

음식료 (Positive)

상법 개정, 변화의 출발점

음식료/화장품 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693



| C o n t e n t s |

I. 요약.....	03
II. 상법 개정안 통과.....	04
III. 한국 음식료 기업의 현재.....	06
IV. 상법 개정이 음식료 기업에 미칠 영향.....	12
V. 그 끝엔 Re-rating.....	22

I. 요약

지난 7월 3일 상법 개정안이 국회 본회의를 통과했다. 이로 인해 기업지배구조 개선사항 중 주주충실의무와 전자주주총회를 법제화함으로써 일반 주주들의 이익 보장과 주주총회 접근성 향상 및 의사표명 기회의 실질적 확대를 전망한다.

특히 즉시 적용되는 내용인 이사의 충실 의무 대상 확대에 주목한다. 이사의 충실 의무가 주주 전체로 확대되면, 소수주주를 포함한 주주 전체에 대해서도 불이익이 없는지를 종합적으로 검토해야 한다. 이에 따라 주주환원 정책에 대한 설명 책임이 강화되고, 신사업이나 중장기 투자에 대한 정당성과 전략적 타당성을 주주와 적극 공유할 필요성이 커질 것이다.

주요 음식료 기업들은 중복 상장 및 폐쇄적 지분 구조와 소극적인 주주환원으로 주식시장에서 디스카운트를 받고 있다. 대부분 ‘지주회사-사업회사’ 구조로 오너일가가 간접 지배하며 중복상장과 내부거래, 낮은 정보공개 수준 등으로 시장에서 보수적인 평가를 받고 있다. 또한, 충분한 현금창출력에도 불구하고 자사주 매입·소각과 배당에 소극적이며, 최근 3년간 의미 있는 자사주 매입을 단행한 기업은 KT&G와 남양유업에 그친다. 배당 성향도 낮아 투자자와의 이익 공유가 제한적인 구조가 지속되고 있다.

한국 음식료 기업들은 수익구조의 경직성과 불투명한 내부거래 구조, 소극적인 주주환원 정책 등으로 인해 장기간 De-rating이 지속됐다. 원가 변동에 따른 이익 민감도가 낮아졌고, 수직계열화된 비상장 관계사와의 내부거래가 상장사의 수익성을 왜곡하는 구조가 지적되어 왔다. 그러나 최근 KT&G, 농심, 오리온 등을 중심으로 과거 보수적인 자본정책에서 벗어나 주주가치 제고 의지를 구체적으로 드러내고 있다. 이에 따라 음식료 기업이 성장성과 자본효율성, 주주 신뢰를 동시에 추구하는 방향으로 개선될 가능성이 높다고 판단한다.

이번 상법 개정으로 이사의 충실의무가 주주 전체로 확대되고 전자주주총회가 도입되면서, 주주친화적 경영과 지배구조 개선이 기대된다. 이를 계기로 한국 음식료 기업들의 수익성과 기업가치 개선을 통한 장기적 Re-Rating이 가능할 것이다.

II. 상법 개정안 통과

>> 기업지배구조 개선을 위한 주주총실의무와 전자주주총회 법제화

지난 7월 3일, 이사의 충실의무 대상을 주주로까지 확대하는 내용을 포함한 상법 개정안이 국회 본회의를 통과했다. 이번 개정은 기업지배구조 개선의 일환으로 이사의 주주에 대한 충실의무를 법제화하고 전자주주총회 제도의 도입 근거를 마련한 점에서 의미가 크다. 이를 통해 일반주주의 이익 보호는 물론 주주총회에 대한 접근성과 의사표명 기회가 실질적으로 확대될 것으로 기대된다.

또한 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경하고 선임 기준을 강화한 조치 역시 독립성 확보를 위한 제도적 보완책으로 평가된다. 특히 감사위원 선임 시 최대주주 및 특수관계인에게 합산 3% 의결권 제한을 적용함으로써 감사기구의 독립성과 투명성이 강화될 전망이다. 전반적으로 이번 개정안은 지배구조 투명성 제고와 주주권 강화라는 두 축을 중심으로 한국 기업 환경의 제도적 기반을 개선하는 중요한 진전으로 볼 수 있다.

이번 개정안은 공포 후 1년이 경과한 날부터 시행된다. 다만 이사의 충실의무 확대와 관련한 제382조의3의 개정규정은 공포 후 즉시 시행하고, 전자주주총회와 관련한 제542조의14 및 제542조의15의 개정규정과 제364조, 제368조는 2027년 1월 1일부터 시행될 예정이다. 주요 내용은 아래와 같다.

1. 이사의 충실 의무 확대: 이사의 충실의무 대상으로 주주를 추가. 기존 제382조의3 대비 이사의 의무를 구체화하고 확장한 것. 이사의 직무수행에 있어 총주주의 이익을 보호하기 위하여 노력해야하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야함
2. 독립이사 제도 도입: 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경. 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고 이사 총수의 3분의 1 이상을 독립이사로 구성해야함. 기존 사외이사 제도 대비 독립성을 강화하는 조치로 앞으로 합병, 분할, 자회사 상장 등 이해상충 가능성이 있는 거래에 대해 독립이사의 역할이 중요해질 것
3. 감사위원 선출 시 최대주주 의결권 제한(3% Rule): 감사위원 분리선출에 있어 기존에는 각각 3%로 제한되던 대주주 및 특수관계인의 의결권이 합산하여 3%로 제한됨.

현행법은 일정 자산규모 이상의 상장회사가 의무적으로 설치하여야 하는 감사위원회의 경우 최대주주가 사외이사가 아닌 감사위원회위원을 선임, 해임하는 때에는 특수관계인 등이 소유한 주식을 합산하여 발행주식총수의 3% 초과 소유 여부를 판단하고 3%를 초과하는 주식의 의결권 행사를 제한하고 있음. 반면 사외이사인 감사위원회 위원을 선임, 해임하는 때에는 특수관계인 등이 소유한 주식을 합산하지 않고 단독으로 3% 초과 소유 여부를 판단하고 있음

이번 개정안은 이와 같이 해당 감사위원회 위원이 사외이사인지 여부에 따라 다르게 제한하고 있는 부분을 변경해 감사위원회 위원 선임, 해임 안전과 관련하여 최대주주는 항상 특수관계인 등이 소유한 주식을 합산하여 3% 여부를 판단하도록 함

4. 전자주주총회 도입: 상장회사가 소집지에서의 총회와 병행하여 전자주주총회를 개최할 수 있도록 하고, 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회의 병행 개최를 의무화. 운영 요건은 주주가 총회의 의사진행 및 결의에 실시간으로 참가할 수 있도록 해야하며 총회 개최 기록을 종료 후 5년간 보존하고 3개월간 본점에 의무적으로 비치해야함

>> 주목할 내용은 ‘이사의 충실의무 대상 확대’

이사의 충실의무 대상 확대는 즉시 적용이 되는 내용이다. 이사의 충실의무가 회사뿐만 아니라 주주전체로 확대되면 단순히 회사에 이익이 되는지를 넘어서 소수주주를 포함한 주주 전체에 대해서도 불이익이 없는지를 종합적으로 검토해야한다. 지배주주에게는 유리하고 소수주주의 권익은 침해할 여지가 있는 이사회 결의사항에 대해서 소수주주의 권익을 보호해야 할 이사의 책임이 명확해진다. 이사 책임 관련해서 일반주주의 의사에 반하는 의사결정 시 해당 이사에 대한 개인 책임 추궁도 적극적으로 제기될 가능성이 높아졌다.

특히 대주주나 특수관계인간의 거래 행위에 대해서 회사와 주주 모두에게 이익이 있다는 점 혹은 불이익이 없다는 점에 대한 소명이 필요해지게 될 것이다. 대주주의 사익 편취 행위 혹은 특정 계열회사에 대한 일감 몰아주기, 사업 기회의 유용, 부실 계열회사에 대한 자금대여, 순환출자 등이 억제될 것으로 예상된다.

이사의 충실의무 확대에 따라 주주환원에 대해서도 정당한 설명 책임이 강화되고, 이에 따른 정책 변화의 가능성이 높아졌다. 단기적인 주주환원뿐만 아니라 신사업이나 중장기 성장 투자에 대한 정당성과 전략적 타당성을 주주와 적극적으로 공유해야 할 필요성도 커질 수 있다.

Ⅲ. 한국 음식료 기업의 현재

>> 중복 상장 및 폐쇄적인 지분 구조

한국 주요 음식료 기업 다수는 지주회사-사업회사 구조다. 오리온홀딩스(오리온), 하이트진로홀딩스(하이트진로), 농심홀딩스(농심), 대상홀딩스(대상), 매일홀딩스(매일유업)가 대표적이며, 삼양라운즈케어(삼양식품), 파리크라상(SPC삼립)도 법적 지주회사는 아니지만 실질 지주회사로 역할을 하고 있다. 대부분의 기업이 오너일가가 지주사에만 집중적으로 지분을 보유하고 지주사가 사업회사 지분을 통해 간접 지배하는 구조다.

