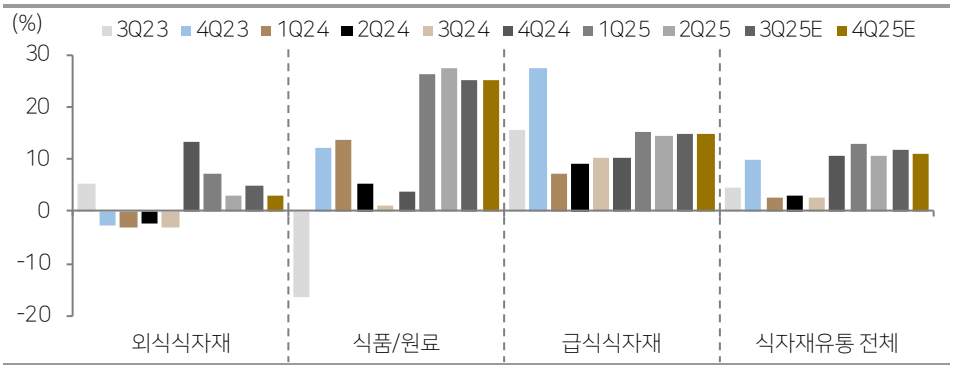
4)
CJ프레시웨이
TP 4만원 (신규)

CJ프레시웨이 주가는 3개월 간 -12.0% 하락했다. 동사의 견고한 펀더멘털 고려 시 과도한 하락으로 판단한다. 외식 경기 부진에도 불구, 3분기에도 외형과 영업이익 모두 두 자릿수 성장하는 호실적을 기록할 것이고, **3분기 당사 음식료 커버리지(담배 제외) 기업 중 유일하게 영업이익이 시장 기대치에 부합 또는 상회 추정하기 때문이다.**

동사의 실적과 주가는 통상 외식업 경기(외식산업경기동향지수)에 연동되나, '25년에 들어서는 **외식업 경기 부진에도 불구하고 실적과 주가가 모두 우상향하며 외식업 지수와의 디커플링이 발생하고** 있다. 실적 면에서는 영업 및 신규수주 확대 영향이며, 주가 면에서는 소비쿠폰 등 민생경제 정책 효과 기대감이 영향을 주었을 것이다.

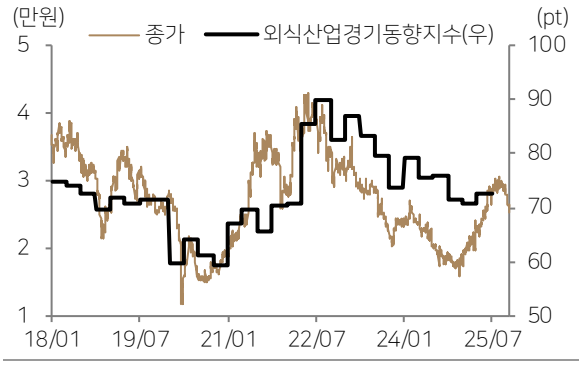
최근 하락한 주가는 선반영된 소비쿠폰 효과의 되돌림이라 해석하며, 너나할 것 없이 부진한 **내수에서 전년대비 두 자릿수 성장을 지속하는 차별적인 성장성은 향후 주가에 추가적으로 반영될 수 있다고 판단한다.** 견고한 펀더멘탈과 더불어 추가적인 소비 진작책이나, 외식 경기 반등 시그널에는 실적과 주가가 동시에 반응할 것이다.

Fig. 24: CJ프레시웨이 식자재유통 수요처별 매출액 YoY 증감율 추이 및 전망



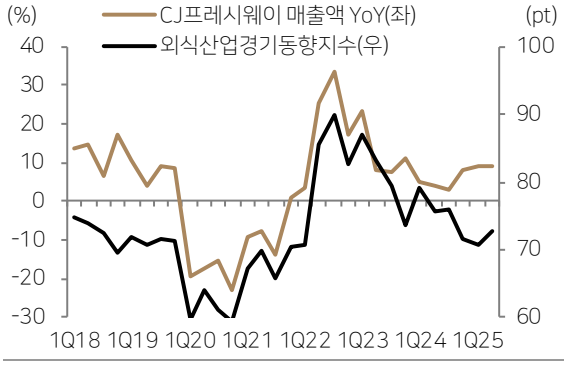
Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추정

Fig. 25: 외식산업 경기동향지수 vs. CJ프레시웨이 주가



Source: 한국농수산식품유통공사, CJ프레시웨이, 다올투자증권

Fig. 26: 외식산업 경기동향지수 vs CJ프레시웨이 매출액



Source: 한국농수산식품유통공사, CJ프레시웨이, 다올투자증권

II-2. 종목별 투자의견 요약

[최선호주] 삼양식품: 결국엔 Q. 글로벌 수요 증가에 베팅 (BUY/TP 180만원)
견조한 수요 유지 중, '26년 실적 성장에 대한 가시성도 높음. 최근 주가 하락 사유는 수급 이슈라 판단, 추가 매수 권고

[관심주] CJ프레시웨이: 내수 소비 반등에 베팅 (BUY/TP 4만원)
내수에서 제일 잘 하는 기업. 전 부문에 걸쳐 YoY 두 자릿수 외형 성장 기록 중. 견조한 펀더멘탈과 더불어 추가적인 소비 진작책, 외식 경기 반등 시그널에는 실적과 주가가 동시에 반응할 것

[관심주] 롯데웰푸드: 턴어라운드에 베팅 (BUY/TP 15만원)
턴어라운드 가시권 진입. 4Q24~2Q25는 24년 말 1만불 이상의 높은 가격에 구매한 코코아가 투입됨. 4Q25부터 낮은 가격에 구매한 코코아 투입되기 시작해 1Q26부터는 YoY로 원가 부담 없을 것. 현재 코코아 가격은 1MT당 5천달러 후반대

[차선호주] 동원산업: 저평가 요인 해소에 베팅 (BUY/TP 7.5만원)
주요 자회사를 장부가로 평가한 후 50% 할인해 산출한 기업가치도 현재 주가 대비 Upside가 존재하는 저평가 상태. 동원F&B 상장폐지 후 속도를 내고 있는 미국 식품 회사 M&A를 기다리며 담아볼만 함

KT&G (BUY/TP 17.5만원)
12월까지 2,800억원 자사주 매입 진행 중으로, 강도 높은 주주환원으로 주가 하방은 지지될 것. 다만 외국인 수급 유출 지속 중이며, 주주환원과 본업에서 새로운 재료가 나타나야 주가는 반응할 것. 니코틴파우치 SPC는 지분법 인식 예정

농심 (BUY/TP 50만원)
케데헌 콜라보, 하반기 예정된 글로벌 마케팅 캠페인을 바탕으로 4Q25 미국 매출액은 YoY 증가 추세로 돌아설 전망. 다만 그 지속성에 대해 모니터링은 필요하다고 판단. 변화하는 방향을 긍정적으로 평가

오리온 (BUY/TP 14만원)
12개월 선행 기준 P/E는 약 8.8배로 밸류에이션 매력 매우 높음. 다만 주가 반등은 중국 외형 성장 가시화와 함께 나타날 것. 최근 외국인 수급 유출 중이며, 4중전회 재료는 중국 외형 성장 없이는 주가 트리거로 작동하지 않을 것

롯데칠성 (BUY/TP 16만원)
상반기 대비 하반기 원재료비 부담 완화에도 내수 소비 부진으로 인한 고정비 부담이 가중되고 있음. 내수는 현재로서는 자산 슬림화 등 효율화가 최선, 글로벌에서 추가 바틀러 지역 진출, 수익성 개선을 통한 이익 기여 확대를 바라봐야 함

Fig. 27: 당사 음식료 커버리지 기업 실적 추정치 및 Valuation

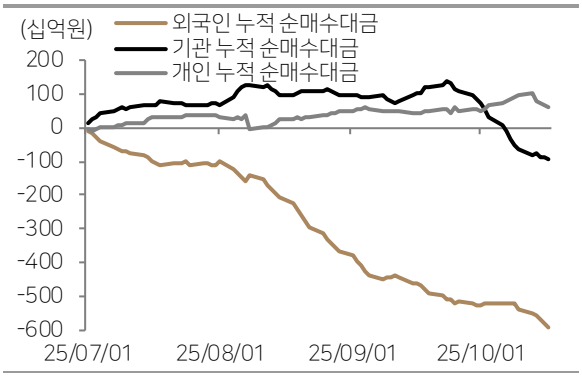
기업	시장	투자 의견	적정주가 (원)	종가 (원)	상승여력 (%)	시가총액 (십억원)	주가수익률(%)				P/E(배)		
							1M	3M	6M	12M	2024	2025E	2026E
삼양식품	KS	BUY	1,800,000	1,296,000	38.9	9,763	-15.6	-3.7	35.4	131.1	21.0	23.9	17.7
동원산업	KS	BUY	75,000	42,750	75.4	1,890	-8.9	-9.7	-1.0	43.1	19.4	6.2	5.8
롯데웰푸드	KS	BUY	150,000	112,600	33.2	1,048	-3.8	-9.3	-4.1	-13.4	11.7	11.0	8.9
CJ프레시웨이	KS	BUY	40,000	25,650	55.9	305	-12.5	-15.3	7.5	39.6	8.0	5.3	4.5
KT&G	KS	BUY	175,000	138,000	26.8	16,542	-3.2	1.1	20.5	27.9	9.4	15.8	12.9
농심	KS	BUY	500,000	431,000	16.0	2,622	-6.7	6.9	6.7	17.8	13.7	15.0	13.4
오리온	KS	BUY	140,000	101,900	37.0	4,041	-4.9	-10.4	-15.1	3.2	7.7	9.5	8.5
롯데칠성	KS	BUY	160,000	115,400	38.6	1,071	-3.2	-19.2	8.2	-2.4	19.1	10.7	8.2

기업	시장	매출액 성장률(%)			영업이익 성장률(%)			영업이익률(%)			ROE(%)		
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
삼양식품	KS	44.9	35.7	26.8	133.6	56.7	32.1	19.9	23.0	24.0	39.4	40.8	38.1
동원산업	KS	0.0	5.1	2.7	7.9	13.1	5.6	5.6	6.0	6.2	2.1	9.9	9.9
롯데웰푸드	KS	-0.5	3.5	4.0	-11.3	-2.7	26.9	3.9	3.7	4.5	4.3	4.4	5.2
CJ프레시웨이	KS	4.9	9.2	7.2	-5.3	11.5	14.7	2.9	3.0	3.2	6.5	13.6	14.8
KT&G	KS	0.8	8.6	5.6	1.8	13.0	10.1	20.1	20.9	21.8	13.0	11.0	12.7
농심	KS	0.8	4.0	4.8	-23.1	13.8	12.7	4.7	5.2	5.6	6.0	6.3	6.7
오리온	KS	6.6	6.7	6.1	10.4	3.0	10.0	17.5	16.9	17.5	16.8	11.7	12.0
롯데칠성	KS	24.8	1.5	4.9	-12.2	12.6	17.7	4.6	5.1	5.7	4.0	7.0	8.5

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 컨센서스 기준, 25년 10월 22일 종가 기준

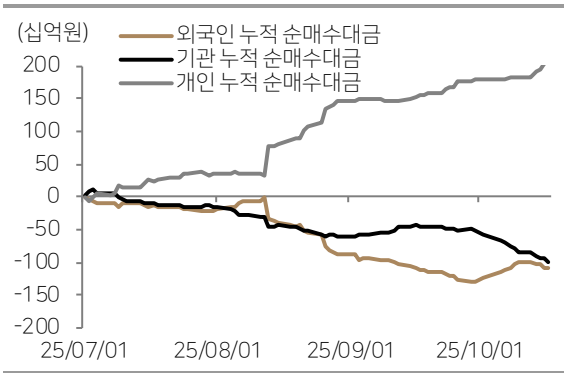
II-3. 주체별 수급 추이

Fig. 28: 주체별 수급 추이 - KT&G



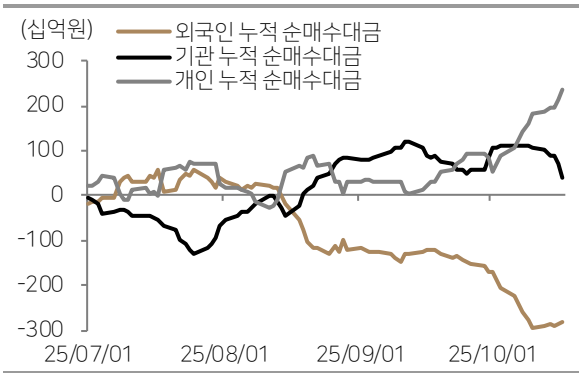
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 29: 주체별 수급 추이 – CJ제일제당



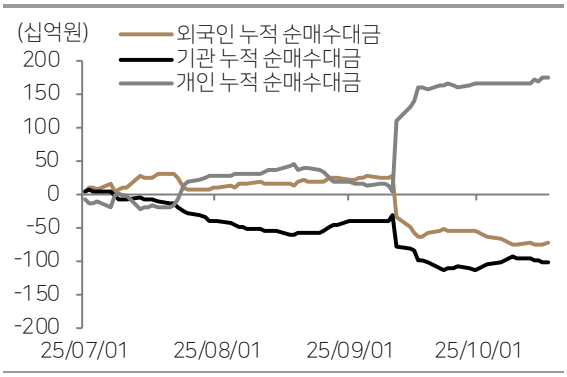
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 30: 주체별 수급 추이 – 삼양식품



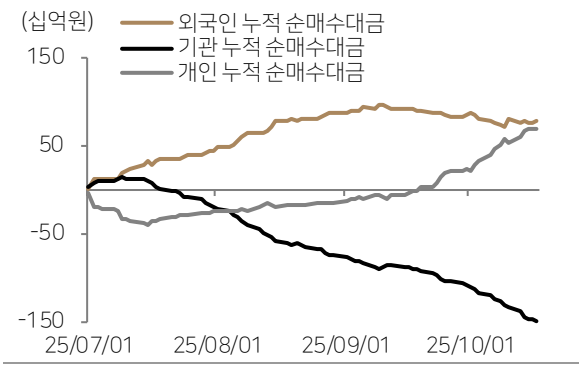
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 31: 주체별 수급 추이 – 농심



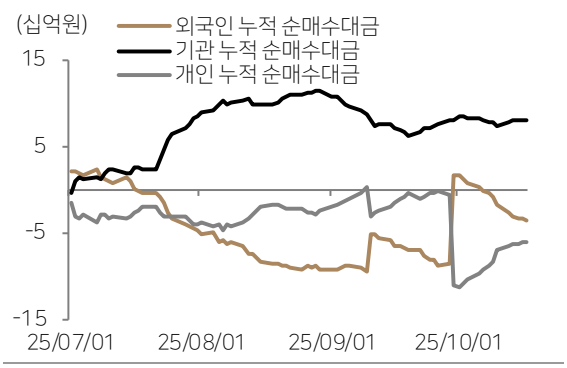
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 32: 주체별 수급 추이 – 오리온



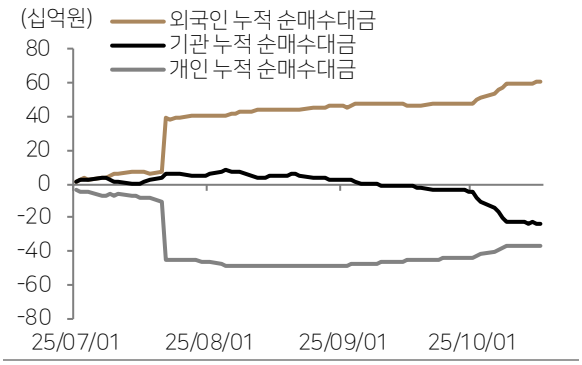
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 33: 주체별 수급 추이 – 롯데웰푸드



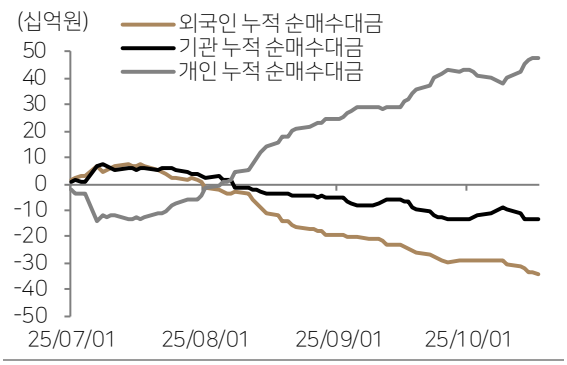
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 34: 주체별 수급 추이 - 롯데칠성



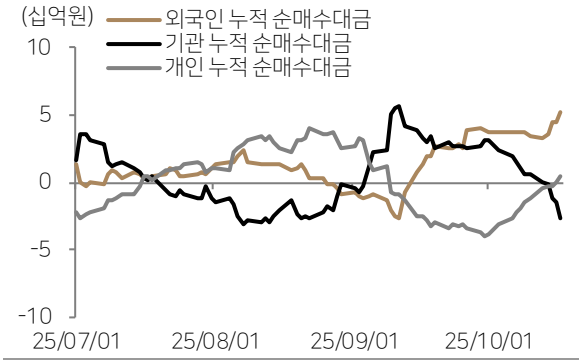
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 35: 주체별 수급 추이 - 하이트진로



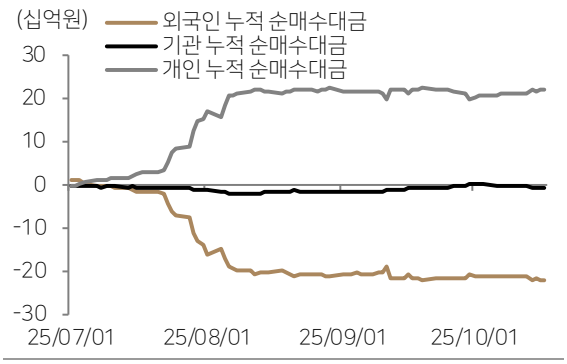
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 36: 주체별 수급 추이 - 동원산업



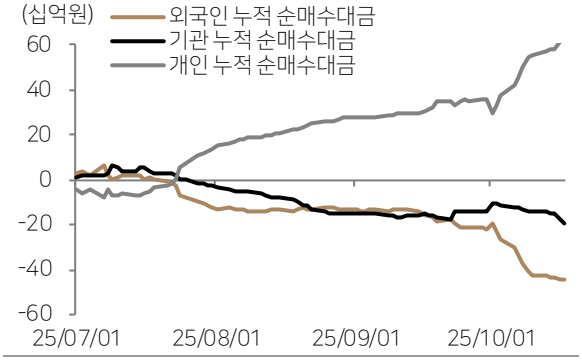
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 37: 주체별 수급 추이 - 풀무원



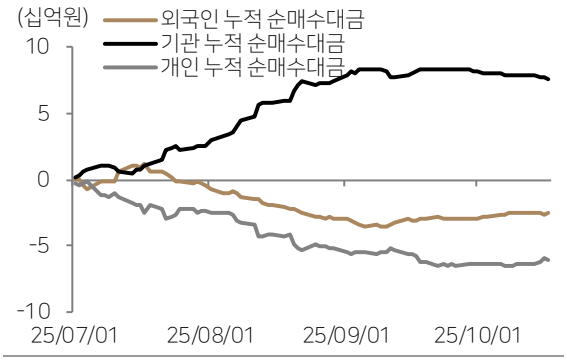
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 38: 주체별 수급 추이 - 빙그레



Source: Quantiwise, 다올투자증권

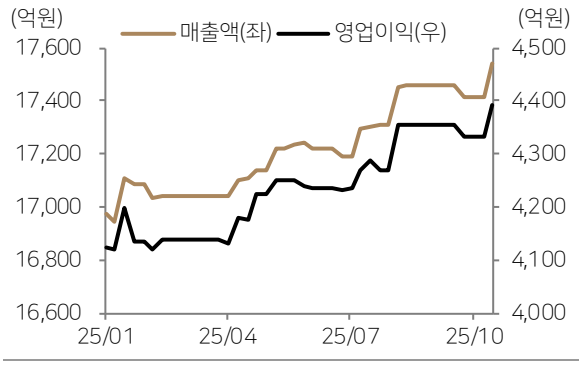
Fig. 39: 주체별 수급 추이 - CJ프레시웨이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

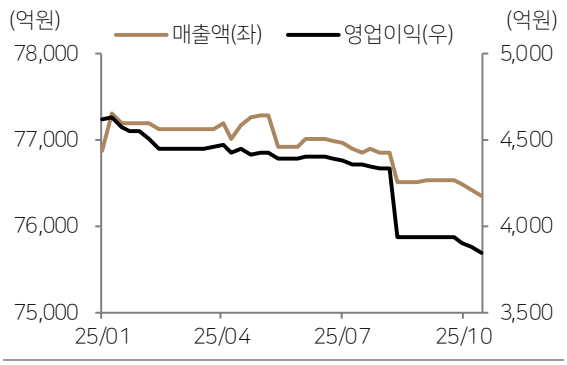
II-4. 3Q25 컨센서스 추이

Fig. 40: 3Q25 컨센서스 추이 - KT&G



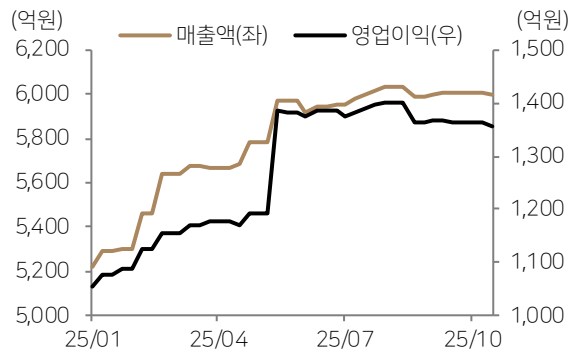
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 41: 3Q25 컨센서스 추이 - CJ제일제당



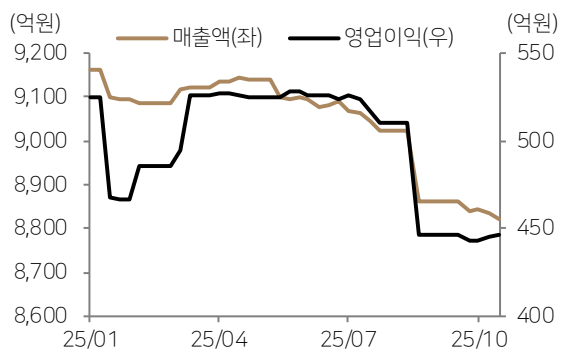
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 42: 3Q25 컨센서스 추이 - 삼양식품



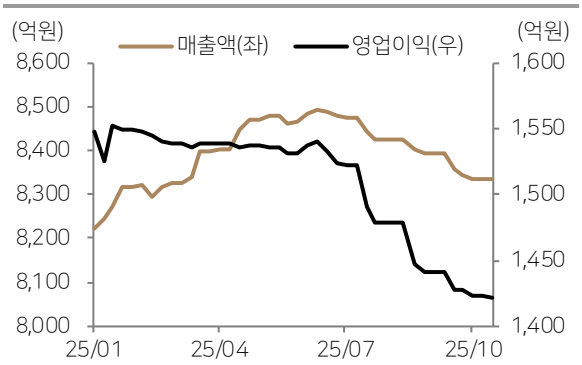
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 43: 3Q25 컨센서스 추이 - 농심



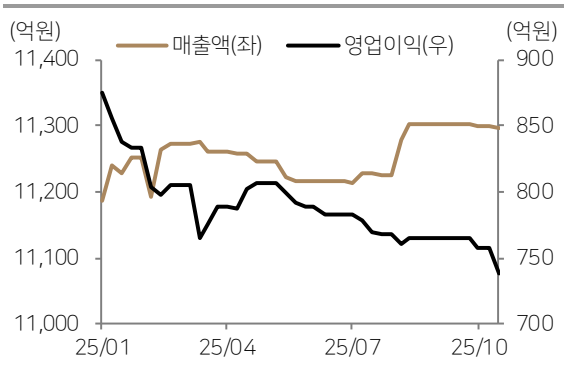
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 44: 3Q25 컨센서스 추이 - 오리온



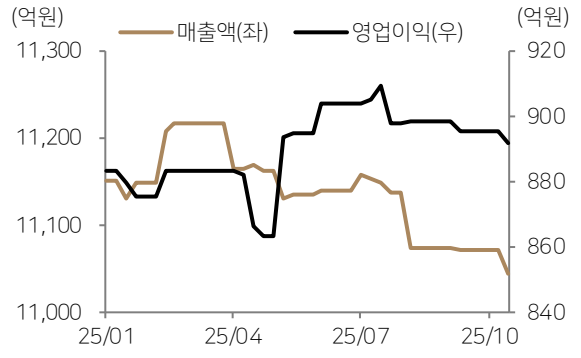
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 45: 3Q25 컨센서스 추이 - 롯데웰푸드



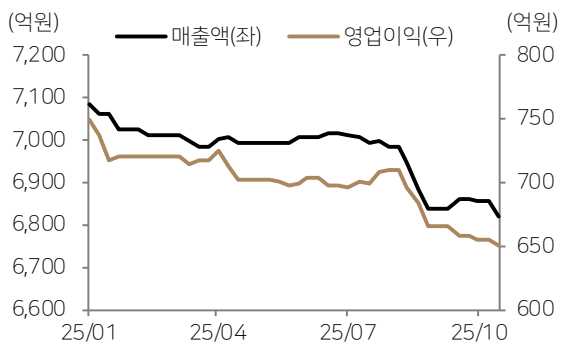
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 46: 3Q25 컨센서스 추이 - 롯데칠성



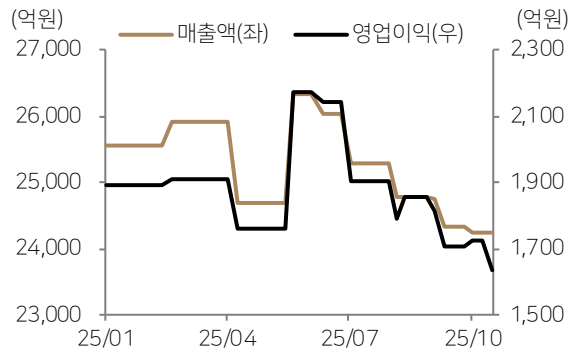
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 47: 3Q25 컨센서스 추이 - 하이트진로



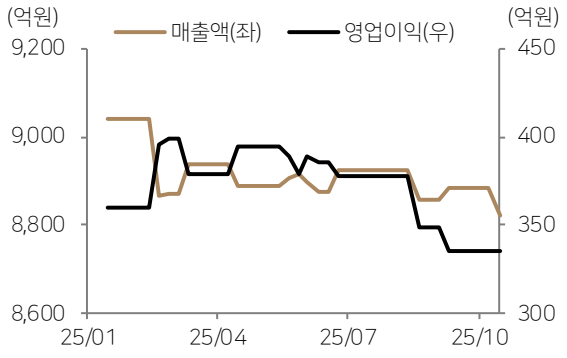
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 48: 3Q25 컨센서스 추이 - 동원산업



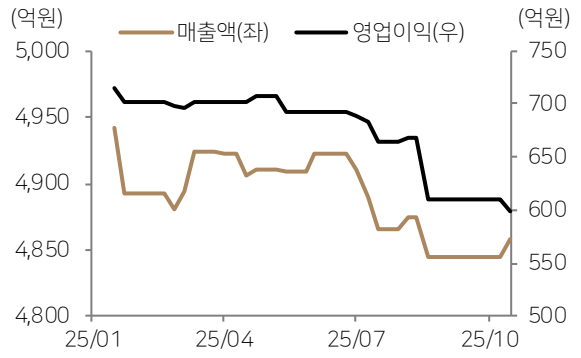
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 49: 3Q25 컨센서스 추이 - 풀무원



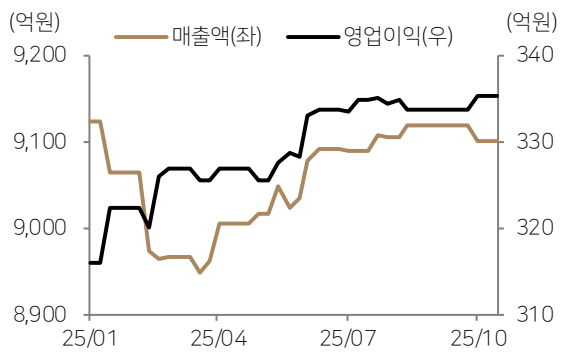
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 50: 3Q25 컨센서스 추이 - 빙그레



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 51: 3Q25 컨센서스 추이 - CJ프레시웨이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

III. 종목별 투자의견

롯데칠성(005300)_신규

동원산업(006040) _신규/차선호주

CJ프레시웨이(051500) _신규

KT&G(033780)

삼양식품(003230) _최선호주

농심(004370)

롯데웰푸드(280360)_관심주

오리온(271560)



롯데칠성
(005300)

—

BUY

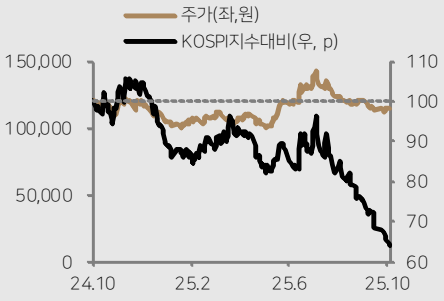
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	160,000		신규
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/22)	115,400원
예상 주가상승률	38.6%
시가총액	10,708억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	9,279천주
52주 최저가 / 최고가	100,600 - 142,500원
3개월 일평균거래대금	36억원
외국인 지분율	15.6%
주요주주지분율(%)	
롯데지주 (외 14인)	59.7
브이아이피자산운용 (외 1인)	7.8
국민연금공단 (외 1인)	6.7

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	17.6	12.5	9.5
PBR(배)	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	6.4	5.8	5.3
배당수익률(%)	3.0	2.9	3.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(3.0)	8.4	(2.2)	3.0
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(15.0)	(47.8)	(53.3)	(58.8)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

국내 소비 부진 돌파구 찾기

Issue

3Q25E Preview. 적정주가 16만원으로 커버리지 개시

Pitch

3분기 영업이익 시장 기대치 하회 추정

Rationale

- 3Q25 연결 매출액 1조 788억원 (YoY +1.3%), 연결 영업이익 825억원 (YoY +4.8%, OPM 7.6%) 추정
- [별도 음료] 제로탄산, 에너지음료 제외 판매량 감소 지속으로 매출액 YoY -3.6% 감소 추정. 소비쿠폰 효과와 더불어 7월 판매량 흐름은 긍정적이었으나, 8~9월까지 이어지지는 못한 것으로 파악. [별도 주류] 시장 자체의 소비 둔화 흐름 지속. 매출액 YoY -7.7% 추정
- [글로벌] 매출액 4,048억원 (YoY +15.3%) 추정. 필리핀은 성수기 효과 바탕 YoY +8%, 그 외 국가는 YoY +31.7% 추정. 파키스탄은 인플레이션 둔화로 구매력 회복, 미얀마는 공급 대비 초과수요 지속 중
- [영업이익] 글로벌 영업이익이 YoY +105% 증가해 글로벌의 기여폭 확대될 것. 연결 기준 하반기 원재료비 절대금액은 YoY +50억원 예상돼 상반기 YoY +220억원 대비 완화 전망하나, 생산량 감소에 따른 원가율 증가로 별도 법인은 수익성 악화 불가피. 별도 음료 영업이익은 YoY -11.5%, OPM 9%(YoY -0.8%p) 추정하며, 이는 '24년 6월 진행된 국내 음료 평균 +6.9% 가격인상에 따른 수익성 역기저 감안한 것. 별도 주류는 명절 시점 차이로 인한 청주 출고 감소 영향 추가로 반영해 OPM 3.5%(YoY -1.3%p) 추정
- [투자의견] 적정주가 16만원으로 커버리지 개시. 국내 소비 부진을 국내외 자산 효율화, 글로벌 실적 기여 확대를 통해 돌파 중. 해외 바틀러 추가 지역 진출, 맥주 사업 돌파구 확보가 주가 트리거가 될 것

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	3,225	4,025	4,019	4,249	4,501	4,743	4,939
영업이익	211	185	196	236	274	276	294
EBITDA	398	426	445	492	537	547	573
지배주주순이익	166	59	88	116	147	148	163
순차입금	1,522	1,627	1,474	1,472	1,453	1,445	1,428
매출증가율	13.5	24.8	(0.1)	5.7	5.9	5.4	4.1
영업이익률	6.5	4.6	4.9	5.5	6.1	5.8	6.0
순이익률	5.1	1.5	2.2	2.7	3.3	3.1	3.3
EPS증가율	29.2	(64.4)	49.5	30.9	27.4	0.4	10.0
ROE	11.7	4.1	6.0	7.4	9.0	8.4	8.7

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

롯데칠성은,

1950년 설립, 2011년 롯데주류를 합병하며 통합법인으로 출범했다.

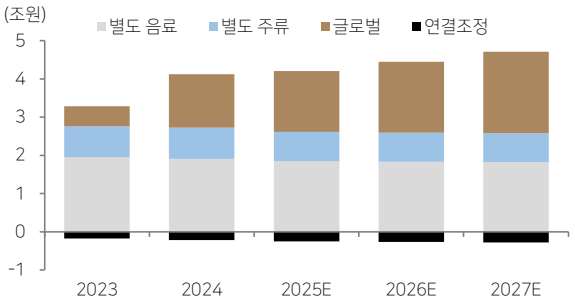
사업영역은 음료, 주류, 글로벌로 구분되며, 글로벌에서는 펩시 바틀러 사업을 영위하고 있다.

생산시설은 한국, 필리핀, 파키스탄, 미얀마에 위치해 있으며, 미국, 중국, 일본, 러시아에는 판매법인을 두고 있다.

코스피 상장기업으로, 최대주주는 롯데지주 (지분율 45%), 특관자 포함 지분율은 59.7%(보통주 기준)이다.

Financials

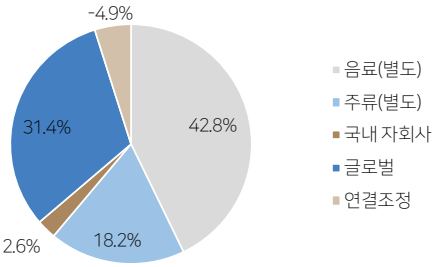
- 국내 매출액은 내수 부진 및 음료/주류 소비 감소에 따라 레거시 제품은 부진한 상황이나, 제로, 에너지 등 카테고리가 버티는 중
- 글로벌에서 펩시 바틀러 지역을 추가 확보하는 방식으로 해외 확장 전략을 펼치고 있음



Source: 롯데칠성, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

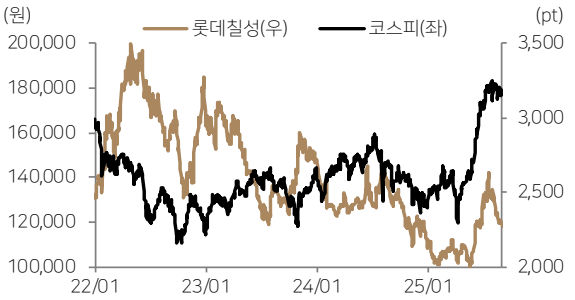
- '24년 기준 매출액은 별도 음료 48%, 별도 주류 20%, 글로벌 35%로 구성
- '23년 4분기 필리핀 법인 연결 편입과 함께 해외 매출 비중이 크게 확대됨



Source: 롯데칠성, 다올투자증권

주가

- 동사 주가는 가격 인상, 신제품 관련 기대감, 원당 등 원재료 가격에 연동되어 움직이는 경향
- '22년 초에는 사회적 거리두기 완화에 따른 리오프닝 기대감, 출고가 인상이 겹쳐지며 시장을 아웃퍼폼
- '23년 9월 맥주 신제품 '크러쉬' 출시 기대감과 함께 주가 상승



Source: Quantiwise, 다올투자증권

I. Valuation 및 실적 추정

롯데칠성의 적정주가로 16만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. Valuation은 SOTP 방식으로 진행했으며, 영업가치는 '26년 EBITDA에 '24년~현재 동사의 12개월 선행 EV/EBITDA 배수 평균값(5.8배)을 적용해 산출했다. 비영업가치는 유형자산에 포함된 부지 가치까지 포함한 합산 금액에 50% 할인을 적용해 도출했다.

3Q25 연결 매출액으로 1조 788억원 (YoY +1.3%), 영업이익 825억원 (YoY +4.8%, OPM 7.6%)을 추정한다. 1) 별도 음료는 7월 YoY 외형 회복세에도 8~9월 판매량 반등은 미미해 YoY -3.6% 추정한다. 2) 별도 주류는 주류 소비패턴 변화로 YoY -7.7% 역성장 지속 추정한다. 3) 글로벌 매출액은 성수기 효과, 파키스탄 인플레이션 정상화, 견조한 미얀마 수요를 감안해 YoY +15.3% 추정했다.

국내외 자산 효율화로 판매량 감소 대응 중

소비쿠폰 효과에도 구조적으로 국내 음료/주류 판매량 감소는 불가피하다. 판매량 감소와 함께 고정비 부담도 증가하며 수익성도 악화되고 있다. 동사는 이를 1) 국내외 공장/물류센터 통합 등 자산 효율화, 2) 피닉스 프로젝트(필리핀), ZBB(국내) 등 비용 효율화 작업을 통해 대응하고 있다. 효율화 과정에서 발생하는 일회성 비용 및 Capex 투입이 마무리되는 시점에 수익성 개선 효과가 가시화될 수 있다.

