

음식료

지금이 가장 맛있는 타이밍



CONTENTS



음식료, 지금이 기회	06
아쉬웠던 2024	11
2025년은 업황 개선 전망	12
3차 상승 사이클 초입	16
투자 포인트	17
1. [Q] 해외는 가속 성장, 내수는 회복 시작	17
2. [P] 가격인상 사이클 본격 진입	27
3. [C] 환율·곡물가 안정으로 비용 개선	33
기업분석	44
★ 삼양식품(003230) - 불닭의 질주, 황제주로 가는 길	47
★ 농심(004370) - 가격 인상과 글로벌 확장으로 재도약	63
오리온(271560) - 러시아 종전이 가져올 기회	73
롯데웰푸드(280360) - 인도가 열어줄 성장	83
CJ제일제당(097950) - 글로벌 식품 리더로 도약	92
☆ 풀무원(017810) - 본격 턴어라운드 시작	103
☆ 빙그레(005180) - 메로나로 미국을 녹이다	113
에스앤디(260970) - 스리라차, 타바스코, '불닭' 레츠고	122
교촌에프앤비(339770) - 2025년 해외 확장과 이익 턴어라운드	132
사조동아원(008040) - 라면 성장의 숨은 수혜주	144

음식료

지금이 가장 맛있는 타이밍

2025년 음식료 업종은 핵심 변수 Q(해외 성장/내수 회복) + P(가격 인상 사이클) + C(곡물가/환율 안정)가 맞물리며 우호적인 업황 개선이 기대된다. 업종 12개월 Fwd PER은 10배 수준으로 밸류에이션 리레이팅 가능성이 높다고 판단하여, 비중 확대(Overweight) 의견을 제시한다.

[Q] 해외는 가속 성장, 내수는 회복 시작

2025년 음식료 업종의 수요는 해외 성장과 내수 회복이 동시에 나타날 전망이다. 특히 미국 내 유통망 확대 및 중국 정부의 경기 부양책 효과가 맞물리면서 수출 증가가 지속될 것으로 예상된다. 내수 시장에서도 의미 있는 소비 회복이 기대된다. 2024년까지는 소비 부진이 이어졌으나, 2025년에는 정부가 경기 활성화를 위한 추가경정예산(추경) 편성을 적극적으로 검토하고 있다. 과거 추경 시행 시 음식료 소비가 유의미하게 증가했던 점을 고려할 때, 올해 추경은 내수 수요 회복을 이끄는 강력한 트리거가 될 가능성이 높다.

[P] 가격 인상 사이클 본격 진입

2025년 들어 본격적인 가격 인상 사이클이 재개되고 있다. 최근 2~3월 농심(라면)을 필두로 CJ제일제당(가공식품), 빙그레(빙과), 롯데웰푸드(제과·빙과) 등 주요 기업들이 잇따라 제품 가격을 인상하며 전방위적인 판가 인상 사이클 진입을 알렸다. 이는 지난 3년간 누적된 비용 부담을 해소하기 위한 필연적이고 구조적인 흐름으로 판단된다. 국내뿐 아니라 해외 시장의 경우 국내보다 판가 전가가 상대적으로 용이하므로, 글로벌 매출 비중이 높은 기업일수록 평균판매가격(ASP) 상승과 수익성 개선 효과가 더욱 명확히 나타날 전망이다.

[C] 환율·곡물가 안정으로 비용 개선

2025년 음식료 업종의 비용 부담은 점진적으로 완화될 전망이다. 주요 곡물 가격은 이미 2024년부터 하향 안정 흐름을 보이고 있지만, 고환율로 인해 원재료 비용 하락 효과가 제한적으로 나타났다. 당사는 2025년 상반기까지는 고환율이 지속될 것으로 예상되나, 하반기부터는 원달러 환율이 점차 하락할 것으로 예상된다. 이에 하반기부터는 그동안 제한적이었던 곡물가격 하락 효과가 본격적으로 반영되며 업종 전반의 비용 구조 개선이 나타날 것으로 기대된다.

Top Picks로 삼양식품과 농심을 제시한다. 관심 종목으로는 풀무원, 빙그레를, 스몰캡은 에스앤디, 교촌에프앤비, 사조동아원을 제시한다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
삼양식품	매수 (I)	1,100,000 (I)
농심	매수 (I)	490,000 (I)
오리온	매수 (I)	149,000 (I)
롯데웰푸드	매수 (I)	150,000 (I)
CJ제일제당	매수 (I)	370,000 (I)
풀무원	매수 (I)	21,000 (I)
빙그레	매수 (I)	125,000 (I)
에스앤디	Not Rated (M)	(M)
교촌에프앤비	Not Rated (I)	(I)
사조동아원	Not Rated (I)	(I)

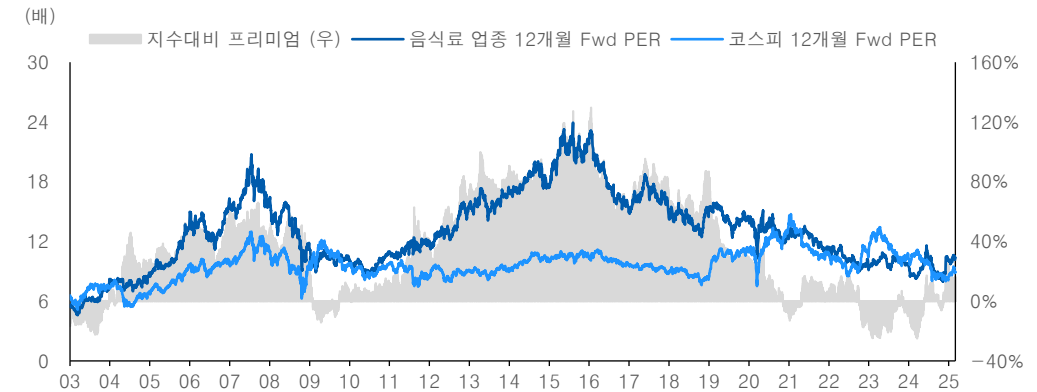
Key Chart

2025년 음식료 핵심변수 분석

핵심 변수	방향성	내용
Price (판매가격)	↑ (상승)	해외 - ASP 전가 상대적 용이 국내 - 24년 물가 안정 정책 기저, 가격 인상 사이클 도래
Quantity (수요량)	↑ (증가)	해외 - 미국, 중국 중심 K-Food 성장세 지속 국내 - 추경 편성 시 소비심리 회복 기대
Cost (비용)	↓ (감소)	환율 - 상고하저 전망, 하반기 강달러 완화 곡물가 - 하향 안정화 지속, 라니냐 영향 제한적

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 음식료 업종 밸류에이션 프리미엄 추이



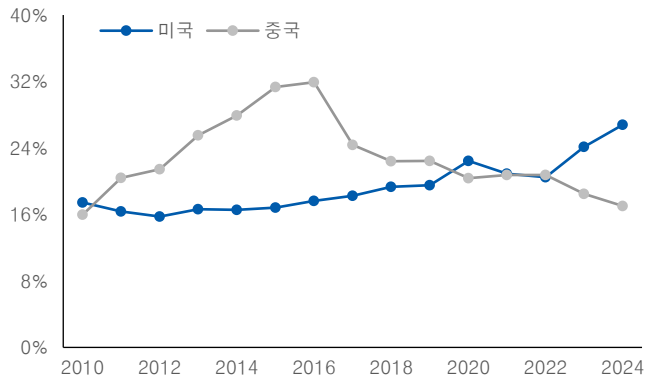
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

음식료 업종 지수 상승사이클 추이



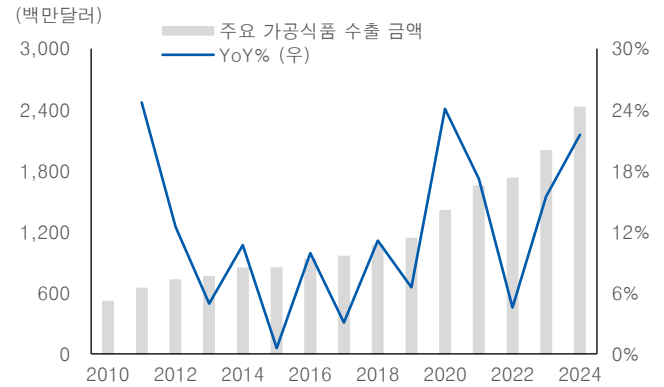
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

가공식품 수출 내 미국, 중국 비중 추이



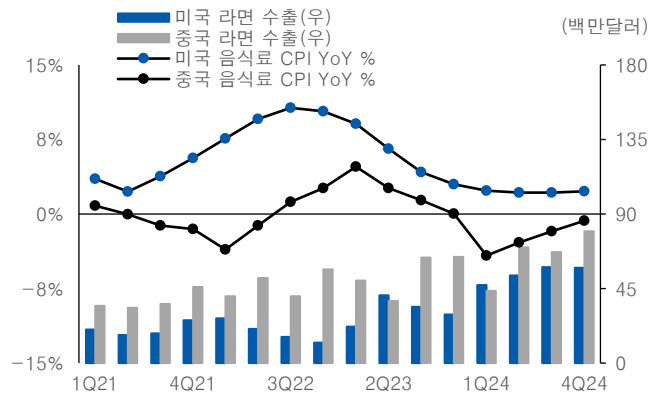
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

주요 가공식품 수출 금액 추이



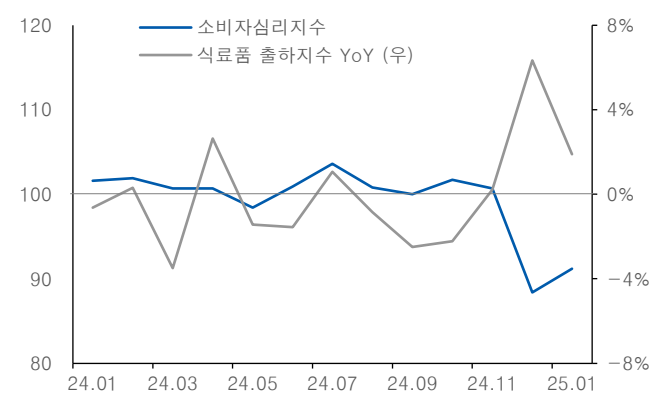
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

미국, 중국 음식료 CPI YoY 증감률 및 라면 수출 추이



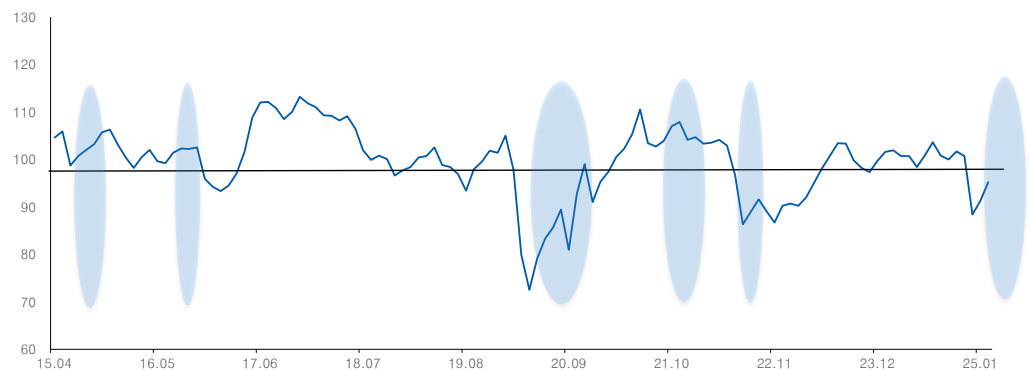
자료: FRED, NBS, 유안타증권 리서치센터

국내 소비자심리지수 및 식료품 출하지수 YoY



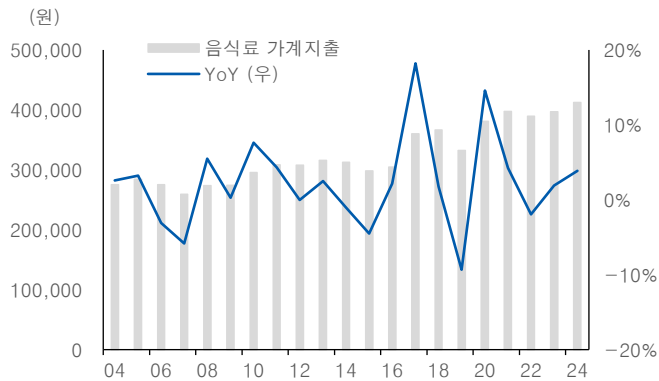
자료: 한국은행, 통계청, 유안타증권 리서치센터

국내 추경 시기 및 소비자심리지수 추이



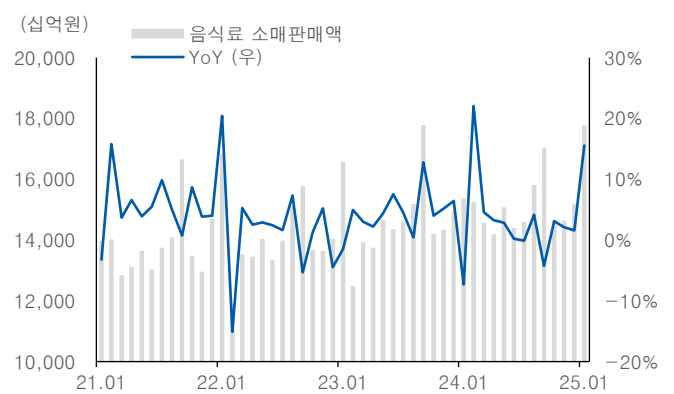
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터, 소비심리가 100 이하로 내려왔을 때 추경 효과 극대화

국내 음식료품 가계지출 추이



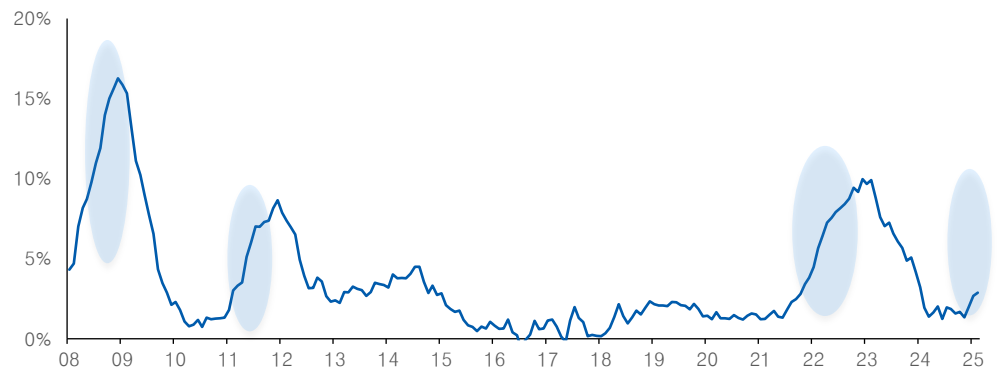
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터, 가구당 월 평균 지출 금액

국내 음식료품 소매판매액 추이



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

물가안정 정책 시기와 가공식품 CPI YoY 증감률



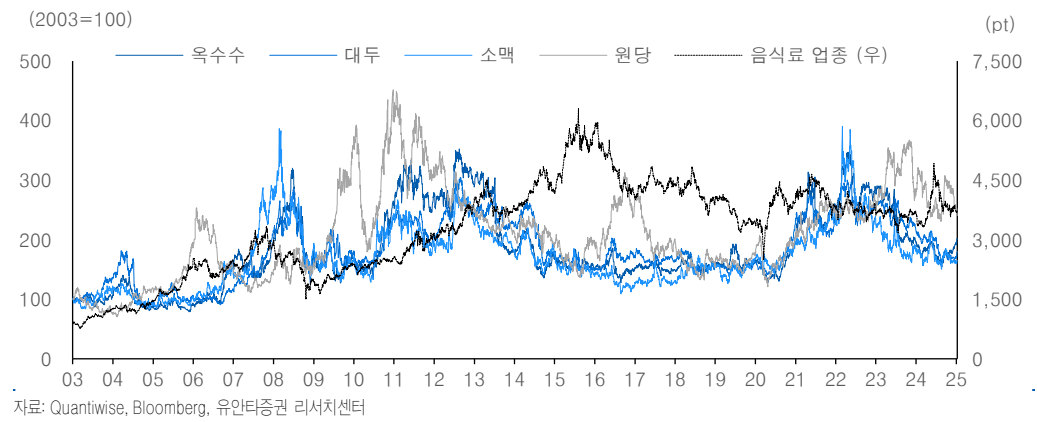
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

농심 리먼 가격인상 사이클 및 12개월 Fwd PER

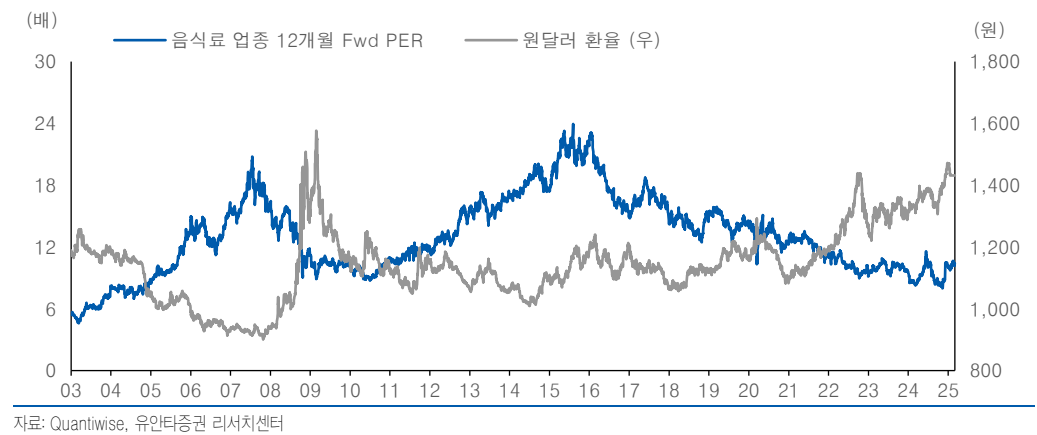


자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

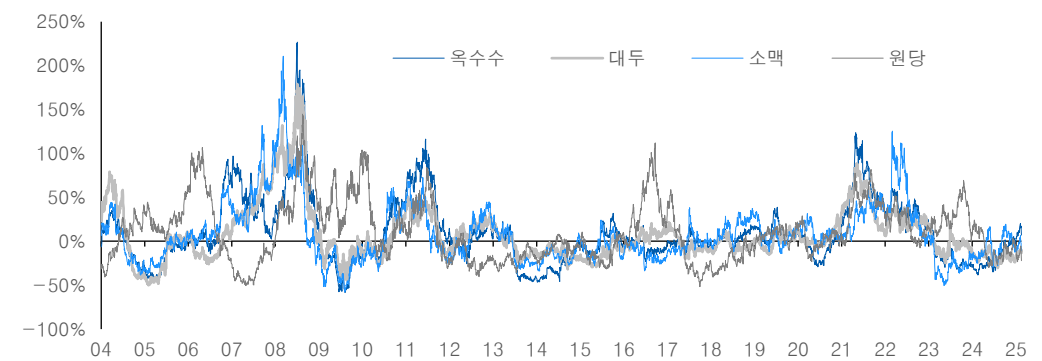
곡물가격 및 음식료 업종 지수 상관관계



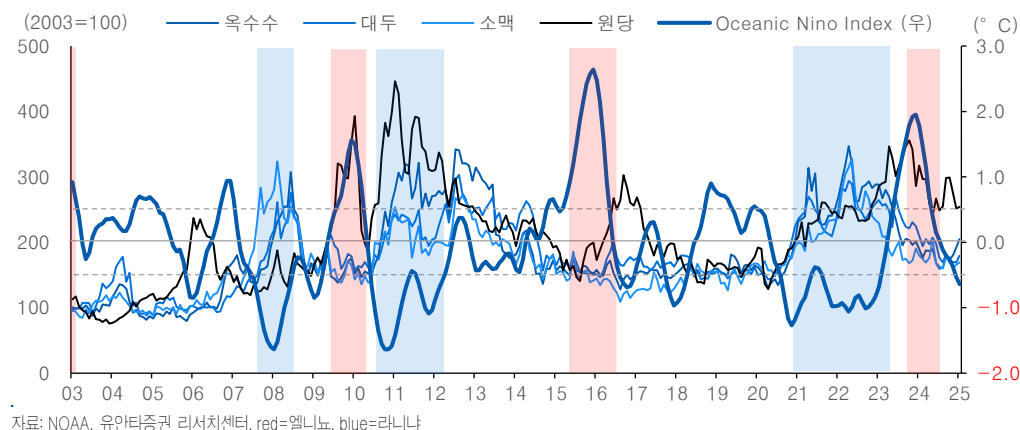
원달러 환율 및 음식료 업종 12개월 Fwd PER 상관관계



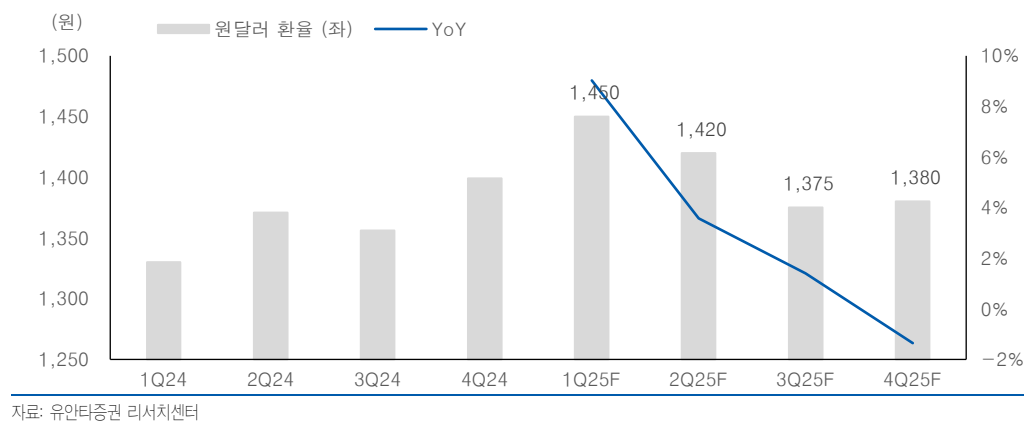
원화 환산 곡물 투입가 YoY 추이 및 전망



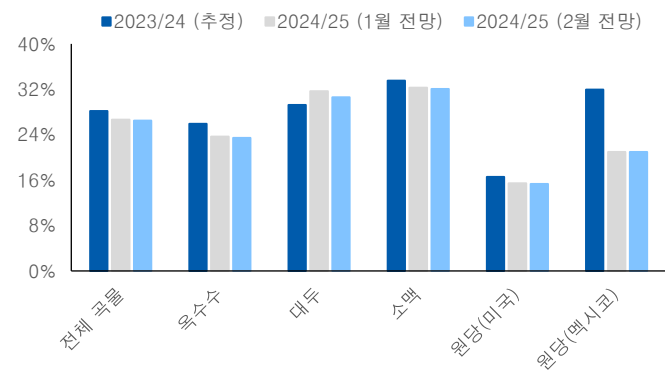
엘니뇨/라니냐 시기 곡물가 추이



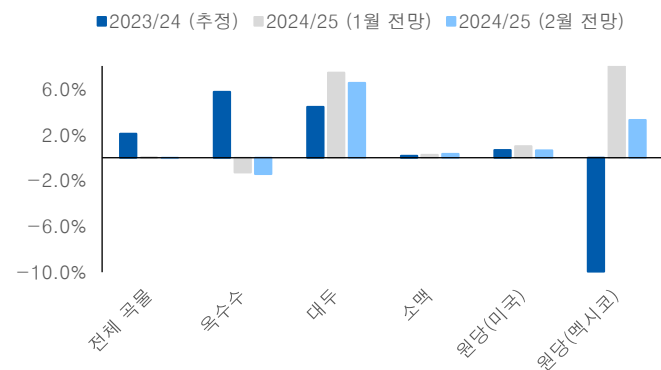
원달러 환율 추이 및 당사 전망



USDA 곡물 재고율 추이 및 전망



USDA 곡물 생산량 YoY 증감률 추이 및 전망



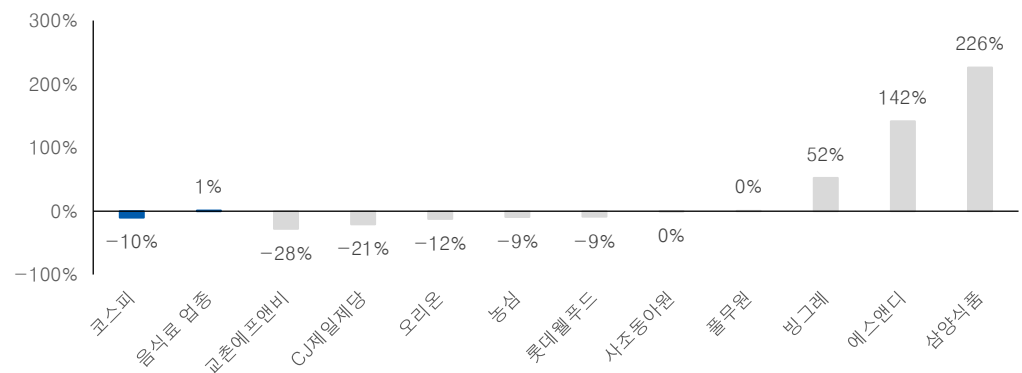
음식료, 지금이 기회

아쉬웠던 2024년

2024년 음식료 업종은 해외 수요(Q)가 증가했음에도 판매가격(P) 인상 제한과 비용(C) 부담으로 전반적으로 부진했다. 연간 수익률은 +1%로 코스피(-10%) 대비 선방했지만, 삼양식품 등 일부 기업의 성과에 편중된 결과였다.