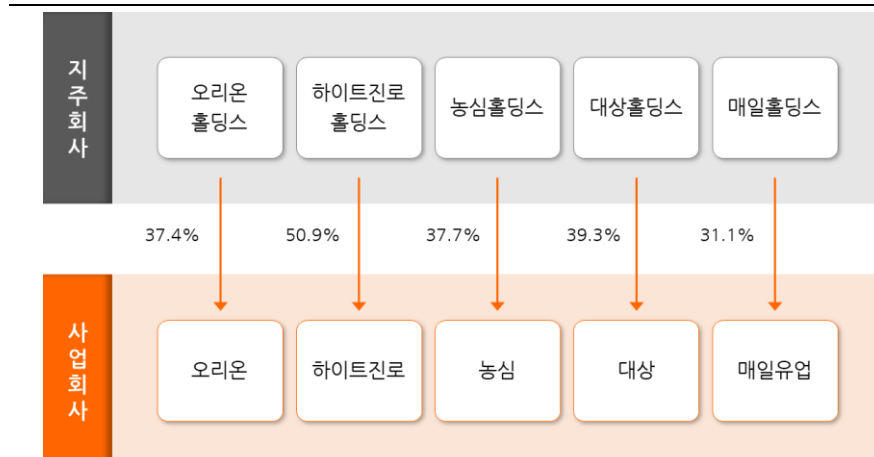
[표1] 한국 음식료 상장사 시가총액 현황

(단위: 억원)

구분			합산 시가총액	개별 시가총액
KT&G			158,193	158,193
동서			29,262	29,262
오뚜기			16,051	16,051
빙그레			8,352	8,352
순수 지주회사	CJ	CJ 제일제당	-	39,367
	롯데지주	롯데웰푸드	-	11,286
		롯데칠성	-	11,756
실질 지주회사	삼양라운즈케어	삼양식품*	-	95,594
	파리크라상	SPC 삼립	-	4,893
단일자회사 중심 지주회사	오리온 홀딩스	오리온홀딩스 오리온	59,550	13,688 45,862
	하이트진로홀딩스	하이트진로홀딩스 하이트진로	17,113	2,490 14,623
	농심홀딩스	농심홀딩스 농심*	27,855	3,798 24,057
	대상홀딩스	대상홀딩스 대상	11,789	3,907 7,882
	매일홀딩스	매일홀딩스 매일유업	4,574	1,484 3,090

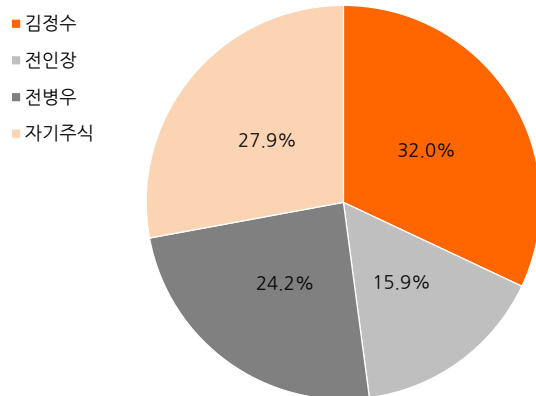
주: 삼양식품, 농심은 삼양라운즈케어, 농심홀딩스의 연결 편입 대상은 아님, 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 지주회사-사업회사 체제의 한국 음식료 기업



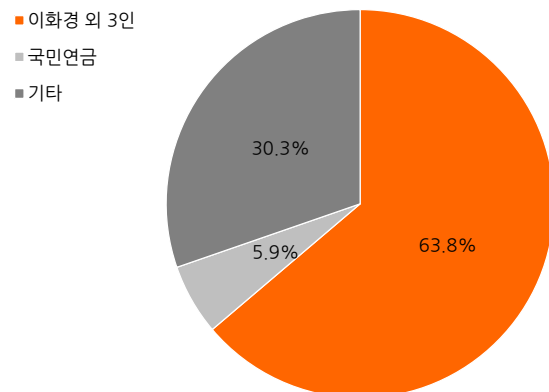
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼양라운드스퀘어 주주 구성



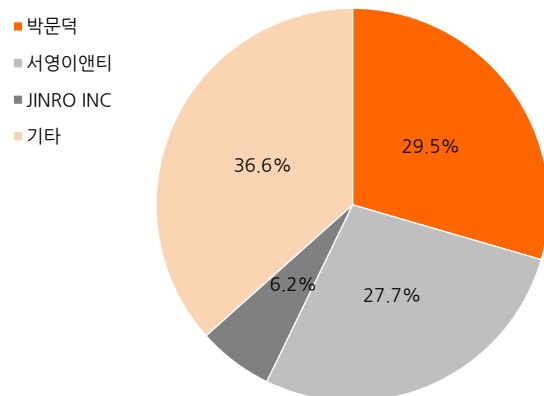
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 오리온홀딩스 주주 구성



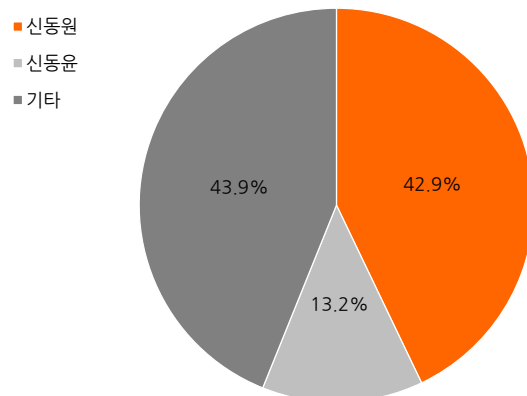
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 하이트진로홀딩스 주주 구성



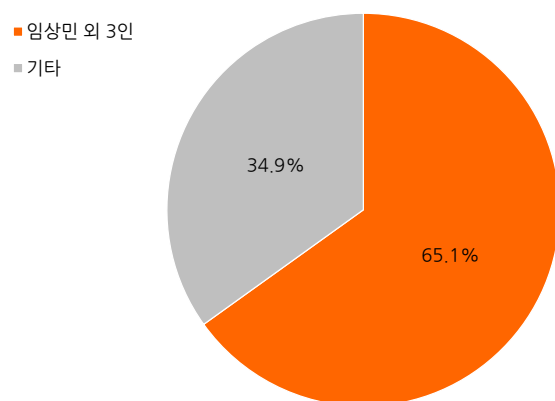
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 농심홀딩스 주주 구성



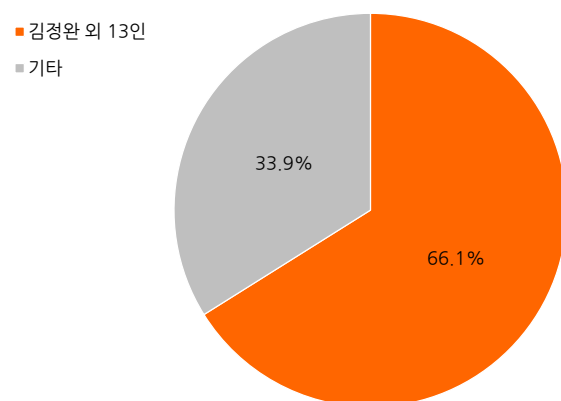
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 대상홀딩스 주주 구성



자료: 한화투자증권 리서치센터

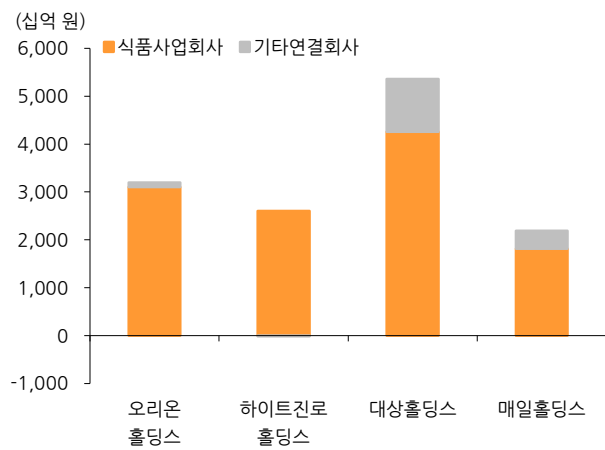
[그림7] 매일홀딩스 주주 구성



자료: 한화투자증권 리서치센터

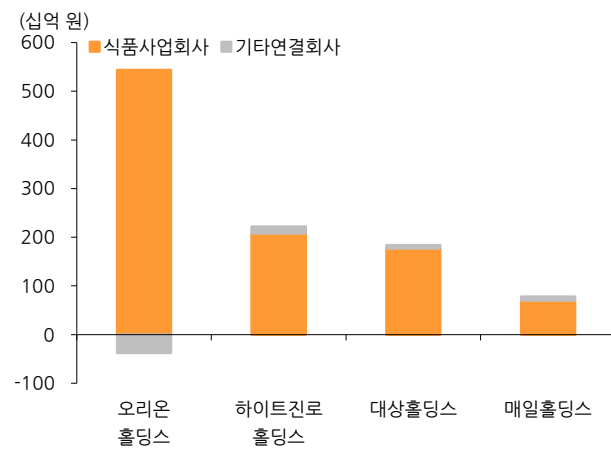
이러한 구조가 주식시장에서는 디스카운트 요인으로 작용되었다. 다수의 지주사가 대부분을 식품 사업 단일회사에 의존하고, 지주사는 사업회사로부터 받은 배당 외에는 별다른 현금창출 능력이 없음에도 주식 시장에서는 별도로 상장되어 중복 상장에 대한 디스카운트 및 실적 귀속의 불명확성이 문제로 지적되었기 때문이다. 또한 오너일가가 직·간접적으로 보유한 비상장 계열사와의 내부거래, 지주사 인력·자금 활용 등으로 인해 상장 회사의 이익이 오너 중심의 지배구조에 편향되어왔을 가능성도 늘 제기되었다.