상반기 대비 하반기 원가 부담 완화 전망

하반기 원재료비 절대 금액은 전년대비 +50억원으로 파악돼 상반기 (YoY +220억원) 대비 부담이 완화될 전망이다. 특히 4Q25 영업이익은 전년 기저효과로 YoY +181% 증가를 전망한다. 4Q24에는 제조원가 부담, 음료 판촉 경쟁, 일회성 인건비(220억원) 등 영향으로 별도 음료가 적자전환하며 연결 영업이익도 부진했으나, 원당 투입원가 하락 및 판촉비 축소 기조로 4Q25 연결 영업이익은 200억원대로 회복할 것이다.

Fig. 52: 롯데칠성 SOTP Valuation (억원, 원, 배, %)

	가치	비고
1) 영업가치	27,375	
EBITDA	4,720	'26년 기준
적정 Multiple	5.8	'24년~현재 12m Fwd. EV/EBITDA 평균값 적용
2) 비영업가치	4,522	항목 합산 후 40% 할인
장단기금융상품	122	2Q25 기준
투자부동산	5,412	2Q25 기준, 유형자산으로 분류된 부지 가치(장부가) 포함
투자지분	1,004	
3) 순차입금	15,873	2Q25 기준
공정가치	16,024	
시가총액(10/22)	10,708	
적정주가	160,000	
종가(10/22)	115,400	
상승여력	38.6	

Source: 롯데칠성, 다올투자증권 추정

Fig. 53: 롯데칠성 Peer Valuation

기업명		롯데칠성	하이트진로	Coca-Cola	PepsiCo	AbInBev	Heineken	Asahi
국가		KS	KS	US	US	BB	NA	JP
시가총액(십억원)		1,071	1,331	439,010	299,994	178,451	67,497	24,987
매출액(십억원)	2025E	4,084	2,597	69,267	133,032	85,143	48,076	27,579
	2026E	4,282	2,654	73,105	137,735	89,579	50,053	28,451
매출액성장률(%)	2025E	1.5	-0.1	8.3	6.2	4.4	8.7	4.1
	2026E	4.9	2.2	5.5	3.5	5.2	4.1	3.2
영업이익률(%)	2025E	5.1	8.6	31.2	15.9	26.7	15.1	9.2
	2026E	5.7	8.8	31.7	16.3	27.3	15.3	9.8
P/E(배)	2025E	10.7	11.6	23.9	18.9	16.7	15.1	14.3
	2026E	8.2	10.9	22.3	17.8	14.8	13.8	12.4
	12m Fwd.	8.6	11.0	22.6	18.0	15.1	14.1	12.7
P/B(배)	2025E	0.7	1.1	10.7	10.4	1.5	2.0	1.0
	2026E	0.7	1.1	9.6	9.1	1.4	1.9	0.9
	12m Fwd.	0.7	1.1	9.8	9.3	1.4	1.9	0.9
EV/EBITDA(배)	2025E	5.8	5.7	21.0	14.0	9.5	9.2	9.5
	2026E	5.3	5.6	19.6	13.2	8.9	8.7	8.8
	12m Fwd.	5.4	5.6	19.9	13.3	9.0	8.8	8.9

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 컨센서스 기준, 10월 22일 종가 기준

Fig. 54: 롯데칠성의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	937	1,099	1,065	923	910	1,087	1,079	943	4,024	4,019	4,249
1. 별도음료	431	538	539	401	408	492	519	380	1,910	1,799	1,788
내수	403	500	504	378	378	451	481	354	1,785	1,665	1,639
탄산	215	235	226	194	199	215	217	179	869	809	801
비탄산	188	265	278	185	180	236	264	175	916	855	838
수출	28	38	35	23	30	41	39	26	125	135	148
2. 별도주류	215	202	204	192	193	189	188	187	813	757	750
내수	194	182	185	175	171	168	168	168	736	675	662
소주	91	93	88	90	86	90	86	88	361	349	346
맥주	24	20	24	15	13	14	16	13	83	56	54
기타주류	80	69	74	70	73	64	66	67	292	269	263
수출	21	20	19	18	22	21	20	19	78	82	88
3. 글로벌	311	385	351	354	341	443	405	410	1,401	1,599	1,857
필리핀	241	286	242	260	254	303	262	286	1,030	1,105	1,216
필리핀 외	70	99	109	94	86	140	143	124	372	493	641
YoY	*37.8*	*38.1*	*28.3*	*0.5*	*-2.8*	*-1.1*	*1.3*	*2.1*	*24.8*	*-0.1*	*5.7*
1. 별도음료	*2.0*	*0.0*	*-5.1*	*-5.5*	*-5.4*	*-8.6*	*-3.6*	*-5.4*	*-2.2*	*-5.8*	*-0.7*
내수	*1.2*	*-0.7*	*-5.6*	*-5.8*	*-6.2*	*-9.7*	*-4.6*	*-6.3*	*-2.8*	*-6.8*	*-1.5*
수출	*14.7*	*10.5*	*2.9*	*1.3*	*6.8*	*6.6*	*10.0*	*10.0*	*7.3*	*8.2*	*10.0*
2. 별도주류	*3.4*	*2.0*	*1.5*	*-2.4*	*-10.2*	*-6.5*	*-7.7*	*-2.9*	*1.2*	*-6.9*	*-0.9*
내수	*2.7*	*1.8*	*1.2*	*-2.7*	*-11.9*	*-7.8*	*-9.1*	*-3.8*	*0.8*	*-8.2*	*-1.8*
소주	*6.6*	*8.4*	*4.5*	*6.5*	*-5.1*	*-3.6*	*-2.0*	*-2.0*	*6.5*	*-3.2*	*-1.0*
맥주	*25.3*	*-1.9*	*15.8*	*-28.2*	*-47.1*	*-31.4*	*-30.0*	*-10.0*	*2.2*	*-31.7*	*-5.0*
기타주류	*-4.1*	*-1.8*	*-8.8*	*-6.2*	*-10.8*	*-10.0*	*-12.0*	*-6.0*	*-5.3*	*-9.8*	*-2.0*
수출	*10.6*	*4.1*	*4.9*	*0.6*	*5.3*	*5.4*	*6.0*	*6.0*	*5.1*	*5.7*	*7.0*
3. 글로벌	*427.6*	*393.6*	*359.4*	*13.0*	*9.4*	*15.2*	*15.3*	*15.8*	*166.1*	*14.1*	*16.2*
필리핀	-	-	-	-	*5.4*	*6.1*	*8.0*	*10.0*	-	*7.4*	*10.0*
필리핀외	-	-	-	-	*23.1*	*41.4*	*31.7*	*32.1*	-	*32.8*	*30.0*
영업이익	37	60	79	9	25	62	82	26	185	196	236
별도	35	41	64	-1	25	28	55	7	139	115	130
별도음료	24	35	53	-8	13	24	47	8	104	91	105
별도주류	13	3	10	9	14	3	7	2	35	26	26
글로벌	3	21	14	10	1	36	29	19	47	85	111
YoY	*-38.0*	*1.7*	*-6.6*	*15.6*	*-32.0*	*3.7*	*4.8*	*180.9*	*-12.3*	*5.9*	*22.4*
별도	*-37.5*	*-20.4*	*-17.0*	*적전*	*-27.4*	*-31.8*	*-14.8*	*흑전*	*-28.9*	*-17.2*	*15.7*
별도음료	*-38.7*	*-25.9*	*-15.1*	*적전*	*-45.6*	*-33.1*	*-11.5*	*흑전*	*-35.7*	*-12.5*	*18.4*
별도주류	*-27.4*	*39.1*	*-30.7*	*흑전*	*11.8*	*-9.4*	*-32.0*	*-79.5*	*3.6*	*-26.3*	*2.1*
글로벌	-	-	-	-	*-76.0*	*69.7*	*105.1*	*99.6*	*130.1*	*78.7*	*30.8*
영업이익률	*3.9*	*5.5*	*7.4*	*1.0*	*2.7*	*5.7*	*7.6*	*2.7*	*4.6*	*4.9*	*5.5*
별도	*5.2*	*5.3*	*8.3*	*-0.1*	*4.0*	*3.9*	*7.4*	*1.3*	*4.9*	*4.3*	*4.9*
별도음료	*5.5*	*6.6*	*9.8*	*-2.0*	*3.2*	*4.8*	*9.0*	*2.0*	*5.5*	*5.1*	*5.9*
별도주류	*5.9*	*1.6*	*4.8*	*4.7*	*7.4*	*1.5*	*3.5*	*1.0*	*4.3*	*3.4*	*3.4*
글로벌	*0.8*	*5.5*	*4.1*	*2.7*	*0.2*	*8.1*	*7.2*	*4.6*	*3.4*	*5.3*	*6.0*
지배순이익	18	19	44	-22	7	25	51	5	59	88	116
YoY	*-41.2*	*-39.7*	*-34.2*	*적전*	*-60.1*	*28.4*	*16.6*	*흑전*	*-64.4*	*49.5*	*34.4*
NIM	*1.9*	*1.8*	*4.1*	*-2.3*	*0.8*	*2.3*	*4.7*	*0.6*	*1.5*	*2.2*	*2.7*

Source: 롯데칠성, 다올투자증권 추정

II. 투자포인트

II-1. 원재료비는 내려간다

생각보다 원재료비 변동은 크지 않았다

주요 원부재료인 원당, 오렌지농축액, 알루미늄(캔) Spot 가격을 각각의 Lagging 및 투입비중, 환율을 고려해 추산한 가중평균 투입원가 (검정색 선)는 3Q24부터 YoY +1~5% 수준에서 움직이고 있다. 국내 가격인상은 3Q24(6월)을 마지막으로 진행된 바 없기에, 원가율도 65% 내외의 범위에서 크게 움직이지 않았다.

그럼에도 OP 변동이 컸던 이유 두 가지

하지만 동사의 이익은 YoY로도 Fluctuation이 컸다. 변동비(원재료비)는 큰 변화가 없었는데도 이익 등락이 심했던 이유는 1) 판촉 경쟁으로 인한 실질 ASP 변동, 2) 판매량 증감에 따른 고정비 부담액 변화 때문이라고 판단한다.

수익성 개선의 조건

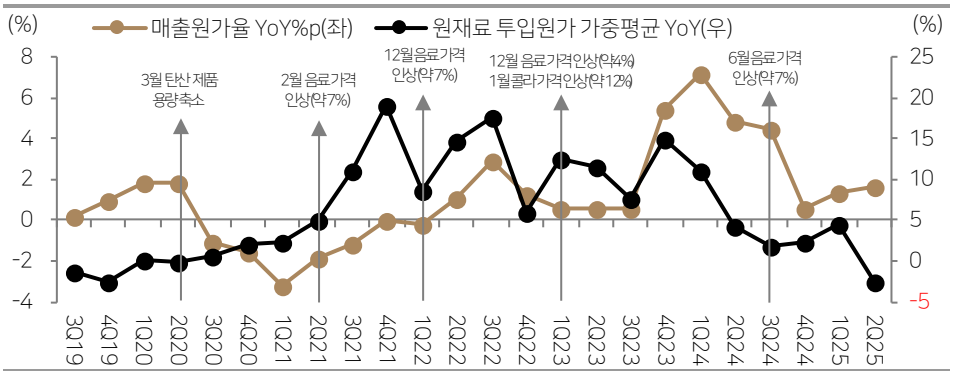
그렇다면 변동비(원재료)가 크게 변동하지 않는 가운데, 1) 판촉 경쟁이 축소되고, 2) 자산 효율화를 통해 고정비 레버리지 효과가 정상화될 시, 수익성 회복이 가능하다고 합리적으로 생각해볼 수 있다.

가중평균 원재료 투입원가(다올 추정) 흐름은 2Q25부터 YoY (-)로 전환됐다. 그러나 원가율은 하락하지 않아 변동비-원가율 간 Spread가 확대되고 있다. 앞서 언급한 1) 판촉 경쟁 축소, 2) 고정비 레버리지 효과 정상화 시에는, 벌어진 Spread가 원가율 하락에 온전히 반영될 수 있다.

음료 사업의 이익 레버리지 구조

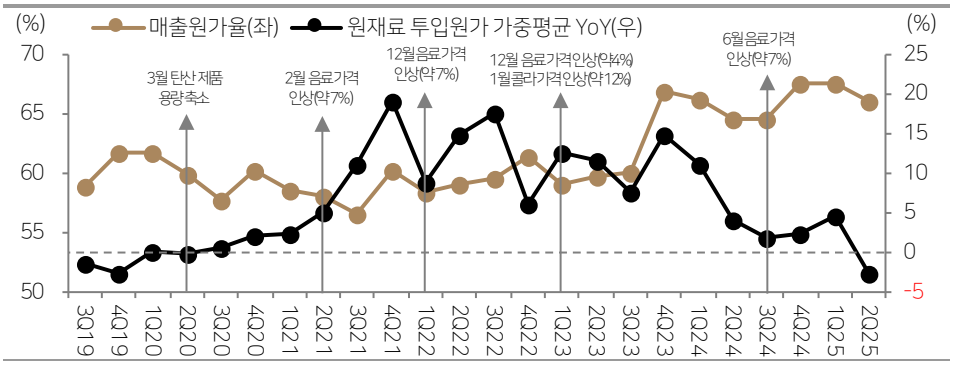
주류와 음료는 이익 레버리지 구조가 다르다. 주류는 공병 회수 관련 인건비, 물류비 등 비용으로 매출원가 내 고정비 비중이 높기 때문에 판매량(Q) 확대를 바탕으로 한 이익 레버리지 효과가 두드러지는 편이다. 반대로 음료는 매출원가 내 원부재료비 비중이 높기 때문에 원부재료 원가 하락이 이익 레버리지 효과를 더 잘 작동시키는 경향이 있다. 동사의 연결 매출액 내 음료 비중은 약 60%이며, 앞서 언급한 두 가지 조건 해소와 함께 원재료 투입원가가 하락한다면, 동사의 수익성도 개선될 수 있다.

Fig. 55: 롯데칠성 원부재료 투입원가 가중평균 YoY vs. 매출원가율 YoY%p



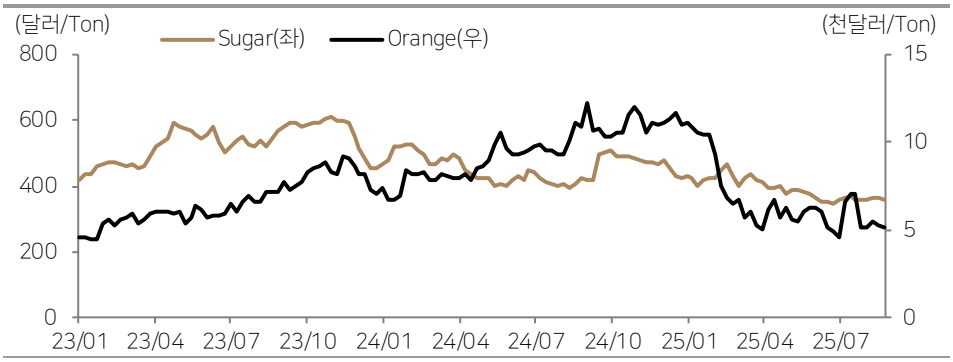
Note: 원부재료 투입원가는 원당, 오렌지농축액, 알루미늄 가격만 가중평균해 추정
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 56: 롯데칠성 원부재료 투입원가 가중평균 YoY vs. 매출원가율



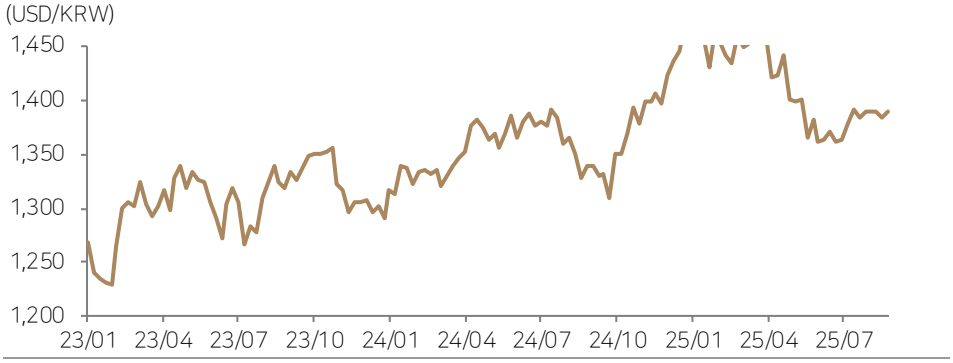
Note: 원부재료 투입원가는 원당, 오렌지농축액, 알루미늄 가격만 가중평균해 추정
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 57: 원당, 오렌지농축액 가격 추이



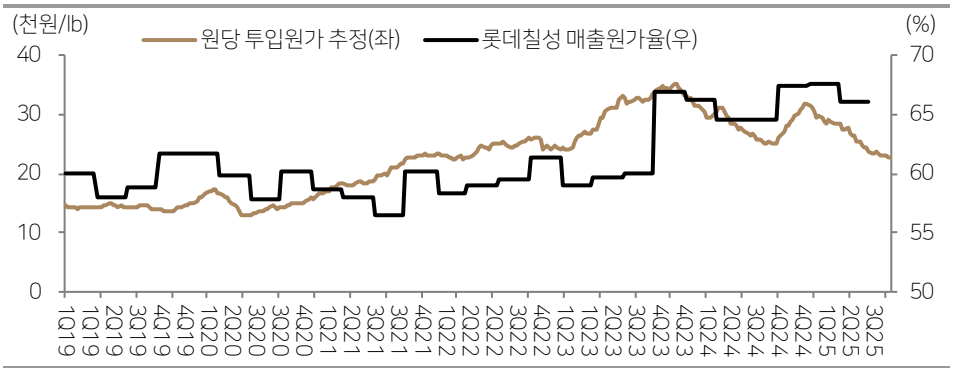
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 58: 원달러 환율 추이



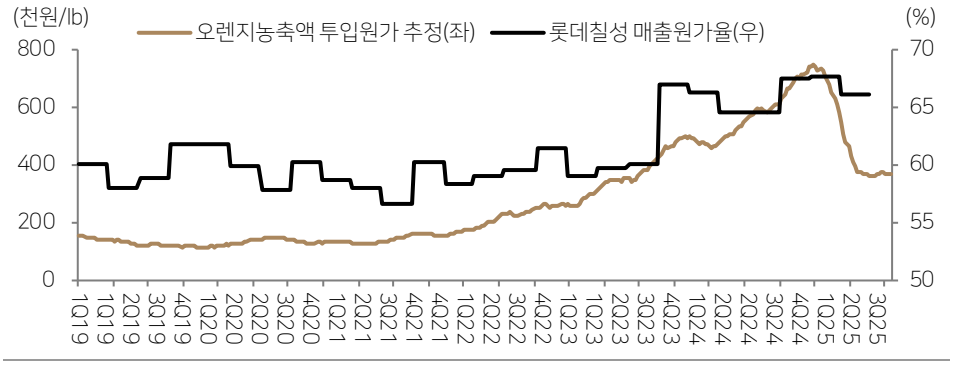
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 59: 원당 투입원가 추정 vs. 롯데칠성 매출원가율



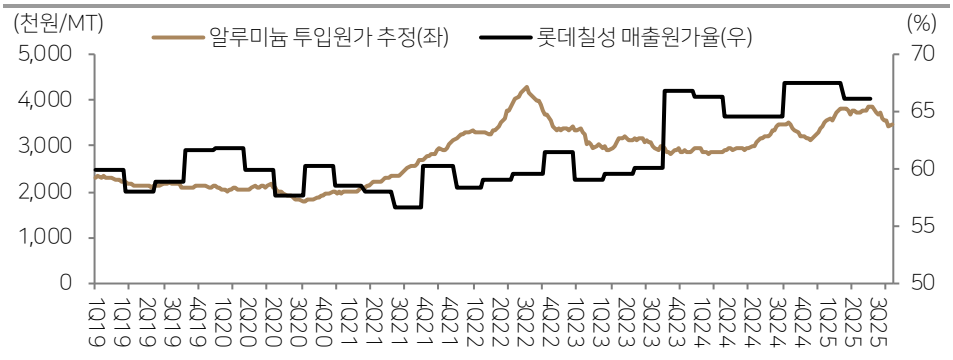
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 60: 오렌지농축액 투입원가 추정 vs. 롯데칠성 매출원가율



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 61: 알루미늄(캔) 투입원가 추정 vs. 롯데칠성 매출원가율



Source: Bloomberg, 다올투자증권

II-2. 해외 바틀러 지역 추가 확보, 밀리고 있지만 가능성은 더 높아졌다

동사는 현재 필리핀, 파키스탄, 미얀마에서 펩시 바틀러 사업을 운영하고 있다. 동사는 바틀러 지역 확대, 앵커 바틀러 지위 확보 등 확장 의지를 지속적으로 비쳐 왔으나, 지연되고 있는 것도 사실이다. 다만, 9월 초 행동주의 펀드 Elliot의 펩시 본사에 대한 주주행동 내용이 현실화된다면, 동사의 의지가 실현될 가능성이 더욱 높아질 수 있다.

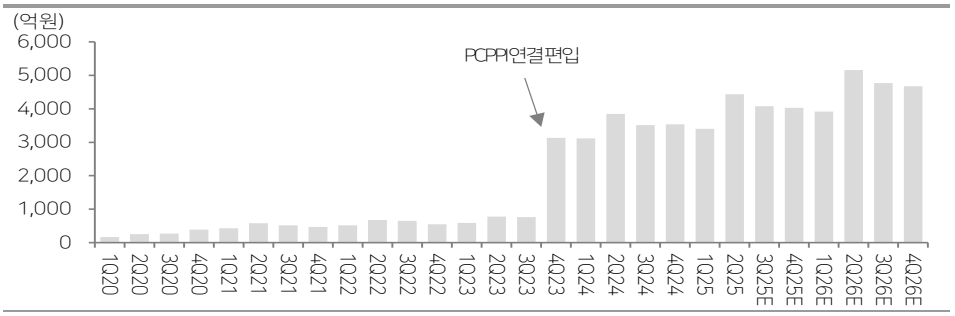
Elliot이 펩시에게 요구한 것은, PBNA(PepsiCo Beverages North America)의 바틀링 관련 자산을 외부로 매각해 아웃소싱하고, 펩시는 원액/브랜드/마케팅과 같은 핵심 사업에 집중하라는 것이다. 실제로 코카콜라의 경우 '17년까지 북미 바틀링을 전면 재프랜차이즈화해, 미국 내에서 70여개의 독립 바틀러가 생산하는 체계로 전환했다.

Elliot은 완제품 생산 확대를 바탕으로 한 매출액 Upside보다, Mix 변경 (완제품 판매 → 원액 공급 및 로열티 수취)에 따른 마진율 상승 Upside가 기업가치 제고에 더 긍정적이라 판단한 것이다.

펩시는 글로벌 50여 곳의 바틀러를 통해 완제품을 생산하고 있으며 (2Q24 기준), 이 중 70%는 직영 운영, 30%는 가맹 사업자에게 위탁하고 있다. 만약 Elliot의 주문대로 사업 방향성이 변화할 경우, 1) 펩시는 바틀러 자회사를 분사해 따로 운영하거나, 2) 직영 바틀러가 운영하던 지역을 가맹 바틀러에게 양도하게 될 것이다.

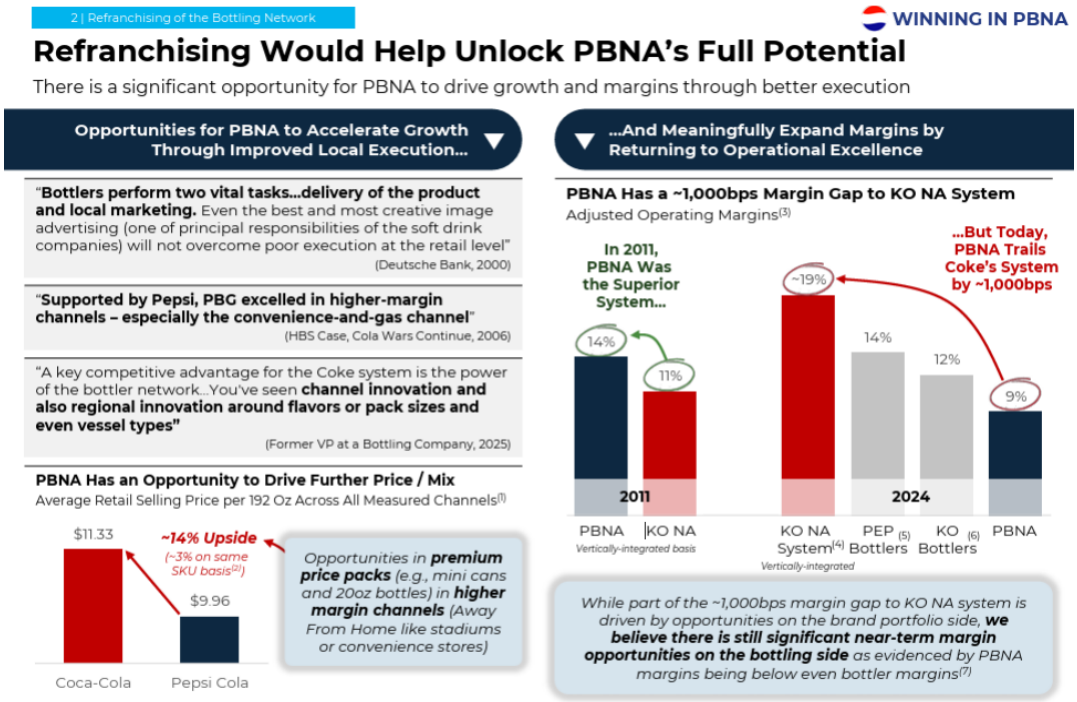
Elliot의 제안은 PBNA(북미) 음료 사업을 중점적으로 타겟하고 있으나, 코카콜라는 글로벌 200여 개국에서 현지 독립 바틀러 체계를 구축하고 있는 만큼, 펩시 역시 미국 외 지역의 음료 완제품 사업을 외부 바틀러 제조/판매 방식으로 전환하게 될 가능성이 있다. 이 경우 기존 바틀러 업체들에게 우선적인 기회가 주어질 것이다.

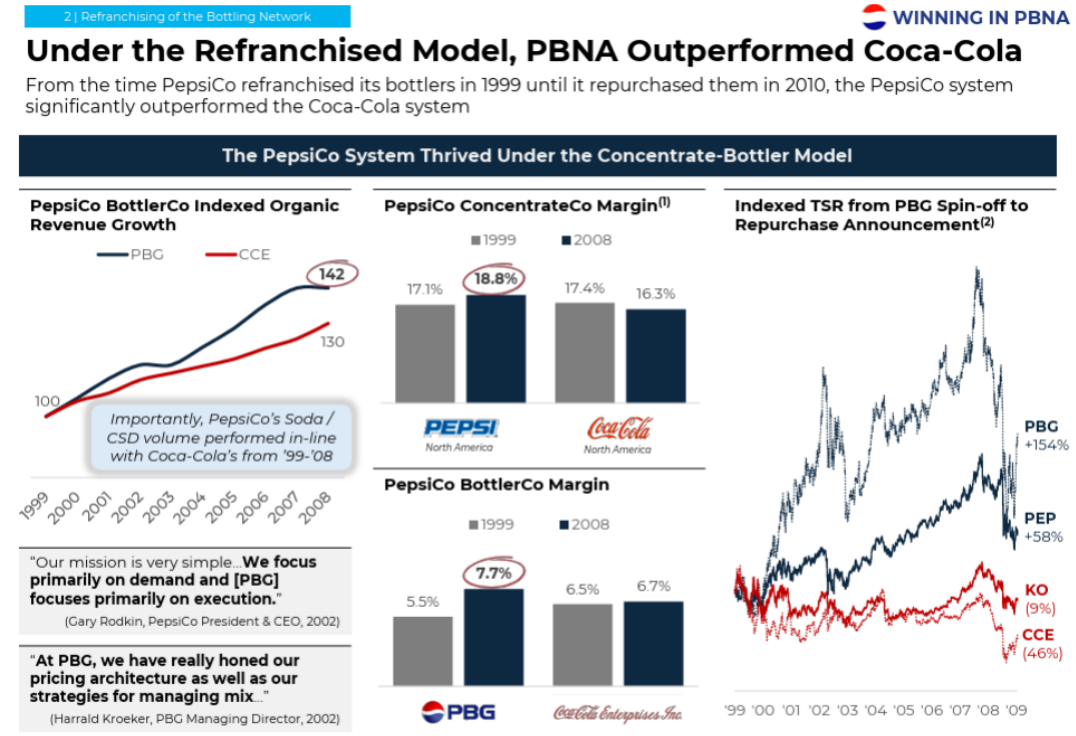
Fig. 62: 롯데칠성 글로벌 매출액 전망



Note: 필리핀/파키스탄/미얀마 법인 (펩시 바틀러 생산/판매 법인) 매출액, 미국/일본/러시아/중국 법인 (칠성 브랜드 판매법인) 매출액을 합산한 금액이며, 별도 수출 매출액은 제외 / Source: 롯데칠성, 다올투자증권 추정

Fig. 63: Elliott이 Pepsico에게 발송한 주주서한





Source: Elliott, 다올투자증권

II-3. 으랏챠챠 국내외 자산 효율화

중장기적 관점에서 내수 필수재의 Q 감소는 불가피하다. 동사는 이를 1) ZBB(Zero Based Budget) 프로젝트 도입을 바탕으로 한 비용 절감 (연간 500~600억원 기여 목표), 2) 자산 슬림화, 생산 효율화, SKU 최적화를 통한 레버리지 극대화로 대응 중이다.

필리핀 법인은 1) 1Q25 중 공장 1개를 통폐합했으며, 3Q25에 클로징 관련 일회성 비용 (약 50억원, 설비 이설 및 자산 손상 관련) 발생 예정이나, 향후 추가 일회성 비용 발생 가능성은 제한적이다. 2) 또한 섬 국가로 물류 효율성이 떨어지는 문제를 거점 통합을 통해 대응하는 등 자산 리밸런싱 진행 중이다.

국내도 자산 효율화 진행 중이다. 1) 경산공장(소주)은 '24년 10월 롯데렌탈에 매각 후 군산공장으로 생산 이전을 완료했으며, 2) 맥주/음료 Hybrid 공장으로 가동 중인 충주2공장은 2Q25 기준 가동률이 54%으로 상승했다 (맥주 단독 생산 시에는 20%).

자산 슬림화 과정에서 발생하는 투자비용, 일회성비용은 있겠으나, 중장기적으로 국내 마진율 방어 효과가 기대된다. 특히 매출원가 내 고정비 비중이 높은 주류 사업에서 고정비 레버리지 효과가 두드러지게 나타날 전망이다.

Fig. 64: 롯데칠성 필리핀 법인 공장 현황



Source: 롯데칠성, 다올투자증권

Fig. 65: 롯데칠성 별도 법인 공장 현황

사업장	구분
안성 1 공장	음료
안성 2 공장	음료
오포공장	음료
대전공장	음료
양산공장	음료
광주공장	음료
강릉공장	주류(소주)
청주공장	'21 년 9 월 강릉으로 통폐합
군산공장	주류(소주/청주)
경산공장	'24 년 10 월 매각 완료, 군산으로 라인
충주 1 공장	주류(맥주)
충주 2 공장	주류(맥주)/음료 Hybrid

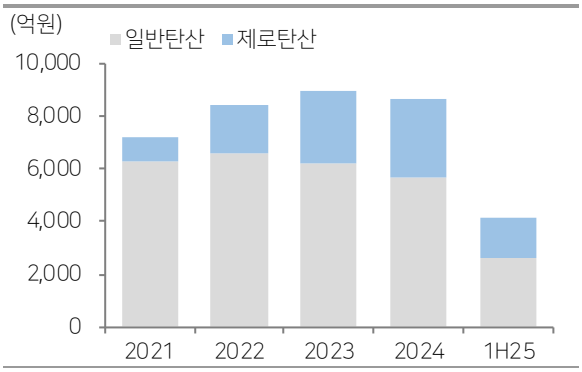
Source: 행정안전부, 다올투자증권

II-4. 제로는 버틴다

소비 둔화, 섭취량 감소, 음주문화 변화로 음료/주류 모두 현상 유지로는 역성장이 불가피하다. 그럼에도 제로탄산은 여전히 YoY (+) 성장률을 기록하고 있다. 선진국 기준 제로 침투율이 45%를 상회하는 만큼, 현재 제로 침투율 (1H25 기준 롯데칠성 탄산 매출액 내 제로탄산 비중 32.3%) 대비 확대될 여력도 남아 있다.

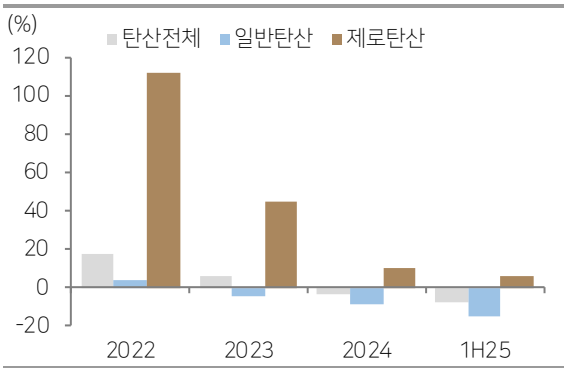
'22년 9월 출시된 제로 소주 '새로'는, 현재 동사 소주 매출액의 40% 이상을 차지하고 있다 ('24년 새로 매출액 약 1,560억원, '24년 소주 매출액 3,608억원). 현재 동사의 소주 M/S는 약 20%이며, 수도권 지역 및 중심 상권 내 M/S가 높다. 반면 비수도권 지역의 M/S는 상대적으로 낮아 (충청권 15%대, 대구/경북/부산/경남/울산 3~5% 수준), 비수도권 지역 내 새로 분포 확대를 통한 전국 M/S 확대가 향후 소주 시장 Q 감소를 이겨낼 방안이다.

Fig. 66: 롯데칠성 탄산음료 매출액 추이



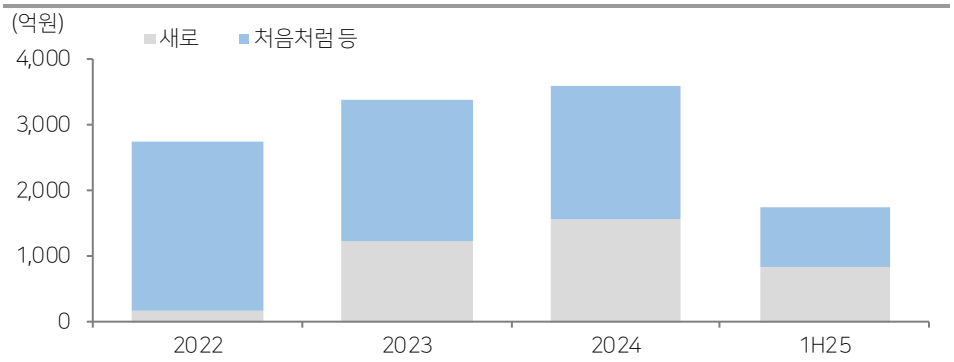
Source: 롯데칠성, 다올투자증권

Fig. 67: 롯데칠성 탄산 매출액 YoY 증감률 추이



Source: 롯데칠성, 다올투자증권

Fig. 68: 롯데칠성 소주 매출액 추이



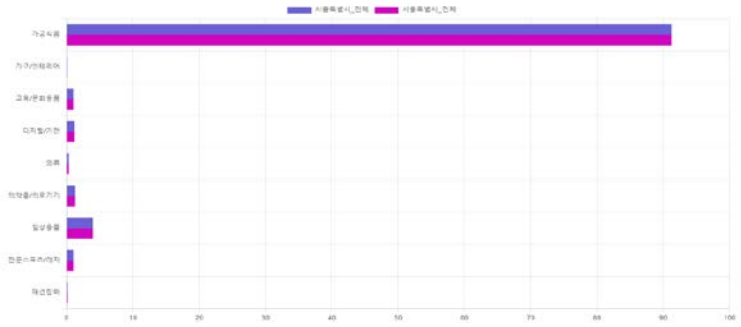
Source: 롯데칠성, 다올투자증권

II-5. 그래도 소비쿠폰 수혜 품목 중 하나

소비쿠폰 지급에도 소매판매액, 외식업 경기 반등은 묘연해 보이고, 1차 소비쿠폰 총 지급액(약 9조원)이 업종별, 품목별로 분산될 것을 고려하면 소비쿠폰 효과가 각 기업의 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 다만 음식료품 품목 중에서는 음료/주류가 가장 큰 수혜 품목 중 하나라는 판단이다.

소비쿠폰 지급 1~2주차(7월 넷째주~다섯째주) 사용 소비쿠폰은 대중음식점(41.4%), 마트/식료품점(15.4%), 편의점(9.7%)에 각각 사용되었다. 편의점 매출액 내 가공식품 비중은 90%를 상회하며, 가공식품 카테고리 내 중분류별 비중은 기타가공식품(35%) > 음료(17%) > 주류(12%) > 과자(8%) > 냉동식품(4%) 순이다. 여기에 소비쿠폰 총 지급액(9조원)을 대입하면, 소비쿠폰으로 편의점에서 구매한 음료 소매판매금액은 1,360억원, 주류는 960억원이며, 타 채널까지 고려할 시 그 규모는 더 클 것이다.