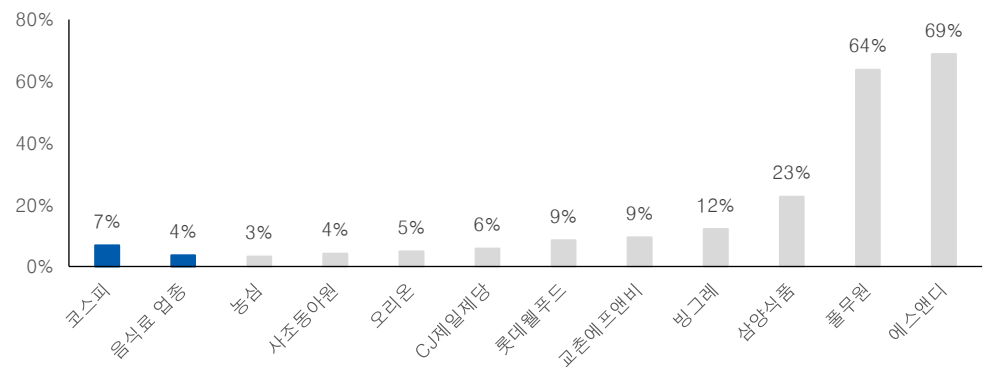
2025년에는 업종 전반에 의미 있는 반등을 기대한다. 해외 수요(Q)가 가속화되는 가운데 내수 소비 회복(Q)까지 더해지며 수요 측면의 우호적 환경이 예상된다. 동시에 가격 인상 사이클(P) 본격화 및 환율과 곡물가격 안정에 따른 비용(C) 부담 완화가 맞물려 전반적인 수익성 개선이 예상된다. 2025년 3월 현재 음식료 업종 YTD 수익률은 +4%로 회복세를 나타내고 있으나, 업종의 12개월 선행 PER은 10배로 여전히 역사적 저평가 구간에 있다.

2024년 코스피 및 주요 음식료 업체 상승률



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

2025년 연초 코스피 및 주요 음식료 업체 YTD 수익률



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

2025년은 업황 개선 전망

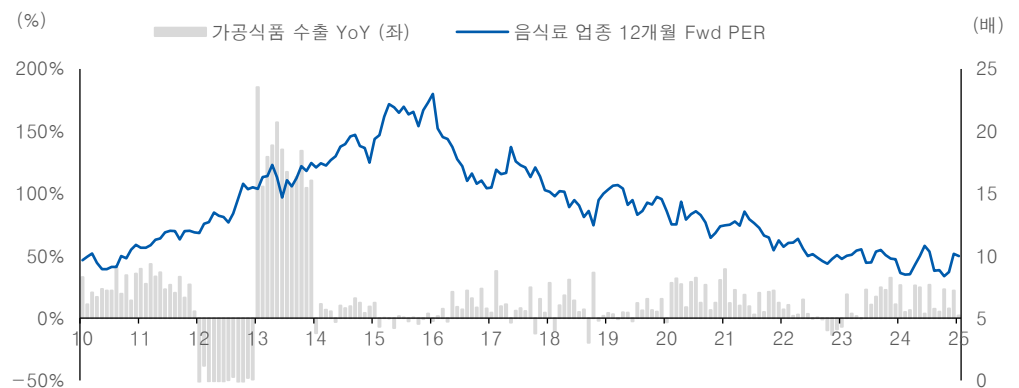
2025년에는 음식료 업종의 영업환경이 전반적으로 개선될 것으로 전망된다. **업종 평균 밸류에이션**은 12개월 Fwd PER 10배 수준으로 **밸류에이션 하단**에 위치하며, 기저가 상대적으로 안정적이다. 특히, 올해는 **핵심 변수 Q(해외 성장/내수 회복) + P(가격 인상 사이클) + C(곡물가/환율 안정)**가 맞물리며 우호적인 업황 개선이 기대된다. 펀더멘털 향상과 업종 심리 개선을 기반으로 **리레이팅** 가능성이 높은 국면이라고 판단된다.

[Q] 해외 성장과 내수 회복

① **해외**: 해외 확장을 공략하는 식품 업체들의 Q 성장이 지속될 전망이다. 지난 2년간 국내 가공식품 수출은 연평균 18% 증가하며 국내 식품 소매판매액 성장률(5%)을 큰 폭으로 상회했다. 특히, **미국 시장에서의 성장이 두드러졌으며, 2024년 가공식품 수출은 미국에서 YoY +34.9% 증가하며 주요 성장 동력으로 자리잡았다.** 올해에도 미국 시장은 기존의 확장세가 지속적으로 이어질 것으로 예상된다. **중국 시장은 2025년부터 본격적인 수요 회복이 기대된다.** 2024년 중국향 가공식품 수출은 YoY +12.0%로 성장했으나, 이는 상대적으로 낮은 기저효과의 영향을 받은 것이다. **2025년에는 중국 정부의 경기 부양책이 본격화되면서 식품 수요가 상승세로 전환될** 가능성이 높다.

② **내수**: 2024년까지 부진했던 내수는 2025년 들어 의미 있는 **회복 신호**가 나타나고 있다. 최근 국내 식료품 출하지수가 3개월 연속 개선 흐름을 나타냈으며, 지난 1월 음식료 소매판매액도 YoY 16% 급등하는 등 소비심리가 뚜렷하게 살아나고 있다. 또한, **정부의 추가경정예산(추경) 편성 가능성이 높아지면서 소비자심리지수의 추가적인 개선도 기대된다.** 과거 추경 시행 시 소비심리가 빠르게 개선된 사례를 고려할 때, 올해 추경 효과는 내수 소비를 본격적으로 촉진하는 계기가 될 전망이다

음식료 업종 밸류에이션 및 가공식품 수출 YoY 증감률



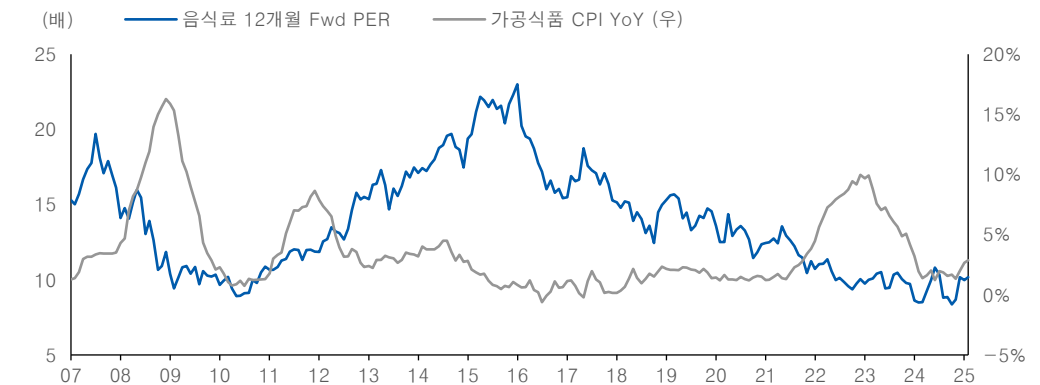
자료: Trass, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[P] 가격 인상 사이클 진입

① **내수:** 2025년 음식료 업종은 약 3년 만에 가격 인상 사이클에 본격 진입했다. 농심 등 주요 라면업체뿐 아니라 CJ 제일제당, 롯데웰푸드 등 주요 제과·빙과 업체들도 올해 2~3월 연이어 가격 인상을 단행했다. 지난 3년간 물가안정 정책으로 제한된 가격 인상분이 올해부터 점차 해소되면서, 추가적인 판가 인상 움직임이 확대될 가능성이 높다.

② **해외:** 글로벌 시장은 국내보다 가격 전가(ASP 인상)가 상대적으로 용이한 환경이다. 특히 미국 음식료 CPI 상승세가 지속되고 있고, 중국 음식료 CPI 도 작년 4분기부터 반등하기 시작한 만큼, 글로벌 매출 비중이 높은 기업의 수익성 개선 폭이 클 전망이다.

음식료 업종 밸류에이션 및 가공식품 CPI YoY 증감률



농심 12개월 Fwd PER 및 라면 가격인상 사이클

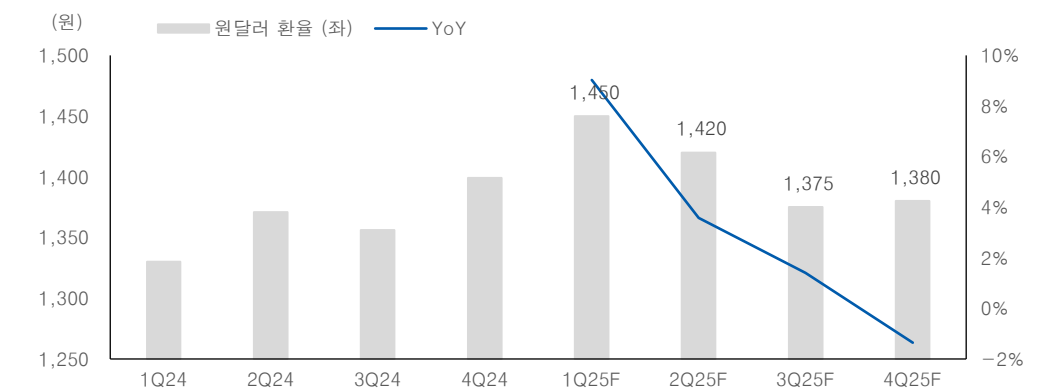


[C] 환율 및 곡물가 안정

① 환율: 2025년에는 원/달러 환율이 상고하저 흐름을 보이며 음식료 업종의 비용 부담을 완화할 것으로 기대된다. 미국 금리 인하 기대감에 따라 당사는 원/달러 환율이 1Q 1,450원 → 2Q 1,420원 → 3Q 1,375원 → 4Q 1,380원으로 하향 안정화될 것으로 예상한다. 이는 강달러 환경에서 이익 압박을 받았던 음식료 업종의 비용 구조 개선에 긍정적으로 작용할 것이다.

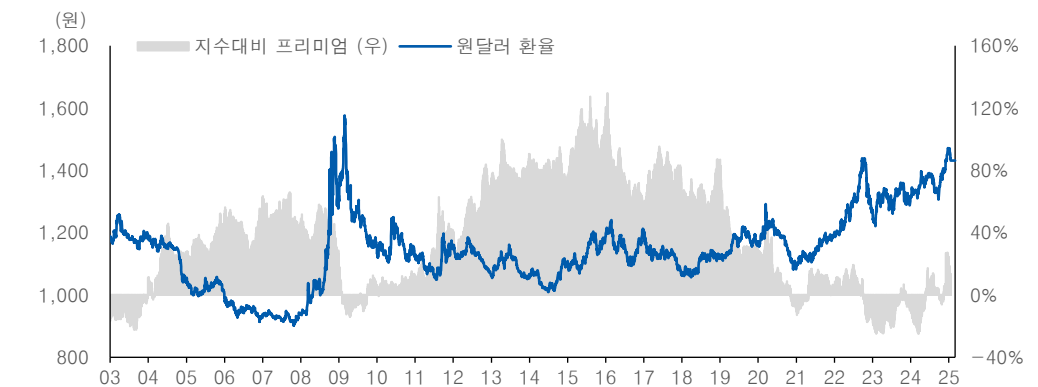
② 곡물: 곡물 투입가격은 실제 원가에 약 6개월의 시차를 두고 반영된다. 이를 고려할 때, 2025년 상반기까지는 지난해 주요 곡물가격 하락 효과가 지속적으로 나타날 전망이다. 1Q25 주요 곡물 투입가격은 옥수수(YoY -1%), 대두(YoY -7%), 원당(YoY -1%) 등 전년 대비 낮은 수준이며, 소맥(YoY +16%), 코코아(YoY +105%)를 제외하면 대부분 하향 안정화되고 있다. 하반기에는 라니냐 현상으로 일부 곡물가격 상승 가능성은 존재하지만, 투입가격 시차를 고려하면 비용 부담이 연내 급격히 악화될 가능성은 제한적이다. 따라서 상반기 원가 절감 효과를 최대한 활용하되 하반기 리스크에 대한 전략적 대응이 필요하다.

원달러 환율 추이 및 당사 전망

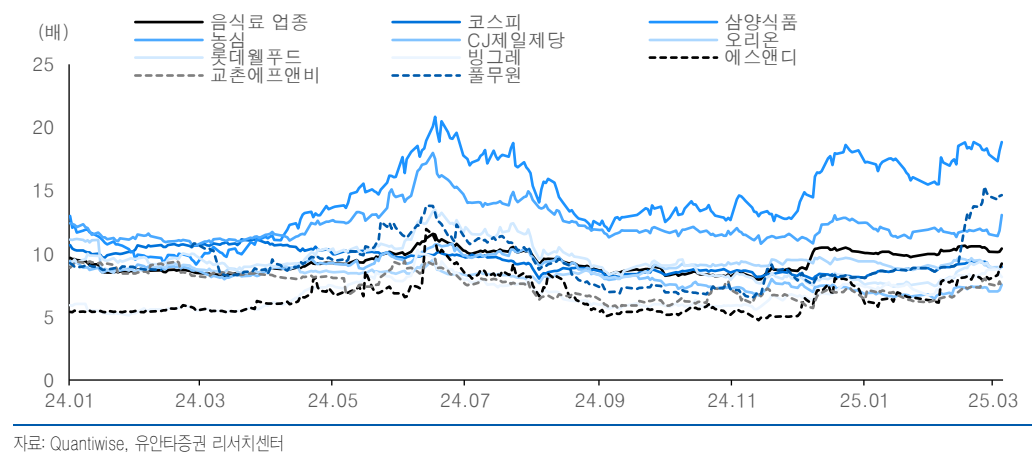
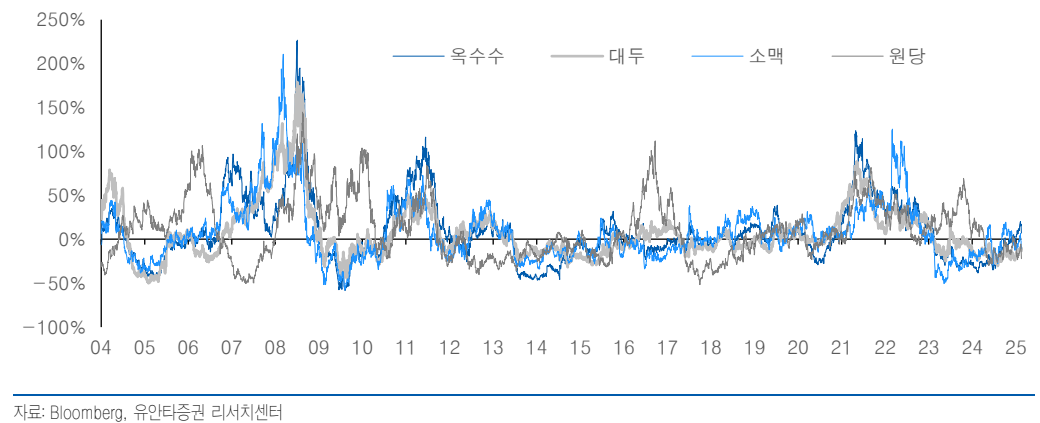
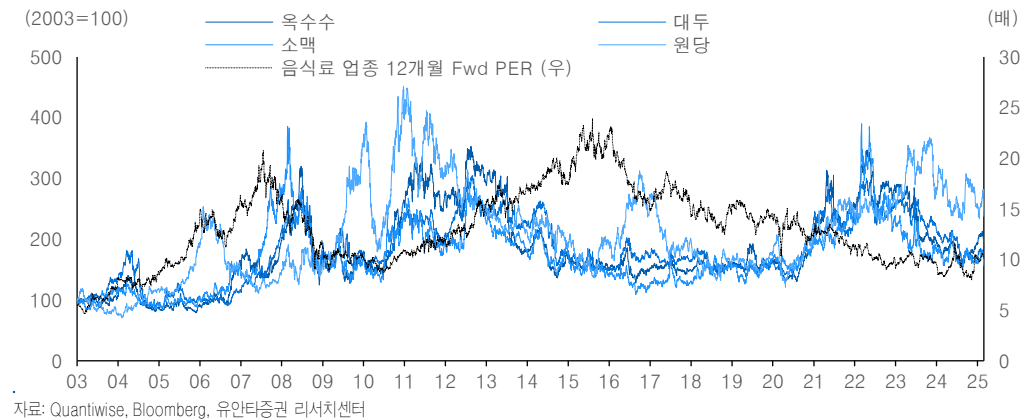


자료: 유안타증권 리서치센터

원달러 환율 및 음식료 업종 코스피지수 대비 프리미엄



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



음식료 업종, 3차 상승 사이클 초입

음식료 업종은 지난 20년간 두 차례의 상승 사이클(1차: 2004~2007, 2차: 2010~2016)을 거친 바 있다. 현재 업종 밸류에이션은 12개월 Fwd PER 기준 약 10배 수준으로, 코스피 대비 약 16% 프리미엄 상태지만 역사적 기준으로 볼 때 여전히 저점 부근에 머물러 있다. 과거 상승 사이클 당시 업종 PER은 평균적으로 코스피 대비 60% 이상의 프리미엄을 기록한 점을 고려하면, 현재 밸류에이션은 추가 상승 여력이 충분한 상황이다.

특히 음식료 업종의 밸류에이션은 수요(Q)의 증가, 가격(P) 인상 및 비용(C) 부담 완화와 높은 상관성을 갖는다. 실제로 2010~2016년 중국 중심의 해외 수출 성장 시기, 음식료 업종은 코스피 대비 최대 120% 프리미엄(PER 최대 23배)을 기록한 바 있다. 또한 2009년 정부의 물가안정 정책 종료 직후 주요 품목의 가격 인상이 재개되었을 때도 PER 리레이팅이 본격화되었다. 원·달러 환율 및 곡물가의 안정화가 나타났던 2009~2010년에도 업종 밸류에이션이 리레이팅된 사례가 있다.

이러한 점을 고려할 때, 2025년 음식료 업종은 Q(수요 증가), P(가격 인상), C(환율 및 곡물가 안정) 측면의 우호적 환경이 밸류에이션 상승으로 이어지는 3차 상승 사이클의 초입에 진입했다고 판단한다. 지금이 역사적 저점에서 업종 전반의 리레이팅을 기대할 수 있는 최적의 투자 시점이라고 판단한다.

음식료 업종 지수 상승사이클 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

투자 포인트

1. 해외는 가속 성장, 내수는 회복 시작

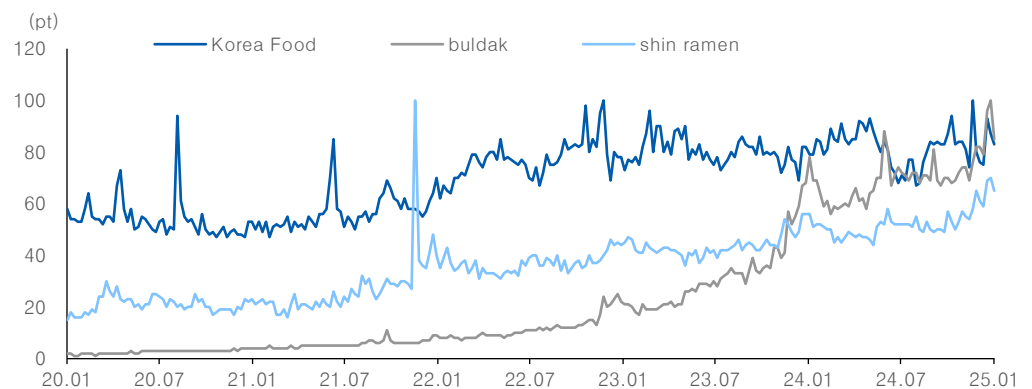
1) 확산되는 K-푸드 열기, 그 중심엔 '라면'

글로벌 시장에서 K-Food의 인기는 구조적 성장을 지속하고 있다. 한류 콘텐츠가 전 세계 소비자들에게 확산되면서, K-Food는 문화적 영향력을 지닌 핵심 소비재로 자리 잡았다. 특히 라면은 간편성과 가성비로 앞세워 한국 가공식품 수출 성장을 이끄는 핵심 품목이다. **2024년 한국 주요 가공식품 수출액은 24억 달러(YoY +21.5%)로 역대 최고치를 기록했으며, 그 중 라면 수출은 YoY +31.1% 증가한 12.5억 달러로 가장 높은 성장을 기록했다.**

특히 미국 시장은 성장의 핵심 동력이다. 2024년 미국향 가공식품 수출은 YoY +34.9% 증가한 6.5억 달러를 기록했고, 그중 라면이 1/3 이상을 차지하며 YoY +70.3%(2.2억 달러)의 압도적인 성장을 나타냈다. 최근 미국 내 코스트코, 월마트, 크로거 등 주요 채널 내 입점 확대와 K-콘텐츠 연계 마케팅 효과로 소비자 접근성과 인지도가 빠르게 상승하고 있다. 이는 K-Food가 미국 시장에서 구조적 성장 국면에 진입했음을 보여준다.

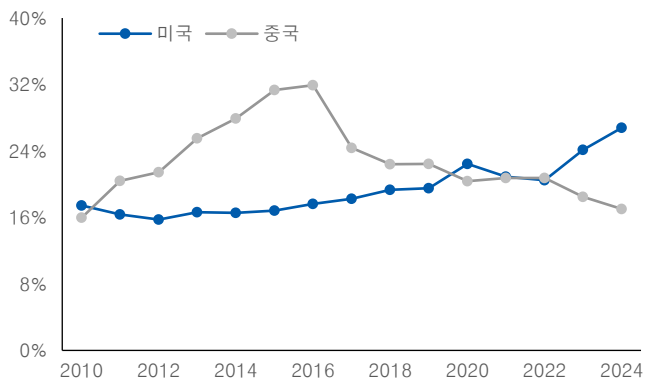
중국 시장 역시 점진적으로 회복세를 나타내고 있다. 2024년 중국향 가공식품 수출은 YoY +12.0% 증가했으며, 라면 수출은 YoY +20.9% 늘어난 2.6억 달러를 기록했다. **중국 정부의 경기부양책이 본격화되는 2025년부터는 더욱 뚜렷한 수요 개선이 기대된다.** 특히 티몰, 징둥 등 온라인 채널의 해외 직구 증가는 한국 가공식품의 중국 수출 확대를 더욱 촉진할 전망이다.