[그림8] 주요 식품 지주사의 식품 사업회사 매출 의존도



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 주요 식품 지주사의 식품 사업회사 영업이익 의존도



자료: 한화투자증권 리서치센터

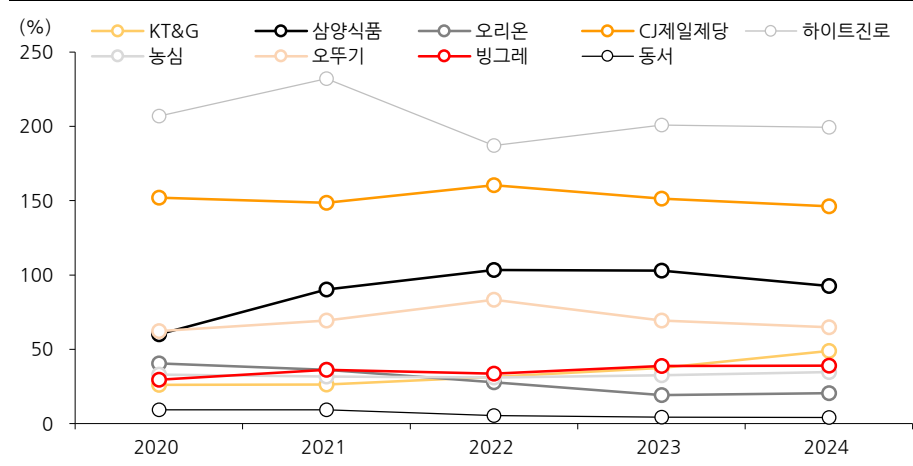
더욱이 오너일가가 지주회사의 지분을 대부분 보유하면서 전체 그룹을 장악하는 구조는 기업의 폐쇄성을 강화했다. 대표적인 사례로는 동서다. 동서는 2017년 이후 8년간 단 한 건의 공식 기업 분석 보고서도 발간되지 않았을 정도로 정보가 제한적이다. 이는 투자자에게는 불확실성으로 작용할 수 있다. 정보공개 수준이 낮고 지배구조 투명성이 결여된 구조에서는 시장의 평가가 보수적으로 이루어질 수밖에 없다.

>> 소극적인 주주환원

한국 음식료 기업들의 또다른 디스카운트 요인은 소극적인 주주환원이었다. 한국 음식료 기업 사이에서 주주가치를 제고하기 위한 유의미한 정책은 찾아보기 어렵다. 안정적인 현금창출력과 낮은 부채비율, 높은 유보율에도 불구하고, 상당수 기업들이 주주환원 수단에 대해서는 소극적인 태도를 보여왔다.

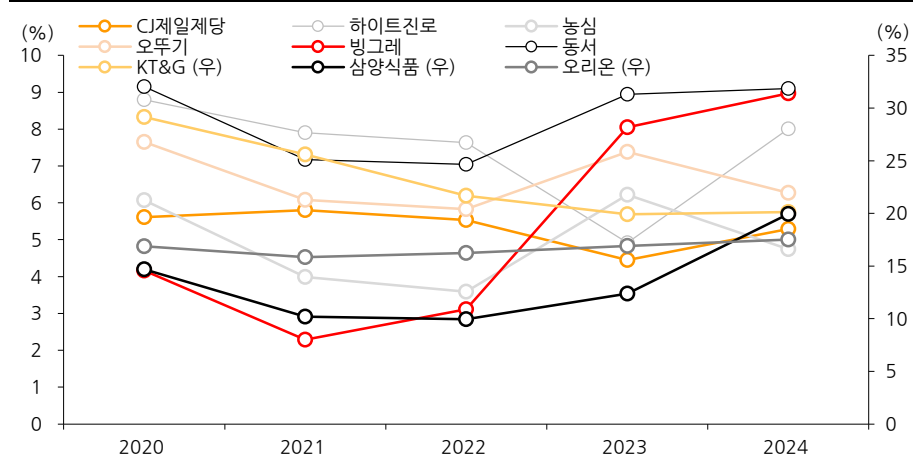
2024년 기준 부채비율이 100%를 초과하는 기업은 CJ제일제당, 하이트진로, 롯데칠성, SPC삼립, 대상 정도에 불과하며, KT&G, 오리온, 동서, 농심, 빙그레는 부채비율이 50% 미만으로 매우 보수적인 자본 구조를 갖고 있다.

[그림10] 한국 음식료 기업들의 부채비율



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 한국 음식료 기업들의 영업이익률



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

특히 자사주 매입과 소각은 기업가치를 높이고 시장의 신뢰를 얻는 효과적인 수단임에도 음식료 기업 중 실행 사례는 드물다. 최근 3년간 자사주를 정기적으로 또는 대규모로 매입하고, 실제로 소각까지 완료한 음식료 기업은 KT&G와 남양유업에 불과하다. KT&G는 비유동자산 매각, 비상장 계열사 정리를 병행하며 다년간 수천억원 규모의 자사주를 매입 및 소각해왔고, 중장기 주주환원 계획도 투자자와 긴밀히 소통 중이다.

남양유업의 경우 2022년 12월 사모펀드 한앤컴퍼니에 매각된 이후 기업 이미지 회복과 지배구조 투명성 제고를 위한 실질적 조치로서 지난 2024년 10월, 2025년 2월 각각 200억 원 규모의 자사주 매입을 결정했다. 참고로 2012년 이후 10여년 만의 자사주 매입이었다.

이들을 제외한 대부분의 기업은 자사주 매입·소각에 대해 여전히 상대적으로 소극적인 태도를 보이고 있다. 일부 기업의 경우 주가에 대한 관심이 낮거나 이미 오너일가가 높은 수준의 지배력을 확보하고 있어 유동 주식 비중이 제한적인 구조와도 관련이 있을 수 있다. 자사주 매입·소각으로 인해 지분율이 추가로 확대되는 상황이 오히려 부담 요인으로 작용할 수 있는 기업의 경우 보다 보수적인 접근을 택할 가능성도 존재한다. 이러한 점은 한국 음식료 업종 전반의 낮은 주주환원 수준과 더불어 자본정책 운영에 있어 구조적 제약과 지배주주 중심의 전략적 선택이 공존하고 있음을 의미한다.

[표2] 한국 음식료 기업의 최근 3년간 자사주 매입 이력

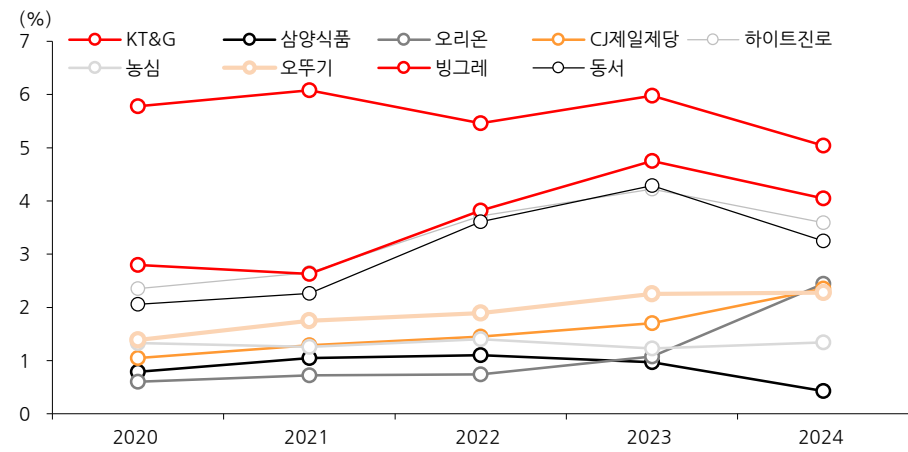
(단위: 주, 억원)

구분	공시일시	내용	규모(주수)	규모(금액)
KT&G	2022-11-03	자기주식 취득	3,700,000	3,497
	2023-08-03	자기주식 취득	3,470,000	2,884
	2024-08-08	자기주식 취득	3,610,000	3,372
	2024-11-07	자기주식 취득	1,350,000	1,493
남양유업	2024-06-24	자사주 신탁 계약	360,500	200
	2024-10-23	자사주 신탁 계약	179,765	122
	2025-02-18	자사주 신탁 계약	278,164	200
그외 기업	없음			