Fig. 69: 서울시 편의점 카테고리 (대분류) 내 매출액 비중



Source: 유통물류진흥원, NICE지니데이타, 다올투자증권
Note: '25년 6월 기준

Fig. 70: 서울시 편의점 카테고리 (중분류-가공식품) 내 매출액 비중



Source: 유통물류진흥원, NICE지니데이타, 다올투자증권
Note: '25년 6월 기준

Fig. 71: 소비쿠폰 지급액 중 가공식품 구매에 사용한 금액 규모 추정 (in 편의점) (십억원)

구분	금액	비중	대표 상장기업
소비쿠폰 총 지급액	8,900		
소비쿠폰의 편의점 사용 비중	890	10%	
편의점 매출액 내 가공식품 비중	801	90%	
가공식품(대분류) 내 비중			
기타가공식품	280	35%	매우 다양
음료	136	17%	롯데칠성, 빙그레 등
주류	96	12%	하이트진로, 롯데칠성 등
과자	64	8%	오리온, 롯데웰푸드, 농심 등
냉동식품	32	4%	CJ 제일제당, 풀무원 등
즉석/편의식품	32	4%	CJ 제일제당, 풀무원 등

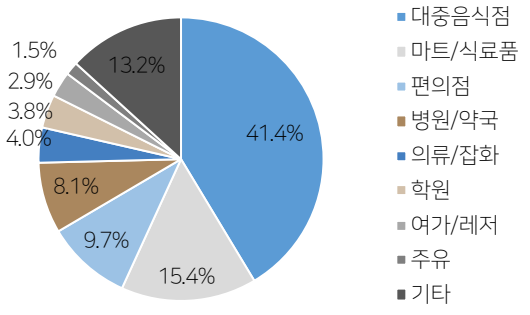
Note: 품목별 매출액 비중은 '25년 6월 서울시 편의점 기준 / Source: 유통물류진흥원, NICE지니데이타, 다올투자증권

Fig. 72: 소비쿠폰 업종별 사용액 및 매출액 현황 ('25년 7월 넷째주 ~ 7월 다섯째주) (억원)

업종	소비쿠폰 사용액		매출액					
	사용액	*비중(%)*	7월 3주	7월 4주 (지급 첫째주)		7월 5주 (지급 둘째주)		*소비쿠폰 비중(%)*
			매출액	매출액	*YoY%*	매출액	*YoY%*	
계	26,518	*100*	219,455	262,298	*5.5*	237,887	*6.5*	*5.3*
대중음식점	10,989	***41.4***	25,502	28,179	***4.4***	29,778	***4.4***	***19.0***
마트/식료품	4,077	***15.4***	21,439	22,323	***3.8***	24,967	***2.7***	***8.6***
편의점	2,579	***9.7***	5,027	5,685	***5.3***	5,607	***0.6***	***22.8***
병원/약국	2,148	*8.1*	17,667	18,013	*8.1*	18,249	*8.5*	*5.9*
의류/잡화	1,060	*4.0*	2,860	3,423	*14.7*	3,514	*16.7*	*15.3*
학원	1,006	*3.8*	3,126	4,168	*3.3*	3,839	*8.3*	*12.6*
여가/레저	760	*2.9*	3,952	3,952	*-1*	4,740	*-4.4*	*8.7*
주유	407	*1.5*	10,154	11,480	*-4.4*	11,776	*-3.7*	*1.8*
기타	3,494	*13.2*	129,728	164,421	*6.4*	135,417	*8.8*	*1.2*

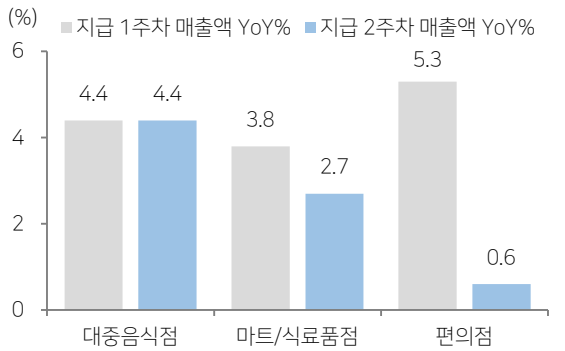
Source: 행정안전부, 다올투자증권

Fig. 73: 소비쿠폰 지급 1~2주차 업종별 사용액 ('25년)



Source: 행정안전부, 다올투자증권

Fig. 74: 소비쿠폰 지급 후 업종별 매출액 YoY ('25년)



Source: 행정안전부, 다올투자증권

롯데칠성 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,149.6	1,125.3	1,110.7	1,165.6	1,251.4
현금성자산	261.5	205.6	349.4	361.4	399.9
매출채권	331.7	306.4	330.7	351.1	373.7
재고자산	484.2	534.8	351.4	373.0	397.0
비유동자산	3,108.1	3,247.2	3,254.8	3,342.2	3,441.7
투자자산	578.7	546.3	565.7	588.7	612.6
유형자산	2,439.0	2,602.8	2,583.4	2,645.7	2,719.5
무형자산	90.4	98.1	105.7	107.9	109.7
자산총계	4,257.7	4,372.5	4,365.5	4,507.8	4,693.2
유동부채	1,264.9	1,466.3	1,561.3	1,615.0	1,673.5
매입채무	727.4	741.7	702.7	746.1	794.1
유동성이자부채	501.0	680.5	814.0	824.0	834.0
비유동부채	1,455.9	1,327.8	1,186.7	1,193.7	1,211.0
비유동이자부채	1,282.5	1,152.0	1,009.2	1,009.2	1,019.2
부채총계	2,720.8	2,794.1	2,747.9	2,808.7	2,884.5
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	40.0	37.7	37.7	37.7	37.7
이익잉여금	2,195.3	2,204.5	2,256.2	2,337.7	2,447.4
자본조정	(776.3)	(748.4)	(755.0)	(755.0)	(755.0)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,536.8	1,578.4	1,617.6	1,699.1	1,808.7
투하자본	2,936.5	3,054.8	2,940.8	3,014.1	3,098.9
순차입금	1,522.0	1,626.9	1,473.8	1,471.7	1,453.3
ROA	4.2	1.4	2.1	2.7	3.3
ROE	11.7	4.1	6.0	7.4	9.0
ROIC	6.3	3.8	4.8	5.9	6.7

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,224.7	4,024.5	4,019.5	4,249.2	4,501.1
증가율 (Y-Y,%)	13.5	24.8	(0.1)	5.7	5.9
영업이익	210.7	184.9	195.7	235.7	273.8
증가율 (Y-Y,%)	(5.5)	(12.2)	5.8	20.4	16.2
EBITDA	397.9	425.6	444.7	492.2	537.0
영업외손익	(3.3)	(88.5)	(70.9)	(78.3)	(73.3)
순이자수익	(44.3)	(72.1)	(65.8)	(68.9)	(68.1)
외화관련손익	(2.8)	(16.6)	(10.2)	0.0	0.0
지분법손익	75.1	14.3	14.9	16.0	16.8
세전계속사업손익	207.4	96.5	124.8	157.4	200.6
당기순이익	166.5	60.0	90.9	118.1	150.4
지배기업당기순이익	165.9	59.1	88.4	115.7	147.4
증가율 (Y-Y,%)	27.0	(64.0)	51.4	29.9	27.4
NOPLAT	169.2	115.1	142.5	176.8	205.4
(+) Dep	187.3	240.7	249.0	256.5	263.1
(-) 운전자본투자	46.8	9.7	(119.8)	(0.9)	(1.1)
(-) Capex	204.8	285.0	258.6	300.9	318.8
OpFCF	104.9	61.0	252.7	133.3	150.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.6	17.1	12.3	9.6	3.8
영업이익증가율(3Yr)	29.4	0.5	(4.2)	3.8	14.0
EBITDA증가율(3Yr)	17.1	7.8	4.8	7.3	8.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	(24.1)	(11.5)	(10.8)	35.8
영업이익률(%)	6.5	4.6	4.9	5.5	6.1
EBITDA마진(%)	12.3	10.6	11.1	11.6	11.9
순이익률 (%)	5.2	1.5	2.3	2.8	3.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	267.7	325.2	457.2	364.2	402.1
당기순이익	166.5	60.0	90.9	118.1	150.4
자산상각비	187.3	240.7	249.0	256.5	263.1
운전자본증감	(76.4)	(28.3)	106.3	0.9	1.1
매출채권감소(증가)	(29.1)	33.9	(25.7)	(20.4)	(22.6)
재고자산감소(증가)	3.3	(33.7)	174.8	(21.7)	(24.0)
매입채무증가(감소)	(27.5)	29.9	(34.0)	43.3	48.0
투자현금	(194.0)	(307.1)	(270.8)	(328.9)	(346.9)
단기투자자산감소	(1.3)	(14.2)	2.6	(1.0)	(1.0)
장기투자증권감소	13.8	(0.0)	5.4	9.9	10.4
설비투자	(204.8)	(285.0)	(258.6)	(300.9)	(318.8)
유무형자산감소	(0.5)	(5.8)	(13.1)	(20.0)	(20.0)
재무현금	(166.3)	(91.7)	(38.1)	(24.2)	(17.8)
차입금증가	(121.9)	(54.6)	(1.7)	10.0	20.0
자본증가	(34.7)	(36.1)	(34.2)	(34.2)	(37.8)
배당금지급	34.7	36.1	34.2	34.2	37.8
현금 증감	(97.5)	(69.7)	147.1	11.1	37.4
총현금흐름(Gross CF)	424.5	456.9	401.1	363.2	401.1
(-) 운전자본증가(감소)	46.8	9.7	(119.8)	(0.9)	(1.1)
(-) 설비투자	204.8	285.0	258.6	300.9	318.8
(+) 자산매각	(0.5)	(5.8)	(13.1)	(20.0)	(20.0)
Free Cash Flow	154.0	121.5	236.6	35.2	55.2
(-) 기타투자	(13.8)	0.0	(5.4)	(9.9)	(10.4)
잉여현금	167.8	121.4	242.0	45.1	65.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	17,878	6,369	9,240	12,168	15,587
BPS	136,634	139,326	143,057	150,950	161,672
DPS	3,400	3,400	3,400	3,760	3,760
Multiples(x,%)					
PER	8.2	17.6	12.5	9.5	7.4
PBR	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	7.4	6.4	5.8	5.3	4.8
배당수익율	2.3	3.0	2.9	3.3	3.3
PCR	3.5	2.5	2.9	3.2	2.9
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	177.0	177.0	169.9	165.3	159.5
Net debt/Equity	99.0	103.1	91.1	86.6	80.3
Net debt/EBITDA	382.5	382.2	331.4	299.0	270.6
유동비율	90.9	76.7	71.1	72.2	74.8
이자보상배율	4.8	2.6	3.0	3.4	4.0
이자비용/매출액	1.7	2.0	1.9	1.9	1.8
자산구조					
투하자본(%)	77.8	80.2	76.3	76.0	75.4
현금+투자자산(%)	22.2	19.8	23.7	24.0	24.6
자본구조					
차입금(%)	53.7	53.7	53.0	51.9	50.6
자기자본(%)	46.3	46.3	47.0	48.1	49.4

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

롯데칠성

등급	자산규모	평가시기	섹터
B	2조이상	2024 하반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	64.1	712/1287	28/48

연도별 성과

2022	BB
2023	BB
2024	B

섹터내 규모별 기업비교

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

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**80.3**	**45.5**	**25%**	▲
	혁신 활동	78.0	46.9	중	▲
	생산 공정	72.3	44.2	중	▲
	공급망 관리	100.0	88.5	하	▲
	생물다양성	80.0	66.8	하	▲
S(사회)		**82.9**	**54.8**	**35%**	▲
	인적자원 관리	83.0	53.2	중	▲
	공급망 관리	84.6	51.7	중	▲
	고객 관리	73.0	66.7	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	96.8	51.7	하	▲
G(지배구조)		**46.2**	**55.8**	**40%**	▼
	주주의 권리	56.4	50.9	중	▲
	정보의 투명성	56.8	64.0	하	▼
	이사회의 구성과 활동	59.3	56.0	중	▲
	이사의 보수	39.8	71.5	하	▼
	관계사 위험	34.1	60.3	하	▼
	ESG경영 인프라	94.3	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 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2021	22.0%	22.0%	25.8%
2022	25.8%	25.9%	34.3%
2023	20.6%	24.4%	-14.8%

동원산업
(004370)

—

BUY

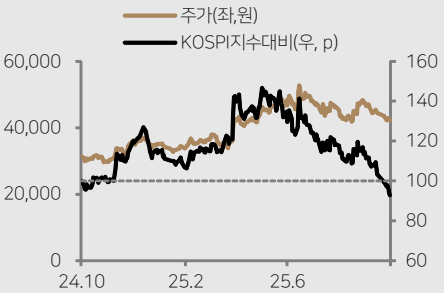
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	75,000		신규
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/22)	42,750원
예상 주가상승률	75.4%
시가총액	18,873억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	44,148천주
52주 최저가 / 최고가	29,644 - 52,700원
3개월 일평균거래대금	22억원
외국인 지분율	5.4%
주요주주지분율(%)	
김남정 (외 15인)	78.9
자사주 (외 1인)	22.5
KB자산운용 (외 1인)	6.1

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	19.4	7.9	8.1
PBR(배)	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	4.1	4.4	4.2
배당수익률(%)	2.7	2.6	3.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.0)	(1.2)	42.9	15.7
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(21.0)	(57.3)	(8.2)	(46.2)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

쌀 때 사자

Issue

3Q25E Preview. 적정주가 75,000원으로 커버리지 개시

Pitch

저평가 해소에 베팅

Rationale

- 3Q25 연결 매출액 2조 4,784억원 (YoY +5.1%), 영업이익 1,479억원 (YoY -15.2%, OPM 6.0%)으로 영업이익 기준 시장 기대치 하회 추정. 기대치 하회 사유는 1) 2분기 하락한 어가가 3분기 별도 실적에 반영된 영향, 2) 3Q24 높은 기저 (6월 판매되었어야 할 물량이 판매 시점 조정에 따라 7월에 인식), 3) 높았던 어가가 식품가공유통 자회사의 원가로 반영, 4) 주요 자회사의 통상임금 인식 영향
- 현재주가는 주요 자회사를 모두 장부가로 평가한 후, 지주사 할인 50%를 적용해 합산한 가치를 반영하는 수준. 적정주가는 주요 자회사 동원F&B, Starkist의 '26년 EBITDA에 각각 EV/EBITDA 배수 5배, 6배를 적용해 도출한 영업가치를 반영해 산출. 동원F&B 상폐와 함께 발표된 식품산업 통합 계획 내 신규 M&A 추진과 이를 바탕으로 한 식품 자회사 간 시너지 강화가 저평가 해소 트리거가 될 것
- 결국 중요한 것은 피인수 기업이 보유한 브랜드/유통망/생산시설 등 인프라의 질과 동원산업의 브랜딩 역량. 참고할 만한 사례는 CJ제일제당의 슈완스 인수. CJ제일제당은 '19년 슈완스 인수로 1) 글로벌 식품 매출액을 단기간에 확대했고 (미국 식품 매출액 '18년 3,649억원→ '19년 3.1조원), 2) 확보한 현지 생산시설 및 유통망을 활용, 비비고 브랜딩과 함께 자사 제품을 현지에 침투시킴. M&A 및 글로벌 식품 매출 확대를 통한 리레이팅에 베팅한다면 현재 주가는 충분히 매수해볼만한 구간

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	8,949	8,944	9,489	9,864	10,357	10,875	11,419
영업이익	465	501	526	551	577	607	636
EBITDA	758	806	832	866	902	941	978
지배주주순이익	225	75	214	209	242	256	281
순차입금	1,949	1,985	1,799	1,761	1,776	1,748	1,718
매출증가율	(0.9)	(0.0)	6.1	4.0	5.0	5.0	5.0
영업이익률	5.2	5.6	5.5	5.6	5.6	5.6	5.6
순이익률	2.5	0.8	2.3	2.1	2.3	2.3	2.5
EPS증가율	29.7	(56.8)	183.8	(2.0)	15.5	5.7	10.0
ROE	10.4	4.1	8.0	6.9	7.6	7.6	7.8

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권 추정

동원산업은,

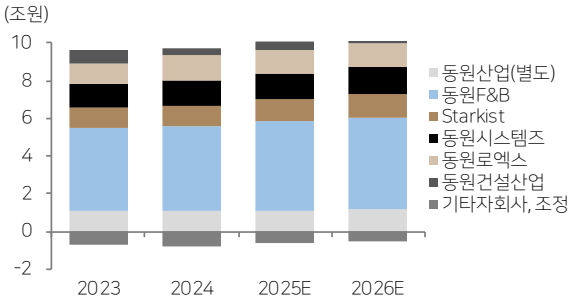
1969년 설립돼 원양어업을 기반으로 성장해온 국내 최대 수산 기업이다. 현재는 어획, 가공, 물류, 판매에 이르는 수산 종합 기업으로 자리매김했다.

주요 사업은 해양수산, 식품가공유통, 포장소재, 물류로 구분되며, 주요 자회사로는 동원F&B와 스타키스트(식품가공), 동원시스템즈(포장소재), 동원로엑스(물류) 등이 있다.

최대주주는 김남정 회장(59.88%)이며, 특수관계인 포함 지분율은 87.92%이다.

Financials

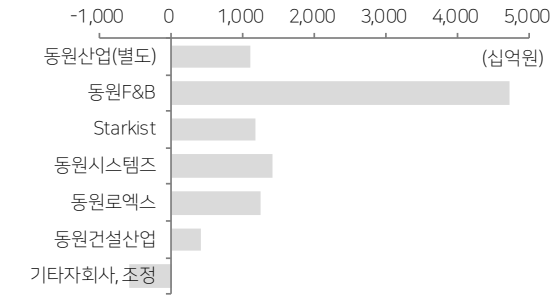
- 해양수산 부문은 참치어가, 어획량에 따라 실적 변동성 내재. 식품가공 매출액은 YoY LSD~MSD 범위에서 등락, 그 외(포장소재/물류/건설 등) 매출액은 연간 3조원 수준 기여
- 영업이익 절대 금액은 동원F&B (OPM 4.1%) > Starkist (12.4%) > 동원산업 별도 (11.9%) > 동원시스템즈 (6.8%) > 동원로엑스 (2.3%) 기여



Source: 동원산업, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

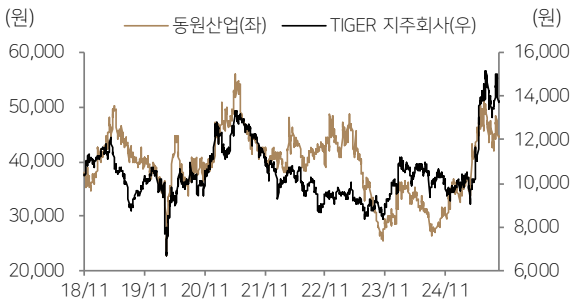
- 사업형 지주회사로, 자회사를 포함해 해양수산 (동원산업), 식품가공유통 (동원산업, 동원F&B, Starkist 등), 포장소재 (동원시스템즈 등), 물류 (동원산업, 동원로엑스 등) 사업을 운영 중



Source: 동원산업, 다올투자증권

주가

- 동사 주가는 지주회사 가중평균 주가와 연동되는 경향
- 4월 중순 동원F&B 완전 자회사화 및 상장폐지 공시와 함께 주가 상승을 시현했으나, 상승분을 일부 반납



Source: 다올투자증권

I. Valuation 및 실적 추정

동원산업의 적정주가로 75,000원을 제시해 커버리지를 개시한다. 현재주가는 주요 자회사를 모두 장부가로 평가한 후, 지주회사 할인 50%를 적용해 합산한 가치를 반영하는 수준이다 (SOTP 1). 적정주가는 주요 자회사 동원F&B, Starkist의 '26년 EBITDA에 각각 EV/EBITDA 배수 5배, 6배를 적용해 도출한 영업가치를 반영해 산출했다 (SOTP 2). 동원F&B 상장폐지와 함께 발표된 식품산업 통합 계획 내 신규 M&A 추진과 이를 바탕으로 한 식품 자회사 시너지 강화가 저평가 해소 트리거가 될 수 있다.

3Q25 연결 매출액 2조 4,784억원 (YoY +5.1%), 영업이익 1,479억원 (YoY -15.2%, OPM 6.0%)으로 영업이익 기준 시장 기대치 하회 추정한다. 기대치 하회 추정 이유는 1) 2분기 하락한 어가가 3분기 별도 실적에 반영된 영향, 2) 3Q24 높은 기저 (6월 판매되었어야 할 물량이 판매 시점 조정에 따라 7월에 인식), 3) 높았던 어가가 식품가공유통 자회사의 원가로 반영, 4) 주요 자회사의 통상임금 인식 때문이다.

Fig. 75: **동원산업 적정주가 도출** (십억원, 원, %)

	SOTP 1	SOTP 2	P/E
비고	비상장 자회사 모두 장부가 평가	식품가공(비상장) 자회사 영업가치 평가	적정배수 10 배 적용
공정가치	2,047	2,963	2,131
시가총액(10/22)	1,887	1,887	1,887
주당가치(공정가치)	51,655	74,788	52,837
종가(10/22)	42,750	42,750	42,750
상승여력	20.8	74.9	23.6
적정주가		75,000	

Note: SOTP 2에서 각 부문 가치 산정에 사용한 EV/EBITDA 배수는 동원산업(별도) 4배, 동원F&B 5배, Starkist 6배
Source: 동원산업, 다올투자증권 추정

Fig. 76: 동원산업 SOTP Valuation 1 – 비상장 자회사를 모두 장부가로 평가 (십억원, 원, 배)

구분	가치	비고	
1) 영업가치 (별도)	747	'26 년 별도 EBITDA	적정배수
		187	X4
2) 지분가치	791	합산 자회사 가치에 지주회사 할인 50% 적용	
상장 자회사	616	시가총액 (3m Avg.)	지분율
동원시스템즈	616	866	71.04%
비상장 자회사 (주요)	967	장부가	지분율
동원 F&B	275	370	74.38%
Starkist	165	165	100%
동원로엑스	386	386	100%
동원건설산업	141	141	100%
3) 순차입금	864	2Q25 별도 기준	
4) 자산가치	1,372		
관계기업투자자산	1,091	2Q25 별도 기준에 50% 할인 적용	
투자부동산	281	2Q25 별도 기준	
공정가치	2,047	1) + 2) - 3) + 4)	
시가총액(10/22)	1,887		
주당가치(공정가치)	51,655		
종가(10/22)	42,750	상승여력 20.8%	

Source: 동원산업, 다올투자증권 추정

Fig. 77: 동원산업 SOTP Valuation 2 – 식품가공 자회사(비상장)을 영업가치로 평가 (십억원, 원, 배)

구분	가치	비고	
1) 영업가치 (별도)	747	'26 년 별도 EBITDA	적정배수
		187	X4
2) 지분가치	1,708	합산 자회사 가치에 지주회사 할인 50% 적용	
상장 자회사	616	시가총액 (3m Avg.)	지분율
동원시스템즈	616	866	71.04%
비상장 자회사 (주요)	2,801		
▽ 영업가치 평가		'26 년 별도 EBITDA	적정배수
동원 F&B	1,329	266	X5
Starkist	945	157	X6
▽ 장부가 평가		장부가	지분율
동원로엑스	386	386	100%
동원건설산업	141	141	100%
3) 순차입금	864	2Q25 별도 기준	
4) 자산가치	1,372		
관계기업투자자산	1,091	2Q25 별도 기준에 50% 할인 적용	
투자부동산	281	2Q25 별도 기준	
공정가치	2,963	1) + 2) - 3) + 4)	
시가총액(10/22)	1,887		
주당가치(공정가치)	74,788		
종가(10/22)	42,750	상승여력 74.9%	

Note: 각 부문 가치 산정에 사용한 EV/EBITDA 배수는 동원산업(별도) 4배, 동원F&B 5배, Starkist 6배로 보수적 가정
Source: 동원산업, 다올투자증권

Fig. 78: 동원산업의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,242	2,143	2,339	2,220	2,319	2,359	2,478	2,332	8,944	9,489	9,864
1. 동원산업(별도)	328	247	237	269	321	259	244	277	1,081	1,101	1,134
2. 주요 자회사											
1) 식품가공유통	1,418	1,325	1,522	1,358	1,500	1,436	1,568	1,399	5,623	5,902	6,138
동원F&B	1,119	1,061	1,220	1,083	1,195	1,156	1,257	1,115	4,483	4,723	4,865
Starkist	299	264	302	275	305	280	311	283	1,140	1,179	1,274
2) 그외	496	571	580	593	498	664	667	657	2,240	2,486	2,592
동원시스템즈	309	344	349	332	337	366	359	342	1,334	1,405	1,447
동원로엑스	269	374	348	326	300	255	358	336	1,317	1,249	1,287
동원건설산업	99	71	88	113	100	139	79	102	371	419	377
기타/연결조정	-181	-218	-205	-178	-239	-96	-130	-123	-782	-588	-519
YoY	*6.6*	*-4.4*	*9.2*	*-5.1*	*4.5*	*1.7*	*5.1*	*-5.9*	*0.0*	*6.1*	*4.0*
1. 동원산업(별도)	*17.1*	*-14.5*	*-6.3*	*0.0*	*-2.1*	*4.7*	*3.0*	*3.0*	*-0.9*	*1.8*	*3.0*
2. 주요 자회사											
1) 식품가공유통	*3.4*	*1.1*	*1.5*	*4.1*	*5.8*	*8.4*	*3.0*	*3.0*	*2.5*	*5.0*	*4.0*
동원F&B	*3.5*	*1.0*	*1.0*	*6.1*	*6.8*	*8.9*	*3.0*	*3.0*	*2.8*	*5.4*	*3.0*
Starkist	*3.1*	*1.5*	*3.8*	*-2.8*	*2.0*	*6.0*	*3.0*	*3.0*	*1.4*	*3.4*	*8.0*
2) 그외	*-19.1*	*-4.5*	*-8.2*	*12.1*	*0.5*	*16.4*	*14.9*	*10.7*	*-5.6*	*11.0*	*4.3*
동원시스템즈	*-5.5*	*2.7*	*10.8*	*11.0*	*9.1*	*6.5*	*3.0*	*3.0*	*4.5*	*5.3*	*3.0*
동원로엑스	*1.5*	*42.2*	*34.4*	*8.3*	*11.5*	*-31.8*	*3.0*	*3.0*	*21.0*	*-5.1*	*3.0*
동원건설산업	*-45.0*	*-64.0*	*-42.9*	*-37.2*	*1.0*	*95.1*	*-10.0*	*-10.0*	*-47.8*	*13.0*	*-10.0*
영업이익	110	85	174	132	125	134	148	120	501	526	551
1. 동원산업(별도)	75	5	24	25	104	16	12	14	129	146	154
2. 주요 자회사											
1) 식품가공유통	81	56	109	79	92	75	99	69	325	335	354
동원F&B	50	29	67	38	54	35	63	38	184	189	197
Starkist	31	27	42	41	38	41	36	32	141	146	157
2) 그외	-46	24	41	28	-71	43	37	37	47	45	43
YoY	*-6.2*	*-17.1*	*12.9*	*45.6*	*13.5*	*57.6*	*-15.2*	*-9.1*	*7.9*	*5.0*	*4.7*
1. 동원산업(별도)	*17.2*	*-90.0*	*140.0*	*733.3*	*38.7*	*216.0*	*-50.0*	*-42.3*	*1.6*	*13.3*	*5.0*
2. 주요 자회사											
1) 식품가공유통	*22.7*	*-3.4*	*21.1*	*46.3*	*13.6*	*34.5*	*-9.5*	*-12.4*	*21.3*	*3.1*	*5.8*
동원F&B	*16.3*	*3.6*	*6.3*	*15.2*	*8.0*	*20.0*	*-6.2*	*-1.1*	*10.2*	*2.8*	*4.1*
Starkist	*34.8*	*-10.0*	*55.6*	*95.2*	*22.6*	*50.0*	*-14.8*	*-22.9*	*39.6*	*3.5*	*7.9*
2) 그외	*적지*	*흑전*	*-23.9*	*-16.7*	*적지*	*78.9*	*-10.0*	*29.8*	*-32.1*	*-4.6*	*-4.0*
OPM	*4.9*	*4.0*	*7.5*	*6.0*	*5.4*	*5.7*	*6.0*	*5.2*	*5.6*	*5.5*	*5.6*
1. 동원산업(별도)	*22.9*	*2.0*	*10.1*	*9.3*	*32.4*	*6.1*	*6.1*	*5.2*	*11.9*	*13.3*	*13.5*
2. 주요 자회사											
1) 식품가공유통	*5.7*	*4.2*	*7.2*	*5.8*	*6.1*	*5.2*	*6.3*	*4.9*	*5.8*	*5.7*	*5.8*
동원F&B	*4.5*	*2.7*	*5.5*	*3.5*	*4.5*	*3.0*	*5.0*	*3.4*	*4.1*	*4.0*	*4.0*
Starkist	*10.4*	*10.2*	*13.9*	*14.9*	*12.5*	*14.5*	*11.5*	*11.2*	*12.4*	*12.4*	*12.4*
2) 그외	*-9.3*	*4.2*	*7.1*	*4.7*	*-14.3*	*6.4*	*7.0*	*5.6*	*2.1*	*1.8*	*1.7*
지배순이익	82	46	-75	61	75	88	16	50	114	229	209
YoY	*13.7*	*-0.7*	*적전*	*40.8*	*-9.3*	*92.9*	*흑전*	*-18.0*	*-58.3*	*101.4*	*-8.5*
NIM	*3.7*	*2.1*	*-3.2*	*2.7*	*3.2*	*3.7*	*0.7*	*2.1*	*1.3*	*2.4*	*2.1*

Source: 동원산업, 다올투자증권 추정

II. 투자포인트

II-1. 미친 저평가

동사의 Valuation은 총 3가지 방식으로 진행했다. 그 중 가장 보수적 Valuation은 1) 동원산업(별도) 영업가치에 EV/EBITDA 4배 적용, 2) 모든 비상장 자회사를 장부가로 평가한 후 합산한 지분가치에 50% 할인 적용, 3) 별도 자산가치에 50% 할인 적용, 4) 이를 합산한 후 순차입금을 가감한 공정가치는 주당 51,655원이다. 가장 보수적인 Valuation으로도 현재 주가 대비 약 16.4%의 상승여력이 설명된다.

적정주가로 제시한 75,000원도 보수적 가정에 기반했다. 앞서 언급한 가장 Bare한 Case와 다른 한 가지는, 주요 식품가공 자회사인 동원F&B와 Starkist를 장부가치가 아닌 영업가치로 평가했다는 것이다. 회사별 EV/EBITDA Multiple은 동원산업(별도) 4배, 동원F&B 5배, Starkist 6배를 적용했으며, 현재 동원산업의 EV/EBITDA 배수(12M Fwd.)가 4배, 상장폐지 전 동원F&B는 약 5배임을 고려할 시, 현재 부여받고 있는 Multiple 이상을 부여하지 않았다. 그럼에도 현재 주가 대비 약 74.9%의 상승여력이 설명된다.

Fig. 79: 동원산업 적정주가 도출 (십억원, 원, %)

	SOTP 1	SOTP 2	P/E
비고	비상장 자회사 모두 장부가 평가	식품가공(비상장) 자회사 영업가치 평가	적정배수 10 배 적용
공정가치	2,047	2,963	2,131
시가총액(10/22)	1,887	1,887	1,887
주당가치(공정가치)	51,655	74,788	52,837
종가(10/22)	42,750	42,750	42,750
상승여력	20.8	74.9	23.6
적정주가		75,000	

Note: SOTP 2에서 각 부문 가치 산정에 사용한 EV/EBITDA 배수는 동원산업(별도) 4배, 동원F&B 5배, Starkist 6배
Source: 동원산업, 다올투자증권 추정

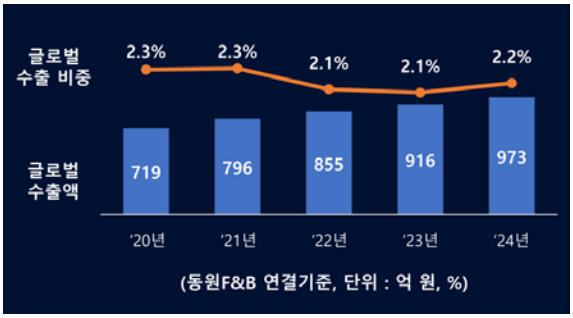
II-2. 저평가 기업은 저평가된 이유가 있긴 하나 (계속)

저평가 이유?

저평가된 기업은 그 나름의 이유가 다 있다. 동사의 경우에는 1) 유통주식수 부족 (최대주주 및 특관자 지분율 87.8%), 2) 내수에 치중된 사업 구조 (Starkist 제외 시 대부분 국내 매출), 3) 해외(Starkist)는 제한된 제품 포트폴리오(참치통조림 위주)로 성장률 기대치가 낮다는 것이 그 이유다.

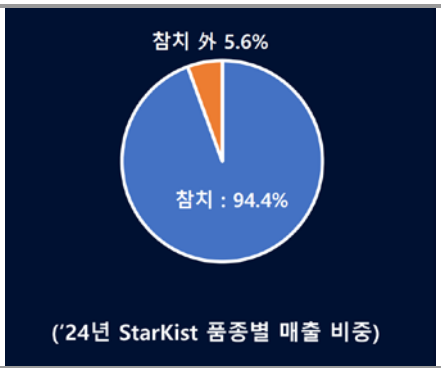
앞서 언급했듯 현재 동사 주가는 주요 자회사를 모두 장부가로 평가한 후, 지주사 할인 50%를 적용해 합산한 가치를 반영하고 있는 수준이다. 즉, 주요 식품가공 자회사인 동원F&B, Starkist의 영업가치가 시장에서 인정받게 된다면 저평가에서 벗어날 수 있다. 그리고 동사가 식품사업 통합 계획에서 밝힌 신규 M&A 추진과 이를 바탕으로 한 식품 자회사 시너지 강화가 저평가 해소의 트리거가 될 수 있다.

Fig. 80: 동원F&B 글로벌 수출 비중 추이



Source: 동원산업, 다올투자증권

Fig. 81: Starkist 제품 포트폴리오



Source: 동원산업, 다올투자증권

Fig. 82: 동원산업 글로벌 식품 Division 추진 계획



Source: 동원산업, 다올투자증권

Fig. 83: 동원산업 글로벌 M&A 추진 계획



Source: 동원산업, 다올투자증권

II-2. 저평가 해소 트리거도 존재한다

Starkist 활용도 ↑

Starkist는 연간 1조원의 매출과 약 1,400억원의 영업이익을 창출하는 동원산업의 100% 자회사다. 참치 관련 제품 비중이 매출액의 94%를 차지하고 있으며, 브랜드 인지도와 미국 내 유통망을 바탕으로 미국 참치 시장 점유율은 45.7%에 달한다.

다만 지금껏 Starkist를 그룹에서 활용하는 데 제약이 있었는데, 그 이유는 Starkist가 지난 10년간 미국에서 담합 이슈로 소송 중이었기 때문이다. 다만 '24년 8월부로 관련 합의가 모두 마무리됨에 따라 Starkist의 유통망 등 인프라를 활용하기에 보다 유리한 환경이 마련되었다. 관련 일회성 비용은 '24년에 모두 지출되었다.

미국 소재 식품사 인수 계획

동사는 미국 소재 식품회사를 인수해 글로벌 식품 사업을 확장할 계획이며, 인수 기업은 Starkist가 운영할 예정이다. 자금조달은 상대적으로 재무구조가 양호한 동원F&B를 통해 진행할 계획인데, 동원F&B의 완전 자회사화 및 상폐로 동원F&B 주주에 대한 배임 소지(동원F&B 자금으로 인수한 기업을 Starkist가 운영함에 따른 배임 소지)도 사라져 자금조달 여건도 한층 개선됐다.

향후 관전 포인트: 어떤 딜? 어떤 시너지?

결국 중요한 것은 인수 (예정) 기업이 보유한 브랜드/유통망/생산시설 등 인프라의 질과 동원산업의 브랜딩 역량이다. 참고할 만한 사례는 CJ제일제당의 '19년 슈완스 인수다. CJ제일제당은 '19년 2월 슈완스 인수로 1) 글로벌 식품 매출액을 단기간에 확대했고 (미국 식품 매출액 '18년 3,649억원→ '19년 3.1조원), 2) 확보한 현지 생산시설 및 유통망을 활용, 비비고 브랜딩과 함께 자사 제품을 현지에 침투시켰다.

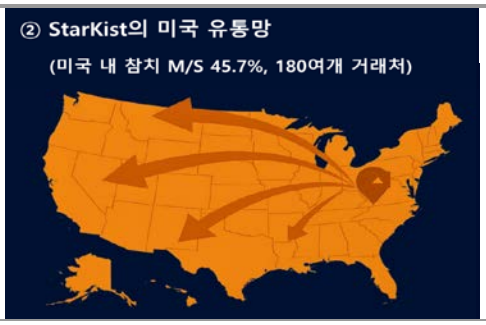
현재 동원F&B 보유 대표 브랜드는 '동원', '양반' 등이며, 대표 수출 품목은 양반 브랜드 떡볶이, 김 등이다. 수출은 동아시아, 동남아시아 지역 및 교민 시장 위주로 대응하고 있으며, 연결 매출액 내 수출 비중은 약 5%다.