K-Food 구글트렌드



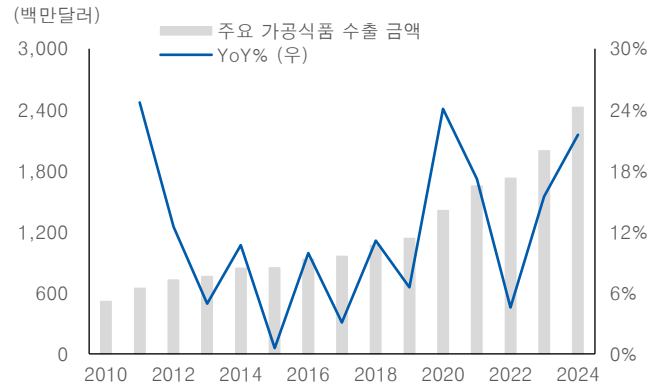
자료: 구글트렌드, 유안타증권 리서치센터

가공식품 수출 내 미국, 중국 비중 추이



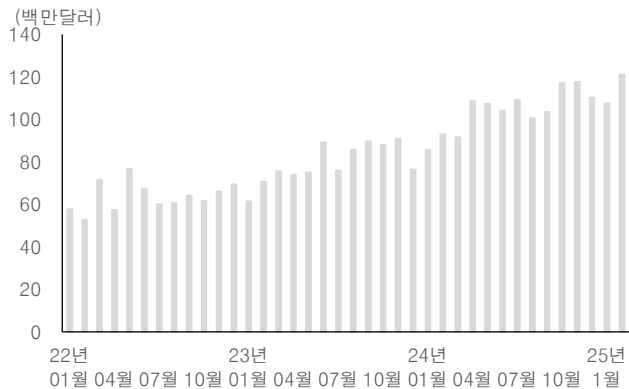
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

주요 가공식품 수출 금액 추이



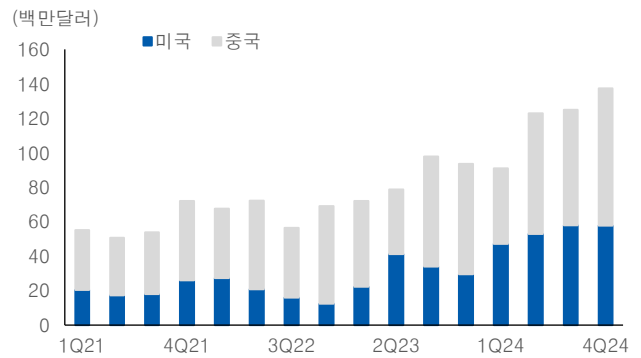
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

한국 라면 수출금액 추이 (2025년 2월 최고치 경신)



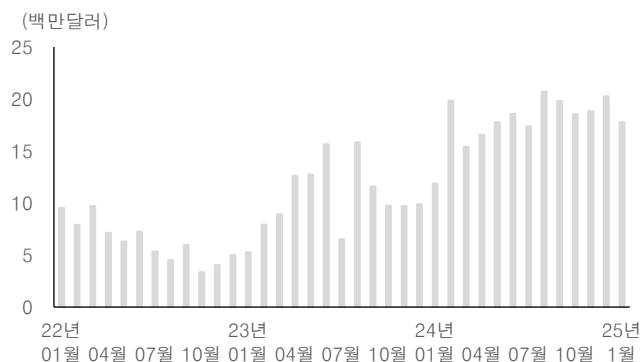
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

미국, 중국향 라면 수출금액 추이



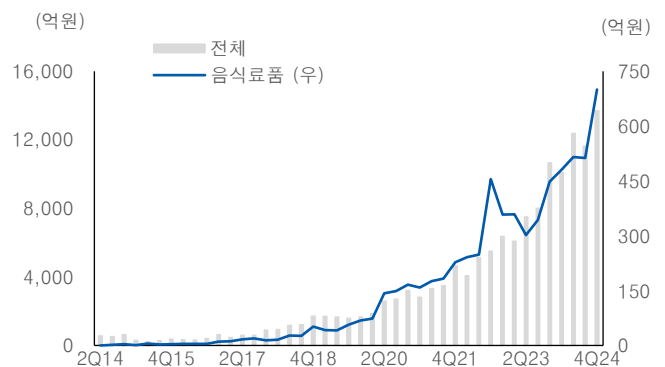
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

미국향 라면 수출금액 추이



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

중국 온라인 쇼핑 해외 직구 금액



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

1-1) 미국: 소비 회복이 가져올 성장 스토리

미국은 K-Food 글로벌 성장의 핵심 시장으로 부상했다. 미국 개인소비지출(PCE)이 2024년 1분기 이후 뚜렷한 상승 추세를 보이고 있으며, 특히 음식료 부문 소비가 빠르게 회복되고 있다. 미시간대 소비자심리지수도 2024년 하반기 이후 5개월 연속 상승하는 등 소비자들의 소비 회복 기대감을 높이고 있다.

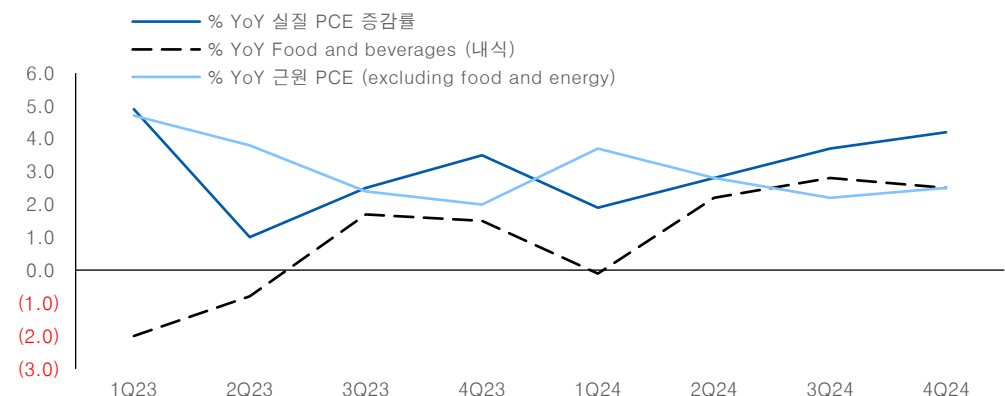
과거 음식료 업종의 2차 상승사이클(2010~2016년)은 중국 시장에서의 고성장이 주도했으나, 이번 사이클에서는 미국 시장이 새로운 성장 축으로 자리 잡고 있다. 2024년 가공식품 수출 내 미국 비중은 27%로, 2023년에 중국 비중(17%)을 초과한 이후 격차를 더욱 확대했다.

라면은 미국 내 K-Food 소비 증가의 중심이다. 외식비 평균(약 20달러) 대비 한 봉지 1달러 수준인 라면이 경제적 대안으로 주목받으며, 미국 내 라면 소비가 구조적으로 증가 중이다. 미국 라면 시장은 일본 도요수산(Toyo Suisan), 닛신(Nissin) 등 일본 업체가 강세를 보였으나, 최근 한국 기업들의 점유율 상승이 두드러지고 있다. 유로모니터에 따르면, 2024년 기준 한국 기업들의 미국 라면 시장 점유율은 총 29.6%로, 일본 업체들과의 격차를 빠르게 좁히고 있다. 특히, 한국 라면의 독특한 맛과 가성비가 소비자들에게 크게 어필하며 시장 점유율을 견인하고 있다.

삼양식품의 2024년 미국 시장 점유율은 8.1%로, YoY 급증했다. 2024년 삼양식품의 미국 매출은 YoY +135.5% 성장한 3,787억 원을 기록했으며 2025년에도 이 성장세는 지속될 것으로 전망된다. 늘어나는 수요에 발맞춰 2025년 5월부터 밀양2공장 가동이 시작될 전망이다.

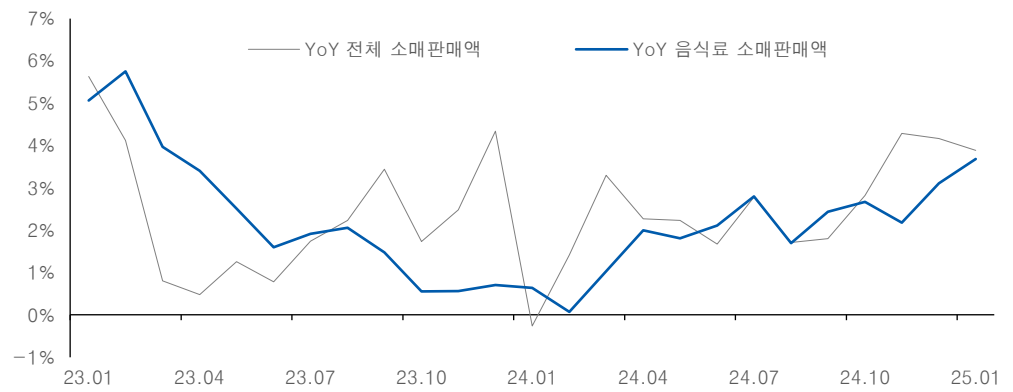
농심은 2024년 미국 라면 시장 점유율 21.5%를 기록하며 일본 도요수산과의 격차를 크게 좁혔다. 최근 북미 제2공장을 통해 생산 CAPA 를 기존 8.5억 개에서 10억개로 증설했다. 지난해 9월 출시한 신라면 톰바가 올해 미국 최대 유통체인 월마트 온라인몰에 입점했고 오프라인 매장에서는 6월부터 판매할 예정이다. 지난해 11월부터 미국 2공장 일부 라인에서 신라면 톰바 현지 생산을 시작했다.

미국 PCE YoY 증감률 추이



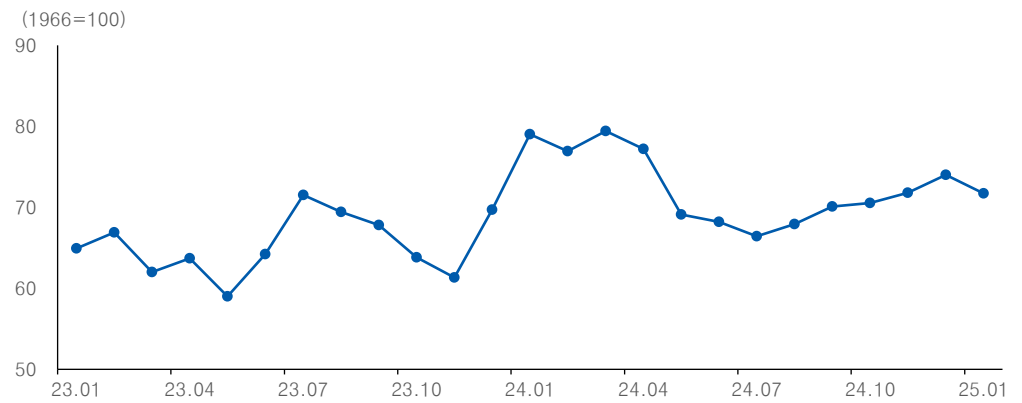
자료: BEA, 유안타증권 리서치센터

미국 음식료 소매판매액 YoY 증감률 추이



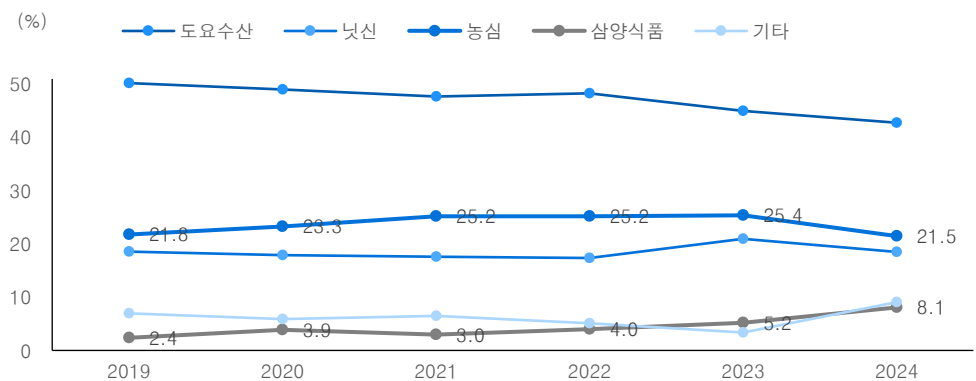
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

미국 미시간대소비자심리지수



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

미국 리먼 시장 점유율 추이



자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

1-2) 중국 시장: 부양책 효과로 소비 회복 기대

2024년 중국향 가공식품 및 라면 수출이 각각 YoY +12.0%, +20.9% 증가하며 점진적 회복이 시작되었다. 중국의 소비자신뢰지수는 여전히 90 이하로 부진한 상황이나, 가공식품 수입액이 3분기 연속 증가한 점에서 소비 심리 회복의 초기 신호가 나타나고 있다고 판단된다.

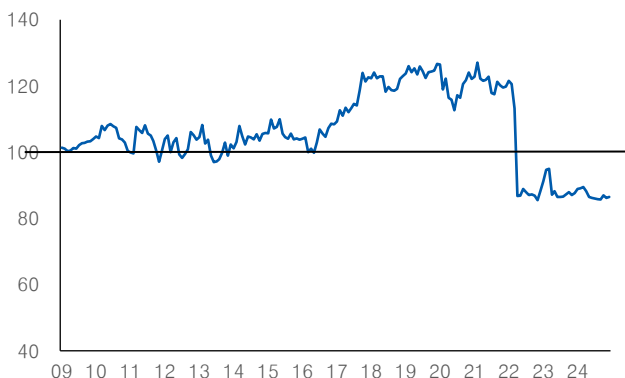
중국 라면 시장은 20조 원 규모로 전 세계 라면 시장의 35%를 차지하는 최대 시장이다. 그러나 상위 3개 업체 점유율이 51.1%에 불과한 파편화된 구조를 보이며, 일본(80.4%), 미국(82.7%), 한국(87.0%)과 큰 차이를 나타낸다.

이로 인해 신규 진입자에게 진입 장벽이 낮은 시장으로 평가되며, 삼양식품과 농심은 이를 공략하기 위해 CAPA 증설 및 현지화 전략을 추진 중이다. 삼양식품은 중국 내 6개 신규 라인 증설을 발표했으며, 농심은 중국향 온·오프라인 채널 확대에 집중하고 있다.

중국 온라인 직구 수요는 빠르게 확대되고 있다. 2024년 중국의 온라인 음식료 해외 직구 금액은 YoY +52% 증가해 2,208억 원에 달했다. 이러한 성장은 중국 소비자들이 신뢰할 수 있는 해외 브랜드에 대한 선호를 보여주며, 농심과 삼양식품은 이를 공략하기 위해 티몰, 샤오홍수 등 주요 온라인 플랫폼과의 협력을 강화하고 있다.

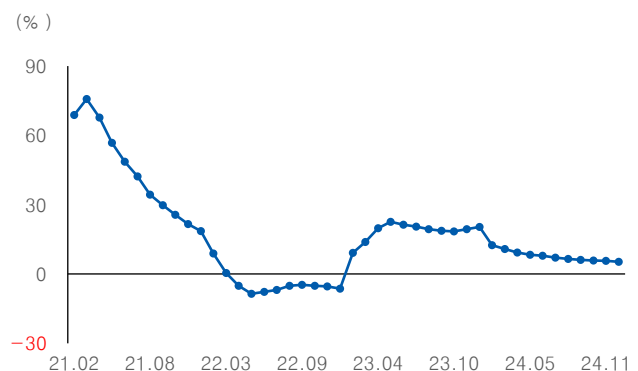
중국 정부는 2025년부터 적극적인 부양책을 통해 소비 활성화를 추진할 계획이다. 일부 지역에서는 소비 쿠폰 발행, 세제 혜택 등을 통해 내수 회복을 지원할 예정이다. 이러한 정책은 음식료 업종에 긍정적으로 작용할 것으로 보이며, 낮은 기저효과와 맞물려 2025년부터는 소비 심리가 본격적으로 개선될 가능성이 높다. 특히, K-Food의 경우 한류 콘텐츠의 확산과 더불어 중국 내 선호도가 상승하고 있어, 향후 수요 증대를 기대할 수 있다.

중국 소비자신뢰 지수



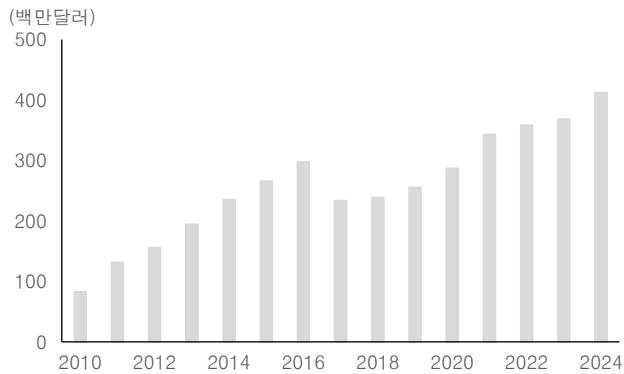
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

중국 음식료 소매 판매액 YoY 증감률



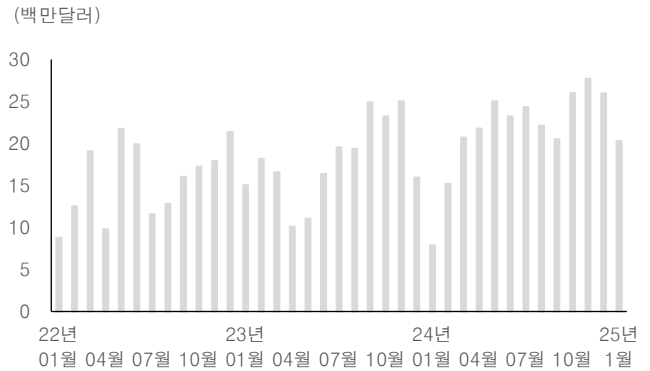
자료: NBS, 유안타증권 리서치센터

중국향 주요 가공식품 수출 추이



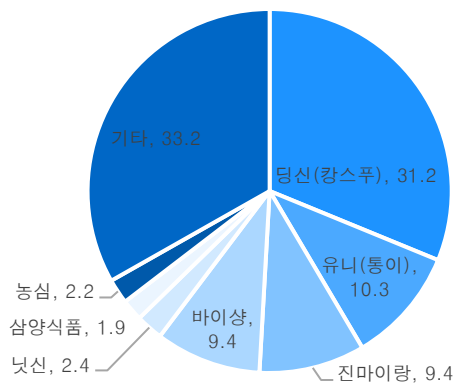
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

중국향 리면 수출금액 추이



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

중국 리면 시장 점유율



자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

중국 주요 부양정책

정책	내용	규모
이구환신(以舊換新) 프로그램 확대	노후 가전제품 및 디지털 기기 교체 시 최대 15%의 보조금 지급	810억 위안 (약 10.4조 원) 향후 보조금 총액: 3,000억 위안 (약 38.5조 원)으로 확대 예정
특별 국채 발행	첨단 산업 투자, 인프라 개발 등을 위한 특별 국채 발행	발행 규모: 3조 위안 (약 4110억 달러) GDP 대비 비율: 약 2.4%
서비스 소비 지원 강화	요식업, 문화, 관광 등 지원 강화 지역별 소비 쿠폰 발급	지방정부에서 소비 쿠폰 발행 (장시성, 6억 위안 소비 쿠폰 발행)
공무원 임금 인상 및 사회 보장 강화	수백만 명의 공무원에 대한 임금 인상 소비 여력 증대를 통한 내수 활성화 목표	미공개
농촌 소비 인프라 투자	농촌 지역 전자 상거래 플랫폼 구축 소도시 및 농촌 소비 활성화	미공개

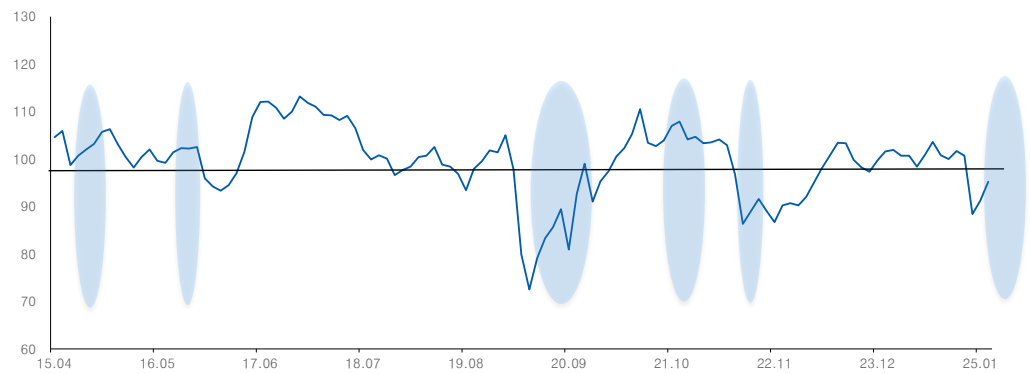
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

2) 내수: 추경이 끌어올릴 소비 심리

국내 음식료 소비는 2025년 들어 본격적인 회복 신호가 포착되고 있다. 1월 국내 음식료 소매판매액이 YoY +16% 급등했고, 식료품 출하지수도 최근 3개월 연속 증가세를 기록했다. 소비자심리지수는 여전히 기준점(100)을 하회하고 있지만, 정부가 추가경정예산(추경)을 편성할 가능성이 높아지면서 소비 심리 개선 기대감도 높아지고 있다. 과거 2015년과 2016년 추경 시행 당시 음식료 소비는 YoY +18% 증가하며 내수 회복의 강력한 트리거로 작용한 바 있다. 같은 기간 음식료 업종은 코스피 대비 평균 130% 이상의 밸류에이션 프리미엄을 기록하며 PER 23배 수준까지 상승했다. 이는 추경이 단순히 유동성을 확대하는 데 그치지 않고, 내수 소비 심리를 직접적으로 자극했다는 점에서 음식료 업종에 긍정적이다.

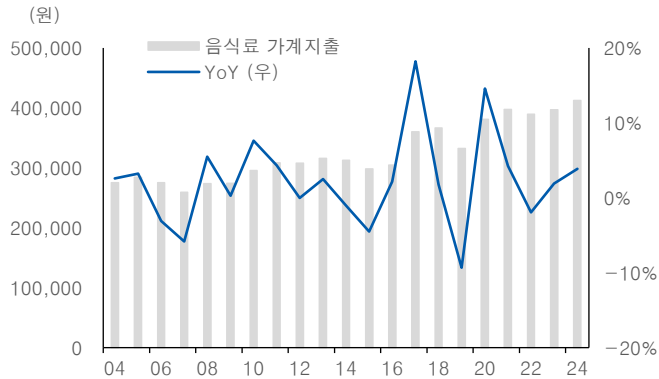
4Q24 국내 유통 채널에서는 온라인 비중이 52.5%로 오프라인을 넘어섰다. 이는 팬데믹 이후 지속된 소비 패턴의 변화로, 음식료 업종에도 큰 영향을 미치고 있다. 음식료 제품 내 온라인 매출은 YoY +24% 증가하며, 오프라인 매출 증가율(+5%)을 크게 상회했다. 특히 온라인 음식료 매출 비중은 2023년 27%에서 2024년 30%로 증가하며, 빠르게 시장 점유율을 확대하고 있다. 국내 주요 음식료 업체들은 추경에 따른 소비 활성화 기회를 적극 활용하고 온라인 채널 중심의 SKU 확대 및 프리미엄화 전략을 통해 내수 시장에서의 성장을 본격화할 것으로 예상된다.

국내 추경 시기 및 소비자심리지수 추이



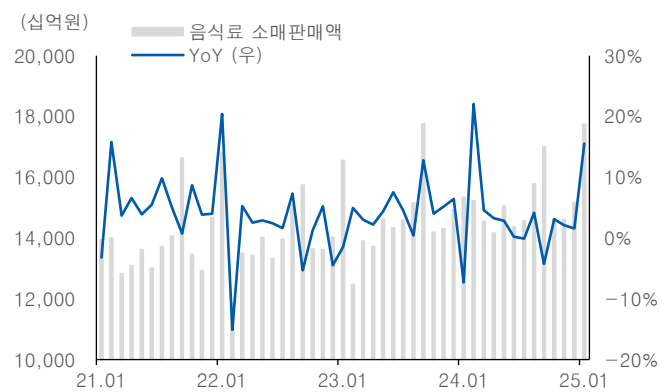
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터, 소비심리가 100 이하로 내려왔을 때 추경 효과 극대화

국내 음식료품 가계지출 추이



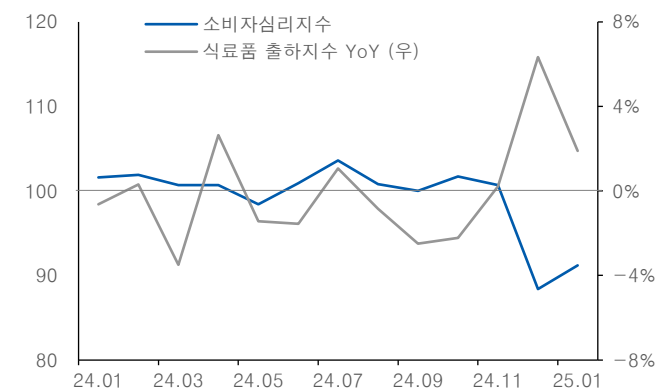
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터, 가구당 월 평균 지출 금액

국내 음식료품 소매판매액 추이



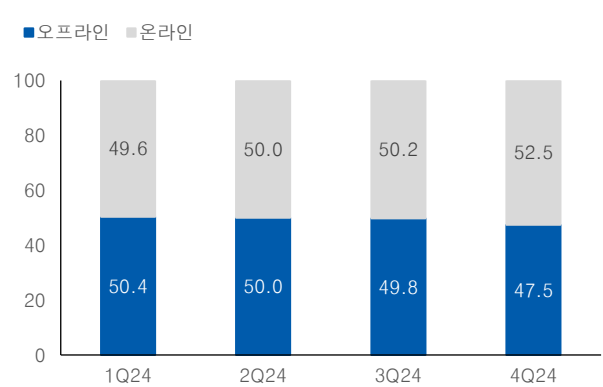
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

국내 소비자심리지수 및 식료품 출하지수 YoY



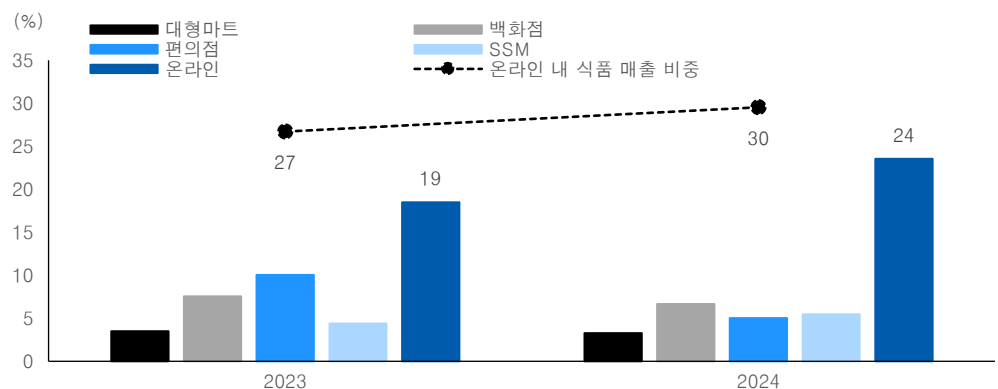
자료: 한국은행, 통계청, 유안타증권 리서치센터

국내 오프라인, 온라인 월별 매출 비중 추이



자료: 산업통상자원부, 유안타증권 리서치센터

국내 유통 채널별 음식료 매출 증감률



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

3) 기업별 해외 확장 및 생산능력 투자 확대

국내 주요 음식료 기업들이 내수 시장의 한계를 넘어 해외 시장 진출을 적극 추진하고 있다. 라면 부문에서는 삼양식품과 농심, 한식 가공식품에서는 CJ제일제당과 풀무원, 제과 부문에서는 오리온과 롯데웰푸드가 글로벌 시장 공략을 본격화하며 구조적 성장 기반을 강화하고 있다. 특히 미국, 중국, 유럽 및 인도 등 전략적 지역에서 집중적인 투자로 향후 구조적 성장의 기틀을 마련하고 있다. 이는 업종 전반의 밸류에이션 상승을 견인할 전망이다.