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

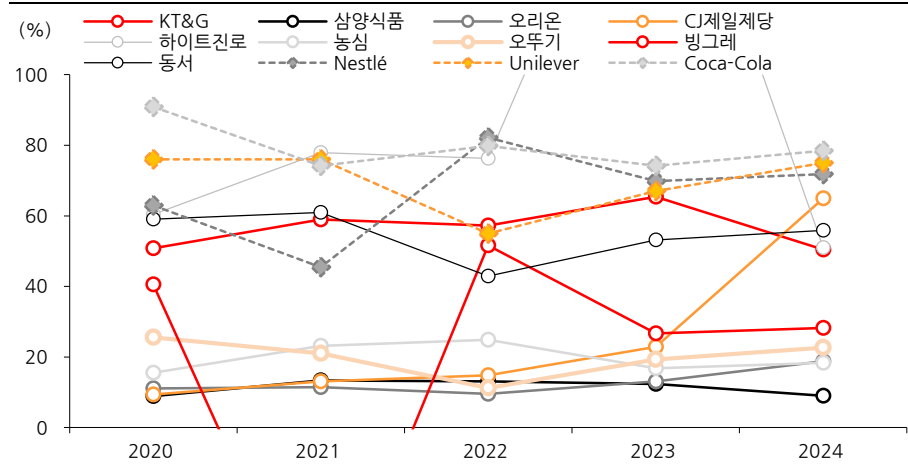
배당 정책 또한 보수적이다. 대부분의 기업이 일관된 배당 정책을 공표하지 않거나 배당 성향이 낮아 투자자와의 이익 공유가 제한적인 구조다. 실제로 최근 3년간 배당수익률이 4%를 상회한 기업은 KT&G, 오리온홀딩스, 하이트진로 정도에 불과하다. 배당성향 기준으로 오리온, 삼양식품, 농심, 오뚜기의 지난 3년 평균 배당성향은 20%를 밑돌고 있다. 이익 창출력에 비해 배당 여력이 충분함에도 불구하고 소극적인 배당을 이어오고 있다.

[그림12] 한국 음식료 기업들의 배당수익률



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 한국 음식료 기업들의 배당성향



자료: Quantwise, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IV. 상법 개정이 음식료 기업에 미칠 영향

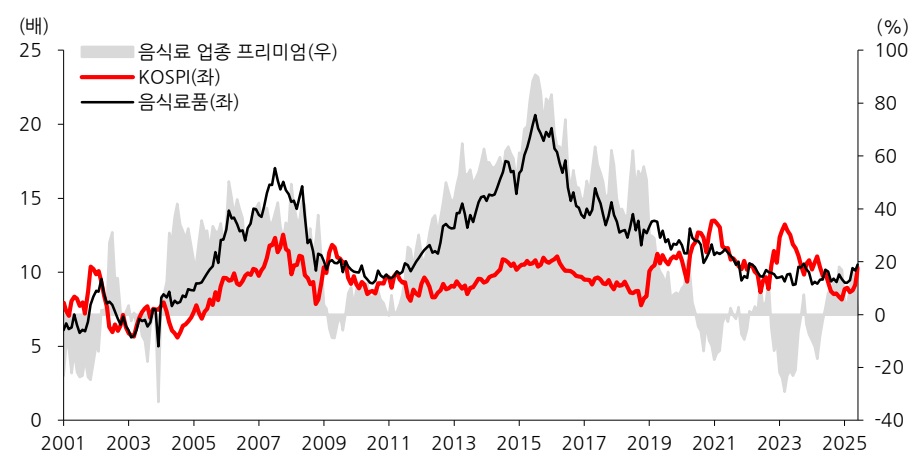
>> 10년 De-rating

한국 음식료 기업은 최근 10년간 De-rating이 지속됐다. 그 배경에는 복합적인 요인들이 작용되었겠지만 그 중 하나는 원재료 가격이 상승하거나 하락할 때에도 기업들의 이익률이 이에 민감하게 반응하지 않는 수익 구조의 경직성 때문이라 판단된다.

실제로 팬데믹과 러-우 전쟁에 따른 글로벌 공급망 불안정으로 2022년 기준 4대 곡물(소맥, 옥수수, 대두, 원당)의 연평균 가격은 2020년 대비 22.6% 상승했다. 이에 같은 기간 내수 중심 10대 음식료 기업의 평균 매출총이익률은 2.3%p 하락했다. 반대로 2024년에는 수급 안정화로 곡물 가격이 2022년 대비 32.6% 하락했음에도, 해당 기업들의 평균 매출총이익률은 0.9%p 개선에 그쳤다. 이는 원가 하락 국면에서도 수익성이 충분히 개선되지 못함을 의미하며 곡물가 변동에 대한 수익 민감도가 과거보다 현저히 낮아졌다는 방증이다.

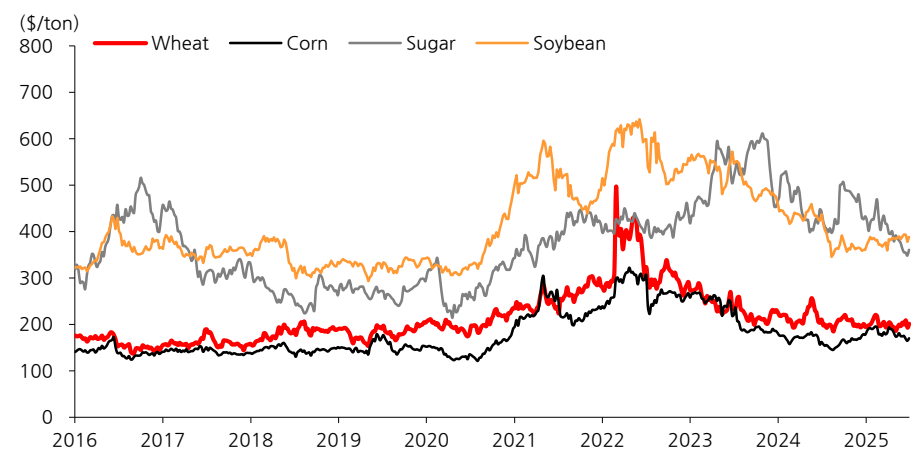
음식료 섹터에 대한 기본적인 투자 아이디어는 판매량(Q)이 성장을 지속하는 가운데, 원가(C)가 상승하면 판가(P) 인상을 통해 마진을 유지하고, 반대로 C가 하락하면 스프레드 개선을 통해 수익이 확대되는 것이다. 그러나 최근 한국 음식료 기업들은 이러한 이상적인 P-Q-C 수익구조가 무너지고 있다. 이는 경쟁 심화, 수직계열화를 통한 내부 거래 비효율, 소극적인 주주환원정책, 신사업 투자 부재 등 복합적인 구조적 요인들이 누적된 결과로 판단된다.

[그림14] 음식료 업종의 12M Fwd PER 추이



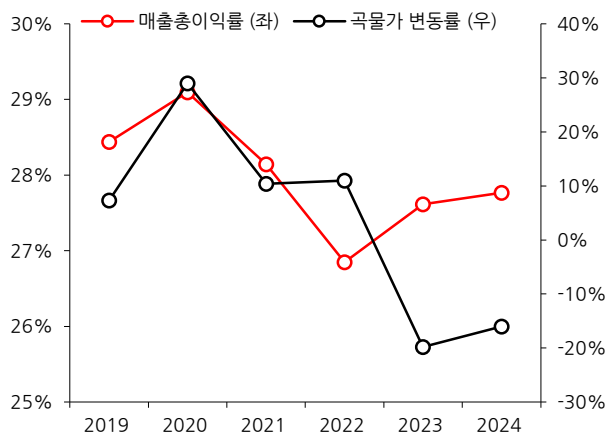
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 4대 곡물 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