Fig. 84: 동원F&B 및 동원홈푸드 보유 브랜드



Source: 동원산업, 다올투자증권

Fig. 85: Starkist 미국 유통망



Source: 동원산업, 다올투자증권

II-3. 동원그룹을 주축으로 사업구조 개편 → 기업가치 땡겨오기

동원그룹은 '19년부터 동원산업을 주축으로 사업 개편을 진행해 왔다. 현재 그룹 내 상장회사는 동원산업, 동원시스템즈 두 곳이며, 동원F&B 상장폐지에 따른 중복상장 디스카운트 해소가 동원산업 주가에 반영될 수 있다 판단한다.

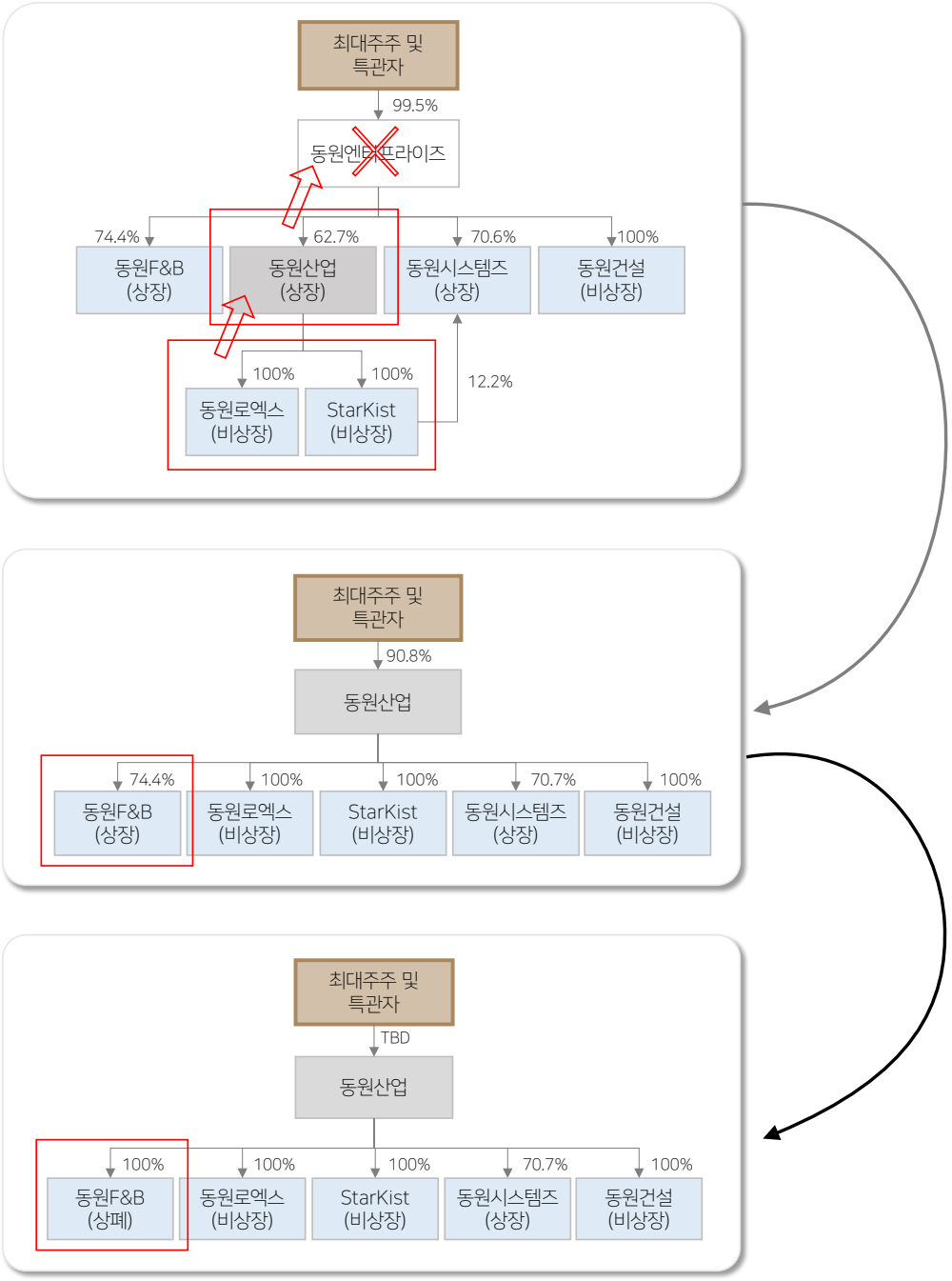
'19.05.31 동원산업의 동원냉장 흡수합병
동원냉장(동원엔터프라이즈 자회사, 100%)을 지배구조상 수평에 위치한 동원산업(동원엔터프라이즈 자회사, 59.24%)이 흡수합병. 동원산업이 신주를 발행하고, 이를 동원엔터프라이즈에 교부해 동원냉장을 사오는 방식

'20.01.02 동원산업의 동원로엑스 100% 자회사화
동원산업의 3PL 물류사업 관련 자산/조직을 동원로엑스(동원산업 자회사, 85%)가 양수. 동원산업이 동원로엑스의 주식매수청구권을 인수해 동원로엑스는 동원산업의 100% 자회사가 됨

'22.06.30 동원산업의 동원엔터프라이즈(최상위) 흡수합병
동원엔터프라이즈(최상위, 비상장)를 동원산업(동원엔터프라이즈 자회사, 62.7%)가 흡수합병. 이에 따라 사실상 중간지주 역할을 하던 동원산업이 최상위 지주가 되고, 동원엔터프라이즈 자회사와 동원산업 자회사가 수평 배치되는 구조로 전환

'25.07.31 동원산업의 동원F&B 100% 자회사화
동원산업과 동원F&B 간의 포괄적 주식 교환으로 동원산업이 동원F&B를 100% 자회사화(기존 74.38%) 및 동원F&B 상장폐지

Fig. 86: 동원그룹 지배구조 개편 Timeline



Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 87: 동원그룹 부문별 자회사/관계회사 현황



Note: 동원F&B 상장폐지 전 구조도 / Source: Dart, 다올투자증권

동원산업 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,770.7	3,167.8	3,676.6	3,893.4	4,110.1
현금성자산	1,180.7	527.5	979.1	1,117.4	1,202.1
매출채권	1,095.3	1,102.9	1,126.6	1,160.8	1,218.9
재고자산	1,302.4	1,372.0	1,403.8	1,446.5	1,518.8
비유동자산	3,954.4	3,990.4	4,036.7	4,131.6	4,278.1
투자자산	1,051.3	1,091.4	1,157.6	1,204.6	1,253.5
유형자산	2,512.2	2,487.3	2,484.8	2,538.8	2,642.5
무형자산	390.9	411.8	394.4	388.1	382.1
자산총계	7,725.1	7,158.2	7,713.3	8,025.0	8,388.3
유동부채	3,070.6	2,420.6	2,892.4	2,932.3	2,999.3
매입채무	1,141.8	1,106.4	1,278.1	1,316.9	1,382.8
유동성이자부채	1,746.1	1,203.2	1,502.1	1,502.1	1,502.1
비유동부채	1,518.8	1,491.2	1,434.3	1,540.2	1,646.4
비유동이자부채	1,383.2	1,309.6	1,275.9	1,375.9	1,475.9
부채총계	4,589.4	3,911.8	4,326.7	4,472.6	4,645.7
자본금	46.5	36.0	39.6	39.6	39.6
자본잉여금	1,621.2	1,625.0	1,623.1	1,623.1	1,623.1
이익잉여금	2,102.6	2,138.3	2,308.4	2,474.2	2,664.4
자본조정	(1,073.6)	(1,003.2)	(1,041.5)	(1,041.5)	(1,041.5)
자기주식	(480.9)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본총계	3,135.7	3,246.4	3,386.6	3,552.4	3,742.6
투하자본	4,592.6	4,743.5	4,684.8	4,792.0	4,976.3
순차입금	1,948.6	1,985.2	1,799.0	1,760.7	1,776.0
ROA	3.7	1.5	3.1	2.7	2.9
ROE	10.4	4.1	8.0	6.9	7.6
ROIC	8.1	6.2	8.6	8.7	8.9

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,948.6	8,944.2	9,488.8	9,864.0	10,357.2
증가율 (Y-Y,%)	(0.9)	(0.0)	6.1	4.0	5.0
영업이익	464.7	501.3	526.5	551.3	576.7
증가율 (Y-Y,%)	(6.0)	7.9	5.0	4.7	4.6
EBITDA	757.8	806.0	831.5	866.3	901.7
영업외손익	(116.2)	(305.5)	(228.8)	(272.2)	(254.4)
순이자수익	(83.8)	(89.5)	(88.6)	(87.7)	(91.5)
외화관련손익	(1.6)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.1	(39.1)	(11.3)	(25.0)	(18.2)
세전계속사업손익	348.6	195.8	297.7	279.2	322.3
당기순이익	272.2	113.6	228.7	209.4	241.7
지배기업당기순이익	225.0	75.3	213.7	209.4	241.7
증가율 (Y-Y,%)	(8.2)	(58.3)	101.4	(8.5)	15.5
NOPLAT	362.9	290.7	404.4	413.5	432.5
(+) Dep	293.1	304.7	305.0	315.0	325.0
(-) 운전자본투자	(92.6)	157.3	(115.6)	38.6	65.1
(-) Capex	577.2	320.9	341.2	354.5	414.3
OpFCF	171.4	117.2	483.8	335.4	278.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	46.3	5.6	1.7	3.3	5.0
영업이익증가율(3Yr)	14.9	(0.5)	2.1	5.9	4.8
EBITDA증가율(3Yr)	20.3	1.0	1.6	4.6	3.8
순이익증가율(3Yr)	3.8	(28.8)	(8.3)	(8.4)	28.6
영업이익률(%)	5.2	5.6	5.5	5.6	5.6
EBITDA마진(%)	8.5	9.0	8.8	8.8	8.7
순이익률 (%)	3.0	1.3	2.4	2.1	2.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	661.5	421.3	674.9	516.6	526.0
당기순이익	272.2	113.6	228.7	209.4	241.7
자산상각비	293.1	304.7	305.0	315.0	325.0
운전자본증감	(65.2)	(338.4)	60.1	(38.6)	(65.1)
매출채권감소(증가)	(133.5)	37.6	(39.0)	(34.2)	(58.0)
재고자산감소(증가)	143.5	(41.5)	(68.6)	(42.7)	(72.3)
매입채무증가(감소)	(7.7)	(140.6)	284.7	38.8	65.8
투자현금	(882.4)	134.9	(475.2)	(446.1)	(501.4)
단기투자자산감소	(440.9)	374.4	(105.6)	(11.2)	(11.7)
장기투자증권감소	0.6	(5.2)	(21.5)	(45.3)	(39.3)
설비투자	(577.2)	(320.9)	(341.2)	(354.5)	(414.3)
유무형자산감소	(0.6)	1.4	(2.0)	(8.4)	(8.4)
재무현금	315.8	(857.9)	151.5	56.4	48.5
차입금증가	465.4	(685.4)	255.9	100.0	100.0
자본증가	(48.0)	(47.1)	(43.6)	(43.6)	(51.5)
배당금지급	46.1	47.1	43.6	43.6	51.5
현금 증감	97.0	(282.2)	347.1	127.0	73.0
총현금흐름(Gross CF)	817.9	846.2	662.3	555.2	591.0
(-) 운전자본증가(감소)	(92.6)	157.3	(115.6)	38.6	65.1
(-) 설비투자	577.2	320.9	341.2	354.5	414.3
(+) 자산매각	(0.6)	1.4	(2.0)	(8.4)	(8.4)
Free Cash Flow	(129.6)	642.7	247.2	70.6	24.5
(-) 기타투자	(0.6)	5.2	21.5	45.3	39.3
잉여현금	(129.0)	637.5	225.7	25.3	(14.8)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	4,400	1,900	5,393	5,284	6,100
BPS	49,609	66,193	63,983	68,324	73,276
DPS	1,000	1,000	1,100	1,300	1,500
Multiples(x,%)					
PER	6.9	19.4	7.9	8.1	7.0
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	4.6	4.1	4.4	4.2	4.1
배당수익율	3.3	2.7	2.6	3.0	3.5
PCR	1.9	1.7	2.6	3.1	2.9
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	146.4	120.5	127.8	125.9	124.1
Net debt/Equity	62.1	61.2	53.1	49.6	47.5
Net debt/EBITDA	257.1	246.3	216.3	203.2	197.0
유동비율	122.8	130.9	127.1	132.8	137.0
이자보상배율	5.5	5.6	5.9	6.3	6.3
이자비용/매출액	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
자산구조					
투하자본(%)	67.3	74.6	68.7	67.4	67.0
현금+투자자산(%)	32.7	25.4	31.3	32.6	33.0
자본구조					
차입금(%)	49.9	43.6	45.1	44.8	44.3
자기자본(%)	50.1	56.4	54.9	55.2	55.7

자료: 다올투자증권

CJ프레시웨이
(051500)

—

BUY

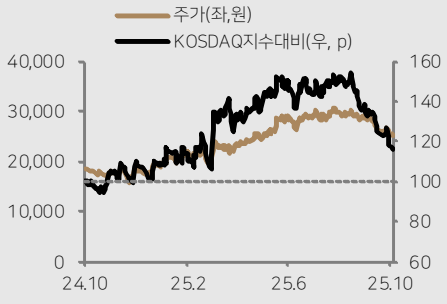
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	40,000		신규
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/22)	25,650원
예상 주가상승률	55.9%
시가총액	3,045억원
비중(KOSDAQ내)	0.07%
발행주식수	11,872천주
52주 최저가 / 최고가	15,820 - 30,650원
3개월 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	13.5%
주요주주지분율(%)	
CJ (외 6인)	47.9
EFG PRIVATE BANK SA (외 1인)	11.0
브이아이피자산운용 (외 1인)	7.2

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	8.0	6.6	5.9
PBR(배)	0.6	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.1	3.6	3.3
배당수익률(%)	2.6	1.9	1.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(12.5)	7.5	39.6	46.9
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(13.0)	(15.2)	20.6	17.3

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

내수에서 제일 잘한 기업, 잘할 기업

Issue

3Q25E Preview. 적정주가 40,000원으로 커버리지 개시

Pitch

3분기 음식료 내수에서 가장 잘한 기업

Rationale

- 3Q25 연결 매출액 9,230억원 (YoY +11%), 영업이익 350억원 (YoY +24%, OPM 3.8%)으로 매출액, 영업이익 모두 두 자릿수 성장 추정
- 전 부문에 걸쳐 고른 외형 성장 예상. 1) 외식식자재와 급식식자재는 영업 강화로 각각 YoY +5%, +15%, 2) 단체급식은 인천공항 컨세션 등 신규수주 확대로 YoY +10.2% 추정
- 소비쿠폰은 3분기 음식료 기업들의 실적에 특별한 영향 미치지 못했으나, 동사가 받은 수혜는 중립 이상으로 파악. 외식업 업황 자체는 부진했음에도 식자재 영업 강화, 급식 신규수주 확대, 프레시원 흡수합병과 급식 사업부 개편을 통한 영업 효율화를 바탕으로 하반기 호실적을 이어갈 것
- 사업부 개편 효과는 외형과 이익에 모두 영향 미칠 것. 1) 식자재유통 부문은 프레시원 흡수합병을 통한 CJ프레시웨이-프레시원 간 중복 영업망 제거로 영업 효율화, 식자재 통합 구매 확대로 바게닝 파워 강화 전망. 2) 기존 푸드서비스(단체급식), 식자재유통(급식식자재)로 구분되어 있었던 급식 사업은 연초 푸드서비스로 사업부 통합 완료. 영업 일원화로 고정비 절감 및 채널 영업 역량 강화 전망
- 동사의 적정주가로 40,000원을 제시. '26년 EPS에 적정 P/E 9배를 적용해 도출. 하반기도 업황을 이겨내는 호실적을 전망하며, 외식업 업황 반등 및 추가적인 소비 진작책은 주가 모멘텀으로 작용 가능

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	3,074	3,225	3,541	3,885	4,079	4,283	4,497
영업이익	99	94	103	113	119	125	131
EBITDA	170	170	186	196	201	207	213
지배주주순이익	54	26	46	52	57	61	66
순차입금	305	326	364	333	297	261	224
매출증가율	11.9	4.9	9.8	9.7	5.0	5.0	5.0
영업이익률	3.2	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
순이익률	1.8	0.8	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
EPS증가율	11.0	(52.4)	77.9	12.5	10.0	7.0	8.1
ROE	20.0	7.8	10.6	10.9	10.8	10.5	10.4

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

CJ프레시웨이는,

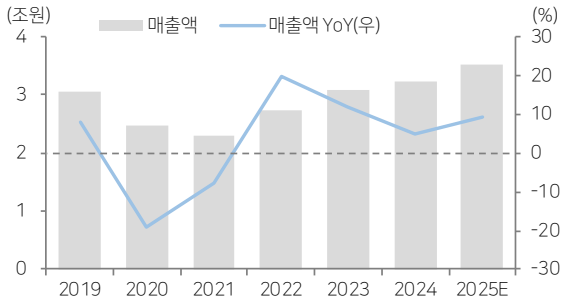
1988년 CJ그룹의 식자재 유통 및 단체급식 사업부문을 기반으로 설립됐으며, 2001년 코스닥에 상장했다. 주요사업은 식자재유통과 단체급식(푸드서비스)이며, 국내 B2B 식자재유통 M/S 1위 사업자다.

2000년대 이후 B2B 중심 식자재유통 사업을 전국 단위로 확대했고, 2010년대부터는 온라인 플랫폼, 프랜차이즈 채널을 강화하며 경쟁력을 확보했다.

최대주주는 CJ주식회사(47.11%)이며, 특관자 포함 지분율은 58.84%이다.

Financials

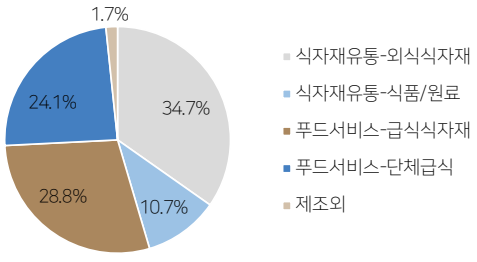
- 동사 매출액은 외식경기에 연동되는 경향. 이에 '20~'21년 매출액은 YoY -19%, -8% 감소, '22~'23년 매출액은 리오프닝 및 기저효과로 YoY +20%, 12% 증가
- 외식 경기 반등 지연에도 불구, 수주 및 식수 기반 급식식자재 사업은 안정적으로 매출액 두 자릿수 성장률을 기록 중
- 완전경쟁 시장, 저부가가치 산업인 식자재유통 특성상 영업이익률은 로우싱글 범위 내에서 등락



Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추정

사업부문 Breakdown

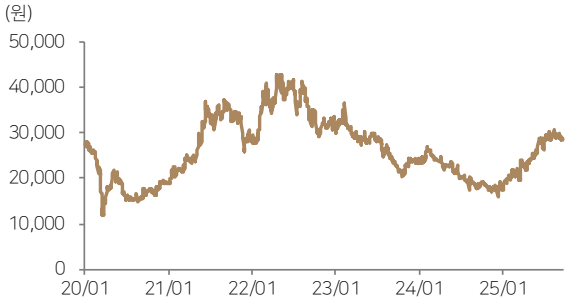
- '24년 연결 매출액 기준 외식식자재 35%, 급식식자재 29%, 단체급식 24%으로 구성
- 단체급식 부문 내에서는 산업체/오피스 55%, 병원/학교 20%, 레저/컨세션이 25%를 차지



Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권

주가

- 리오프닝 기대감으로 '22년 연초 대비 '22년 4월 고점까지 주가는 약 50% 상승
- 이후 특별한 모멘텀 없이 주가는 '25년 초 1만 7천원까지 하락했으나, 저점에서 내수 소비 회복 기대감으로 '25년 YTD +64% 상승



Source: 다올투자증권

II. Valuation 및 실적 추정

CJ프레시웨이의 적정주가로 4만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 '26년 EPS에 적정 P/E 9배를 적용해 도출했다.

3분기 외식업 경기 반등이 나타나지 않았음에도, 1) 식자재 영업 강화, 2) 단체급식 신규수주 확대, 3) 프레시원 흡수합병과 급식 사업부 개편을 통한 영업 효율화를 바탕으로 하반기 호실적을 이어갈 것이다. 이에 더해 외식업 업황 반등 및 추가적인 소비 진작책은 주가 면에서 추가적인 모멘텀으로 작용할 수 있다.

3Q25 연결 매출액은 9,230억원 (YoY +11%), 영업이익은 350억원 (YoY +24%, OPM 3.8%) 추정해 매출액과 영업이익 모두 두 자릿수 성장을 예상하며 분기 기준 최대 매출액 기록 추정한다. 전 부문에 걸쳐 고른 외형 성장을 예상하는데, 1) 외식식자재와 급식식자재는 영업 강화로 각각 YoY +5%, +15%, 2) 단체급식은 인천공항 컨세션 등 신규수주 확대로 YoY +10.2% 성장 추정한다.

Fig. 88: CJ프레시웨이 Valuation

구분		비고
지배순이익(억원)	519	'26 년 기준
발행주식수(천주)	11,872	
EPS(원)	4,371	
Target P/E(배)	9	글로벌 Peer P/E 평균에서 50% 할인 적용
현재주가	25,650	
적정주가	40,000	
상승여력	55.9%	

Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추정

Fig. 89: CJ프레시웨이 Peer Valuation

기업	국가	시가총액 (십억원)	매출액 (십억원)		매출액성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E		
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	12M Fwd.
CJ 프레시웨이	KS	305	3,521	3,773	9.2	7.2	3.0	3.2	5.3	4.5	4.7
현대그린푸드	KS	497	2,357	2,478	3.8	5.1	4.7	4.8	5.8	5.0	5.1
신세계푸드	KS	147	1,466	1,413	-4.5	-3.6	2.5	2.8	2.6	5.8	4.7
Sysco	US	38	121,043	126,870	6.1	4.8	4.2	4.3	17.3	15.7	16.8
US Fooods	US	17	56,714	60,333	9.8	6.4	3.7	4.0	19.6	16.4	17.0
Compass Group	GB	44	65,087	70,417	14.8	8.2	7.3	7.4	26.5	23.7	23.6

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 컨센서스 기준, 10월 22일 종가 기준

Fig. 90: CJ프레시웨이의 실적 추정 및 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	731	811	832	850	799	883	923	936	3,225	3,541	3,885
1.식자재유통	341	363	372	390	380	393	409	422	1,437	1,465	1,604
외식식자재	262	283	280	295	281	291	294	304	1,110	1,120	1,170
식품/원료	79	80	92	95	99	102	115	118	327	345	434
2.푸드서비스	377	434	446	449	412	484	503	505	1,575	1,706	1,904
급식식자재	198	233	239	258	229	266	275	296	849	928	1,066
단체급식	179	201	207	192	184	218	228	208	726	778	838
3.제조외	14	14	14	11	6	6	11	9	62	54	33
YoY	*4.9*	*4.1*	*2.8*	*7.9*	*9.2*	*8.9*	*11.0*	*10.1*	*4.9*	*9.8*	*9.7*
1.식자재유통	*0.2*	*-0.8*	*-2.0*	*10.8*	*11.5*	*8.3*	*10.0*	*8.3*	*1.9*	*9.5*	*7.7*
외식식자재	*-3.3*	*-2.4*	*-3.1*	*13.2*	*7.2*	*2.9*	*5.0*	*3.0*	*0.9*	*4.4*	*5.0*
식품/원료	*13.8*	*5.4*	*1.2*	*3.8*	*26.1*	*27.6*	*25.0*	*25.0*	*5.6*	*25.8*	*15.0*
2.푸드서비스	*10.5*	*9.3*	*7.7*	*6.4*	*9.4*	*11.4*	*12.8*	*12.3*	*8.3*	*11.6*	*11.9*
급식식자재	*7.2*	*9.2*	*10.4*	*10.1*	*15.2*	*14.3*	*15.0*	*15.0*	*9.3*	*14.9*	*15.0*
단체급식	*14.4*	*9.3*	*4.7*	*1.7*	*3.0*	*8.1*	*10.2*	*8.7*	*7.2*	*7.6*	*8.0*
3.제조외	*-14.6*	*-13.0*	*-8.4*	*-21.1*	*-55.0*	*-56.0*	*-20.0*	*-20.0*	*-14.1*	*-38.7*	*-20.0*
비중											
1.식자재유통	*46.6*	*44.7*	*44.7*	*45.8*	*47.6*	*44.5*	*44.3*	*45.1*	*45.4*	*45.3*	*44.5*
외식식자재	*35.8*	*34.9*	*33.6*	*34.7*	*35.2*	*33.0*	*31.8*	*32.5*	*34.7*	*33.0*	*31.6*
식품/원료	*10.7*	*9.8*	*11.1*	*11.1*	*12.4*	*11.5*	*12.5*	*12.7*	*10.7*	*12.3*	*12.9*
2.푸드서비스	*51.5*	*53.5*	*53.6*	*52.8*	*51.6*	*54.8*	*54.5*	*53.9*	*52.9*	*53.8*	*54.9*
급식식자재	*27.1*	*28.7*	*28.8*	*30.3*	*28.6*	*30.2*	*29.8*	*31.7*	*28.8*	*30.1*	*31.6*
단체급식	*24.4*	*24.8*	*24.9*	*22.5*	*23.0*	*24.6*	*24.7*	*22.3*	*24.1*	*23.7*	*23.3*
3.제조외	*1.9*	*1.7*	*1.7*	*1.3*	*0.8*	*0.7*	*1.2*	*1.0*	*1.7*	*0.9*	*0.7*
영업이익	10	30	28	25	11	27	35	30	94	103	113
YoY	*-17.2*	*-6.0*	*-6.4*	*3.7*	*0.9*	*-9.0*	*24.0*	*17.5*	*-5.2*	*9.1*	*10.4*
OPM	*1.4*	*3.7*	*3.4*	*3.0*	*1.3*	*3.1*	*3.8*	*3.2*	*2.9*	*2.9*	*2.9*
지배순이익	1	16	-9	17	2	15	14	16	26	46	52
YoY	*-69.9*	*-4.5*	*적전*	*60.9*	*20.2*	*-5.7*	*흑전*	*-7.7*	*-52.4*	*77.9*	*12.5*
NIM	*0.2*	*2.0*	*-1.0*	*2.0*	*0.2*	*1.7*	*1.5*	*1.7*	*0.8*	*1.3*	*1.3*

Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추정

III. 투자포인트

III-1. 부진한 업황을 이기는 실적 (계속)

어려운 외식업 업황에도 불구하고

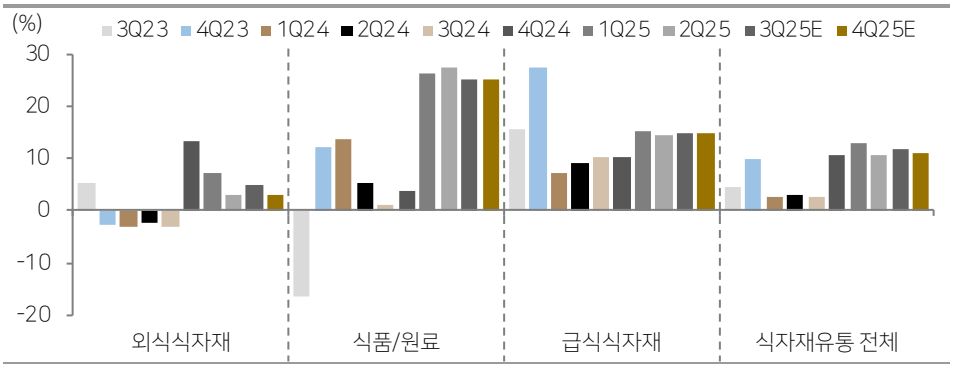
상반기도 외식업 경기는 안 좋았다. 서울시 외식업 점포수는 4Q24부터 역성장하며 폐업수가 개업수를 앞질렀고, 위 현상은 서울시 모든 상권에서 관찰됐다. 외식산업 경기동향지수도 75pt 근처에서 계속해서 횡보 중이다 (100pt=기준치, 75pt=설문대상 모든 업체가 YoY 체감경기를 "조금 감소"로 응답).

견조한 식자재유통 성장

동사는 식자재유통 M/S 1위 기업 (3-4%)으로, 외식업 경기 반등의 수혜를 가장 크게 누릴 수 있는 기업이다. 외식업 경기 부진에도 동사의 식자재유통 (급식식자재 제외) 매출액은 3Q25 YoY +10%, 연간 YoY +9.5% 증가 추정하며, 급식식자재를 포함한 식자재유통 매출액은 3Q25 YoY +11.9%, 연간 YoY +11.6% 추정한다.

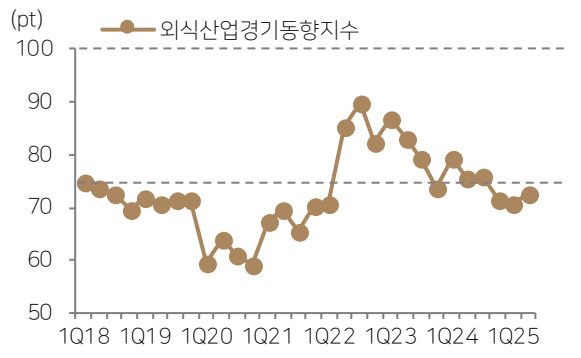
외식 경기가 더 악화될 가능성은 낮다. 1차 소비쿠폰(총 9조원 지급), 2차 소비쿠폰(국민 90%에 인당 10만원 지급), 상생페이백(올해 9~11월 카드 소비액이 작년 월평균 카드소비액보다 증가한 경우, 증가한 금액의 20%까지 환급하되 월 한도는 최대 10만원) 지급 효과와 더불어, 자영업자/소상공인이 체감하는 2분기 외식업경기전망지수도 소폭 반등하는 모습이 관찰되고 있기 때문이다. 외식 중심 내수 회복에 베팅한다면, 식자재유통 매출이 전사 매출액의 70%를 차지하고, M/S 1위인 동사가 가장 좋은 선택지다.

Fig. 91: CJ프레시웨이 식자재유통 수요처별 매출액 YoY 증감율 추이 및 전망



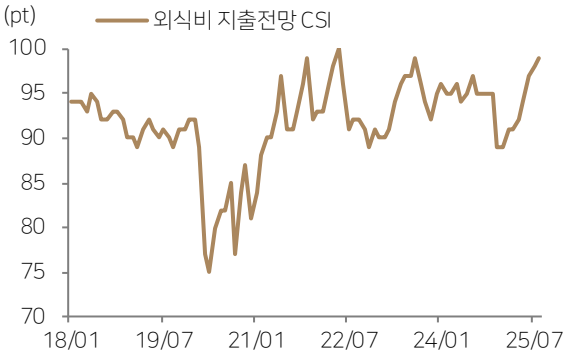
Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추정

Fig. 92: 외식산업 경기동향지수



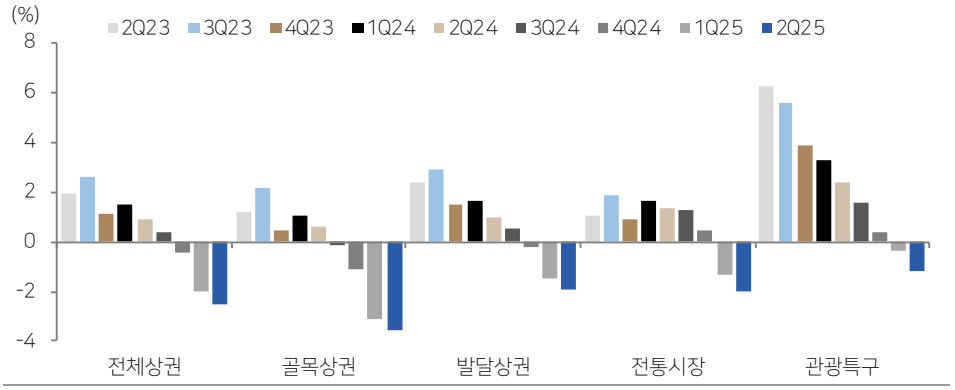
Note: 100pt = 중립 / Source: 한국농수산식품유통공사, 다올투자증권

Fig. 93: 외식비 지출전망 CSI



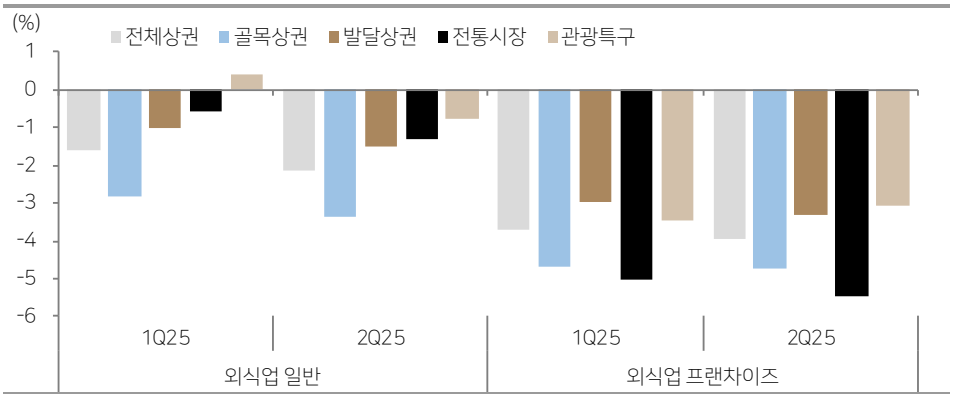
Note: 100pt = 중립 / Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 94: 서울시 전체 외식업 점포수 YoY 증감률 추이 (상권별)



Source: 서울특별시, 다올투자증권

Fig. 95: 서울시 전체 외식업 점포수 YoY 증감률 추이 (점포 종류별)



Source: 서울특별시, 다올투자증권

III-1. 부진한 업황을 이기는 실적

외식업 업황에 실적 및 주가가 연동되는 경향

동사의 실적은 외식산업 경기에 연동되는 모습을 보인다. B2B 식자재유통 매출액이 전사 매출액의 75~80% 가량을 차지하는 구조 때문이다.

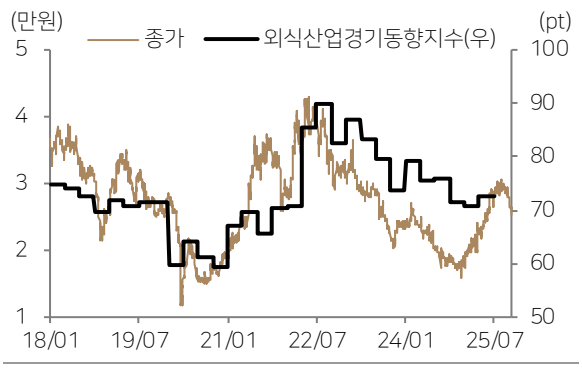
경기가 안 좋아지면, 외식업 점주들도 싼 식자재를 찾는다. 매출은 상품(식자재)를 점주에게 넘긴 금액 기준으로 인식되기 때문에, 점주들의 Trading-Down은 동사의 외형에 영향을 미친다 (프랜차이즈 경로에 한해서는 물류수수료만 매출액으로 인식). 또한 식자재유통은 완전경쟁 시장이고, 고부가가치 사업도 아니기 때문에 마진율이 LSD (보통 2~3%에서 등락)으로 낮은 편이다. 이에 점주들이 싼 식자재를 찾게 되면, 원래 얇았던 마진이 더 얇아지게 된다.

그런데도 업황을 이겨내는 성장이 가능했던 이유

식자재유통 시장은 완전 경쟁 시장으로, 성장과 수익성이 반대로 움직이는 경향이 있다. 동사는 외형 성장을 우선하고 있는데, M/S 1위 지위 바탕 수익성을 방어하는 성장을 나타내고 있다. 1) 채널 영업 강화, 2) 프레시원 흡수합병 바탕 영업 효율화, 3) 온라인 채널 강화를 통해 점주의 직접 유입을 유도하는 방식으로 향후 식자재 유통 시장 M/S를 현재 3-4%에서 10%까지 확대할 계획이다.

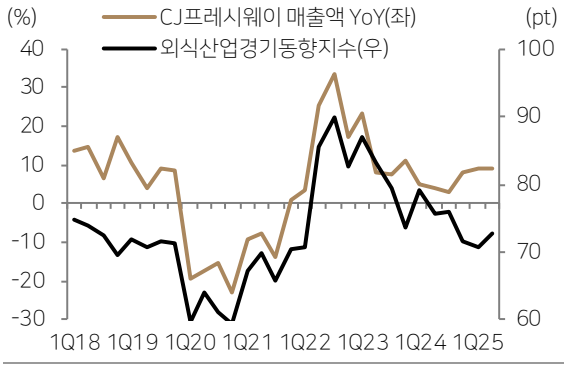
전방시장(외식/급식) 규모를 바탕으로 추정한 식자재유통 시장규모는 64조원이며, 이 중 CJ프레시웨이 등 대기업이 차지하는 비중은 22.7%로 추정한다(Figure 99). 영업 확대 전략을 바탕으로 한 M/S 확장과 함께 업황을 이겨내는 성장을 지속할 것이다.