삼양식품: 미국·중국 중심의 전략적 CAPA 확장

삼양식품의 수출 비중은 2024년 78%로, 전년(68%) 대비 크게 확대됐다. 글로벌 수요에 대응하기 위해 밀양 2공장과 중국 공장 신설을 본격 추진하고 있다. 우선 2025년 5월 밀양 2공장이 가동을 시작하면, 기존 19.3억 개 수준이던 연간 라면 생산능력은 2026년 26.2억 개로 약 36% 확대된다. 2027년 초 가동 예정인 중국 공장은 연간 8.2억 개 규모로, 중국 시장 수요에 직접 대응하기 위한 전용 생산기지로 운영된다. 특히 현재 생산 물량 중 상당 부분을 중국향 수출이 차지하고 있어, 2027년 중국 공장이 가동되면 밀양 공장의 여유 생산량을 미국과 유럽 등 서구권 시장으로 돌릴 수 있다. 이는 미국, 유럽 등 서구 시장에 더 많은 물량을 투입할 수 있는 여력을 제공할 것으로 기대된다.

농심: 북미 및 유럽 수출 확대 위한 CAPA 확장

농심의 해외 및 수출 비중은 2024년 약 40%(수출 12%, 해외법인 28%)를 기록했다. 특히 수출 비중이 2023년 10%에서 2024년 12%로 늘었다. 북미시장 공략을 위한 미국 2공장은 2024년 4분기부터 추가 CAPA(연간 1억 개)를 확보했고, 유럽 진출 확대를 위한 네덜란드 암스테르담 현지법인 설립 및 녹산 수출 전용 공장(2026년 하반기, 연간 5억 개 규모)을 계획 중이다. 이로써 농심의 해외 및 수출 생산능력은 총 27억 개(미국 10억개 + 중국 7억개 + 수출 10억개)로 업계 최대 수준으로 올라서며 글로벌 시장 대응력을 극대화할 전망이다.

CJ 제일제당: 북미·유럽 시장 확대 가속화

CJ 제일제당 식품 부문의 해외 및 수출 비중은 2024년 49%로, 2023년 48%에서 소폭 늘었다. 북미에서 사우스다코타 신공장(2027년 완공 예정)에 7,000억 원을 투자해 만두 및 에그를 생산 라인을 증설하며, 2030년까지 미국 매출을 현재 대비 2배 이상 확대할 계획이다. 유럽에서는 헝가리 신공장(2026년 완공 예정)에 1,000억 원을 투자해 비비고 브랜드의 현지 생산 체제를 갖춰 효율성과 시장 침투력을 강화할 계획이다.

풀무원: 미국 현지 생산 효과 본격화

풀무원 식품 부문의 해외 및 수출 비중은 2024년 29%로, 2023년 26%에서 의미있는 확장세를 보였다. 미국 법인은 2024년 4분기 최초로 흑자전환에 성공했다. 풀무원은 미국 두부 시장에서 67% 점유율을 기록하며 1위를 유지 중이며, 현지 생산 전환을 통한 원가 절감 성과가 가시화됐다. 두부 수요 증가 대응을 위해 2025년 하반기 현지 공장 신규 라인 증설로 생산능력을 20% 확대할 계획이다.

오리온: 러시아·베트남 CAPA 확대 및 미국 수출 거점 구축

오리온의 2024년 해외 및 수출 비중은 65%로, 전년(64%) 대비 소폭 상승했다. 베트남에서는 2026년까지 총 14개 신규 생산라인을 추가해 연간 CAPA 를 30% 이상 늘리며, 러시아 역시 2025년 3분기까지 파이 생산라인을 30% 확대하고 제3공장 신설을 추진 중이다.

또한 미국향 수출 확대에 대응해 충북 진천에 약 5만 6,000평 규모의 대규모 생산·물류 통합센터 건립을 계획 중이다. 진천 물류센터는 2025년 착공 예정이며, 생산·포장·물류를 원스톱으로 관리해 운영 효율성을 크게 높이고 미국향 수출 경쟁력을 높이는 핵심 거점이 될 전망이다.

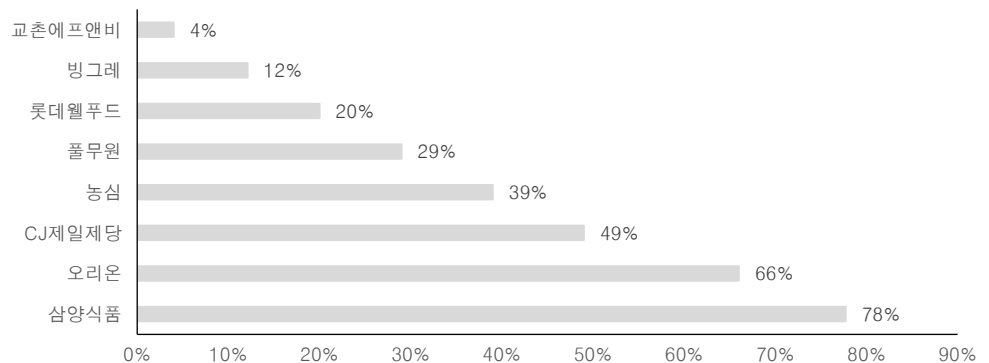
롯데웰푸드: 인도 시장 공략을 위한 생산능력 대폭 확대

롯데웰푸드의 2024년 해외 및 수출 비중은 20%로, 2023년 19%에서 소폭 늘었다. 2025년 2월 가동된 인도 푸네 신공장의 빙과 생산능력이 기존 대비 2.5배 증가하며, 인도 시장 내 확고한 점유율 확대를 위한 전략적 기반이 마련될 전망이다. 2025년 상반기 중 'One India' 전략을 통해 생산 및 물류 효율성을 추가로 개선할 계획이다.

주요 기업별 해외 확장 및 생산능력 투자 현황

업체	공장 지역	투자 금액	완공/가동 시기	투자 목표 및 세부 내용
삼양식품	밀양	1,590억원	2025년 5월 가동	라면 연 CAPA 19.3억개→26.2억개(26년)
	중국	2,014억원	2027년 1월 완공	라면 연 CAPA +8.2억개
농심	녹산	1,918억원	2026년 하반기 완공	라면 연 CAPA +5억개, 유럽 수출용 제품
CJ 제일제당	미국	7,000억원	2027년	만두 및 에그를 생산라인
	헝가리	1,000억원	2026년	비비고 브랜드 현지 생산라인
풀무원	미국	1,000억원	2025년 하반기	두부 신규라인 증설, 연 CAPA +20%
오리온	베트남	1,000억원	2026년 완공, 2027년 가동	14개 신규 생산라인 추가, 연 CAPA +30%
	러시아	300억원	2025년 3분기 완공/4분기 가동	초코파이 연 CAPA +30%
	진천	1,100억원	2025년 착공	물류센터, 창고 투자, 미국향 수출 대응
롯데웰푸드	인도 푸네	700억원	2025년 1분기 가동	빙과 연 CAPA +2.5배
	인도 하리아나	330억원	2025년 하반기 가동	초코파이 자동화 라인 및 빼빼로 1개라인

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

주요 음식료 업체 해외 매출 비중

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터, 2024년 기준, CJ제일제당과 풀무원은 식품 매출 기준

2. 가격인상 사이클 본격 진입

1) 2025년, 내수 가격 인상 재개

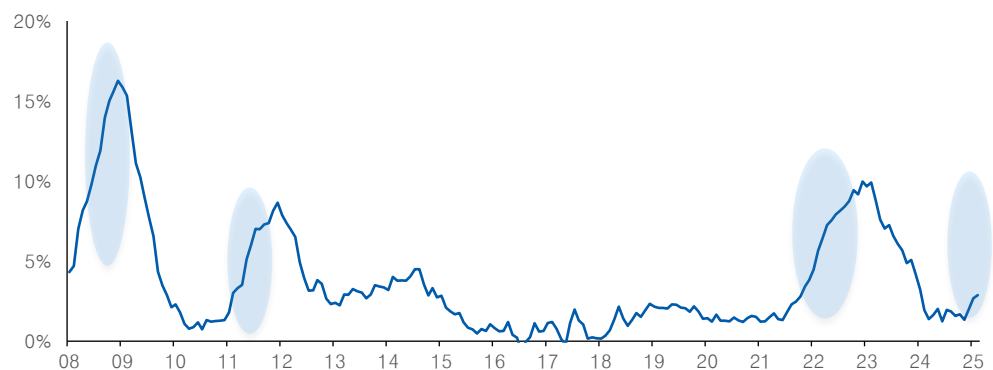
2024년 음식료 업종은 정부의 강력한 물가안정 정책으로 인해 판매가격 인상이 제한됐으나, 2025년 들어 본격적인 가격 인상 사이클이 재개되고 있다. 최근 2~3월 농심(라면)을 필두로 CJ 제일제당(가공식품), 빙그레(빙과), 롯데웰푸드(제과, 빙과) 등 주요 기업들이 잇따라 제품 가격을 인상하며, 2022년 이후 약 3년 만에 전방위적인 판가 인상 사이클 진입을 알렸다. 이는 지난 3년간 누적된 비용 부담을 해소하기 위한 필연적이고 구조적인 흐름으로 판단된다.

외식 물가가 지속적으로 상승하면서 가공식품의 상대적 가격 경쟁력이 부각되고 있다. 외식 물가는 2023년부터 꾸준히 상승해 2024년에도 전년 대비 3% 증가했다. 반면, 주요 가공식품 CPI-PPI 상승률은 2022년 큰 폭의 상승 이후 최근 둔화됐다. 소비자들은 상대적으로 저렴한 가공식품 소비를 늘리는 경향을 보이고 있으며, 이는 향후 가공식품 업체들의 가격 인상 수용도를 높이는 요인이 될 전망이다.

과거 물가 안정 정책 시행 이후 1~2년 내 가공식품 CPI가 급등하는 패턴이 반복되었다. 실제로 2008년 이명박 정부 당시 물가 안정 정책 시행 후 1년 만에 가공식품 CPI 상승률이 15%를 넘었으며, 이 영향으로 2009년 음식료 업종 영업이익은 평균 두 배 이상 급증했다. 이는 정부의 단기적인 가격 통제가 지속 가능성이 낮고, 누적된 비용 부담이 결국 가격 인상으로 전가될 수밖에 없다는 점을 시사한다. 현재 음식료 업체들은 인건비, 물류비, 유틸리티 비용 증가로 원가 부담이 누적된 상태이며, 2025년부터 본격적인 가격 인상 사이클에 진입할 가능성이 높다.

정부 정책으로 인해 지연된 가격 인상이 2025년부터 가속화될 경우, 음식료 업종은 실적 개선과 함께 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 가능성이 높다. 가격 인상으로 인한 마진 확대 효과가 본격화될 시, 역사적으로 저평가 상태였던 음식료 업종의 밸류에이션이 상승할 수 있는 충분한 근거가 될 것으로 판단된다.

물가안정 정책 시기와 가공식품 CPI YoY 증감률



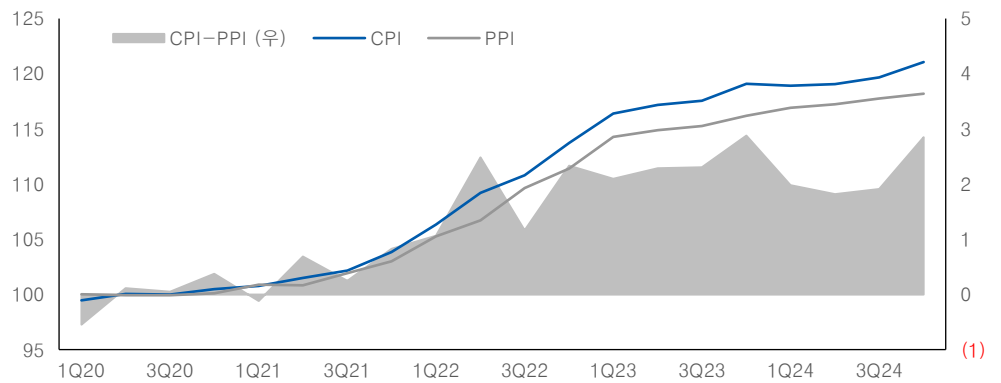
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

업체별 주요 가격 변동 현황

기업명	연도	월	제품	가격 조정 내용
CJ 제일제당	2023	5월	B2B 설탕	10%
	2024	5월	김	소매가 기준 +11.1%
			올리브유	대형마트 기준 +33.8%
			참기름	대형마트 기준 평균 +15%
	2025	3월	냉동만두	대형마트 기준 +6%
			육가공	스팸, 비엔나, 돈카츠 등 +10%
농심	2022	2월	제과	꿀꽂배기, 포스틱, 양파깡 6.3%, 새우깡 7.2% 인상
		6월	라면	농심 재팬 라면 +10.9%
		9월	라면	신라면 등 26 개 라면 제품 +11.3%
			스낵	새우깡 등 스낵 +5.7%
	2023	7월	라면	신라면 등 -5% 인하
	2025	3월	라면	신라면 등 +7%
빙그레	2022	2월	제과	새우깡, 풀병스낵 등 +7%
			빙과	투게더 9%, 메로나 25% 인상
			스낵	꽃게랑 등 6종 +13.3%
	2023	11월	유제품	바나나맛 우유 등 +12.4%
			빙과	투게더, 봉어싸만고 등 +10~12%
			치즈, 커피	벨큐브 치즈 +14.5%, 스페셜티 컵커피 3종 +16%
롯데웰푸드	2023	10월	빙과	투게더 +8.3% 등, 바나나맛우유 +5.9%, 요플레 +8.6%, 흰우유 +5.9%
			빙과	봉어싸만고 등 +10%
			빙과	20여종 평균 +13%, 바 제품 +20%, 파인트 제품 +11%
	2024	2월	제과	빼빼로 +13%, 빈츠 +16%
			냉동식품	돈까스, 만두 등 일부 냉동 제품 +5~11%
			제과	제과류, 빙과류 +10~20%
오리온	2024	3월	제과	편의점가 미니땅콩샌드 등 +200원
			빙과	월드콘, 설레임 등 9종 +13%, 자이리틀 껌 +20%
			빙과	스크류바 등 7개 품목 +20~25%
	2025	7월	제과	빠다코코넛 등 제과 3종 -5.8% 인하
			초콜릿	코코아 원료 초콜릿류 +12%
			건빙과	26종 +9.5%
삼양식품	2022	11월	라면	불닭볶음면, 삼양라면 등 13개 브랜드 +9.7%
	2023	4월	라면	일본 시장 불닭볶음면 등 25개 상품 +9%
	2024	7월	라면	국내 삼양라면 등 12개 품목 -4.7% 인하

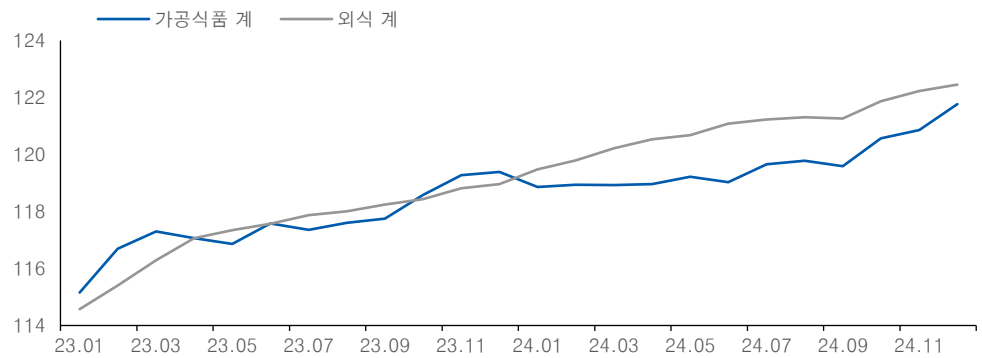
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

주요 가공식품 CPI 및 PPI 추이



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터, 2020=100

국내 가공식품 및 외식 CPI 추이



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터, 2020=100

2) 과거 사례로 본 가격 인상 사이클

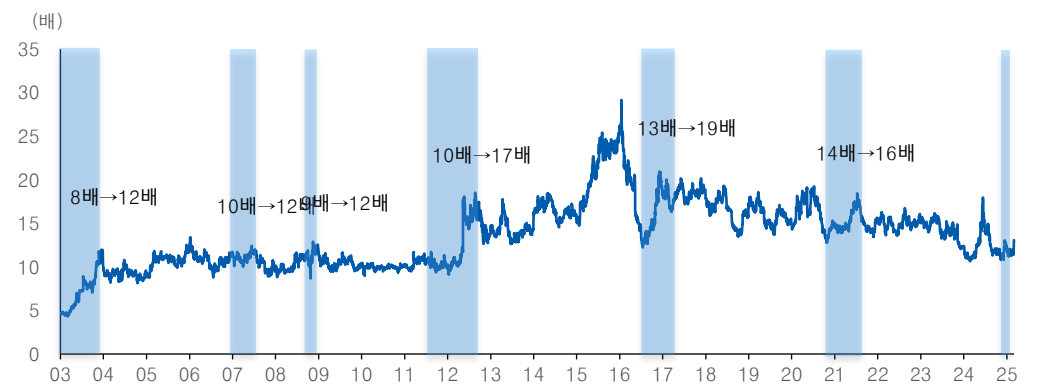
과거 데이터를 살펴보면, 가공식품 가격 인상은 대략 3~4년 주기로 반복되는 패턴을 보인다. 이는 원재료 가격 변동, 누적된 비용 증가, 정부의 가격 통제 정책 등이 맞물려 형성된 구조적 흐름이다. 특히 라면 업계는 서민 물가 품목으로 분류되어 정부 개입이 상대적으로 많아 내수 가격 인상이 제한적이지만, 주기적으로 원가 부담이 축적됨에 따라 일정한 시점에서 가격 조정이 이루어지는 경향을 보였다

농심의 가격 인상 시기를 기준으로 볼 때, 2002~2004년, 2007~2009년, 2011~2012년, 2016~2017년, 2020~2021년에 걸쳐 가격 인상이 단행되었으며, 이때마다 농심의 12개월 선행 PER이 상승하는 경향을 보였다. 예를 들어, 2011~2012년 가격 인상 이후 농심의 PER은 10배에서 17배까지 확대되었고, 2016~2017년에도 13배에서 19배로 상승했다. 이는 가격 인상 이후 실적 개선 기대감이 반영되면서 주가가 긍정적으로 반응한 사례로 볼 수 있다.

이러한 패턴이 반복되는 이유는 ① 소맥 등 주요 원재료 가격이 대략적인 변동 주기를 갖고 있으며, ② 기업들의 원가 부담이 점진적으로 누적되고, ③ 정부의 가격 억제 정책이 단기적으로 작용한 후 결국 해제되기 때문이다. 단기적으로 정부 개입이 가격 인상을 지연시킬 수는 있지만, 원가 부담이 사라지는 것이 아니기 때문에 일정 시점 이후 누적된 비용이 가격에 반영되는 구조적 특성이 반영된 결과다.

2025년 현재 시점에서 농심이 지난 3월 주요 라면 제품의 가격 인상을 공식 발표하며 가격 인상 사이클에 본격 진입했음을 확인시켜 주었다. 농심의 가격 인상은 경쟁사인 삼양식품, 오뚜기 등 다른 라면 업체에도 추가적인 가격 인상 움직임을 촉발할 가능성이 높다. 특히 라면은 가격 인상 주기가 긴 제품군인 만큼 한 번 인상이 이루어지면 시장 전체에 미치는 파급력이 크다. 따라서 2025년 음식료 업종은 가격 인상 따른 수익성 개선과 밸류에이션 리레이팅이 본격화될 전망이다.

농심 12개월 Fwd PER 및 라면 가격인상 사이클



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

3) 글로벌 인플레이션, 가격 전가력 차별화가 핵심

2025년은 글로벌 인플레이션 환경이 지속되며 특히 해외 매출 비중이 높은 기업들은 평균판매단가(ASP) 인상을 통해 비용 부담을 효과적으로 전가할 수 있는 유리한 환경이 조성되고 있다.

미국 음식료 CPI 상승률은 2024년 1분기부터 4분기까지 연속으로 2%대의 견고한 상승세를 나타냈다. 미국 소비자들의 가격 인상 수용도가 높아진 환경에서 한국 라면 수출이 급증했다. 삼양식품의 불닭볶음면의 평균판매단가(ASP)는 2021년 829원에서 2024년 902원까지 꾸준히 상승했으며, 같은 기간 미국향 라면 수출액은 81백만 달러에서 216백만 달러로 약 3배 가까이 증가했다. 미국향 라면 수출액과 불닭볶음면 ASP의 상관계수는 0.8로 매우 높아, 수출 성장과 ASP 상승이 직결된다는 점을 시사한다.

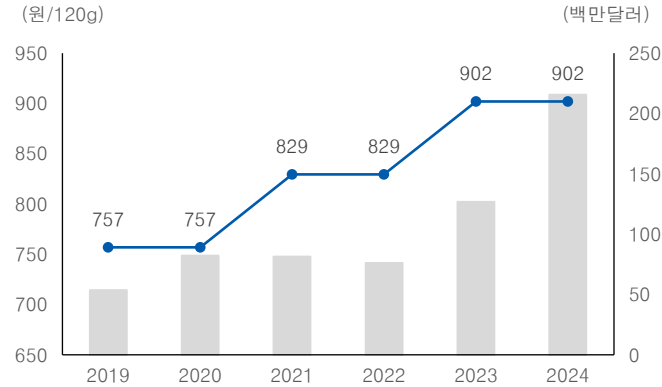
반면 농심의 대표 제품 신라면 ASP와 미국 수출액 상관계수는 0.4로 상대적으로 낮았다. 이는 프리미엄 전략을 통해 높은 가격 전가력을 확보한 삼양식품이 글로벌 인플레이션 환경에서 더 큰 수혜를 볼 수 있음을 의미한다. 다만 농심은 최근 프리미엄 라면 신제품 '신라면 톰바'를 미국 시장에 출시하며 고부가 제품군으로의 전환을 시도하고 있다. '신라면 톰바'는 기존 제품 대비 20~30% 높은 가격대로, 월마트 온·오프라인 채널에 입점이 본격화되며 2025년부터 농심의 ASP 및 수익성 개선 효과를 이끌 가능성이 높다.

중국 시장에서도 음식료 CPI의 감소폭이 점진적으로 둔화되는 등 소비 심리 회복의 초기 신호가 나타나고 있다. 중국의 음식료 CPI YoY 상승률은 1Q24 -4% → 4Q24 -1%로 감소폭이 둔화되었다. 또한 4Q24 음식료 CPI-PPI YoY 상승률은 4분기 만에 +1%로 전환되면서 내수 소비 개선에 따른 가격 상승 압력이 발생하고 있음을 확인했다. 이는 중국 시장 내 한국 가공식품의 판가 전가력 회복에 긍정적이다. 중국 정부의 경기 부양책이 본격화되는 2025년부터 현지 소비 회복과 가격 인상 여력이 더욱 높아질 것으로 전망된다.

삼양식품은 글로벌 프리미엄 전략을 기반으로, 농심 대비 평균판매단가가 31% 높은 상태를 유지하고 있다. 이는 가격 인상 환경에서 원가 부담 전가력이 뛰어나고, 이익 개선 효과가 상대적으로 크다는 점을 시사한다. 반면, 농심은 오랜 기간 국내 판가 인상을 자제해 왔으나 2025년 3월 가격 인상을 단행했으며, 이에 따라 국내 및 글로벌 시장에서의 추가적인 수익성 개선 여력이 발생할 전망이다.