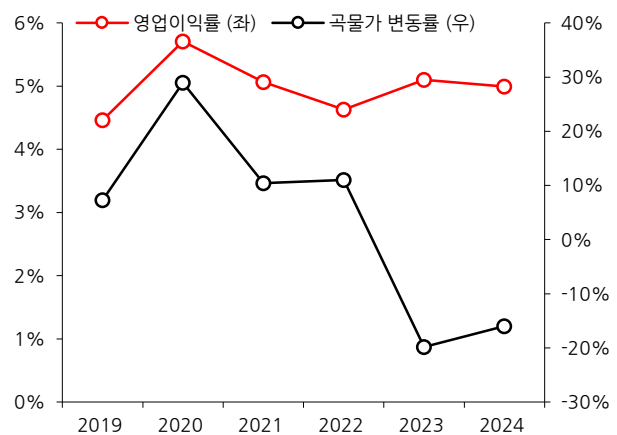
[그림16] 한국 10대 음식료 기업의 매출총이익률과 곡물가 비교



주: 10대 기업은 내수 의존도가 높은 하이트진로, 롯데칠성, 롯데웰푸드, SPC삼립, 대성, 매일유업, 농심, 오뚜기, 빙그레, 동서

자료: 한화투자증권 리서치센터

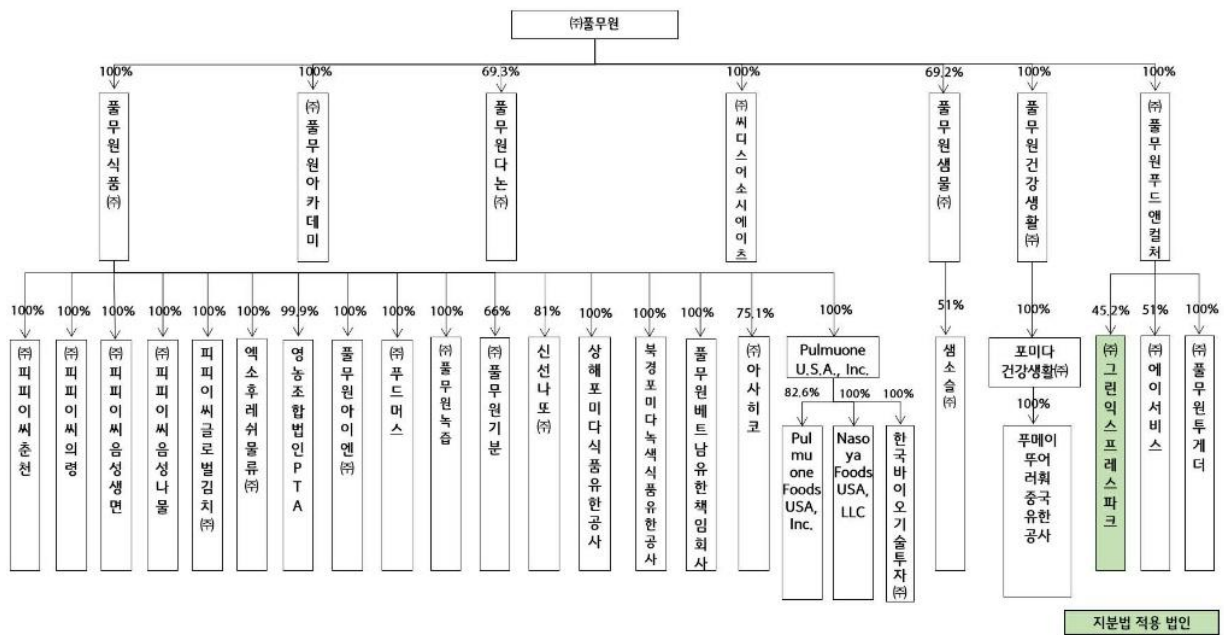
[그림17] 한국 10대 음식료 기업의 영업이익률과 곡물가 비교



주: 10대 기업은 내수 의존도가 높은 하이트진로, 롯데칠성, 롯데웰푸드, SPC삼립, 대성, 매일유업, 농심, 오뚜기, 빙그레, 동서

자료: 한화투자증권 리서치센터

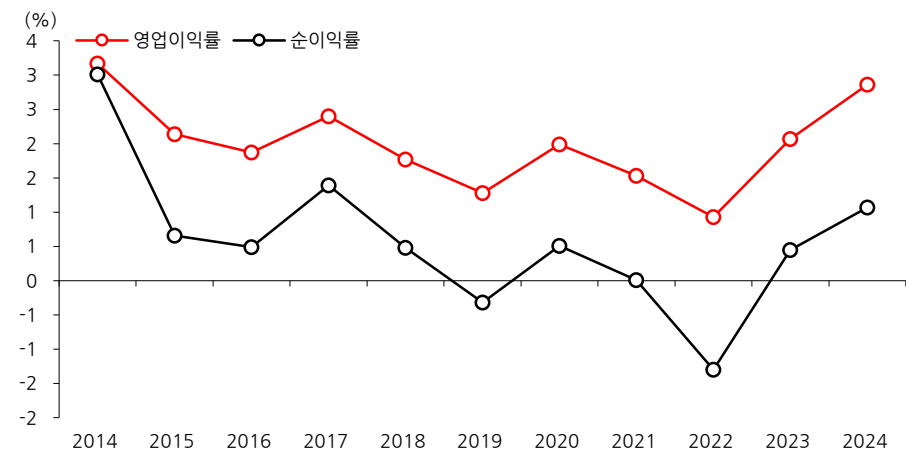
[그림18] 풀무원 그룹 지배구조



14

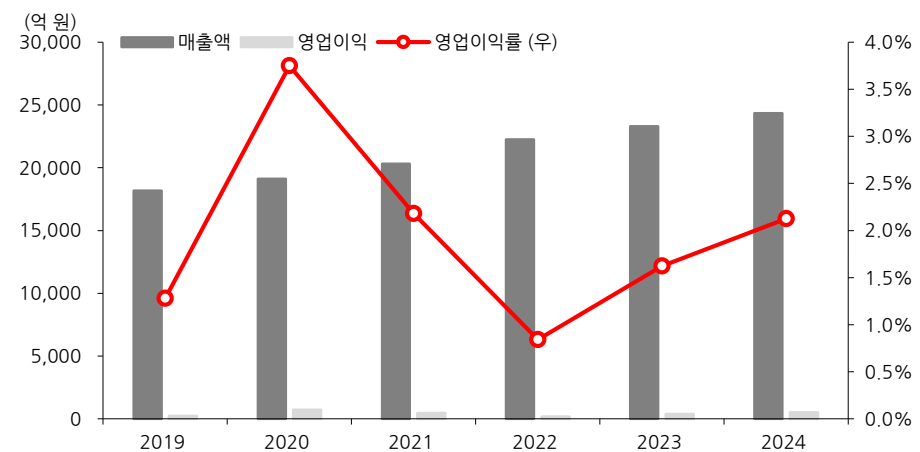
풀무원이 대부분의 자회사 및 손자회사를 100% 보유하고 있는 점을 감안할 때, 내부 거래가 연결 기준 수익성을 왜곡하는 직접적 원인이라 단정하기는 어렵다. 다만 풀무원처럼 비상장 계열사 중심의 복잡한 사업구조에서는 비상장 관계사와의 내부거래, 원가 배분, 로열티 정산 방식 등이 불투명해 상장 법인의 손익에 불리하게 작용되고 있을지의 여부를 판단하기 어렵고 투입 자본 대비 수익 창출력이 낮아 투자 매력이 떨어질 수 있다.

[그림19] 풀무원의 연결 기준 최근 10년간 영업이익률 및 순이익률 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 풀무원식품의 최근 실적 추이

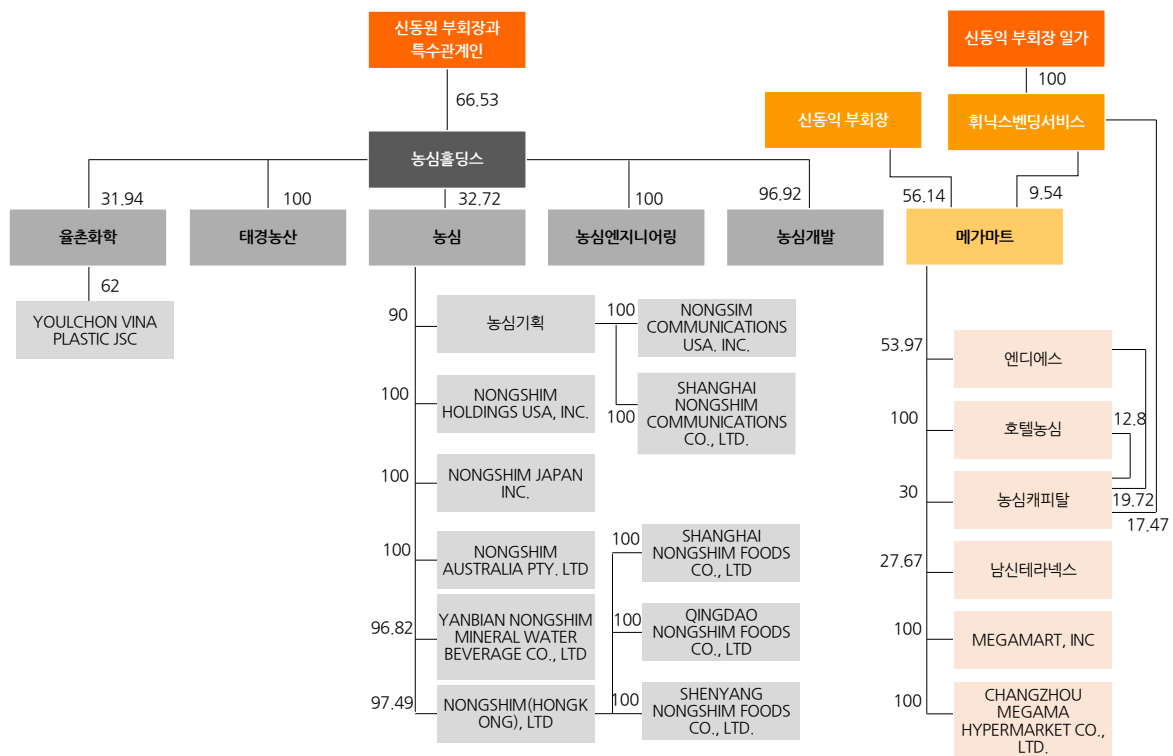


자료: 한화투자증권 리서치센터

농심의 경우는 별도 기준 영업이익률이 장기간 추세 하락 중이다. 농심홀딩스 산하의 농심 외 계열회사들은 전반적으로 내부거래 비중이 높은 편이다. 포장재, 물류, 가공 등의 기능을 담당하는 관계사들이 대표적이다.