Fig. 96: 외식산업 경기동향지수 vs. CJ프레시웨이 주가



Source: CJ프레시웨이, Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 97: 외식산업 경기동향지수 vs CJ프레시웨이 매출액



Source: 한국농수산식품유통공사, CJ프레시웨이, 다올투자증권

Fig. 98: 국내 B2B 식자재유통 시장규모 Guesstimation (십억원, %)

전방시장 1 (외식)				
①	국내 외식시장 (음식점+주점업) 매출액 ('24 년)	159,038		농촌경제연구원
②	일반음식점 영업이익률 ('24 년)	9.1%		농림축산식품부
① x (1-②) = ③	일반음식점 영업비용	144,566		
④	외식업체의 영업비용 중 식자재비 비중	42.4%		농촌경제연구원
③ x ④ = ⑤	**외식시장 식자재비 사용액 ('24 년)**	**61,296**		농림축산식품부
⑥	직접구매 비중 (from 식자재유통 대기업)	3.5%		
⑤ x ⑥ = ⑦	1) 직접구매 식자재 금액	2,145		
	간접구매 비중			
⑧	- 식자재마트	25.1%		
⑨	해당 채널 내 식자재유통 대기업 비중	30~40%		
⑩	- 프랜차이즈 본사	14.0%		
⑪	해당 채널 내 식자재유통 대기업 비중	70% 이상		
⑤ x {(⑧ x ⑨) + (⑩ x ⑪)} = ⑫	2) 간접구매 식자재 금액	10,623		
⑦ +⑫	**외식시장 내 식자재유통 대기업 시장규모**	**12,768**	대기업 비중 20.8%	
전방시장 2 (단체급식)				
①	국내 단체급식 시장규모 ('23 년)	6,000		공정거래위원회
②	단체급식 영업이익률 ('24 년)	11.3%		농림축산식품부
① x (1-②) = ③	단체급식 영업비용	5,322		
④	영업비용 내 식자재 비중	50~60%		농림축산식품부
③ x ④ = ⑤	**단체급식 시장 식자재비 사용액 ('24 년)**	**3,193**		시장 자료
	수요처별	단체급식 시장 내 비중	식자재유통 대기업 비중	가중평균
	1) 산업체/오피스	40%	70%	28%
	2) 학교	30%	50%	15%
	3) 병원/의료기관	20%	70%	14%
	4) 기타	10%	20%	2%
⑥	단체급식 시장 내 식자재 대기업 사용 비중			59%
⑤ x ⑥ = ⑦	**급식시장 내 식자재유통 대기업 시장규모**	**1,884**	대기업 비중 59.0%	
	전방시장 합산 식자재유통 시장규모	**64,489**		
	전방시장 합산 식자재유통 내 대기업 시장규모	**14,652**	대기업 비중 22.7%	

Source: 농촌경제연구원, 농림축산식품부, 공정거래위원회, 다올투자증권

III-2. 견조한 급식식자재

급식식자재는 최소 YoY HSD 성장 중

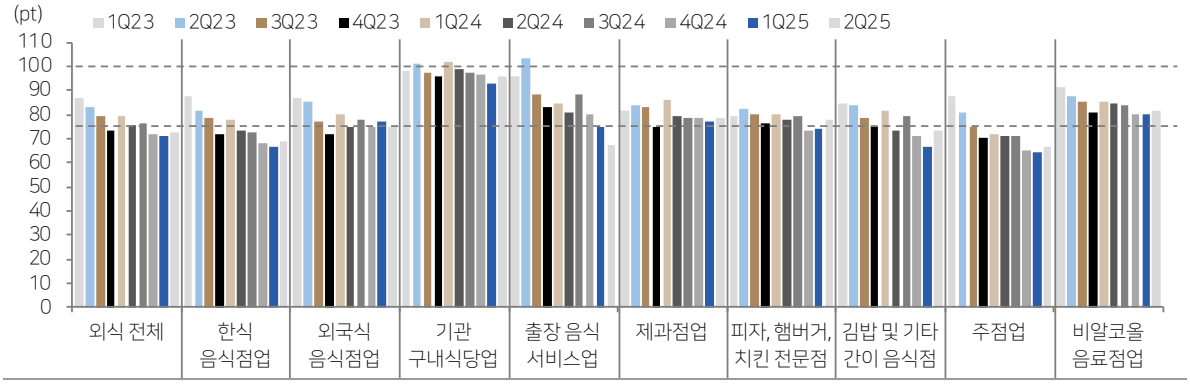
동사의 식자재유통 사업은 수요처별로 크게 외식, 급식, 원료로 나뉜다. 외식식자재 매출은 전방시장(외식업) 경기에 연동되는 특성이 강한 반면, 급식식자재는 사업장 수주 및 식수를 기반으로 하기 때문에 매크로 환경에서 보다 자유롭다.

동사의 급식식자재 부문은 매 분기 하이싱글~미드틴 성장률을 기록 중이다. 성장률 자체도 좋지만, 안정적 매출 기여로 외식업 업황 등락에 따른 실적 Fluctuation을 상쇄시키는 역할을 하고 있다.

전방시장(단체급식) 업황은 최소 중립

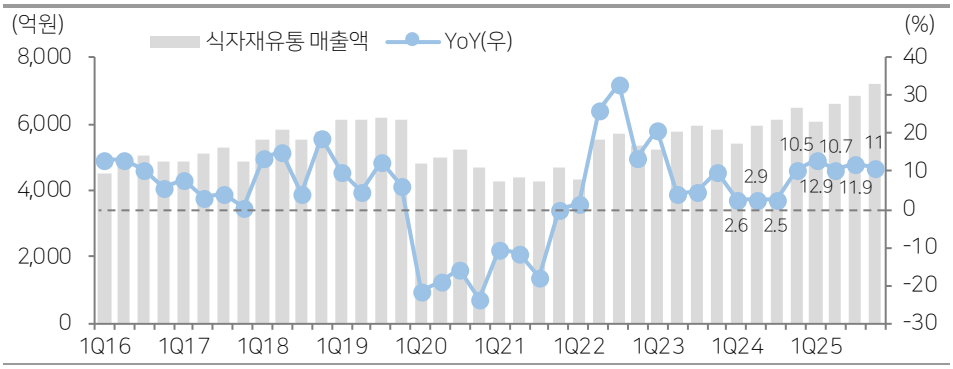
단체급식은 외식산업 내에서 "기관구내식당업"으로 분류된다. 외식업 세부 업종별 경기동향지수(Fig83)를 살펴보면, 기관구내식당업이 유일하게 100pt(중립)에 가까운 수치를 기록하며 견조한 모습을 보이고 있다. 또한 동사는 연초 급식식자재와 단체급식을 하나의 사업부로 통합해, 겹치는 영업채널을 제거하고 통합영업을 강화했다. 즉 급식식자재는 전방시장도 좋고, 동사의 전략도 좋다. 향후 두 자릿수 성장률이 유지될 가능성이 높다.

Fig. 99: 외식산업 경기동향지수 (업종별)



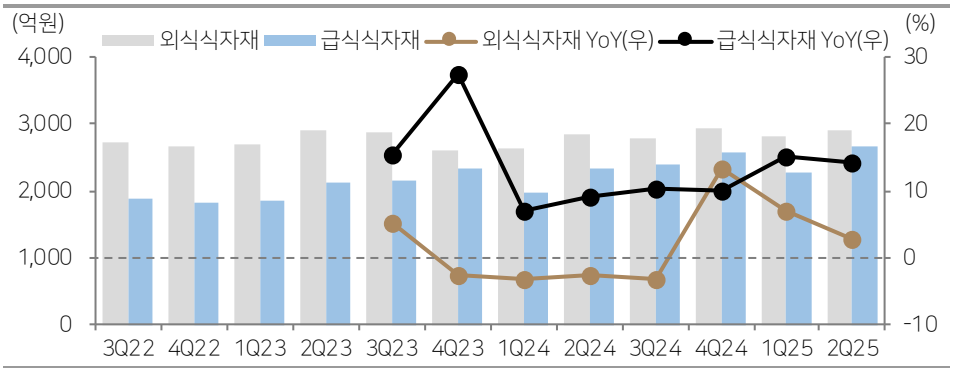
Source: 한국농수산식품유통공사, 다올투자증권
Note: 150pt = 모든 업체가 YoY 체감경기를 "매우 증가"로 응답 / 125pt = 모든 업체가 YoY 체감경기를 "조금 증가"로 응답 / 100pt = 모든 업체가 YoY 체감경기를 "유지"로 응답 / 75pt = 모든 업체가 YoY 체감경기를 "조금 감소"로 응답 / 50pt =모든 업체가 YoY 체감경기를 "매우 감소"로 응답

Fig. 100: CJ프레시웨이 식자재유통(전체) 매출액 추이 및 전망



Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추이

Fig. 101: CJ프레시웨이 식자재유통 수요처별 매출액 추이



Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권

III-3. 사업부 통합으로 영업 강화, 수익성 개선 동시에

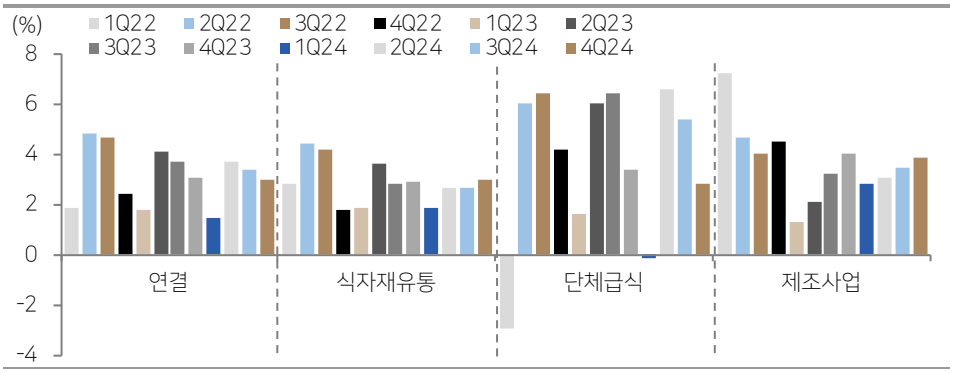
식자재유통 부문: 프레시원 합병

동사는 상반기 중 자회사 CJ프레시원을 흡수합병해 물리적인 결합까지 완료했다. CJ프레시원은 수도권 외 지역의 RS채널(소매 리테일, 소규모 외식업 점포) 위주 식자재유통 사업을 전개하던 회사로, 이번 흡수합병은 1) 프레시원- CJ프레시웨이 간 영업망이 중복되는 지역을 통합해 영업을 효율화하고, 2) 식자재 통합 구매를 확대해 바게닝 파워를 강화하기 위함이다. 관련 일회성 비용은 2분기에 반영되어 하반기 반영분은 없으며, 효율화 효과는 하반기부터 점차 반영되기 시작할 것이다.

푸드서비스 부문: 급식사업부 통합

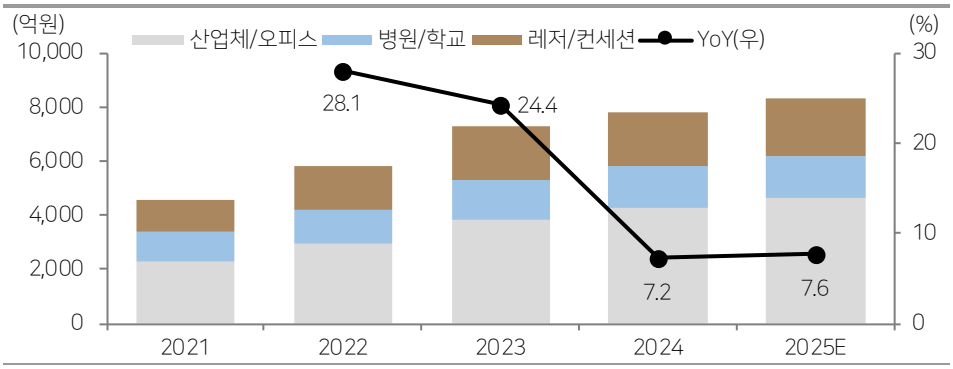
단체급식-급식식자재 부문은 영업 키맨(Keyman)과 그 채널이 겹치는 특성이 있다. 그러나 기존 동사의 급식 관련 사업부는 단체급식(푸드서비스 사업부), 급식식자재 식자재유통 사업부)로 구분되어 있어 영업상 비효율이 발생했다. 동사는 이를 '25년 푸드서비스(단체급식+급식식자재)와 식자재유통(그 외 식자재)으로 개편해 영업을 일원화했다. 푸드서비스 사업부는 향후 채널 영업 강화를 바탕으로 한 외형 성장, 고정비 절감을 바탕으로 한 이익 레버리지 효과 확대가 함께 나타날 것이다.

Fig. 102: CJ프레시웨이 부문별 영업이익률



Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권

Fig. 103: CJ프레시웨이 단체급식 수요처별 매출액



Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추정

CJ프레시웨이 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	540.8	654.3	755.2	847.5	931.9
현금성자산	73.5	148.2	234.4	276.1	332.2
매출채권	317.4	323.0	307.6	338.0	354.9
재고자산	138.0	175.1	205.1	225.3	236.6
비유동자산	834.0	910.0	840.2	850.0	863.7
투자자산	307.6	300.5	229.3	238.6	248.3
유형자산	439.4	517.6	505.8	489.0	477.0
무형자산	87.0	92.0	105.1	122.4	138.4
자산총계	1,374.7	1,564.4	1,595.4	1,697.5	1,795.6
유동부채	677.7	815.6	824.5	878.4	913.1
매입채무	534.0	554.0	440.9	484.4	508.6
유동성이자부채	98.1	214.8	336.3	346.3	356.3
비유동부채	327.5	333.4	316.1	318.3	330.6
비유동이자부채	280.7	259.1	262.5	262.5	272.5
부채총계	1,005.2	1,149.0	1,140.6	1,196.7	1,243.7
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	70.9	69.8	69.2	69.2	69.2
이익잉여금	102.7	119.7	159.0	204.9	256.1
자본조정	104.2	214.0	214.8	214.8	214.8
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	369.5	415.4	454.8	500.8	551.9
투하자본	626.3	686.7	762.6	774.5	787.1
순차입금	305.2	325.8	364.4	332.8	296.6
ROA	4.2	1.9	2.9	3.2	3.3
ROE	20.0	7.8	10.6	10.9	10.8
ROIC	12.3	9.4	10.7	11.1	11.4

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,074.2	3,224.8	3,540.7	3,884.6	4,078.9
증가율 (Y-Y,%)	11.9	4.9	9.8	9.7	5.0
영업이익	99.3	94.0	102.7	113.3	119.0
증가율 (Y-Y,%)	1.4	(5.3)	9.2	10.4	5.0
EBITDA	170.5	169.7	185.6	195.9	200.8
영업외손익	(26.5)	(52.2)	(41.6)	(44.1)	(42.9)
순이자수익	(15.2)	(18.3)	(4.7)	(12.7)	(12.6)
외화관련손익	(5.4)	(11.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.6)	(1.0)	(1.1)	(1.0)	(1.1)
세전계속사업손익	72.8	41.8	61.0	69.2	76.1
당기순이익	59.7	27.4	46.1	51.9	57.1
지배기업당기순이익	54.5	25.9	46.1	51.9	57.1
증가율 (Y-Y,%)	14.3	(54.1)	68.3	12.5	10.0
NOPLAT	81.4	61.6	77.6	85.0	89.2
(+) Dep	71.2	75.7	82.9	82.6	81.8
(-) 운전자본투자	(75.6)	17.9	127.3	6.7	3.5
(-) Capex	44.1	47.0	51.4	56.6	59.4
OpFCF	184.1	72.4	(18.2)	104.3	108.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.4	12.1	8.8	8.1	8.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	19.1	1.6	4.5	8.2
EBITDA증가율(3Yr)	40.5	14.8	6.0	4.7	5.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	(4.1)	(4.1)	(4.6)	27.7
영업이익률(%)	3.2	2.9	2.9	2.9	2.9
EBITDA마진(%)	5.5	5.3	5.2	5.0	4.9
순이익률 (%)	1.9	0.8	1.3	1.3	1.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	218.4	111.2	145.9	131.0	138.7
당기순이익	59.7	27.4	46.1	51.9	57.1
자산상각비	71.2	75.7	82.9	82.6	81.8
운전자본증감	47.9	(22.2)	(70.2)	(6.7)	(3.5)
매출채권감소(증가)	(31.1)	(5.9)	4.2	(30.3)	(16.9)
재고자산감소(증가)	43.6	(36.6)	(30.1)	(20.2)	(11.3)
매입채무증가(감소)	49.8	3.7	35.0	43.5	24.2
투자현금	(70.7)	(40.9)	(62.5)	(94.2)	(97.4)
단기투자자산감소	(5.7)	(0.9)	(0.0)	(0.8)	(0.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(2.1)	(3.3)	(3.5)
설비투자	(44.1)	(47.0)	(51.4)	(56.6)	(59.4)
유무형자산감소	(16.5)	(11.7)	(15.4)	(26.4)	(26.4)
재무현금	(270.5)	3.4	(8.5)	4.1	14.1
차입금증가	(167.8)	59.1	9.2	10.0	20.0
자본증가	(9.0)	(6.9)	(5.3)	(5.9)	(5.9)
배당금지급	9.0	6.9	5.3	5.9	5.9
현금 증감	(122.6)	74.7	74.3	40.9	55.3
총현금흐름(Gross CF)	168.1	139.7	222.6	137.7	142.2
(-) 운전자본증가(감소)	(75.6)	17.9	127.3	6.7	3.5
(-) 설비투자	44.1	47.0	51.4	56.6	59.4
(+) 자산매각	(16.5)	(11.7)	(15.4)	(26.4)	(26.4)
Free Cash Flow	145.3	76.6	89.8	36.8	41.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	2.1	3.3	3.5
잉여현금	145.3	76.6	87.8	33.5	37.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	4,589	2,184	3,886	4,371	4,808
BPS	17,071	27,244	29,454	31,870	34,832
DPS	450	450	500	500	600
Multiples(x,%)					
PER	5.2	8.0	6.6	5.9	5.3
PBR	1.4	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	3.5	3.1	3.6	3.3	3.0
배당수익율	1.9	2.6	1.9	1.9	2.3
PCR	1.7	1.5	1.4	2.2	2.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	272.1	276.6	250.8	239.0	225.4
Net debt/Equity	82.6	78.4	80.1	66.5	53.7
Net debt/EBITDA	179.1	192.0	196.4	169.9	147.7
유동비율	79.8	80.2	91.6	96.5	102.1
이자보상배율	6.5	5.1	21.8	8.9	9.5
이자비용/매출액	0.7	0.7	0.5	1.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	62.2	60.5	62.2	60.1	57.6
현금+투자자산(%)	37.8	39.5	37.8	39.9	42.4
자본구조					
차입금(%)	50.6	53.3	56.8	54.9	53.3
자기자본(%)	49.4	46.7	43.2	45.1	46.7

자료: 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

KT&G
(033780)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	175,000	175,000	유지
Earnings			

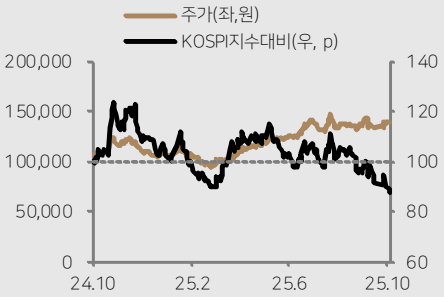
Stock Information

현재가 (10/22)	137,800원
예상 주가상승률	27.0%
시가총액	165,185억원
비중(KOSPI내)	0.52%
발행주식수	119,873천주
52주 최저가 / 최고가	95,000 - 147,200원
3개월 일평균거래대금	518억원
외국인 지분율	41.0%
주요주주지분율(%)	
자사주 (외 1인)	13.2
국민연금공단 (외 1인)	8.3
First Eagle Investment Management, LLC (외 1인)	8.2

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	11.5	18.1	14.7
PBR(배)	1.5	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	9.3	10.0	9.2
배당수익률(%)	5.0	4.4	4.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(3.4)	20.3	27.7	28.7
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(15.3)	(35.8)	(23.4)	(33.2)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

궐련 NGP 동반 호조

Issue

3Q25E Preview

Pitch

3분기 실적 시장 기대치 상회 전망

Rationale

- 3분기 연결 매출액 1조 8,141억원 (YoY +10.9%), 영업이익 4,547억원 (YoY +8.9%, OPM 25.1%) 추정
- [궐련-국내] 추석 연휴 전 유통업체들의 선구매로 가수요 발생하며 3분기 국내 궐련 총수요 YoY 증가. 동사 M/S도 69%까지 상승하며 매출액 YoY +4.2% 추정. [궐련-해외] 수량/ASP 모두 두 자릿수 성장 추정. 주요 지역에서 고른 수량 성장 시현했고, 공격적인 가격인상 및 환율 효과 (YoY +2.4%)와 더불어 매출액 YoY +32% 추정. 전략적 판가 운영 및 프리미엄 제품군 매출 확대로 해외궐련 영업이익도 두 자릿수 증가 추정
- [NGP-국내] 궐련과 마찬가지로 명절 전 가수요 영향 존재. NGP 침투율 확대 및 총수요 증가 흐름 속 매출액 YoY +2.9% 추정. [NGP-해외] 1분기 발생한 디바이스 생산 차질 완전 정상화로 디바이스 매출 증가, 스틱 수량도 함께 증가하며 매출액 YoY +93.1% 추정
- [건기식] 국내는 추석 연휴 시점 차이 ('24년 추석: 9월), 해외는 수익성 중심 운영 전략 지속으로 전체 건기식 매출액 YoY -5.3% 추정 [부동산] 중소형 개발사업 공정률에 따른 매출 일부 인식되었을 것
- [주주환원 및 신사업] 9/24일부터 2,800억원 규모 자사주 매입 시행 중. 연간 DPS도 최소 6,000원으로 상향 (반기배당 1,400원). Altria와의 공동출자 SPC는 지분법 인식 예정

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	5,863	5,909	6,377	6,730	6,988	7,234	7,494
영업이익	1,167	1,189	1,330	1,416	1,484	1,551	1,623
EBITDA	1,408	1,439	1,623	1,722	1,791	1,858	1,936
지배주주순이익	903	1,166	929	1,143	1,204	1,194	1,284
순차입금	(770)	(57)	(249)	(678)	(980)	(1,353)	(1,613)
매출증가율	0.2	0.8	7.9	5.5	3.8	3.5	3.6
영업이익률	19.9	20.1	20.9	21.0	21.2	21.4	21.7
순이익률	15.4	19.7	14.6	17.0	17.2	16.5	17.1
EPS증가율	(8.8)	37.9	(18.1)	22.9	5.4	(0.8)	7.5
ROE	10.0	12.7	9.9	11.7	11.7	11.0	11.3

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 104: KT&G의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,292	1,424	1,636	1,556	1,491	1,548	1,814	1,524	5,909	6,377	6,730
담배	857	990	1,048	1,011	988	1,091	1,241	1,004	3,906	4,324	4,649
궐련	675	788	851	786	823	877	1,003	812	3,099	3,515	3,735
국내	383	429	431	407	374	408	449	373	1,649	1,604	1,528
해외	292	359	420	380	449	469	554	438	1,450	1,910	2,207
NGP	176	198	193	217	159	196	232	186	784	773	884
국내	130	137	157	135	139	140	161	134	559	574	604
해외	46	60	37	82	21	56	71	51	225	199	280
반제품	6	4	4	9	6	17	6	7	23	37	30
건기식	308	265	406	322	314	221	384	311	1,302	1,230	1,255
부동산	45	81	99	137	100	144	101	121	361	466	469
기타	82	88	84	86	88	93	88	89	340	358	357
YoY(%)	*-7.4*	*6.6*	*-3.1*	*8.0*	*15.4*	*8.7*	*10.9*	*-2.1*	*0.8*	*7.9*	*5.5*
담배	*-0.1*	*11.5*	*7.7*	*13.1*	*15.3*	*10.2*	*18.4*	*-0.7*	*8.1*	*10.7*	*7.5*
궐련	*3.0*	*13.9*	*10.5*	*13.2*	*21.9*	*11.3*	*17.9*	*3.3*	*10.3*	*13.4*	*6.3*
국내	*-1.7*	*0.5*	*-3.8*	*-1.7*	*-2.4*	*-4.8*	*4.2*	*-8.1*	*-1.7*	*-2.7*	*-4.7*
해외	*10.1*	*35.3*	*30.5*	*35.2*	*53.9*	*30.6*	*32.0*	*15.5*	*28.0*	*31.7*	*15.5*
NGP	*-11.7*	*4.1*	*-0.8*	*11.1*	*-9.8*	*-0.8*	*20.0*	*-14.3*	*0.6*	*-1.4*	*14.5*
국내	*1.7*	*10.8*	*15.2*	*2.5*	*6.5*	*2.0*	*2.9*	*-0.5*	*7.6*	*2.7*	*5.3*
해외	*-35.6*	*-8.8*	*-37.9*	*29.1*	*-55.6*	*-7.3*	*93.1*	*-37.1*	*-13.5*	*-11.7*	*41.0*
건기식	*-19.7*	*1.6*	*-1.7*	*-4.0*	*1.9*	*-16.8*	*-5.3*	*-3.7*	*-6.6*	*-5.5*	*2.0*
부동산	*-46.1*	*-29.2*	*-56.2*	*7.4*	*122.1*	*78.5*	*2.5*	*-12.1*	*-34.3*	*28.9*	*0.8*
영업이익	237	322	418	213	286	350	455	240	1,189	1,330	1,416
담배	253	322	370	241	264	354	410	257	1,084	1,186	1,285
건기식	23	-1	69	6	18	6	62	8	96	94	96
YoY(%)	*-25.3*	*30.8*	*2.7*	*7.3*	*20.7*	*8.7*	*8.9*	*13.0*	*1.8*	*11.9*	*6.4*
담배	*-12.7*	*30.4*	*24.4*	*-1.0*	*22.4*	*1.7*	*10.5*	*6.4*	*11.0*	*9.4*	*8.4*
건기식	*-58.2*	*적지*	*13.3*	*-53.7*	*-20.9*	*흑전*	*-10.6*	*48.1*	*-17.7*	*-2.3*	*1.5*
OPM(%)	*18.3*	*22.6*	*25.5*	*13.7*	*19.2*	*22.6*	*25.1*	*15.8*	*20.1*	*20.9*	*21.0*
담배	*24.1*	*32.0*	*32.0*	*22.4*	*25.6*	*29.5*	*29.8*	*24.0*	*27.8*	*27.4*	*27.6*
건기식	*7.5*	*-0.4*	*17.0*	*1.7*	*5.8*	*2.8*	*16.0*	*2.7*	*7.4*	*7.7*	*7.6*
순이익	286	313	241	325	258	144	387	144	1,165	933	1,144
YoY(%)	*5.9*	*55.8*	*-23.1*	*176.8*	*-10.7*	*-54.2*	*60.3*	*-55.8*	*26.3*	*-19.9*	*22.7*
NIM(%)	*22.2*	*22.0*	*14.7*	*20.9*	*17.1*	*9.3*	*21.3*	*9.4*	*19.7*	*14.6*	*17.0*

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 105: KT&G의 SOTP Valuation (십억원, 원, 배, 주)

1) 영업가치	16,083	
담배	15,062	
EBITDA	1,506	'26년 기준
적정 Multiple	10.0	PMI의 '26년 멀티플에 30% 할인
건기식	1,020	
EBITDA	146	'26년 기준
적정 Multiple	7.0	국내 건기식 OEM '26년 평균 멀티플에 40% 할인
2) 비영업가치	2,299	
투자부동산	741	2Q25 연결 기준
장기금융상품	1,558	2Q25 연결 (Net) 기준
3) 순차입금	-855	2Q25 연결 순차입금에 연내 매각예정자산 가치 (3,500억원) 반영
공정가치	**19,237**	**1) + 2) - 3)**
발행주식수		
Case1	119,872,752	9/17 소각분 반영 (2,189,745주)
Case2	118,049,471	9/23 공시한 9~12월 자사주 매입분 소각 반영
Case3	105,683,751	현재 보유 자사주 전량 소각 가정
주당가치(공정가치)		
Case1	160,475	
Case2	162,953	
Case3	182,020	
적정주가	**175,000**	**Case2, Case3 평균값**
종가(10/22)	137,800	
상승여력	27.0	

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 106: KT&G 주주환원 내역 (십억원)

	배당총액	자사주 소각 (매입)	자사주 소각 (기보유)	자사주 소각 비중 (발행주식수 대비)	총 주주환원액 (소각 제외)
'24	588	547	315	*6.5%*	1,135
'25	693	580	366	*5.9%*	1,273
'24~'27 Target	2,400	1,300		*20.0%*	3,700
'26~'27 잔여	1,119	173		*7.6%*	1,292

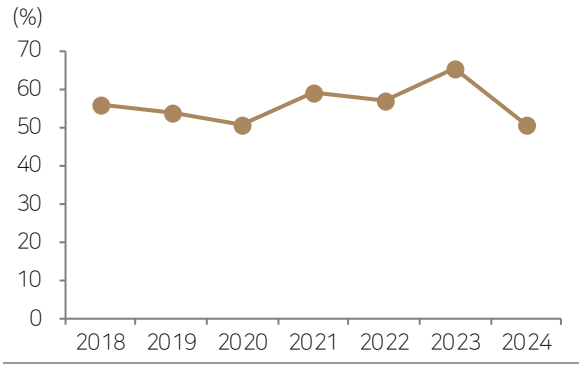
Note: 연간 자사주 소각 비중은 각 시기별 소각 비중을 단순 합산한 것 / Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 107: KT&G '23년~ 자사주 매입/소각 내역

		시작일시	종료일시	수량	*발행주식수 대비 (%)*	금액 (십억원)	주당가격 (원)	발행주식수 (전)	발행주식수 (후)
2023년									
	취득	2023-08-04	2023-09-22	3,470,000	*2.5%*	303	87,215	137,292,497	
	소각		2023-10-05	3,470,000					133,822,497
2024년									
기취득분	소각		2024-02-16	3,500,000	*2.6%*	315	90,000		130,322,497
	취득	2024-08-09	2024-10-07	3,610,000	*2.8%*	385	106,752	130,322,497	
	소각		2024-10-15	3,610,000					126,712,497
	취득	2024-11-08	2024-11-27	1,350,000	*1.1%*	161	119,484	126,712,497	
	소각		2024-12-04	1,350,000					125,362,497
2025년									
기취득분	소각		2025-02-13	3,300,000	*2.6%*	366	111,000		122,062,497
	취득	2025-08-08	2025-09-10	2,189,745	*1.8%*	300	140,500	122,062,497	
	소각		2025-09-17	2,189,745					119,872,752
	취득	2025-09-24	2025-12-23	1,823,281	*1.5%*	280	153,569	119,872,752	
	소각		즉시 예정						118,049,471

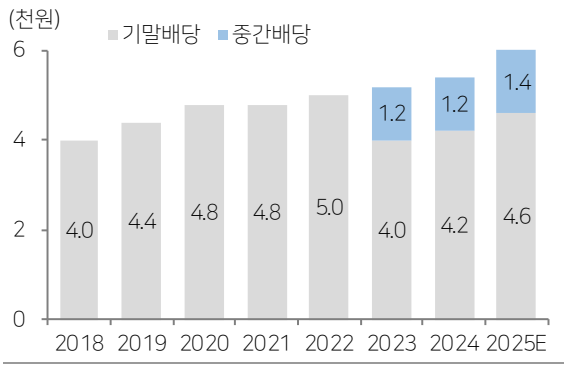
Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 108: KT&G 배당성향



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 109: KT&G 연간 DPS



Source: Quantiwise, 다올투자증권 추정

Fig. 110: Tobacco 카테고리 구분

제품군	설명
Cigarettes	연초
Smoke-Free Products (SFP) or Next Generation Products (NGP)	비연소형 담배
└ Heated Tobacco Products (HTP, HTU)	궐련형 전자담배 (가열 흡입형)
└ Vapor	액상 흡입형 담배
└ Oral Products	구강 흡수형 담배
└ Modern Oral	
└ Nicotine Pouch	담뱃잎 사용 X, 합성니코틴 사용 O
└ Traditional Oral	
└ Snus	가공담뱃잎 사용
└ Moist Snuff	담뱃잎 사용
└ 기타 (Chew bag, Tobacco bit 등)	저작형 담배

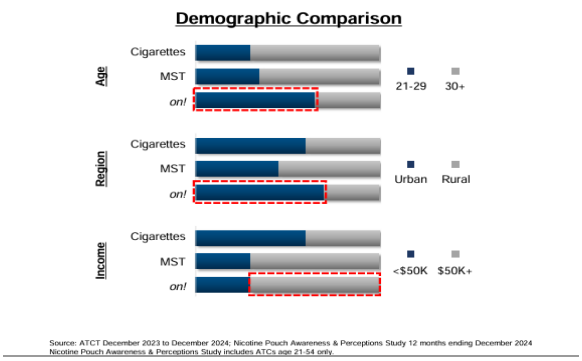
Source: 다올투자증권

Fig. 111: 기업별 Tobacco 카테고리/브랜드 보유 현황

구분	PMI	BAT	Altria	Japan Tobacco	Imperial Brands	KT&G
연초 (Combustibles / Cigarettes)	Marlboro	Dunhil, Lucky Strike	Marlboro(US)	Winston, Mevius	Davidoff	레종, 에쎄
가열흡입형 (Heated Products, HTP)	IQOS	Glo	△ (JV w/ JT)	Ploom	Pluze	릴
액상흡입형 (Vapor)	Veev	Vuse	NJOY	Logic	Blu	-
구강흡수형 (Oral) - Modern (니코틴파우치)	ZYN	Velo	On!	Nordic Spirit	Zone	Loop (인수)
구강흡수형 (Oral) - Traditional (Snus, Moist Snuff)	Longhorn	Grizzly, Kodiak	Copenhagen, Skoal	-	Skruf	-

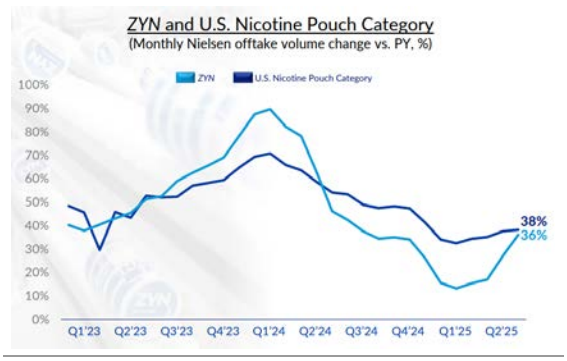
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 112: Younger, More Urban, Higher Income
→ 니코틴 파우치 사용 ↑



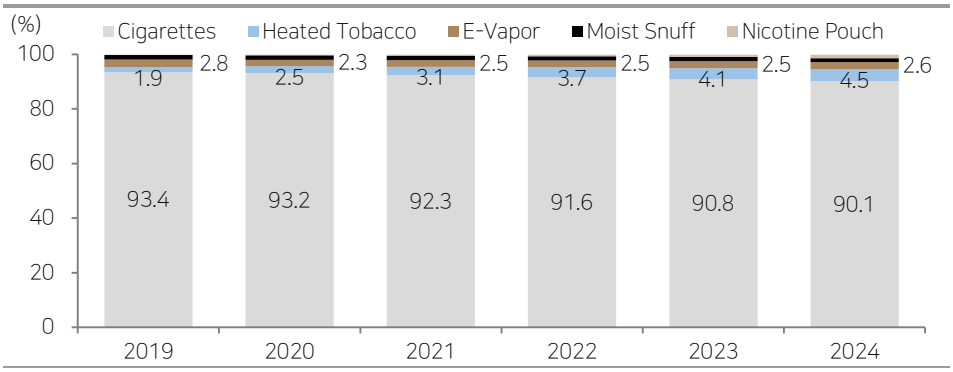
Note: MST (Moist Smokeless Tobacco, Traditional Oral 카테고리)
Note2: On! (Altria의 니코틴 파우치 브랜드, Modern Oral 카테고리)
Source: Altria, 다올투자증권

Fig. 113: 미국 니코틴 파우치 소매판매수량 YoY 추이



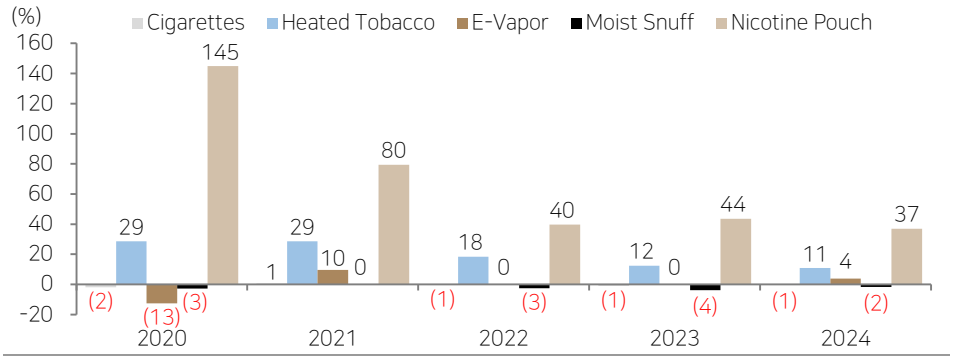
Source: PMI, 다올투자증권

Fig. 114: 글로벌 Tobacco 시장 카테고리별 점유율



Note: Retail Value 기준 / Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 115: 글로벌 Tobacco 시장 카테고리별 YoY 수량 성장률



Note: Retail Value 기준 / Source: Euromonitor, 다올투자증권

Fig. 116: ASF의 니코틴 파우치 브랜드 'Loop' 제품



Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 117: ASF AB 별도 기준 재무제표

(억원)	자산	부채	자본	자본금	매출액	순이익
2022	256	249	7	0.1	283	-12
2023	362	288	74	0.1	615	5
2024	502	428	74	0.1	745	0.04

