21 Jan. 2026



음식료 (Overweight)

나는 건물 사이에 피어난 장미

DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 I dayeonlee@daolfn.com

CONTENTS

03 I. Summary & Focus Charts

08 II. 내수 소비 전망

14 III. 중국 유통채널 동향 및 기업별 전략

23 IV. 수요가 뒷받침된 생산시설 증설 모멘텀들

28 V. P/C 점검

34 VI. 투자전략

37 VII. 종목별 투자의견
38 KT&G(033780)
43 삼양식품(003230)
53 농심(004370)
57 오리온(271560)
64 롯데웰푸드(280360)
69 CJ프레시웨이(051500)

I. Summary & Focus Charts

내수 소비 반등 시에도 음식료품 구매 확대 가능성은 미미

'26년 상반기 내수 소비는 '25년 자산 가격 상승 효과, 전년 낮은 기저와 더불어 전년 동기대비 반등을 예상하나, 자산 가격 상승으로 인한 구매 여력 증가가 음식료품 소비 확대로 이어지기는 어렵다고 판단한다. 또한 소비 취향의 파편화가 심화되며, 가공식품 대기업이 규모의 경제를 바탕으로 보유하던 경쟁 우위는 약화되고 있다. 이에 내수 소비 반등 국면에서도 주요 음식료 기업들이 체감 가능한 수혜는 제한적일 전망이다.

국내 기업들의 중국 내 성과는 시장 성장률을 상회할 전망

중국 소비 경기의 유의미한 반등은 묘연하나, 국내 음식료 기업들의 '26년 중국 성장률은 시장 성장률을 상회할 전망이다. 할인점 업태의 부진, 슈퍼마켓 점포수 감소라는 부정적 매크로 환경은 상존하나, 간식점/창고형할인매장/온라인/편의점 채널의 성장세는 지속되고 있기 때문이다. 이같은 성장 채널로의 입점은 오리온/삼양식품/농심 등 기업을 가릴 것 없이 확대되는 추세이며, 채널별 전용 제품 확대로 유통채널 입장에서 이들 제조회사의 제품을 입점시킬 유인 역시 강화되고 있다.

수요가 뒷받침된 CAPA 증설 모멘텀은 주가 트리거로 작용 가능

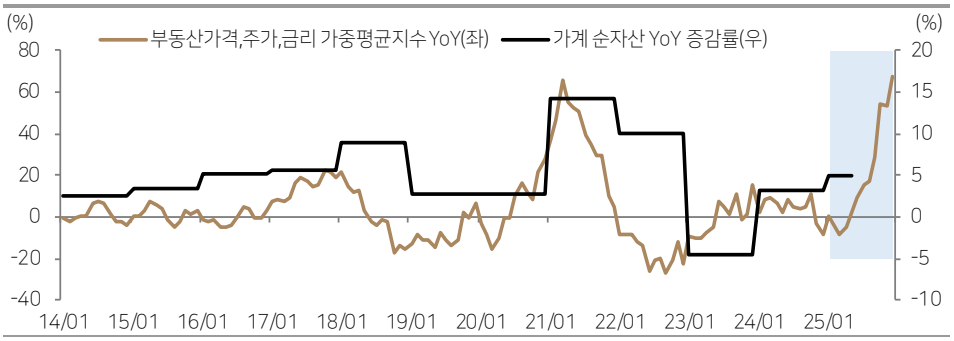
수요가 뒷받침된 생산능력 확대는 향후 실적 성장에 대한 기대감을 증폭시켜 기업별 주가 트리거로 작용할 수 있다. '26년 주요 증설 이벤트로는 KT&G 인니 2공장 (1Q26 가동), 롯데웰푸드 인도 초코파이 라인 1개 (2Q26 가동), 농심 녹산 수출 공장 (4Q26 가동), 오리온 베트남 3공장 (4Q26 준공), 삼양식품 중국 공장 (4Q26 준공)이 있다. 상기한 투자는 현지 수요 확대 추이를 고려한 적절한 증설이라 판단하는데, 롯데웰푸드 인도 건과 초코파이 가동률은 현재 90%에 육박하며, 농심의 국내 라면 공장 가동률은 70%를 상회해 수출 CAPA가 여유 있는 상황은 아니기 때문이다. 베트남 오리온은 명절 대응 시즌 가동률이 90%에 달하며, 삼양식품은 중국 공장 가동 전까지 현재 CAPA로 글로벌 수요에 대응하는 것이 전사 최대 과제다.

P-C Spread 확대 효과는 중립 이상 전망

'26년은 전년 단행된 가격인상 효과가 원가 안정화 국면과 맞물리며 업종 전반적으로 전년동기대비 이익 증가가 나타날 전망이다. '25년 상반기 음식료 기업들은 연이어 국내 가격인상을 단행했으며, 일부 기업은 연중 해외 가격인상을 진행하기도 했다. 동시에 소맥, 원당, 팜유, 코코아 등 주요 원재료 가격은 전년 대비 하락해, '26년 P-C Spread 확대 효과는 최소 중립 이상을 전망한다. 다만 가격인상 효과는 기업별 SKU 다변화 정도, 브랜드 인지도 등 여러 변수에 따라 차별화되어 나타날 것이기에, P-C Spread 관점에서는 기업별로 개별적인 접근이 필요하다.

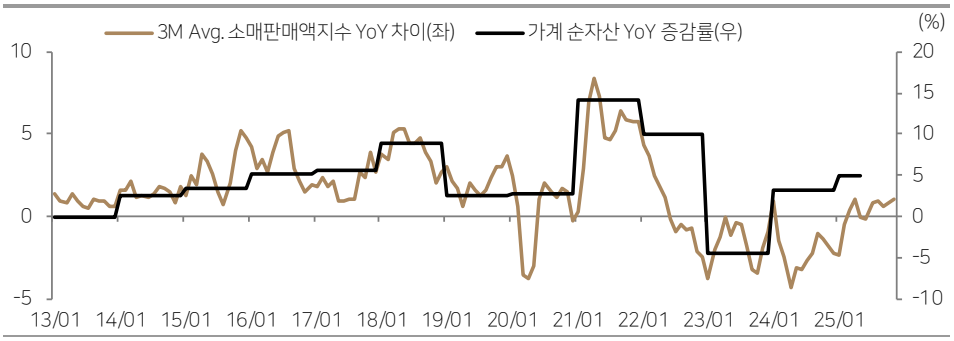
위 내용을 종합해, 음식료 업종 최선호주로 KT&G (TP 17.5만원), 차선호주로 오리온 (TP 15만원)을 제시한다.

Focus Charts 1 자산가격 상승분이 → 가계 순자산 증가로 이어지고



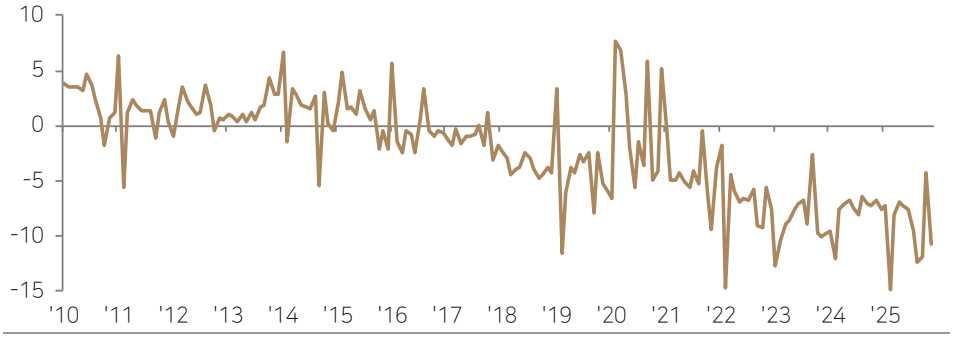
Source: 한국부동산원, KOSIS, Quantiwise, 다올투자증권
Note: 부동산은 전국 아파트 매매가 기준, 주가는 KOSPI 기준, 금리는 COFIX 금리 기준

Focus Charts 2 가계 순자산 증가가 → 소매판매액 증가로 이어짐



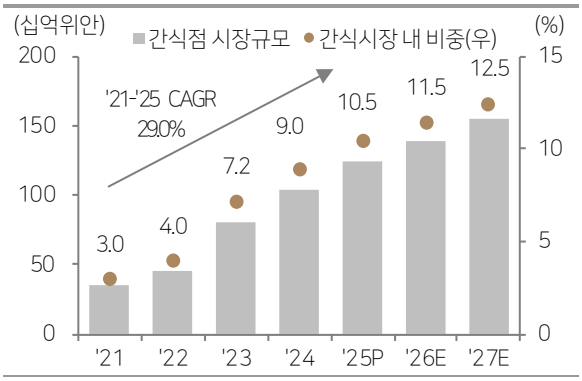
Source: KOSIS, 다올투자증권
Note: 3개월 평균 소매판매액지수 YoY 차이(좌축)는 YoY 빨셈한 숫자

Focus Charts 3 소매판매액 총지수와 음식료품 지수 차이



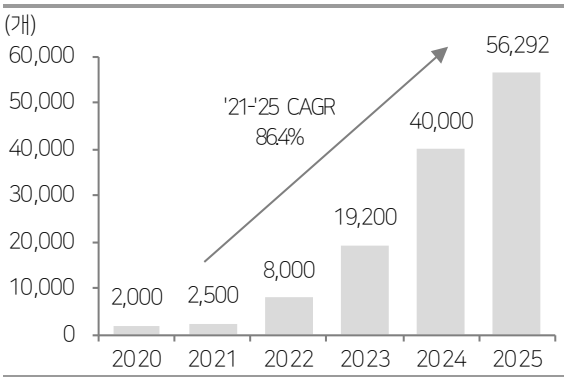
Source: KOSIS, 다올투자증권

Focus Charts 4 간식점 시장규모 및 시장 내 비중 추이



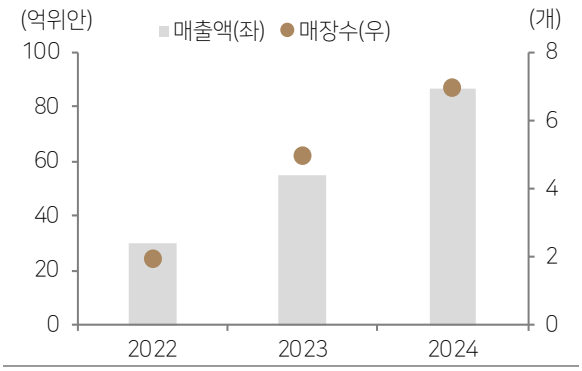
Source: iiMedia Research, 다올투자증권

Focus Charts 5 중국 간식점 매장수 추이



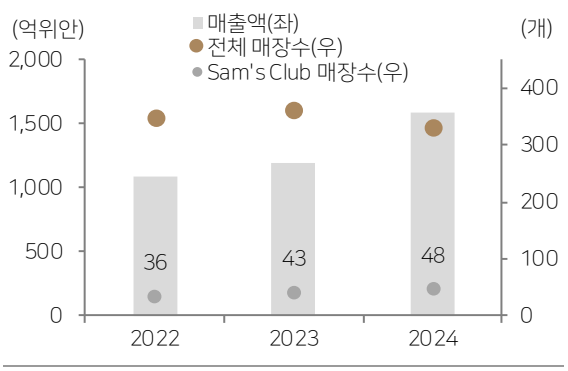
Source: iiMedia Research, 언론보도, 다올투자증권

Focus Charts 6 중국 Costco 매출액 및 매장수 추이



Source: CCFA, 다올투자증권

Focus Charts 7 중국 Walmart 매출액 및 매장수 추이



Source: CCFA, 다올투자증권

Focus Charts 8 중국 도시 급지별 인구 비중 및 1인당 GDP

구분	인구 비중 (%)	인구 수 (백만명)	1 인당 GDP (달러)	급지별 GDP (조 달러)	급지별 GDP 비중 (%)
1 선도시	6%	89	44,566	4.0	12.5%
2 선도시	14%	208	31,693	6.6	20.7%
3 선도시	16%	237	25,176	6.0	18.8%
4 선도시	26%	386	17,984	6.9	21.8%
5 선도시	22%	326	15,984	5.2	16.4%
6 선도시	16%	237	13,273	3.1	9.9%

Source: Yicai Global National Bureau of Statistics 2024, 다올투자증권

Focus Charts 9 주요 음식료 기업 생산시설 준공 모멘텀

가동 (예정) 시기	기업	지역	품목	CAPA
1Q26	KT&G	인니 2공장	궐련 등	연간 210억개비
2Q26	롯데웰푸드	인도 초코파이 4번째 라인 증설	초코파이	미확인
4Q26	농심	녹산 수출 전용 공장	라면	5억식 (15억식까지 증설 가능)
4Q26	오리온	베트남 3공장	쌀과자/스낵/젤리 등	미확인
1Q27	삼양식품	중국 지싱 공장	라면	11.3억식
1H26	풀무원	미국 아이어 공장	두부/면류	기존 대비 +20%
1H26	대상	폴란드 공장	김치	3천톤
2H26	CJ제일제당	헝가리 공장	가공식품류	미확인
2026	하이트진로	베트남 공장	소주	1.5억병

Source: 각 사, 다올투자증권

Focus Charts 10 음식료 커버리지 기업 간 해외 영업 현황 및 전망 비교

	KT&G	삼양식품	농심	오리온	롯데웰푸드
1. 생산능력 증대 이벤트 ('26년)	O	O	O	O	O
	인니2/3공장 준공	밀양공장 램프업 원주공장 라인교체	녹산공장 준공	베트남공장 준공	인도건과 라인증설
2. 수요 > CAPA 여부	O	O	O	O	O
	담배 공장 가동률 70% 전후	전사 최대 과제는 중국 공장 가동 전까지 현재 CAPA로 수요에 대응하는 것	국내 라면 공장 가동률 70% ↑	베트남 명절 시즌 가동률 90% ↑ 국내 수출 라인 가동률 80% 러시아 가동률 100% ↑	인도 초코파이 가동률 90% ↑
3. 카테고리 내 시장 지배력					
주요 진출국 M/S ('24년)	글로벌 초슬림 담배 점유율 30%	중국 1.9% 미국 8.1%	중국 2.2% 미국 21.5%	러시아 70% 베트남 50%	인도 70% 카자흐 20%
연결 매출액 대비 매출에누리 비중 (3Q25)	미확인	2.4%	15.6%	6.6%	미확인
주요 진출국 내 메가 브랜드 유무	O (ESSE)	O (불닭)	O (신라면)	O (초코파이)	O (초코파이)
4. 가격인상 여부	O	O	O	O	O
	ASP 상승 흐름	10월 미국 O	7월 미국 O	러시아 O	주요 법인 O
5. 가격전가 가능 비중					
해외 매출 비중 ('25E)	49.3%	80.7%	30.1%	65.9%	22.8%
해외 매출액 성장률 ('21-'24 CAGR)	11.6%	36.0%	7.1%	6.5%	7.4%
해외 매출액 성장률 ('25E)	26.5%	44.5%	11.4%	10.0%	12.7%
해외 영업이익률 ('25E)	미확인	연결 22.3%	중국 7.0% 북미 4.4%	중국/베트남 18% 러시아 13.8%	해외 4.3%

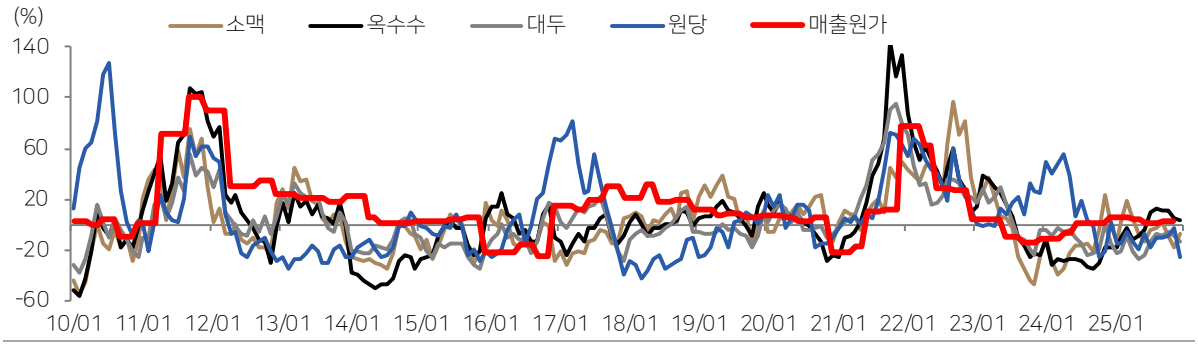
Note1: 주요 진출국 M/S에서 농심과 삼양식품 점유율은 Euromonitor 데이터
Note2: 해외 매출 비중, 해외 매출액 성장률, 주요 법인별 영업이익률은 다올투자증권 추정치
Note3: KT&G 주요 수치는 담배 사업부 기준
Note4: 롯데웰푸드 해외법인 영업이익률은 대략적으로 인도빙과-로우틴, 인도건과-미드싱글, 카자흐스탄-하이싱글, 러시아-하이싱글
Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Focus Charts 11 2026년 주요 가공식품 커버리지 기업의 가격인상 효과 전망

	삼양식품	농심	롯데웰푸드	오리온
가격인상의 매출액 단 기여 % 추정				
1) 해외				
가격인상 ('25년)	10월 미국 8-9%	7월 미국 10% 초반	상반기 해외 전체 10% 가정	25년 상반기 러시아 10% 가정
연결 매출액 대비 비중 ('25E)	미국 25.0%	미국 14.9%	해외 23.0%	러시아 10.2%
2) 국내				
가격인상 ('25년)	X	3월 신라면 5.3% 등	2월 건빙과 26종 9.5%	X
연결 매출액 대비 비중 ('25E)	내수 19.5%	한국 69.6%	내수 건빙과 44.7%	한국 34.3%
연결 매출액 기여 (물량/Mix/환율 고려X)	(8.5%*25.0%*12/12)	(12%*14.9%*9/12) +(5.3%*80%*60.9%*6/12)	(10%*23.0%*6/12) +(9.5%*50%*44.7%*6/12)	(10%*10.2%*6/12)
	2.1%	2.8%	2.2%	0.5%
가격인상의 이익률 단 기여 %p 추정				
공헌이익률 (3Q25누적)	58.4%	46.8%	46.0%	58.2%
이익률 기여 (%p)	(2.1%*58.4%)	(2.8%*46.8%)	(2.2%*46.0%)	(0.5%*58.2%)
	1.24%	1.32%	1.02%	0.30%

Note: '25년 추정치는 다올투자증권 추정치 / Source: 각 사, 다올투자증권 추정

Focus Charts 12 주요 원재료 가격 YoY 추이와 음식료 업종 매출원가 YoY 추이 간 상관관계



Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

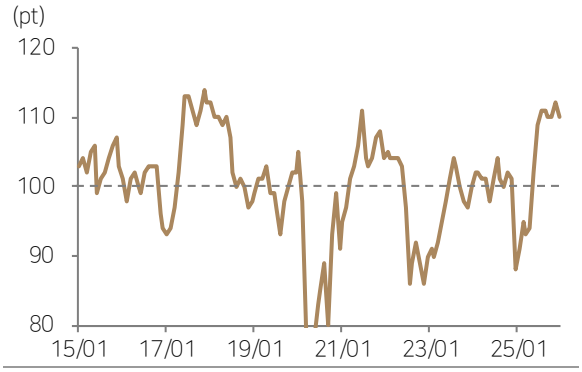
II. 내수 소비 전망

II-0. [현황] 3Q25 Soft, Hard 데이터 모두 반등

3Q25 내수 소비 관련 지표는 Soft, Hard 데이터 모두 반등을 시현했다. 이는 소비쿠폰 지급 효과, 주요 자산 가격 상승에 따른 가계 순자산 증가 영향 때문이라 판단한다.

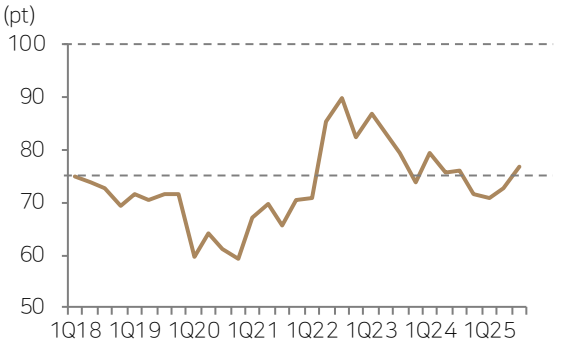
10월 소비자심리지수는 '18년 이후 가장 높은 수치인 112.4pt를 기록했고, 11월은 소비쿠폰 효과 소멸로 109.9pt로 반락했다. 소상공인경기동향지수, 외식산업경기동향지수는 연초를 저점으로 반등하며 민생경제 단 심리 회복도 확인됐다.

Fig. 1: 소비자심리지수 (현재지수)



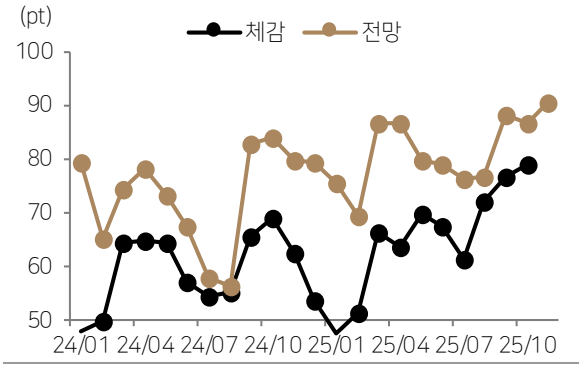
Note: 100pt = 중립 / Source: KOSIS, 다올투자증권

Fig. 2: 외식산업경기동향지수 (현재지수)



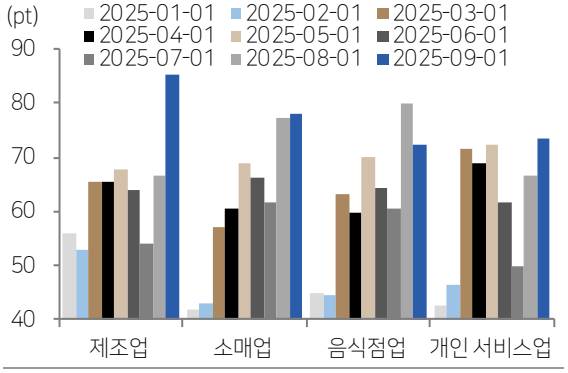
Note: 100pt = 중립 / Source: KOSIS, 다올투자증권

Fig. 3: 소상공인경기동향조사 경기전반 체감/전망지수



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

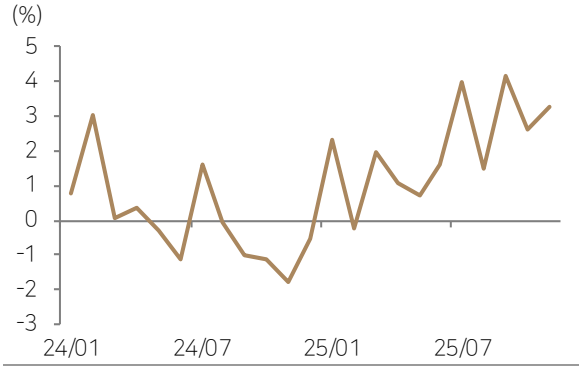
Fig. 4: 소상공인경기동향조사(업종별) 체감지수



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

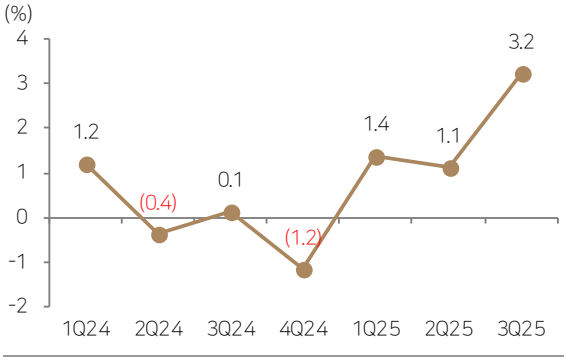
3Q25 소매판매액은 전년동기대비 +3.2% 증가했으며, 가계 실질가처분소득 역시 전년동기대비 1Q25 -0.7%→ 2Q25 +1.5%→ 3Q25 5.3%로 회복세가 관찰됐다.

Fig. 5: 소매판매액 YoY (월별)



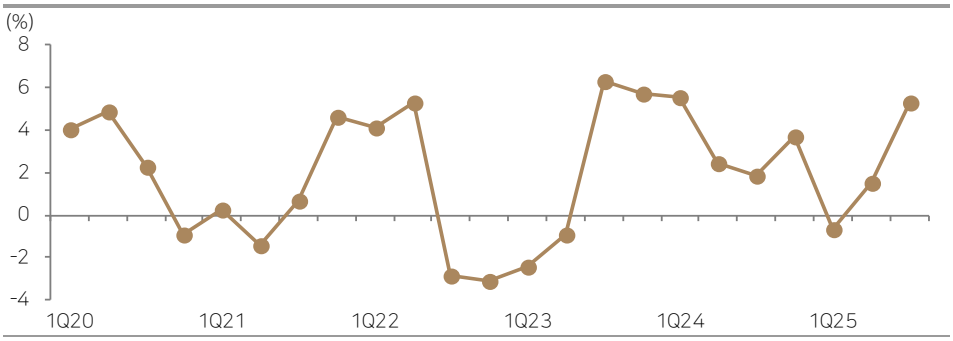
Source: KOSIS, 다올투자증권 / Note: 경상금액 기준

Fig. 6: 소매판매액 YoY (분기별)



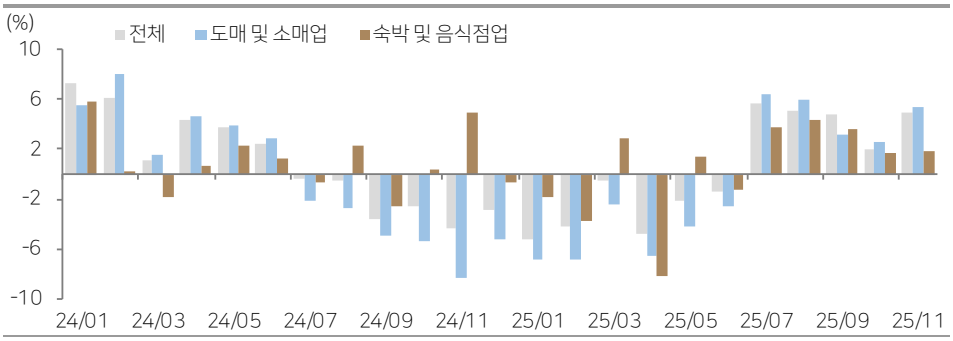
Source: KOSIS, 다올투자증권 / Note: 경상금액 기준

Fig. 7: 가계 실질가처분소득 YoY



Source: KOSIS, 다올투자증권 / Note: 실질 기준, 계절조정 기준

Fig. 8: 카드승인액 YoY

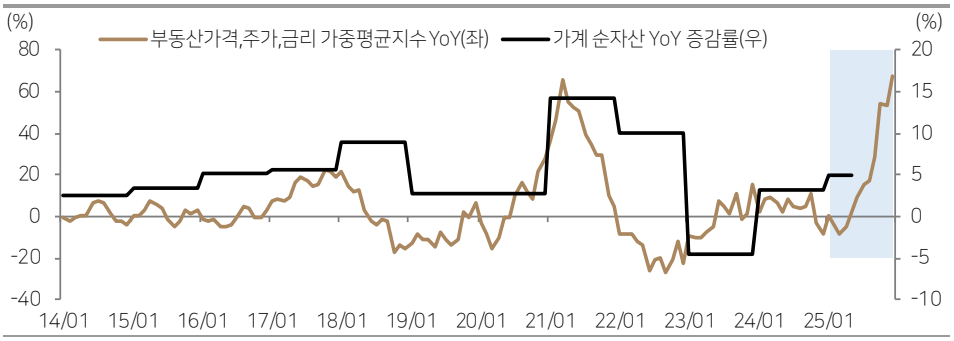


Source: 여신금융협회, 다올투자증권

II-1. [전망] (+) 요인: Wealth Effect가 작동한다면

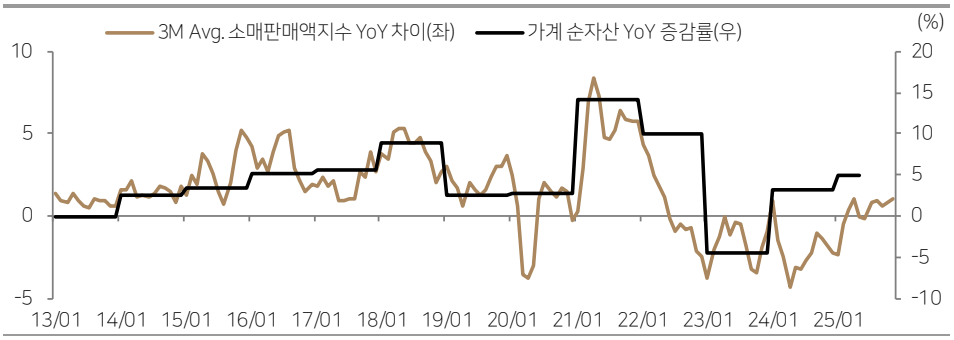
Wealth Effect란, 자산가격 상승이 가계의 체감 부(富)를 높여 소비지출이 확대되는 효과를 말한다. '25년 이어진 주식 시장 랠리 및 부동산 가격 상승으로 가계가 체감하는 부는 증가했으며, 부동산 (전국 아파트 매매가), 주가 (KOSPI), 금리 (COFIX)를 각각 60:20:20으로 가중평균해 도출한 지수는 '25년 12월 기준 YTD +60.3% 상승해 가계 순자산 증가를 뒷받침하고 있다. 또한 소매판매액지수 (3개월 평균) YoY 흐름과 가계 순자산 YoY 증감률은 연동되는 경향이 있기 때문에 (Fig 10), '26년 상반기 내수 소비는 전년동기대비 회복 추세를 나타낼 것이다.