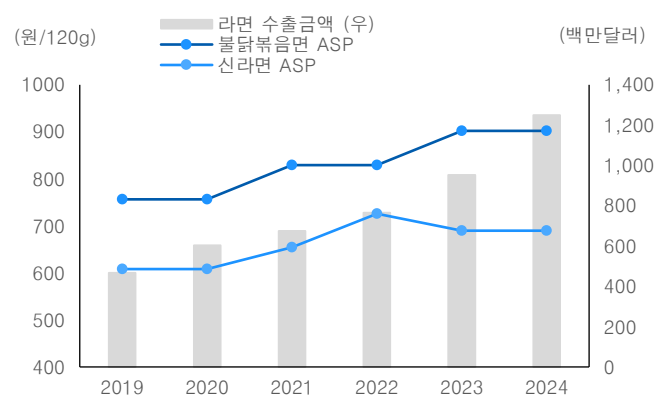
결론적으로 2025년 글로벌 인플레이션 환경에서 ASP 인상 효과가 두드러질 것으로 예상되는 삼양식품과 최근 가격 인상을 발표한 농심의 수혜가 클 것으로 예상된다. 특히 프리미엄 제품군 중심으로 가격 인상 효과가 강하게 나타날 전망이다.

불닭볶음면 ASP 및 미국향 라면 수출금액 추이



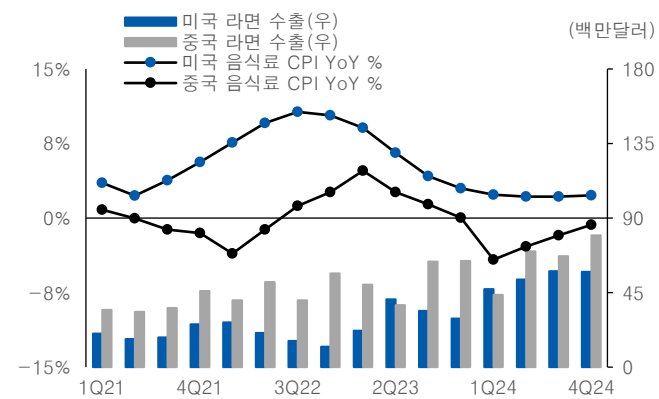
자료: 삼양식품, Trass, 유안타증권 리서치센터

불닭볶음면 & 신라면 ASP 및 라면 수출금액 추이



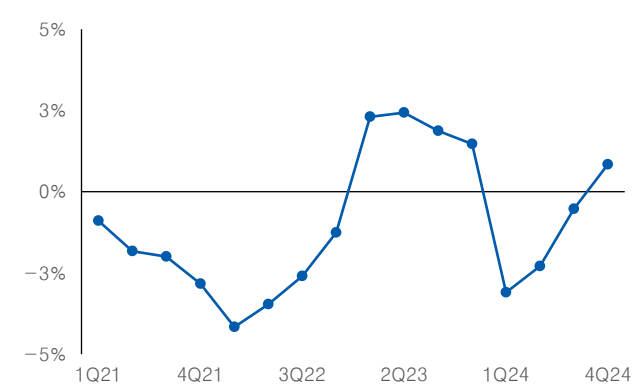
자료: 삼양식품, 농심, Trass, 유안타증권 리서치센터

미국, 중국 음식료 CPI YoY % & 라면 수출 추이



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

중국 음식료 CPI-PPI YoY %



자료: NBS, 유안타증권 리서치센터

3. 환율·곡물가 안정으로 비용 개선

1) 환율 하락에 거는 기대

국내 음식료 기업들은 원재료의 약 70%를 해외에서 수입하고 있어, 원달러 환율 변동에 매우 민감한 구조를 가지고 있다. 2024년에는 주요 곡물 가격이 하락했음에도 불구하고 강달러 환경이 지속되면서 원가 부담 완화 효과는 제한적이었다. 그러나 2025년부터는 연준의 기준금리 인하 기대감과 글로벌 경기 개선에 따른 달러화 약세로 환율 부담이 완화될 가능성이 높다.

당사 리서치센터는 2025년 원달러 환율이 상고하저 흐름(1Q25 1,450원 → 4Q25 1,380원)을 나타낼 것으로 전망하고 있다. 환율 하락은 이미 안정화된 국제 곡물가격과 함께 음식료 업종의 비용 구조 개선에 직접적으로 기여할 것으로 예상된다. 일반적으로 곡물 투입가격은 국제 상품 시장에서 3개월 선도거래로 결정되고, 이후 약 3개월의 운송기간을 거쳐 최종 원가에 반영되기 때문에 약 6개월의 시차가 존재한다. 따라서 2024년의 곡물 가격 하락 효과는 2025년 상반기까지 이어질 것이며, 여기에 하반기부터의 환율 하락 효과가 더해지면 음식료 기업의 비용 부담 완화는 더욱 뚜렷해질 전망이다.

2025년 상반기 주요 곡물 투입가격은 다음과 같은 흐름이 예상된다. 곡물 투입가격은 3개월 전의 환율과 6개월 전의 곡물 선물가격을 반영하여 산출했다.

옥수수: 1Q25 YoY -1%, 2Q25 YoY -2% 하락하며 안정적 수준이 유지될 전망이다. 하반기 환율 하락 효과까지 고려하면 원화 환산 곡물 투입가는 추가 하향 안정화가 예상된다.

대두: 1Q25 YoY -7%, 2Q25 YoY -23% 하락하며 큰 폭의 비용 절감이 나타날 전망이다. 이는 주요 생산국인 아르헨티나와 파라과이의 생산량 증가에 기인한다.

소맥: 1Q25 YoY +16% 상승, 2Q25 YoY -9% 하락을 전망한다. 하반기에는 환율 하락으로 원화 환산 투입가 부담은 오히려 감소할 것으로 판단된다.

원당: 1Q25 YoY -1%, 2Q25 YoY -5% 하락을 전망한다. 엘니뇨 현상 종료로 생산량이 증가할 전망이다.

코코아: 1Q25 YoY +105%, 2Q25 YoY +169%로 큰 폭의 상승세가 지속될 전망이다. 제과 업종의 비용 부담이 상반기까지는 불가피하나, 하반기 환율 하락이 일정 부분 부담을 상쇄할 수 있을 것으로 예상된다.

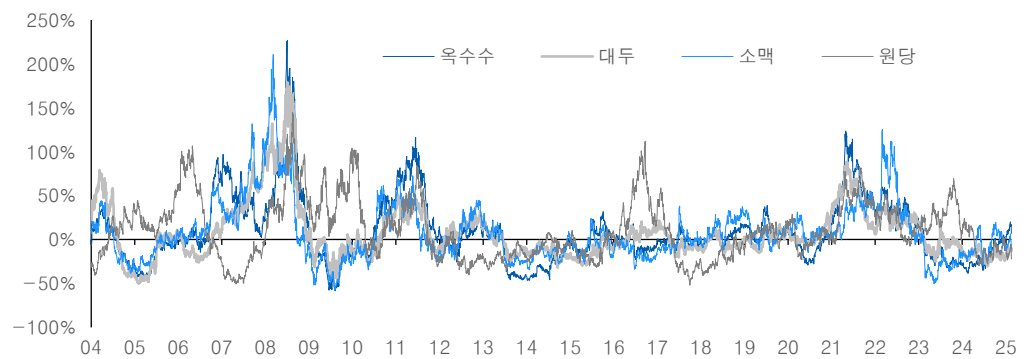
환율 안정화는 음식료 업종 전반의 원가 부담 완화를 통해 영업이익 개선으로 이어질 가능성이 높다. 이는 음식료 업종의 밸류에이션 리레이팅을 촉진하는 핵심 동력으로 작용할 것이다.

원달러 환율 및 음식료 업종 12개월 Fwd PER 상관관계



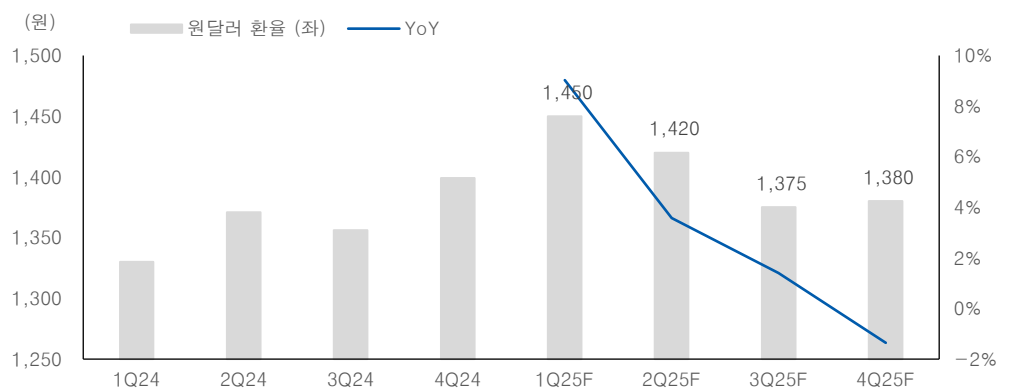
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

원화 환산 곡물 투입가 YoY 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

원달러 환율 추이 및 당사 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

2) 곡물가 리스크 점검: 라니냐 귀환 가능성

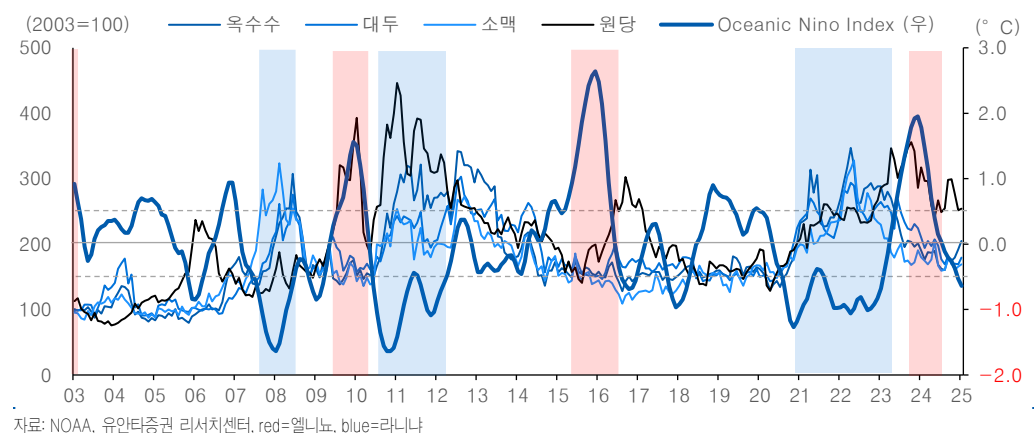
2000년대 이후 곡물 가격이 급등했던 주요 시기는 2007~2008년, 2010~2012년, 2021~2023년 총 세 차례 발생했다. 이들 시기에는 라니냐로 인한 기상이변이 곡물 생산량 감소를 초래하며 가격 급등의 주된 원인으로 작용했다. 최근에도 라니냐가 다시 발생하며 곡물가 변동 리스크가 부각되고 있다. 미국 국립해양대기청(NOAA)에 따르면, 2024년 9월부터 동태평양 해수면 온도가 평년 대비 -0.5°C 이하로 하락하며 라니냐 상태에 진입했으며, 2025년 3월까지 이어질 것으로 예상된다.

라니냐는 주로 미국 중부와 남미 지역에 가뭄을 초래해 옥수수, 소맥, 대두 등 주요 곡물 생산량에 부정적인 영향을 미친다. 현재 미국의 겨울 소맥과 남미의 옥수수, 대두는 파종 단계에 있어, 2025년 2분기 이후부터 생산량 감소 가능성이 존재한다.

반면, 원당과 코코아와 같은 소프트 원재료는 라니냐가 아니라 엘니뇨 국면에서 더 큰 영향을 받는다. 실제로 2024년 엘니뇨로 인해 인도와 브라질의 작황이 부진하면서 원당과 코코아 가격이 급등했다. 현재는 엘니뇨 종료와 라니냐 진입에 따라 해당 지역의 강수량이 증가하면서, 2025년부터는 원당, 코코아는 가격 상승 압력이 낮아질 것으로 전망된다.

가공식품 업체의 원가에 곡물 투입가격이 약 6개월의 시차를 두고 반영되는 점을 고려할 때, 2025년 하반기 나타날 수 있는 라니냐발 곡물 가격 상승은 실제 원가에 2025년 말에서 2026년 초 사이에 영향을 줄 전망이다. 다만 음식료 업체들이 팬데믹 이후 구매선 다변화와 연간 계약 확대 등으로 원료 조달의 안정성을 높여왔기 때문에, 곡물가 상승이 원가에 미치는 영향은 과거 대비 제한적일 가능성이 크다. 따라서 라니냐 영향으로 인한 곡물가 리스크가 존재하나, 가공식품 업체들의 비용 부담은 관리 가능한 수준에 머무를 것으로 예상된다.

엘니뇨/라니냐 시기 곡물가 추이



Appendix ① 24/25 곡물별 재고율 및 생산량 상세

옥수수 (기말재고율 23%, 생산량 YoY -1%, 재고 YoY -8%)

미국 농무부(USDA)는 2024/25 시즌 글로벌 옥수수 생산량이 전년 대비 1% 감소할 것으로 전망하고 있다. 기말 재고는 YoY -8% 감소하며 재고율은 23%까지 낮아질 전망이다. 주요 생산국인 남아프리카에서 생산량 감소가 예상되나, 미국과 아르헨티나의 수확 전망이 양호해 단기적 공급 충격 가능성은 제한적이다.

대두 (기말재고율 31%, 생산량 YoY +7%, 재고 YoY +11%)

대두 생산량은 전년 대비 7% 증가할 것으로 예상되며, 아르헨티나와 파라과이의 생산 증가가 글로벌 공급 확대를 이끌 전망이다. 특히 주요 소비국인 중국의 소비가 회복 국면에 진입하면서 교역량 증가가 예상되나, 생산 증가폭이 수요 증가를 충분히 상쇄할 것으로 보인다. 2024/25년 기말 재고율은 31%로 높게 유지될 전망이며, 이는 대두 시장의 가격 안정화에 기여하는 요인으로 작용할 것으로 기대된다.

소맥 (기말재고율 32%, 생산량 YoY +0.3%, 재고 YoY -4%)

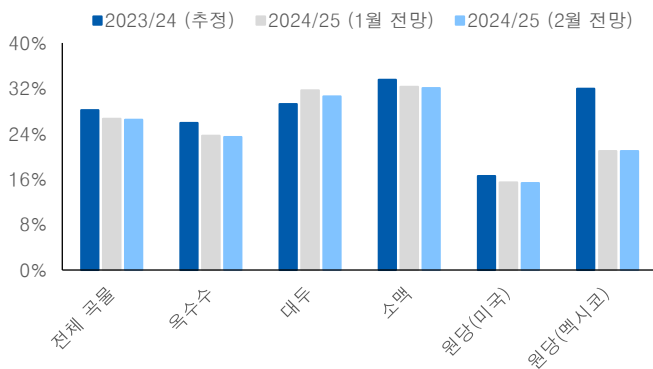
소맥 생산량은 전년 대비 0.3% 증가하지만, 기말 재고율은 중국과 우크라이나의 재고 감소로 인해 32%까지 하락하며 수급이 타이트해질 전망이다. 특히, 라니냐로 인해 미국 중부 및 남미 곡창지대에서 작황 악화 가능성이 높아, 소맥 가격은 2025년 하반기 들어 상승 압력을 받을 수 있다. 다만, 주요 수출국인 러시아의 수출량 확대가 예상되어 글로벌 시장에서의 수급 악화 가능성은 제한적일 것으로 보인다.

원당(멕시코) (기말재고율 21%, 생산량 YoY +3%, 재고 YoY -32%)

원당(미국) (기말재고율 15%, 생산량 YoY +1%, 재고 YoY -10%)

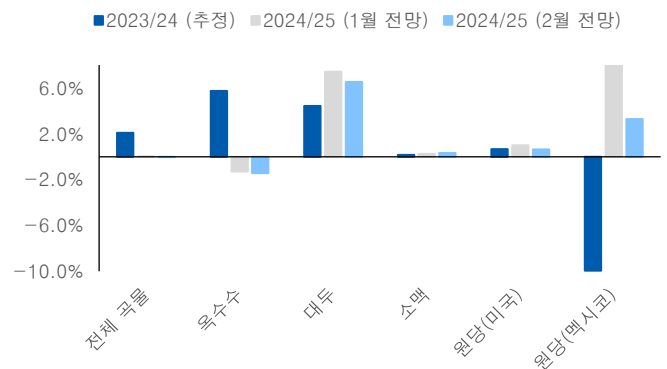
원당은 2024년 엘니뇨 영향으로 가격이 급등했으나, 2025년 라니냐 국면 진입으로 브라질과 인도의 강수량이 증가하면서 생산량 회복 및 수급 안정화가 예상된다. 미국과 멕시코의 비교적 양호한 재고 상황을 고려하면, 원당 가격은 점진적으로 안정세로 복귀할 가능성이 높다.

USDA 곡물 재고율 추이 및 전망



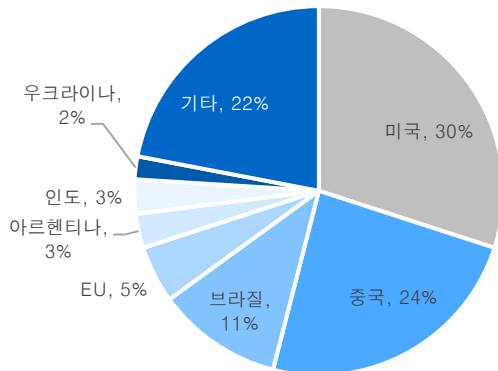
자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

USDA 곡물 생산량 YoY 증감률 추이 및 전망



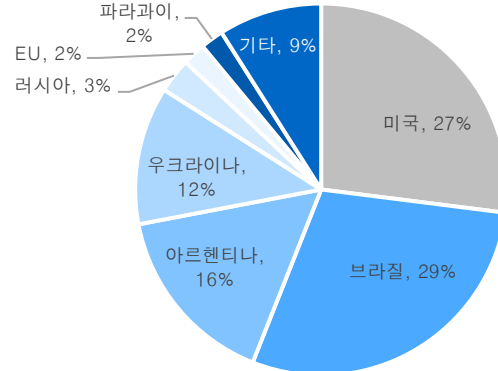
자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

옥수수 생산 주요 국가별 비중



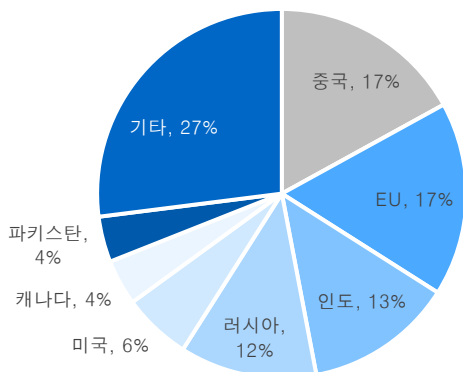
자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

옥수수 수출 주요 국가별 비중



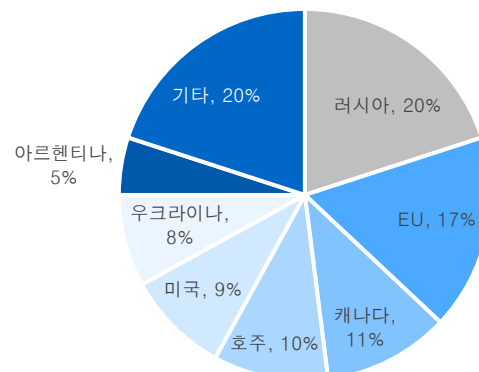
자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

소맥 생산 주요 국가별 비중



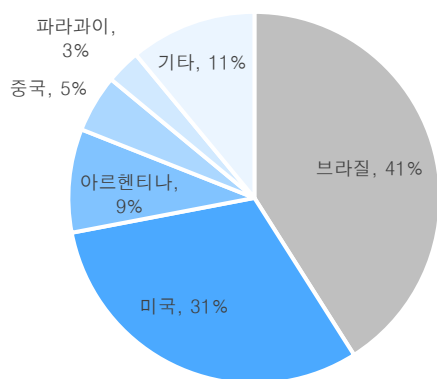
자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

소맥 수출 주요 국가별 비중



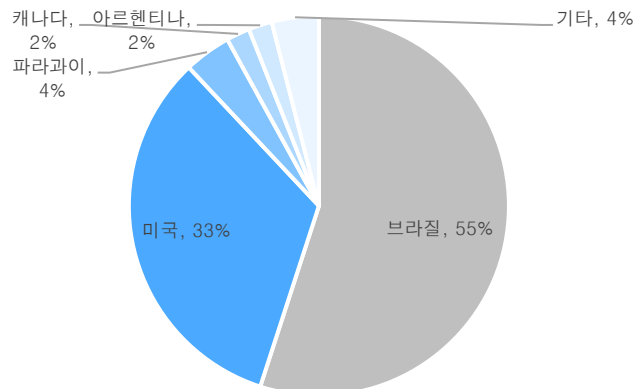
자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

대두 생산 주요 국가별 비중



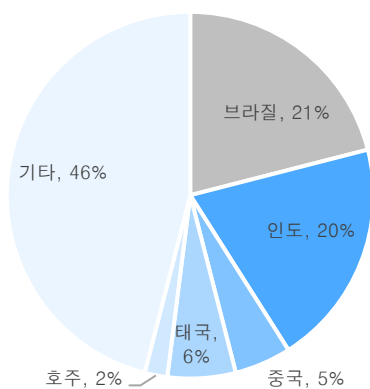
자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

대두 수출 주요 국가별 비중



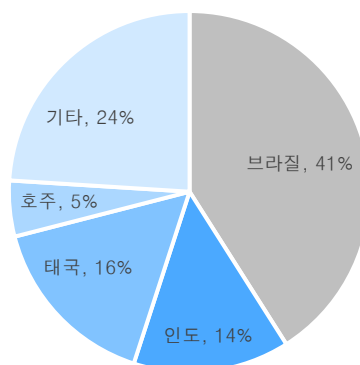
자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

원당 생산 주요 국가별 비중



자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

원당 수출 주요 국가별 비중



자료: USDA, 유안타증권 리서치센터

Appendix ② 음식료 산업 원가구조

국내 식품 업계는 곡물 수입 의존도가 70%로 옥수수, 대두, 소맥, 원당은 대부분 해외 수입에 의존한다. 특히, 소맥의 국내 생산 비중은 1% 미만으로 사실상 전량을 수입하고 있다. 음식료 업종의 매출원가 내 원재료비는 평균적으로 약 60~70% 수준으로 추정되며, 매출액 대비로는 약 40%를 차지한다. 원재료에는 곡물, 소프트 원재료 등 원료뿐만 아니라 포장재와 같은 부재료도 포함된다. 곡물과 같은 원료비는 매출원가의 약 26%, 매출액 기준으로는 약 18% 차지하는 것으로 추정된다. 따라서 곡물 가격 변동은 원가 구조에서 중요한 핵심 요소로 작용한다.

곡물 가격 상승은 음식료 업종의 1차 소재식품 업체에서 2차 가공식품 업체로 확산되는 구조를 보인다. 1차 소재식품 업체는 곡물 매입 비중이 높아 원가 부담이 직접적으로 발생하지만, 2차 가공식품 업체는 브랜드력과 가격 전가력을 활용하여 원가 상승의 영향을 일정 부분 완화할 수 있다.

1차 소재식품은 옥수수, 소맥, 대두, 원당 등 기본 원료를 가공하여 제공하는데, 주요 제품은 전분, 밀가루, 팜유, 설탕 등이다. 주요 기업으로는 사조동아원, 대한제분, CJ 제일제당, 대상, 삼양사, 팜스코 등이 있다.

2차 가공식품 업체는 이들 소재를 원재료로 매입하여 라면, 제과, 음료 등의 최종 소비재를 생산한다. 대표적인 기업으로는 삼양식품, 농심, CJ 제일제당, 오뚜기, 오리온, 롯데웰푸드, 풀무원, 빙그레 등이 있다.

음식료 산업 밸류체인

원료	식품소재	가공식품
옥수수	전분, 전분당 대상, 삼양사	탄산음료 롯데칠성, 동서식품 등
	라이신, 핵산 (사료 첨가제) CJ 제일제당, 대상	건기식, 조미료, 즉석식품, 가공육 CJ 제일제당, 풀무원, 동원 F&B, 오뚜기 등
	배합사료 CJ 제일제당, 팜스코, 선진, 이지바이오	
소맥	제분-밀가루 대한제분, 사조동아원, CJ 제일제당, 대선제분, 삼양	라면, 제빵, 제과 삼양식품, 농심, 오뚜기, 팔도, SPC 삼립, 롯데웰푸드,
	배합사료 CJ 제일제당, 팜스코, 선진, 이지바이오	
대두	팜유, 쇼트닝, 마가린 삼양사, 대상, CJ 제일제당, 오뚜기	식용유 CJ 제일제당, 롯데웰푸드, 대상, 사조대림 등
	배합사료 CJ 제일제당, 팜스코, 선진, 이지바이오	
원당	제당-설탕 CJ 제일제당, 삼양사, 대상	제과, 탄산음료 오리온, 롯데웰푸드, 농심, 롯데칠성 등
	라이신, 핵산 (사료 첨가제) CJ 제일제당, 대상	건기식, 조미료, 즉석식품, 가공육 CJ 제일제당, 풀무원, 동원 F&B, 오뚜기 등
원유	탈지분유, 유청, 연유 남양유업, 매일유업	유제품, 빙과 빙그레, 롯데웰푸드, 해태제과식품 등

자료: 유안타증권 리서치센터

한국농수산물유통공사 자료에 따르면, 가공식품별 주요 원료 사용 비중에서 면류는 소맥이 66%로 가장 큰 비중을 차지한다. 특히 라면의 경우, 원료 내 투입 비중은 소맥 약 55%, 팜유 약 20%로 추정된다. 삼양식품은 자회사인 삼양제분을 보유하고 있어 소맥 가격 변동이 투입 원가에 비교적 빠르게 반영된다. 농심은 사조동아원, 대한제분 등과 대규모 연간계약을 통해 소맥을 안정적으로 조달하고 있다.