Source: KT&G, 다올투자증권

KT&G 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	6,418.4	7,176.3	7,682.8	8,287.8	8,783.9
현금성자산	1,392.8	1,619.5	2,111.6	2,541.0	2,842.4
매출채권	1,771.9	1,895.5	2,004.5	2,146.3	2,226.8
재고자산	2,763.8	3,101.3	3,006.7	3,040.5	3,154.6
비유동자산	6,354.1	6,748.9	6,942.1	7,016.6	7,141.7
투자자산	4,082.6	3,904.9	3,880.8	3,959.0	4,038.7
유형자산	2,096.5	2,664.4	2,887.6	2,881.2	2,924.2
무형자산	175.0	179.7	173.7	176.5	178.8
자산총계	12,772.5	13,925.2	14,624.9	15,304.4	15,925.6
유동부채	2,672.4	3,142.9	3,340.9	3,518.1	3,618.8
매입채무	2,323.2	2,335.5	2,505.6	2,682.8	2,783.5
유동성이자부채	107.8	505.1	533.1	533.1	533.1
비유동부채	805.1	1,423.9	1,672.5	1,679.4	1,686.5
비유동이자부채	515.4	1,056.9	1,329.8	1,329.8	1,329.8
부채총계	3,477.5	4,566.8	5,013.4	5,197.5	5,305.2
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.8	535.0	535.4	535.4	535.4
이익잉여금	8,979.1	8,783.2	8,910.0	9,405.3	9,918.8
자본조정	(1,293.5)	(1,034.0)	(835.3)	(835.3)	(835.3)
자기주식	(1,236.9)	(1,030.5)	(835.3)	(835.3)	(835.3)
자본총계	9,294.9	9,358.5	9,611.5	10,106.9	10,620.4
투하자본	7,396.1	8,239.1	8,240.2	8,283.5	8,472.5
순차입금	(769.6)	(57.4)	(248.7)	(678.1)	(979.5)
ROA	7.4	8.7	6.5	7.6	7.7
ROE	10.0	12.7	9.9	11.7	11.7
ROIC	12.0	11.4	12.2	12.9	13.3

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	5,862.6	5,908.8	6,377.4	6,730.5	6,987.6
증가율 (Y-Y,%)	0.2	0.8	7.9	5.5	3.8
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,330.3	1,415.9	1,484.5
증가율 (Y-Y,%)	(7.9)	1.8	11.9	6.4	4.8
EBITDA	1,408.4	1,439.1	1,622.5	1,721.6	1,791.1
영업외손익	81.0	377.0	(91.4)	122.7	136.6
순이자수익	52.1	92.1	59.1	67.3	66.1
외화관련손익	23.6	363.7	(204.7)	0.0	0.0
지분법손익	9.6	19.2	25.6	18.3	21.1
세전계속사업손익	1,248.4	1,565.8	1,238.9	1,538.7	1,621.1
당기순이익	922.4	1,165.0	932.2	1,144.1	1,205.4
지배기업당기순이익	902.7	1,165.7	929.5	1,142.6	1,203.9
증가율 (Y-Y,%)	(8.3)	26.3	(20.0)	22.7	5.4
NOPLAT	869.2	889.9	1,008.5	1,062.0	1,113.4
(+) Dep	241.1	250.3	292.2	305.6	306.7
(-) 운전자본투자	29.7	458.1	(155.6)	(1.6)	94.0
(-) Capex	472.8	767.5	548.2	320.0	320.0
OpFCF	607.8	(85.5)	908.1	1,049.2	1,006.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.1	4.2	2.9	4.7	5.7
영업이익증가율(3Yr)	(7.5)	(3.9)	1.6	6.6	7.7
EBITDA증가율(3Yr)	(5.6)	(2.6)	2.8	6.9	7.6
순이익증가율(3Yr)	(7.7)	6.2	(2.5)	7.4	1.1
영업이익률(%)	19.9	20.1	20.9	21.0	21.2
EBITDA마진(%)	24.0	24.4	25.4	25.6	25.6
순이익률 (%)	15.7	19.7	14.6	17.0	17.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	1,266.0	822.3	1,342.6	1,438.6	1,402.4
당기순이익	922.4	1,165.0	932.7	1,144.1	1,205.4
자산상각비	241.1	250.3	292.2	305.6	306.7
운전자본증감	185.4	(365.4)	(11.2)	1.6	(94.0)
매출채권감소(증가)	(45.3)	(97.3)	(81.9)	(141.8)	(80.6)
재고자산감소(증가)	19.0	(175.5)	67.9	(33.8)	(114.1)
매입채무증가(감소)	338.1	32.9	69.8	177.2	100.7
투자현금	(848.3)	(529.7)	(446.5)	(360.1)	(408.8)
단기투자자산감소	45.4	121.8	(24.5)	1.8	1.8
장기투자증권감소	(191.9)	4.2	33.1	(4.4)	(1.9)
설비투자	(472.8)	(767.5)	(548.2)	(320.0)	(320.0)
유무형자산감소	(32.3)	(6.3)	24.6	18.0	(32.0)
재무현금	(775.8)	(293.4)	(283.4)	(647.2)	(690.4)
차입금증가	328.7	883.3	353.8	0.0	0.0
자본증가	(1,079.2)	(1,133.5)	(739.5)	(647.2)	(690.4)
배당금지급	776.4	586.6	739.5	647.2	690.4
현금 증감	(369.1)	104.0	615.5	431.2	303.2
총현금흐름(Gross CF)	1,460.9	1,514.1	1,562.1	1,436.9	1,496.4
(-) 운전자본증가(감소)	29.7	458.1	(155.6)	(1.6)	94.0
(-) 설비투자	472.8	767.5	548.2	320.0	320.0
(+) 자산매각	(32.3)	(6.3)	24.6	18.0	(32.0)
Free Cash Flow	798.0	618.9	1,104.4	1,078.4	993.6
(-) 기타투자	191.9	(4.2)	(33.1)	4.4	1.9
잉여현금	606.0	623.2	1,137.5	1,074.1	991.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	6,745	9,299	7,615	9,361	9,863
BPS	67,249	72,266	76,938	80,974	85,162
DPS	5,200	5,400	6,000	6,200	6,400
Multiples(x,%)					
PER	12.9	11.5	18.1	14.7	14.0
PBR	1.3	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/ EBITDA	7.7	9.3	10.0	9.2	8.7
배당수익율	6.0	5.0	4.4	4.5	4.6
PCR	8.0	8.9	10.8	11.7	11.2
PSR	2.0	2.3	2.6	2.5	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	37.4	48.8	52.2	51.4	50.0
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	240.2	228.3	230.0	235.6	242.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.8	0.7	1.2	1.2	1.3
자산구조					
투하자본(%)	57.5	59.9	57.9	56.0	55.2
현금+투자자산(%)	42.5	40.1	42.1	44.0	44.8
자본구조					
차입금(%)	6.3	14.3	16.2	15.6	14.9
자기자본(%)	93.7	85.7	83.8	84.4	85.1

자료: 다올투자증권

KT&G

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2024 하반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	98.1	21/1287	1/48

연도별 성과

2022	A
2023	A
2024	A

섹터내 규모별 기업비교

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

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**93.7**	**45.5**	**25%**	▲
	혁신 활동	88.4	46.9	중	▲
	생산 공정	93.0	44.2	중	▲
	공급망 관리	100.0	88.5	하	▲
	생물다양성	100.0	66.8	하	▲
S(사회)		**88.6**	**54.8**	**35%**	▲
	인적자원 관리	90.8	53.2	중	▲
	공급망 관리	92.1	51.7	중	▲
	고객 관리	73.0	66.7	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	51.7	하	▲
G(지배구조)		**84.9**	**55.8**	**40%**	▲
	주주의 권리	80.9	50.9	중	▲
	정보의 투명성	75.1	64.0	하	▲
	이사회의 구성과 활동	97.3	56.0	중	▲
	이사의 보수	88.0	71.5	하	▲
	관계사 위험	72.5	60.3	하	▲
	ESG경영 인프라	97.1	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 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2021	58.9%	22.0%	0.8%
2022	57.2%	25.9%	22.2%
2023	65.5%	24.4%	0.9%

삼양식품
(003230)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	1,800,000	1,800,000	유지
Earnings			

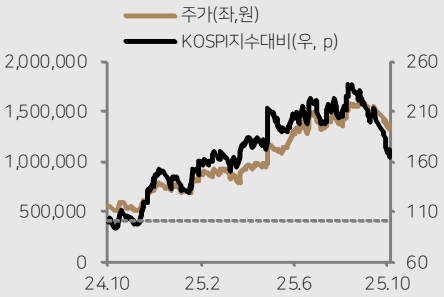
Stock Information

현재가 (10/22)	1,296,000원
예상 주가상승률	38.9%
시가총액	97,628억원
비중(KOSPI내)	0.31%
발행주식수	7,533천주
52주 최저가 / 최고가	512,000 - 1,630,000원
3개월 일평균거래대금	637억원
외국인 지분율	18.2%
주요주주지분율(%)	
삼양라운드스퀘어 (외 7인)	45.0
국민연금공단 (외 1인)	9.6
자사주신탁 (외 1인)	1.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	21.2	24.8	18.2
PBR(배)	7.6	8.7	6.0
EV/EBITDA(배)	14.8	16.0	11.4
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(16.0)	34.9	130.2	69.4
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(27.9)	(21.3)	79.1	7.6

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

여전히 강한 수요

Issue

3Q25E Preview

Pitch

3분기 실적은 낮아진 컨센서스에 부합할 것

Rationale

- 3Q25 연결 매출액 5,924억원 (YoY +34.9%, QoQ +7.1%), 영업이익 1,318억원 (YoY +51%, QoQ +9.8%, OPM 22.3%) 추정
- [국내] 매출액 비중은 전분기와 유사한 20% 유지, YoY +25%, QoQ +8.6% 증가한 1,226억원 추정. 홈플러스 매출채권 수령 과정에서 공급한 물량, 편의점/온라인 채널 물량 증가에 따름
- [해외] 매출액은 YoY +37.8%, QoQ +6.7% 증가한 4,698억원 추정. 미국법인은 2분기 선적한 재고가 안정적으로 소진되며 매출액 1,433억원 (YoY +46.9%, QoQ +6%) 추정. 중국법인은 공급 대비 초과수요 대응에 따른 수출물량 증가로 매출액 1,713억원 (YoY +44.8%, QoQ +32.2%) 추정. 유럽은 거래선 정비 작업 진행되며 법인 매출액 기준 QoQ +5% 증가한 526억원 추정
- [영업이익] 추정치를 하향 조정한 사유는 1) 매출액 하향 조정 (기존 대비 약 -350억원), 2) 국내외/국가 Mix 변경 때문임. 비용 항목별로는 인건비(원가+판관비) QoQ +30억원, 감가상각비 QoQ +15억원, 광고선전비 100억원(절대금액), 관세 100억원 반영해 영업이익 추정
- [투자의견] 해외법인향 물량 증가로 실적 인식 지연 (선적 후 내부거래에서 제거, 미국에 도착하는 데 약 3개월 소요), 국가별 물량 배치 전략 변경에 따라 3분기 실적은 낮아진 기대치에 부합할 것. 글로벌 수요는 여전히 견조하고, 중국 공장 가동(1Q27 예정)을 앞두고 중국 영업망 구축 작업을 확대하고 있어, 중장기적 성장 방향성에는 변화 없음. 적정주가 180만원과 업종 최선호주 의견 유지

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	1,193	1,728	2,315	3,116	3,819	4,733	5,176
영업이익	148	345	532	709	814	1,029	1,126
EBITDA	180	391	618	847	987	1,247	1,391
지배주주순이익	126	272	393	537	571	720	773
순차입금	103	36	112	(70)	(219)	(437)	(702)
매출증가율	31.2	44.9	34.0	34.6	22.6	23.9	9.4
영업이익률	12.4	19.9	23.0	22.8	21.3	21.8	21.8
순이익률	10.6	15.7	17.0	17.2	15.0	15.2	14.9
EPS증가율	58.2	115.4	44.5	36.5	6.5	26.0	7.3
ROE	24.9	39.3	39.2	37.3	29.1	27.8	23.4

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 118: 삼양식품의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	386	424	439	479	529	553	592	641	1,728	2,315	3,116
내수	97	92	98	105	105	113	123	121	392	461	470
수출	289	332	341	374	424	440	470	520	1,336	1,854	2,646
YoY(%)	*57.1*	*48.7*	*30.9*	*46.6*	*37.1*	*30.3*	*34.9*	*33.8*	*44.9*	*34.0*	*34.6*
내수	*10.4*	*-3.3*	*2.8*	*-0.1*	*8.5*	*22.3*	*25.0*	*15.0*	*2.2*	*17.6*	*2.0*
수출	*83.0*	*74.9*	*42.2*	*68.6*	*46.7*	*32.5*	*37.8*	*39.0*	*65.1*	*38.8*	*42.7*
QoQ(%)	*18.1*	*10.0*	*3.4*	*9.1*	*10.5*	*4.5*	*7.1*	*8.1*	-	-	-
내수	*-7.9*	*-4.6*	*6.3*	*7.0*	*0.1*	*7.5*	*8.6*	*-1.6*	-	-	-
수출	*30.3*	*14.9*	*2.6*	*9.7*	*13.4*	*3.8*	*6.7*	*10.7*	-	-	-
영업이익	80	89	87	88	134	120	132	146	345	532	709
YoY(%)	*235.8*	*103.1*	*101.0*	*142.4*	*67.2*	*34.2*	*51.0*	*66.5*	*133.6*	*54.4*	*33.3*
QoQ(%)	*121.5*	*11.7*	*-2.4*	*0.4*	*52.8*	*-10.4*	*9.8*	*10.8*	-	-	-
OPM(%)	*20.8*	*21.1*	*19.9*	*18.3*	*25.3*	*21.7*	*22.3*	*22.8*	*19.9*	*23.0*	*22.8*
순이익	66	70	59	76	99	84	97	113	271	393	538
YoY(%)	*49.0*	*19.2*	*64.6*	*48.7*	*31.8*	*37.0*	*44.8*	*34.3*	*115.4*	*44.6*	*36.8*
NIM(%)	*18.7*	*15.2*	*16.4*	*17.7*	*18.5*	*15.1*	*17.4*	*18.0*	*15.7*	*17.0*	*17.3*

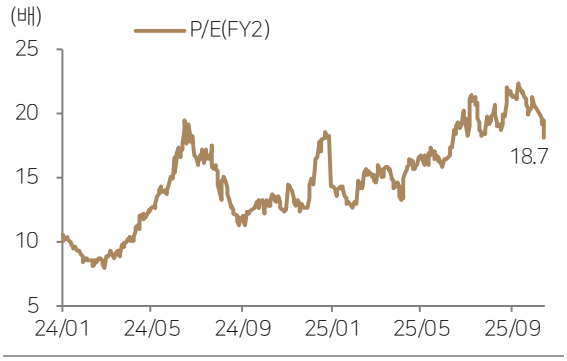
Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 119: 삼양식품 적정주가 도출

구분		비고
EPS(원)	72,136	26E 기준
적정P/E(배)	25	
적정주가(원)	1,800,000	
종가(원)	1,296,000	
상승여력	38.9%	

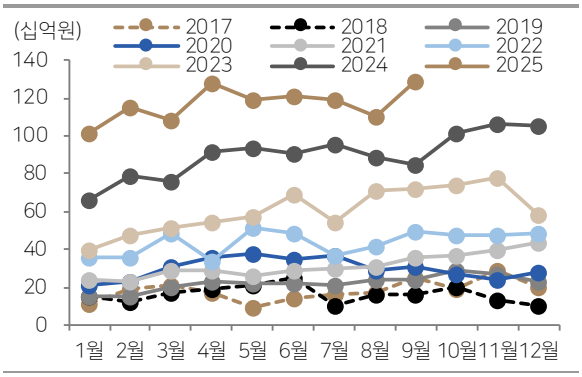
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 120: 삼양식품 P/E



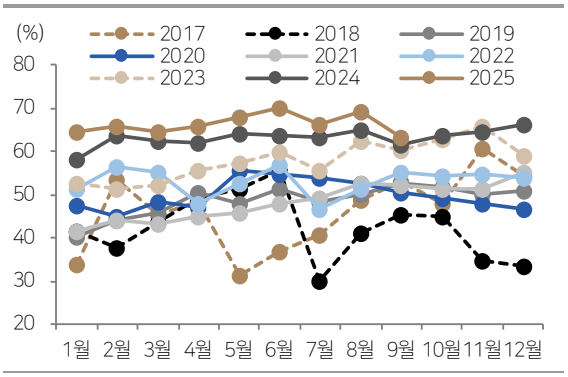
Source: Quantiwise, 다올투자증권 추정

Fig. 121: 삼양식품 수출액 (전체)



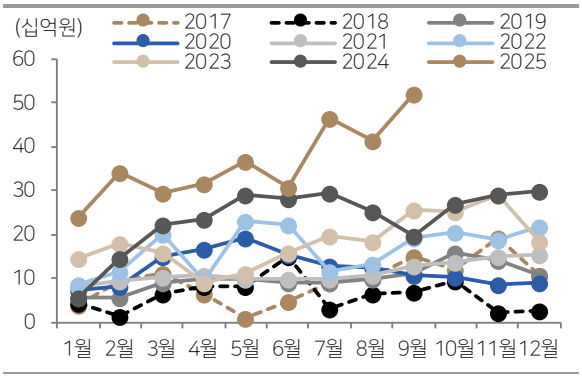
Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 122: 라면 수출액 내 삼양식품 비중



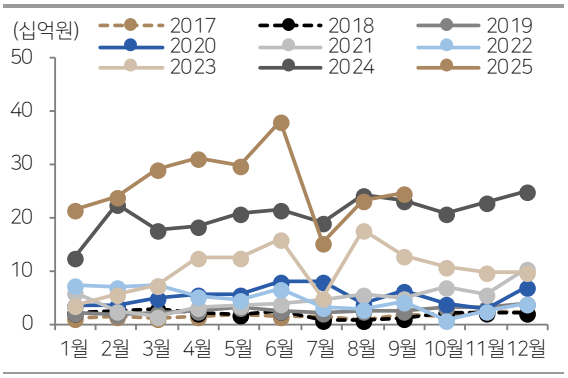
Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 123: 삼양식품 수출액 (to 중국)



Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 124: 삼양식품 수출액 (to 미국)



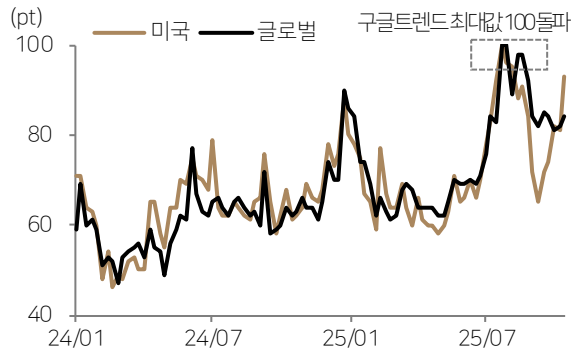
Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 125: 삼양식품 월별 수출액 확정치 (억원)

	2024년									2025년								
(억원)	24.01월	24.02월	24.03월	24.04월	24.05월	24.06월	24.07월	24.08월	24.09월	25.01월	25.02월	25.03월	25.04월	25.05월	25.06월	25.07월	25.08월	25.09월
월별 수출액	665	787	761	917	941	920	945	883	851	1,010	1,149	1,082	1,272	1,199	1,217	1,187	1,104	1,293
YoY(%)										*52.0*	*45.9*	*42.1*	*38.8*	*27.5*	*32.3*	*25.6*	*25.0*	*51.9*
MoM(%)										*18.7*	*13.7*	*-5.9*	*17.7*	*-5.7*	*1.5*	*-2.5*	*-7.0*	*17.2*
분기 합산			2,213			2,777			2,679			3,241			3,688			3,584
YoY(%)												*46.5*			*32.8*			*33.8*
QoQ(%)												*21.0*			*13.8*			*-2.8*
1. 지역별																		
미주	149	250	207	208	253	225	207	252	250	245	265	316	333	309	422	184	249	267
미국	126	227	177	184	209	216	190	243	234	215	239	290	312	296	380	152	230	245
캐나다	23	23	29	25	44	9	17	9	16	30	26	26	21	13	42	32	18	22
동아시아	82	168	243	263	307	299	309	274	217	267	376	328	352	406	343	497	435	544
중국	57	148	221	236	291	285	295	252	198	240	343	295	319	368	307	467	414	523
그 외	25	20	22	27	16	14	15	21	19	28	33	33	33	38	36	30	21	21
동남아	152	179	148	170	154	140	155	139	172	214	215	162	225	200	175	214	172	209
말레이시아	53	58	36	51	46	29	42	41	58	58	43	56	75	44	39	63	55	53
태국	40	44	28	43	31	36	47	42	40	37	70	25	38	41	30	46	23	24
그 외	60	76	83	76	76	75	66	56	74	118	102	81	113	114	106	105	94	132
유럽	174	111	84	155	115	160	162	132	107	141	162	154	194	144	140	140	112	116
네덜란드	105	71	42	80	77	104	90	87	72	70	95	106	127	85	62	56	60	71
영국	22	13	19	30	23	20	39	22	15	27	20	18	18	9	31	40	26	27
그 외	46	28	23	46	16	35	33	23	20	44	47	30	49	50	46	44	26	19
CIS	14	11	12	22	24	24	21	30	24	39	33	31	53	56	54	41	41	41
러시아	7	8	6	16	14	14	11	16	11	28	21	13	45	38	35	39	32	24
그 외	7	3	6	6	10	10	10	14	13	11	12	18	8	17	19	2	9	17
태평양	21	14	22	26	38	22	17	16	15	25	33	19	32	22	14	13	13	24
호주	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
그 외	21	14	22	26	38	22	17	16	15	25	33	19	32	22	14	13	13	24
중동	55	32	18	47	22	33	47	25	35	54	55	55	61	35	42	58	37	46
아랍에미리트	27	21	4	34	14	16	25	12	20	30	28	24	23	16	20	26	17	27
그 외	28	12	14	13	8	16	23	13	15	24	26	31	38	20	22	32	20	20
중남미	11	14	23	18	21	10	16	10	27	23	3	12	14	23	21	30	34	31
멕시코	10	11	19	13	16	6	12	8	27	23	2	10	11	20	15	26	28	23
그 외	1	3	4	5	5	4	5	2	0	1	1	3	4	3	7	4	6	8
아프리카	7	8	6	8	8	8	8	6	4	2	8	4	9	5	5	10	11	14
QoQ(%)												*21.0*			*13.8*			*-2.8*
미국												*11.5*			*32.9*			*-36.6*
중국												*17.7*			*13.3*			*41.3*
그외지역												*23.5*			*5.5*			*-7.6*
YoY(%)												*46.5*			*32.8*			*33.8*
미국												*40.3*			*62.2*			*-5.9*
중국												*106.0*			*22.5*			*88.5*
그외지역												*29.5*			*24.6*			*20.4*
2. 공장별																		
원주시	330	343	326	440	445	415	407	375	411	446	540	504	569	530	556	470	431	479
밀양시	142	285	276	259	291	252	296	306	276	370	409	383	464	418	443	471	474	568
익산시	123	125	124	175	157	181	185	152	132	143	154	143	162	180	152	184	132	173
성북구	69	33	35	43	48	72	57	50	32	52	46	52	77	71	66	61	66	74
QoQ(%)												*21.0*			*13.8*			*-2.8*
원주시												*24.9*			*11.1*			*-16.6*
밀양시												*32.4*			*14.0*			*14.3*
익산시												*-6.4*			*12.7*			*-1.2*
성북구												*8.1*			*42.6*			*-6.2*
YoY(%)												*46.5*			*32.8*			*33.8*
원주시												*49.1*			*27.4*			*15.8*
밀양시												*65.2*			*65.1*			*72.4*
익산시												*17.8*			*-3.4*			*4.2*
성북구												*9.3*			*31.0*			*44.6*
* 월평균환율	1,326	1,331	1,332	1,368	1,366	1,379	1,382	1,352	1,331	1,452	1,445	1,458	1,441	1,391	1,365	1,378	1,389	1,393
YoY(%)										*9.5*	*8.5*	*9.5*	*5.3*	*1.8*	*-1.0*	*-0.3*	*2.8*	*4.7*

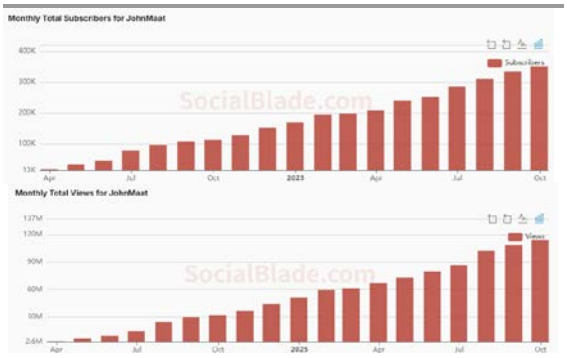
Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 126: 'Buldak' Google Trend



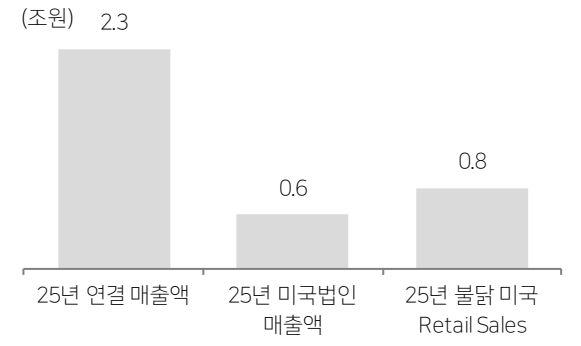
Source: Google Trend, 다올투자증권

Fig. 127: 삼양식품 운영 유튜브 채널 구독자수, 토탈뷰



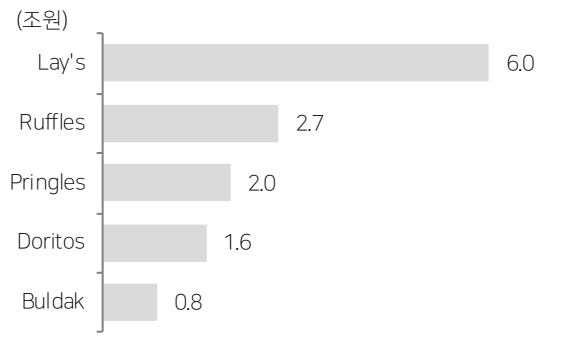
Source: Youtube, 다올투자증권

Fig. 128: '25년 불닭의 미국 Retail Sales 규모 추정



Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 129: '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)
Source: Circana, 다올투자증권

Fig. 130: 미국 Walmart 내 Chips 매대
→ 메인 카테고리로 큰 면적 차지



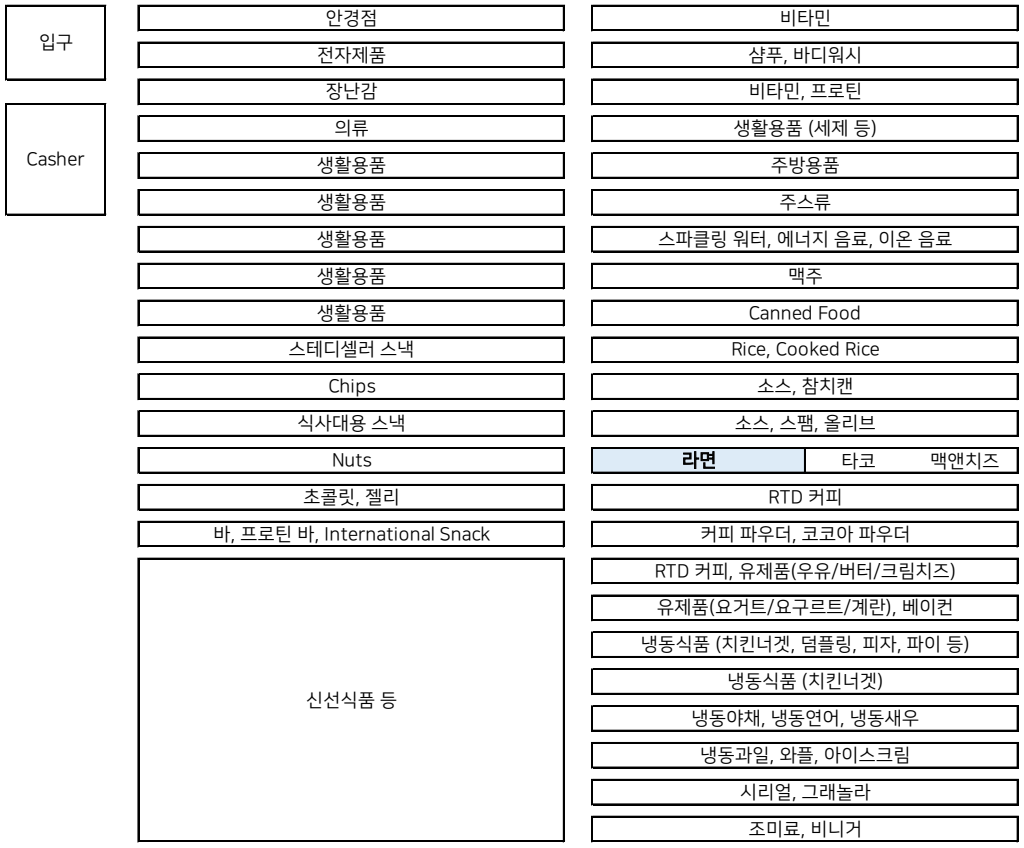
Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 131: 미국 Walmart 내 Ramen 매대
→ 상대적으로 작은 면적 (높은 회전율 추정)



Source: Reddit, 다올투자증권

Fig. 132: 미국 Costco 매대 배치 (맨하튼 퀸즈)



Source: 다올투자증권

Fig. 133: 미국 Costco 라면 SKU (맨하튼 퀸즈)

구분	제조사	제품명	개입	가격	개당 가격
용기면	삼양식품	불닭 까르보나라	6	$12.39	$2.07
봉지면	농심	신라면	18	$17.99	$1.00
용기면	농심	신라면 블랙	8	$14.59	$1.82
용기면	농심	Tonkotsu	6	$11.89	$1.98
용기면	농심	Udon Noodles	6	$15.99	$2.67
용기면	Nissin	Cup Noodles	24	$11.79	$0.49
봉지면	Lotus	Rice Ramen	12	$9.99	$0.83
용기면	Campbell	Simply Chicken Noodle Soup	8	$9.99	$1.25

Source: 다올투자증권

Fig. 134: 미국 주요 유통채널 현황 및 삼양식품 입점률

구분		미국 점포 수	입점률
Mass Merchandisers	Walmart	4600여개	90%
	Target	2000여개	초기
Club Stores	Costco	630개	50%
	Sam's Club	600개	초기
	BJ's Wholesale	300여개	초기
Grocery Chains	Kroger	270여개	초기
	Albertsons	2300여개	초기
	H-E-B	400여개	초기
CVS	7Eleven 등		입점X

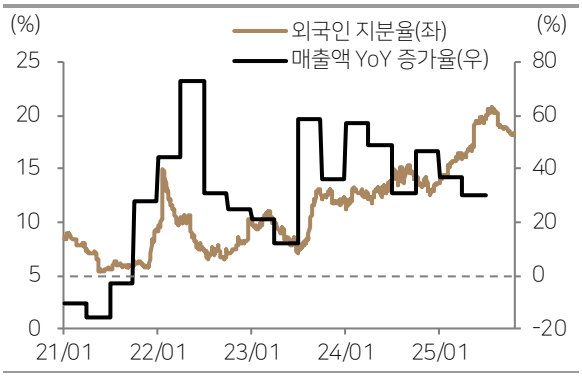
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 135: 유럽 주요 유통채널 현황

구분			유럽 점포 수
프랑스	Carrefour	Hypermarket	1400여개
	Auchan	Hypermarket	800여개
	E.leclerc	Hypermarket	700여개
영국	Tesco	Superstore	3000여개
	Sainsbury's	Supermarket	1500여개
	ASDA	Supermarket	1000여개
	Morrisons	Supermarket	1600여개
	Lidl	Discount Store	12000여개
독일	REWE	Supermarket	미확인
	EDEKA	Supermarket	3600여개
네덜란드	Albert Heijin	Supermarket	미확인
	Spars	Supermarket	미확인

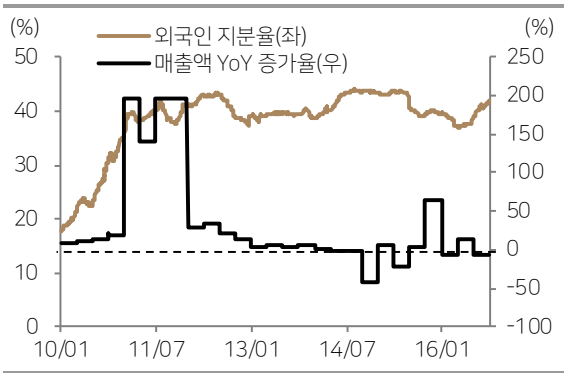
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 136: 삼양식품 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 137: 분할 전 오리온 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

삼양식품 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	497.3	682.1	933.6	1,259.9	1,573.6
현금성자산	241.5	350.4	494.7	697.0	865.2
매출채권	81.4	138.4	175.5	230.7	295.4
재고자산	142.2	148.0	217.6	286.0	366.3
비유동자산	673.0	912.6	1,335.9	1,645.3	2,019.8
투자자산	73.2	105.5	105.6	109.9	114.4
유형자산	543.0	748.0	1,166.1	1,470.1	1,839.1
무형자산	55.5	57.9	64.2	65.3	66.4
자산총계	1,170.3	1,594.8	2,269.5	2,905.2	3,593.5
유동부채	402.0	492.4	685.7	798.4	928.7
매입채무	175.3	246.1	322.9	424.4	543.6
유동성이자부채	175.5	132.0	247.3	257.3	267.3
비유동부채	191.5	274.3	385.3	396.3	407.4
비유동이자부채	168.6	254.2	359.2	369.2	379.2
부채총계	593.5	766.7	1,071.0	1,194.7	1,336.1
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	1,149.7	1,661.6	2,208.5
자본조정	(6.5)	(2.2)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
자기주식	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
자본총계	576.8	828.0	1,198.5	1,710.5	2,257.3
투하자본	668.3	850.2	1,289.2	1,618.1	2,015.8
순차입금	102.6	35.8	111.8	(70.4)	(218.6)
ROA	12.1	19.6	20.3	20.8	17.6
ROE	24.9	39.3	39.2	37.3	29.1
ROIC	18.6	35.0	37.6	37.1	33.6

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,192.9	1,728.0	2,315.0	3,116.3	3,819.4
증가율 (Y-Y,%)	31.2	44.9	34.0	34.6	22.6
영업이익	147.5	344.6	531.9	709.0	814.0
증가율 (Y-Y,%)	63.2	133.6	54.4	33.3	14.8
EBITDA	179.7	390.6	617.8	847.5	987.3
영업외손익	8.8	7.1	(12.0)	(0.9)	(49.8)
순이자수익	(6.8)	(4.5)	(8.2)	(10.5)	(50.0)
외화관련손익	1.8	27.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	10.6	0.2	0.4	0.5	0.5
세전계속사업손익	156.3	351.6	519.9	708.1	764.2
당기순이익	126.6	271.3	393.1	538.2	573.2
지배기업당기순이익	126.3	272.0	393.1	536.5	571.5
증가율 (Y-Y,%)	57.7	114.3	44.9	36.9	6.5
NOPLAT	119.5	265.8	402.2	538.8	610.5
(+) Dep	32.2	46.0	85.9	138.5	173.3
(-) 운전자본투자	(40.6)	(58.0)	29.2	21.4	25.2
(-) Capex	45.0	228.5	500.0	442.5	542.4
OpFCF	147.2	141.4	(41.2)	213.5	216.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.5	39.1	36.6	37.7	30.3
영업이익증가율(3Yr)	15.7	74.0	80.5	68.8	33.2
EBITDA증가율(3Yr)	18.3	69.2	74.2	67.7	36.2
순이익증가율(3Yr)	23.0	68.5	69.8	62.0	28.3
영업이익률(%)	12.4	19.9	23.0	22.8	21.3
EBITDA마진(%)	15.1	22.6	26.7	27.2	25.8
순이익률 (%)	10.6	15.7	17.0	17.3	15.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	168.1	357.9	512.2	654.2	720.2
당기순이익	126.6	271.3	393.1	538.2	573.2
자산상각비	32.2	46.0	85.9	138.5	173.3
운전자본증감	(7.8)	(7.4)	40.9	(21.4)	(25.2)
매출채권감소(증가)	0.2	(15.6)	(49.5)	(55.2)	(64.8)
재고자산감소(증가)	(38.9)	4.6	(88.0)	(68.4)	(80.3)
매입채무증가(감소)	20.7	(6.9)	124.1	101.5	119.2
투자현금	(23.7)	(214.3)	(515.3)	(447.4)	(547.4)
단기투자자산감소	13.8	7.7	(12.1)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.3)	(0.4)
설비투자	(45.0)	(228.5)	(500.0)	(442.5)	(542.4)
유무형자산감소	(3.3)	(4.9)	(5.6)	(1.1)	(1.1)
재무현금	(20.1)	(34.9)	167.8	(4.6)	(4.6)
차입금증가	3.9	(3.2)	187.3	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	159.1	202.2	168.2
총현금흐름(Gross CF)	203.9	410.5	541.0	675.6	745.4
(-) 운전자본증가(감소)	(40.6)	(58.0)	29.2	21.4	25.2
(-) 설비투자	45.0	228.5	500.0	442.5	542.4
(+) 자산매각	(3.3)	(4.9)	(5.6)	(1.1)	(1.1)
Free Cash Flow	172.4	188.8	66.7	206.8	172.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4
잉여현금	172.4	188.8	66.7	206.5	172.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	16,761	36,106	52,183	71,226	75,862
BPS	67,617	100,754	149,081	216,896	289,348
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
Multiples(x,%)					
PER	12.9	21.2	24.8	18.2	17.1
PBR	3.2	7.6	8.7	6.0	4.5
EV/ EBITDA	9.6	14.8	16.0	11.4	9.7
배당수익율	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	8.0	14.0	18.0	14.5	13.1
PSR	1.4	3.3	4.2	3.1	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	102.9	92.6	89.4	69.8	59.2
Net debt/Equity	17.8	4.3	9.3	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	57.1	9.2	18.1	n/a	n/a
유동비율	123.7	138.5	136.2	157.8	169.4
이자보상배율	21.7	76.0	64.6	67.6	16.3
이자비용/매출액	1.0	0.8	0.5	0.7	1.6
자산구조					
투하자본(%)	68.0	65.1	68.2	66.7	67.3
현금+투자자산(%)	32.0	34.9	31.8	33.3	32.7
자본구조					
차입금(%)	37.4	31.8	33.6	26.8	22.3
자기자본(%)	62.6	68.2	66.4	73.2	77.7