Fig. 9: 자산가격 상승분이 → 가계 순자산 증가로 이어지고



Source: 한국부동산원, KOSIS, Quantiwise, 다올투자증권
Note: 부동산은 전국 아파트 매매가 기준, 주가는 KOSPI 기준, 금리는 COFIX 금리 기준

Fig. 10: 가계 순자산 증가가 → 소매판매액 증가로 이어짐

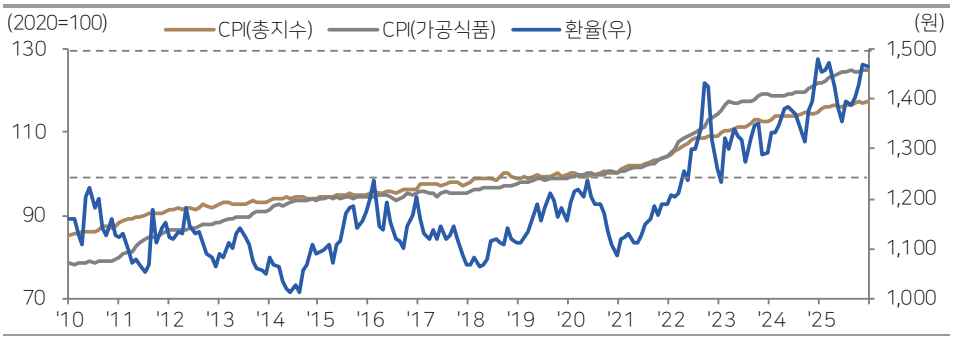


Source: KOSIS, 다올투자증권
Note: 3개월 평균 소매판매액지수 YoY 차이(좌축)는 YoY 뺄셈한 숫자

II-2. [전망] (-) 요인: 물가, 금리

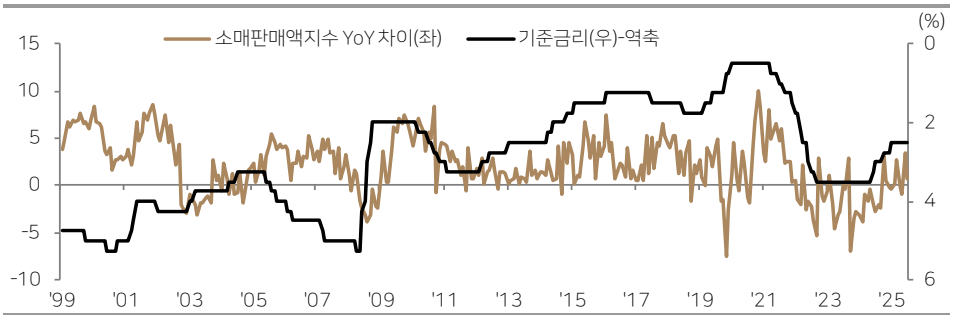
다만 내수 소비에 부정적인 요인도 상존하고 있다. 고환율 환경 속 물가 상승 압력, 기준금리 인하 횟수 제한 ('25년 상반기 기준금리 인하 2회 vs. '26년 상반기 당사 전망 0회)이 부정적 영향을 미칠 수 있다.

Fig. 11: CPI와 원달러 환율



Source: KOSIS, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 12: 소매판매액지수 YoY 차이 vs. 기준금리



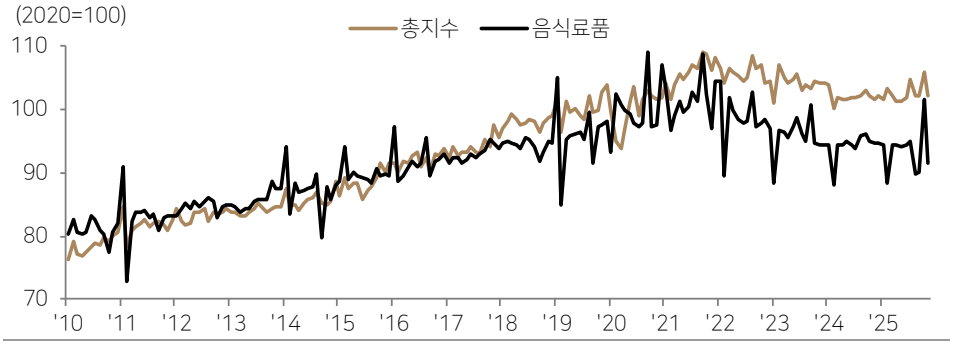
Source: KOSIS, 다올투자증권

II-3. [전망] 종합: 상고하저

'26년 내수 소비는 상고하저 흐름을 전망한다. '26년 상반기는 낮은 기저 (전년 계엄 여파), Wealth Effect, '25년 하반기 가계 가처분소득 증가에 따라 전년동기대비 반등 추이를 이어갈 수 있겠으나, '26년 하반기는 높은 기저 (전년 소비쿠폰 효과), 고환율 환경 속 물가 상승 압력 증대로 전년동기대비 반등이 제한될 가능성이 높다.

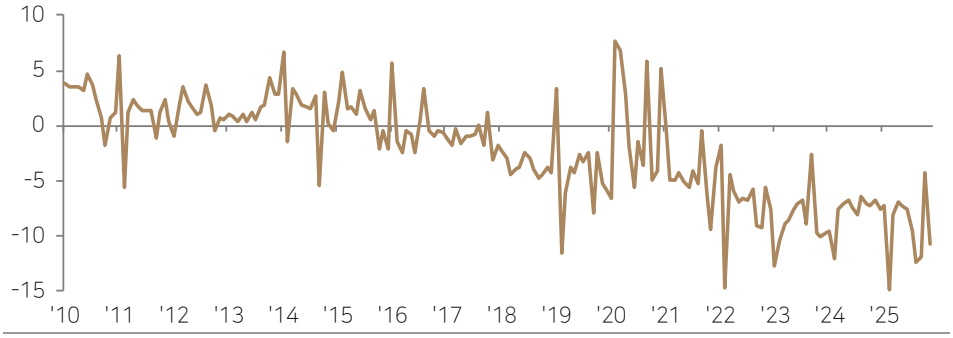
음식료품은 전체 소매판매액의 30%를 차지하는 품목으로, 내수 경기는 음식료 기업의 실적을 결정하는 변수 중 하나다. 다만, 음식료품 소비 반등폭은 내수 소비 반등폭을 하회할 가능성이 높다. 음식료품 소매판매액 지수는 '22년부터 소매판매액 총지수를 하회 중이며, 총지수와 음식료품 지수 간 괴리도 확대되는 추세이기 때문이다 (Fig 13, 14). 이는 인구 감소 및 생활습관 변화에 따른 섭취량 감소 (Q 감소), 타 재화 대비 가격 인상 및 가격전가가 어려운 특성 (P 상승 제한) 때문이라 판단한다.

Fig. 13: 소매판매액지수(계절조정) 총지수 vs. 음식료품



Source: KOSIS, 다올투자증권

Fig. 14: 소매판매액 총지수와 음식료품 지수 차이

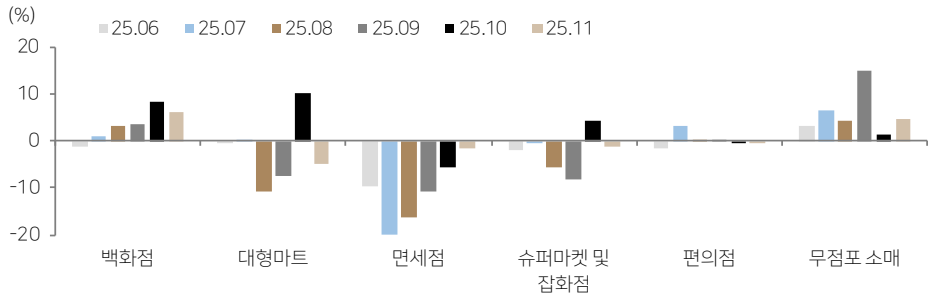


Source: KOSIS, 다올투자증권

앞서 언급한 Wealth Effect는 자산/소비의 양극화가 심화되는 현상을 뒷받침하기도 한다. 이러한 흐름은 최근 백화점 매출의 성장에서 확인된다. '25년 10월, 11월 백화점 매출액은 전년동기대비 각각 12.2%, 12.3% 증가하며 타 유통업태 대비 높은 성장률을 기록했다. 동시에 백화점 내부에서도 점포 간 양극화 현상이 나타나, 서울 주요 지역에 위치한 매출액 상위 10개 점포가 전체 백화점 거래액에서 차지하는 비중은 '21년 42% → '25년 49.8%까지 확대됐다. 주요 백화점별 VIP 고객의 매출 비중은 롯데 46%, 신세계 47%, 현대 46%로 50%에 근접했으며, 신세계 강남 등 상위 점포의 VIP 매출 비중은 50%를 넘어선 상황이다.

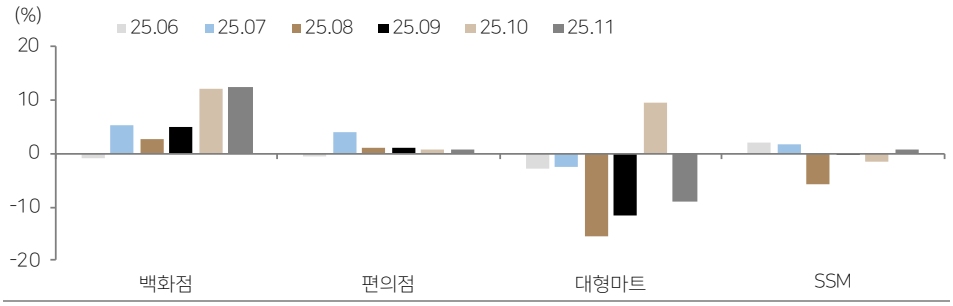
반면 음식료품은 Wealth Effect의 직접적인 수혜를 받는 카테고리는 아니다. 소득 및 자산 증가에 따른 소비 확대는 가공식품 Q 증가, 가공식품 내에서의 Trading Up보단 외식 등 타 카테고리로의 소비 확대로 이어지는 경향이 강하다. 또한 취향의 파편화가 심화되면서, 제조업 기반 대규모 가공식품 기업들이 규모의 경제를 바탕으로 보유하던 경쟁 우위 역시 약화되고 있다. 이에 레거시 가공식품 기업들이 전체 음식료품 시장 내 차지하는 비중은 축소될 가능성이 높으며, 내수 소비 반등 국면에서도 주요 음식료 기업들이 체감 가능한 수혜는 제한적일 수밖에 없다고 판단한다.

Fig. 15: 유통업태별 소매판매액 YoY



Source: KOSIS, 다올투자증권 / Note: 경상금액 기준

Fig. 16: 유통업태별 매출액 YoY



Source: KOSIS, 다올투자증권

III. 중국 유통채널 동향 및 기업별 전략

III-1. 유통채널 동향 점검 (할인점↓ / 창고형 할인매장↑ / O2O↑)

CCFA (China Chain Store&Franchise Association)에 따르면, '24년 중국 슈퍼마켓 Top100 (매출액 기준)의 합산 매출액은 전년동기대비 +0.3% 증가했으며, 같은 기간 점포수는 -9.2% 감소했다. Walmart는 Walmart의 점포수 감소 추이에도 불구, Sam's Club의 약진으로 전년동기대비 매출액이 +19.6% 성장하며 슈퍼마켓 매출액 1위를 지켰다. 알리바바 계열 허마센셩의 순위는 '22년 6위에서 '24년 3위로 상승했고, 매장수 및 매출액이 전년동기대비 각각 +16.7%, +27.1% 증가하며 O2O의 경쟁력을 입증했다. Costco의 순위는 '22년 47위에서 '24년 17위로 상승했으며, 매장수 증가율 (YoY +40%)을 넘어서는 총매출 증가율 (YoY +58.2%)을 감안할 시, 창고형 할인매장에 대한 높은 현지 선호도를 확인할 수 있다.

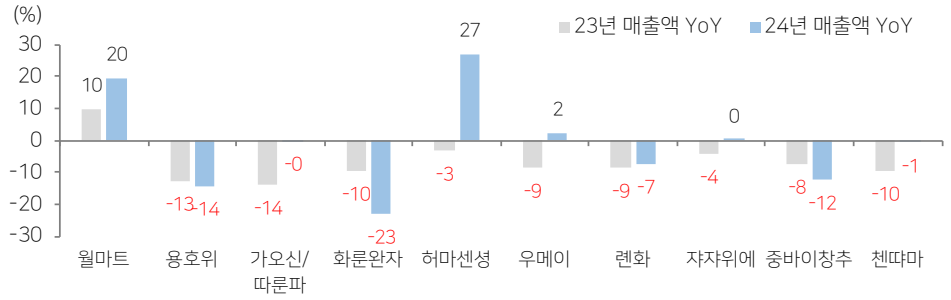
반면 할인점은 부진한 모습이 지속되고 있다. RT마트 (따룬파), 가오신 등 주요 할인점 브랜드를 보유 중인 캉청토우즈는 총매출 및 매장수가 전년동기대비 약보합에 그치며 방어했으나, 용호위 (용휘마트), 우메이, 화룬완자 등 상위권 할인점의 점포수는 모두 전년동기대비 두 자릿수 감소하며 부진을 면치 못하는 모습이다. 또한 오리온 등 국내 음식료 기업들에 따르면, 저선 도시 중심 TT채널(Traditional Trade) 점포수 감소 역시 지속되고 있다.

Fig. 17: 2024년 중국 슈퍼마켓 Top100 중 20위권 (매출액 기준)

'22년 순위	'23년 순위	'24년 순위	변동 ('23-'24)	구분	회사	슈퍼마켓 브랜드	'24년 총매출	'24년 총매장수	총매출 YoY	매장수 YoY
1	1	1	0	할인점 (+창고형매장)	월마트(沃尔玛)	Walmart, Sam's Club	1,588	334	19.6%	-8.5%
3	3	2	1	할인점	캉청토우즈(中国)	따룬파(大润发, RT마트), 가오신(高鑫零售) 등	764	505	-0.3%	-0.4%
6	5	3	2	O2O	허마센셩(盒马鲜生)	허마센셩(盒马鲜生), 허마NB(盒马NB)	750	420	27.1%	16.7%
2	2	4	-2	할인점	용호위(永辉超市)	레드마크점(红标店), 그린마크점(绿标店) 등	732	775	-14.4%	-23.2%
5	6	5	1	할인점	우메이(物美科技集团)	우메이, 메트로(METRO)	579	918	2.4%	-18.2%
7	7	6	1	할인점	롄화(联华超市)	Century Mart(Lianhua,世纪联华), 화롄차오스	486	3,152	-7.5%	-6.1%
4	4	7	-3	할인점	화룬완자(华润万家,Vanguard)	수궈마트, Ole, blt, V+, 테스코익스프레스	481	2,200	-23.1%	-18.3%
8	8	8	0	할인점	자자위에(家家悦)	Hypermart, Fresh, SPAR 등	299	902	0.2%	-1.6%
9	9	9	0	체인형 슈퍼마켓	중바이창추(中百仓储超市)	중바이창추(中百仓储)	180	714	-12.2%	-19.0%
11	10	10	0	체인형 슈퍼마켓	첸따마(广州市钱大妈农产)	첸따마(钱大妈)	136	2,959	-0.7%	0.2%
10	7	11	-4	체인형 슈퍼마켓	BaiLife(集百控股商业连锁)	集百生活, 华联盈创	121	3,179	-40.3%	-24.1%
13	12	12	0	체인형 슈퍼마켓	리췬(利群集团股份)	리췬(利群)	107	503	-4.7%	-3.3%
19	14	13	1	체인형 슈퍼마켓 (+백화점)	다장그룹(河南大张实业)	다장(大张), 성더메(盛德美), 창선(长申)	99	89	2.6%	-5.3%
14	13	14	-1	체인형 슈퍼마켓(외국계)	이온(永旺(中国)投资)	이온(永旺)	98	73	-3.0%	4.3%
12	11	15	-4	체인형 슈퍼마켓	Lotus(广州易初莲花连锁超市)	푸헝롄화/복봉연화(卜蜂莲花, Lotus)	90	67	-23.6%	43.7%
17	15	16	-1	백화점 계열 (+슈퍼마켓)	중경백화점(重庆百货大楼股份)	중백마트(重百超市), 신세기(新世纪)	89	148	0.4%	-2.6%
47	26	17	9	창고형매장	COSTCO(开市客中国)	Costco Wholesale	87	7	58.2%	40.0%
18	16	18	-2	중고급 슈퍼마켓	천홍(天虹数科商业股份)	sp@ce天虹超市	85	109	-2.9%	-6.0%
N/A	31	19	12	체인형 슈퍼마켓 (프리미엄)	许昌市胖东来商贸集团	팡둥라이(胖东来)	81	12	76.0%	0.0%
21	19	20	-1	백화점 계열 (+슈퍼마켓)	베이궈그룹(北国商城股份)	베이궈차오스(北国超市), 베이징화롄(北京华联)	78	65	-1.2%	8.3%
						Top20 합산	6,930	17,131	0.7%	-11.8%
						Top100 합산	9,002	25,224	0.3%	-9.2%

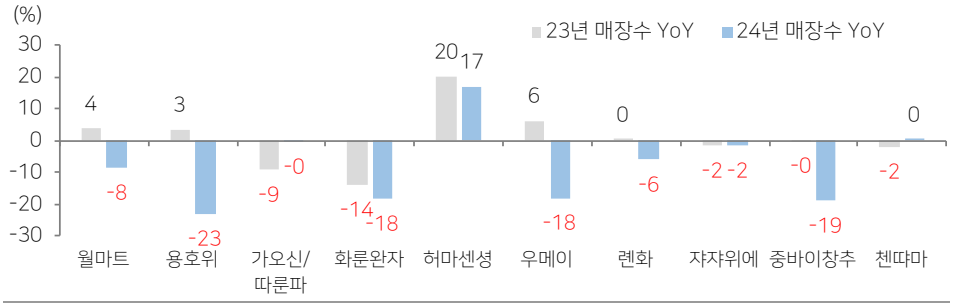
Source: CCFA(China Chain Store & Franchise Association), 다올투자증권

Fig. 18: 중국 매출액 기준 상위 10개 슈퍼마켓의 매출액 YoY



주: CCFA, 다올투자증권

Fig. 19: 중국 매출액 기준 상위 10개 슈퍼마켓의 매장수 YoY



주: CCFA, 다올투자증권

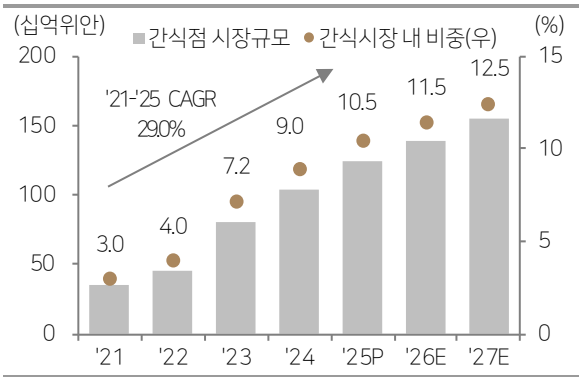
III-2. 간식점은 계속 좋을까? YESS!

간식점의 성장이 꺾이지 않을 이유 세 가지

간식점의 성장세는 꺾이지 않을 전망이다. 그 이유는 1) 점포수 확대 및 매장당 매출액 증가로 시장 규모가 증가하고 있으며, 2) 기존 남부 중심에서 북부 지역으로 출점 지역 다변화가 진행 중이고, 3) '26년 완천그룹 (간식점 프랜차이즈 '하오샹라이' 등 운영)의 홍콩 증시 IPO가 예정되어 있어 추가 점포 확대가 이루어질 가능성이 높기 때문이다.

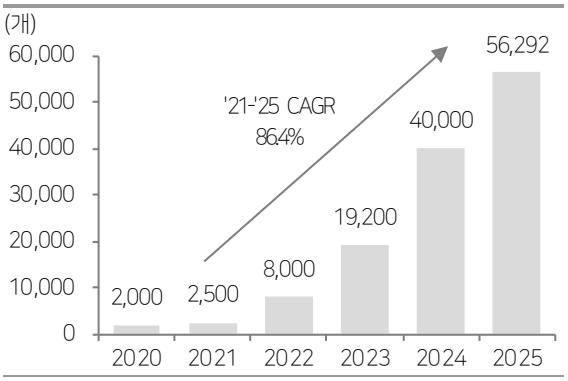
중국 간식 시장에서 간식점이 차지하는 비중은 '21년 3%에서 '25년 10.5%까지 확대되었으며, 간식점의 시장규모는 5년간 CAGR 29% ('21-'25년) 증가해 '25년에는 1.2조 위안을 기록했다. 위와 같은 높은 성장세는 주요 간식점 프랜차이즈의 점포수 확장에 기인한다. 간식점 시장을 양분하고 있는 링스헌망과 완천그룹의 점포수는 '23년 각각 6,500개, 4,500개에서 '25년 5월 기준 약 16,000여개, 15,000여개까지 확대되며 2년 만에 각각 150%, 200% 증가했다. 동시에 출점 지역 역시 기존 남부 지역에서 북부 및 1선-신1선 도시로 빠르게 확산되고 있다. 현지 시장조사기관에 따르면, '24년 도시별 신규 개점수 상위 10개 도시 중 6곳이 1선-신1선 도시였으며, 해당 급지에서만 약 1,270개점이 신규 개점됐다 (순증은 690점).

Fig. 20: 중국 간식점 시장규모 및 간식시장 내 비중 추이



Source: iiMedia Research, 다올투자증권

Fig. 21: 중국 간식점 매장수 추이



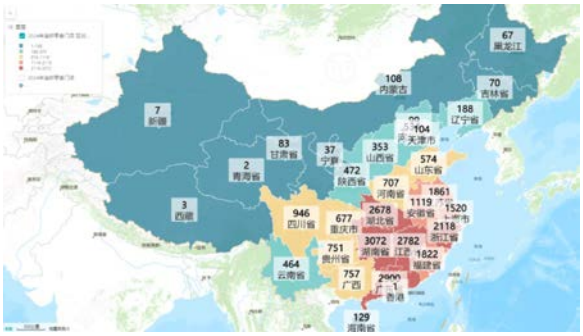
Source: iiMedia Research, 언론보도, 다올투자증권

Fig. 22: 중국 간식점 프랜차이즈 현황

모기업	브랜드	점포수('23 년)	점포수('25 년)
링스헌망	BUSY FOR YOU(零食很忙)	4,000+	16,783+
	SUPER MING(赵一鸣零食)	2,500+	3,217+
완천그룹	하오샹라이(好想来)	4,000+	15,365+
	라오퓌따런(老婆大人)	1,000+	1,000+
	라이요우핀(来优品)	미확인	미확인
	아디아디(叮嘀叮嘀)	미확인	3,000+
	루샤오찬(陆小馋)	미확인	미확인
	YUMMY SNACK(零食有鸣)	2,000+	2,000+
	LOVE SNACKS(爱零食)	1,400+	2,000+
	탕차오(糖巢)	1,400+	2,200+
	링시요우슈안(零食优选)	1,300+	2,000+
	따이용홍(戴永红)	1,000+	1,500+
	링시창(零食舱)	600+	미확인
	양핀푸즈(良品铺子)	미확인	2,227+
	라이이펀(来伊份)	미확인	3,000+
	링시요우밍(零食有鸣)	미확인	2,000+

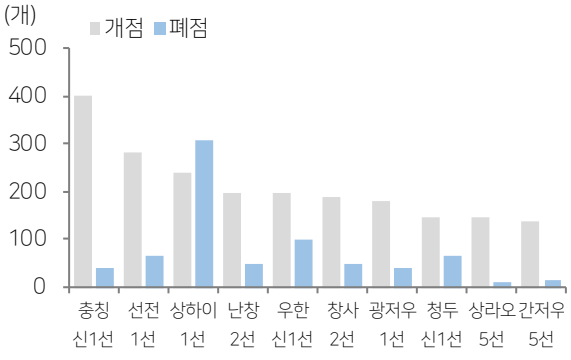
Source: 언론보도, 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 23: 중국 도시별 간식점 매장수 ('24년 기준)
⇒ 남부 지역 중심 분포



Source: GeoQ, 다올투자증권

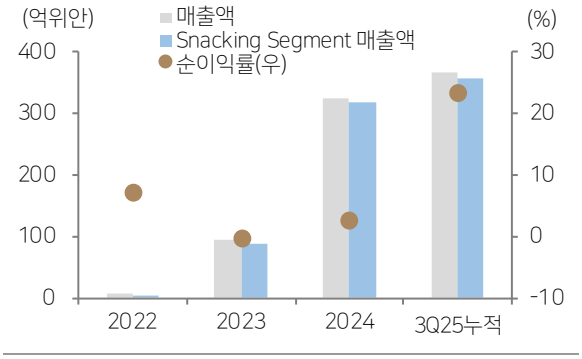
Fig. 24: 중국 간식점 신규개점수 기준 TOP15 도시
⇒ 1선/신1선 도시 개점수 ↑



Source: GeoQ, 다올투자증권

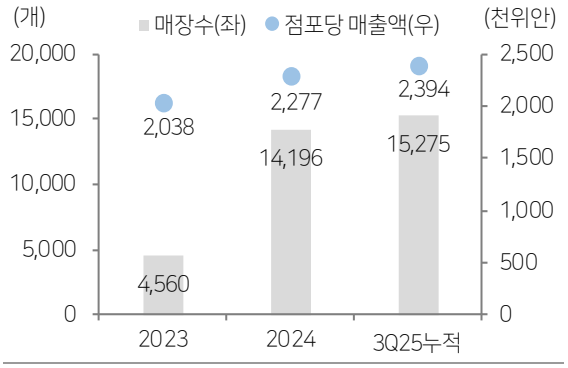
주요 간식점 프랜차이즈 중 하나인 '하오샹라이'를 운영하는 완천그룹 (300972.SZ, Fujian Wanchen Biotechnology Group)의 매출액은 '22년 5억 위안에서 3Q25누적 358억 위안으로 증가했다. 동사는 식용균(버섯) 생산/판매를 주력으로 하던 기업으로, '22년 간식점 프랜차이즈를 출범하며 스낵 유통 비즈니스를 확대했다. 이에 '23-'24년 안정화 시기 당시 연간 순이익률은 BEP 수준이었으나, 3Q25누적 순이익률은 20%를 상회하며 현재 안정기에 접어든 모습이다. 또한 '25년 말부터 홍콩 증시 내 IPO 추진 중으로, IPO 자금을 바탕으로 추가 점포수 확장이 진행될 가능성이 높다고 판단한다.

Fig. 25: 완천그룹 연결 매출액 추이



Note: Snacking Segment의 3Q25누적 매출액은 추정치
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 26: 완천그룹 간식점 매장수 및 점포당 매출액 추이



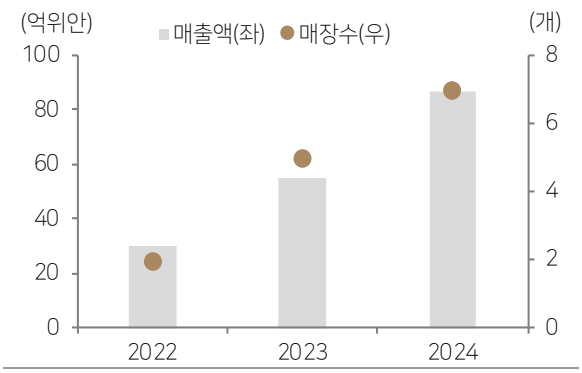
Note: 점포당 매출액은 연간 매출액을 연말 점포수로 나눗셈한 값
Source: 언론보도, 다올투자증권

III-3. 창고형 할인매장에 대한 소비자 선호도 확대

중국 내 창고형 회원제 매장의 성장이 가파르다. Walmart는 Walmart 계열의 점포수 감소 추이에도 불구 Sam's Club의 약진으로 '23년, '24년 매출액이 전년동기대비 각각 +10.0%, +19.6% 증가했으며, 중국 내 Sam's Club 점포수는 '21년 말 31개에서 '25년 11월 기준 약 60개까지 빠르게 확대됐다.

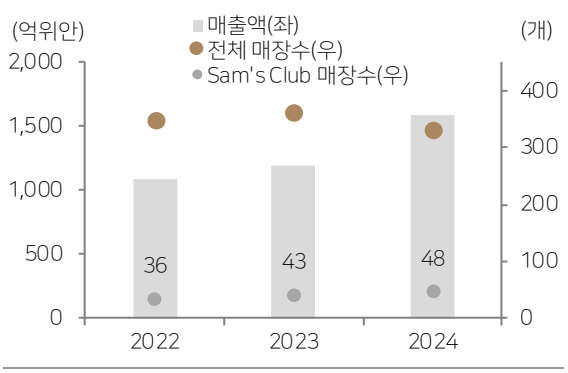
Sam's Club이 31→60개로 점포수를 확장하는 동안 Costco 점포수는 2→7개로 증가했다. Sam's Club 대비 확장 속도는 더뎠지만, 점포당 매출액의 절대 규모가 커 '23년, '24년 Costco 중국 매출액은 전년동기대비 각각 +83.0%, +58.2% 증가했다.