과자류의 원료 투입 비중을 살펴보면, 소맥이 32%, 당류가 22% 차지하며, 제품 특성에 따라 원료 구성은 상이하다. 오리온은 스낵류와 파이류 등 제품군이 다양해 유지 24%, 당류 14%, 서류 37%, 코코아 12% 등 주요 원료가 균형 있게 분포되어 있다. 반면, 롯데웰푸드는 파이에 집중된 제품군을 보유하고 있어 유지 47%, 유제품류 21%, 코코아 7%로 특정 원료에 대한 의존도가 높은 편이다.

가공식품별 주요 원료 사용 비중

면류	비중	과자류	비중	빵류	비중	빙과류	비중	소스류	비중
소맥분	66%	소맥분	32%	소맥분	64%	당류	40%	당류	45%
팜유류	15%	당류	22%	백설탕	10%	원유	34%	대두유	12%
감자전분	6%	감자	9%	계란	8%	탈지분유	10%	정제소금	5%
고구마전분	2%	팜유류	6%	팔랑금	3%	전분당	2%	소맥분	3%
변성전분	2%	옥수수	4%	버터	2%	정제소금	2%	고춧가루	4%
쌀	1%	기타	28%	원유	2%	기타	13%	기타	31%
기타	8%			기타	12%				

자료: aT 한국농수산물유통공사, 유안타증권 리서치센터, 2023 년 기준

식품소재별 주요 원료 사용 비중

식품소재	원료 비중	주요 원료	소재별 비중
제분	74%	소맥	73%
		옥수수	22%
		쌀	2%
		옥수수전분	1%
		백설탕	1%
		기타	2%
제당	66%	원당	57%
		옥수수	41%
		물엿	1%
		기타	1%
식용유지	78%	대두	66%
		옥수수	14%
		대두유	10%
		팜유	5%
		참깨	3%
		기타	2%

자료: 한국농촌경제연구원, 유안타증권 리서치센터

3) 상반기 기업별 곡물 가격 민감도 분석

국내 음식료 업체는 곡물 원료가 매출원가의 약 26%(매출 대비 18%)를 차지하고 있어 원재료 가격 변동에 민감한 구조다. 이를 바탕으로, 각 기업이 사용하는 곡물 종류와 매출 내 원료 비중을 고려해 기업별 곡물 투입가 민감도를 산출했다. 이 지표는 곡물 투입 가격 상승 시 각 기업의 비용 증가 민감도를 의미한다. 기업별 곡물 투입가 민감도는 '매출액 대비 원료 비중 × YoY 곡물 투입가격 변화율'로 계산해 추정했으며, 기업별 차지하는 각 곡물 원료 비중과 가격 상승에 따른 비용 증가에 따라 민감도 차이가 있음 의미한다. **라면업체(농심, 삼양식품)는 원료의 절반 이상이 소맥으로 구성되어있다. 제과업체는 소맥, 원당, 유지류 비중이 고르게 분산되어 있다.** 따라서 각 기업의 주요 제품에 따라 원재료 비용 증가에 따른 영향도 차별적으로 나타난다.

삼양식품: 1분기 일시적 상승 후 빠른 원가 안정

삼양식품의 곡물 투입가 민감도는 1Q25 +1.0%, 2Q25 -1.4%로 추정된다. 1분기 일시적으로 소맥 가격 상승에 따른 부담이 존재하나, 2분기부터는 옥수수 및 대두 가격 하락 효과가 본격적으로 반영되며 빠르게 안정될 것으로 보인다. 특히 삼양식품은 원료 비중이 소맥(56%), 감자전분(22%), 팜유(22%)로 구성되어 있어 소맥 가격 안정과 팜유 공급 확대에 따른 원가 절감 효과가 두드러질 전망이다.

농심: 단기 부담 이후 완화 전망

농심의 곡물 투입가 민감도는 1분기 +1.2%에서 2분기 -1.4%로 전환될 것으로 예상된다. 이는 1분기에 일부 원재료(소맥 등)의 가격 상승 부담이 발생하나, 2분기부터 곡물 가격이 안정과 더불어 비용 부담이 감소할 가능성을 나타낸다. 농심 제품의 주 원료는 소맥(53%), 감자전분(32%), 유지(16%)로 추정된다. 소맥 등 주요 원재료에 대한 연간 계약을 통해 단기적 원가 변동성을 제한할 수 있을 것으로 판단된다. 최근 신제품인 신라면 톰바와 같은 프리미엄 제품 판매 확대는 원가 부담 완화에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다.

오리온: 코코아 가격 급등으로 상반기 비용 부담 지속

오리온의 곡물 투입가 민감도는 1Q25 +2.3%, 2Q25 +3.0%로 상대적으로 높은 원가 상승 압력이 나타날 것으로 전망된다. 오리온 제품의 주 원료는 서류(37%), 코코아(12%), 유지(24%), 당류(14%)로 추정되며, 주요 원재료 가격 상승에 따른 영향이 지속될 것으로 보인다. 특히 코코아 가격 급등으로 인해 상반기 비용 부담이 지속될 전망이다. 다만 코코아는 엘니노 종료로 하반기부터 가격 안정화가 전망되어 연말로 갈수록 비용 압박은 완화될 것으로 예상된다. 또한 글로벌 소싱 다변화와 수직계열화를 통해 비용 상승 압력을 일부 완화할 가능성이 있다.

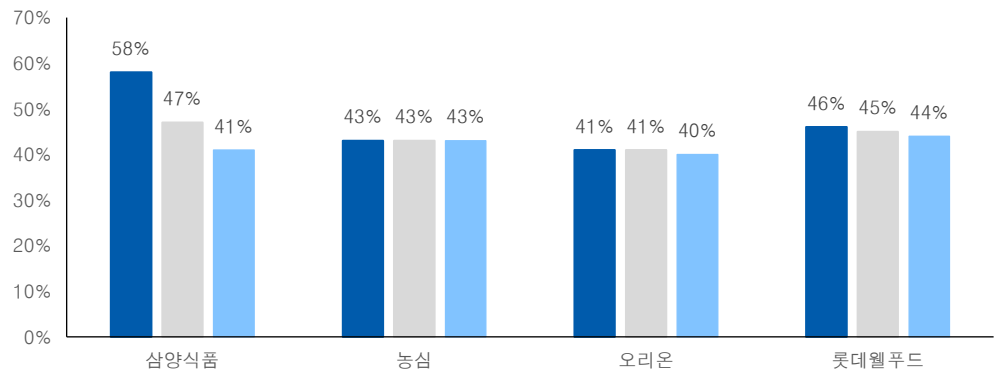
롯데웰푸드: 코코아 원가 부담 지속 전망

롯데웰푸드의 곡물 투입가 민감도는 1분기 +1.0%, 2분기 +1.1% 수준으로, 상반기 전체적으로 원재료 가격 상승 부담이 지속될 전망이다. 롯데웰푸드 제품의 주 원료는 유지(47%), 축수산물(23%), 유제품류(21%), 코코아(10%) 등으로 초콜릿 제품군 비중이 높아 코코아 가격 변동에 취약하다. 추가적인 가격 인상보다는 생산 효율성 강화와 비용 절감을 통한 원가 관리가 중요할 전망이다. 인도 공장 가동을 통해 글로벌 생산 효율화 및 현지 조달 비중 확대를 추진하고 있어, 하반기부터 비용 구조 개선 효과가 나타날 가능성도 있다.

CJ제일제당: 대두·옥수수 가격 하락 수혜 전망

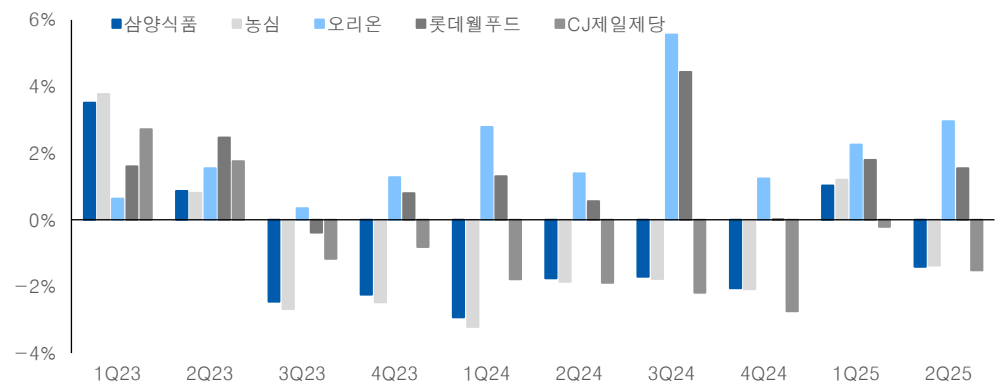
CJ제일제당은 곡물 투입가 민감도가 1Q25 -0.2%, 2Q25 -1.5%로 원가 절감 효과가 명확히 나타날 것으로 보인다. 동사는 주로 대두(식용유, 단백질 원료), 옥수수(당류, 전분 원료) 등의 비중이 높다. 2025년 대두는 공급 안정성이 개선되고 있으며, 옥수수 역시 2분기부터 가격 안정화 흐름이 예상된다. 이에 따라 CJ제일제당은 원재료 가격 하락 효과가 가장 두드러지게 나타날 전망이다.

주요 음식료 기업 원재료 비중



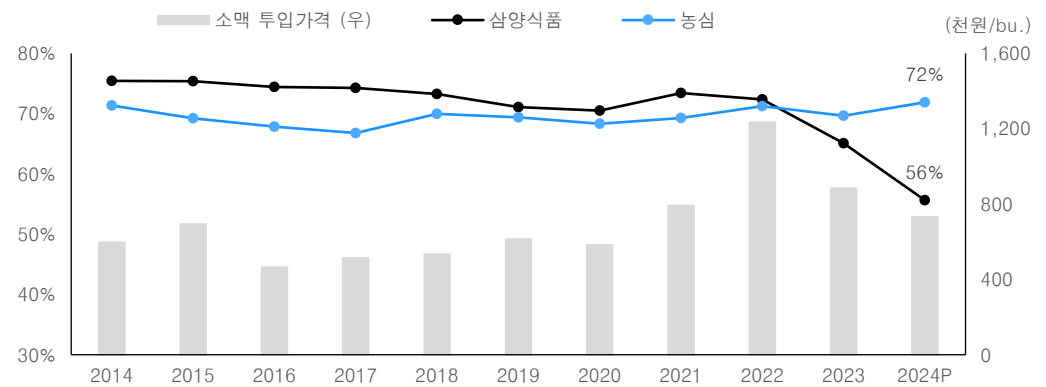
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

기업별 곡물투입가 민감도



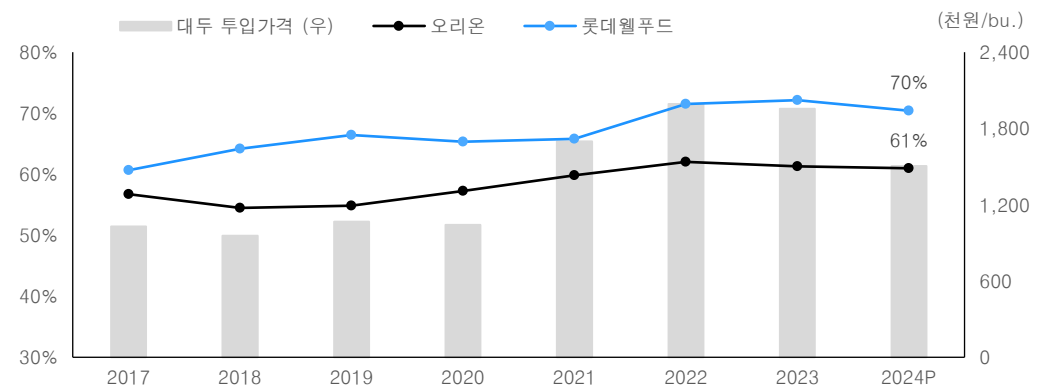
자료: 유안타증권 리서치센터, 곡물민감도 = 곡물투입가 변화율 * 매출대비 원료 비중

라면 기업 매출원가율 및 소맥 투입가격 추이



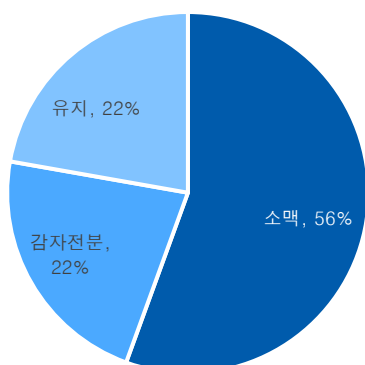
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터, 원화환산 곡물투입가 적용

제과 기업 매출원가율 및 대두 투입가격 추이



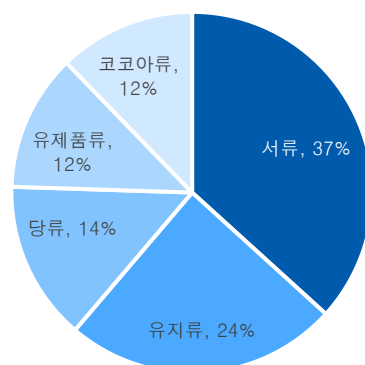
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 곡물 등 원료 투입 비중



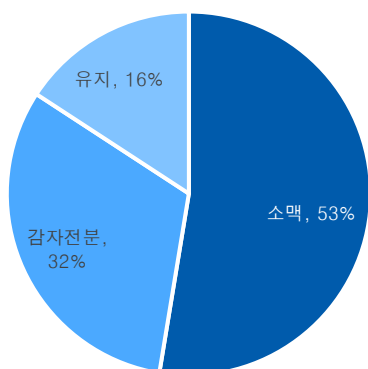
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

농심 곡물 등 원료 투입 비중



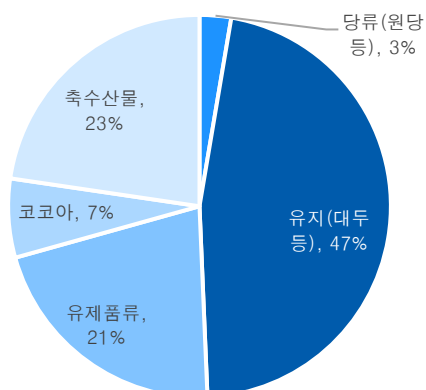
자료: 농심, 유안타증권 리서치센터

오리온 곡물 등 원료 투입 비중



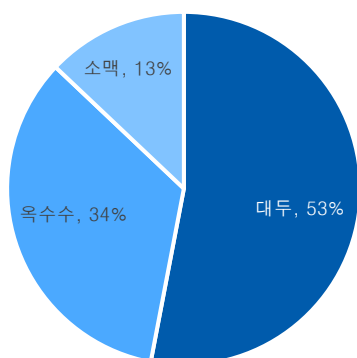
자료: 오리온, 유안타증권 리서치센터

롯데웰푸드 곡물 등 원료 투입 비중



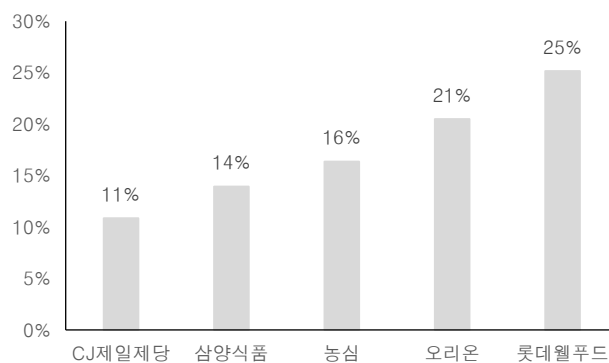
자료: 롯데웰푸드, 유안타증권 리서치센터

CJ제일제당 곡물 등 원료 투입 비중



자료: CJ제일제당, 유안타증권 리서치센터

업체별 매출액 대비 주요 곡물 원료 비중



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터





기업분석

삼양식품 (BUY, TP 1,100,000)

농심 (BUY, TP 490,000)

오리온 (BUY, TP 149,000)

롯데웰푸드 (BUY, TP 150,000)

CJ제일제당 (BUY, TP 370,000)

풀무원 (BUY, TP 21,000)

빙그레 (BUY, TP 125,000)

에스앤디 (Not Rated)

교촌에프앤비 (Not Rated)

사조동아원 (Not Rated)

삼양식품 (003230)

불닭의 질주, 황제주로 가는 길

불닭, 메가 브랜드 도약

삼양식품이 대표 브랜드 '불닭'의 성공적인 글로벌 IP 확장을 본격화하고 있다. 동사는 단순한 라면 브랜드를 넘어 소스, 스낵, 간편식 등으로 제품군을 넓히며 메가 브랜드로 진화하고 있다. 2025년부터 매년 2~3개의 신제품을 추가로 출시해 브랜드 판매량을 현재 대비 10배 이상 확대할 계획이다. 불닭볶음면의 ASP는 경쟁 제품 대비 30% 높은 프리미엄 전략을 유지하고 있어 제품 다각화에 따른 중장기적 수익성 확대가 가능할 전망이다.

CAPA 증설, 해외 확장의 필수 조건

글로벌 시장에서 삼양식품의 점유율 확대 속도가 빠르게 증가하고 있다. 특히 미국 시장에서 4Q24부터 월마트의 메인 식품 섹션에 불닭볶음면이 입점하며 아시아계를 넘어 일반 소비층으로의 본격적 확장이 시작되었다. 동사는 이러한 글로벌 수요 증가에 선제적으로 대응하기 위해 밀양 2공장과 중국 공장의 증설을 본격 추진 중이다. 밀양 2공장이 가동되면 생산능력은 2025년 21.8억 개, 2026년 26.2억 개로 점진적으로 확대된다. 2027년 중국 공장(연 8.2억 개 규모)이 가동되면 현재 중국향 물량을 현지에서 직접 대응할 수 있어 물류비 절감 효과가 예상된다. 이에 국내 공장의 여유 CAPA를 최근 점유율이 가파르게 상승 중인 미국과 유럽 시장에 추가 배분할 수 있어 글로벌 점유율 확대가 더욱 가속화될 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 1,100,000원 커버리지 개시

2025년 매출액은 2조 2,242억원(YoY +29.6%), 영업이익은 4,621억원(YoY +34.2%, OPM 20.6%)으로 전망한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 24배를 적용하여 산정했다. Target PER 24배는 글로벌 라면 피어 평균(16배) 대비 높은 수준이나, 동사의 압도적인 이익 성장률과 글로벌 시장 진입 속도, 프리미엄 ASP 전략을 통한 차별적 수익성을 감안하면 충분히 정당화될 수 있는 수준이다. 중장기 CAPA 증설 효과와 글로벌 시장 점유율 상승까지 고려하면 추가적인 밸류에이션 프리미엄 부여도 가능할 전망이다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	481	47.1	9.5	441	9.0
영업이익	87	141.5	0.0	85	2.9
세전계속사업이익	87	107.1	9.3	87	0.0
지배순이익	76	141.6	28.5	66	15.4
영업이익률 (%)	18.2	+7.1 %pt	-1.7 %pt	19.2	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	15.7	+6.1 %pt	+2.3 %pt	14.9	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	909	1,193	1,730	2,242
영업이익	90	148	344	462
지배순이익	80	126	272	339
PER	9.7	8.8	21.2	19.9
PBR	1.7	2.0	7.0	5.9
EV/EBITDA	8.0	6.8	15.0	12.8
ROE	18.9	24.8	39.3	34.6

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 1,100,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (3/10) 897,000원

상승여력 23%

시가총액	67,571억원
총발행주식수	7,533,015주
60일 평균 거래대금	625억원
60일 평균 거래량	81,635주
52주 고/저	927,000원 / 184,900원
외인지분율	15.93%
배당수익률	0.97%
주요주주	삼양라운드스퀘어 외 6 인

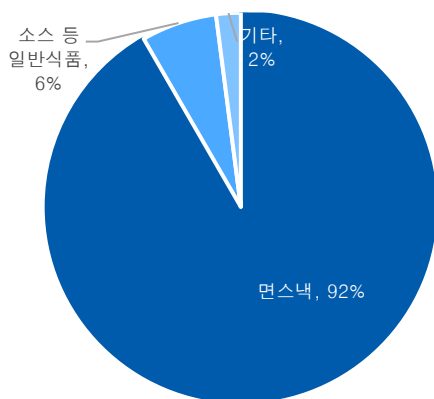
주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.4	34.1	348.5
상대	10.3	26.1	367.7
절대 (달러환산)	12.3	31.7	307.6

불닭 브랜드의 IP 확장

삼양식품의 불닭 브랜드는 단순한 매운맛을 넘어 글로벌 K-푸드를 대표하는 브랜드로 진화하고 있다. 브랜드 IP(Intellectual Property)를 중심으로 다양한 제품군으로 확장하며 새로운 성장 모델을 만들어가고 있다. 불닭볶음면은 매운 소스 시장과 K-푸드 트렌드를 결합하며 차별화된 입지를 구축했다. 동사는 이를 바탕으로 불닭 소스, 스낵, 간편식(HMR), 음료 등으로 제품군을 넓혀가고 있으며, 2024년 하반기에는 불닭 브랜드 조직을 본부급으로 격상해 브랜드 확장에 힘을 실었다.

불닭 브랜드 확장은 단순한 조직 개편 이상의 의미를 지닌다. 다양한 제품군으로의 확장을 통해 기존 라면 소비층을 넘어 소스를 활용한 요리 소비층과 스낵·간편식 소비층까지 포괄할 수 있는 기회가 열리고 있다. 동사는 2025년 최소 두세 개의 불닭 신제품을 추가로 출시하며, **브랜드 판매량을 10배 이상 확대하겠다**는 목표를 제시했다. 이는 브랜드 IP를 활용한 전략적 확장의 원년이 될 전망이다.

삼양식품 제품별 비중



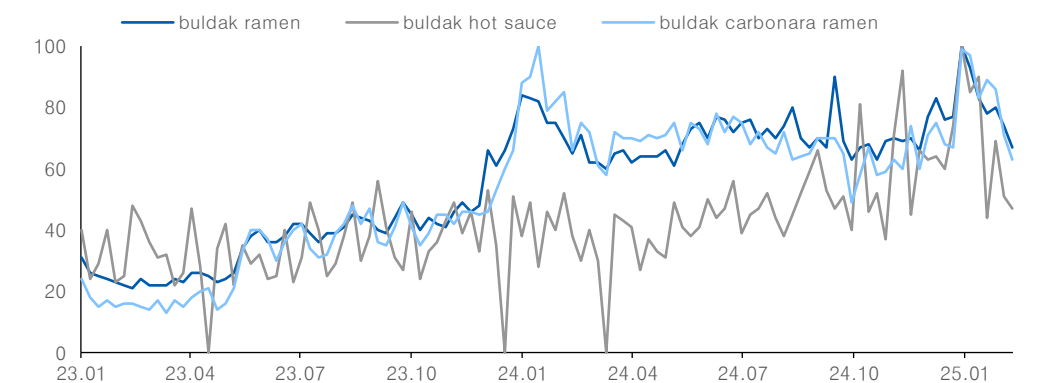
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터, 2024년 기준

불닭 브랜드 주요 제품



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

불닭 구글트렌드 추이



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

투자 포인트

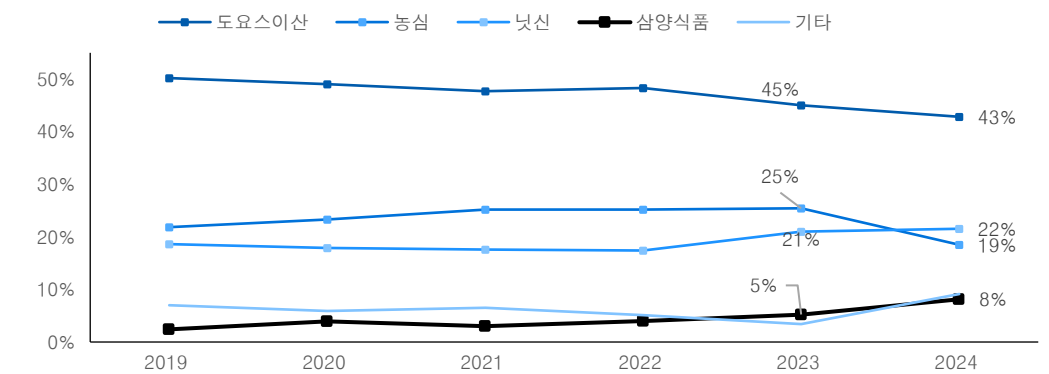
1. 글로벌 확대: 메인스트림 진입 가속

미국 시장 내 점유율 급증

동사는 해외 시장에서의 점유율 확대를 통해 구조적인 성장세를 나타내고 있다. 특히 미국 시장에서의 성장세가 가장 두드러진다. 유로모니터에 따르면, 2024년 미국 라면 시장 점유율은 도요수산(43%), 농심(19%), 닛신(22%), 삼양식품(8%) 순이다. 불과 1년 전인 2023년 삼양식품의 미국 시장 점유율이 5%였다는 점을 감안하면, 불닭 브랜드의 확장이 단기간 내 빠르게 진행되고 있음을 확인할 수 있다. 이는 월마트(Walmart), 타겟(Target), 코스트코(Costco), 크로거(Kroger) 등 미국 내 메인스트림 유통망 진입을 확대하며 현지 소비층을 넓힌 결과다.