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

삼양식품

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

연도별 성과

2022	AA
2023	AA
2024	AA

섹터내 규모별 기업비교

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

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**76.7**	**45.5**	**25%**	▲
	혁신 활동	78.0	46.9	중	▲
	생산 공정	75.8	44.2	상	▲
	공급망 관리	평가제외	평가제외	평가제외	-
	생물다양성	평가제외	평가제외	평가제외	-
S(사회)		**87.0**	**54.8**	**35%**	▲
	인적자원 관리	77.9	53.2	중	▲
	공급망 관리	90.5	51.7	중	▲
	고객 관리	93.5	66.7	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	94.7	51.7	하	▲
G(지배구조)		**64.0**	**55.8**	**40%**	▲
	주주의 권리	64.6	50.9	중	▲
	정보의 투명성	67.0	64.0	하	▲
	이사회의 구성과 활동	61.5	56.0	중	▲
	이사의 보수	95.3	71.5	하	▲
	관계사 위험	32.5	60.3	하	▼
	ESG경영 인프라	85.2	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 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%

농심
(004370)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	500,000	450,000	상향
Earnings			

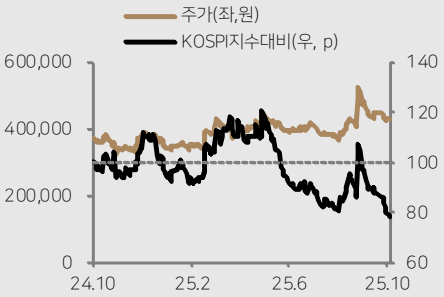
Stock Information

현재가 (10/22)	431,000원
예상 주가상승률	16.0%
시가총액	26,216억원
비중(KOSPI내)	0.08%
발행주식수	6,083천주
52주 최저가 / 최고가	326,000 - 522,000원
3개월 일평균거래대금	248억원
외국인 지분율	16.3%
주요주주지분율(%)	
농심홀딩스 (외 6인)	44.3
국민연금공단 (외 1인)	8.9
자사주 (외 1인)	4.9

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	14.5	16.1	14.3
PBR(배)	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.6	6.2	5.6
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(6.7)	6.7	17.8	15.2
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(18.7)	(49.5)	(33.3)	(46.6)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

국내가 이익 방어

Issue

3Q25E Preview

Pitch

2Q와 크게 달라진 점 없음. 4Q부터 판매량 Driver가 될 이벤트 존재

Rationale

- 3Q25 연결 매출액 8,827억원 (YoY +3.4%), 영업이익 445억원 (YoY +18.4%, OPM 5%) 추정. 시장 기대치 부합 전망
- [별도] 매출액은 3월 진행한 라면 가격인상 효과로 YoY +3.7% 증가 추정. 스낵 매출도 메론킥 및 신제품 성과로 YoY +10%, QoQ 소폭 증가 추정. 하반기 해외 마케팅비 투입 확대에도 국내 비용 축소로 별도 영업이익은 YoY +84.4% 증가한 313억원 추정
- [해외] 매출액은 YoY +5.8% 증가한 2,460억원 추정. 주요국 내 판매 흐름은 2분기와 유사하며, 외형 성장 우선 기조 유지 중. 1) 미국 매출액 YoY -2% 추정. 7월 라면 전 제품 10% 초반대 가격인상에 따라 7월 판매량 감소, 8~9월 판매량 회복 나타남. 가격인상 효과는 4Q 온기 반영 전망. 2) 중국 매출액 YoY +4% 추정. 2분기와 마찬가지로 신제품 및 신규채널 입점 확대를 통한 외형 성장 우선 기조 유지됨. 3) 일본 매출액은 전분기와 유사한 YoY +30% 추정. 3Q에도 신라면 툼바 재주문 발생했고, 신라면 신규맛의 CVS 입점 등 신제품 입점 지속 중. 4) 유럽은 법인 설립 후 거래선 정비 작업 절정기를 지나며 QoQ 매출액 감소 (2Q25 법인 92억원 + 수출 100억원 후반)
- [투자의견] 글로벌 마케팅 캠페인 개시, K팝 여돌 광고(신라면 브랜드) 등 판매량 Driver는 4분기에 포진. 9월 농심 라면 수출액 증가, 4분기 케데헌 물량 매출 인식 및 미국 매출액 (+) 전환 전망을 반영해 적정주가를 50만원으로 상향. 다만 그 지속성에 대한 모니터링은 필요하다고 판단. 변화하는 방향성을 긍정적으로 평가

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	3,411	3,439	3,564	3,759	4,060	4,263	4,434
영업이익	212	163	177	184	200	210	218
EBITDA	330	286	303	310	327	339	350
지배주주순이익	172	157	163	183	185	195	200
순차입금	(612)	(689)	(750)	(878)	(992)	(1,113)	(1,235)
매출증가율	9.0	0.8	3.6	5.5	8.0	5.0	4.0
영업이익률	6.2	4.7	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9
순이익률	5.0	4.6	4.6	4.9	4.6	4.6	4.5
EPS증가율	48.0	(8.5)	3.6	12.6	0.8	5.4	2.6
ROE	7.2	6.2	6.0	6.5	6.3	6.3	6.1

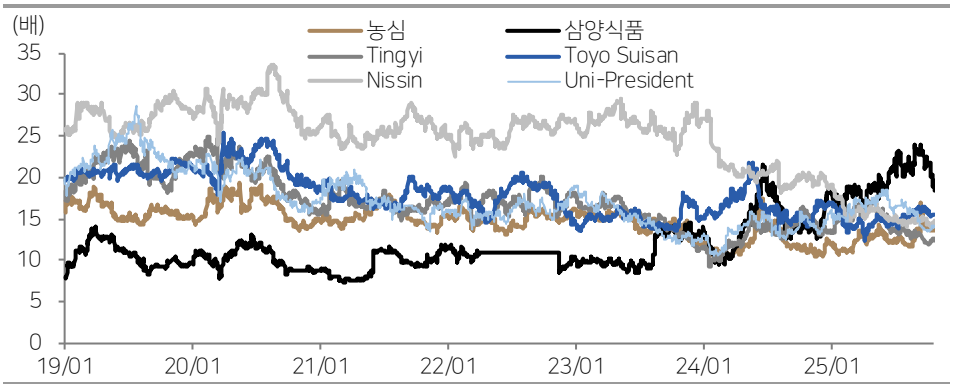
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 138: 농심 적정주가 도출

구분		비고
EPS(원)	30,115	'26년 기준
적정P/E(배)	16.0	동사의 '22년부터의 P/E 중간값 적용
적정주가(원)	500,000	
종가(원)	431,000	
상승여력	16.0%	

Source: 농심, 다올투자증권 추정

Fig. 139: 농심 Peer Valuation



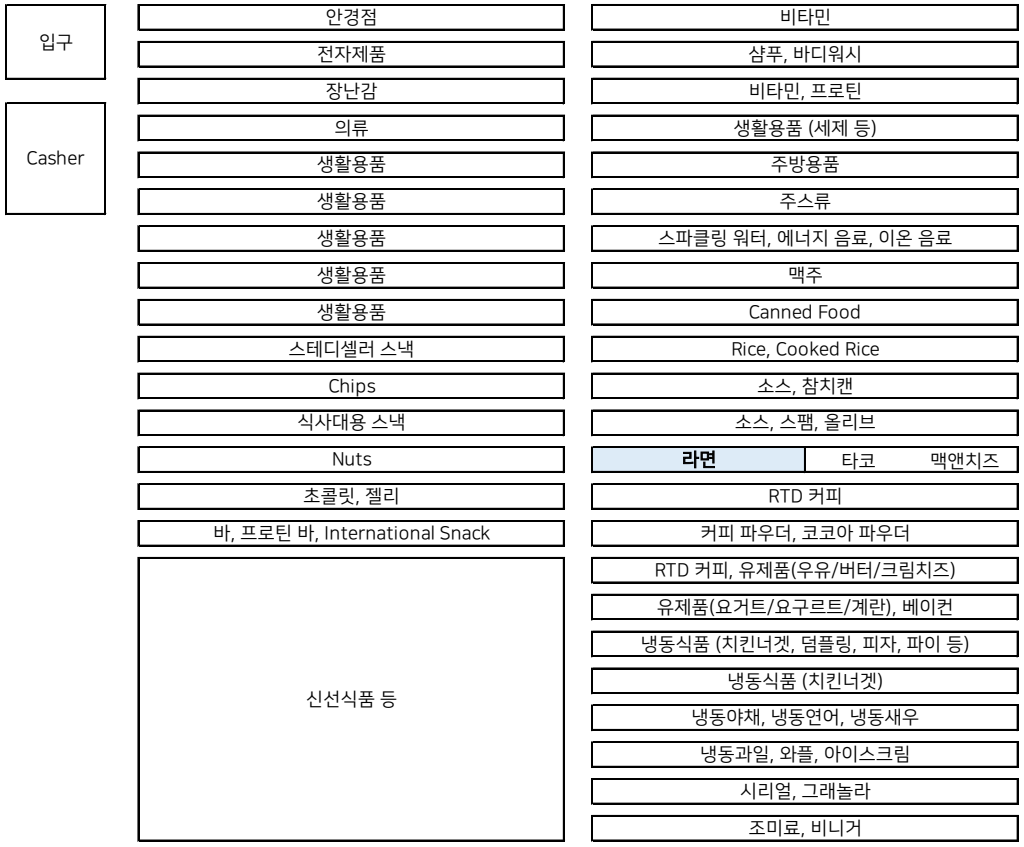
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 140: 농심 Peer Valuation

기업	국가	시가총액 (십억원)	매출액 (십억원)		매출액성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E (배)		
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	12M Fwd.
농심	KS	2,622	3,576	3,747	4.0	4.8	5.2	5.6	15.0	13.4	13.7
삼양식품	KS	9,763	2,348	2,974	35.9	26.7	23.1	24.0	23.7	17.6	18.5
Tingyi	HK	11,190	15,928	16,371	4.1	2.8	8.5	8.8	13.2	12.4	12.6
Toyo Suisan	JP	10,877	4,944	5,135	6.4	3.9	14.5	14.8	16.3	15.2	15.6
Nissin	JP	7,889	7,434	7,727	4.6	3.9	9.3	9.5	15.4	14.4	14.8
Uni-President	HK	6,850	6,508	6,897	13.1	6.0	8.3	8.6	15.1	13.9	14.2

Source: Bloomberg, 다올투자증권 / Note: 10월 22일 종가 기준, 컨센서스 기준

Fig. 141: 미국 Costco 매대 배치 (맨하튼 퀸즈)



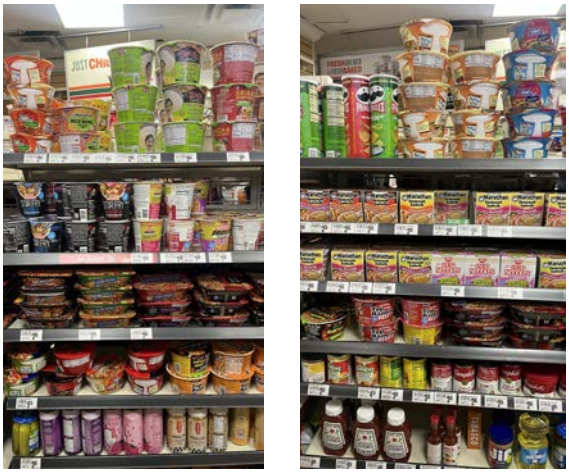
Source: 다올투자증권

Fig. 142: 미국 Costco 라면 SKU (맨하튼 퀸즈)

구분	제조사	제품명	개입	가격	개당 가격
용기면	삼양식품	불닭 까르보나라	6	$12.39	$2.07
봉지면	농심	신라면	18	$17.99	$1.00
용기면	농심	신라면 블랙	8	$14.59	$1.82
용기면	농심	Tonkotsu	6	$11.89	$1.98
용기면	농심	Udon Noodles	6	$15.99	$2.67
용기면	Nissin	Cup Noodles	24	$11.79	$0.49
봉지면	Lotus	Rice Ramen	12	$9.99	$0.83
용기면	Campbell	Simply Chicken Noodle Soup	8	$9.99	$1.25

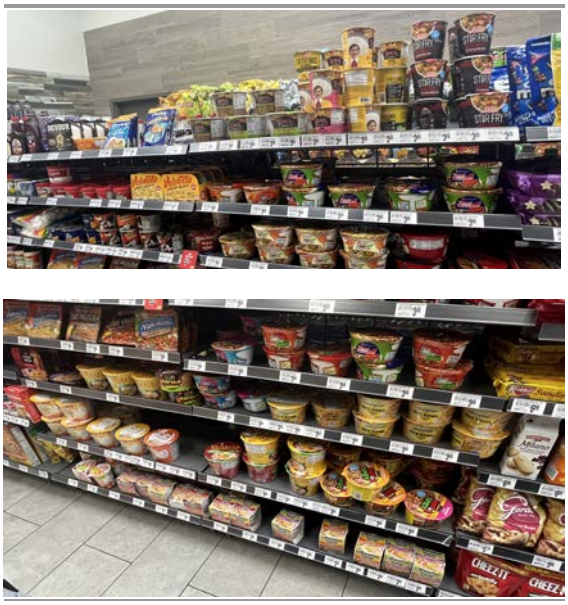
Source: 다올투자증권

Fig. 143: 미국 세븐일레븐 매대 (맨하튼 차이나타운)



Source: 다올투자증권

Fig. 144: 미국 세븐일레븐 매대 (맨하튼 첼시)



Source: 다올투자증권

Fig. 145: 농심의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**873**	**861**	**850**	**855**	**893**	**868**	**882**	**921**	**3,439**	**3,564**	**3,759**
1. 별도	684	687	667	663	693	694	696	703	2,702	2,787	2,868
라면	491	507	493	502	516	515	511	541	1,993	2,083	2,159
내수	390	392	386	410	410	404	407	444	1,578	1,665	1,694
수출	101	115	107	92	106	111	104	97	415	418	465
스낵	122	115	111	107	109	122	123	109	455	462	471
기타	155	158	146	137	155	142	149	140	596	586	592
매출에누리	84	92	83	83	86	89	86	87	338	349	354
2. 해외	247	236	233	244	254	252	246	278	960	1,029	1,121
중국	48	41	33	38	45	42	35	40	161	163	174
북미	161	150	153	159	163	143	150	173	623	628	688
기타국가	38	45	46	46	46	67	61	65	176	239	258
3. 연결조정	-58	-62	-50	-52	-55	-78	-60	-60	-222	-252	-229
YoY(%)	*1.4*	*2.8*	*-0.6*	*-0.2*	*2.3*	*0.8*	*4*	*7.7*	*0.8*	*3.6*	*5.5*
1. 별도	*7.0*	*6.1*	*1.2*	*0.6*	*1.4*	*0.9*	*4*	*6.0*	*3.7*	*3.1*	*2.9*
라면	*6.4*	*10.2*	*5.2*	*4.7*	*5.2*	*1.6*	*4*	*7.7*	*6.6*	*4.6*	*3.6*
내수	*2.2*	*5.2*	*-1.1*	*1.4*	*5.3*	*3.0*	*5*	*8.3*	*1.9*	*5.5*	*1.8*
수출	*26.6*	*31.2*	*36.7*	*23.0*	*5.0*	*-3.4*	*-2*	*5.0*	*29.5*	*0.9*	*11.2*
스낵	*11.3*	*0.8*	*-5.9*	*-9.6*	*-10.9*	*6.3*	*10*	*2.0*	*-1.1*	*1.6*	*2.0*
기타	*10.6*	*6.5*	*-1.7*	*2.5*	*0.1*	*-9.7*	*2*	*2.0*	*4.4*	*-1.6*	*1.0*
2. 해외	*-6.6*	*-2.4*	*-1.2*	*2.3*	*2.9*	*6.6*	*6*	*14.0*	*-2.1*	*7.3*	*8.9*
중국	*-18.0*	*-7.6*	*-21.1*	*-13.6*	*-4.5*	*2.4*	*4*	*5.0*	*-15.2*	*1.3*	*7.1*
북미	*-6.1*	*-3.7*	*-0.8*	*3.6*	*0.9*	*-4.6*	*-2*	*8.5*	*-1.9*	*0.8*	*9.5*
기타국가	*10.5*	*8.0*	*18.5*	*14.9*	*20.4*	*48.7*	*32*	*40.2*	*13.0*	*35.9*	*8.2*
영업이익	**61**	**44**	**38**	**20**	**56**	**40**	**44**	**36**	**163**	**177**	**184**
별도	38	17	17	11	38	31	31	25	84	125	108
해외	23	25	17	8	15	12	11	9	72	47	67
중국	5	7	3	1	6	2	2	1	15	11	14
북미	16	17	12	6	8	7	8	6	50	28	43
YoY(%)	*-3.7*	*-18.7*	*-32.5*	*-47.6*	*-8.7*	*-8.1*	*18.3*	*75.5*	*-23.1*	*8.3*	*4.4*
별도	*-3.9*	*-36.3*	*-50.5*	*-51.3*	*-0.6*	*77.3*	*84.4*	*120.2*	*-32.6*	*48.9*	*-13.2*
해외	*-9.3*	*14.4*	*-4.8*	*-49.8*	*-33.2*	*-53.9*	*-33.7*	*19.5*	*-9.4*	*-35.0*	*42.9*
중국	*4.9*	*68.2*	*-15.6*	*흑전*	*20.8*	*-70.0*	*-37.6*	*52.8*	*29.4*	*-30.0*	*31.8*
북미	*-16.5*	*0.1*	*-13.4*	*-59.8*	*-51.6*	*-60.8*	*-36.3*	*12.8*	*-21.0*	*-43.8*	*51.1*
OPM(%)	*7.0*	*5.1*	*4.4*	*2.4*	*6.3*	*4.6*	*5.0*	*3.9*	*4.7*	*5.0*	*4.9*
별도	*5.6*	*2.5*	*2.5*	*1.7*	*5.5*	*4.4*	*4.5*	*3.5*	*3.1*	*4.5*	*3.8*
해외	*9.2*	*10.7*	*7.2*	*3.1*	*6.0*	*4.6*	*4.5*	*3.3*	*7.5*	*4.6*	*6.0*
중국	*10.4*	*16.6*	*8.3*	*1.4*	*13.1*	*4.9*	*5.0*	*2.0*	*9.4*	*6.5*	*8.0*
북미	*9.8*	*11.4*	*7.7*	*3.6*	*4.7*	*4.7*	*5.0*	*3.7*	*8.1*	*4.5*	*6.2*
순이익	**53**	**43**	**37**	**25**	**52**	**36**	**42**	**32**	**158**	**163**	**183**
YoY(%)	*-2.1*	*-4.7*	*-27.1*	*9.9*	*-2.1*	*-14.8*	*15.9*	*28.8*	*-8.5*	*3.5*	*12.5*
NIM(%)	*6.1*	*5.0*	*4.3*	*2.9*	*5.8*	*4.2*	*4.8*	*3.5*	*4.6*	*4.6*	*4.9*

Source: 농심, 다올투자증권 추정

농심 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,419.8	1,743.7	1,851.4	2,031.1	2,215.6
현금성자산	673.1	892.1	962.9	1,100.5	1,224.8
매출채권	313.2	328.1	343.0	363.1	392.2
재고자산	318.2	323.2	343.0	363.1	392.2
비유동자산	1,814.9	1,853.7	1,866.5	1,888.6	1,920.5
투자자산	218.2	200.4	234.6	244.1	254.0
유형자산	1,535.1	1,579.8	1,563.5	1,576.4	1,598.7
무형자산	61.7	73.6	68.4	68.1	67.8
자산총계	3,234.8	3,597.5	3,717.9	3,919.8	4,136.0
유동부채	696.5	678.2	735.8	782.6	835.4
매입채무	596.0	567.9	615.4	651.5	703.6
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	991.0	1,041.2	1,107.7
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	121.8	130.3	130.3	130.3	130.3
이익잉여금	2,316.2	2,437.4	2,571.2	2,722.8	2,872.7
자본조정	(38.2)	73.8	(5.6)	(5.6)	(5.6)
자기주식	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
자본총계	2,440.8	2,672.6	2,726.9	2,878.5	3,028.3
투하자본	1,754.2	1,925.3	1,898.7	1,919.6	1,951.8
순차입금	(612.0)	(689.0)	(750.4)	(878.0)	(992.3)
ROA	5.5	4.6	4.4	4.8	4.6
ROE	7.2	6.2	6.0	6.5	6.3
ROIC	8.8	6.4	7.0	7.4	7.8

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,410.6	3,438.7	3,563.7	3,759.3	4,060.0
증가율 (Y-Y,%)	9.0	0.8	3.6	5.5	8.0
영업이익	212.1	163.1	176.5	184.4	199.9
증가율 (Y-Y,%)	89.1	(23.1)	8.2	4.4	8.5
EBITDA	330.1	285.7	302.6	310.1	327.1
영업외손익	19.1	54.7	38.0	53.8	46.2
순이자수익	17.6	23.0	21.7	29.6	26.3
외화관련손익	(0.8)	2.1	0.5	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.3)
세전계속사업손익	231.1	217.8	214.5	238.2	246.2
당기순이익	171.5	157.6	162.1	183.4	184.7
지배기업당기순이익	171.9	157.3	163.0	183.4	184.8
증가율 (Y-Y,%)	47.8	(8.1)	2.8	13.2	0.7
NOPLAT	157.3	118.0	133.4	142.0	150.0
(+) Dep	118.1	122.7	126.1	125.7	127.2
(-) 운전자본투자	(39.0)	131.2	(11.5)	5.4	7.3
(-) Capex	108.0	122.9	100.5	134.3	145.1
OpFCF	206.3	(13.4)	170.5	127.9	124.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.9	8.9	4.4	3.3	5.7
영업이익증가율(3Yr)	9.8	15.4	16.3	(4.6)	7.0
EBITDA증가율(3Yr)	8.0	10.6	9.8	(2.1)	4.6
순이익증가율(3Yr)	4.8	16.5	11.8	2.3	5.4
영업이익률(%)	6.2	4.7	5.0	4.9	4.9
EBITDA마진(%)	9.7	8.3	8.5	8.2	8.1
순이익률 (%)	5.0	4.6	4.5	4.9	4.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	327.2	272.5	216.3	307.4	308.6
당기순이익	171.5	157.6	162.8	183.4	184.7
자산상각비	118.1	122.7	126.1	125.7	127.2
운전자본증감	0.7	(51.6)	(6.7)	(5.4)	(7.3)
매출채권감소(증가)	(12.2)	0.7	(7.5)	(20.1)	(29.0)
재고자산감소(증가)	(24.1)	4.5	(19.8)	(20.1)	(29.0)
매입채무증가(감소)	49.9	(22.8)	14.5	36.1	52.1
투자현금	(267.4)	(381.9)	(149.3)	(178.5)	(190.9)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(22.0)	(30.4)	(31.6)
장기투자증권감소	378.1	520.4	92.6	(3.4)	(3.6)
설비투자	(108.0)	(122.9)	(100.5)	(134.3)	(145.1)
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)	74.4	107.2	92.7
총현금흐름(Gross CF)	362.3	363.2	230.0	312.9	315.9
(-) 운전자본증가(감소)	(39.0)	131.2	(11.5)	5.4	7.3
(-) 설비투자	108.0	122.9	100.5	134.3	145.1
(+) 자산매각	0.7	6.4	0.6	(4.0)	(4.0)
Free Cash Flow	95.6	(70.3)	73.9	129.0	117.7
(-) 기타투자	(378.1)	(520.4)	(92.6)	3.4	3.6
잉여현금	473.7	450.0	166.6	125.6	114.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	28,261	25,861	26,790	30,156	30,384
BPS	389,399	427,185	436,967	461,951	486,634
DPS	5,000	5,000	5,500	6,050	6,050
Multiples(x,%)					
PER	14.4	14.5	16.1	14.3	14.2
PBR	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	5.6	5.6	6.2	5.6	5.0
배당수익율	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
PCR	6.8	6.3	11.4	8.4	8.3
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	32.5	34.6	36.3	36.2	36.6
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	251.6	259.5	265.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.2	0.6	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	66.3	63.8	61.3	58.8	56.9
현금+투자자산(%)	33.7	36.2	38.7	41.2	43.1
자본구조					
차입금(%)	2.4	7.1	7.2	7.2	7.1
자기자본(%)	97.6	92.9	92.8	92.8	92.9

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

농심

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

연도별 성과

2022	BB
2023	A
2024	BB

섹터내 규모별 기업비교

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

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**76.7**	**45.5**	**25%**	▲
	혁신 활동	89.0	46.9	중	▲
	생산 공정	80.0	44.2	중	▲
	공급망 관리	50.0	88.5	하	▼
	생물다양성	80.0	66.8	하	▲
S(사회)		**80.2**	**54.8**	**35%**	▲
	인적자원 관리	68.6	53.2	중	▲
	공급망 관리	88.7	51.7	중	▲
	고객 관리	76.0	66.7	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	51.7	하	▲
G(지배구조)		**60.4**	**55.8**	**40%**	▲
	주주의 권리	55.2	50.9	중	▲
	정보의 투명성	37.0	64.0	하	▼
	이사회의 구성과 활동	70.7	56.0	중	▲
	이사의 보수	86.0	71.5	하	▲
	관계사 위험	47.5	60.3	하	▼
	ESG경영 인프라	97.1	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 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%

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

롯데웰푸드
(280360)

—

BUY

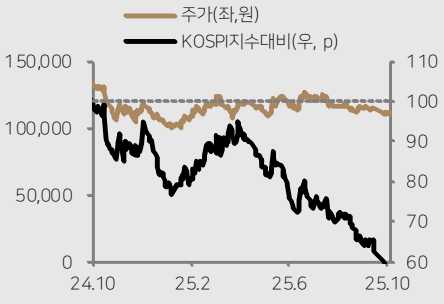
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	150,000	150,000	유지
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/22)	112,600원
예상 주가상승률	33.2%
시가총액	10,477억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	9,305천주
52주 최저가 / 최고가	99,900 - 131,200원
3개월 일평균거래대금	19억원
외국인 지분율	13.1%
주요주주지분율(%)	
롯데지주 (외 16인)	68.6
국민연금공단 (외 1인)	7.2
브이아이피자산운용 (외 1인)	5.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	12.4	11.5	8.3
PBR(배)	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	5.5	5.7	4.8
배당수익률(%)	3.0	2.9	2.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(3.8)	(4.1)	(13.4)	0.9
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(15.7)	(60.3)	(64.5)	(61.0)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

국내 외형 미드싱글 성장 회복

Issue

3Q25E Preview

Pitch

내년엔 YoY로 카카오 원가 부담 미미함. 턴어라운드 가시권

Rationale

- 3Q25 매출액 1조 1,429억원 (YoY +6%), 영업이익 720억원 (YoY -3.8%, OPM 6.4%) 추정. 영업이익은 시장 기대치를 소폭 하회할 것
- [국내] 외형은 미드싱글 성장으로 회복. 제과 매출액 YoY +5.3%, 식품 매출액 YoY +5.0% 추정 [국내 제과] 건과 매출액 YoY +3%, 빙과는 7월 YoY +20% 이상 성장에도 8~9월 비우호적 일기로 YoY +7%, 베이커리는 경쟁사 생산 중단 여파 지속되며 YoY 두 자릿수 성장 추정. [국내 식품] 유지는 판가 인상으로 YoY +8%, 식자재는 캡티브향 수주 이어가며 YoY +9%, B2C는 외형 축소 기조에도 커피 제품 두 자릿수 성장으로 YoY +1.9% 추정
- [해외] 매출액은 YoY +11.9% 추정. 카자흐스탄은 4,7월 단행한 가격인상 및 루블화 안정화로 YoY +10%, 인도 건과는 가동률 90% 유지되며 YoY +7%, 인도 빙과는 7~8월 몬순 영향으로 당사 기존 추정치를 하회하는 YoY +4% 추정. 그 외 벨기에, 러시아, 미얀마는 두 자릿수 성장률 이어갈 것
- [영업이익] 3Q25까지는 지난해 9월~12월 중 높은 가격에 구매한 카카오가 투입되었음. 그럼에도 국내 외형 MSD 성장에 따른 고정비 커버 효과, 2월 단행한 건빙과 가격인상 (평균 +9.5%) 효과 반영으로 국내 영업이익은 YoY -5.3%로 회복 추정. 해외도 연이은 가격인상 효과로 영업이익 YoY -2.0%까지 회복될 것. 조기퇴직 관련 일회성 비용은 3분기 중 약 100억원 반영 예상

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	4,066	4,044	4,217	4,385	4,553	4,598	4,646
영업이익	177	157	145	200	228	225	228
EBITDA	368	361	361	431	469	477	490
지배주주순이익	71	85	91	126	152	148	151
순차입금	781	918	995	1,037	1,073	1,083	1,086
매출증가율	26.9	(0.5)	4.3	4.0	3.8	1.0	1.1
영업이익률	4.4	3.9	3.4	4.6	5.0	4.9	4.9
순이익률	1.7	2.1	2.2	2.9	3.3	3.2	3.3
EPS증가율	50.0	20.0	9.5	37.7	21.1	(2.8)	2.1
ROE	3.3	3.9	4.2	5.5	6.4	5.9	5.7

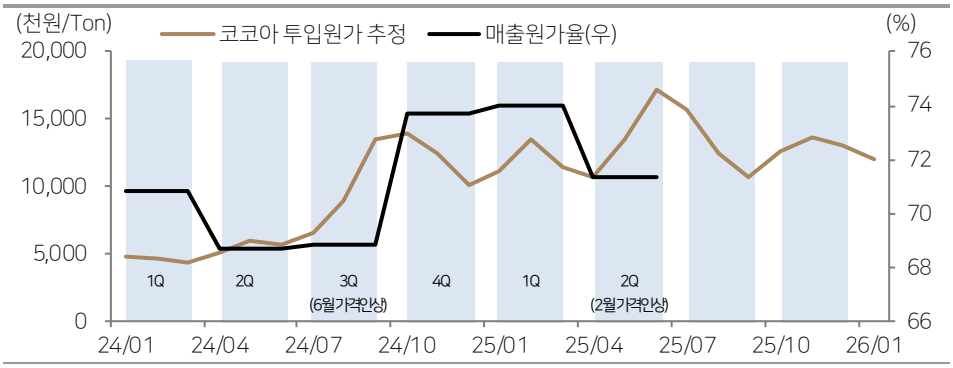
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 146: 롯데웰푸드의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	951	1,044	1,078	971	975	1,064	1,143	1,035	4,044	4,217	4,385
국내	764	837	880	750	757	832	924	784	3,230	3,298	3,359
제과	419	488	524	407	416	480	552	421	1,838	1,869	1,916
식품	336	340	344	334	333	343	362	354	1,353	1,391	1,405
해외	197	219	208	232	230	244	233	262	857	969	1,076
카자흐스탄	66	57	58	83	68	61	64	92	265	284	298
인도	65	96	69	61	80	104	73	70	291	327	403
건과	30	26	32	30	34	28	34	34	118	130	162
빙과	34	70	38	31	46	77	39	36	173	198	241
벨기에	17	14	25	32	21	16	30	34	88	101	106
러시아	20	21	22	21	24	27	28	28	85	107	112
기타국가	29	31	34	35	37	36	38	38	129	149	157
YoY(%)	*-0.9*	*0.3*	*-0.7*	*-0.9*	*2.5*	*1.9*	*6.0*	*6.6*	*-0.5*	*4.3*	*4.0*
국내	*-1.7*	*-0.6*	*-1.7*	*-4.6*	*-0.9*	*-0.6*	*5.0*	*4.6*	*-2.1*	*2.1*	*1.9*
제과	*4.0*	*4.7*	*-0.1*	*-4.2*	*-0.5*	*-1.8*	*5.3*	*3.4*	*1.1*	*1.7*	*2.5*
식품	*-8.1*	*-7.4*	*-5.0*	*-5.8*	*-0.9*	*0.9*	*5.0*	*6.1*	*-6.6*	*2.8*	*1.0*
해외	*3.3*	*5.6*	*4.4*	*14.6*	*16.6*	*11.2*	*11.9*	*13.0*	*7.0*	*13.1*	*11.0*
카자흐스탄	*1.1*	*-15.3*	*-8.8*	*13.7*	*1.9*	*7.1*	*10.0*	*10.0*	*-1.9*	*7.3*	*5.0*
인도	*6.7*	*11.2*	*2.3*	*11.4*	*24.2*	*8.9*	*5.4*	*14.7*	*8.0*	*12.7*	*23.2*
건과	*18.8*	*17.1*	*9.4*	*10.9*	*12.5*	*6.1*	*7.0*	*14.7*	*13.8*	*10.1*	*24.9*
빙과	*-2.1*	*9.2*	*-2.9*	*11.9*	*34.4*	*10.0*	*4.0*	*8.0*	*4.4*	*14.4*	*22.0*
벨기에	*-10.6*	*62.5*	*18.8*	*17.5*	*24.4*	*10.3*	*20.0*	*8.0*	*16.0*	*15.0*	*5.0*
러시아	*3.1*	*13.7*	*13.4*	*6.6*	*22.5*	*27.3*	*24.6*	*31.5*	*9.1*	*26.5*	*4.0*
기타국가	*11.3*	*15.1*	*23.0*	*26.1*	*24.8*	*15.2*	*14.4*	*10.0*	*19.0*	*15.8*	*5.0*
영업이익	37	63	76	-20	16	34	72	23	157	145	200
국내	27	42	65	-24	10	26	62	9	110	107	134
해외	14	22	14	9	9	13	14	14	59	50	80
YoY(%)	*100.7*	*30.3*	*-5.7*	*적전*	*-56.1*	*-45.8*	*-5.3*	*흑전*	*-11.2*	*-7.4*	*37.5*
국내	*112.1*	*19.5*	*-1.4*	*적전*	*-62.9*	*-38.8*	*-5.3*	*흑전*	*-15.5*	*-3.0*	*25.6*
해외	*60.7*	*37.6*	*-23.1*	*-40.5*	*-37.1*	*-41.2*	*-2.0*	*54.2*	*1.2*	*-15.8*	*59.4*
OPM(%)	*3.9*	*6.1*	*7.1*	*-2.0*	*1.7*	*3.2*	*6.3*	*2.2*	*3.9*	*3.4*	*4.6*
국내	*3.6*	*5.0*	*7.4*	*-3.2*	*1.3*	*3.1*	*6.7*	*1.2*	*3.4*	*3.2*	*4.0*
해외	*7.3*	*9.8*	*6.7*	*4.0*	*3.9*	*5.2*	*5.9*	*5.5*	*6.9*	*5.2*	*7.4*
지배순이익	22	42	46	-25	24	18	45	6	82	90	124
YoY(%)	*1,916.1*	*213.2*	*-35.3*	*적지*	*10.0*	*-58.1*	*-1.5*	*흑전*	*20.0*	*9.7*	*38.3*
NIM(%)	*2.3*	*4.0*	*4.3*	*-2.6*	*2.4*	*1.7*	*4.0*	*0.6*	*2.1*	*2.2*	*2.9*

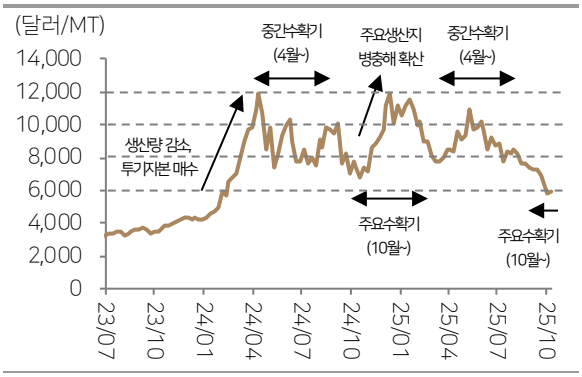
Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