Fig. 27: 중국 Costco 매출액 및 매장수 추이



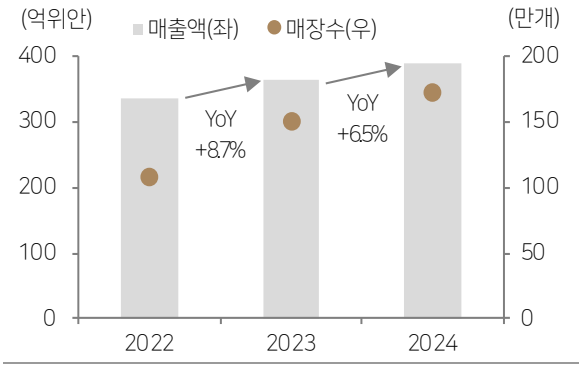
Source: CCFA, 다올투자증권

Fig. 28: 중국 Walmart 매출액 및 매장수 추이



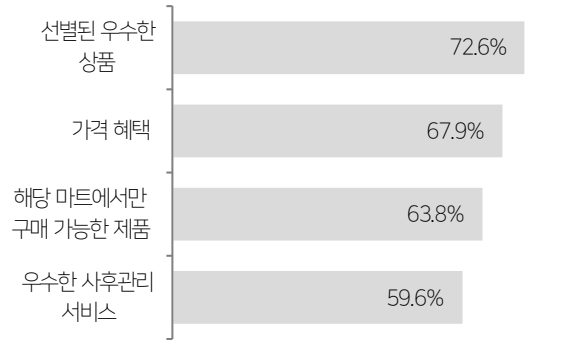
Source: CCFA, 언론 보도, 다올투자증권

Fig. 29: 중국 창고형 회원제 마트 매출액 및 매장수 추이



Source: iResearch 다올투자증권

Fig. 30: 중국 소비자들이 창고형 회원제 마트에서 쇼핑을 즐기는 이유 (중복응답 가능)



Source: iResearch, Kotra, 다올투자증권

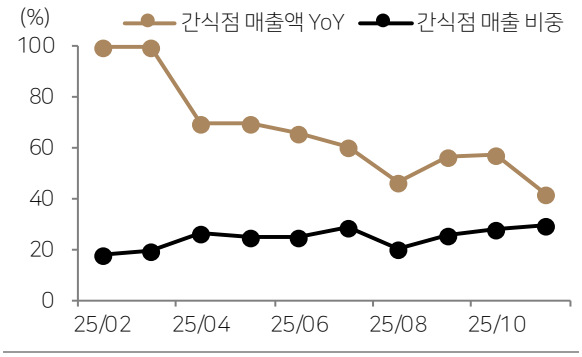
III-4. 기업별 중국 현황 및 전략

주요 음식료 기업 중 중국 Exposure를 보유한 기업은 오리온, 삼양식품, 농심이 대표적이며, 그 외 풀무원 (약 3%), 빙그레 (약 3%)가 있다. 앞서 언급했듯 성장 채널들의 성장세에는 변함이 없으며, 이 같은 성장 채널로의 입점은 오리온/삼양식품/농심 등 기업을 가릴 것 없이 확대되는 추세다. 동시에 이들은 채널 전용 제품 출시 확대로 유통 채널 입장에서 이들 제조기업의 제품을 입점시킬 유인 역시 강화하고 있다.

오리온:
성장채널 중심 전략으로 시장 성장률 상회 전망

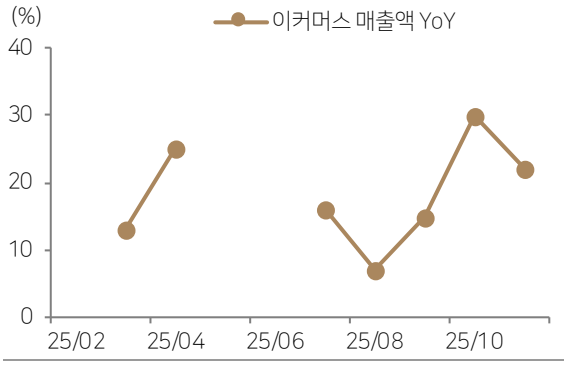
오리온 중국법인의 간식점 매출액은 '25년 11월 누계로 전년동기대비 67% 증가했으며, 간식점 매출 비중은 11월 30%, 11월 누계 25%로 상승했다. 중국법인 매출액의 15%를 차지하는 이커머스 역시 '25년 전년대비 20% 이상의 성장을 기록하며 견조한 흐름을 이어갔다. '26년에는 샘스클럽 등 현지 소비자 선호가 높은 채널을 중심으로 저당 제품 라인업 (초코파이, 카스타드, 젤리) 확대가 예정되어 있어, 신규 성장 채널 추가 확보에 대한 기대도 유효하다.

Fig. 31: 오리온 중국법인의 간식점 매출액 YoY 추이



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 32: 오리온 중국법인의 이커머스 매출액 YoY 추이



Source: 오리온, 다올투자증권

삼양식품: 저선도시 침투율 100% 가정 시 현재 매출액 대비 Upside +170%

삼양식품도 마찬가지로 온라인, 간식점 내 성장이 지속되고 있다. 현재 급지별 침투율은 1선도시 100%, 2선도시 60% 수준이며, 저선도시 (3선 이하) 침투율은 아직 낮은 상황이라, 신규 입점 가능 점포수가 많다는 점도 긍정적이다. 3선 이하 저선 도시에는 중국 인구의 80%가 거주하며, GDP 비중은 65%이다. 당사 추정 삼양식품의 '25년 중국법인 매출액은 6,340억원인데 (YoY +51.2%) 저선 도시의 GDP 비중 고려 시 저선 도시 내 침투율 상승 효과만으로도 (현재 10% 가정→ 향후 100%) 중국법인 매출액은 '25년 대비 170% 증가 여력이 있다 (3년 CAGR 환산 시 약 40%). 또한 동사의 중국 매출액 비중은 오프라인 80%, 온라인 20% 수준으로 (vs. 농심은 온/오프라인이 각각 절반) 향후 온라인 채널에서의 Upside 역시 남아 있다고 판단한다.

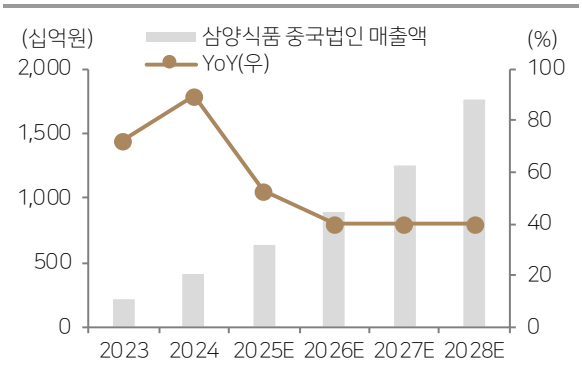
Fig. 33: 중국 도시 급지별 인구 비중 및 1인당 GDP

구분	인구 비중 (%)	인구 수 (백만명)	1 인당 GDP (달러)	급지별 GDP (조 달러)	급지별 GDP 비중 (%)
1 선도시	6%	89	44,566	4.0	12.5%
2 선도시	14%	208	31,693	6.6	20.7%
3 선도시	16%	237	25,176	6.0	18.8%
4 선도시	26%	386	17,984	6.9	21.8%
5 선도시	22%	326	15,984	5.2	16.4%
6 선도시	16%	237	13,273	3.1	9.9%



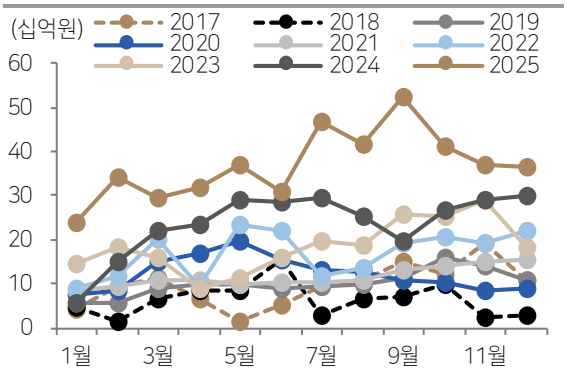
Source: Yicai Global National Bureau of Statistics 2024, 다올투자증권

Fig. 34: 삼양식품 중국법인 매출액 추이 및 전망



Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 35: 삼양식품 추정 중국 수출액

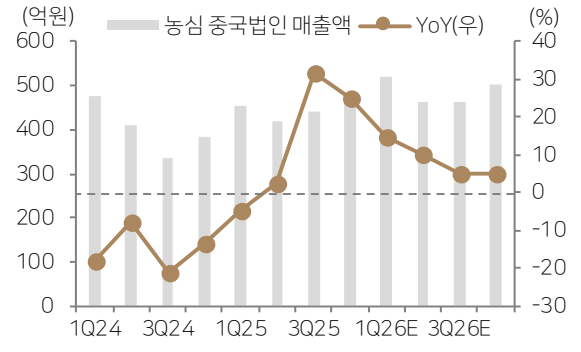


Source: Trass, 다올투자증권

농심: 신제품 확대, 적극적인 마케팅

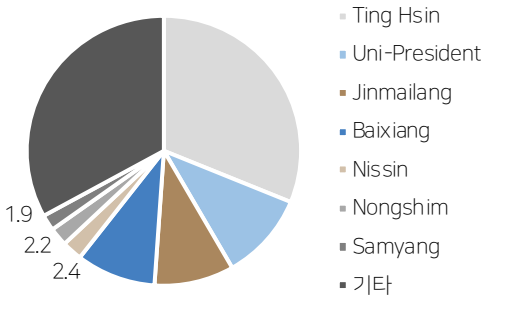
농심은 신제품 확대, 대행사 및 광고 모델 활용 등 마케팅 강화로 중국 성장률을 끌어올리고 있다. 동시에 여러 제품 전략을 병행 중인데, 1) 온라인용 소포장 SKU, 클럽용 대형 사이즈 SKU 등 신제품 출시 확대, 2) NPB (National Private Brand, 공동기획 상품: PB상품과 일반 상품의 중간 개념) 출시로 채널별 개별 대응 전략을 강화 중이다. 온/오프라인 매출액 비중은 각각 50:50이며, 대리상 사용 비중이 높으나 편의점/창고형 할인매장/대형할인점을 중심으로 직접 영업 확대 추진 중이다. 농심 중국은 위와 같은 적극적인 마케팅 및 신제품 출시 전략을 바탕으로 3Q25부터 역성장에서 탈피해 4Q25 역시 전년동기대비 고성장 추이가 지속될 전망이다.

Fig. 36: 농심 중국법인 매출액 추이 및 전망



Source: 농심, 다올투자증권 추정

Fig. 37: 중국 Instant Noodles 시장 점유율 ('24년 기준)



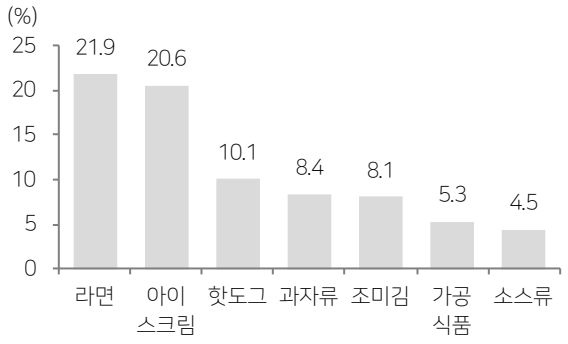
Source: Euromonitor, 다올투자증권

IV. 수요가 뒷받침된 생산시설 증설 모멘텀들

IV-1. 품목별 수출액 점검

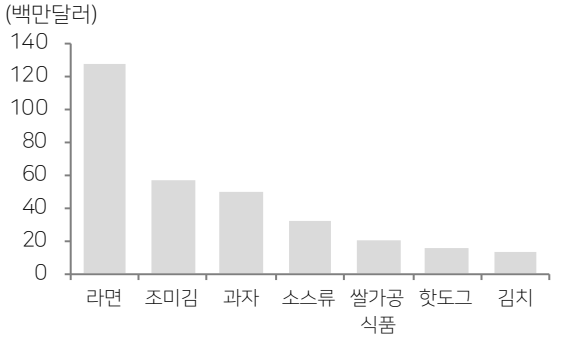
'25년에도 라면의 수출액 성장이 돋보였다. '25년 라면 월평균 수출액은 1,803억원 (1억 2,684만달러)으로 원화 기준 전년대비 +27.3%, 달러 기준 전년대비 +21.9% 증가했고, 중국향 라면 수출액이 전년대비 53.8% 증가하며 성장을 이끌었다. 상위 카테고리인 가공식품 수출액 (HS Code 16-22 합산)은 전년대비 +5.3% 증가했고, 세부 품목별로 아이스크림 +20.6%, 핫도그 +10.1%, 과자류 +8.4%, 조미김 +8.1% 성장이 좋았다.

Fig. 38: 주요 가공식품 품목별 수출액 YoY 증가율 상위



Source: Trass, 다올투자증권 / Note: 달러 기준 YoY 성장률

Fig. 39: 주요 가공식품 품목별 월평균 수출액 ('25년)



Source: Trass, 다올투자증권

IV-2. 2026년에는 수요가 뒷받침된 CAPA 증설 이벤트 다수 존재

수요가 뒷받침된 생산능력 확대는 향후 실적 성장에 대한 기대감을 증폭시켜 기업별 주가 트리거로 작용할 수 있다. '26년 주요 증설 이벤트로는 KT&G 인니 2공장 (1Q26 가동), 롯데웰푸드 인도 초코파이 라인 1개 (2Q26 가동), 농심 녹산 수출 공장 (4Q26 가동), 오리온 베트남 3공장 (4Q26 준공), 삼양식품 중국 공장 (4Q26 준공)이 있다. 상기한 투자는 현지 수요 확대 추이를 고려한 적절한 증설이라 판단하는데, 롯데웰푸드 인도 건과 초코파이 가동률은 현재 90%에 육박하며, 농심의 국내 라면 공장 가동률은 70%를 상회해 수출 CAPA가 여유 있는 상황은 아니기 때문이다. 베트남 오리온은 명절 대응 시즌 가동률이 90%에 달하며, 삼양식품은 중국 공장 가동 전까지 현재 CAPA로 글로벌 수요에 대응하는 것이 전사 최대 과제다.

Fig. 40: 음식료 업종 국내외 투자 내역

기업명	가동(예상)일시	구분	위치	투자금액	CAPA	내용
CJ제일제당	'25년 09월 (완료)	신공장	일본 치바	1천억원	미확인	일본 냉동만두 시장 대응
	'26년 하반기	신공장	헝가리	1천억원	미확인	비비고 만두 등 생산
	'27년	신공장	미국 사우스다코타	7000억원	미확인	슈완스 아시안푸드 신공장
농심	'25년 03월 (완료)	판매법인	유럽	-	-	유럽 진출 확대
	'26년 4분기	신공장	부산 녹산	1918억원	5억식	수출 물류/생산 통합센터
삼양식품	'25년 07월 (완료)	신공장	경남 밀양	1643억원	6.9억식	'26년 상반기 풀가동 목표
	'27년 01월	신공장	중국	2072억원	11.3억식	생산라인 8개
	'27년 상반기	라인증설	강원 원주	미확인	미확인	소스 라인
오뚜기	'26년 상반기	물류센터	울산	226억원	하루 700파렛트	수출 물량 물류 거점
	'27년	신공장	미국	미정	미확인	미국 생산거점 구축
오리온	'25년 4분기 (완료)	라인 증설	러시아	미확인	기존 대비 +30%	파이 라인 2개 증설
	'25년 3분기 (완료)	라인 증설	베트남 옌퐁	1300억원	라인 3개	쌀과자 라인 증설
	'26년 4분기	신공장	베트남 하노이 3공장		미확인	쌀과자/스낵/젤리 수요 대응
	'27년	신공장	러시아	2400억원	미정	파이/스낵/구미 라인 증설
	'28년	신공장	충북 진천	4600억원	2.3조원으로 증가	생산/포장/물류 통합센터
롯데웰푸드	'25년 03월 (완료)	신공장	인도 빙과	750억원	1500억원	롯데/하버모어 브랜드 생산
	'25년 07월 (완료)	라인 증설	인도 건과	330억원	480억원	빼빼로 라인 2개 증설
	'26년 2분기	라인 증설	인도 건과	미확인	미확인	인도 초코파이 4st 라인 증설
풀무원	'25년 (완료)	판매법인	유럽	미확인	-	유럽 진출 확대
	'26년 상반기	라인 증설	미국 아이어	미확인	기존 대비 +20%	두부/면류 라인 증설
KT&G	'25년 04월 (완료)	신공장	카자흐스탄	미확인	연간 45억개비	유럽/CIS 지역 대응
	'26년 1분기	신공장	인니 2/3공장	미확인	연간 210억개비	동남아 등지 수요 대응
대상	'26년 상반기	신공장	폴란드	150억원	연 김치 3천톤	유럽 생산 거점
하이트진로	'26년	신공장	베트남	1억달러	1.5억병	소주 생산 및 동남아 수출

Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 41: 음식료 커버리지 기업의 해외 영업 현황 및 전망 비교

	KT&G	삼양식품	농심	오리온	롯데웰푸드
1. 생산능력 증대 이벤트 ('26년)	O	O	O	O	O
	인니2/3공장 준공	밀양공장 램프업 원주공장 라인교체	녹산공장 준공	베트남공장 준공	인도건과 라인증설
2. 수요 > CAPA 여부	O	O	O	O	O
	담배 공장 가동률 70% 전후	전사 최대 과제는 중국 공장 가동 전까지 현재 CAPA로 수요에 대응하는 것	국내 라면 공장 가동률 70% ↑	베트남 명절 시즌 가동률 90% ↑ 국내 수출 라인 가동률 80% 러시아 가동률 100% ↑	인도 초코파이 가동률 90% ↑
3. 카테고리 내 시장 지배력					
주요 진출국 M/S ('24년)	글로벌 초슬림 담배 점유율 30%	중국 1.9% 미국 8.1%	중국 2.2% 미국 21.5%	러시아 70% 베트남 50%	인도 70% 카자흐 20%
연결 매출액 대비 매출에누리 비중 (3Q25)	미확인	2.4%	15.6%	6.6%	미확인
주요 진출국 내 메가 브랜드 유무	O (ESSE)	O (불닭)	O (신라면)	O (초코파이)	O (초코파이)
4. 가격인상 여부	O	O	O	O	O
	ASP 상승 흐름	10월 미국 O	7월 미국 O	러시아 O	주요 법인 O
5. 가격전가 가능 비중					
해외 매출 비중 ('25E)	49.3%	80.7%	30.1%	65.9%	22.8%
해외 매출액 성장률 ('21-'24 CAGR)	11.6%	36.0%	7.1%	6.5%	7.4%
해외 매출액 성장률 ('25E)	26.5%	44.5%	11.4%	10.0%	12.7%
해외 영업이익률 ('25E)	미확인	연결 22.3%	중국 7.0% 북미 4.4%	중국/베트남 18% 러시아 13.8%	해외 4.3%

Note1: 주요 진출국 M/S에서 농심과 삼양식품 점유율은 Euromonitor 데이터
Note2: 해외 매출 비중, 해외 매출액 성장률, 주요 법인별 영업이익률은 다올투자증권 추정치
Note3: KT&G 주요 수치는 담배 사업부 기준
Note4: 롯데웰푸드 해외법인 영업이익률은 대략적으로 인도빙과-로우틴, 인도건과-미드싱글, 카자흐스탄-하이싱글, 러시아-하이싱글
Source: 각 사, 다올투자증권 추정

IV-3. 주요 기업별 해외 수요 및 해외 확장 모멘텀

오리온

1) 주요 법인 가동률은 꽉 참

2) 순차적인 생산시설 준공 모멘텀 존재

오리온의 '25년 3분기 누적 한국 수출은 전년동기대비 11.4% 증가했고, 수출의 절반을 차지하는 미국향 수출은 같은 기간 30% 이상 증가했다. 꼬북칩, 참붕어빵 위주 출고가 진행되고 있는 Costco, Walmart 등 메인스트림에서는 전년동기대비 30% 이상 성장이 나타났고, 에스닉 채널 내에서는 파이 제품에 대한 양호한 수요가 이어지며 20-30% 수준의 성장이 지속됐다. 이와 같은 미국의 선전에도 전체 수출 증가율이 낮아보이는 이유는, 기존 한국에서 수출로 대응하던 중국 샘스클럽 물량이 '25년 중국 현지 생산 방식으로 전환되며 수출에서 매월 약 10억원 규모의 공백이 발생했기 때문이다. 이를 제외할 시, 한국 오리온의 3Q25누적 수출은 전년동기대비 26% 증가했다. 현재 한국 공장 가동률은 70%를 상회, 특히 수출 라인 가동률은 80%를 상회하고 있어 동사는 증가하는 수출 물량에 대응하기 위한 방법을 다각도로 모색 중인 상황이다.

베트남과 러시아 역시 현재 CAPA로는 현지 수요를 충분히 대응하기 어려운 상황이 지속되고 있다. 베트남의 경우 명절 시즌을 앞두고 가동률이 90% 수준까지 상승하는 상황이 반복되고 있는데, 이는 공장 운영 부담을 높이고, 시장 수요를 적시에 반영하는 데 제약으로 작용해 왔다. 이에 오리온 베트남은 '25년 3분기 쌀과자/파이 라인 증설을 통해 생산능력을 확대했으며, '26년 4분기에는 베트남 3공장 준공이 예정되어 있어 명절 시즌 물량 대응 및 신규 카테고리 (베이커리) 공급 여력이 더욱 확대될 전망이다. 러시아는 '25년 10월 파이 라인 2개가 신규 가동되었음에도 가동률은 여전히 100%를 상회하고 있다. 이에 러시아 법인 또한 '27년 신공장 준공 전까지는 현 CAPA 내에서 수요 대응을 최적화하는 것이 핵심 과제다.

즉, 오리온은 각 지역별 생산시설 준공 시점 전까지는 기존 CAPA를 최대한 활용하며 수요를 흡수해야 하는 상황이다. 이는 단기적으로는 물량 대응에 일부 제약 요인으로 작용할 수 있겠으나, 한편으론 제품에 대한 수요가 이미 견고함을 의미한다. 이에 향후 한국 진천 공장 ('28년), 베트남 공장 ('26년 4분기), 러시아 공장 ('27년) 가동과 함께 그간 축적된 수요가 해소되며 해외 외형 성장폭이 더 확대될 수 있다고 판단한다.

농심

1) 국내 라면 라인 가동률 70% 상회

2) 녹산 공장 가동과 함께 수출 물량 대응 ↑

농심은 '25년 3월 유럽 판매법인을 설립하며 유럽 시장 공략을 본격화했다. 현재 거래선 이관 작업은 대부분 완료되어 '25년 4분기부터는 유럽 지역 매출액이 전액 법인 매출로 인식될 예정이다. 다만, 농심도 한국 라면 공장 가동률이 70%를 상회하고 있어 수출 CAPA가 부족한 상황이다. 이에 유럽/동남아 등 수출로 대응하는 지역의 외형 성장은 '26년 4분기 녹산 수출 전용 공장 가동과 함께 본격화될 전망이다. 유럽 라면 시장은 영국/프랑스/독일/폴란드 등 7개 국가가 전체 소비의 90% 이상을 차지하는 시장으로, 현재 동사 제품은 일부 국가 (영국/독일/네덜란드) 위주로만 입점돼 있다. 유럽은 아직 성숙도가 낮은 시장으로, 적극적인 신제품 출시 전략과 함께 신규 국가/채널 입점 확대 효과가 가장 크게 나타날 수 있는 지역이라고 판단한다. 농심의 국내 라면 생산능력은 약 7억식으로, 녹산 공장은 3개 라인 (CAPA 5억식)으로 시작해 향후 12개 라인까지 확장 가능하도록 설계돼, 향후 점차적인 생산능력 증대와 함께 수출 물량 대응이 원활해지며 유럽/동남아 중심 성장폭이 확대될 수 있다고 판단한다.

삼양식품

1) 밀양2공장 추가 램프업 여력

2) 원주공장 라인 교체로 한번 더 생산량 ↑

삼양식품의 수출 성장세는 지속될 전망이다. 밀양2공장 가동 효과가 시장 기대만큼의 수출액 증가로 이어지지 않은 것도 사실이나, 밀양2공장 연간 CAPA 7.2억개 중 '25년 생산물량은 20%에 불과하기 때문이다. '25년 12월 말 기준 밀양2공장은 봉지면 3개 2교대, 용기면 3개 1교대 가동 중이며, 봉지면 라인은 인력을 추가 투입하며 생산량을 끌어올리고 있다. 용기면 라인은 1Q26 중 2교대 가동 목표로, 추가적인 램프업 진행에 따라 '26년 생산량 증가는 더 가파르게 나타날 전망이다. 또한 동사는 원주공장 스낵 라인을 라면 생산 라인으로 교체할 계획을 갖고 있으며, 가동 시간 조정 (현재 평일 2교대 20시간 운영) 등을 통해 추가적인 생산량 증대가 가능할 수 있다. '27년 1월 가동 예정인 중국 공장은 '26년 말부터 테스트 생산이 개시될 가능성이 높기 때문에, 중국 수출액은 3Q26를 고점으로 점차적인 감소를 예상하며, 이와 함께 미국/유럽향 물량 증가 시기는 앞당겨질 수 있다.

롯데웰푸드

1) 2H26 인도 초코파이 라인 증설

2) 인도 빙과 신공장 가동 효과 가시화

롯데웰푸드 인도 건과 법인의 초코파이 4번째 라인 가동은 '26년 2분기 예정되어 있다. 인도 법인의 마지막 초코파이 라인 증설은 '23년 10월에 이루어졌으며, 현재 초코파이 가동률은 90%에 육박하는 상황으로, 라인 증설과 함께 초과 수요 대응이 원활해질 전망이다. 인도 빙과 신공장 준공 효과도 '26년에 보다 가시화될 가능성이 높다. '25년 3월 준공된 인도 빙과 신공장은 당초 예상보다 초기 안정화 기간이 길어지며, 생산량 증가 효과가 성수기 (6-9월) 시즌에 반영되지 못한 측면이 있었다. '25년 내내 진행된 인도 중남부 지역 영업망 Seeding 작업과 신공장 안정화가 맞물리며 '26년 인도 빙과 성장률이 상향 조정될 가능성이 있다고 판단한다.

V. P/C 점검

V-1. P는 올라갔고 C는 내려간다

P는 올라갔고

'25년 상반기 음식료 기업들은 연이어 국내외 가격인상을 단행했다. 상호관세 대응을 위해 미국 가격인상을 진행한 기업도 있었고, 원가 부담이 높아진 해외 법인 위주로 가격인상을 진행한 기업도 있었다.

C는 내려감

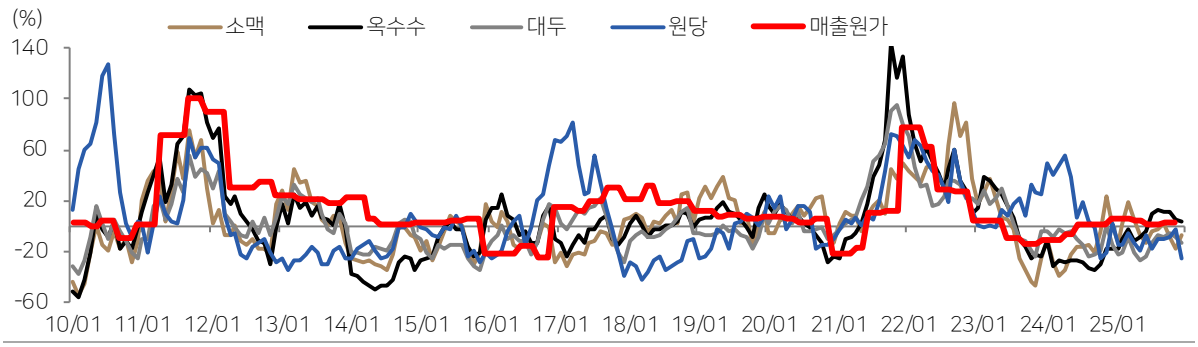
통상 음식료 업종 기업의 원가에서 원재료가 차지하는 비중은 70% 내외, 매출액 대비 비중은 40% 내외로, 원재료 가격은 이익 결정의 중요한 변수다. 현재 소맥, 원당, 팜유, 코코아 등 주요 원재료 가격은 하락 추세를 지속 중이며, 통상 Spot 가격→ 투입원가 Lagging이 3-6개월임을 고려할 시, 낮아진 시세는 '26년 상반기 음식료 기업들 원가에 전년동기대비 (+) 영향으로 작용할 전망이다.