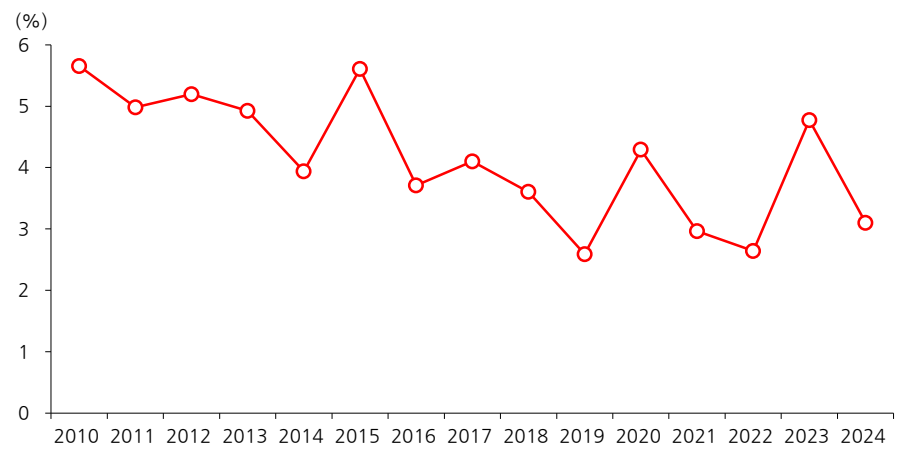
2025년 대규모기업집단 공시에 따르면 율촌화학은 전체 매출의 35.4%가 국내 계열사와의 거래에서, 농심태경은 49.7%를 내부거래에서 발생시켰다. 농심홀딩스 자회사 중 식품 제조 및 판매 기업은 사실상 농심이 유일한 점을 감안할 때, 해당 관계사들의 내부거래 매출은 대부분 농심향일 가능성이 높다. 이와 같은 내부거래 구조는 농심의 별도 손익에 일정한 영향을 미치고 있을 가능성이 있으며, 단가의 적정성이나 손익 기여 구조에 대해서는 확인이 불가하다.

[그림21] 농심 그룹 지배구조



자료: 한화투자증권 리서치센터

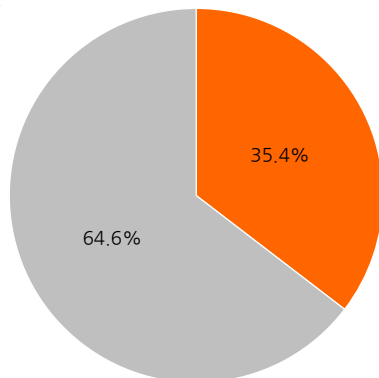
[그림22] 농심의 별도 기준 최근 10년간 영업이익률 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 올촌화학의 계열회사간 매출 비중

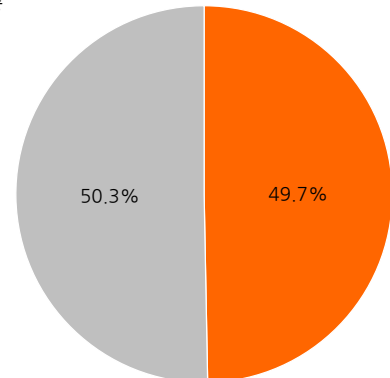
■ 국내 계열사 매출 비중
■ 기타



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 농심태경의 계열회사간 매출 비중

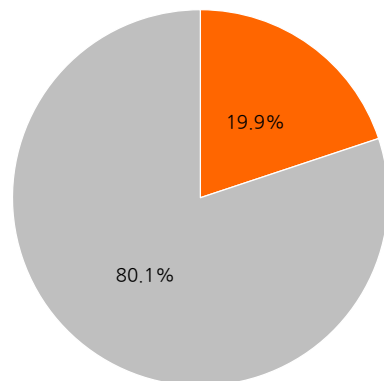
■ 국내 계열사 매출 비중
■ 기타



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 농심미분의 계열회사간 매출 비중

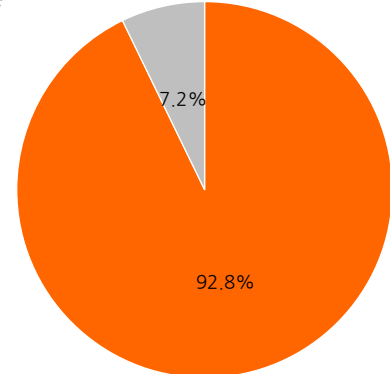
■ 국내 계열사 매출 비중
■ 기타



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 전일운수의 계열회사간 매출 비중

■ 국내 계열사 매출 비중
■ 기타

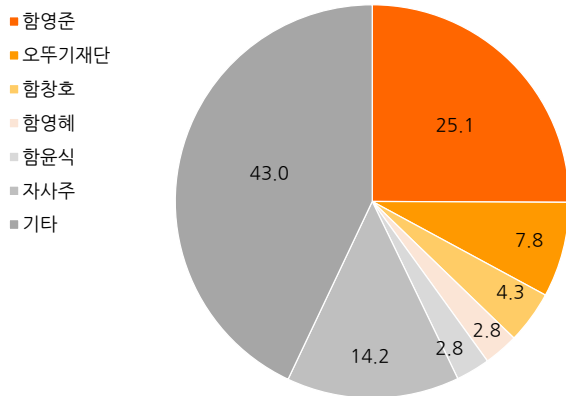


자료: 한화투자증권 리서치센터

오투기 역시 과거에는 주요 원부재료의 상당 부분을 오톨일가를 비롯한 특수관계인이 보유 중이던 다수의 관계회사와의 내부거래를 통해 매입했다. 하지만 2017년 이후 오랜 기간에 걸쳐 지배구조 개편 작업을 진행했다. 현재는 오투기냉동식품, 오투기엑스에프, 오투기제유, 오투기물류서비스, 풍림피앤피, 상미식품 등 국내 종속회사에 대해서는 대부분 지분 100%를 보유하고 있다.

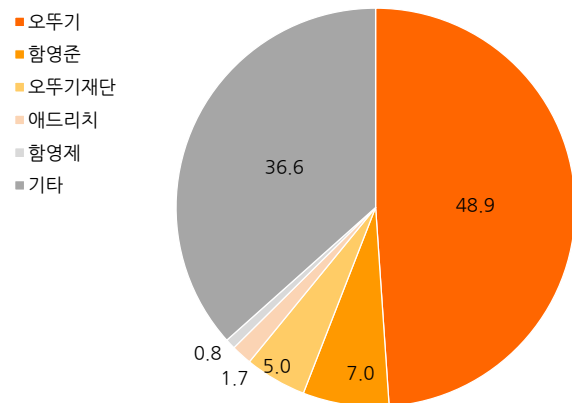
그러나 별도의 상장사인 조흥과는 아직 구조적 정리가 미완된 상태다. 조흥은 오투기의 연결 종속회사로 분류되지만 오투기가 직접 보유한 지분은 48.93%에 불과하다. 나머지 지분 중 일부는 오투기의 100% 자회사인 애드리치와 알디에스가 보유하고 있어, 결과적으로 ‘오투기 → 자회사 → 조흥 → 오투기’로 이어지는 간접적인 지분 순환 구조가 형성돼 있다. 이는 법적 순환출자에는 해당하지 않지만, 지배구조 투명성 측면에서는 향후 개선이 요구될 수 있다.

[그림27] 오투기 주주 구성



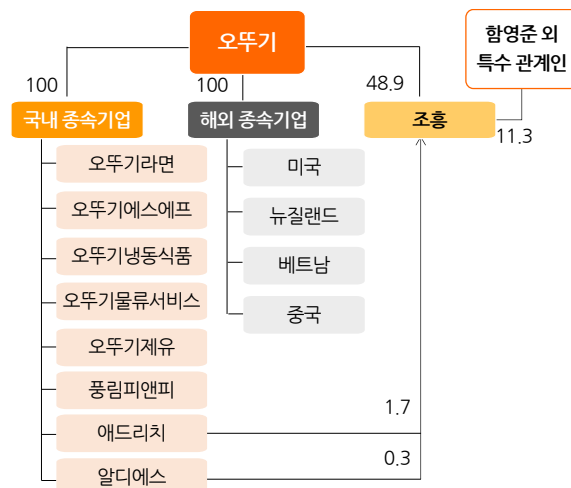
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 조흥 주주 구성