Fig. 147: 롯데웰푸드 카카오 투입원가 추정



Source: Bloomberg, 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

Fig. 148: 카카오 가격 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 149: 롯데웰푸드 '25년 해외법인 가격인상 Timeline

법인	시기	인상폭	비고
인도 건과	1, 3 월	10%	품목 다르게 2 회 (실질 1 회)
인도 빙과	1, 3 월	10%	품목 다르게 2 회 (실질 1 회)
카자흐스탄	4 월	5%	
	7 월	7.4%	
벨기에	1 월	25%	
러시아	상반기	10%	

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

롯데웰푸드 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,488.9	1,428.7	1,426.6	1,424.2	1,462.0
현금성자산	583.8	466.4	422.2	389.7	364.3
매출채권	357.9	306.6	348.0	359.1	382.8
재고자산	481.2	567.1	567.0	585.1	623.7
비유동자산	2,710.2	2,913.0	2,948.3	3,081.0	3,216.6
투자자산	440.1	484.5	404.0	420.4	437.5
유형자산	1,975.7	2,087.3	2,237.1	2,371.5	2,506.8
무형자산	294.3	341.1	307.2	289.1	272.3
자산총계	4,199.1	4,341.7	4,374.9	4,505.2	4,678.6
유동부채	932.1	1,056.1	961.1	980.9	1,016.7
매입채무	414.9	450.9	442.3	456.3	486.5
유동성이자부채	449.8	539.7	452.8	457.8	462.8
비유동부채	1,124.4	1,059.3	1,179.7	1,193.2	1,207.0
비유동이자부채	915.4	844.4	964.4	969.4	974.4
부채총계	2,056.5	2,115.3	2,140.8	2,174.1	2,223.7
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	628.7	725.8	849.5
자본조정	390.1	430.7	381.8	381.8	381.8
자기주식	(23.3)	(23.3)	(18.2)	(18.2)	(18.2)
자본총계	2,142.6	2,226.4	2,234.0	2,331.2	2,454.9
투하자본	2,845.4	3,068.1	3,173.4	3,310.7	3,467.5
순차입금	781.4	917.8	995.1	1,037.5	1,073.0
ROA	1.6	1.9	2.1	2.7	3.2
ROE	3.3	3.9	4.2	5.5	6.4
ROIC	3.8	4.0	3.3	4.6	5.0

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,066.4	4,044.3	4,217.1	4,384.6	4,553.0
증가율 (Y-Y,%)	26.9	(0.5)	4.3	4.0	3.8
영업이익	177.0	157.1	145.5	199.9	227.6
증가율 (Y-Y,%)	57.5	(11.3)	(7.4)	37.4	13.9
EBITDA	367.7	361.0	360.8	430.7	469.3
영업외손익	(67.2)	(49.3)	(21.0)	(37.1)	(30.5)
순이자수익	(29.5)	(32.4)	(28.5)	(27.7)	(23.2)
외화관련손익	(14.6)	(8.3)	22.8	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	0.9	(22.0)	0.0	0.0
세전계속사업손익	109.8	107.8	124.5	162.9	197.1
당기순이익	67.8	82.0	90.0	121.6	147.0
지배기업당기순이익	70.5	84.6	91.4	125.9	152.5
증가율 (Y-Y,%)	54.4	21.0	9.8	35.1	21.0
NOPLAT	109.2	119.5	104.2	149.2	169.8
(+) Dep	190.7	203.9	215.3	230.7	241.7
(-) 운전자본투자	(147.9)	23.2	50.1	15.3	32.5
(-) Capex	324.6	315.8	371.0	342.4	355.5
OpFCF	123.2	(15.6)	(101.5)	22.3	23.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	25.1	23.5	9.6	2.5	4.0
영업이익증가율(3Yr)	16.3	13.1	9.0	4.1	13.2
EBITDA증가율(3Yr)	15.9	16.8	10.7	5.4	9.1
순이익증가율(3Yr)	17.5	31.1	27.1	21.5	21.5
영업이익률(%)	4.4	3.9	3.4	4.6	5.0
EBITDA마진(%)	9.0	8.9	8.6	9.8	10.3
순이익률 (%)	1.7	2.0	2.1	2.8	3.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	453.0	285.6	286.1	347.3	367.2
당기순이익	67.8	82.0	90.4	121.6	147.0
자산상각비	190.7	203.9	215.3	230.7	241.7
운전자본증감	97.0	(77.7)	(24.3)	(15.3)	(32.5)
매출채권감소(증가)	0.1	52.0	(38.3)	(11.1)	(23.7)
재고자산감소(증가)	143.1	(83.8)	(6.5)	(18.1)	(38.6)
매입채무증가(감소)	(14.5)	(5.2)	36.9	14.1	30.1
투자현금	(236.5)	(385.1)	(207.6)	(362.5)	(375.6)
단기투자자산감소	7.1	(77.7)	104.9	(1.5)	(1.6)
장기투자증권감소	(2.0)	0.0	(0.6)	0.2	0.9
설비투자	(324.6)	(315.8)	(371.0)	(342.4)	(355.5)
유무형자산감소	65.5	(13.7)	(0.8)	(4.7)	(4.7)
재무현금	(35.4)	(82.1)	(17.0)	(18.7)	(18.7)
차입금증가	29.5	(4.4)	34.6	10.0	10.0
자본증가	(21.0)	(27.2)	(29.2)	(28.7)	(28.7)
배당금지급	21.0	27.2	29.2	28.7	28.7
현금 증감	180.8	(177.1)	62.5	(33.9)	(27.1)
총현금흐름(Gross CF)	389.5	403.9	320.6	362.6	399.7
(-) 운전자본증가(감소)	(147.9)	23.2	50.1	15.3	32.5
(-) 설비투자	324.6	315.8	371.0	342.4	355.5
(+) 자산매각	65.5	(13.7)	(0.8)	(4.7)	(4.7)
Free Cash Flow	249.9	(58.9)	88.7	(15.2)	(8.3)
(-) 기타투자	2.0	0.0	0.6	(0.2)	(0.9)
잉여현금	248.0	(58.9)	88.1	(15.0)	(7.4)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	7,476	8,969	9,821	13,527	16,385
BPS	186,530	190,113	197,573	209,959	225,060
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,800
Multiples(x,%)					
PER	16.6	12.4	11.5	8.3	6.9
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	5.3	5.5	5.7	4.8	4.5
배당수익율	2.4	3.0	2.9	2.9	3.4
PCR	3.0	2.6	3.3	2.9	2.6
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	96.0	95.0	95.8	93.3	90.6
Net debt/Equity	36.5	41.2	44.5	44.5	43.7
Net debt/EBITDA	212.5	254.2	275.8	240.9	228.6
유동비율	159.7	135.3	148.4	145.2	143.8
이자보상배율	6.0	4.9	5.1	7.2	9.8
이자비용/매출액	1.2	1.3	1.4	2.0	1.8
자산구조					
투하자본(%)	73.5	76.3	79.3	80.3	81.2
현금+투자자산(%)	26.5	23.7	20.7	19.7	18.8
자본구조					
차입금(%)	38.9	38.3	38.8	38.0	36.9
자기자본(%)	61.1	61.7	61.2	62.0	63.1

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

롯데웰푸드

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

연도별 성과

2022	BB
2023	A
2024	BB

섹터내 규모별 기업비교

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

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**82.1**	**45.5**	**25%**	▲
	혁신 활동	86.0	46.9	중	▲
	생산 공정	79.7	44.2	중	▲
	공급망 관리	100.0	88.5	하	▲
	생물다양성	44.0	66.8	하	▼
S(사회)		**88.9**	**54.8**	**35%**	▲
	인적자원 관리	88.4	53.2	중	▲
	공급망 관리	89.3	51.7	중	▲
	고객 관리	83.5	66.7	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	51.7	하	▲
G(지배구조)		**55.9**	**55.8**	**40%**	▲
	주주의 권리	51.7	50.9	중	▲
	정보의 투명성	61.9	64.0	하	▼
	이사회의 구성과 활동	56.5	56.0	중	▲
	이사의 보수	100.0	71.5	하	▲
	관계사 위험	60.0	60.3	하	▼
	ESG경영 인프라	94.3	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 유효 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%

오리온
(271560)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	140,000	140,000	유지
Earnings			

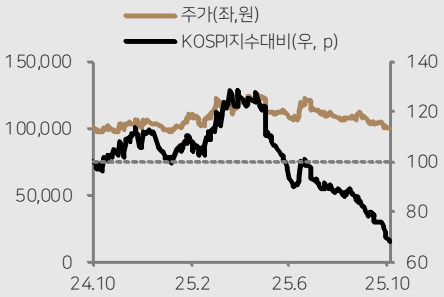
Stock Information

현재가 (10/22)	102,200원
예상 주가상승률	37.0%
시가총액	40,406억원
비중(KOSPI내)	0.13%
발행주식수	39,536천주
52주 최저가 / 최고가	96,800 - 126,900원
3개월 일평균거래대금	122억원
외국인 지분율	32.4%
주요주주지분율(%)	
오리온홀딩스 (외 9인)	43.8
국민연금공단 (외 1인)	9.1
Westwood Global Investments LLC (외 1인)	5.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	7.7	9.8	8.3
PBR(배)	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	2.8
배당수익률(%)	2.4	2.4	2.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(4.6)	(14.8)	3.5	(0.2)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(16.5)	(71.0)	(47.5)	(62.0)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

중국이 더 반등해줘야

Issue

9월 잠정 실적 Review

Pitch

중국 외형 반등이 주가의 트리거

Rationale

- 3Q25 잠정 연결 매출액 8,303억원 (YoY +7.2%), 영업이익은 1,422억원(YoY +1.3%, OPM +17.1%) 기록 (영업이익은 연결조정 미반영한 잠정값)
- [법인별] 3Q25 매출액 (이하 YoY) 한국 YoY +4.3%, 중국 +4.7%, 베트남 -0.9%, 러시아 +44.8% 기록. 한국은 견조한 성장 유지 중이며, 중국은 간식점, 이커머스 매출액이 각각 YTD +71%, +9% 성장하며 할인점 성장 축소와 TT채널 거래처 폐점 영향을 방어. 베트남은 지정학적 불안으로 수출 매출액 감소가 이어졌으며, 내수는 신제품 출시 효과로 점차 회복세 관찰. 러시아는 110% 이상 가동률 지속 중이며, 10월 파이 라인(2개) 본생산으로 초과수요 대응 원활해질 것
- 동사의 주가 트리거는 중국 외형 성장률 회복이라는 기존 관점을 유지. 9월 중국 매출액은 원화 기준 +10.1%, 위안화 기준 +6.5%로 7월, 8월 대비 회복세 관찰. 다만 춘절 대응 전략을 종합선물세트 물량 축소, 단일 제품 춘절 패키징 확대로 밝힌 만큼, 중국 소비 경기는 반등이 지연되고 있다고 해석. 춘절 시점 차이 영향으로 ('25년 1월 29일 vs. '26년 2월 17일) 11월 매출은 역기저, 12~1월은 전년 대비 출고가 집중될 것을 향후 감안한 필요
- 12M Fwd. 기준 P/E는 8.8배로 Valuation 매력도는 매우 높음. 하지만 주가 반등 트리거도 명확하지 않다고 판단, 적정주가 유지

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	2,912	3,104	3,354	3,605	3,873	4,116	4,304
영업이익	492	544	547	645	708	758	803
EBITDA	650	704	713	811	874	925	971
지배주주순이익	377	525	412	485	532	569	603
순차입금	(1,104)	(1,069)	(1,434)	(1,794)	(2,198)	(2,621)	(3,073)
매출증가율	1.4	6.6	8.0	7.5	7.4	6.3	4.6
영업이익률	16.9	17.5	16.3	17.9	18.3	18.4	18.7
순이익률	12.9	16.9	12.3	13.5	13.7	13.8	14.0
EPS증가율	(4.0)	39.3	(21.4)	17.6	9.6	7.1	5.9
ROE	14.2	16.8	11.4	12.1	12.1	11.7	11.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 150: 오리온의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	748	719	775	862	802	777	830	945	3,104	3,354	3,605
한국	272	278	271	277	282	291	283	288	1,098	1,145	1,179
중국	306	296	322	346	328	305	337	376	1,270	1,346	1,399
베트남	118	98	122	176	128	103	121	182	515	533	584
러시아	51	49	62	69	67	81	90	102	230	340	454
연결조정	-2	2	2	6	4	2	3	3	8	12	11
YoY	*12.7*	*0.8*	*1.1*	*12.2*	*7.1*	*8.1*	*7.2*	*9.7*	*6.6*	*8.1*	*7.5*
한국	*9.5*	*1.6*	*-0.4*	*0.2*	*4.0*	*4.9*	*4.3*	*4.0*	*2.6*	*4.3*	*3.0*
중국	*16.0*	*-0.5*	*-2.2*	*20.1*	*7.1*	*3.0*	*4.7*	*8.8*	*7.7*	*6.0*	*3.9*
베트남	*12.3*	*2.9*	*3.5*	*12.3*	*8.6*	*4.3*	*-0.9*	*3.1*	*8.2*	*3.6*	*9.6*
러시아	*4.8*	*-4.9*	*27.6*	*32.6*	*33.0*	*64.5*	*44.8*	*48.0*	*15.1*	*47.4*	*33.6*
YoY (Local)											
중국	*17.0*	*-1.4*	*-6.3*	*13.2*	*-0.8*	*0.5*	*3.0*	*8.0*	*4.9*	*2.8*	*4.0*
베트남	*12.3*	*2.8*	*8.3*	*4.6*	*2.8*	*5.2*	*-6.3*	*2.0*	*6.8*	*5.0*	*6.0*
러시아	*24.8*	*2.6*	*18.5*	*5.8*	*25.0*	*43.8*	*35.5*	*30.2*	*11.9*	*33.3*	*45.2*
영업이익	125	122	137	160	131	121	133	161	544	547	645
한국	44	47	44	44	46	49	42	43	178	182	192
중국	54	56	64	70	56	52	67	68	244	233	280
베트남	19	15	24	42	21	14	22	39	100	95	118
러시아	8	7	9	13	9	10	12	14	37	43	67
연결조정	0	-3	-3	-9	-1	-3	0	-3	-16	-7	-11
YoY	*26.2*	*8.4*	*-2.5*	*13.8*	*5.0*	*-0.2*	*-2.8*	*0.8*	*10.4*	*0.7*	*18.0*
한국	*17.1*	*5.8*	*2.0*	*-0.5*	*5.6*	*3.4*	*-4.1*	*-2.3*	*5.7*	*2.1*	*5.3*
중국	*41.5*	*9.4*	*-12.7*	*19.6*	*3.2*	*-6.6*	*5.5*	*-3.8*	*10.4*	*-4.4*	*19.9*
베트남	*18.4*	*14.6*	*8.5*	*16.6*	*9.3*	*-6.6*	*-9.7*	*-5.9*	*14.5*	*-5.0*	*23.9*
러시아	*-5.2*	*-12.9*	*37.5*	*38.8*	*9.2*	*44.6*	*26.9*	*8.4*	*14.8*	*17.2*	*55.2*
영업이익률	*16.7*	*16.9*	*17.7*	*18.5*	*16.4*	*15.6*	*16.0*	*17.0*	*17.5*	*16.3*	*17.9*
한국	*16.1*	*16.9*	*16.2*	*15.8*	*16.4*	*16.7*	*14.9*	*14.9*	*16.3*	*15.9*	*16.3*
중국	*17.7*	*18.9*	*19.7*	*20.3*	*17.0*	*17.1*	*19.9*	*18.0*	*19.2*	*17.3*	*20.0*
베트남	*16.4*	*15.6*	*19.6*	*23.6*	*16.5*	*14.0*	*17.8*	*21.5*	*19.5*	*17.8*	*20.2*
러시아	*15.5*	*13.6*	*14.9*	*19.1*	*12.8*	*12.0*	*13.1*	*14.0*	*16.0*	*12.7*	*14.8*
순이익	100	76	103	255	106	72	103	122	533	416	488
YoY%	*28.4*	*-8.8*	*-6.4*	*123.2*	*6.2*	*-5.9*	*0.6*	*-52.2*	*38.5*	*-22.0*	*17.3*
NIM%	*13.3*	*10.6*	*13.2*	*29.6*	*13.2*	*9.2*	*12.4*	*12.9*	*17.1*	*12.4*	*13.5*

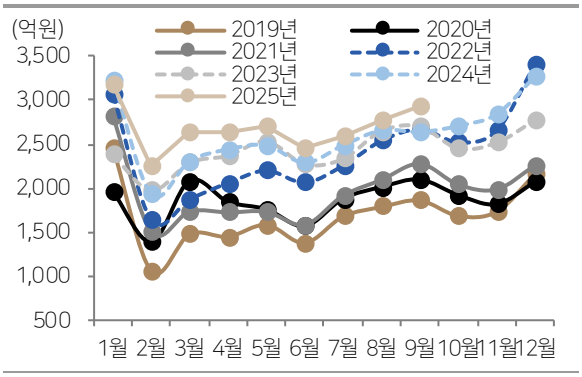
Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 151: 오리온 월별 실적 (억원)

	2024년						2025년								
	4월	5월	6월	7월	8월	9월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
매출액	2,438	2,484	2,288	2,484	2,652	2,634	3,180	2,249	2,631	2,646	2,699	2,450	2,595	2,768	2,940
한국	954	969	854	920	905	885	945	890	988	983	1,030	900	951	915	961
중국	1,033	994	931	995	1,097	1,131	1,420	799	1,063	1,060	1,024	964	987	1,142	1,245
베트남	295	350	339	393	430	394	617	341	325	330	355	341	386	409	411
러시아	156	171	164	176	220	224	198	219	255	273	290	245	271	302	323
YoY(%)	*2.8*	*-1.9*	*0.5*	*6.3*	*0.2*	*-2.3*	*-1.4*	*16.2*	*14.0*	*8.5*	*8.7*	*7.1*	*4.5*	*4.4*	*11.6*
한국	*5.0*	*4.4*	*-4.6*	*2.8*	*-1.5*	*-2.3*	*1.2*	*3.5*	*7.2*	*3.0*	*6.3*	*5.4*	*3.4*	*1.1*	*8.6*
중국	*1.3*	*-6.1*	*4.0*	*4.7*	*-3.5*	*-6.5*	*-11.1*	*42.2*	*17.6*	*2.6*	*3.0*	*3.5*	*-0.8*	*4.1*	*10.1*
베트남	*2.4*	*0.3*	*5.9*	*10.4*	*2.9*	*-2.0*	*13.0*	*4.0*	*5.5*	*11.9*	*1.4*	*0.6*	*-1.8*	*-4.9*	*4.3*
러시아	*1.3*	*-12.3*	*-1.8*	*30.4*	*27.9*	*25.8*	*35.6*	*18.4*	*46.6*	*75.0*	*69.6*	*49.4*	*54.0*	*37.3*	*44.2*
YoY (Local)															
중국	*2.7*	*-5.3*	*-1.1*	*-1.6*	*-7.5*	*-10.0*	*-18.9*	*35.1*	*8.8*	*-2.3*	*0.4*	*3.3*	*-1.4*	*1.7*	*6.5*
베트남	*6.0*	*5.4*	*7.6*	*10.0*	*6.0*	*-0.5*	*6.7*	*-0.2*	*-0.1*	*9.3*	*1.6*	*3.9*	*2.3*	*-2.7*	*6.1*
러시아	*11.0*	*-1.6*	*-2.9*	*18.9*	*17.8*	*19.6*	*40.9*	*10.3*	*30.2*	*57.3*	*55.4*	*38.6*	*43.1*	*23.4*	*29.7*
영업이익	434	455	359	416	491	500	568	327	429	426	455	364	413	480	529
한국	163	175	129	151	152	134	172	140	154	161	187	132	152	117	151
중국	214	191	155	169	217	250	244	113	203	191	177	155	168	245	257
베트남	35	64	55	73	90	76	125	47	40	39	56	49	65	76	74
러시아	22	25	20	23	32	40	27	27	32	35	35	28	28	42	47
YoY(%)	*13.9*	*2.2*	*4.1*	*7.8*	*-8.7*	*-3.5*	*-8.5*	*35.7*	*9.4*	*-1.8*	*0.0*	*1.4*	*-0.7*	*-2.2*	*5.8*
한국	*9.4*	*8.7*	*-5.1*	*8.6*	*3.4*	*-6.3*	*6.2*	*9.4*	*3.4*	*-1.2*	*6.9*	*2.3*	*0.7*	*-23.0*	*12.7*
중국	*21.6*	*-2.1*	*9.9*	*0.0*	*-23.9*	*-8.4*	*-26.7*	*189.7*	*19.4*	*-10.7*	*-7.3*	*0.0*	*-0.6*	*12.9*	*2.8*
베트남	*12.9*	*10.3*	*17.0*	*19.7*	*9.8*	*0.0*	*20.2*	*4.4*	*-13.0*	*11.4*	*-12.5*	*-10.9*	*-11.0*	*-15.6*	*-2.6*
러시아	*-12.0*	*-19.4*	*-4.8*	*35.3*	*33.3*	*53.8*	*22.7*	*-6.9*	*18.5*	*59.1*	*40.0*	*40.0*	*21.7*	*31.3*	*17.5*
OPM(%)	*17.8*	*18.3*	*15.7*	*16.7*	*18.5*	*19.0*	*17.9*	*14.5*	*16.3*	*16.1*	*16.9*	*14.9*	*15.9*	*17.3*	*18.0*
한국	*17.1*	*18.1*	*15.1*	*16.4*	*16.8*	*15.1*	*18.2*	*15.7*	*15.6*	*16.4*	*18.2*	*14.7*	*16.0*	*12.8*	*15.7*
중국	*20.7*	*19.2*	*16.6*	*17.0*	*19.8*	*22.1*	*17.2*	*14.1*	*19.1*	*18.0*	*17.3*	*16.1*	*17.0*	*21.5*	*20.6*
베트남	*11.9*	*18.3*	*16.2*	*18.6*	*20.9*	*19.3*	*20.3*	*13.8*	*12.3*	*11.8*	*15.8*	*14.4*	*16.8*	*18.6*	*18.0*
러시아	*14.1*	*14.6*	*12.2*	*13.1*	*14.5*	*17.9*	*13.6*	*12.3*	*12.5*	*12.8*	*12.1*	*11.4*	*10.3*	*13.9*	*14.6*

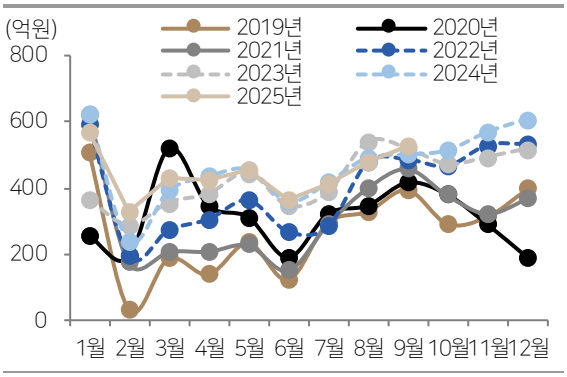
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 152: 오리온 합산 매출액



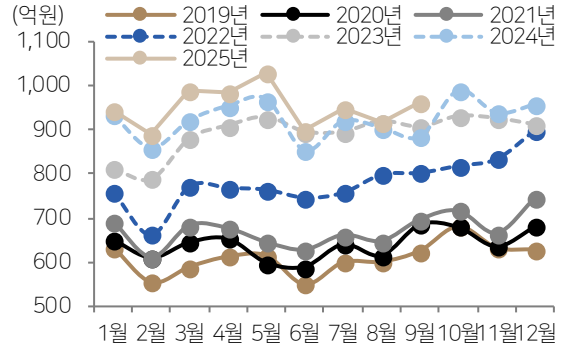
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 153: 오리온 합산 영업이익



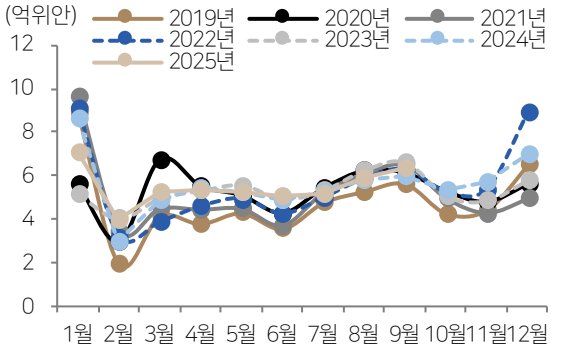
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 154: 오리온 국내 법인 매출액



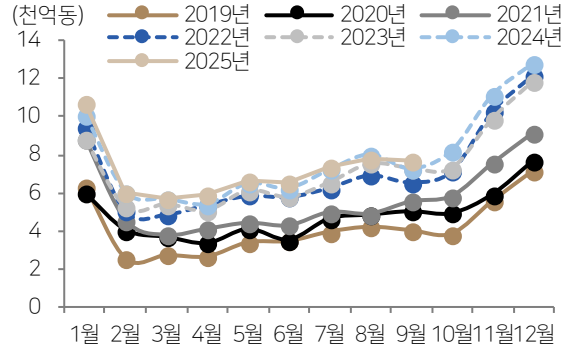
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 155: 오리온 중국 법인 매출액 (현지통화 기준)



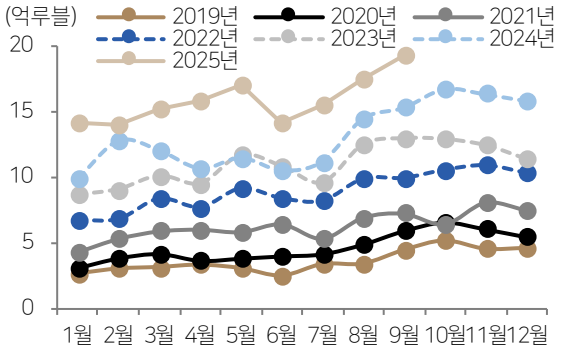
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 156: 오리온 베트남 법인 매출액 (현지통화 기준)



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 157: 오리온 러시아 법인 매출액 (현지통화 기준)



Source: 오리온, 다올투자증권

오리온 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,628.2	1,647.4	2,020.4	2,423.9	2,828.2
현금성자산	1,132.7	1,109.0	1,470.7	1,845.6	2,265.1
매출채권	212.5	190.2	207.1	218.4	212.2
재고자산	259.7	316.6	310.7	327.6	318.3
비유동자산	1,893.2	2,661.1	2,698.1	2,735.1	2,784.3
투자자산	181.0	889.4	916.1	953.3	992.0
유형자산	1,658.4	1,701.5	1,692.4	1,675.6	1,670.2
무형자산	53.8	70.1	89.6	106.2	122.1
자산총계	3,521.4	4,308.4	4,718.5	5,159.0	5,612.5
유동부채	398.9	537.6	568.8	602.8	601.8
매입채무	304.3	383.4	414.2	436.9	424.5
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	777.8	832.0	852.6
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	2,346.0	2,732.3	3,165.2
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	3,940.7	4,326.9	4,759.9
투하자본	1,812.8	1,770.6	1,744.7	1,740.1	1,736.3
순차입금	(1,104.1)	(1,069.1)	(1,434.0)	(1,793.9)	(2,198.4)
ROA	11.2	13.6	9.2	9.9	9.9
ROE	14.2	16.8	11.4	12.1	12.1
ROIC	20.7	23.4	23.1	27.8	30.6

손익계산서

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,912.4	3,104.3	3,354.2	3,605.3	3,873.2
증가율 (Y-Y,%)	1.4	6.6	8.0	7.5	7.4
영업이익	492.4	543.6	547.0	645.4	708.1
증가율 (Y-Y,%)	5.5	10.4	0.6	18.0	9.7
EBITDA	649.6	704.0	713.2	811.0	873.8
영업외손익	27.6	148.6	14.6	5.4	5.3
순이자수익	33.7	29.9	31.3	30.2	30.4
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	561.7	650.8	713.5
당기순이익	385.0	533.2	416.0	488.1	535.1
지배기업당기순이익	376.6	524.6	412.3	485.0	531.8
증가율 (Y-Y,%)	(3.3)	38.5	(22.0)	17.3	9.6
NOPLAT	364.5	418.7	405.2	484.1	531.1
(+) Dep	157.2	160.5	166.2	165.6	165.6
(-) 운전자본투자	87.7	(96.0)	(20.9)	4.6	(4.2)
(-) Capex	166.5	106.9	113.9	144.2	154.9
OpFCF	267.6	568.3	478.3	500.9	546.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.3	9.6	5.3	7.4	7.7
영업이익증가율(3Yr)	9.4	13.4	5.4	9.4	9.2
EBITDA증가율(3Yr)	8.0	10.4	4.3	7.7	7.5
순이익증가율(3Yr)	11.9	26.5	1.5	8.2	0.1
영업이익률(%)	16.9	17.5	16.3	17.9	18.3
EBITDA마진(%)	22.3	22.7	21.3	22.5	22.6
순이익률 (%)	13.2	17.2	12.4	13.5	13.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	437.0	652.5	496.4	641.2	697.9
당기순이익	385.0	533.2	416.1	488.1	535.1
자산상각비	157.2	160.5	166.2	165.6	165.6
운전자본증감	(107.8)	68.7	(59.3)	(4.6)	4.2
매출채권감소(증가)	9.1	16.5	(8.9)	(11.3)	6.2
재고자산감소(증가)	(30.2)	(42.3)	14.2	(17.0)	9.3
매입채무증가(감소)	(24.2)	30.1	(44.6)	22.6	(12.4)
투자현금	(540.5)	(505.8)	(145.0)	(209.4)	(222.7)
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)	(113.9)	(144.2)	(154.9)
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	354.2	347.9	391.4
총현금흐름(Gross CF)	663.4	698.3	602.9	645.7	693.7
(-) 운전자본증가(감소)	87.7	(96.0)	(20.9)	4.6	(4.2)
(-) 설비투자	166.5	106.9	113.9	144.2	154.9
(+) 자산매각	(0.6)	(12.5)	(20.9)	(21.2)	(21.2)
Free Cash Flow	15.0	261.2	398.6	431.7	475.2
(-) 기타투자	0.6	552.2	(15.0)	10.8	12.0
잉여현금	14.4	(291.0)	413.7	421.0	463.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	9,527	13,269	10,430	12,268	13,451
BPS	71,040	86,025	94,740	104,088	114,637
DPS	1,250	2,500	2,500	2,500	2,500
Multiples(x,%)					
PER	12.2	7.7	9.8	8.3	7.6
PBR	1.6	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	5.4	4.2	3.7	2.8	2.1
배당수익율	1.1	2.4	2.4	2.4	2.4
PCR	6.9	5.8	6.7	6.3	5.8
PSR	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	19.1	20.5	19.7	19.2	17.9
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	355.2	402.1	469.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	58.0	47.0	42.2	38.3	34.8
현금+투자자산(%)	42.0	53.0	57.8	61.7	65.2
자본구조					
차입금(%)	1.0	1.1	0.9	1.2	1.4
자기자본(%)	99.0	98.9	99.1	98.8	98.6

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

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	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**65.4**	**45.5**	**25%**	▲
	혁신 활동	63.4	46.9	중	▲
	생산 공정	70.9	44.2	중	▲
	공급망 관리	50.0	88.5	하	▼
	생물다양성	80.0	66.8	하	▲
S(사회)		**67.1**	**54.8**	**35%**	▲
	인적자원 관리	68.7	53.2	중	▲
	공급망 관리	67.4	51.7	중	▲
	고객 관리	64.0	66.7	중	▼
	사회공헌 및 지역사회	66.8	51.7	하	▲
G(지배구조)		**74.1**	**55.8**	**40%**	▲
	주주의 권리	64.1	50.9	중	▲
	정보의 투명성	76.9	64.0	하	▲
	이사회의 구성과 활동	75.3	56.0	중	▲
	이사의 보수	83.3	71.5	하	▲
	관계사 위험	87.5	60.3	하	▲
	ESG경영 인프라	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 유효 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%

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 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 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -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

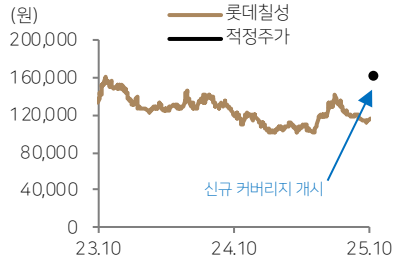
투자등급 비율

BUY : 89.4%	HOLD : 10.6%	SELL : 0.0%

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

롯데칠성 (005300)

일자	커버리지	2025.10.23
투자의견	개시	BUY
적정주가		160,000



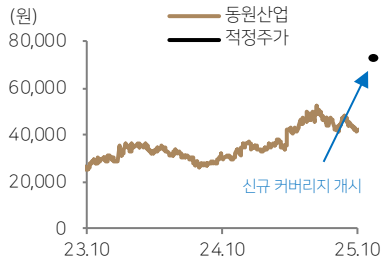
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.10.23	160,000				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 10월 22일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

동원산업 (006040)

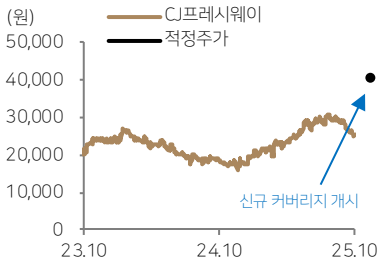
일자	커버리지	2025.10.23
투자의견	개시	BUY
적정주가		75,000



적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.10.23	75,000				

CJ프레시웨이 (051500)

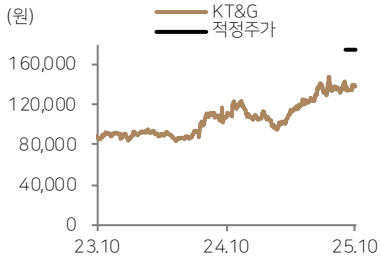


일자	커버리지 개시	2025.10.23
투자의견		BUY
적정주가		40,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.10.23	40,000				

KT&G (033780)

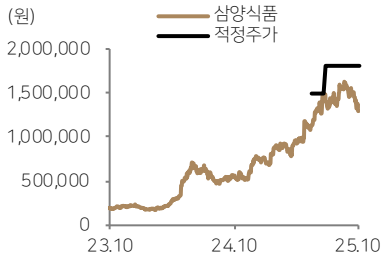


일자	커버리지 개시	2025.09.24	2025.10.23
투자의견		BUY	BUY
적정주가		175,000	175,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025-09-24	175,000				

삼양식품 (003230)



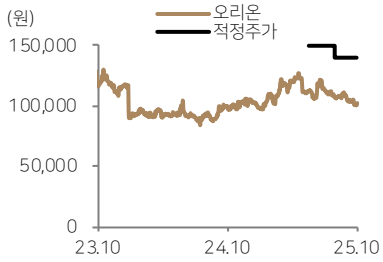
일자	커버리지 개시	2025.06.09	2025.07.15
투자의견		BUY	BUY
적정주가		1,400,000	1,800,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025-06-09	1,500,000	1,318,538	1,498,000	1,140,000	-12.1
2025-07-15					

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 10월 22일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

오리온 (271560)



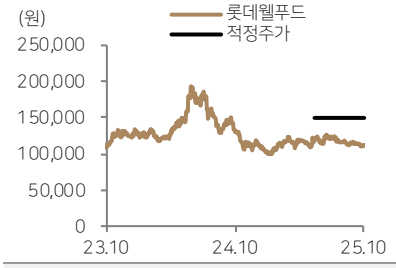
일자	커버리지	2025.06.09	2025.08.20
투자의견	개시	BUY	BUY
적정주가		150,000	140,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.06.09	150,000	112,169	121,600	105,500	-25.22
2025.08.20	140,000				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 10월 22일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

롯데웰푸드 (280360)



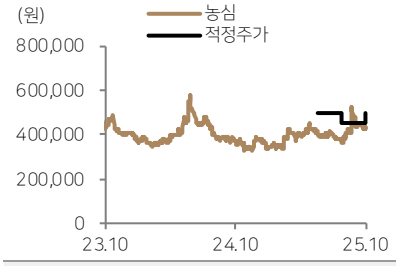
일자	커버리지	2025.06.09
투자의견	개시	BUY
적정주가		150,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025-06-09	150,000	117,779	126,600	110,400	-21.48

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 10월 22일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

농심 (004370)



일자	커버리지	2025.06.09	2025.08.18	2025.10.23
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY
적정주가		500,000	450,000	500,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025-06-09	Buy	500,000	394,571	420,500	376,000
2025-08-18	Buy	450,000	433,250	522,000	363,500
2025-10-23	Buy	500,000			

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2025년 10월 22일)
** 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 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

음식료
이다연
dayeonlee@daolfn.com

철강
이정우
jungwoo@daolfn.com

운송 · 로봇
오정하
junghao@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

2025.08.06	박영도	건설산업 - PF STATUS QUO Vol. 9
2025.08.12	오정하	운송 - 성장의 실마리
2025.08.28	김지현 · 박종현 · 김혜영 · 오정하	중국 단체 관광객 무비자 정책 영향 - 유커 이즈백
2025.09.03	이지수	제약 · 바이오 - 고장난 유전자 수리해드립니다
2025.09.08	최광식	조선 - 초대박을 타고 가보지 않은 길로
2025.09.08	고영민	반도체 – HBM 우려 정면돌파
2025.09.26	김혜영	인터넷 - AI의 진화: AGI에서 초지능까지
2025.10.14	박종현	의료기기 - Hype을 지나
2025.10.21	최광식	방산 - 전쟁이 끝나도 쇼핑은 계속된다

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 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.