Fig. 42: 2025년 주요 음식료 기업 가격인상 타임라인

구분	기업	시기	지역	인상폭
2025년	농심	3월	국내	라면/스낵 평균 7.2% (신라면 5.3%)
		7월	미국	10% 초반
	삼양식품	10월	미국	8-9%
	오리온	'25년	러시아	점진적으로 인상 (거래조건 재협상)
	롯데웰푸드	1월	벨기에	25%
		2월	국내	건빙과 26종 평균 9.5%
		1/3월	인도	10% (품목 다르게 2회 = 실질 1회)
		4월	카자흐스탄	5%
		7월	카자흐스탄	7.4%
		상반기	러시아	10%
	CJ제일제당	3월	국내	일부 품목 (냉동만두, 육가공 등)
	빙그레	3월	국내	빙과 품목별로 16-25%
		5월	국내	유음료 평균 4%
	풀무원	하반기	미국	에스닉, 리테일 채널 일부
	대상	1월	국내	소스류 평균 19.1%
	하이트진로	5월	국내	맥주 평균 2.7%
	동원F&B	3월	국내	냉동만두 평균 5%
2026년	동원산업	1월	미국	Starkist 참치 제품 일부

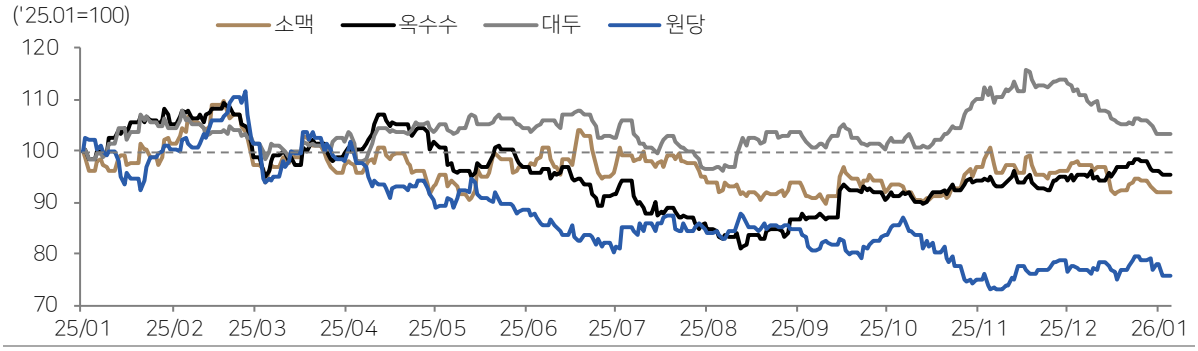
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 43: 주요 원재료 가격 YoY 추이와 음식료 업종 매출원가 YoY 추이 간 상관관계



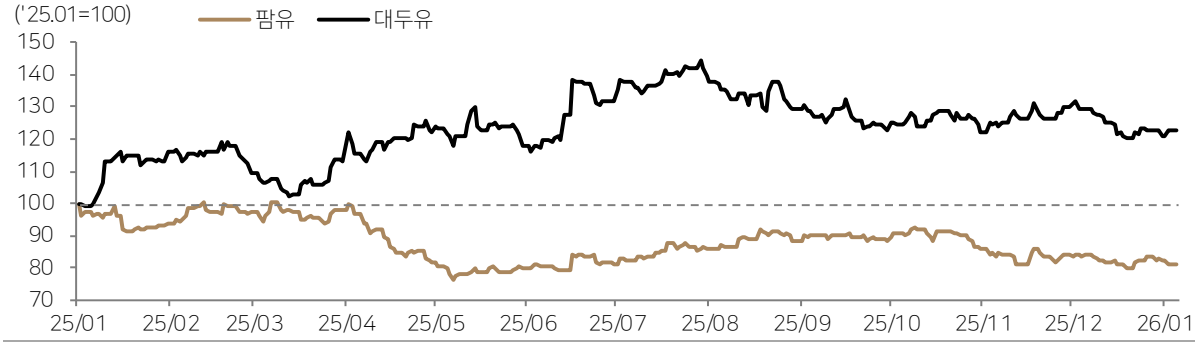
Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 44: 주요 곡물 가격 추이 (2025.01=100)



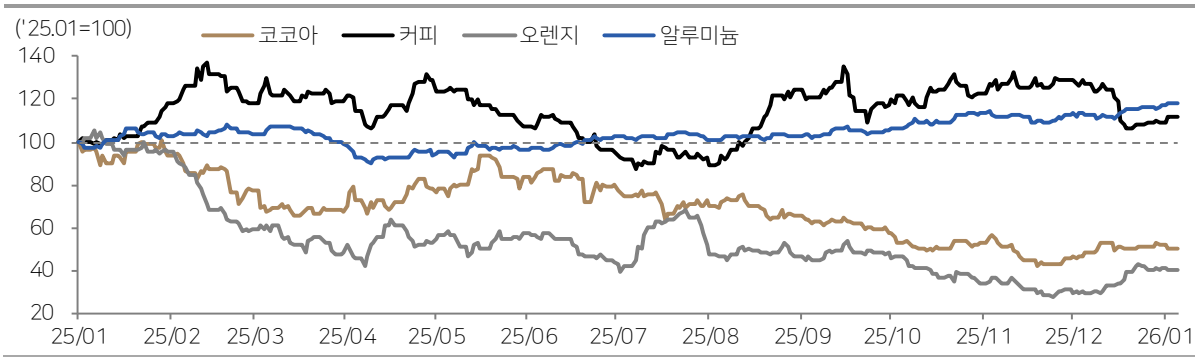
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 45: 주요 유종 가격 추이 (2025.01=100)



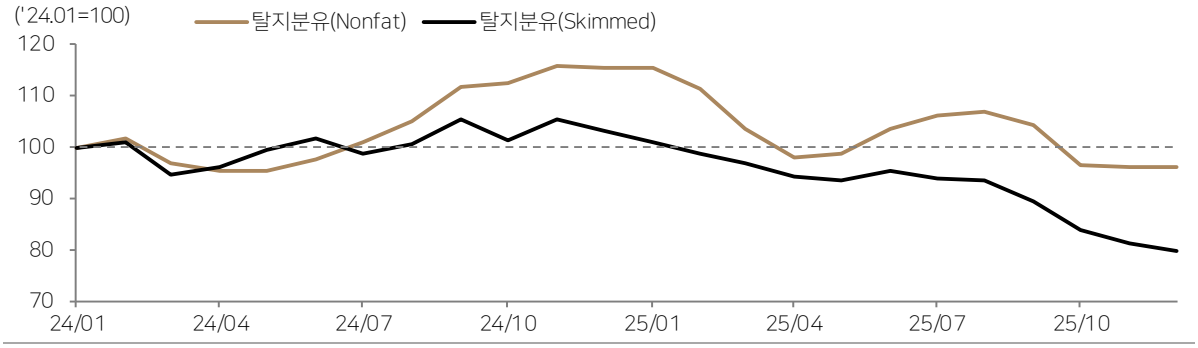
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 46: 기타 원재료 가격 추이 (2025.01=100)



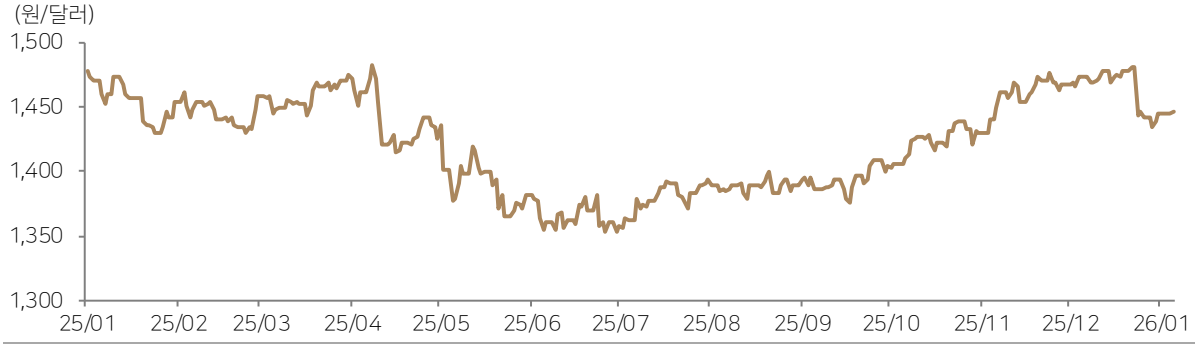
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 47: 기타 원재료 가격 추이



Source: 식품산업통계정보, 다올투자증권

Fig. 48: 원달러 환율 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

V-2. P-C Spread 확대 효과가 극대화될 기업에 집중

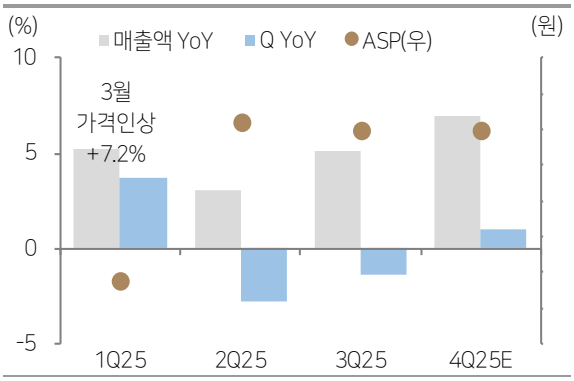
P-C Spread 확대 전망

'25년 상반기 단행한 가격인상 효과는 '26년 상반기까지는 영향을 미칠 것이고, 원재료 가격은 전년대비 하락해 P-C Spread가 확대된 상황이다. 대표적으로 농심은 '25년 3월 단행한 국내 가격인상이 온기 반영되는 '25년 3분기부터 별도 영업이익이 전년동기대비 증익으로 돌아섰고, '26년 상반기까지 증익 기조를 이어갈 전망이다.

다만 그 정도는 기업별로 차별화될 것

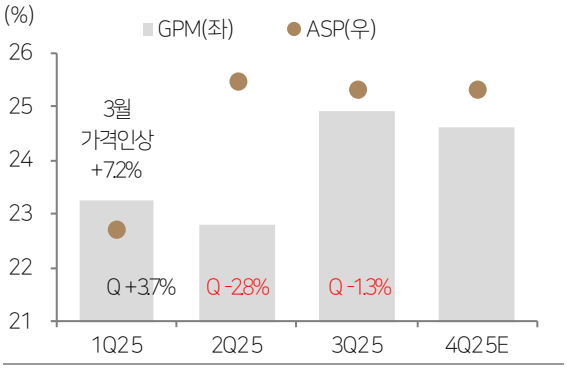
물론 가격인상 효과는 기업별로 차별화되어 나타날 것이다. 기업별 취급 카테고리 및 SKU 다변화 정도, 가격 저항 정도, 가격인상의 폭 등 여러 가지 변수 때문이다. 농심의 경우 1) 라면이라는 필수재를 생산/판매하고, 2) 취급 카테고리가 라면/스낵에 집중돼 있으며 (SKU가 다변화되어 있을수록 가격 인상 효과 분산), 3) 국내에서 인지도 높은 브랜드를 보유해 가격 저항 정도가 낮아 가격인상 효과를 온전히 흡수할 수 있었다.

Fig. 49: 농심 '25년 3월 가격인상 후 Q 및 ASP 흐름



Source: 농심, 다올투자증권 추정

Fig. 50: 농심 '25년 3월 가격인상 후 GPM 흐름



Source: 농심, 다올투자증권 추정

당사 커버리지 기업 내 P-C Spread 확대 수혜 강도는 농심 > 삼양식품 > 롯데웰푸드 > 오리온 순으로 판단한다.

삼양식품/농심이 사용하는 주요 원재료는 소맥 (밀가루), 팜유다. 양사 모두 소맥분은 연간 계약으로 조달하는데 (계약 시기: 삼양식품-연초, 농심-2분기), 제분사들의 얇은 마진 구조 고려 시 공급가가 크게 하락하긴 어렵다 판단하나, 생산량 확대와 동반된 원료 가격 하락은 이익 레버리지 효과로 나타날 수 있다. 팜유 가격은 3개월의 시차를 두고 원가에 반영되며, '26년 1월 기준 전년동기대비 -17.8% 하락해 추가적인 원가율 개선에 영향을 미칠 수 있다고 판단한다. 아울러 양사 모두 '25년 단행한 가격인상으로 ASP는 전년대비 상승한 상태다 (농심- 3월 국내, 7월 미국 / 삼양식품- 10월 미국).

롯데웰푸드의 경우 4Q24부터 코코아 가격 급등 직격탄을 맞았고, 당시(4Q24) 코코아 원가 부담과 각종 일회성 비용 인식으로 영업적자로 전환된 바 있다. 통상 코코아는 3개월의 시차를 두고 원가에 반영되나, 가격 불확실성이 높았던 '24년 말 대량 구매한 물량의 소진이 늦어지며 Lagging 타임도 길어졌었다. 당시 높은 가격 (톤당 1만달러 전후)에 구매했던 코코아는 '25년 말까지 대부분 소진이 마무리되었기 때문에 '26년은 전년동기대비 원가 부담은 없다. 다만 현재 가격 (톤당 5천불 후반 ~6천불 초)이 동사 원가에 반영되는 시기는 해외의 경우 2분기-3분기, 국내는 2분기 중후반으로 예상돼 기존 기대 대비 원가 하락 시점이 지연됐다. 이에 '25년 상반기 가격 인상 효과로 '26년 상반기 ASP는 전년동기대비 상승할 것이나, 본격적인 C 하락 효과는 하반기에 반영될 가능성이 높다고 판단, '26년 P-C Spread 확대 효과는 기대 대비 제한적일 전망이다.

오리온의 '25년 제조원가에 영향을 미친 주요 원재료는 유지류(쇼트닝), 코코아가 있다. 하락한 코코아 가격은 '26년 2분기부터 동사 원가에 반영될 전망이나, 쇼트닝 가격은 불안세다. 그 외에도 변수로 작용 가능한 원재료들이 상존하고 있어 전년동기대비 원가 하락 효과는 보수적으로 중립 전망한다. 한편 오리온은 중국에서 직접적인 가격인상 전략을 취하고 있지는 않지만, 신제품 출시와 동시에 가격전가를 확대하는 방식으로 간접적 인상 효과를 얻고 있다. 러시아 역시 '25년 주요 유통채널과의 거래조건 협상을 통해 가격인상을 단계적으로 진행한 바 있어, ASP는 전년대비 상승한 상황이다.

Fig. 51: 2026년 주요 가공식품 커버리지 기업의 가격인상 효과 전망

	삼양식품	농심	롯데웰푸드	오리온
가격인상의 매출액 단 기여 % 추정				
1) 해외				
가격인상 ('25년)	10월 미국 8-9%	7월 미국 10% 초반	상반기 해외 전체 10% 가정	25년 상반기 러시아 10% 가정
연결 매출액 대비 비중 ('25E)	미국 25.0%	미국 14.9%	해외 23.0%	러시아 10.2%
2) 국내				
가격인상 ('25년)	X	3월 신라면 5.3% 등	2월 건빙과 26종 9.5%	X
연결 매출액 대비 비중 ('25E)	내수 19.5%	한국 69.6%	내수 건빙과 44.7%	한국 34.3%
연결 매출액 기여 (물량/Mix/환율 고려X)	(8.5%*25.0%*12/12)	(12%*14.9%*9/12) +(5.3%*80%*60.9%*6/12)	(10%*23.0%*6/12) +(9.5%*50%*44.7%*6/12)	(10%*10.2%*6/12)
	2.1%	2.8%	2.2%	0.5%
가격인상의 이익률 단 기여 %p 추정				
공헌이익률 (3Q25누적)	58.4%	46.8%	46.0%	58.2%
이익률 기여 (%p)	(2.1%*58.4%)	(2.8%*46.8%)	(2.2%*46.0%)	(0.5%*58.2%)
	1.24%	1.32%	1.02%	0.30%

Note: 25년 추정치는 다올투자증권 추정치 / Source: 각 사, 다올투자증권 추정

VI. 투자전략

내수 소비 반등 시에도 음식료품 구매 확대 가능성은 미미

'26년 상반기 내수 소비는 '25년 자산 가격 상승 효과, 전년 낮은 기저와 더불어 전년 동기대비 반등을 예상하나, 자산 가격 상승으로 인한 구매 여력 증가가 음식료품 소비 확대로 이어지기는 어렵다고 판단한다. 또한 소비 취향의 파편화가 심화되며, 가공식품 대기업이 규모의 경제를 바탕으로 보유하던 경쟁 우위는 약화되고 있다. 이에 내수 소비 반등 국면에서도 주요 음식료 기업들이 체감 가능한 수혜는 제한적일 전망이다.

국내 기업들의 중국 내 성과는 시장 성장률을 상회할 전망

중국 소비 경기의 유의미한 반등은 묘연하나, 국내 음식료 기업들의 '26년 중국 성장률은 시장 성장률을 상회할 전망이다. 할인점 업태의 부진, 슈퍼마켓 점포수 감소라는 부정적 매크로 환경은 상존하나, 간식점/창고형할인매장/온라인/편의점 채널의 성장세는 지속되고 있기 때문이다. 이 같은 성장 채널로의 입점은 오리온/삼양식품/농심 등 기업을 가릴 것 없이 확대되는 추세이며, 채널별 전용 제품 확대로 유통채널 입장에서 이들 제조회사의 제품을 입점시킬 유인 역시 강화되고 있다.

수요가 뒷받침된 CAPA 증설 모멘텀은 주가 트리거로 작용 가능

수요가 뒷받침된 생산능력 확대는 향후 실적 성장에 대한 기대감을 증폭시켜 기업별 주가 트리거로 작용할 수 있다. '26년 주요 증설 이벤트로는 KT&G 인니 2공장 (1Q26 가동), 롯데웰푸드 인도 초코파이 라인 1개 (2Q26 가동), 농심 녹산 수출 공장 (4Q26 가동), 오리온 베트남 3공장 (4Q26 준공), 삼양식품 중국 공장 (4Q26 준공)이 있다. 상기한 투자는 현지 수요 확대 추이를 고려한 적절한 증설이라 판단하는데, 롯데웰푸드 인도 건과 초코파이 가동률은 현재 90%에 육박하며, 농심의 국내 라면 공장 가동률은 70%를 상회해 수출 CAPA가 여유 있는 상황은 아니기 때문이다. 베트남 오리온은 명절 대응 시즌 가동률이 90%에 달하며, 삼양식품은 중국 공장 가동 전까지 현재 CAPA로 글로벌 수요에 대응하는 것이 전사 최대 과제다.

P-C Spread 확대 효과는 중립 이상 전망

'26년은 전년 단행된 가격인상 효과가 원가 안정화 국면과 맞물리며 업종 전반적으로 전년동기대비 이익 증가가 나타날 전망이다. '25년 상반기 음식료 기업들은 연이어 국내 가격인상을 단행했으며, 일부 기업은 연중 해외 가격인상을 진행하기도 했다. 동시에 소맥, 원당, 팜유, 코코아 등 주요 원재료 가격은 전년 대비 하락해, '26년 P-C Spread 확대 효과는 최소 중립 이상을 전망한다. 다만 가격인상 효과는 기업별 SKU 다변화 정도, 브랜드 인지도 등 여러 변수에 따라 차별화되어 나타날 것이기에, P-C Spread 관점에서는 기업별로 개별적인 접근이 필요하다.

최선호주 KT&G, 차선호주 오리온

위 내용을 종합해, 음식료 업종 최선호주로 KT&G (TP 17.5만원), 차선호주로 오리온 (TP 15만원)을 제시한다.

KT&G는 1) 적극적인 주주환원으로 주가 Downside Risk는 낮은 가운데, 2) 연중 해외 NGP 신규 플랫폼 출시를 계기로 한 NGP 매출액 반등, 3) '25년 상반기 가동을 시작한 카자흐스탄 공장의 단계적인 CAPA 확장, '26년 2월 가동 예정인 인니2공장 생산량의 점차적인 실적 반영이 주가 트리거가 될 수 있다. 4) 담뱃값 인상 기대감은 덤이다.

오리온 주가는 Downside Risk 대비 Upside Risk가 더 큰 구간이다. 1) 우선 매 분기 중국법인 실적에 긍정적인 요인들이 자리하고 있다. 명절 시점 차이로 인한 12월 베이스 부담에도 4Q25 실적은 선방 추정하며, 1Q26에는 춘절 효과가 반영되고, 2Q26는 전년 경쟁사의 선물세트 과재고 프로모션 영향으로 기저가 낮다. 2) 또한 현재 한국 (수출) 가동률 80%, 베트남 명절 시즌 가동률 90%, 러시아 공장 가동률 100%임을 고려 시, 향후 예정된 생산능력 증대 이벤트와 함께 해외 외형 성장폭이 확대될 수 있다.

삼양식품은 1) 밀양2공장 추가 램프업, 원주공장 스낵 라인의 라면 생산 라인으로의 교체 (계획)를 바탕으로 한 수출액 증가, 2) 가동시간 조정 등을 통한 추가 생산량 증대 이벤트가 주가 트리거로 작용할 전망이다. 또한 3) 미국 판다익스프레스, 중국 KFC 등 대형 프랜차이즈와의 추가적인 소스 관련 콜라보 소식도 기대한다.

이 페이지는 편집상 공백입니다



VII. 종목별 투자의견

KT&G (033780)

삼양식품 (003230)

농심 (004370)

오리온 (271560)

롯데웰푸드 (280360)

CJ프레시웨이 (051500)

KT&G
(033780)

—

BUY

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

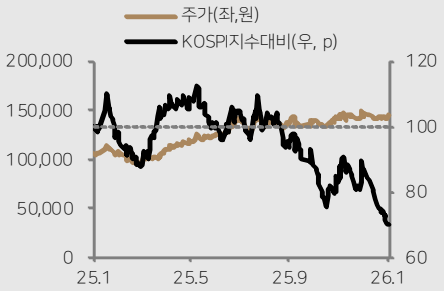
Stock Information

현재가 (1/20)	146,000원
예상 주가상승률	19.9%
시가총액	172,246억원
비중(KOSPI내)	0.42%
발행주식수	117,977천주
52주 최저가 / 최고가	95,000 - 150,000원
3개월 일평균거래대금	390억원
외국인 지분율	43.3%
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)	11.9	18.1	14.3
PBR(배)	1.5	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	9.3	10.5	9.1
배당수익률(%)	5.0	4.1	4.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(0.5)	4.7	39.6	2.7
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(22.0)	(48.6)	(54.3)	(13.2)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

실적 좋고, 리레이팅 요인 많고

Issue
4Q25 Preview

Pitch
4Q25 실적은 시장 기대치 부합 추정. 주가 기대감 요인 다수

Rationale
- 4Q25 매출액 1조 6,421억원 (YoY +5.5%), 영업이익 2,437억원 (YoY +14.7%, OPM 14.8%)으로 시장 기대치 부합 추정
- [국내 담배] 추석을 앞두고 3분기 중 물량 선출고로 국내 궐련 매출액은 YoY -11% 추정. 같은 이유로 NGP 스틱 판매량도 YoY 소폭 감소했으나, 디바이스 매출 증가로 국내 NGP 매출액은 YoY +3.1% 추정
- [해외 담배] 해외 궐련 매출액은 ASP 두 자릿수 지속 성장에 힘입어 YoY +11.1% 추정. 다만 판매량은 일부 지역 내 재고 조정으로 YoY 로우싱글 성장 추정. NGP의 경우 디바이스 구형화로 스틱 수요는 정체 흐름이나, 생산 차질 해소 후 디바이스 판매 증가하며 매출액 YoY +5.9% 추정
- ['26년 기대 요인] 1) 연내 해외 NGP 신규 플랫폼 출시를 계기로 해외 NGP 매출액 반등이 기대되며, 2) '25년 상반기 가동을 시작한 카자흐스탄 공장의 단계적인 CAPA 확장, '26년 2월 가동 예정인 인니 2공장 물량 반영으로 해외 확장 가속화 전망. 동시에 현지 완결형 생산구조가 정립되어감에 따라 중장기적 수익성 개선 효과도 기대. 3) 지난 '25년 12월 PMI와의 판매공급계약 Phase2 진입에 따라 일부 플랫폼에 한해 동사의 직접 사업 영위가 가능해졌으며, 니코틴 파우치 JV도 출범이 완료되어 NGP 카테고리 경쟁력 강화 전망
- [투자의견 및 Valuation] 세제개편안, 상법개정안 논의가 더 구체화 및 본격화되면, 적극적인 주주환원에 부여 가능한 Multiple은 더욱 확대될 것. 동사는 지난 Investor Day에서 업종 평균을 큰 폭으로 상회하는 주주환원 목표를 밝혔고 ('24-'27년 누적 총 주주환원율 100% 이상), 이에 업종 평균 대비 높은 Multiple을 부여받을 수 있다고 판단. 이에 지난 1월 15일 발간 자료에서 적정주가 산정 방법을 SOTP Valuation에서 P/E Valuation으로 변경한 바 있으며, '26년 EPS에 적정 P/E 17배 (업종 평균에 50% 할증, PMI 대비 15% 할인)를 적용해 적정주가 17.5만원 제시

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	5,863	5,909	6,508	6,731	7,012	7,252	7,505
영업이익	1,167	1,189	1,344	1,434	1,509	1,571	1,642
EBITDA	1,408	1,439	1,644	1,811	1,961	2,024	2,095
지배주주순이익	903	1,166	968	1,189	1,257	1,244	1,333
순차입금	(770)	(57)	50	(703)	(1,338)	(1,724)	(2,153)
매출증가율	0.2	0.8	10.1	3.4	4.2	3.4	3.5
영업이익률	19.9	20.1	20.7	21.3	21.5	21.7	21.9
순이익률	15.4	19.7	14.9	17.7	17.9	17.2	17.8
EPS증가율	(10.9)	36.2	(11.3)	27.3	6.9	(0.5)	7.1
ROE	10.0	12.7	10.3	12.0	11.8	11.0	11.2

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 52: KT&G의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,642	1,566	1,608	1,891	1,666	5,909	6,508	6,731
담배	988	1,091	1,232	1,016	1,068	1,157	1,302	1,129	3,906	4,327	4,655
궐련	823	877	971	783	880	955	1,043	879	3,099	3,454	3,757
국내	374	408	447	362	346	398	420	378	1,649	1,590	1,543
해외	449	469	524	422	534	557	623	501	1,450	1,864	2,214
NGP	159	196	279	226	182	191	266	241	784	860	880
국내	139	140	168	139	145	148	172	146	559	586	611
해외	21	56	111	86	37	43	93	95	225	274	269
반제품	6	17	-18	7	6	11	-7	8	23	13	18
건기식	314	221	360	305	306	214	351	295	1,302	1,200	1,167
부동산	100	144	146	232	102	147	149	152	361	622	550
기타	88	93	89	89	90	90	89	90	340	359	359
YoY(%)	*15.4*	*8.7*	*11.6*	*5.5*	*5.0*	*3.9*	*3.5*	*1.4*	*0.8*	*10.1*	*3.4*
담배	*15.3*	*10.2*	*17.6*	*0.5*	*8.1*	*6.1*	*5.7*	*11.1*	*8.1*	*10.8*	*7.6*
궐련	*21.9*	*11.3*	*14.1*	*-0.3*	*6.9*	*8.9*	*7.4*	*12.2*	*10.3*	*11.5*	*8.8*
국내	*-2.4*	*-4.8*	*3.6*	*-11.0*	*-7.4*	*-2.6*	*-5.9*	*4.6*	*-1.7*	*-3.6*	*-3.0*
해외	*53.9*	*30.6*	*24.9*	*11.1*	*18.8*	*18.8*	*18.8*	*18.8*	*28.0*	*28.5*	*18.8*
NGP	*-9.8*	*-0.8*	*44.5*	*4.2*	*14.5*	*-2.5*	*-4.8*	*6.9*	*0.6*	*9.7*	*2.4*
국내	*6.5*	*2.0*	*7.5*	*3.1*	*4.7*	*5.5*	*2.5*	*5.0*	*7.6*	*4.9*	*4.3*
해외	*-55.6*	*-7.3*	*202.7*	*5.9*	*80.8*	*-22.4*	*-15.8*	*10.0*	*-13.5*	*21.7*	*-1.8*
건기식	*1.9*	*-16.8*	*-11.3*	*-5.3*	*-2.6*	*-2.8*	*-2.5*	*-3.2*	*-6.6*	*-7.8*	*-2.8*
부동산	*122.1*	*78.5*	*48.3*	*69.1*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*-34.4*	*-34.3*	*72.2*	*-11.6*
영업이익	286	350	465	244	297	377	492	269	1,189	1,344	1,434
담배	265	356	405	245	286	370	423	256	1,084	1,160	1,270
건기식	18	6	72	5	20	6	70	6	96	101	103
YoY(%)	*20.7*	*8.7*	*11.4*	*14.7*	*4.0*	*7.6*	*5.8*	*10.2*	*1.8*	*13.1*	*6.7*
담배	*22.4*	*1.7*	*11.0*	*-5.6*	*4.9*	*10.5*	*8.8*	*14.7*	*11.0*	*7.0*	*9.5*
건기식	*-20.9*	*흑전*	*3.9*	*-4.6*	*11.4*	*4.1*	*-1.8*	*10.6*	*-17.7*	*5.0*	*1.6*
OPM(%)	*19.2*	*22.6*	*25.5*	*14.8*	*19.0*	*23.4*	*26.0*	*16.1*	*20.1*	*20.7*	*21.3*
담배	*25.6*	*29.5*	*30.2*	*21.0*	*24.9*	*30.7*	*31.1*	*21.7*	*27.8*	*26.8*	*27.3*
건기식	*5.8*	*2.8*	*19.9*	*1.8*	*6.6*	*3.0*	*20.0*	*2.0*	*7.4*	*8.4*	*8.8*
지배순이익	256	143	419	150	291	282	384	232	1,166	968	1,189
YoY(%)	*-10.7*	*-54.2*	*73.8*	*-53.8*	*14.0*	*96.4*	*-8.4*	*54.6*	*26.3*	*-16.7*	*22.4*
NIM(%)	*17.1*	*9.3*	*22.9*	*9.1*	*18.6*	*17.5*	*20.3*	*13.9*	*19.7*	*14.9*	*17.6*