4Q24부터 미국 최대 대형마트 체인인 월마트에서 불닭볶음면이 기존 아시안 식품 섹션에서 메인 식품 섹션으로 이동했다. 이는 기존 주 소비층이 아시아계 고객을 중심으로 형성되었다면, 이제는 미국 전역의 일반 소비자들에게 인지도가 확대되고 있다는 점을 시사한다. 또한 미국 유통망 내에서 특정 브랜드가 메인 식품 섹션으로 이동하는 것은 그 제품이 시장 내에서 메인스트림으로 자리 잡고 있다는 신호다.

미국 라면 시장 점유율 변화



자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

중국 공장 가동으로 현지 시장 대응 강화

중국 시장은 동사에 중요한 성장 기회이다. 2024년 기준 중국의 라면 시장 규모는 약 20조원으로, 글로벌 라면 수요(57조원)의 약 35%를 차지한다. 현재 중국 시장은 닝신(31%), 유니(10%) 등 대만·중국 기업이 전체 시장의 60% 이상을 점유하고 있으며, 닝신·농심·삼양식품 등 해외 기업의 점유율은 각각 2% 내외로 낮고 파편화되어 있다. 이는 콘텐츠 경쟁력만 확보되면 신규 진입자가 시장점유율을 확대할 수 있는 환경을 의미한다.

특히 중국 내에서는 ‘불닭’이나 ‘매운맛 볶음면’과 같은 비국물면 시장이 연평균 15% (2021~2026 CAGR)의 빠른 속도로 성장하고 있어 삼양식품에 유리한 환경이 조성되고 있다. 동사는 2023년 6월부터 기존 총판 거래를 중단하고 중국 판매법인을 통해 직접 판매를 시작했다. 이를 통해 현지 맞춤형 마케팅과 제품 개발을 본격화할 수 있게 되었다. 향후 중국 시장 점유율이 미국 시장 수준까지 확대된다면 중국 법인의 매출은 1조원 이상 가능할 것으로 전망된다.

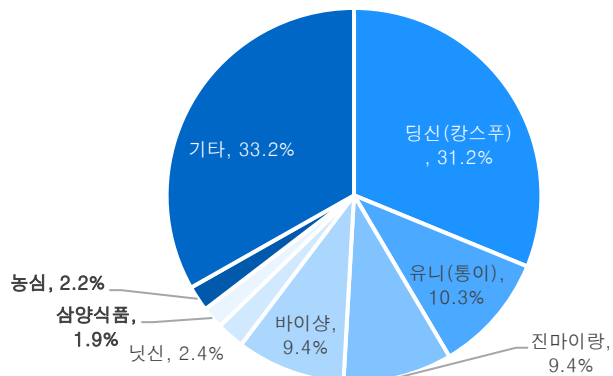
또한 2027년 1월 중국 공장 완공을 앞두고 있다. 중국 공장에서는 총 6개 라인이 가동될 예정이며, 연간 약 8.2억개(매출 기준 6~7천억원 규모)의 라면 생산이 가능해진다. 중국 현지 생산 기지 확보를 통해 물류비 절감은 물론, 한국 공장의 중국향 수출 물량을 미국·유럽 등 서구권 시장으로 추가 배분할 수 있어 글로벌 시장 대응력도 강화될 전망이다. 중국 공장 증설이 본격 반영되는 2027년 이후 동사의 전체 라면 생산능력은 약 2.6조원까지 확대될 것으로 기대된다.

유럽 가파른 성장세

유럽 시장에서도 삼양식품은 가파른 성장세를 보이고 있다. 특히 서유럽 시장에서는 2024년 4분기 유럽 법인의 매출이 전 분기 대비 1,020% 급증했다. 이는 네덜란드 법인을 통한 직접 유통 체계를 확립한 것이 주요 성장 요인으로 작용했으며, 현지 유통망 구축으로 신속하고 효율적인 제품 공급이 가능해진 덕분이다. 또한, 최근 유럽 내 K-푸드 열풍이 지속되면서 현지 소비자들의 불닭 브랜드에 대한 인지도와 선호도가 크게 상승하고 있다.

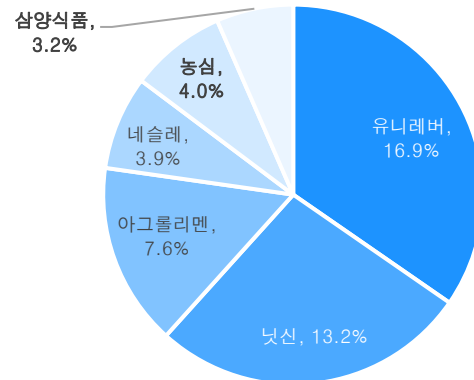
서유럽의 주요 라면 시장 점유율을 살펴보면 유니레버(17%), 닝신(13%), 아그롤리멘(8%), 네슬레(4%), 농심(4%), 삼양식품(3%) 순이다. 아직 동사의 시장 점유율은 높지 않지만, 유럽 현지에서 불닭볶음면이 소셜 미디어를 중심으로 바이럴 마케팅 효과를 톡톡히 보며 젊은 소비자층의 관심과 구매를 유도하고 있다. 이러한 현지 인지도 상승은 향후 삼양식품의 시장 점유율 확대 가능성을 더욱 높이는 요인이 될 것으로 판단된다.

중국 라면 시장 점유율



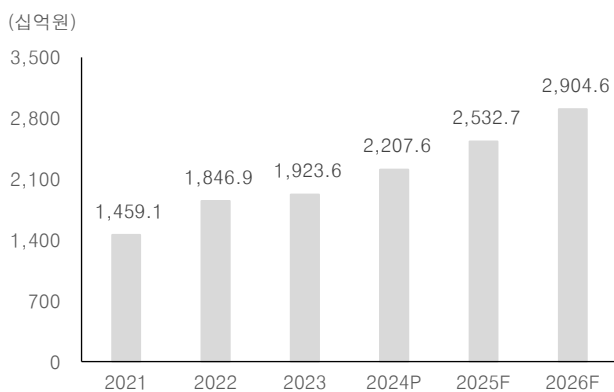
자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터, 2024년 기준

유럽 라면 시장 점유율



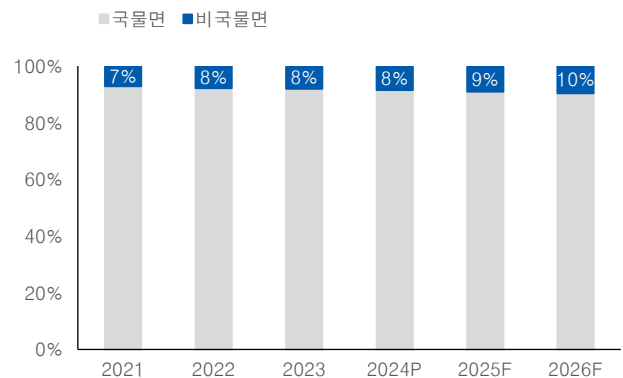
자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터, 2024년 기준

중국 비국물면 시장 규모 추이, CAGR(21~26년) 15%



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

중국 라면 시장 국물면 vs 비국물면



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

2. 프리미엄 ASP 전략: 가격 주도권 확보

삼양식품의 빠른 성장은 판매량 증가뿐 아니라 프리미엄 브랜드 포지셔닝을 통한 ASP(평균판매단가) 상승 전략이 핵심이다.

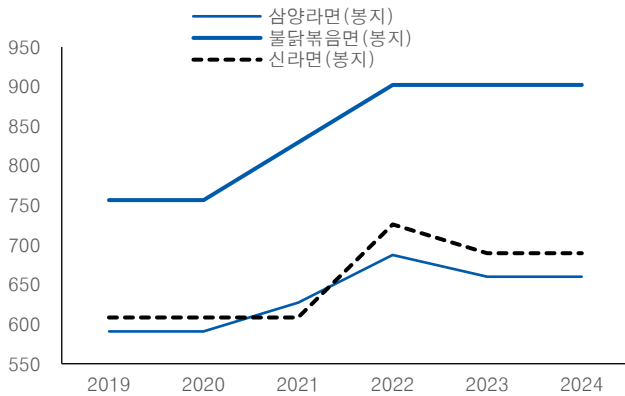
현재 불닭볶음면(봉지면 기준)의 ASP 는 삼양라면 대비 37%, 농심 신라면 대비 24% 높은 수준이다. 이는 삼양식품이 불닭 브랜드를 단순한 매운맛 라면이 아닌 글로벌 프리미엄 제품으로 포지셔닝하며 가격 주도권을 확보했기 때문이다. 일반적으로 글로벌 라면 시장에서는 프리미엄 브랜드 구축 사례가 드물며, 고가 제품은 특정 지역이나 틈새시장을 공략하는 경우가 많다. 그러나 불닭볶음면은 매운맛을 핵심 차별화 요소로 전 세계 대중적인 소비층의 지지를 얻으면서도 높은 가격대를 유지하고 있다.

이러한 프리미엄 ASP 전략은 수익성 개선으로 직결되고 있다. 2024년 기준 동사의 매출총이익률(GPM)은 44%로, 농심(28%), 닛신(35%), 도요수산(29%) 등 주요 글로벌 기업들을 크게 상회한다. 높은 ASP 유지와 판매량 증가가 동시에 이뤄지며 원가 상승 부담을 효과적으로 상쇄한 결과다.

특히 해외 매출 비중이 높은 기업일수록 수익성이 뛰어난 경향이 나타난다. 글로벌 판매 비중이 80%인 동사는 영업이익률 20%, 해외 비중 70%인 도요수산은 14%를 기록하고 있다. 반면 내수 중심의 닛신(해외 비중 37%)과 농심(해외 비중 40%)은 영업이익률이 각각 8%, 5%로 낮은 편이다.

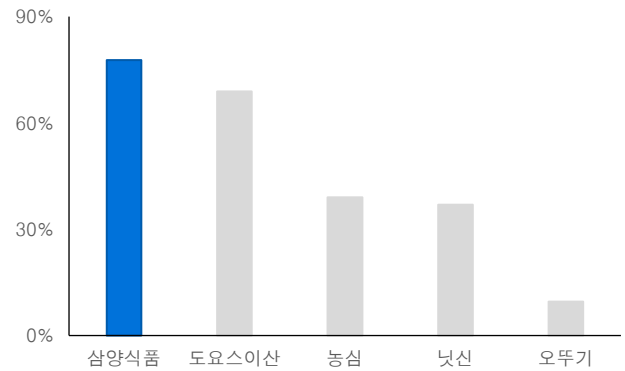
동사는 프리미엄 ASP 전략과 글로벌 시장 확대를 동시에 추진하며 2024년 영업이익이 전년 대비 133% 증가하는 등 업계 최고 수준의 성장성을 보이고 있다. 향후에도 불닭 브랜드의 높은 ASP 를 유지하며 해외 시장 점유율을 지속적으로 확대할 경우, 장기적인 수익성 개선이 가능할 것으로 기대된다.

삼양식품, 농심 브랜드 ASP 비교



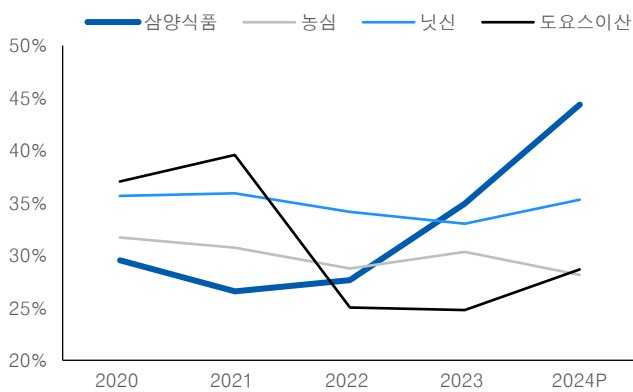
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

글로벌 라면 Peer 해외 매출 비중



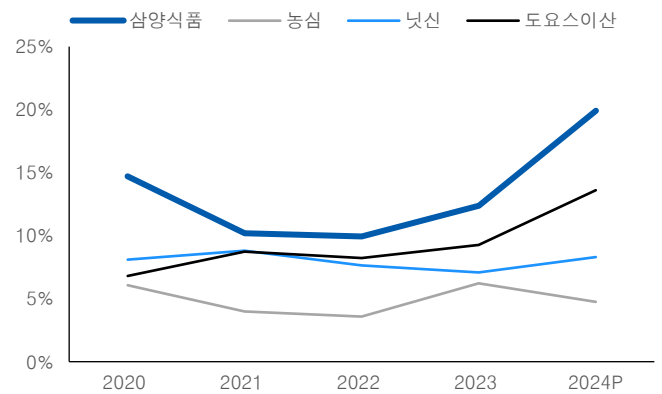
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

글로벌 라면 Peer GPM 비교



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

글로벌 라면 Peer OPM 비교



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

3. CAPA 증설: 성장의 필수 조건

삼양식품은 급증하는 글로벌 수요에 대응하기 위해 밀양 2공장과 중국 공장 신설을 본격 추진하고 있다. 우선 2025년 5월 밀양 2공장이 가동을 시작하면, 기존 19.3억 개 수준이던 연간 라면 생산능력은 2026년 26.2억 개로 약 36% 확대된다. 특히 현재 생산 물량 중 상당 부분을 중국향 수출이 차지하고 있어, 2027년 중국 공장이 가동되면 밀양 공장의 여유 생산량을 미국과 유럽 등 서구권 시장으로 돌릴 수 있다. 이에 따라 글로벌 수출 증가에 직접적으로 기여할 것으로 기대된다.

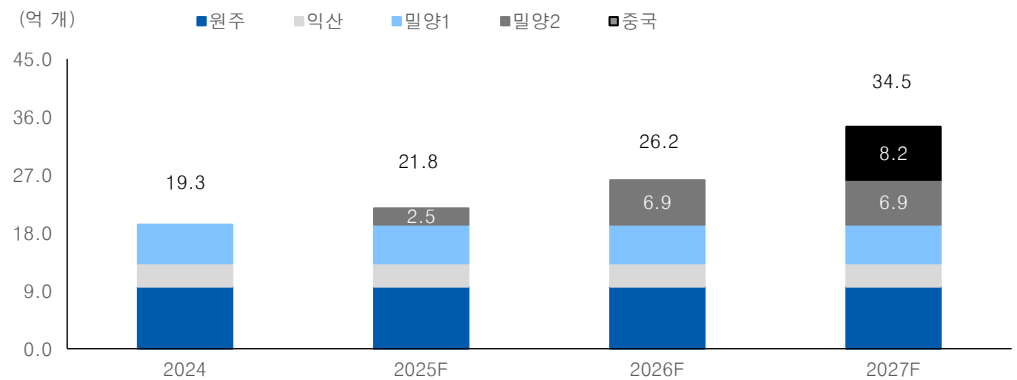
2027년 초 가동 예정인 중국 공장은 연간 8.2억 개 규모로, 중국 시장 수요에 직접 대응하기 위한 전용 생산기지로 운영된다. 현지 생산을 통해 물류비 절감과 가격 경쟁력 확보가 가능해져 중국 내 판매량 확대가 더욱 빨라질 것으로 전망된다.

이러한 CAPA 증설은 단순히 생산능력을 높이는 차원을 넘어 글로벌 판매 확대와 유통망 확장이라는 전략적 목적을 담고 있다. 최근 글로벌 시장에서 불닭 브랜드의 수요가 급속히 증가하고 있지만, 기존 생산능력만으로는 대응에 한계가 있는 상황이다. 밀양 2공장 가동 이후에는 공급 부족 문제가 해소되면서, 미국과 유럽 시장을 중심으로 유통망 확장 속도가 더욱 빨라질 것으로 기대된다.

CAPA 확대는 수익성 개선 측면에서도 긍정적 효과가 클 전망이다. 생산 규모가 증가하면 규모의 경제 효과가 발생해 원가 절감과 수익성 향상으로 이어질 수 있다. 특히 프리미엄 제품군인 불닭볶음면과 소스의 생산량을 늘려 ASP가 높은 제품의 비중을 확대하는 전략적 효과도 기대된다.

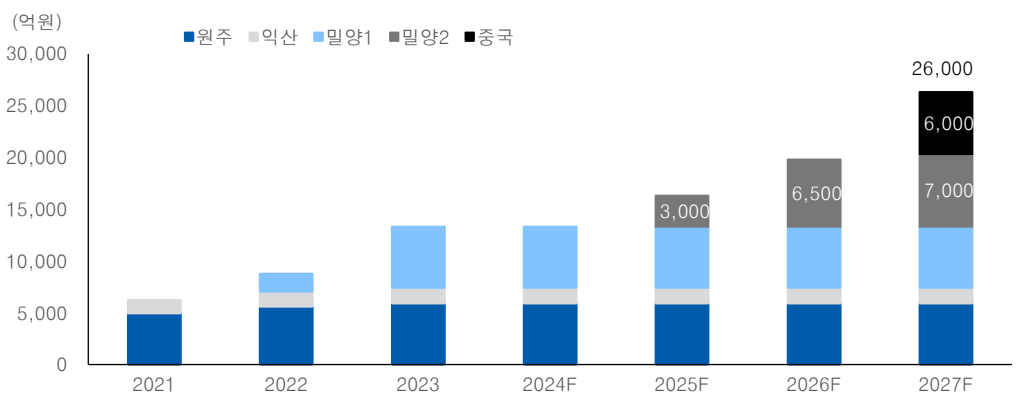
결국 이번 CAPA 증설은 삼양식품의 글로벌 장기 성장을 위한 핵심 투자다. 이를 통해 생산 거점을 최적화하고 지역별 수요에 보다 효과적으로 대응하며 브랜드 경쟁력을 한층 강화할 것으로 예상된다.

삼양식품 공장별 CAPA 추이



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 리면 매출 환산 CAPA 추이



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

실적 전망

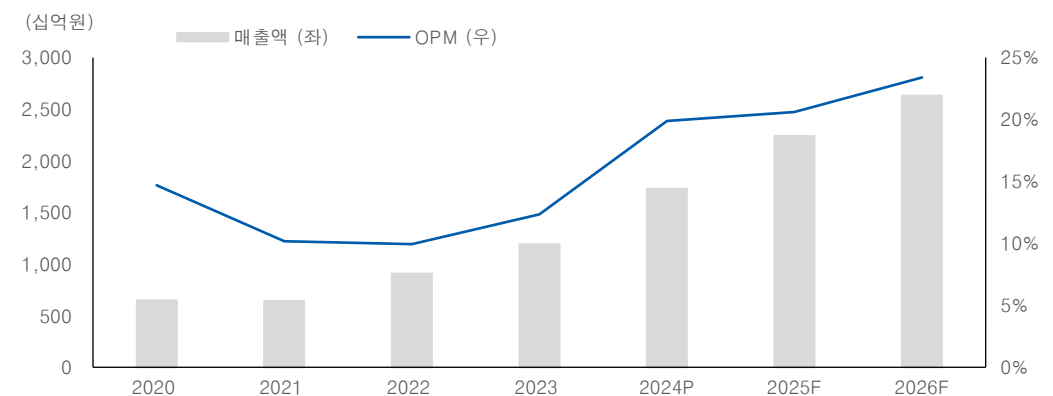
2025년 매출 2조 돌파 예상

삼양식품은 2024년 매출 1조 7,300억원(YoY +45.0%), 영업이익 3,442억원(YoY +133.4%, OPM 19.9%)을 기록하며 사상 최대 실적을 달성했다. 특히 수출 부문이 전년 대비 66.2% 증가한 1조 3,448억원을 기록하면서 실적 성장을 견인했다. 주요 지역인 미국(3,787억원, YoY +135.5%)과 중국(4,214억원, YoY +86.3%)에서 매출 증가 폭이 두드러졌다.

2025년에도 글로벌 유통망 확대에 따른 성장세가 지속될 전망이다. 2025년 예상 매출액은 2조 2,419억원(YoY +29.6%), 영업이익은 4,621억원(YoY +34.2%, OPM 20.7%)을 기록할 것으로 예상된다. 수출 확대와 함께 CAPA 증설 효과 및 ASP 상승 전략이 시너지를 내면서 매출 성장과 수익성 개선을 동시에 달성할 것으로 보인다.

구체적으로 2025년 밀양 2공장 증설로 CAPA가 기존 19.3억 개에서 21.8억 개로 늘어나며 약 3,000억원 규모의 추가 매출이 가능할 것으로 예상된다. 2026년에는 밀양 2공장 증설 효과가 온전히 반영돼 CAPA가 26.2억 개까지 확대되며, 이는 2024년 대비 6,500억원의 추가 매출로 연결될 전망이다. 2027년에는 중국 공장이 가동을 시작해 연간 8.2억 개의 추가 생산능력을 확보하며 약 6,000억원 규모의 추가 매출을 기대할 수 있다. 이를 통해 2027년 삼양식품의 총 라면 매출 CAPA는 2조 6,000억원 이상으로 확대될 것으로 예상된다.