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 오투기 지배구조

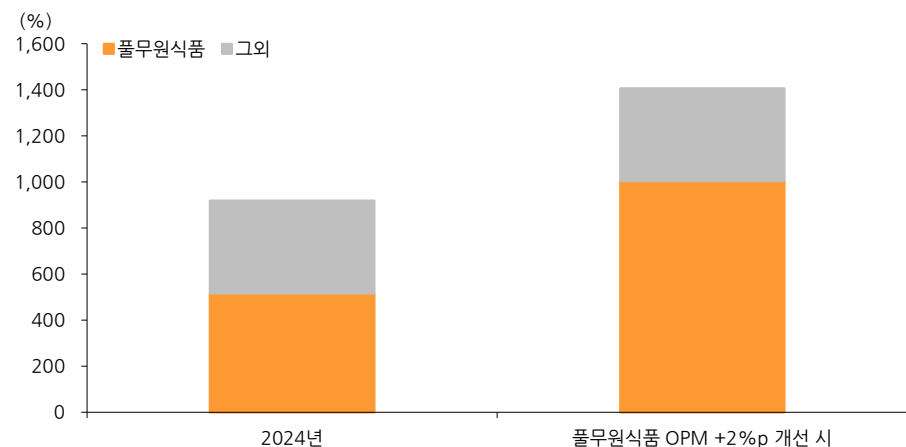


자료: 한화투자증권 리서치센터

2025년 7월 개정된 상법에 따라 이사의 충실의무가 회사에서 주주 전체로 확대되면서, 향후 내부거래의 정당성과 투명성에 대한 시장의 감시와 주주의 요구는 한층 강화될 것으로 예상된다. 내부거래 구조와 수익성은 상당한 연관성을 보일 것으로 추정되며 지배 구조의 투명성과도 밀접하게 연결되어 있다. 이에 따라 한국 음식료 기업들의 내부 거래 구조에 대해 보다 명확한 기준과 설명 책임을 요구받게 될 가능성이 있다. 이는 중장 기적으로 내수 사업의 수익성 개선 계기로 작용할 수 있다.

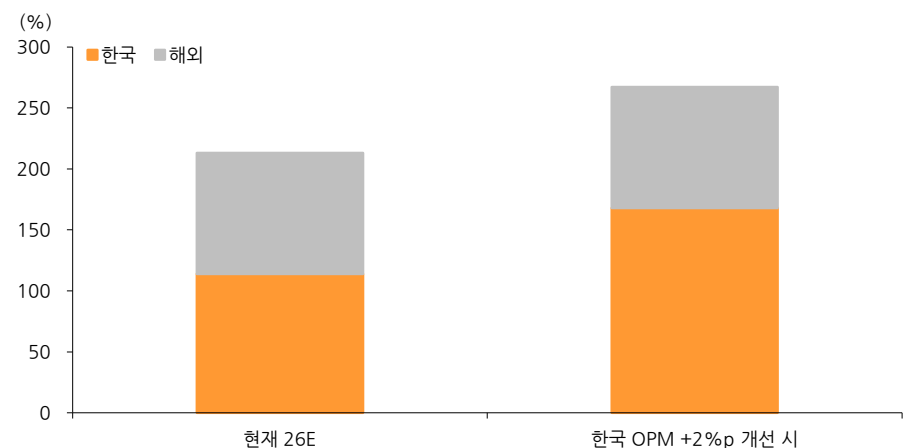
풀무원을 예로 들면, 핵심 자회사 풀무원식품의 영업이익률이 2024년 2.1%에서 2%p만 개선되어도 연결 영업이익은 50% 이상 증가할 수 있는 것으로 추정된다. 농심 또한 별도(국내) 영업이익률이 2%p 개선되어 5%대를 회복할 경우 연결 영업이익은 20% 이상 증가할 수 있는 구조다. 참고로 내수 중심 10대 음식료 기업의 평균 영업이익률이 5.0%로 앞선 풀무원식품과 농심의 별도 기준 영업이익률의 2%p 개선이 무리한 가정은 아니라 판단한다.

[그림30] 2024년 기준 풀무원 연결 영업이익 변화 가정



주: 2026년 추정치 미공표로 2024년 확정치 기준으로 계산, 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 2026년 기준 농심 연결 영업이익 변화 가정



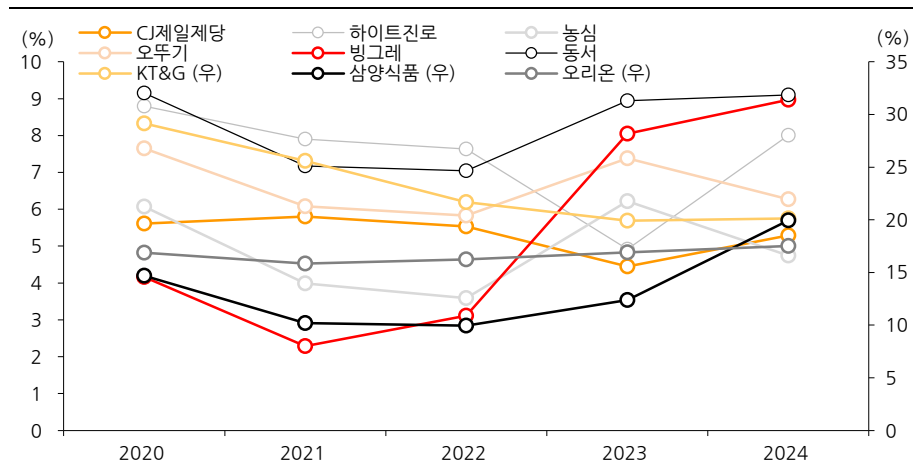
자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 주주 가치 제고 및 성장을 위한 투자 독려

대부분의 한국 음식료 기업들은 주요 사업에서 안정적인 이익을 창출하고 있음에도 불구하고, 자사주 매입·소각이나 배당 확대 등 주주환원을 위한 적극적인 행보는 그동안 제한적이었다. 과거 한국 식품 산업은 소수 대형 업체 위주의 수직계열적 구조 속에서 일관된 수요를 기반으로 움직였으나 최근 소비자의 기호가 파편화되고 개별화되면서 다양한 틈새 수요를 겨냥한 중소 제조사들의 등장 속도가 빨라지고 있다.

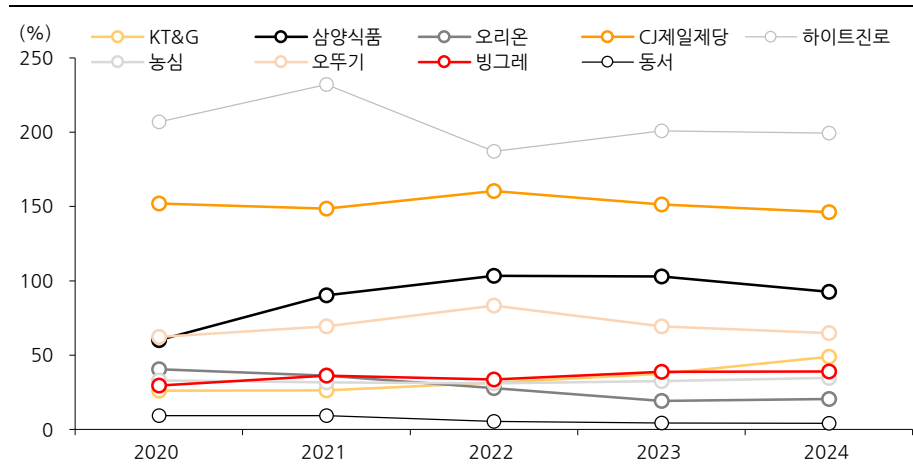
그러나 이러한 변화에 대한 대응은 미흡했고, 글로벌 시장에서도 한국 음식료 기업들의 존재감은 크지 않았다. M&A나 생산설비 확장 등 외형 성장 투자가 요구되는 환경 속에서도 대형 음식료 기업들은 대체로 보수적인 자본정책을 고수해 왔다. 이러한 소극적 접근은 투자자 관점에서는 이익 공유의 기회를 제한하는 요소로 인식될 수 있다. 이익 및 보유 현금의 사용 목적, 자사주 및 배당 정책 등에 대한 보다 명확하고 투명한 설명이 필요해지고 있다.

[그림32] 한국 주요 음식료 기업들의 최근 5년간 영업이익률 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 한국 주요 음식료 기업들의 최근 5년간 부채비율 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

다행히 최근 12개월간 공시된 자료에 따르면 주요 음식료 기업들 일부는 과거와 달리 성장을 위한 투자와 주주환원을 병행하려는 구체적 실행계획을 시장에 제시하기 시작했다. 가장 모범적 사례는 KT&G로 글로벌 Peer에 뒤처지지 않는 과감한 주주환원 정책과 비유동 자산 매각, 해외 투자 확대 등을 발표 및 이행 중이다. 이어 농심, 오리온도 지난 5월, 6월 기업가치제고계획 공시를 통해 과거보다 명확한 주주가치 제고의지를 표명했다.

아직까지 일부 대형주에만 한정된 변화지만 시장 변화 흐름에 발맞춰 과거와 같은 폐쇄적 구조에서 벗어나 성장성과 자본효율성, 주주 신뢰를 동시에 추구하는 방향으로 음식료 기업이 개선되어갈 가능성이 높다고 판단한다.