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 53: KT&G P/E Valuation (십억원)

구분		비고
EPS(원)	10,195	'26년 EPS 기준
적정P/E(배)	17	KSE음식료 업종 '26년 평균 P/E 대비 50% 할증 적용 = PMI의 '26년 P/E (20배)에 15% 할인 적용
적정주가(원)	175,000	
종가(원)	146,000	
상승여력	19.9%	

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 54: KT&G의 SOTP Valuation (가치산정 방법 변경 전 Valuation 적용 시) (십억원, 원, 배, 주)

1) 영업가치	17,871	
담배	17,123	
EBITDA	1,489	'26년 기준
적정 Multiple	11.5	PMI의 '26년 Multiple에 30% 할인 적용
건기식	748	
EBITDA	150	'26년 기준
적정 Multiple	5.0	국내 건기식 OEM '26년 평균 Multiple에 40% 할인 적용
2) 비영업가치	2,292	
투자부동산	662	3Q25 연결 기준
장기금융상품	1,630	3Q25 연결 기준 (Net)
3) 순차입금	-953	3Q25 연결 기준 순차입금에 '26년 매각가능자산(유형자산) 가치 반영
공정가치	21,116	1) + 2) - 3)
발행주식수		
Case1	117,976,645	'25.10.28 소각분까지 반영
Case2	103,787,644	Case1에 추가로 현재 보유 자사주 (14,189,001주) 전량 소각 가정
주당가치(공정가치)		
Case1	178,986	
Case2	203,455	

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

KT&G 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	6,418.4	7,176.3	8,162.5	9,111.3	10,223.3
현금성자산	1,392.8	1,619.5	2,203.7	3,257.5	4,191.9
매출채권	1,771.9	1,895.5	2,159.5	2,190.5	2,264.0
재고자산	2,763.8	3,101.3	3,239.2	3,103.2	3,207.4
비유동자산	6,354.1	6,748.9	7,069.5	7,222.0	7,299.9
투자자산	4,082.6	3,904.9	3,903.3	3,982.0	4,062.2
유형자산	2,096.5	2,664.4	2,986.5	3,041.8	3,023.8
무형자산	175.0	179.7	179.7	198.1	213.8
자산총계	12,772.5	13,925.2	15,232.0	16,333.2	17,523.2
유동부채	2,672.4	3,142.9	4,142.4	4,281.2	4,473.1
매입채무	2,323.2	2,335.5	2,699.4	2,738.1	2,830.0
유동성이자부채	107.8	505.1	1,140.8	1,240.8	1,340.8
비유동부채	805.1	1,423.9	1,538.3	1,755.5	1,973.5
비유동이자부채	515.4	1,056.9	1,113.3	1,313.3	1,513.3
부채총계	3,477.5	4,566.8	5,680.7	6,036.7	6,446.6
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.8	535.0	535.9	535.9	535.9
이익잉여금	8,979.1	8,783.2	8,918.5	9,663.7	10,443.9
자본조정	(1,293.5)	(1,034.0)	(904.0)	(904.0)	(904.0)
자기주식	(1,236.9)	(1,030.5)	(904.0)	(904.0)	(904.0)
자본총계	9,294.9	9,358.5	9,551.3	10,296.5	11,076.6
투하자본	7,396.1	8,239.1	8,431.1	8,399.0	8,520.7
순차입금	(769.6)	(57.4)	50.4	(703.4)	(1,337.8)
ROA	7.4	8.7	6.7	7.5	7.4
ROE	10.0	12.7	10.3	12.0	11.8
ROIC	12.0	11.4	12.4	13.0	13.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	5,862.6	5,908.8	6,508.0	6,730.9	7,012.3
증가율 (Y-Y,%)	0.2	0.8	10.1	3.4	4.2
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,344.5	1,434.4	1,508.5
증가율 (Y-Y,%)	(7.9)	1.8	13.1	6.7	5.2
EBITDA	1,408.4	1,439.1	1,643.6	1,810.9	1,961.2
영업외손익	81.0	377.0	(78.8)	124.6	138.9
순이자수익	52.1	92.1	51.7	62.5	59.4
외화관련손익	23.6	363.7	(127.6)	0.0	0.0
지분법손익	9.6	19.2	33.8	21.0	24.9
세전계속사업손익	1,248.4	1,565.8	1,265.7	1,558.9	1,647.4
당기순이익	922.4	1,165.0	970.0	1,187.7	1,255.2
지배기업당기순이익	902.7	1,165.7	968.4	1,189.2	1,256.8
증가율 (Y-Y,%)	(8.3)	26.3	(16.7)	22.4	5.7
NOPLAT	869.2	889.9	1,029.6	1,095.5	1,152.2
(+) Dep	241.1	250.3	299.1	376.5	452.7
(-) 운전자본투자	29.7	458.1	38.1	(143.8)	85.8
(-) Capex	472.8	767.5	600.8	400.0	400.0
OpFCF	607.8	(85.5)	689.8	1,215.8	1,119.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.1	4.2	3.6	4.7	5.9
영업이익증가율(3Yr)	(7.5)	(3.9)	2.0	7.1	8.3
EBITDA증가율(3Yr)	(5.6)	(2.6)	3.3	8.7	10.9
순이익증가율(3Yr)	(7.7)	6.2	(1.2)	8.8	2.5
영업이익률(%)	19.9	20.1	20.7	21.3	21.5
EBITDA마진(%)	24.0	24.4	25.3	26.9	28.0
순이익률 (%)	15.7	19.7	14.9	17.6	17.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	1,266.0	822.3	1,821.3	1,905.3	1,816.3
당기순이익	922.4	1,165.0	970.2	1,187.7	1,255.2
자산상각비	241.1	250.3	299.1	376.5	452.7
운전자본증감	185.4	(365.4)	327.1	143.8	(85.8)
매출채권감소(증가)	(45.3)	(97.3)	(228.1)	(31.0)	(73.5)
재고자산감소(증가)	19.0	(175.5)	(144.8)	136.0	(104.2)
매입채무증가(감소)	338.1	32.9	180.9	38.8	91.9
투자현금	(848.3)	(529.7)	(1,055.7)	60.7	(878.9)
단기투자자산감소	45.4	121.8	(658.1)	568.7	(373.1)
장기투자증권감소	(191.9)	4.2	22.7	(2.5)	0.8
설비투자	(472.8)	(767.5)	(600.8)	(400.0)	(400.0)
유무형자산감소	(32.3)	(6.3)	(34.3)	(50.4)	(50.4)
재무현금	(775.8)	(293.4)	(313.2)	(343.5)	(376.2)
차입금증가	328.7	883.3	706.0	300.0	300.0
자본증가	(1,079.2)	(1,133.5)	(1,108.3)	(643.5)	(676.2)
배당금지급	776.4	586.6	739.5	643.5	676.2
현금 증감	(369.1)	104.0	474.1	1,622.5	561.2
총현금흐름(Gross CF)	1,460.9	1,514.1	1,851.7	1,761.5	1,902.1
(-) 운전자본증가(감소)	29.7	458.1	38.1	(143.8)	85.8
(-) 설비투자	472.8	767.5	600.8	400.0	400.0
(+) 자산매각	(32.3)	(6.3)	(34.3)	(50.4)	(50.4)
Free Cash Flow	798.0	618.9	1,123.2	1,966.0	937.5
(-) 기타투자	191.9	(4.2)	(22.7)	2.5	(0.8)
잉여현금	606.0	623.2	1,145.9	1,963.4	938.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	6,593	8,978	8,079	10,195	10,899
BPS	67,249	72,266	79,046	86,178	93,801
DPS	5,200	5,400	6,000	6,400	6,800
Multiples(x,%)					
PER	13.2	11.9	18.1	14.3	13.4
PBR	1.3	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/ EBITDA	7.7	9.3	10.5	9.1	8.1
배당수익율	6.0	5.0	4.1	4.4	4.7
PCR	8.0	8.9	9.5	9.7	8.9
PSR	2.0	2.3	2.7	2.5	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	37.4	48.8	59.5	58.6	58.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	0.5	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	3.1	n/a	n/a
유동비율	240.2	228.3	197.0	212.8	228.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.8	0.7	1.3	1.3	1.4
자산구조					
투하자본(%)	57.5	59.9	58.0	53.7	50.8
현금+투자자산(%)	42.5	40.1	42.0	46.3	49.2
자본구조					
차입금(%)	6.3	14.3	19.1	19.9	20.5
자기자본(%)	93.7	85.7	80.9	80.1	79.5

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

KT&G

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	95.7	62/1295	1/49

연도별 성과

2023	A
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**93.7**	**47.2**	**25%**	▲
	혁신 활동	88.4	48.5	중	▲
	생산 공정	93.0	45.3	중	▲
	공급망 관리	100.0	88.6	하	▲
	생물다양성	100.0	69.8	하	▲
S(사회)		**88.6**	**55.7**	**35%**	▲
	인적자원 관리	90.8	54.2	중	▲
	공급망 관리	92.1	53.2	중	▲
	고객 관리	73.0	67.1	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	53.4	하	▲
G(지배구조)		**75.6**	**55.7**	**40%**	▲
	주주의 권리	83.6	51.6	중	▲
	정보의 투명성	63.6	62.6	하	▲
	이사회의 구성과 활동	86.3	56.8	중	▲
	이사의 보수	39.8	72.4	하	▼
	관계사 위험	72.5	60.7	하	▲
	ESG경영 인프라	97.1	53.1	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)
2022	57.2%	27.0%	22.2%
2023	65.5%	19.2%	0.9%
2024	50.5%	22.6%	25.0%

삼양식품
(003230)

—

BUY

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

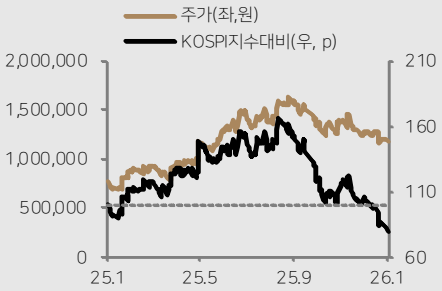
Stock Information

현재가 (1/20)	1,223,000원
예상 주가상승률	47.2%
시가총액	92,129억원
비중(KOSPI내)	0.23%
발행주식수	7,533천주
52주 최저가 / 최고가	684,000 - 1,630,000원
3개월 일평균거래대금	792억원
외국인 지분율	17.0%
주요주주지분율(%)	
삼양라운드스퀘어 (외 7인)	45.0
국민연금공단 (외 1인)	9.6
윤영희 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	21.2	23.0	17.6
PBR(배)	7.6	8.3	5.8
EV/EBITDA(배)	14.8	15.8	11.4
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(2.3)	(12.8)	65.9	(0.6)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(23.8)	(66.0)	(27.9)	(16.6)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

주가 회복의 실마리 네 가지

Issue
4Q25 Preview

Pitch
매출액과 영업이익 모두 컨센서스 부합 추정. 투자의견, 적정주가 유지

Rationale
- 4Q25 매출액 6,759억원 (YoY +41.2%, QoQ +7.0), 영업이익 1,485억원 (OPM 22.0%, YoY +69.4%, QoQ +13.4%) 추정
- 미국법인 매출액 사상 최고치 경신 추정. 10월 진행된 가격인상에도 불구하고 판매량이 감소하지 않는 양호한 셀아웃 흐름 확인. 또한 미국은 최근 안전 재고 레벨을 낮춰가며 출고 중임을 고려 시 수요는 견조하다고 판단, 미국 매출액도 더욱 확대 전망. 중국법인 매출액은 QoQ Flat 추정
- 영업이익은 1) 미국 가격인상 (8%), 2) 수출단가 하향 조정 (약 10%), 3) 밀양 2공장 가동률 상승, 4) 우호적인 환율 (분기 평균 원달러 환율 QoQ +4.6%)을 바탕으로 QoQ 증익 기조를 이어갈 전망. 마케팅비 (250억원 추정) 외 비용 단 특이사항 없음
- 밀양2공장 가동 효과가 시장 기대치만큼의 수출액 증가로 이어지지 않은 것도 사실이나, 밀양2공장의 '25년 연간 생산물량은 CAPA (7.2억개) 대비 20%에 불과. 동사는 1Q26까지 전 라인 2교대 가동 목표로, 램프업 효과 및 잠재적인 추가 생산량 증대 이벤트에 따른 수출액 반등 기대
- 중국 내 불닭볶음면 유형 제품의 수요는 지속 증가 추세. 해당 유형 제품 내에서도 불닭볶음면의 가격은 가장 높게 형성되어 있어 오리지널의 브랜드력은 훼손되지 않았음. 이에 '26년 진행될 중국 영업망 개척 효과와 더불어, 중국 공장 생산량은 그대로 판매량으로 이어질 수 있다고 판단
- 적정주가는 '26년 EPS에 적정 P/E 25배(유지)를 적용해 도출. 1월 초중순 주가 급락으로 현재 주가는 '26년 P/E 17.6배까지 하락. 동시에 구글 트렌드 지표는 '26년 1월 11일 기준 100(최고값) 기록. 해당 지표를 주가 선행 지표라 가정하면, 현재 주가는 매력적인 레벨. 이에 더해 1) 밀양2공장 램프업에 따른 수출액 증가 및 잠재적인 생산량 증대 이벤트 등장 가능성, 2) 미국법인 매출액 QoQ 증가 지속, 3) 소스 관련 글로벌 프랜차이즈 콜라보 등장 가능성 고려 시, 분할 매수 전략 유효

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	1,193	1,728	2,390	3,090	3,986	4,721	4,929
영업이익	148	345	533	675	781	979	1,022
EBITDA	180	391	607	808	950	1,194	1,283
지배주주순이익	126	272	412	523	570	708	722
순차입금	103	36	124	(26)	(106)	(307)	(536)
매출증가율	31.2	44.9	38.3	29.3	29.0	18.4	4.4
영업이익률	12.4	19.9	22.3	21.8	19.6	20.7	20.7
순이익률	10.6	15.7	17.2	16.9	14.3	15.0	14.6
EPS증가율	58.2	115.4	51.5	26.9	9.1	24.2	2.0
ROE	24.9	39.3	40.9	36.3	29.0	27.5	22.1

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 55: 삼양식품의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	529	553	632	676	702	759	801	827	1,728	2,390	3,090
내수	105	113	121	126	107	115	124	128	392	465	475
수출	424	440	511	550	595	644	677	699	1,336	1,925	2,615
YoY(%)	*37.1*	*30.3*	*44.0*	*41.2*	*32.7*	*37.2*	*26.8*	*22.4*	*44.9*	*38.3*	*29.3*
내수	*8.5*	*22.3*	*23.8*	*20.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.2*	*18.7*	*2.0*
수출	*46.7*	*32.5*	*49.8*	*47.1*	*40.4*	*46.3*	*32.7*	*27.1*	*65.1*	*44.1*	*35.9*
QoQ(%)	*10.5*	*4.5*	*14.3*	*7.0*	*3.9*	*8.1*	*5.6*	*3.3*	-	-	-
내수	*0.1*	*7.5*	*7.6*	*3.7*	*-14.9*	*7.5*	*7.6*	*3.7*	-	-	-
수출	*13.4*	*3.8*	*16.0*	*7.7*	*8.2*	*8.2*	*5.2*	*3.2*	-	-	-
영업이익	134	120	131	148	166	177	178	154	345	533	675
YoY(%)	*67.2*	*34.2*	*49.9*	*69.4*	*23.6*	*47.1*	*36.0*	*4.0*	*133.6*	*54.8*	*26.5*
QoQ(%)	*52.8*	*-10.4*	*9.0*	*13.4*	*11.5*	*6.7*	*0.8*	*-13.3*	-	-	-
OPM(%)	*25.3*	*21.7*	*20.7*	*22.0*	*23.6*	*23.3*	*22.2*	*18.7*	*19.9*	*22.3*	*21.8*
순이익	99	84	110	118	130	132	137	124	271	411	523
YoY(%)	*30.7*	*56.4*	*24.2*	*4.9*	*-14.6*	*-11.8*	*26.6*	*36.7*	*115.4*	*51.4*	*26.9*
NIM(%)	*18.4*	*17.4*	*17.1*	*15.0*	*13.1*	*12.6*	*16.4*	*14.6*	*15.7*	*17.2*	*16.9*

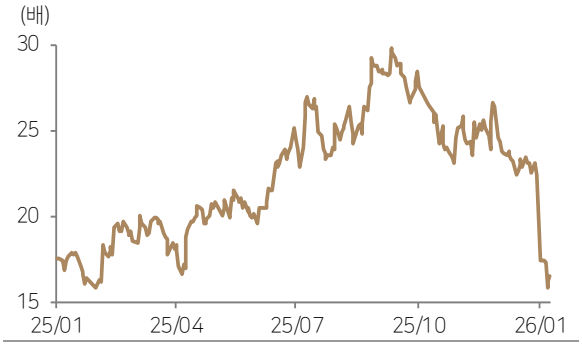
Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 56: 삼양식품 적정주가 도출

구분		비고
EPS(원)	69,384	'26E 기준
적정P/E(배)	25	적정배수 유지
적정주가(원)	1,800,000	적정주가 유지
종가(원)	1,223,000	
상승여력	47.2%	

Source: 다올투자증권 추정

Fig. 57: 삼양식품 '26년 P/E

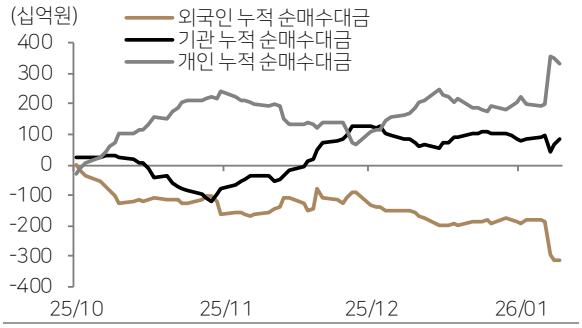


Source: Quantiwise, 다올투자증권

1. 최근 주가 하락 사유

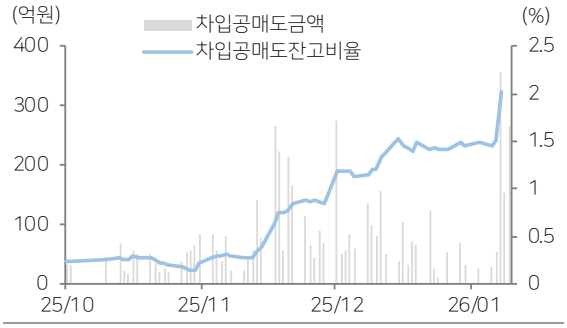
최근 외국인 차입공매도 증가로 삼양식품 주가 급락이 나타났다. 밀양2공장 가동 효과가 시장 기대치만큼의 수출액 증가로 이어지지 않았던 점도 투자 심리에 영향을 미쳤다.

Fig. 58: 삼양식품 주체별 수급 추이



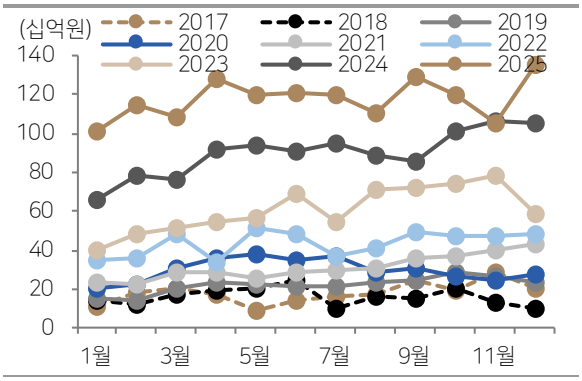
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 59: 삼양식품 차입공매도금액 및 잔고비율 추이



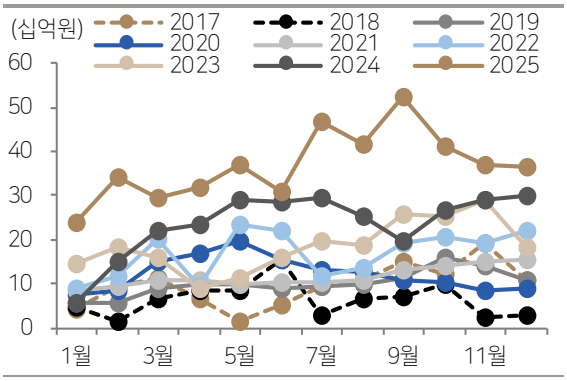
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 60: 삼양식품 추정 관세청 수출액 to 전체 국가



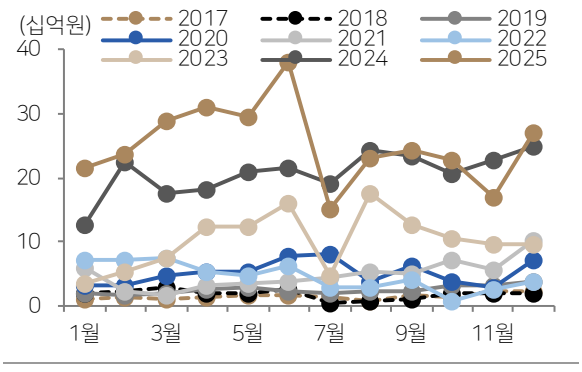
Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 61: 삼양식품 추정 관세청 수출액 to 중국



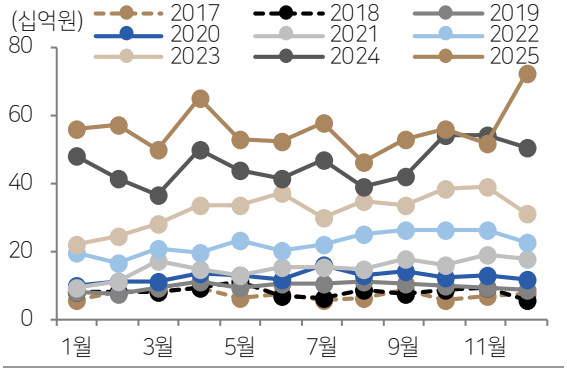
Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 62: 삼양식품 추정 관세청 수출액 to 미국



Source: Trass, 다올투자증권

Fig. 63: 삼양식품 추정 관세청 수출액 to 중국/미국 외



Source: Trass, 다올투자증권

2. 주가 회복의 트리거 네 가지

주가 회복의 트리거는 1) 구글 트렌드 반등, 2) 생산량 및 수출액 증가, 3) 미국법인 매출액 증가, 4) 소스 관련 프랜차이즈 콜라보 확대가 될 수 있다.

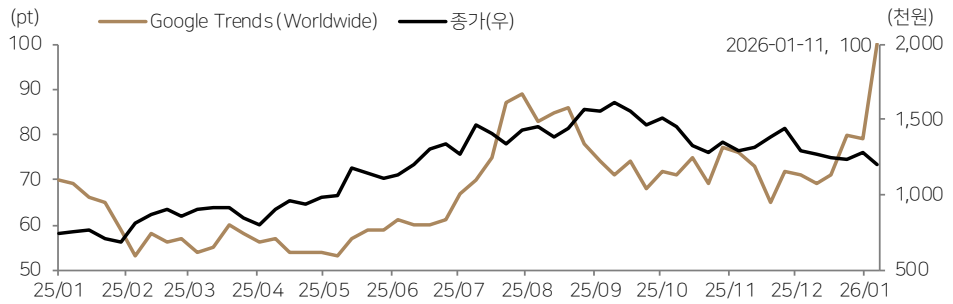
1) 구글 트렌드 반등

'Buldak'의 구글 트렌드는 '26년 1월 11일 기준 100 (최고값)을 기록했다. 미국에서의 우호적인 셀아웃 흐름과 더불어 '25년 12월 집행한 마케팅비 영향으로 판단한다. 구글 트렌드 지표를 선행지표라 가정하면, 현재 주가는 매력적인 구간이다.

2) 생산량 및 수출액 증가

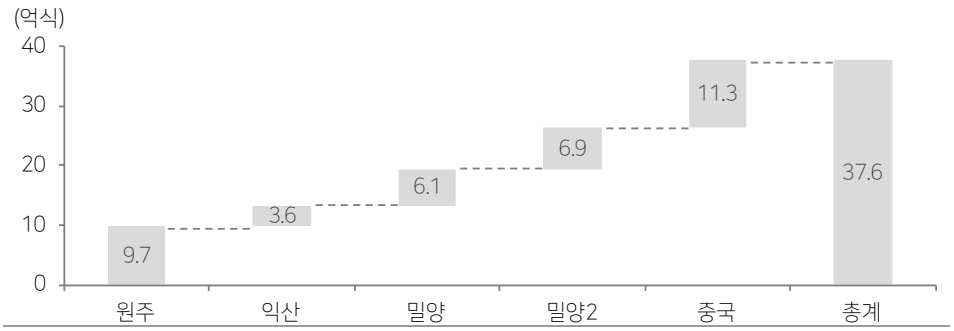
밀양2공장은 '25년 10월 기준 4개 라인 가동 (봉지면 3개 2교대, 용기면 1개 1교대), 12월 기준 6개 라인 가동 (봉지면 3개 2교대, 용기면 3개 1교대) 됐다. 그럼에도 '25년 생산량은 CAPA 대비 20%에 불과하다. 현재 봉지면 라인 3개는 인력을 추가 투입하며 생산량을 끌어올리고 있고, 용기면 라인 3개는 1Q26 중 2교대 가동이 목표다. 이에 추가적인 램프업에 따라 '26년 생산량 증가는 더 가파르게 나타날 전망이다. 밀양2공장 램프업 효과 외에도, 동사는 원주공장 내 스낵 라인을 라면 라인으로 교체할 계획을 갖고 있으며, 가동 시간 조정 (현재 평일 2교대 20시간) 등을 통해 추가적인 생산량 증대가 가능할 수 있다.

Fig. 64: 'Buldak' Google Trends



Note: 100이 최고값 / Source: Google Trends, 다올투자증권

Fig. 65: 삼양식품 CAPA



Source: 삼양식품, 다올투자증권

3) 미국법인 매출액 증가

미국법인 매출액은 계속해서 사상 최고치를 경신할 전망이다. **[4Q25]** 동사는 미국법인으로 매월 약 300억원에 달하는 물량 (별도→해외법인 공급가액 기준)을 출고하고 있고, 10월 미국 가격인상에도 불구하고 판매량이 감소하지 않는 양호한 셀아웃 흐름이 확인되고 있다. 최근 미국법인은 안전재고 레벨을 낮춰가며 출고를 진행하고 있어, 법인 인식 매출액은 더욱 확대될 전망이다. **[1Q26]** 관세청 수출데이터에 따르면 11월 삼양식품의 미국향 수출액은 전월대비 감소했으나, 삼양식품 내부 집계 기준으로는 전월 대비 증가했다 (달러 기준 MoM +10%). 또한 12월 미국 라면 수출액은 345억원 (MoM +38.9%, YoY +19.6%)으로 반등이 나타났다. 선적 후 법인 매출액 인식까지의 시차를 고려할 시, 11-12월 선적된 물량은 1분기 미국법인 실적에 반영되며 전분기 대비 법인 매출액 증가를 이끌 전망이다. **[2Q26]** 춘절 (2/17-3/3) 물량 출고가 끝난 2-3월에는 중국 수출이 감소하고, 미국향 물량이 증가할 전망이다. 2-3월에 걸쳐 증가한 미국향 수출액은 2Q26 미국법인 실적에 반영되기 때문에, 2분기 미국법인 실적은 다시 한 번 사상 최고치를 경신할 것이다.

4) 소스 관련 프랜차이즈 콜라보

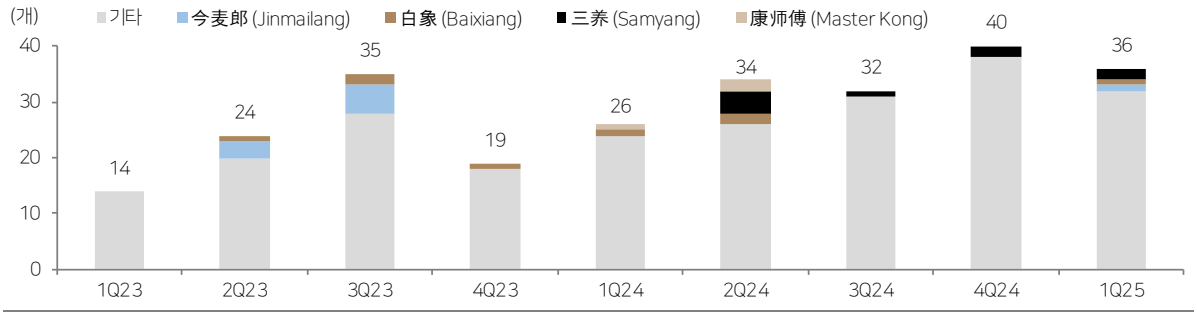
동사는 '25년 미국 최대 중식 프랜차이즈 판다익스프레스, 필리핀 최대 외식 브랜드 졸리비와 소스 관련 콜라보를 진행했다. 최근에는 중국 KFC와의 콜라보 발표도 있었다. 불닭볶음면의 브랜드력을 고려하면 프랜차이즈와도 윈윈 구조이기 때문에, 대형 외식 브랜드와의 콜라보가 추가로 등장할 수 있다고 판단하며, 이는 추가적인 주가 트리거로 작용 가능할 전망이다.

3. 하반기 중국 수출을 늘린 건 맞는 선택이었다

'24년 동사는 늘어나는 미국 수요에 대응하기 위해 미국 메인스트림을 우선으로 하는 물량 배치 전략을 펼쳤고, 이에 중국 내 초과 수요 대응에 어려움이 있었다. 수요는 있는데 공급이 부족하니 현지 기업들의 미투 제품 출시가 빗발쳤다. 실제로 '24년 중국 내 출시된 불닭볶음면 유형 신제품은 분기별 최소 26개에서 4Q24에는 40개에 달했고, 중국 라면 시장 내 불닭볶음면 유형 제품의 점유율은 2Q23 5%에서 3Q24에는 6%를 돌파했다. 이에 '25년 8월 미국 상호관세 부과 후 10월 미국 가격 인상 직전까지 중국향 수출을 확대한 것은 합리적인 선택이었다.

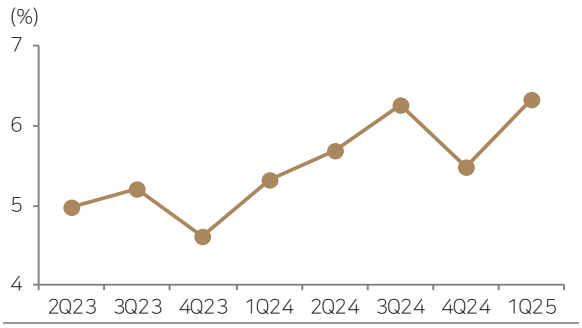
수요 대비 공급 부족으로 중국 내 미투 제품들이 다수 등장했으나, 불닭의 브랜드력은 여전히 견고하다. 1Q25 기준 불닭볶음면 유형 제품의 가격을 살펴보면, 삼양식품 약 5위안, Master Kong 약 3.2위안, Baixiang 약 2.8위안에 형성돼 있다. 이에 오리지널 제품으로서의 브랜드력은 훼손되지 않았다고 판단하며, '26년 진행될 영업망 개척 효과와 더불어 중국 공장 생산량은 그대로 판매량으로 이어질 수 있다고 판단한다.

Fig. 66: 중국 내 불닭볶음면 유형 제품 신제품 출시 수량



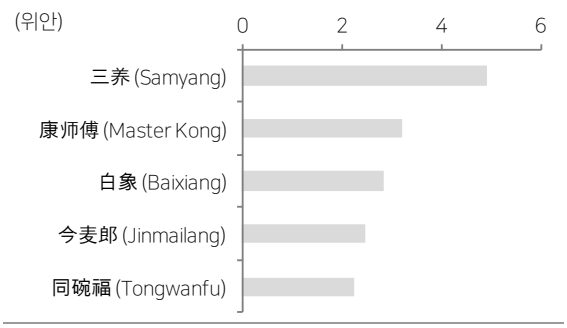
Source: 马上赢, 다올투자증권

Fig. 67: 중국 내 불닭볶음면 유형 제품의 라면 시장 점유율



Source: 马上赢, 다올투자증권

Fig. 68: 중국 내 불닭볶음면 유형 제품의 가격 (1Q25)



Source: 马上赢, 다올투자증권

4. 수요 훽 : 경쟁사의 제품 전략, 매출에누리 비중 모두 우호적인 수요를 뒷받침

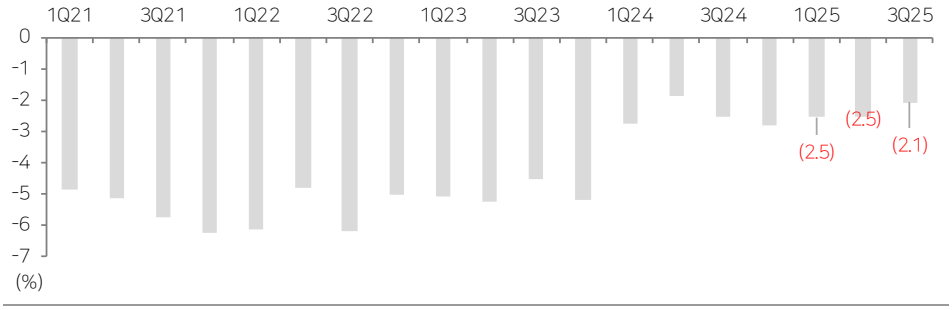
1) 글로벌 경쟁사들의 매운 볶음면 출시 봇물

경쟁사들의 제품 전략 변화에서도 불닭에 대한 견조한 수요를 확인할 수 있다. 먼저 Nissin의 경우, 최근 여러 국가에서 매운 볶음면 카테고리를 확장하고 있다. Nissin의 주력 제품은 'Cup Noodle' (국물면)인데, 최근 해당 브랜드 내 Stir Fry (볶음면) 제품을 출시하는 한편, 'Hot& Spicy'라는 볶음면 전문 브랜드를 출시하기도 했다. 또한 Nissin이 '23년 하반기 출시한 신규 브랜드 'Geki' (일본어로 '극한'을 의미)는 패키징에 'Korean Cheese Taste'임을 명시하고 있어, 불닭볶음면을 직접적으로 대응하기 위한 제품으로 확인된다. 태국 현지 기업인 'Kopeg Food' 역시 불닭 컨셉의 'Mafia Ramen'을 현지에서 판매 중으로, 경쟁사들의 잇단 매운 볶음면 제품 출시 움직임은 불닭의 글로벌 존재감 확대를 시사한다.

2) 여전히 낮은 매출에누리 비중

음식료품 제조회사가 유통채널에서 진행하는 할인 행사 비용은 통상 제조회사의 매출에누리 항목으로 반영돼 총매출에서 차감된다. 이에 순매출 (총매출-매출에누리) 대비 매출에누리의 비중을 살펴보면, 각 제조회사의 유통채널 협상력, 가격전가력, 브랜드력을 확인할 수 있다. 삼양식품의 연결 매출액 대비 매출에누리 비중은 3Q25누적 2.5%로, 1Q24를 기점으로 점차 낮아져 3Q25에는 가장 낮은 2.1%를 기록했으며, 이는 업종 평균을 크게 하회하는 수치다.

Fig. 69: 삼양식품 연결 매출액 대비 매출에누리 비중



Source: Dart, 다올투자증권

Fig. 70: Nissin 'Geki' 브랜드의 Korean Chicken Flavor 라면



Source: Nissin, 다올투자증권

Fig. 71: Nissin 'Geki' 브랜드의 Korean Kimchi Flavor 라면



Source: Nissin, 다올투자증권

Fig. 72: 인도네시아 발리 M마트 내 Nissin의 Geki 용기면



Source: 다올투자증권

Fig. 73: 인도네시아 발리 M마트 내 Nissin Geki 용기면



Source: 다올투자증권

Fig. 74: Kopeg Food (태국 현지 기업) BAMEE MAFIA 라면



Source: Kopeg Food, 다올투자증권

Fig. 75: 태국 편의점 내 BAMEE MAFIA 라면



Source: 다올투자증권

삼양식품 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	497.3	682.1	883.6	1,141.9	1,434.4
현금성자산	241.5	350.4	445.2	615.3	715.1
매출채권	81.4	138.4	167.4	204.9	286.9
재고자산	142.2	148.0	225.1	275.5	385.7
비유동자산	673.0	912.6	1,327.5	1,655.2	2,074.4
투자자산	73.2	105.5	148.6	154.7	161.0
유형자산	543.0	748.0	1,109.5	1,415.4	1,812.4
무형자산	55.5	57.9	69.4	85.2	101.0
자산총계	1,170.3	1,594.8	2,211.1	2,797.2	3,508.8
유동부채	402.0	492.4	615.4	692.5	847.6
매입채무	175.3	246.1	294.2	360.1	504.1
유동성이자부채	175.5	132.0	205.8	215.8	225.8
비유동부채	191.5	274.3	387.6	398.6	409.7
비유동이자부채	168.6	254.2	363.0	373.0	383.0
부채총계	593.5	766.7	1,003.1	1,091.1	1,257.3
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	1,152.1	1,650.2	2,195.6
자본조정	(6.5)	(2.2)	(9.1)	(9.1)	(9.1)
자기주식	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
자본총계	576.8	828.0	1,208.0	1,706.1	2,251.5
투하자본	668.3	850.2	1,310.8	1,657.9	2,122.6
순차입금	102.6	35.8	123.6	(26.4)	(106.3)
ROA	12.1	19.6	21.6	20.9	18.1
ROE	24.9	39.3	40.9	36.3	29.0
ROIC	18.6	35.0	38.2	35.0	31.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,192.9	1,728.0	2,390.1	3,089.7	3,986.4
증가율 (Y-Y,%)	31.2	44.9	38.3	29.3	29.0
영업이익	147.5	344.6	533.5	674.7	780.7
증가율 (Y-Y,%)	63.2	133.6	54.8	26.5	15.7
EBITDA	179.7	390.6	606.8	807.6	949.7
영업외손익	8.8	7.1	(2.3)	4.0	(40.5)
순이자수익	(6.8)	(4.5)	(8.6)	(12.3)	(50.8)
외화관련손익	1.8	27.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	10.6	0.2	0.4	0.6	0.6
세전계속사업손익	156.3	351.6	531.2	678.7	740.2
당기순이익	126.6	271.3	411.1	522.7	570.0
지배기업당기순이익	126.3	272.0	411.9	522.7	570.0
증가율 (Y-Y,%)	57.7	114.3	51.6	27.1	9.1
NOPLAT	119.5	265.8	412.9	519.6	601.2
(+) Dep	32.2	46.0	73.3	132.9	169.0
(-) 운전자본투자	(40.6)	(58.0)	57.3	21.3	47.4
(-) Capex	45.0	228.5	503.6	438.7	566.1
OpFCF	147.2	141.4	(74.8)	192.4	156.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.5	39.1	38.0	37.3	32.1
영업이익증가율(3Yr)	15.7	74.0	80.7	66.0	31.3
EBITDA증가율(3Yr)	18.3	69.2	73.1	65.0	34.5
순이익증가율(3Yr)	23.0	68.5	72.4	60.4	28.1
영업이익률(%)	12.4	19.9	22.3	21.8	19.6
EBITDA마진(%)	15.1	22.6	25.4	26.1	23.8
순이익률 (%)	10.6	15.7	17.2	16.9	14.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	168.1	357.9	465.7	634.7	692.1
당기순이익	126.6	271.3	411.1	522.7	570.0
자산상각비	32.2	46.0	73.3	132.9	169.0
운전자본증감	(7.8)	(7.4)	(1.2)	(21.3)	(47.4)
매출채권감소(증가)	0.2	(15.6)	(35.7)	(37.5)	(82.0)
재고자산감소(증가)	(38.9)	4.6	(95.3)	(50.4)	(110.2)
매입채무증가(감소)	20.7	(6.9)	40.0	65.9	144.0
투자현금	(23.7)	(214.3)	(510.0)	(460.5)	(588.0)
단기투자자산감소	13.8	7.7	1.4	(0.4)	(0.5)
장기투자증권감소	(0.0)	0.0	0.1	(0.3)	(0.3)
설비투자	(45.0)	(228.5)	(503.6)	(438.7)	(566.1)
유무형자산감소	(3.3)	(4.9)	(13.0)	(15.8)	(15.8)
재무현금	(20.1)	(34.9)	146.0	(4.6)	(4.6)
차입금증가	3.9	(3.2)	181.1	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	99.7	169.6	99.4
총현금흐름(Gross CF)	203.9	410.5	575.6	656.0	739.5
(-) 운전자본증가(감소)	(40.6)	(58.0)	57.3	21.3	47.4
(-) 설비투자	45.0	228.5	503.6	438.7	566.1
(+) 자산매각	(3.3)	(4.9)	(13.0)	(15.8)	(15.8)
Free Cash Flow	172.4	188.8	64.5	174.2	104.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.1)	0.3	0.3
잉여현금	172.4	188.8	64.5	173.9	103.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	16,761	36,106	54,685	69,384	75,670
BPS	67,617	100,754	149,051	213,066	283,368
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
Multiples(x,%)					
PER	12.9	21.2	21.9	17.3	15.9
PBR	3.2	7.6	8.1	5.6	4.2
EV/ EBITDA	9.6	14.8	15.1	11.2	9.4
배당수익율	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	8.0	14.0	15.7	13.8	12.2
PSR	1.4	3.3	3.8	2.9	2.3
재무건전성 (%)					
부채비율	102.9	92.6	83.0	64.0	55.8
Net debt/Equity	17.8	4.3	10.2	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	57.1	9.2	20.4	n/a	n/a
유동비율	123.7	138.5	143.6	164.9	169.2
이자보상배율	21.7	76.0	61.7	54.9	15.4
이자비용/매출액	1.0	0.8	0.4	0.8	1.6
자산구조					
투하자본(%)	68.0	65.1	68.8	68.3	70.8
현금+투자자산(%)	32.0	34.9	31.2	31.7	29.2
자본구조					
차입금(%)	37.4	31.8	32.0	25.7	21.3
자기자본(%)	62.6	68.2	68.0	74.3	78.7

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

삼양식품

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	5천억이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	83.6	302/1295	10/49

연도별 성과

2023	AA
2024	AA
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**76.7**	**47.2**	**25%**	▲
	혁신 활동	78.0	48.5	중	▲
	생산 공정	75.8	45.3	상	▲
	공급망 관리	평가제외	평가제외	평가제외	-
	생물다양성	평가제외	평가제외	평가제외	-
S(사회)		**87.0**	**55.7**	**35%**	▲
	인적자원 관리	77.9	54.2	중	▲
	공급망 관리	90.5	53.2	중	▲
	고객 관리	93.5	67.1	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	94.7	53.4	하	▲
G(지배구조)		**50.7**	**55.7**	**40%**	▼
	주주의 권리	56.4	51.6	중	▲
	정보의 투명성	48.6	62.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	47.5	56.8	중	▼
	이사의 보수	95.3	72.4	하	▲
	관계사 위험	32.5	60.7	하	▼
	ESG경영 인프라	85.2	53.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (1개)

※ 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)
2022	13.1%	27.0%	35.6%
2023	12.4%	19.2%	72.6%
2024	9.1%	22.6%	255.2%

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

농심
(004370)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	550,000	550,000	유지
Earnings			

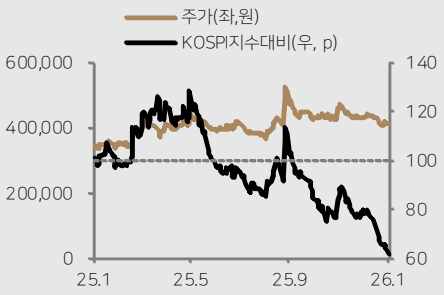
Stock Information

현재가 (1/20)	415,500원
예상 주가상승률	32.4%
시가총액	25,273억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	6,083천주
52주 최저가 / 최고가	334,000 - 522,000원
3개월 일평균거래대금	144억원
외국인 지분율	20.1%
주요주주지분율(%)	
농심홀딩스 (외 6인)	44.2
국민연금공단 (외 1인)	7.9
자사주 (외 1인)	4.9

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	14.5	15.0	12.4
PBR(배)	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	5.6	5.6	4.5
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(3.6)	1.2	20.8	(3.9)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(25.1)	(52.0)	(73.1)	(19.9)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

판매량 증가, 근데 비용도 증가

Issue
4Q25 Preview

Pitch
인건비성 비용, 마케팅비 지출 확대로 영업이익 시장 기대치 하회 추정

Rationale
- 4Q25 매출액 9,081억원 (YoY +6.2%), 영업이익 320억원 (YoY +56.6%, OPM +3.5%)으로 영업이익 기준 시장 기대치 하회 추정
- [매출액] **별도** 매출액 YoY +1.4% 추정. 라면 판매량은 QoQ Flat 예상. 이에 라면 매출액은 YoY 1.7%, 스낵은 신제품 공백으로 YoY Flat 추정. **중국**은 적극적인 마케팅 하 두 자릿수 외형 성장세 (YoY +25%) 이어갈 것. **미국**은 10-11월 신라면 브랜드 총매출액 성장이 두드러졌고 (신라면 오리지널 기준 YoY 약 +30%), 7월 가격인상 효과가 온기 반영될 것이나, 프로모션 증가로 순매출액 성장률은 눈높이를 낮출 필요. 참고로 미국법인 매출액 내 신라면 브랜드 비중은 40% 후반. **유럽**은 거래선 정비 작업은 마무리되었으나, 수출 CAPA 부족으로 성장은 4Q26 녹산 공장 가동과 함께 본격화 전망
- [영업이익] 국내외 마케팅비 증가, 인건비성 비용 반영, 장기종업원급여(금) 관련 비용 증가로 영업이익 하향 조정. 동사는 '25년 해외 확장을 본격화하며 해외 마케팅비/시장비 집행이 확대된 바 있으나, 국내 판관비 통제로 전체 판관비율은 유지하는 모습을 보였음. 다만 4Q25는 국내에서 추가적인 마케팅 지출이 있었고, 미국에서는 타임스퀘어 광고 등 지출로 예상 대비 비용 확대. 다만 중국 수익성은 YoY 소폭 개선을 전망하는데, 판매량 증가로 인한 고정비 부담 완화, 2-3분기에 마케팅비가 집중되었던 영향
- [투자의견] 동사는 적극적인 마케팅, 신제품 전략을 바탕으로 해외 확장에 속도를 내는 중. 이에 중국은 3분기부터 두 자릿수 성장률 기록 중이며, 미국 법인도 4분기 판매량 반등 확인. 또한 '26년 10월 녹산 수출 전용 공장 가동과 함께 유럽 등 판매량 확대 전망. 다만 마케팅비, 신공장 관련 고정비 등 비용 증가 흐름은 이어질 것이기에, 판매량 증가 효과가 비용 부담을 상쇄하길 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	3,411	3,439	3,540	3,747	4,047	4,249	4,419
영업이익	212	163	183	228	227	248	253
EBITDA	330	286	309	352	353	376	383
지배주주순이익	172	157	168	204	197	214	217
순차입금	(612)	(689)	(783)	(934)	(1,064)	(1,207)	(1,350)
매출증가율	9.0	0.8	2.9	5.8	8.0	5.0	4.0
영업이익률	6.2	4.7	5.2	6.1	5.6	5.8	5.7
순이익률	5.0	4.6	4.8	5.5	4.9	5.0	4.9
EPS증가율	48.0	(8.5)	7.0	21.5	(3.6)	8.5	1.5
ROE	7.2	6.2	6.2	7.3	6.6	6.8	6.5

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 76: 농심 P/E Valuation

구분		비고
EPS(원)	33,617	'26년 기준
적정P/E(배)	16	
적정주가(원)	550,000	
종가(원)	415,500	
상승여력	32.4%	

Source: 농심, 다올투자증권 추정

Fig. 77: 농심의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	893	868	871	908	922	921	928	975	3,439	3,540	3,747
1. 별도	693	694	675	673	708	708	696	700	2,702	2,735	2,812
라면	516	515	501	511	530	528	519	538	1,993	2,043	2,115
내수	410	404	406	415	418	412	414	423	1,578	1,634	1,667
수출	106	111	96	96	111	116	105	115	415	409	448
스낵	109	122	122	107	111	125	125	109	455	460	469
기타	155	142	138	140	156	144	140	142	596	576	581
매출에누리	86	89	85	85	89	89	88	88	338	345	353
2. 해외	254	252	266	303	278	277	294	338	960	1,074	1,188
중국	45	42	44	48	52	46	46	50	161	180	195
북미	163	143	143	167	172	155	157	188	623	616	671
기타국가	46	66	79	87	53	76	91	100	176	279	321
3. 연결조정	-55	-78	-70	-67	-64	-64	-63	-63	-222	-269	-253
YoY(%)	*2.3*	*0.8*	*2.4*	*6.2*	*3.2*	*6.2*	*6.5*	*7.4*	*0.8*	*2.9*	*5.8*
1. 별도	*1.4*	*0.9*	*1.2*	*1.4*	*2.1*	*2.0*	*3.1*	*4.1*	*3.7*	*1.2*	*2.8*
라면	*5.2*	*1.6*	*1.8*	*1.7*	*1.0*	*3.0*	*4.0*	*5.0*	*6.6*	*2.5*	*3.5*
내수	*5.3*	*3.0*	*5.1*	*1.2*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*1.9*	*3.6*	*2.0*
수출	*5.0*	*-3.4*	*-10.2*	*3.9*	*5.0*	*5.0*	*10.0*	*20.0*	*29.5*	*-1.5*	*9.7*
스낵	*-10.9*	*6.3*	*9.8*	*0.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*-1.1*	*1.1*	*2.0*
기타	*0.1*	*-9.7*	*-5.1*	*2.0*	*1.0*	*1.0*	*1.0*	*1.0*	*4.4*	*-3.3*	*1.0*
2. 해외	*2.9*	*6.6*	*14.4*	*24.1*	*9.2*	*10.2*	*10.7*	*11.8*	*-2.1*	*12.0*	*10.5*
중국	*-4.5*	*2.3*	*31.9*	*25.0*	*15.0*	*10.0*	*5.0*	*5.0*	*-15.2*	*11.9*	*8.7*
북미	*0.9*	*-4.6*	*-6.7*	*5.3*	*6.0*	*8.0*	*10.0*	*12.0*	*-1.9*	*-1.2*	*9.0*
기타국가	*20.4*	*48.3*	*71.2*	*88.2*	*15.0*	*15.0*	*15.0*	*15.0*	*13.0*	*58.7*	*15.0*
영업이익	56	40	54	32	67	60	61	40	163	183	228
별도	38	31	42	20	46	39	43	28	84	131	155
해외	15	12	12	12	21	21	17	12	72	50	71
중국	6	2	4	1	6	2	4	1	15	13	12
북미	8	7	5	8	9	8	5	6	50	27	28
YoY(%)	*-8.7*	*-8.1*	*44.6*	*56.6*	*19.8*	*49.6*	*11.6*	*24.7*	*-23.1*	*12.0*	*24.8*
별도	*-0.6*	*77.3*	*146.5*	*79.1*	*20.7*	*25.0*	*3.1*	*39.2*	*-32.6*	*56.0*	*18.9*
해외	*-33.2*	*-54.0*	*-29.2*	*51.4*	*38.8*	*82.9*	*44.7*	*1.7*	*-9.4*	*-30.6*	*41.9*
중국	*20.8*	*-70.1*	*27.7*	*81.9*	*-3.5*	*-9.2*	*4.2*	*5.0*	*29.4*	*-16.9*	*-1.6*
북미	*-51.6*	*-61.1*	*-58.8*	*40.6*	*17.3*	*19.6*	*10.0*	*-29.9*	*-21.0*	*-46.0*	*2.6*
OPM(%)	*6.3*	*4.6*	*6.2*	*3.5*	*7.3*	*6.5*	*6.5*	*4.1*	*4.7*	*5.2*	*6.1*
별도	*5.5*	*4.4*	*6.2*	*3.0*	*6.5*	*5.4*	*6.2*	*4.0*	*3.1*	*4.8*	*5.5*
해외	*6.0*	*4.6*	*4.5*	*3.8*	*7.6*	*7.7*	*5.8*	*3.5*	*7.5*	*4.7*	*6.0*
중국	*13.1*	*4.8*	*8.1*	*2.0*	*11.0*	*4.0*	*8.0*	*2.0*	*9.4*	*7.0*	*6.3*
북미	*4.7*	*4.6*	*3.4*	*4.8*	*5.2*	*5.1*	*3.4*	*3.0*	*8.1*	*4.4*	*4.2*
지배순이익	52	36	51	29	59	53	54	39	157	168	204
YoY(%)	*-2.1*	*-14.8*	*38.8*	*17.2*	*12.8*	*44.2*	*7.5*	*33.1*	*-8.5*	*7.0*	*21.5*
NIM(%)	*5.8*	*4.2*	*5.8*	*3.2*	*6.4*	*5.7*	*5.9*	*4.0*	*4.6*	*4.8*	*5.5*

Source: 농심, 다올투자증권 추정

농심 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,419.8	1,743.7	1,857.3	2,072.1	2,274.0
현금성자산	673.1	892.1	958.7	1,119.8	1,259.8
매출채권	313.2	328.1	356.5	382.9	413.6
재고자산	318.2	323.2	339.7	364.9	394.1
비유동자산	1,814.9	1,853.7	1,849.6	1,868.6	1,897.5
투자자산	218.2	200.4	232.9	242.3	252.2
유형자산	1,535.1	1,579.8	1,552.2	1,565.5	1,588.1
무형자산	61.7	73.6	64.6	60.8	57.2
자산총계	3,234.8	3,597.5	3,706.9	3,940.7	4,171.5
유동부채	696.5	678.2	848.5	906.0	960.8
매입채무	596.0	567.9	630.1	676.8	731.0
유동성이자부채	31.7	39.6	147.0	157.0	157.0
비유동부채	97.5	246.7	126.4	130.1	144.0
비유동이자부채	29.4	163.5	28.8	28.8	38.8
부채총계	793.9	924.9	974.9	1,036.1	1,104.8
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	121.8	130.3	137.2	137.2	137.2
이익잉여금	2,316.2	2,437.4	2,576.6	2,749.2	2,911.3
자본조정	(38.2)	73.8	(12.7)	(12.7)	(12.7)
자기주식	(80.8)	(80.8)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
자본총계	2,440.8	2,672.6	2,732.0	2,904.6	3,066.7
투하자본	1,754.2	1,925.3	1,866.7	1,884.9	1,913.4
순차입금	(612.0)	(689.0)	(782.9)	(934.0)	(1,064.1)
ROA	5.5	4.6	4.6	5.3	4.9
ROE	7.2	6.2	6.2	7.3	6.6
ROIC	8.8	6.4	7.5	9.4	9.0

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,410.6	3,438.7	3,540.0	3,746.8	4,046.5
증가율 (Y-Y,%)	9.0	0.8	2.9	5.8	8.0
영업이익	212.1	163.1	182.5	227.8	227.1
증가율 (Y-Y,%)	89.1	(23.1)	11.9	24.8	(0.3)
EBITDA	330.1	285.7	309.1	352.3	352.8
영업외손익	19.1	54.7	31.4	37.7	35.4
순이자수익	17.6	23.0	22.3	17.2	20.9
외화관련손익	(0.8)	2.1	(0.7)	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
세전계속사업손익	231.1	217.8	214.0	265.5	262.5
당기순이익	171.5	157.6	167.5	204.5	196.9
지배기업당기순이익	171.9	157.3	168.3	204.5	197.1
증가율 (Y-Y,%)	47.8	(8.1)	6.3	22.1	(3.7)
NOPLAT	157.3	118.0	141.9	175.4	170.3
(+) Dep	118.1	122.7	126.6	124.5	125.7
(-) 운전자본투자	(39.0)	131.2	(16.0)	6.2	7.0
(-) Capex	108.0	122.9	67.8	133.9	144.6
OpFCF	206.3	(13.4)	216.7	159.8	144.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.9	8.9	4.2	3.2	5.6
영업이익증가율(3Yr)	9.8	15.4	17.6	2.4	11.7
EBITDA증가율(3Yr)	8.0	10.6	10.6	2.2	7.3
순이익증가율(3Yr)	4.8	16.5	13.0	6.0	7.7
영업이익률(%)	6.2	4.7	5.2	6.1	5.6
EBITDA마진(%)	9.7	8.3	8.7	9.4	8.7
순이익률 (%)	5.0	4.6	4.7	5.5	4.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	327.2	272.5	283.4	326.6	319.8
당기순이익	171.5	157.6	167.9	204.5	196.9
자산상각비	118.1	122.7	126.6	124.5	125.7
운전자본증감	0.7	(51.6)	13.2	(6.2)	(7.0)
매출채권감소(증가)	(12.2)	0.7	(34.4)	(26.4)	(30.6)
재고자산감소(증가)	(24.1)	4.5	(22.8)	(25.2)	(29.2)
매입채무증가(감소)	49.9	(22.8)	16.8	46.7	54.1
투자현금	(267.4)	(381.9)	(166.2)	(173.8)	(186.1)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(7.3)	(30.1)	(31.4)
장기투자증권감소	378.1	520.4	531.6	(3.5)	(3.6)
설비투자	(108.0)	(122.9)	(67.8)	(133.9)	(144.6)
유무형자산감소	0.7	6.4	4.1	(0.2)	(0.2)
재무현금	(44.8)	95.1	(38.6)	(21.8)	(25.0)
차입금증가	(16.4)	129.5	(10.0)	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)	75.5	131.0	108.7
총현금흐름(Gross CF)	362.3	363.2	287.1	332.8	326.8
(-) 운전자본증가(감소)	(39.0)	131.2	(16.0)	6.2	7.0
(-) 설비투자	108.0	122.9	67.8	133.9	144.6
(+) 자산매각	0.7	6.4	4.1	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	95.6	(70.3)	134.2	152.8	133.7
(-) 기타투자	(378.1)	(520.4)	(531.6)	3.5	3.6
잉여현금	473.7	450.0	665.8	149.3	130.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	28,261	25,861	27,666	33,617	32,404
BPS	389,399	427,185	438,448	467,459	494,693
DPS	5,000	5,000	5,500	6,050	6,050
Multiples(x,%)					
PER	14.4	14.5	15.0	12.4	12.8
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	5.6	5.6	5.6	4.5	4.1
배당수익율	1.2	1.3	1.3	1.5	1.5
PCR	6.8	6.3	8.8	7.6	7.7
PSR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	32.5	34.6	35.7	35.7	36.0
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	203.9	257.1	218.9	228.7	236.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	66.3	63.8	61.0	58.0	55.9
현금+투자자산(%)	33.7	36.2	39.0	42.0	44.1
자본구조					
차입금(%)	2.4	7.1	6.0	6.0	6.0
자기자본(%)	97.6	92.9	94.0	94.0	94.0