[표3] 최근 12개월 내 공시된 음식료 기업의 기업가치제고계획

오리온 (2025년 6월 30일 공시)	1) 수익성 기반의 외형성장 확대 지속 국내외 생산 투자 확대 (8,300억원+α) 글로벌 사업 확대 - 제품 포트폴리오 확대 - 제과 외 식품 영역 확대 - M&A를 통한 사업 확대 수출 시장 확대 - 북미시장, 중동, 동남아시아, 유럽, 아프리카 등 2) 지속가능한 주주환원 실행 現 배당정책의 지속적 이행('24~'26) 향후 3개년 배당성장 상향 검토('27~) 적극적 배당정책 검토
농심 (2025년 5월 22일 공시)	1) 사업별 성장 계획 면류 사업: 7개 타겟 국가 집중 공략을 통해 글로벌 성장 가속화 스낵 사업: 제2의 코어 사업으로 육성 음료 사업: 브랜드 가치 강화를 통한 수익성 강화 신규 사업: 고성장 & 신성장 기회 모색 2) 주주 환원 배당 정책 수립: 배당성장 25%, 최소 배당금 5,000원 설정 배당 정책 수립을 통한 예측가능성, 재무안정성을 고려한 주주환원 설정 3) 기업지배구조 핵심지표 개선 2030년까지 지배구조 핵심지표 80% 달성(핵심지표 준수를 53.3%(24년 공시 기준))
KT&G (2024년 11월 7일 공시)	1. 주요 경영 전략 제시(ROE 목표 등) 2027년까지 ROE 15% 목표 주요 전략 방향은 1) MS 및 시장 확대, 2) 비용 절감 및 설비 효율 향상, 3) 자산 효율화 2. 4개년(2024-2027) 주주환원정책 upgrade 기본주주환원: 현금환원 3.7조원(배당 2.4조원, 자사주매입 1.3조원) 추가주주환원: 비핵심 자산 유동화 등에 따른 재원 유입 시 추가 주주환원 추진 총 자사주 소각 규모(~27년): 약 20% 이상(23년말 발행주식총수 기준) 3. 2024년 추가 주주환원 135만주(약 1,500억원 규모)의 자사주 매입 및 소각 즉시 시행(연내 소각완료 계획)

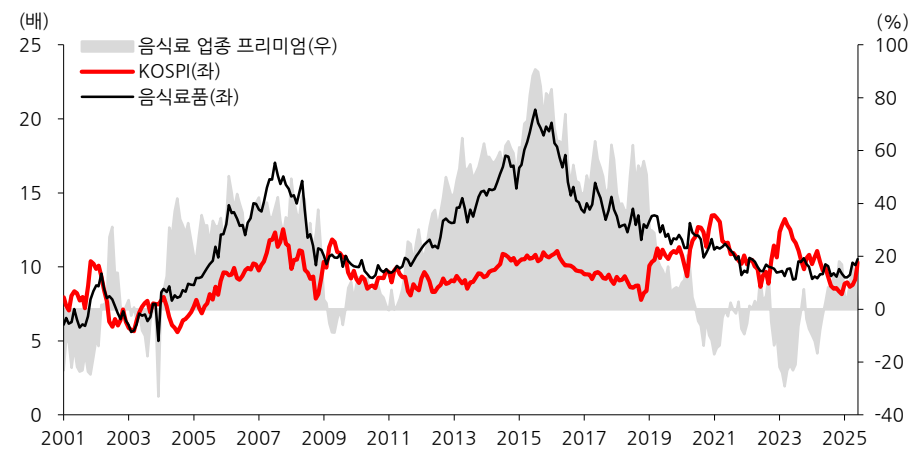
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

V. 그 끝엔 Re-rating

>> 한국 음식료 기업들의 디스카운트 요인 해소

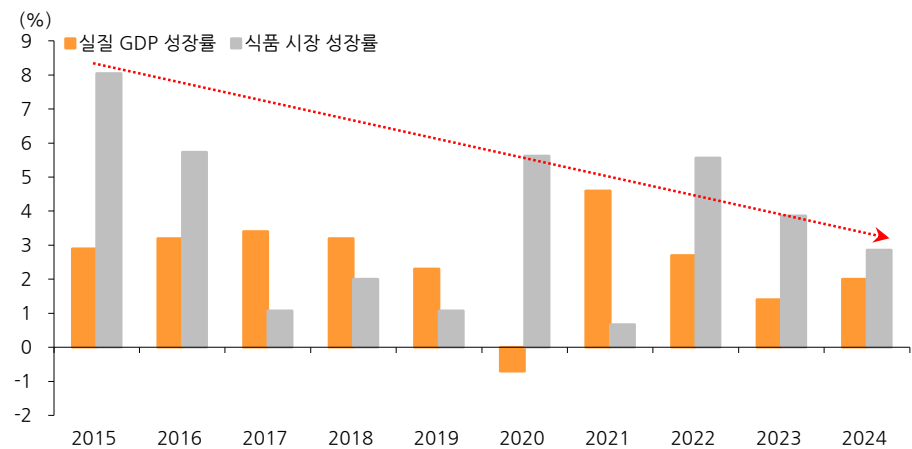
타 업종 대비 오너일가의 지분율이 높은 편인 한국 음식료 기업은 대주주의 사익 편취로 인한 기업가치 하락 리스크, 지나치게 보수적인 경영 기조와 주주환원정책으로 투자 매력도를 떨어뜨렸다. 이번 상법 개정 중 주주에 대한 충실의무 도입은 기업의 운영을 주주 친화적인 방향으로 유도할 것이며 전자주주총회 도입으로 일반주주들의 목소리도 더욱 커질 것이다. 이번 상법 개정이 계기가 되어 한국 음식료 기업들의 투명하고 책임감 있는 경영으로의 구조적인 변화 시 자체적인 체질 개선을 통한 수익 구조 개선 및 기업가치 제고의 의미로 장기적 관점에서의 Re-Rating이 가능할 것이다.

[그림34] 음식료 업종의 12M Fwd PER 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 최근 10년간 한국의 실질 GDP 성장률과 식품 시장 성장률



자료: 한국은행, 유로모니터, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

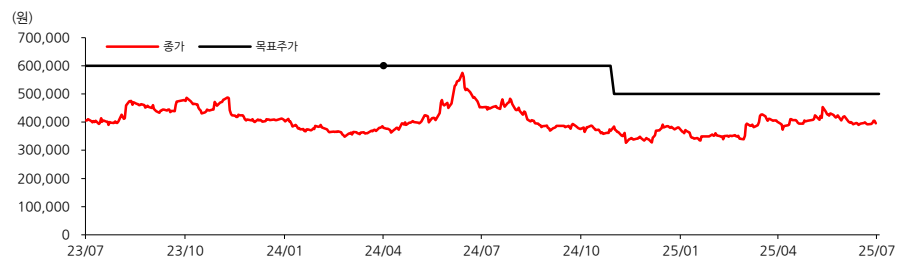
(공표일: 2025년 07월 07일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[농심 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

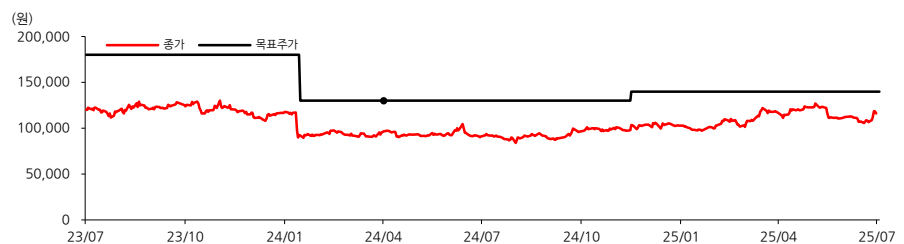
일 시	2016.08.12	2023.08.14	2023.09.25	2024.01.08	2024.02.08	2024.04.19
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		600,000	600,000	600,000	600,000	600,000
일 시	2024.05.17	2024.11.04	2024.11.15	2025.01.13	2025.03.07	2025.04.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	600,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.05.16	2025.07.07				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	500,000	500,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.04	Buy	500,000		

[오리온 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

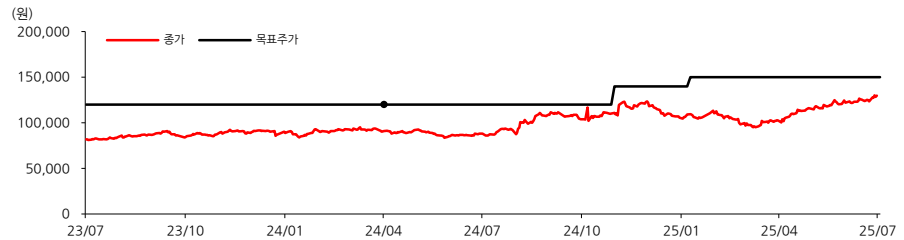
일 시	2023.08.14	2023.10.18	2024.01.19	2024.02.07	2024.03.13	2024.04.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2024.11.20	2025.02.21	2025.03.19	2025.04.21	2025.07.07	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.19	Buy	130,000	-28.00	-19.69
2024.11.20	Buy	140,000		

[KT&G 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.07.06	2024.01.05	2024.02.08	2024.04.19	2024.11.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		120,000	120,000	120,000	120,000	140,000
일 시	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.13	2025.01.24	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	140,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2025.04.21	2025.05.09	2025.07.07			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	150,000	150,000	150,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.08	Buy	120,000	-20.73	-2.58
2024.11.04	Buy	140,000	-18.18	-11.86
2025.01.13	Buy	150,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%