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

농심

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	76.9	459/1295	22/49

연도별 성과

2023	A
2024	A
2025	BB

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**76.7**	**47.2**	**25%**	▲
	혁신 활동	89.0	48.5	중	▲
	생산 공정	80.0	45.3	중	▲
	공급망 관리	50.0	88.6	하	▼
	생물다양성	80.0	69.8	하	▲
S(사회)		**80.2**	**55.7**	**35%**	▲
	인적자원 관리	68.6	54.2	중	▲
	공급망 관리	88.7	53.2	중	▲
	고객 관리	76.0	67.1	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	53.4	하	▲
G(지배구조)		**57.5**	**55.7**	**40%**	▲
	주주의 권리	49.4	51.6	중	▼
	정보의 투명성	38.7	62.6	하	▼
	이사회의 구성과 활동	67.7	56.8	중	▲
	이사의 보수	86.0	72.4	하	▲
	관계사 위험	47.5	60.7	하	▼
	ESG경영 인프라	84.3	53.1	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)
2022	24.9%	27.0%	13.7%
2023	16.8%	19.2%	15.4%
2024	18.4%	22.6%	-6.9%

오리온
(271560)

—

BUY

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

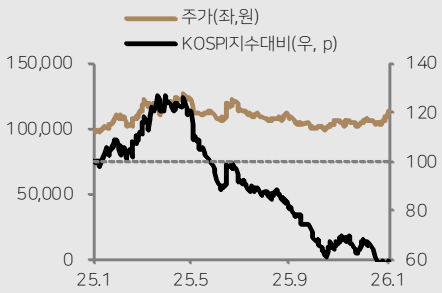
Stock Information

현재가 (1/20)	115,200원
예상 주가상승률	30.2%
시가총액	45,546억원
비중(KOSPI내)	0.11%
발행주식수	39,536천주
52주 최저가 / 최고가	97,100 - 126,900원
3개월 일평균거래대금	174억원
외국인 지분율	32.6%
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	11.4	9.9
PBR(배)	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.2	4.5	3.7
배당수익률(%)	2.4	2.2	2.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	8.7	0.4	18.0	9.0
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(12.8)	(52.8)	(75.8)	(6.9)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

4Q25 선방, 1Q26 춘절, 2Q26 기저

Issue
4Q25 Preview

Pitch
4Q25 실적 선방, 1Q26 춘절, 2Q26 중국 기저, Valuation 매력

Rationale
- 4Q25 매출액 9,235억원 (YoY +7.2%), 영업이익 1,600억원 (YoY +0.2%, OPM 17.3%)으로 매출액 기준 시장 기대치 상회 추정
- [4Q25] **중국 법인**은 설 시점 차이 ('25년 1/29, '26년 2/17)에도 고성장 채널 입점 확대로 원화 기준 매출액 YoY +3.2% (위안화 기준 YoY Flat) 추정. **국내 법인**은 4분기 영업일수 감소와 9월말 추석 물량 사전 출고에도 불구, 매출액 YoY +5.2%로 견조한 성장 추정. **베트남 법인**도 설 시점 차이로 인한 12월 베이스 부담이 존재하나, 내수 소비 반등 효과가 더 크게 나타나며 4분기 매출액은 원화 기준 YoY +1.7% (현지통화 기준 YoY +2.7%) 추정. **러시아 법인**은 10월 신규 파이 라인 2개 본생산 개시에도 100%에 달하는 가동률 유지 중. 4분기에도 원화 매출액 YoY +48.4%에 달하는 고성장 추정
- [2026년] 매출액 3조 5,687억원 (YoY +7.1%), 영업이익 6,163억원 (YoY +11.9%, OPM 17.3%) 전망. **국내 법인**은 '26년에도 안정적인 미드싱글 성장 전망. **중국 법인** 성장을 이끌고 있는 간식점은 최근 북부 지역으로의 점포수 확장 관찰. 북부는 동사가 시장 지배력을 행사하고 있는 지역으로, 점포수 및 입점 SKU 확대에 따라 성장채널향 매출액은 지속 성장 전망. **베트남 법인**은 내수 분위기 반전에 따라 연간 두 자릿수 매출액 성장 전망하며, '25년 하반기 비우호적 영업환경이 '26년 하반기에는 기저로 돌아오며 매출액 YoY 반등폭이 점차 확대되어 나타날 것. **러시아 법인**은 '25년 점진적으로 진행된 가격 인상 효과, 견조한 초코파이 수요, 파이 제품군 확대로 '26년에도 고성장 지속 전망
- [Valuation] 설 시점 차이로 인한 베이스 부담에도 12월 중국은 선방, 베트남 매출액은 YoY (+) 성장 추정. 이어 1Q26은 설 시점 차가 YoY (+) 효과로 작동하는 분기, 2Q26는 전년 경쟁사의 과재고 프로모션 영향으로 중국 법인 기저가 낮음. 반면 동사의 '26년 P/E는 10배로 Valuation 매력 매우 높음. Downside Risk 대비 Upside Risk가 더 큰 구간임은 분명함

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	2,912	3,104	3,331	3,569	3,823	4,055	4,240
영업이익	492	544	551	616	698	747	791
EBITDA	650	704	714	780	862	912	957
지배주주순이익	377	525	398	461	517	553	585
순차입금	(1,104)	(1,069)	(1,320)	(1,647)	(2,034)	(2,432)	(2,860)
매출증가율	1.4	6.6	7.3	7.1	7.1	6.1	4.5
영업이익률	16.9	17.5	16.5	17.3	18.3	18.4	18.7
순이익률	12.9	16.9	11.9	12.9	13.5	13.6	13.8
EPS증가율	(4.0)	39.3	(24.1)	15.8	12.1	6.9	5.9
ROE	14.2	16.8	11.2	12.0	12.2	11.9	11.4

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 78: 오리온 P/E Valuation

구분		비고
EPS(원)	11,658	'26년 기준
적정P/E(배)	13	Peer 4사의 '26년 P/E 평균 적용
적정주가(원)	150,000	
종가(원)	115,200	
상승여력	30.2%	

Source: 다올투자증권 추정

Fig. 79: 오리온의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	802	777	829	924	894	817	884	974	3,104	3,331	3,569
한국	282	291	283	291	294	302	294	302	1,098	1,148	1,191
중국	328	305	337	357	377	322	354	367	1,270	1,327	1,421
베트남	128	103	121	179	144	109	135	201	515	531	588
러시아	67	81	90	102	81	87	103	110	230	340	381
연결조정	4	2	1	6	1	2	2	7	8	14	12
YoY (%)	*7.1*	*8.1*	*7.0*	*7.2*	*11.5*	*5.1*	*6.7*	*5.4*	*6.6*	*7.3*	*7.1*
한국	*4.0*	*4.9*	*4.3*	*5.2*	*4.0*	*3.5*	*4.0*	*3.5*	*2.6*	*4.6*	*3.7*
중국	*7.1*	*3.0*	*4.7*	*3.2*	*15.0*	*5.5*	*5.1*	*3.0*	*7.7*	*4.5*	*7.1*
베트남	*8.6*	*4.3*	*-1.0*	*1.7*	*12.0*	*6.0*	*11.7*	*12.3*	*8.2*	*3.1*	*10.9*
러시아	*33.0*	*64.5*	*44.7*	*48.4*	*20.0*	*7.6*	*14.9*	*7.8*	*15.1*	*47.5*	*12.0*
YoY (현지통화) (%)											
중국	*-0.8*	*0.5*	*2.4*	*-0.5*	*15.0*	*4.0*	*4.0*	*6.0*	*4.9*	*0.4*	*7.2*
베트남	*2.8*	*5.2*	*-1.4*	*2.7*	*12.0*	*6.0*	*8.0*	*12.0*	*6.8*	*5.0*	*6.0*
러시아	*25.0*	*43.8*	*28.7*	*15.3*	*20.0*	*13.0*	*18.0*	*22.0*	*11.9*	*26.8*	*28.0*
영업이익	131	121	138	160	153	134	158	171	544	551	616
한국	46	49	42	46	50	50	49	45	178	183	194
중국	56	52	67	66	67	58	71	71	244	242	267
베트남	21	14	21	38	25	16	25	44	100	95	111
러시아	9	10	12	17	12	12	15	17	37	47	57
연결조정	-1	-3	-4	-6	-1	-2	-2	-7	-16	-15	-12
YoY (%)	*5.0*	*-0.2*	*0.6*	*0.2*	*16.6*	*10.4*	*14.9*	*6.7*	*10.4*	*1.3*	*11.9*
한국	*5.6*	*3.4*	*-3.8*	*4.0*	*8.4*	*3.1*	*15.8*	*-2.1*	*5.7*	*2.3*	*6.1*
중국	*3.2*	*-6.6*	*5.4*	*-5.7*	*20.3*	*10.5*	*5.8*	*7.6*	*10.4*	*-1.0*	*10.7*
베트남	*9.3*	*-6.6*	*-10.7*	*-9.4*	*18.8*	*13.6*	*18.1*	*17.7*	*14.5*	*-5.6*	*17.4*
러시아	*9.2*	*44.6*	*26.9*	*27.9*	*38.3*	*25.7*	*32.0*	*1.4*	*14.8*	*26.7*	*20.8*
영업이익률 (%)	*16.4*	*15.6*	*16.6*	*17.3*	*17.1*	*16.4*	*17.9*	*17.5*	*17.5*	*16.5*	*17.3*
한국	*16.4*	*16.7*	*14.9*	*15.7*	*17.1*	*16.6*	*16.6*	*14.8*	*16.3*	*15.9*	*16.3*
중국	*17.1*	*17.1*	*19.8*	*18.6*	*17.8*	*18.0*	*20.0*	*19.4*	*19.2*	*18.2*	*18.8*
베트남	*16.5*	*14.0*	*17.6*	*21.0*	*17.5*	*15.0*	*18.6*	*22.0*	*19.5*	*17.8*	*18.9*
러시아	*12.8*	*12.0*	*13.1*	*16.5*	*14.7*	*14.0*	*15.0*	*15.5*	*16.0*	*13.8*	*14.9*
지배순이익	104	70	103	121	120	91	122	129	525	398	461
YoY (%)	*11.2*	*-10.5*	*3.0*	*-52.2*	*14.7*	*29.6*	*18.5*	*6.6*	*39.3*	*-24.1*	*15.8*
NIM (%)	*13.0*	*9.0*	*12.4*	*13.1*	*13.4*	*11.1*	*13.8*	*13.3*	*16.9*	*11.9*	*12.9*

Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 80: 오리온 월별 실적 (억원)

	2025년										
	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
매출액	3,180	2,249	2,631	2,646	2,699	2,450	2,595	2,768	2,940	2,912	2,990
한국	945	890	988	983	1,030	900	951	915	961	1,000	919
중국	1,420	799	1,063	1,060	1,024	964	987	1,142	1,245	1,112	1,129
베트남	617	341	325	330	355	341	386	409	411	463	604
러시아	198	219	255	273	290	245	271	302	323	337	338
YoY	*-1.4*	*16.2*	*14.0*	*8.5*	*8.7*	*7.1*	*4.5*	*4.4*	*11.6*	*7.8*	*5.5*
한국	*1.2*	*3.5*	*7.2*	*3.0*	*6.3*	*5.4*	*3.4*	*1.1*	*8.6*	*1.2*	*-2.0*
중국	*-11.1*	*42.2*	*17.6*	*2.6*	*3.0*	*3.5*	*-0.8*	*4.1*	*10.1*	*8.8*	*6.1*
베트남	*13.0*	*4.0*	*5.5*	*11.9*	*1.4*	*0.6*	*-1.8*	*-4.9*	*4.3*	*2.4*	*0.5*
러시아	*35.6*	*18.4*	*46.6*	*75.0*	*69.6*	*49.4*	*54.0*	*37.3*	*44.2*	*40.4*	*47.0*
YoY (Local)											
중국	*-18.9*	*35.1*	*8.8*	*-2.3*	*0.4*	*3.3*	*-1.4*	*1.7*	*6.5*	*4.8*	*0.0*
베트남	*6.7*	*-0.2*	*-0.1*	*9.3*	*1.6*	*3.9*	*2.3*	*-2.7*	*6.1*	*4.6*	*-0.2*
러시아	*40.9*	*10.3*	*30.2*	*57.3*	*55.4*	*38.6*	*43.1*	*23.4*	*29.7*	*19.1*	*16.0*
영업이익	568	327	429	426	455	364	413	480	529	542	537
한국	172	140	154	161	187	132	152	117	151	171	156
중국	244	113	203	191	177	155	168	245	257	220	198
베트남	125	47	40	39	56	49	65	76	74	97	127
러시아	27	27	32	35	35	28	28	42	47	54	56
YoY	*-8.5*	*35.7*	*9.4*	*-1.8*	*0.0*	*1.4*	*-0.7*	*-2.2*	*5.8*	*5.7*	*-5.5*
한국	*6.2*	*9.4*	*3.4*	*-1.2*	*6.9*	*2.3*	*0.7*	*-23.0*	*12.7*	*-3.4*	*-4.9*
중국	*-26.7*	*189.7*	*19.4*	*-10.7*	*-7.3*	*0.0*	*-0.6*	*12.9*	*2.8*	*14.0*	*-6.6*
베트남	*20.2*	*4.4*	*-13.0*	*11.4*	*-12.5*	*-10.9*	*-11.0*	*-15.6*	*-2.6*	*0.0*	*-14.8*
러시아	*22.7*	*-6.9*	*18.5*	*59.1*	*40.0*	*40.0*	*21.7*	*31.3*	*17.5*	*17.4*	*30.2*
영업이익률	*17.9*	*14.5*	*16.3*	*16.1*	*16.9*	*14.9*	*15.9*	*17.3*	*18.0*	*18.6*	*18.0*
한국	*18.2*	*15.7*	*15.6*	*16.4*	*18.2*	*14.7*	*16.0*	*12.8*	*15.7*	*17.1*	*17.0*
중국	*17.2*	*14.1*	*19.1*	*18.0*	*17.3*	*16.1*	*17.0*	*21.5*	*20.6*	*19.8*	*17.5*
베트남	*20.3*	*13.8*	*12.3*	*11.8*	*15.8*	*14.4*	*16.8*	*18.6*	*18.0*	*21.0*	*21.0*
러시아	*13.6*	*12.3*	*12.5*	*12.8*	*12.1*	*11.4*	*10.3*	*13.9*	*14.6*	*16.0*	*16.6*

Source: 오리온, 다올투자증권

오리온 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,628.2	1,647.4	1,914.0	2,285.5	2,676.8
현금성자산	1,132.7	1,109.0	1,354.5	1,697.0	2,098.2
매출채권	212.5	190.2	203.5	214.6	210.7
재고자산	259.7	316.6	324.0	341.7	335.4
비유동자산	1,893.2	2,661.1	2,635.7	2,675.9	2,727.5
투자자산	181.0	889.4	881.0	916.7	954.0
유형자산	1,658.4	1,701.5	1,665.7	1,649.9	1,644.9
무형자산	53.8	70.1	89.0	109.3	128.6
자산총계	3,521.4	4,308.4	4,549.7	4,961.3	5,404.3
유동부채	398.9	537.6	503.3	533.7	538.4
매입채무	304.3	383.4	348.4	367.4	360.6
유동성이자부채	14.3	14.1	13.4	23.4	33.4
비유동부채	167.0	196.8	193.2	212.4	232.7
비유동이자부채	14.3	25.8	21.3	26.3	31.3
부채총계	565.9	734.4	696.6	746.1	771.0
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	2,327.5	2,689.6	3,107.6
자본조정	684.3	820.6	801.3	801.3	801.3
자기주식	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
자본총계	2,955.5	3,574.0	3,853.1	4,215.2	4,633.2
투하자본	1,812.8	1,770.6	1,814.0	1,819.4	1,820.8
순차입금	(1,104.1)	(1,069.1)	(1,319.8)	(1,647.2)	(2,033.5)
ROA	11.2	13.6	9.2	9.9	10.2
ROE	14.2	16.8	11.2	12.0	12.2
ROIC	20.7	23.4	22.4	25.8	28.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,912.4	3,104.3	3,331.4	3,568.7	3,823.3
증가율 (Y-Y,%)	1.4	6.6	7.3	7.1	7.1
영업이익	492.4	543.6	550.7	616.3	698.3
증가율 (Y-Y,%)	5.5	10.4	1.3	11.9	13.3
EBITDA	649.6	704.0	714.1	779.6	861.7
영업외손익	27.6	148.6	5.4	2.3	4.3
순이자수익	33.7	29.9	34.7	32.5	32.8
외화관련손익	2.4	2.8	(7.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.6	(9.1)	(14.1)	(9.3)	(11.7)
세전계속사업손익	520.0	692.2	556.1	618.6	702.6
당기순이익	385.0	533.2	405.4	470.2	526.9
지배기업당기순이익	376.6	524.6	397.9	460.9	516.8
증가율 (Y-Y,%)	(3.3)	38.5	(24.0)	16.0	12.1
NOPLAT	364.5	418.7	401.5	468.4	523.7
(+) Dep	157.2	160.5	163.4	163.2	163.4
(-) 운전자본투자	87.7	(96.0)	54.7	8.7	(4.6)
(-) Capex	166.5	106.9	129.2	142.7	152.9
OpFCF	267.6	568.3	381.0	480.2	538.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.3	9.6	5.1	7.0	7.2
영업이익증가율(3Yr)	9.4	13.4	5.7	7.8	8.7
EBITDA증가율(3Yr)	8.0	10.4	4.4	6.3	7.0
순이익증가율(3Yr)	11.9	26.5	0.6	6.9	(0.4)
영업이익률(%)	16.9	17.5	16.5	17.3	18.3
EBITDA마진(%)	22.3	22.7	21.4	21.8	22.5
순이익률 (%)	13.2	17.2	12.2	13.2	13.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	437.0	651.6	552.8	639.0	711.8
당기순이익	385.0	533.2	405.4	470.2	526.9
자산상각비	157.2	160.5	163.4	163.2	163.4
운전자본증감	(107.8)	68.7	(27.4)	(8.7)	4.6
매출채권감소(증가)	9.1	16.5	(4.8)	(11.1)	4.0
재고자산감소(증가)	(30.2)	(42.3)	(10.4)	(17.7)	6.3
매입채무증가(감소)	(24.2)	30.1	(2.7)	19.0	(6.8)
투자현금	(540.5)	(504.9)	(252.6)	(241.7)	(256.9)
단기투자자산감소	(371.7)	165.3	(8.7)	(29.0)	(30.1)
장기투자증권감소	(0.6)	(552.2)	(22.4)	(38.6)	(42.1)
설비투자	(166.5)	(106.9)	(129.2)	(142.7)	(152.9)
유무형자산감소	(0.6)	(12.5)	(24.9)	(24.9)	(24.9)
재무현금	(138.0)	(70.1)	(109.6)	(83.8)	(83.8)
차입금증가	(100.6)	(13.9)	(10.7)	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	190.0	313.5	371.2
총현금흐름(Gross CF)	663.4	698.3	687.1	647.6	707.2
(-) 운전자본증가(감소)	87.7	(96.0)	54.7	8.7	(4.6)
(-) 설비투자	166.5	106.9	129.2	142.7	152.9
(+) 자산매각	(0.6)	(12.5)	(24.9)	(24.9)	(24.9)
Free Cash Flow	15.0	262.1	407.2	397.3	455.0
(-) 기타투자	0.6	552.2	22.4	38.6	42.1
잉여현금	14.4	(290.1)	384.8	358.7	412.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	9,527	13,269	10,065	11,658	13,072
BPS	71,040	86,025	92,514	101,161	111,245
DPS	1,250	2,500	2,500	2,500	2,500
Multiples(x,%)					
PER	12.2	7.7	11.4	9.9	8.8
PBR	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	5.4	4.2	4.5	3.7	2.9
배당수익율	1.1	2.4	2.2	2.2	2.2
PCR	6.9	5.8	6.6	7.0	6.4
PSR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	19.1	20.5	18.1	17.7	16.6
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	408.2	306.4	380.3	428.2	497.2
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	44.8	41.0	37.4
현금+투자자산(%)	42.0	53.0	55.2	59.0	62.6
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	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	85.8	252/1295	7/49

연도별 성과

2023	A
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**65.4**	**47.2**	**25%**	▲
	혁신 활동	63.4	48.5	중	▲
	생산 공정	70.9	45.3	중	▲
	공급망 관리	50.0	88.6	하	▼
	생물다양성	80.0	69.8	하	▲
S(사회)		**67.1**	**55.7**	**35%**	▲
	인적자원 관리	68.7	54.2	중	▲
	공급망 관리	67.4	53.2	중	▲
	고객 관리	64.0	67.1	중	▼
	사회공헌 및 지역사회	66.8	53.4	하	▲
G(지배구조)		**74.7**	**55.7**	**40%**	▲
	주주의 권리	63.7	51.6	중	▲
	정보의 투명성	76.9	62.6	하	▲
	이사회의 구성과 활동	72.3	56.8	중	▲
	이사의 보수	95.3	72.4	하	▲
	관계사 위험	87.5	60.7	하	▲
	ESG경영 인프라	60.0	53.1	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)
2022	9.6%	27.0%	24.6%
2023	13.1%	19.2%	-8.3%
2024	18.8%	22.6%	-11.8%

롯데웰푸드
(280360)

—

BUY

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

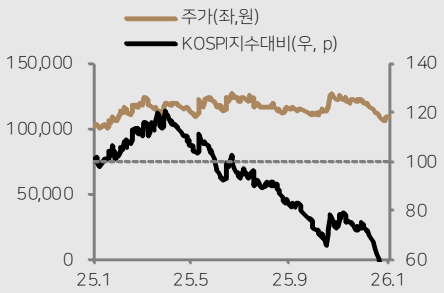
Stock Information

현재가 (1/20)	110,300원
예상 주가상승률	36.0%
시가총액	10,263억원
비중(KOSPI내)	0.03%
발행주식수	9,305천주
52주 최저가 / 최고가	99,900 - 126,600원
3개월 일평균거래대금	19억원
외국인 지분율	13.2%
주요주주지분율(%)	
롯데지주 (외 16인)	68.6
국민연금공단 (외 1인)	7.2
브이아이피자산운용 (외 1인)	5.0

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	12.5	12.2	7.8
PBR(배)	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	5.5	6.0	5.0
배당수익률(%)	3.0	3.0	3.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(7.9)	(8.6)	7.5	(3.8)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(29.4)	(61.9)	(86.4)	(19.7)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

나아지겠지만

Issue
4Q25 Preview

Pitch
영업이익 컨센서스 하회 추정

Rationale
- 4Q25 매출액 1조 68억원 (YoY +3.7%), 영업이익 128억원 (YoY 흑전, OPM 1.3%)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스 하회 추정
- [매출액] **국내** 매출액 7,610억원 (YoY +1.5%) 추정 (이하 YoY). 부문별로 건과 +4%, 빙과 +2%, 베이커리 +3%, 식품 B2B +5.2%, 식품 B2C -7% 추정. **해외**는 카자흐스탄 +11%, 벨기에 +8%, 인도 건과 11%, 인도 빙과 +4%, 러시아 +22% 추정. 카자흐스탄은 루블화 가치 안정화와 함께 미드틴 성장 지속하는 흐름. 인도는 아직 GST 제도 개편 영향을 속단하기엔 이르나, 소비자가격 하락 효과가 인도 건과 성장률에 영향을 미쳤을 가능성
- [영업이익] 4Q25 장기종업원급여(금) 관련 비용으로 80억원 이상 추정. 4Q24 당시에는 인건비 관련 비용으로 통상임금 135억원, 금 관련 비용 78억원 반영. 코코아 원가 부담은 4Q24를 고점으로 점진적 완화 추세 (당시 톤당 1만불 이상)이나, 현재 가격이 반영되기까지는 다소 시간이 소요될 것
- [투자의견] 동사의 기존 투자포인트는 '25년 상반기 진행된 국내외 가격 인상 효과의 반영으로 '26년 상반기 P가 YoY 상승하는 가운데, 코코아 원가 부담 완화로 P-C Spread 확대 국면에 진입한다는 것이었음. 그러나 현재 시세 (5~6천달러)가 원가에 반영되는 시점은 해외의 경우 2-3분기에 걸쳐, 국내의 경우 2분기 중반-후반이 될 전망. C 하락 시점이 지연될 가능성을 고려해 지난 1월 14일 발간 Preview 리포트에서 적정주가를 15만원으로 하향한 바 있음
- ['26년 기대 요인] 그럼에도 '26년 기대해볼만한 요인으로는 1) 인도 GST 제도 개편에 따른 소비 촉진 효과, 2) '26년 상반기 말 예정된 인도 초코파이 4st 라인 가동, 3) '25년 진행된 인도 빙과 중남부 시딩 작업과 푸네 공장 안정화가 맞물리며 인도 빙과 성장률이 상향 조정될 가능성, 4) 대표이사 변경에 따른 수익성 우선 전략으로의 선회

Earnings Forecasts (단위: 십억원 ,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	4,066	4,044	4,203	4,373	4,541	4,587	4,636
영업이익	177	157	133	188	227	225	227
EBITDA	368	361	346	419	469	478	490
지배주주순이익	71	84	84	132	160	159	161
순차입금	781	918	1,035	1,081	1,128	1,133	1,130
매출증가율	26.9	(0.5)	3.9	4.1	3.8	1.0	1.1
영업이익률	4.4	3.9	3.2	4.3	5.0	4.9	4.9
순이익률	1.7	2.1	2.0	3.0	3.5	3.5	3.5
EPS증가율	50.0	19.2	1.6	56.5	21.7	(1.0)	1.1
ROE	3.3	3.9	4.0	5.9	6.8	6.3	6.1

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 81: 롯데웰푸드 P/E Valuation

구분		비고
EPS(원)	14,174	'26년 기준
적정P/E(배)	11	
적정주가(원)	150,000	
종가(원)	110,300	
상승여력	36.0%	

Source: 다올투자증권 추정

Fig. 82: 롯데웰푸드의 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	975	1,064	1,157	1,007	1,016	1,112	1,201	1,044	4,044	4,203	4,373
국내	757	832	934	761	771	848	954	775	3,230	3,285	3,348
제과	416	480	560	421	427	492	574	432	1,838	1,878	1,925
식품	333	343	366	331	336	346	369	334	1,353	1,372	1,385
해외	230	244	233	257	256	277	261	281	857	965	1,075
카자흐스탄	68	61	64	93	71	64	68	97	265	285	300
인도	80	104	74	65	99	131	94	79	291	324	403
건과	34	28	33	33	42	36	42	42	118	128	162
빙과	46	77	40	32	57	95	52	37	173	195	241
벨기에	21	16	31	34	22	17	32	36	88	102	107
러시아	24	27	27	26	25	28	28	27	85	104	109
기타국가	37	36	38	39	38	38	40	41	129	149	157
YoY(%)	*2.5*	*1.9*	*7.3*	*3.7*	*4.2*	*4.5*	*3.8*	*3.7*	*-0.5*	*3.9*	*4.1*
국내	*-0.9*	*-0.6*	*6.2*	*1.5*	*1.9*	*1.9*	*2.1*	*1.8*	*-2.1*	*1.7*	*1.9*
제과	*-0.5*	*-1.8*	*6.9*	*3.5*	*2.5*	*2.5*	*2.5*	*2.5*	*1.1*	*2.2*	*2.5*
식품	*-0.9*	*0.9*	*6.2*	*-0.9*	*1.0*	*1.0*	*1.0*	*1.0*	*-6.6*	*1.4*	*1.0*
해외	*16.6*	*11.2*	*12.2*	*10.8*	*11.3*	*13.7*	*12.0*	*9.1*	*7.0*	*12.6*	*11.5*
카자흐스탄	*1.9*	*7.1*	*10.7*	*11.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*-1.9*	*7.8*	*5.0*
인도	*24.2*	*8.9*	*6.3*	*7.4*	*23.4*	*25.6*	*27.4*	*21.6*	*8.0*	*11.4*	*24.6*
건과	*12.5*	*6.1*	*5.9*	*11.0*	*23.3*	*29.5*	*25.7*	*27.6*	*13.8*	*8.9*	*26.3*
빙과	*34.4*	*10.0*	*6.6*	*4.0*	*23.5*	*24.2*	*28.8*	*15.4*	*4.4*	*13.0*	*23.5*
벨기에	*24.4*	*10.3*	*24.1*	*8.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*16.0*	*16.1*	*5.0*
러시아	*22.5*	*27.3*	*21.0*	*22.0*	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*4.0*	*9.1*	*23.2*	*4.0*
기타국가	*24.8*	*15.2*	*12.6*	*12.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*19.0*	*15.9*	*5.0*
영업이익	16	34	69	13	27	53	90	19	157	133	188
국내	10	26	63	3	20	34	67	6	110	102	134
해외	9	13	10	10	12	21	17	15	59	42	68
YoY(%)	*-56.1*	*-45.8*	*-8.9*	*흑전*	*66.5*	*54.0*	*29.5*	*45.8*	*-11.2*	*-15.5*	*41.9*
국내	*-62.9*	*-38.8*	*-3.8*	*흑전*	*96.0*	*32.5*	*6.7*	*73.3*	*-15.5*	*-7.7*	*31.5*
해외	*-37.1*	*-41.2*	*-30.7*	*7.9*	*28.0*	*64.4*	*76.3*	*43.8*	*1.2*	*-29.9*	*62.8*
OPM(%)	*1.7*	*3.2*	*6.0*	*1.3*	*2.7*	*4.7*	*7.5*	*1.8*	*3.9*	*3.2*	*4.3*
국내	*1.3*	*3.1*	*6.7*	*0.4*	*2.6*	*4.0*	*7.0*	*0.7*	*3.4*	*3.1*	*4.0*
해외	*3.9*	*5.2*	*4.2*	*3.9*	*4.5*	*7.5*	*6.5*	*5.2*	*6.9*	*4.3*	*6.3*
순이익	24	18	49	-4	35	38	59	0	82	84	128
YoY(%)	*10.0*	*-58.1*	*5.7*	*적지*	*47.8*	*113.9*	*21.2*	*흑전*	*20.0*	*1.5*	*53.5*
NIM(%)	*2.4*	*1.7*	*4.2*	*-0.4*	*3.4*	*3.4*	*4.9*	*0.0*	*2.1*	*2.0*	*3.0*

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

롯데웰푸드 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,488.9	1,428.7	1,484.6	1,483.7	1,530.4
현금성자산	583.8	466.4	477.8	442.2	404.8
매출채권	357.9	306.6	320.1	331.9	360.9
재고자산	481.2	567.1	597.3	619.3	673.5
비유동자산	2,710.2	2,913.0	2,921.0	3,059.1	3,199.7
투자자산	440.1	484.5	381.3	396.8	412.9
유형자산	1,975.7	2,087.3	2,228.6	2,362.9	2,498.1
무형자산	294.3	341.1	311.1	299.5	288.7
자산총계	4,199.1	4,341.7	4,405.6	4,542.8	4,730.1
유동부채	932.1	1,056.1	927.7	947.8	989.0
매입채무	414.9	450.9	391.3	405.8	441.2
유동성이자부채	449.8	539.7	470.3	475.3	480.3
비유동부채	1,124.4	1,059.3	1,264.7	1,278.7	1,293.1
비유동이자부채	915.4	844.4	1,042.5	1,047.5	1,052.5
부채총계	2,056.5	2,115.3	2,192.4	2,226.5	2,282.0
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	611.2	714.3	846.1
자본조정	390.1	430.7	375.1	375.1	375.1
자기주식	(23.3)	(23.3)	(18.2)	(18.2)	(18.2)
자본총계	2,142.6	2,226.4	2,213.2	2,316.4	2,448.1
투하자본	2,845.4	3,068.1	3,205.7	3,352.8	3,530.1
순차입금	781.4	917.8	1,034.9	1,080.6	1,127.9
ROA	1.6	1.9	1.9	2.9	3.3
ROE	3.3	3.9	4.0	5.9	6.8
ROIC	3.8	4.0	3.2	4.4	4.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,066.4	4,044.3	4,203.0	4,373.4	4,541.3
증가율 (Y-Y,%)	26.9	(0.5)	3.9	4.1	3.8
영업이익	177.0	157.1	132.7	188.4	227.1
증가율 (Y-Y,%)	57.5	(11.3)	(15.5)	41.9	20.5
EBITDA	367.7	361.0	346.3	419.0	469.1
영업외손익	(67.2)	(49.3)	(20.3)	(20.0)	(20.1)
순이자수익	(29.5)	(32.4)	(33.7)	(18.1)	(22.3)
외화관련손익	(14.6)	(8.3)	14.7	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	0.9	(18.1)	2.0	2.5
세전계속사업손익	109.8	107.8	112.5	168.4	206.9
당기순이익	67.8	82.0	84.2	128.0	155.2
지배기업당기순이익	70.5	84.1	84.3	131.9	160.5
증가율 (Y-Y,%)	54.4	21.0	2.7	52.1	21.2
NOPLAT	109.2	119.5	99.3	143.2	170.3
(+) Dep	190.7	203.9	213.6	230.6	242.0
(-) 운전자본투자	(147.9)	23.2	103.4	19.7	47.9
(-) Capex	324.6	315.8	338.8	341.5	354.6
OpFCF	123.2	(15.6)	(129.3)	12.6	9.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	25.1	23.5	9.5	2.5	3.9
영업이익증가율(3Yr)	16.3	13.1	5.7	2.1	13.1
EBITDA증가율(3Yr)	15.9	16.8	9.2	4.5	9.1
순이익증가율(3Yr)	17.5	31.1	24.2	23.6	23.7
영업이익률(%)	4.4	3.9	3.2	4.3	5.0
EBITDA마진(%)	9.0	8.9	8.2	9.6	10.3
순이익률 (%)	1.7	2.0	2.0	2.9	3.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	453.0	285.6	216.5	349.9	361.4
당기순이익	67.8	82.0	84.2	128.0	155.2
자산상각비	190.7	203.9	213.6	230.6	242.0
운전자본증감	97.0	(77.7)	(103.1)	(19.7)	(47.9)
매출채권감소(증가)	0.1	52.0	(5.8)	(11.8)	(29.0)
재고자산감소(증가)	143.1	(83.8)	(36.6)	(22.1)	(54.2)
매입채무증가(감소)	(14.5)	(5.2)	(51.9)	14.5	35.5
투자현금	(236.5)	(385.1)	(140.9)	(367.9)	(381.1)
단기투자자산감소	7.1	(77.7)	122.2	(1.1)	(1.1)
장기투자증권감소	(2.0)	0.0	10.5	0.3	0.7
설비투자	(324.6)	(315.8)	(338.8)	(341.5)	(354.6)
유무형자산감소	65.5	(13.7)	(3.4)	(11.8)	(11.8)
재무현금	(35.4)	(82.1)	51.5	(18.7)	(18.7)
차입금증가	29.5	(4.4)	119.2	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)	129.0	(36.8)	(38.5)
총현금흐름(Gross CF)	389.5	403.9	334.6	369.5	409.3
(-) 운전자본증가(감소)	(147.9)	23.2	103.4	19.7	47.9
(-) 설비투자	324.6	315.8	338.8	341.5	354.6
(+) 자산매각	65.5	(13.7)	(3.4)	(11.8)	(11.8)
Free Cash Flow	249.9	(58.9)	90.5	(18.0)	(19.7)
(-) 기타투자	2.0	0.0	(10.5)	(0.3)	(0.7)
잉여현금	248.0	(58.9)	101.0	(17.7)	(19.0)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	7,476	8,914	9,058	14,174	17,248
BPS	186,530	190,113	194,565	206,896	222,210
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,800
Multiples(x,%)					
PER	16.6	12.5	12.2	7.8	6.4
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	5.3	5.5	6.0	5.0	4.6
배당수익율	2.4	3.0	3.0	3.0	3.4
PCR	3.0	2.6	3.1	2.8	2.5
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	96.0	95.0	99.1	96.1	93.2
Net debt/Equity	36.5	41.2	46.8	46.7	46.1
Net debt/EBITDA	212.5	254.2	298.8	257.9	240.5
유동비율	159.7	135.3	160.0	156.5	154.8
이자보상배율	6.0	4.9	3.9	10.4	10.2
이자비용/매출액	1.2	1.3	1.5	1.8	1.7
자산구조					
투하자본(%)	73.5	76.3	78.9	80.0	81.2
현금+투자자산(%)	26.5	23.7	21.1	20.0	18.8
자본구조					
차입금(%)	38.9	38.3	40.6	39.7	38.5
자기자본(%)	61.1	61.7	59.4	60.3	61.5

자료: 다올투자증권

SUSTINVEST

롯데웰푸드

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	84.4	285/1295	8/49

연도별 성과

2023	BB
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

ESG 성과

부문	평가항목	점수	섹터평균	가중치	섹터대비
E(환경)		**82.1**	**47.2**	**25%**	▲
	혁신 활동	86.0	48.5	중	▲
	생산 공정	79.7	45.3	중	▲
	공급망 관리	100.0	88.6	하	▲
	생물다양성	44.0	69.8	하	▼
S(사회)		**88.9**	**55.7**	**35%**	▲
	인적자원 관리	88.4	54.2	중	▲
	공급망 관리	89.3	53.2	중	▲
	고객 관리	83.5	67.1	중	▲
	사회공헌 및 지역사회	100.0	53.4	하	▲
G(지배구조)		**58.9**	**55.7**	**40%**	▲
	주주의 권리	58.7	51.6	중	▲
	정보의 투명성	63.6	62.6	하	▲
	이사회의 구성과 활동	59.3	56.8	중	▲
	이사의 보수	100.0	72.4	하	▲
	관계사 위험	60.0	60.7	하	▼
	ESG경영 인프라	94.3	53.1	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)
2022	43.2%	27.0%	3.6%
2023	37.6%	19.2%	3.5%
2024	34.5%	22.6%	-9.9%

CJ프레시웨이
(051500)

—

BUY

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

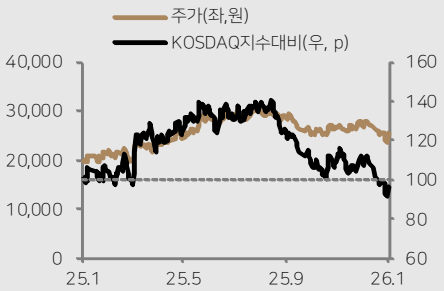
Stock Information

현재가 (1/20)	26,300원
예상 주가상승률	52.1%
시가총액	3,122억원
비중(KOSDAQ내)	0.06%
발행주식수	11,872천주
52주 최저가 / 최고가	19,510 - 30,650원
3개월 일평균거래대금	7억원
외국인 지분율	14.2%
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	5.6	5.1
PBR(배)	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.1	3.7	3.3
배당수익률(%)	2.6	1.9	1.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(1.5)	(9.8)	34.8	(1.7)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(8.2)	(28.7)	0.6	(7.2)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

이다연 음식료 | dayeonlee@daolfn.com

2차 소비쿠폰 수혜 기업

Issue
4Q25 Preview

Pitch
4Q25 실적 컨센서스 부합 추정. '26년에도 시장 성장을 상회하는 성장 전망

Rationale
- 4Q25 매출액 9,059억원 (YoY +6.6%), 영업이익 296억원 (YoY +17.5%, OPM 3.3%)으로 시장 기대치 부합 추정
- [외식식자재] 매출액으로 YoY -3% 추정. 프랜차이즈 경로는 2차 소비쿠폰 수혜 흡수 및 전분기 수주 확대에 힘입어 YoY 하이싱글 성장 흐름 지속 추정. 다만 RS (개인식당) 경로는 프레시원 흡수합병과 함께 일부 지점 폐점 영향 지속되며 YoY 역성장 추정. 유통 (식자재마트/대리점 등)은 YoY Flat, 디지털 경로 매출액은 전분기와 유사한 200억원 추정
- [푸드서비스-급식식자재] 매출액 YoY +8% 추정. 영업일수 감소에도 고수익 경로 위주 수주 확대 영향. [푸드서비스-급식] 매출액은 신규수주 확대, 전공의 복귀에 따른 병원 경로 회복, 인천공항 매출 확대로 YoY +19.2% 추정
- [2026년] 전공의 복귀 및 전년 기저에 따른 병원 (푸드서비스) 매출액 회복, 인천공항 컨세션 매출 인식 확대, 프레시엔 (식자재유통 자사몰) 침투 확대에 따른 O2O 전략 본격화로 '26년 외형과 영업이익 모두 두 자릿수 성장 전망. 프레시엔은 점주들이 자주 활용하는 플랫폼 내 인앱 형태로 제공돼 점주들의 자연 유입을 유도하는 동시에, 기존 오프라인 영업과의 시너지를 바탕으로 동사 M/S 확대에 기여할 것. 또한 전년 프레시원 흡수합병, 급식 관련 사업부 통합을 바탕으로 한 바게닝 파워 강화 효과 가시화 시 수익성 개선도 기대
- [투자의견] 적정주가는 '26년 EPS에 적정 P/E 8배를 적용해 도출. '26년에도 다수의 레퍼런스를 바탕으로 한 푸드서비스 신규수주 확대, O2O 영업 강화를 통한 식자재유통 M/S 확대로 시장을 아웃퍼폼하는 성장을 지속할 전망. 또한 동사는 '25년 지급된 1/2차 소비쿠폰 수혜를 업종 내에서 가장 직접적으로 누린 기업으로 판단. 이에 내수 소비경기 반등 트리거에 실적과 주가는 동시에 반응할 것. 반면 '26년 기준 P/E는 5배에 불과

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	3,074	3,225	3,489	3,848	4,041	4,243	4,455
영업이익	99	94	101	112	117	123	129
EBITDA	170	170	184	197	205	213	221
지배주주순이익	54	26	56	61	65	69	73
순차입금	305	326	364	335	302	269	234
매출증가율	11.9	4.9	8.2	10.3	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	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
EPS증가율	11.0	(52.4)	116.0	8.3	6.4	6.5	6.9
ROE	20.0	7.8	12.7	12.3	11.8	11.3	10.9

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권 추정

Fig. 83: CJ프레시웨이 Valuation

구분		비고
EPS(원)	5,109	'26년 기준
적정P/E(배)	8	글로벌 Peer P/E 평균에서 50% 할인 적용
적정주가(원)	40,000	
종가(원)	26,300	
상승여력	52.1%	

Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추정

Fig. 84: CJ프레시웨이의 실적 추정 및 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	799	883	901	906	884	991	979	994	3,225	3,489	3,848
1.식자재유통	380	393	390	390	412	432	415	420	1,437	1,465	1,554
외식식자재	281	291	282	286	298	315	290	300	1,110	1,120	1,140
식품/원료	99	102	108	104	114	117	125	120	327	345	413
2.푸드서비스	412	484	504	507	468	554	558	567	1,575	1,706	1,907
급식식자재	229	266	277	278	258	306	313	320	849	928	1,050
단체급식	184	218	227	228	210	248	246	247	726	778	857
3.제조외	6	6	7	9	5	5	5	7	62	54	28
YoY(%)	*9.2*	*8.9*	*8.3*	*6.5*	*10.8*	*12.2*	*8.6*	*9.7*	*4.9*	*8.2*	*10.3*
1.식자재유통	*11.5*	*8.3*	*5.1*	*0.2*	*8.3*	*9.8*	*6.3*	*7.7*	*1.9*	*6.1*	*8.0*
외식식자재	*7.2*	*2.9*	*0.9*	*-3.0*	*6.0*	*8.0*	*3.0*	*5.0*	*0.9*	*1.8*	*5.5*
식품/원료	*26.1*	*27.6*	*17.8*	*10.0*	*15.0*	*15.0*	*15.0*	*15.0*	*5.6*	*19.8*	*15.0*
2.푸드서비스	*9.4*	*11.4*	*13.0*	*12.8*	*13.4*	*14.6*	*10.7*	*11.8*	*8.3*	*11.8*	*12.6*
급식식자재	*15.2*	*14.3*	*15.6*	*8.0*	*13.0*	*15.0*	*13.0*	*15.0*	*9.3*	*13.1*	*14.0*
단체급식	*3.0*	*8.1*	*10.0*	*19.2*	*14.0*	*14.0*	*8.0*	*8.0*	*7.2*	*10.2*	*10.8*
3.제조외	*-55.0*	*-56.0*	*-52.1*	*-20.0*	*-20.0*	*-20.0*	*-20.0*	*-20.0*	*-14.1*	*-47.2*	*-20.0*
비중(%)											
1.식자재유통	*47.6*	*44.5*	*43.3*	*43.1*	*46.5*	*43.6*	*42.4*	*42.3*	*45.4*	*44.5*	*43.6*
외식식자재	*35.2*	*33.0*	*31.3*	*31.6*	*33.7*	*31.7*	*29.7*	*30.2*	*34.7*	*32.7*	*31.3*
식품/원료	*12.4*	*11.5*	*12.0*	*11.5*	*12.9*	*11.8*	*12.7*	*12.1*	*10.7*	*11.8*	*12.4*
2.푸드서비스	*51.6*	*54.8*	*55.9*	*55.9*	*52.9*	*55.9*	*57.0*	*57.0*	*52.9*	*54.7*	*55.8*
급식식자재	*28.6*	*30.2*	*30.7*	*30.7*	*29.2*	*30.9*	*31.9*	*32.2*	*28.8*	*30.1*	*31.1*
단체급식	*23.0*	*24.6*	*25.2*	*25.2*	*23.7*	*25.0*	*25.1*	*24.8*	*24.1*	*24.6*	*24.7*
3.제조외	*0.8*	*0.7*	*0.8*	*1.0*	*0.6*	*0.5*	*0.6*	*0.7*	*1.7*	*0.8*	*0.6*
영업이익	11	27	34	30	12	34	35	31	94	101	112
YoY(%)	*0.9*	*-9.0*	*19.2*	*17.3*	*15.3*	*23.2*	*3.6*	*4.7*	*-5.2*	*7.6*	*10.5*
OPM(%)	*1.3*	*3.1*	*3.7*	*3.3*	*1.4*	*3.4*	*3.6*	*3.1*	*2.9*	*2.9*	*2.9*
지배순이익	2	15	23	16	3	19	20	18	26	56	61
YoY(%)	*20.2*	*-5.7*	*흑전*	*-6.6*	*92.3*	*29.8*	*-15.4*	*14.2*	*-52.4*	*116.0*	*8.3*
NIM(%)	*0.2*	*1.7*	*2.6*	*1.8*	*0.3*	*2.0*	*2.0*	*1.9*	*0.8*	*1.6*	*1.6*

Source: CJ프레시웨이, 다올투자증권 추정

CJ프레시웨이 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	540.8	654.3	731.7	819.1	899.5
현금성자산	73.5	148.2	227.2	266.3	319.3
매출채권	317.4	323.0	297.8	326.8	343.1
재고자산	138.0	175.1	198.5	217.9	228.8
비유동자산	834.0	910.0	849.9	871.3	895.7
투자자산	307.6	300.5	234.4	244.0	253.9
유형자산	439.4	517.6	519.3	526.3	536.2
무형자산	87.0	92.0	96.1	101.0	105.5
자산총계	1,374.7	1,564.4	1,581.6	1,690.5	1,795.1
유동부채	677.7	815.6	831.4	883.4	917.3
매입채무	534.0	554.0	426.9	468.4	491.8
유동성이자부채	98.1	214.8	357.3	367.3	377.3
비유동부채	327.5	333.4	286.2	288.3	300.5
비유동이자부채	280.7	259.1	234.2	234.2	244.2
부채총계	1,005.2	1,149.0	1,117.6	1,171.7	1,217.8
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	70.9	69.8	85.0	85.0	85.0
이익잉여금	102.7	119.7	168.1	222.8	281.4
자본조정	104.2	214.0	199.1	199.1	199.1
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	369.5	415.4	464.1	518.8	577.4
투하자본	626.3	686.7	772.1	795.5	818.7
순차입금	305.2	325.8	364.3	335.3	302.2
ROA	4.2	1.9	3.6	3.7	3.7
ROE	20.0	7.8	12.7	12.3	11.8
ROIC	12.3	9.4	11.0	10.8	10.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,074.2	3,224.8	3,489.0	3,848.3	4,040.7
증가율 (Y-Y,%)	11.9	4.9	8.2	10.3	5.0
영업이익	99.3	94.0	101.3	111.8	117.4
증가율 (Y-Y,%)	1.4	(5.3)	7.7	10.4	5.0
EBITDA	170.5	169.7	184.5	197.3	204.6
영업외손익	(26.5)	(52.2)	(30.7)	(32.0)	(31.4)
순이자수익	(15.2)	(18.3)	(1.1)	(12.9)	(12.9)
외화관련손익	(5.4)	(11.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.6)	(1.0)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
세전계속사업손익	72.8	41.8	70.5	79.8	86.0
당기순이익	59.7	27.4	56.0	60.7	64.5
지배기업당기순이익	54.5	25.9	56.0	60.7	64.5
증가율 (Y-Y,%)	14.3	(54.1)	104.4	8.3	6.4
NOPLAT	81.4	61.6	80.4	85.0	88.1
(+) Dep	71.2	75.7	83.2	85.5	87.2
(-) 운전자본투자	(75.6)	17.9	125.0	6.4	3.4
(-) Capex	44.1	47.0	52.7	84.7	88.9
OpFCF	184.1	72.4	(14.0)	79.5	82.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.4	12.1	8.3	7.8	7.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	19.1	1.2	4.1	7.7
EBITDA증가율(3Yr)	40.5	14.8	5.7	5.0	6.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	(4.1)	2.3	0.5	33.0
영업이익률(%)	3.2	2.9	2.9	2.9	2.9
EBITDA마진(%)	5.5	5.3	5.3	5.1	5.1
순이익률 (%)	1.9	0.8	1.6	1.6	1.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	218.4	111.2	163.5	142.9	151.4
당기순이익	59.7	27.4	56.0	60.7	64.5
자산상각비	71.2	75.7	83.2	85.5	87.2
운전자본증감	47.9	(22.2)	(69.2)	(6.4)	(3.4)
매출채권감소(증가)	(31.1)	(5.9)	12.5	(29.0)	(16.3)
재고자산감소(증가)	43.6	(36.6)	(23.7)	(19.3)	(10.9)
매입채무증가(감소)	49.8	3.7	20.8	41.5	23.4
투자현금	(70.7)	(40.9)	(50.3)	(108.9)	(113.5)
단기투자자산감소	(5.7)	(0.9)	0.1	(1.0)	(1.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.3)	(3.2)	(3.3)
설비투자	(44.1)	(47.0)	(52.7)	(84.7)	(88.9)
유무형자산감소	(16.5)	(11.7)	(6.9)	(12.7)	(12.7)
재무현금	(270.5)	3.4	(50.0)	4.1	14.1
차입금증가	(167.8)	59.1	(26.6)	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	62.9	38.1	52.0
총현금흐름(Gross CF)	168.1	139.7	248.1	149.2	154.9
(-) 운전자본증가(감소)	(75.6)	17.9	125.0	6.4	3.4
(-) 설비투자	44.1	47.0	52.7	84.7	88.9
(+) 자산매각	(16.5)	(11.7)	(6.9)	(12.7)	(12.7)
Free Cash Flow	145.3	76.6	128.6	34.0	37.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.3	3.2	3.3
잉여현금	145.3	76.6	127.2	30.8	34.6

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	4,589	2,184	4,718	5,109	5,435
BPS	17,071	27,244	30,993	35,189	39,743
DPS	450	450	500	500	600
Multiples(x,%)					
PER	5.2	8.0	5.6	5.1	4.8
PBR	1.4	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	3.5	3.1	3.7	3.3	3.0
배당수익율	1.9	2.6	1.9	1.9	2.3
PCR	1.7	1.5	1.3	2.1	2.0
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	272.1	276.6	240.8	225.9	210.9
Net debt/Equity	82.6	78.4	78.5	64.6	52.3
Net debt/EBITDA	179.1	192.0	197.5	169.9	147.7
유동비율	79.8	80.2	88.0	92.7	98.1
이자보상배율	6.5	5.1	90.2	8.7	9.1
이자비용/매출액	0.7	0.7	0.3	1.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	62.2	60.5	62.6	60.9	58.8
현금+투자자산(%)	37.8	39.5	37.4	39.1	41.2
자본구조					
차입금(%)	50.6	53.3	56.0	53.7	51.8
자기자본(%)	49.4	46.7	44.0	46.3	48.2

자료: 다올투자증권

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

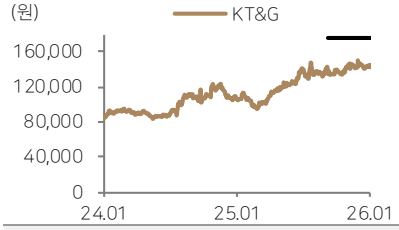
주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

KT&G (033780)



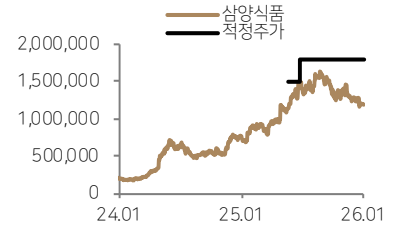
일자	커버리지	2025.09.24
투자의견	개시	BUY
적정주가		175,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.09.24	175,000원	136,787원	140,700원	-21.84	-19.6

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 1월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

삼양식품(003230)



일자	커버리지	2025.06.09	2025.07.15
투자의견	개시	BUY	BUY
적정주가		1,500,000원	1,800,000원

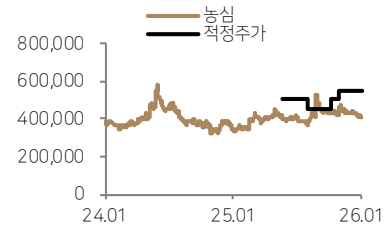
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.06.09	1,500,000원	1,318,538원	1,498,000원	-12.1	-0.13
2025.07.15	1,800,000원	1,464,123원	1,630,000원	-18.66	-9.44

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 1월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

농심(004370)



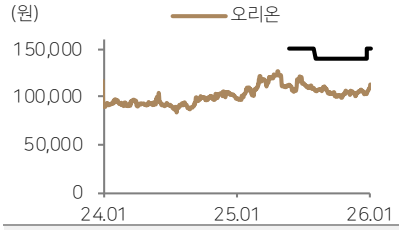
일자	커버리지	2025.06.09	2025.08.18	2025.10.23	2025.11.17
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		500,000원	450,000원	500,000원	550,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.06.09	500,000원	394,571원	420,500원	-21.09	-15.9
2025.08.18	450,000원	433,198원	522,000원	-3.73	16
2025.10.23	500,000원	432,176원	443,000원	-13.56	-11.4
2025.11.17	550,000원	433,442원	472,000원	-21.19	-14.18

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 1월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

오리온(271560)



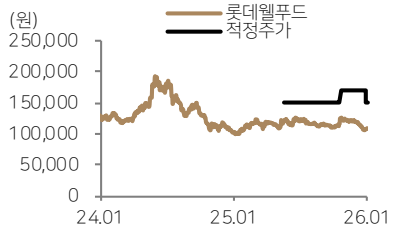
일자	커버리지	2025.06.09	2025.08.20	2026.01.13
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY
적정주가		150,000원	140,000원	150,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.06.09	150,000원	112,169원	121,600원	-25.22	-18.93
2025.08.20	140,000원	104,792원	111,200원	-25.15	-20.57
2026.01.13	150,000원	108,960원	113,100원	-27.36	-24.6

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 1월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

롯데웰푸드(280360)



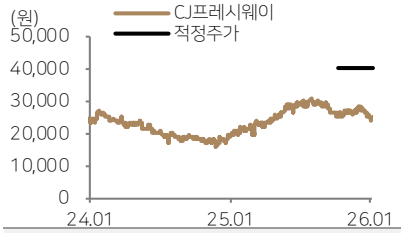
일자	커버리지	2025.06.09	2025.11.07	2026.01.14
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY
적정주가		150,000원	170,000원	150,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.06.09	150,000원	117,413원	126,600원	-21.72	-15.6
2025.11.07	170,000원	119,091원	126,600원	-29.95	-25.53
2026.01.14	150,000원	108,275원	109,400원	-27.82	-27.07

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 1월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

CJ프레시웨이(051500)



일자	커버리지	2025.10.23
투자의견	개시	BUY
적정주가		40,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.10.23	40,000원	26,341원	28,050원	-34.15	-29.88

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 1월 20일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산	건설 · 부동산	자동차 · 이차전지	제약 · 바이오	금융
최광식	박영도	유지웅	이지수	김지원
gs.choie@daolfn.com	ypark@daolfn.com	jwyoo@daolfn.com	jislee@daolfn.com	jiwonkim@daolfn.com
반도체 · 소부장	**화장품 · 의료기기**	**인터넷 · 게임 · 레저**	**음식료**	**철강**
고영민	박종현	김혜영	이다연	이정우
ym.ko@daolfn.com	alex.park@daolfn.com	hyyy@daolfn.com	dayeonlee@daolfn.com	jungwoo@daolfn.com
운송 · 로봇	**엔터테인먼트**	**전기전자**		
오정하	임도영	김연미		
junghao@daolfn.com	dy.lim@daolfn.com	ym.kim@daolfn.com		

투자전략

투자전략	계량분석	채권분석	시황분석
조병현	김경훈	허정인	김지현
bhcho@daolfn.com	aimhigh2027@daolfn.com	jeongin@daolfn.com	jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2025.11.05	유지웅	2026 자동차 연간전망 - 파티로의 초대
2025.11.06	고영민	2026 반도체/소부장 연간전망 - 같지만 다르고, 다르지만 같다
2025.11.10	임도영	엔터테인먼트 - 리허설 끝, 본무대 시작
2025.11.13	이지수	2026 제약 · 바이오 연간전망 - 새롭거나 확실하거나
2025.11.14	이정우	비철금속 - Not enough minerals
2025.11.18	김경훈	2026 퀀트 연간 전망 - CPI Tantrum: 최후의 만찬
2025.11.19	유지웅	이차전지 - AI가 쏘아올린 ESS 시장의 개화와 한국의 배터리
2025.11.21	이다연	음식료 - 미국에서 K푸드 찾기 : 뉴욕 유통채널 탐방기
2025.11.25	조병현 · 허정인 · 김지현	매크로 2026 전망 : Before Rising
2025.11.27	김혜영	인터넷/게임/레저 : AI 버블론, 외부 IP 확장, 한일령 반사수혜
2025.12.03	김지원	2026 금융 연간전망 - Capture Money in Motion
2026.01.05	최광식	조선 - 깡통아 태평양을 건너라
2026.01.06	김연미	전기전자 - 소문난 AI 잔치, 메인디쉬를 가져오너라
2026.01.12	유지웅 · 고영민 · 오정하	2026 CES 참관기 - From Imagination to Reality

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.