삼양식품 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액		385.7	424.4	439.0	480.8	503.4	540.5	573.7	624.3	1,192.9	1,730.0	2,241.9
내수		96.8	92.3	98.1	98.0	92.7	89.6	108.8	102.0	383.6	385.2	393.0
	면스낵	68.6	67.7	70.1	66.8	61.7	62.5	73.5	70.4	329.1	273.2	268.2
	소스 등 일반식품	19.4	19.4	16.7	22.5	17.4	17.3	17.5	20.4	83.0	78.1	72.6
	기타	17.3	14.6	22.3	16.4	20.8	16.7	26.2	19.2	27.4	70.5	82.9
수출	매출 에누리	-8.6	-9.4	-11.0	-7.7	-7.2	-7.0	-8.5	-8.0	-56.0	-36.6	-30.7
		289.0	332.1	340.9	382.8	410.8	451.0	464.9	522.3	809.3	1,344.8	1,848.9
	면스낵	286.0	321.9	332.8	371.9	400.4	434.5	449.2	505.8	793.4	1,312.5	1,789.9
	소스 등 일반식품	5.1	8.8	8.3	8.6	8.0	13.8	12.9	13.4	19.6	30.8	48.1
	매출 에누리	-2.2	1.5	-0.1	2.2	2.4	2.6	2.7	3.1	-3.7	1.5	10.9
% YoY		57.1%	48.7%	30.9%	47.1%	30.5%	27.3%	30.7%	29.9%	31.2%	45.0%	29.6%
내수		6.8%	-3.3%	2.8%	-7.5%	-4.3%	-3.0%	10.9%	4.1%	26.5%	0.4%	2.0%
	면스낵	-12.9%	-16.4%	-11.6%	-25.9%	-10.1%	-7.6%	5.0%	5.4%	30.3%	-17.0%	-1.8%
	소스 등 일반식품	-10.2%	-12.9%	-12.6%	-5.9%	-10.5%	-11.0%	5.0%	-9.4%	-5.0%	-5.9%	-7.0%
	기타	959.0%	123.5%	94.5%	109.0%	20.0%	15.0%	17.5%	17.5%	1460.7%	157.0%	17.6%
수출		83.0%	74.9%	42.2%	72.6%	42.1%	35.8%	36.4%	36.5%	33.6%	66.2%	37.5%
	면스낵	84.7%	72.5%	41.9%	71.1%	40.0%	35.0%	35.0%	36.0%	31.6%	65.4%	36.4%
	소스 등 일반식품	25.4%	117.2%	36.2%	59.6%	55.0%	57.3%	56.2%	56.2%	36.8%	57.1%	56.3%
% 매출비중												
내수		25.1%	21.7%	22.3%	20.4%	18.4%	16.6%	19.0%	16.3%	32.2%	22.3%	17.5%
	면스낵	17.8%	15.9%	16.0%	13.9%	12.3%	11.6%	12.8%	11.3%	27.6%	15.8%	12.0%
	소스 등 일반식품	5.0%	4.6%	3.8%	4.7%	3.5%	3.2%	3.1%	3.3%	7.0%	4.5%	3.2%
	기타	4.5%	3.4%	5.1%	3.4%	4.1%	3.1%	4.6%	3.1%	2.3%	4.1%	3.7%
수출		74.9%	78.3%	77.7%	79.6%	81.6%	83.4%	81.0%	83.7%	67.8%	77.7%	82.5%
	면스낵	74.1%	75.8%	75.8%	77.4%	79.5%	80.4%	78.3%	81.0%	66.5%	75.9%	79.8%
	소스 등 일반식품	5.3%	9.5%	8.4%	8.8%	8.6%	15.4%	11.9%	13.2%	5.1%	8.0%	12.2%
영업이익		80.1	89.5	87.3	87.3	105.3	125.6	122.3	108.8	147.5	344.2	462.1
% YoY		235.8%	103.1%	101.0%	141.5%	31.4%	40.4%	40.1%	24.6%	63.2%	133.4%	34.2%
% 영업이익률		20.8%	21.1%	19.9%	18.2%	20.9%	23.2%	21.3%	17.4%	12.4%	19.9%	20.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

목표주가 1,100,000원 제시

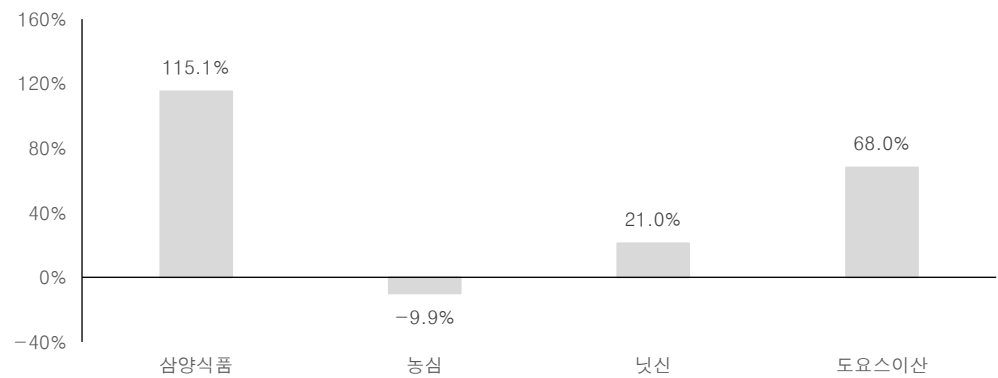
삼양식품에 대한 투자의견을 ‘매수’, 목표주가 1,100,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 44,974원에 Target PER 24배를 적용하여 산정했다. Target PER 24배는 글로벌 Peer 의 과거 밴드와 동사의 높은 성장성을 고려하면 합리적인 수준이다. **브랜드 경쟁력을 갖춘 닛신과 도요수산은 2024년 성장 국면에서 각각 25배, 21배 수준의 PER 평가를 받은 사례가 있으며, 동사 역시 글로벌 브랜드 확장, 프리미엄 가격 전략, CAPA 증설과 같은 강력한 성장 동력을 고려할 때 충분히 유사한 프리미엄을 받을 가능성이 높다고 판단한다.**

현재 동사의 2025년 예상 PER 은 20배, 2026년은 16배로 글로벌 라면 피어 평균 대비 일정 수준의 프리미엄을 받고 있으나, 높은 글로벌 성장 잠재력과 뛰어난 수익성 개선을 감안할 때 추가적인 프리미엄 부여가 정당화된다.

첫째, 동사는 **글로벌 피어 대비 압도적인 이익 성장률**을 기록하고 있다. 지난해 닛신과 도요수산이 12개월 선행 PER 21~25배 수준일 때, 2024년 순이익 성장률이 각각 21%, 68%였던 반면, 삼양식품은 같은 기간 115%의 성장률을 기록하며 경쟁사들을 크게 앞섰다. 이와 같은 높은 성장성을 고려할 때 최소 24배 이상의 PER 부여가 타당하다.

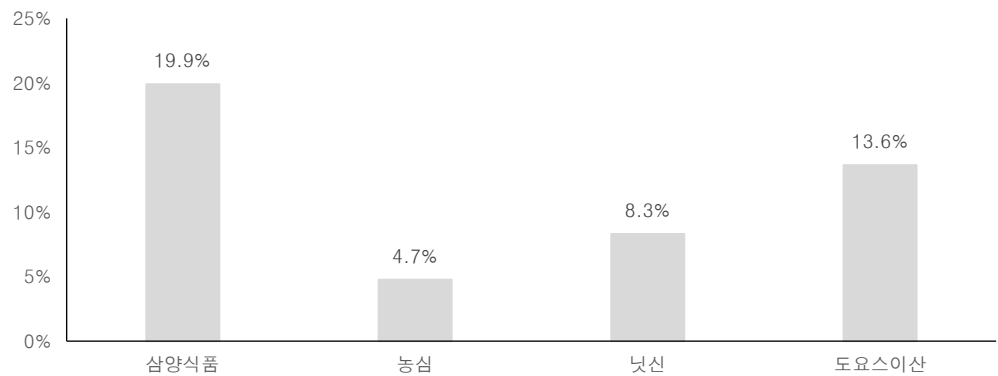
둘째, 동사의 **수익성은 글로벌 경쟁사들과 비교해 명확한 우위**를 점하고 있다. 삼양식품의 2024~2025년 예상 영업이익률은 약 20%로, 닛신(8.2%), 도요수산(14.3%)을 크게 상회한다. 일반적으로 높은 수익성을 유지하는 기업은 시장에서 추가적인 밸류에이션 프리미엄을 부여받으며, 동사 역시 차별화된 프리미엄 브랜드 전략과 가격 결정력을 바탕으로 지속적인 수익성 개선을 이어갈 것으로 예상된다.

글로벌 리먼 Peer 2024년 순이익 YoY 증가율 비교



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 2024년 영업이익률 비교



자료: 각 사, 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 (003230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,730	2,242	2,633
매출원가	658	776	963	1,217	1,380
매출총이익	251	417	767	1,025	1,253
판매비	161	269	423	563	637
영업이익	90	148	344	462	616
EBITDA	115	180	374	489	641
영업외손익	12	9	-1	-21	-64
외환관련손익	0	2	7	-10	-7
이자손익	-3	-7	-3	6	17
관계기업관련손익	2	6	10	10	-11
기타	12	8	-16	-27	-64
법인세비용차감전순이익	102	156	343	441	552
법인세비용	22	30	71	101	121
계속사업순이익	80	127	272	340	430
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	80	127	272	340	430
지배지분순이익	80	126	272	339	429
포괄순이익	85	124	270	337	428
지배지분포괄이익	85	124	269	336	427

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	168	260	336	446
당기순이익	80	127	272	340	430
감가상각비	25	32	29	27	24
외환손익	7	1	-7	10	7
중속, 관계기업관련손익	-2	0	-10	-10	11
자산부채의 증감	-63	-8	-42	-39	-28
기타현금흐름	1	16	17	8	1
투자활동 현금흐름	-100	-24	6	16	29
투자자산	4	22	-2	-2	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-88	-45	0	0	0
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-17	-1	8	17	31
재무활동 현금흐름	37	-20	-83	-83	-84
단기차입금	0	33	4	4	3
사채 및 장기차입금	73	28	0	0	0
자본	-1	0	0	0	0
현금배당	-14	-12	-16	-16	-16
기타현금흐름	-22	-69	-71	-72	-72
연결범위변동 등 기타	-3	-3	89	70	37
현금의 증감	-18	122	272	338	429
기초 현금	114	97	219	491	828
기말 현금	97	219	491	828	1,257
NOPLAT	90	148	344	462	616
FCF	-40	123	260	336	446

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

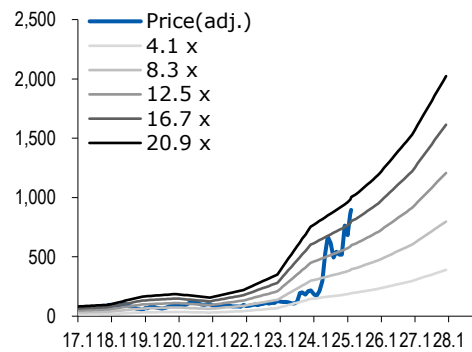
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	354	497	895	1,353	1,873
현금및현금성자산	97	219	491	828	1,257
매출채권 및 기타채권	86	81	119	154	180
재고자산	110	142	206	267	314
비유동자산	571	673	645	620	597
유형자산	475	543	514	487	463
관계기업 등 자본관련 자산	6	3	5	6	7
기타투자자산	8	7	8	8	8
자산총계	925	1,170	1,541	1,973	2,470
유동부채	225	402	508	609	686
매입채무 및 기타채무	141	175	254	329	387
단기차입금	47	76	76	76	76
유동성장기부채	1	91	91	91	91
비유동부채	245	192	202	212	219
장기차입금	151	141	141	141	141
사채	75	0	0	0	0
부채총계	470	594	710	820	905
지배지분	453	565	818	1,139	1,550
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	778	1,101	1,515
비지배지분	2	12	13	14	15
자본총계	455	577	831	1,153	1,565
순차입금	149	103	-176	-519	-953
총차입금	283	344	348	352	355

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	10,593	16,761	36,053	44,974	56,970
BPS	60,733	75,732	109,723	152,725	207,843
EBITDAPS	15,302	23,851	49,590	64,891	85,026
SPS	120,674	158,358	229,651	297,614	349,548
DPS	1,400	2,100	2,100	2,100	2,100
PER	9.7	8.8	21.2	19.9	15.7
PBR	1.7	2.0	7.0	5.9	4.3
EV/EBITDA	8.0	6.8	15.0	12.8	9.1
PSR	0.8	0.9	3.3	3.0	2.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	41.6	31.2	45.0	29.6	17.5
영업이익 증가율 (%)	38.3	63.2	133.4	34.2	33.3
지배순이익 증가율 (%)	41.6	58.2	115.1	24.7	26.7
매출총이익률 (%)	27.6	34.9	44.4	45.7	47.6
영업이익률 (%)	9.9	12.4	19.9	20.6	23.4
지배순이익률 (%)	8.8	10.6	15.7	15.1	16.3
EBITDA 마진 (%)	12.7	15.1	21.6	21.8	24.3
ROIC	14.4	19.8	45.7	60.4	82.6
ROA	9.5	12.1	20.0	19.3	19.3
ROE	18.9	24.8	39.3	34.6	31.9
부채비율 (%)	103.4	102.9	85.4	71.2	57.8
순차입금/자기자본 (%)	33.0	18.2	-21.5	-45.6	-61.5
영업이익/금융비용 (배)	18.9	12.1	25.5	33.9	44.8

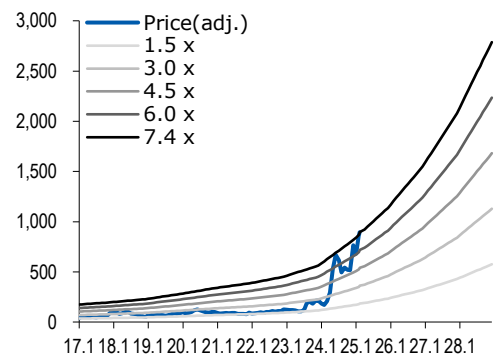
P/E band chart

(천원)

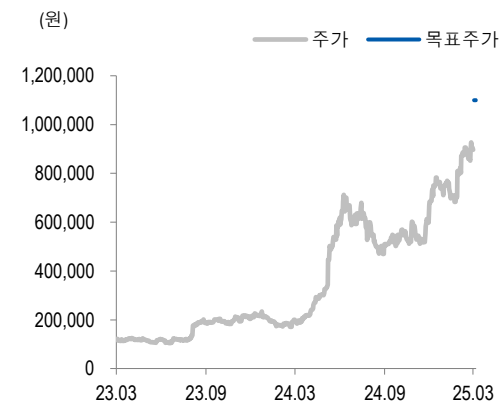


P/B band chart

(천원)



삼양식품 (003230) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	BUY 담당자변경	1,100,000	1년		
2023-11-08	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

농심 (004370)

가격 인상과 글로벌 확장으로 재도약

생산능력 확대, 해외시장 점유율 가속화

농심이 글로벌 생산 확대와 유통망 강화를 통해 구조적 성장 국면에 진입하고 있다. 국내 시장의 성숙기에 대응하여 북미·유럽 중심의 글로벌 시장 공략이 본격화되는 중이다. 4Q24 미국 2공장이 추가 생산라인이 가동되며 북미 지역 생산능력은 연간 총 10억 개로 증가해, 현지 물류비 절감과 공급 안정성이 크게 개선될 전망이다. 또한 유럽시장에서는 1Q25 네덜란드 직판 법인 설립을 통해 현지 유통망을 강화하고 있다. 유럽 라면 시장이 최근 5년간 연평균 12% 성장한 가운데 농심의 유럽 매출은 연평균 25%씩 빠르게 증가하며, 주요 글로벌 시장 내 점유율 확대가 본격화될 것으로 예상된다.

가격 인상 및 신제품 효과, 내수 수익성 개선

농심은 2025년 3월 신라면 가격을 5.3% 인상하며 내수 라면 ASP 상승 효과를 본격화하고 있다. 신라면의 국내 라면 매출 비중이 약 40%에 달하는 만큼 가격 인상은 2025년부터 내수 이익 개선에 즉각적으로 기여할 전망이다. 과거 가격 인상 국면 당시에도 실적 개선과 밸류에이션 상승을 동시에 경험했던 점에서 이번 가격 인상이 밸류에이션 리레이팅의 중요한 촉매제로 작용할 가능성이 높다. 또한 최근 신제품인 '신라면 톰바'가 출시 4개월 만에 2,500만 개 판매를 기록하며 성공적으로 시장에 안착해 글로벌 확장과 내수 점유율 방어에 동시에 기여하고 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 490,000원 커버리지 개시

2025년 매출액은 3조 7,452억 원(YoY +8.9%), 영업이익은 1,964억 원(YoY +20.4%, OPM 5.2%)으로 전망된다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 글로벌 Peer 평균 PER(16배)을 적용하여 490,000원을 제시했다. 동사의 주가는 현재 2025년 기준 PER 12배 수준에서 거래 중이며, 글로벌 CAPA 확대 효과와 가격 인상으로 인한 수익성 개선이 본격화될 경우 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성은 충분하다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	855	-0.2	0.6	883	-3.2
영업이익	20	-47.6	-45.7	38	-46.0
세전계속사업이익	37	6.2	-28.8	43	-12.8
지배순이익	22	-1.1	-39.0	28	-21.4
영업이익률 (%)	2.4	-2.1 %pt	-2.0 %pt	4.3	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	2.6	0	-1.7 %pt	3.2	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

	결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액		3,129	3,411	3,439	3,745
영업이익		112	212	163	196
지배순이익		116	172	155	185
PER		15.9	14.4	14.7	12.7
PBR		0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA		5.9	5.4	5.1	4.1
ROE		5.2	7.3	6.2	7.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



손현정 | 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 490,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (3/10) 386,500원

상승여력 27%

시가총액	23,509억원
총발행주식수	6,082,642주
60일 평균 거래대금	104억원
60일 평균 거래량	28,657주
52주 고/저	575,000원 / 326,000원
외인지분율	18.45%
배당수익률	1.23%
주요주주	농심홀딩스 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.4	12.0	5.7
상대	8.3	5.4	10.3
절대 (달러환산)	10.3	10.1	(3.9)

투자 포인트

1. 글로벌 공략 본격화

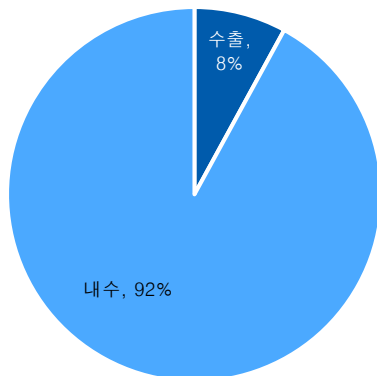
농심은 글로벌 시장 확대와 CAPA 증설을 바탕으로 구조적 성장 국면에 진입하고 있다. 국내 라면 시장이 성숙기에 접어든 가운데, 북미와 유럽을 중심으로 글로벌 수요 증가에 적극적으로 대응하고 있다. 특히 글로벌 공급망 확충과 현지 생산 확대는 향후 농심의 실적 성장과 수익성 개선을 견인할 핵심 동력이다.

북미 시장의 경우 2024년 4분기부터 미국 2공장이 가동되면서 연간 1억 개가 추가 생산된다. 이로 인해 농심의 북미 연간 생산능력은 총 10억 개 규모로 확대되며, 현지 생산 확대에 따른 물류비 절감과 공급 안정성이 동시에 이루어질 전망이다. 이는 북미 내 점유율 확대와 수익성 개선으로 연결될 수 있다.

유럽 시장에서도 2025년 3월 네덜란드 암스테르담에 유럽법인(Nongshim Europe B.V.)을 설립하며 현지 유통망 강화를 추진한다. 유럽 라면 시장 규모는 2023년 약 20억 달러로 최근 5년간(2019~2023년) 연평균 12%의 고성장세를 보였다. 농심의 유럽 매출은 같은 기간 연 평균 25% 증가했으며, 2024년에도 YoY +40% 성장한 것으로 추정된다. 2025년부터는 주요 유통업체(테스코, 레베, 알버트 하인, 까르푸 등)와의 협력을 통한 판매 확대가 기대된다.

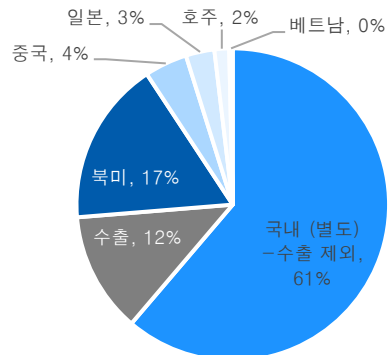
또한 글로벌 수요 대응을 위해 2026년 하반기 녹산 수출 전용 공장(연간 5억 개 규모)을 완공할 계획이다. 이로써 수출 전용 생산능력은 기존 5억 개에서 10억 개로 2배 증가하며, 전체 해외 수출 CAPA는 연간 27억 개로 국내 최대 수준에 이를 것으로 보인다. 부산, 녹산 공장은 유럽과 중남미 시장 진출 및 글로벌 유통망 확대를 위한 전략적 투자로서, 동사의 글로벌 성장 기반을 더욱 강화할 전망이다.

농심 내수 및 수출 비중



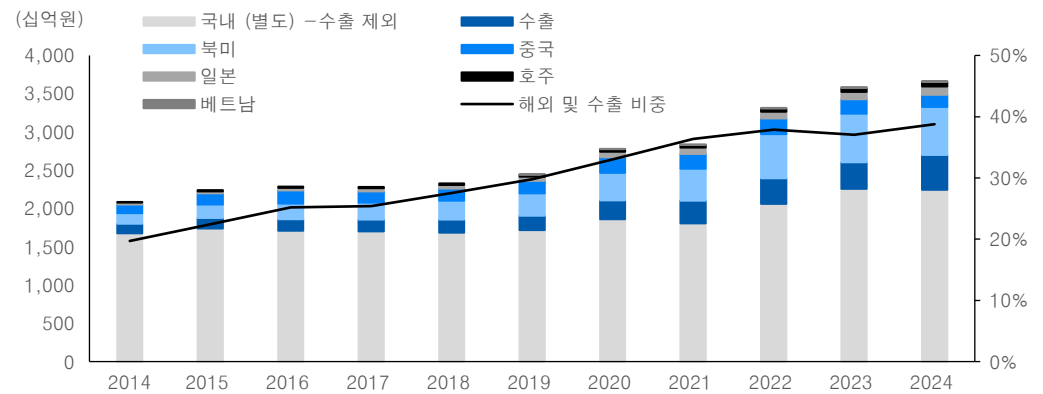
자료: 농심, 유안타증권 리서치센터

농심 지역별 매출 비중



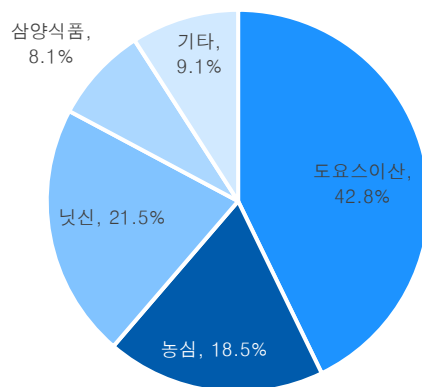
자료: 농심, 유안타증권 리서치센터, 연결조정 전 합산 기준

농심 지역별 매출 추이



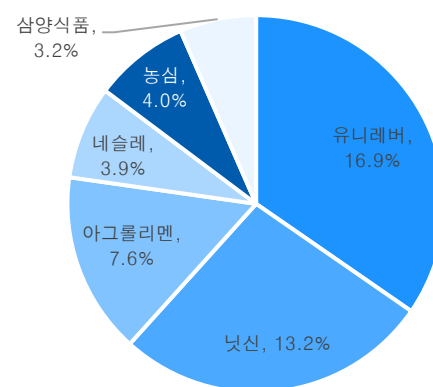
자료: 유안타증권 리서치센터, 연결조정 전 합산 기준

미국 라면 시장 점유율



자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

유럽 라면 시장 점유율



자료: 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

농심 라면 CAPA 현황

구분	지역	주요 공장	생산능력	비고
국내 (내수)	대한민국	구미, 부산, 안양, 안성 등	33억 개	국내 소비용
수출 전용	대한민국	부산공장 + 녹산 수출공장 (신규)	10억 개	2026년 +5억개 유럽·중남미 등 해외 시장"
해외 생산	미국	LA 1공장 + LA 2공장	10억 개	4Q24 +1억개 북미 시장"
	중국	상해공장 + 심양공장	7억 개	중국 및 아시아 시장
총 해외 + 수출 CAPA			27억 개	(북미 + 중국 + 수출공장)
총 CAPA (국내+해외)			60억 개	

자료: 유안타증권 리서치센터

2. 가격 인상, 내수 회복 모멘텀

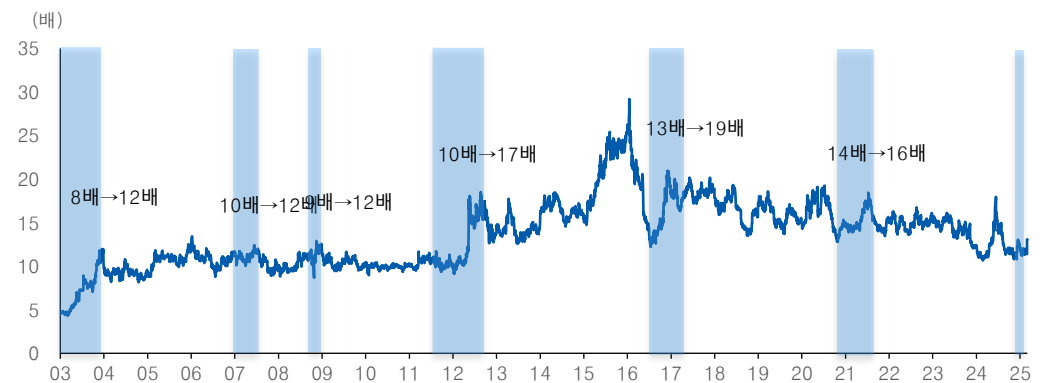
농심의 가격 인상은 내수 비중이 높은 기업 특성상 강력한 실적 모멘텀으로 작용할 전망이다. 동사는 3월 17일부터 신라면 소매 가격을 기존 950원에서 1,000원으로 약 5.3% 인상한다고 밝혔다. 가격 인상 효과는 2Q24 실적부터 본격적으로 반영될 예정이다. 동사는 내수 라면 시장에서 57%라는 압도적 시장점유율을 보유하고 있어, 이번 가격 인상의 효과가 더욱 크게 나타날 것으로 기대된다.

동사의 2024년 별도 매출액은 2.7조원이며, 이 중 내수 라면 매출은 1.6조원에 달한다. 내수 라면 매출 중 신라면이 차지하는 비중이 약 40%(전체 매출의 약 18%) 수준이므로, 이번 가격 인상으로 전체 내수 라면 ASP 는 약 2% 상승할 것으로 예상된다. 내수 ASP 가 2% 상승하면 약 300억원의 추가 매출이 발생하며, 대부분 이익으로 연결될 경우 별도 영업이익률은 기존 2~3% → 3~4% 수준으로 개선될 전망이다.

또한, 과거 사례를 보면 가격 인상이 실적 개선과 주가 상승의 핵심 요인이었다. 동사는 2007~2009년, 2011~2012년, 2016~2017년, 2020~2021년에 걸쳐 가격 인상이 단행되었으며, 이때마다 12개월 선행 PER 이 상승하는 경향을 보였다. 예를 들어, 2011~2012년 가격 인상 이후 농심의 PER 은 10배에서 17배까지 확대되었고, 2016~2017년에도 13배에서 19배로 상승했다.

현재 동사의 주가는 12개월 선행 PER 기준 약 12배 수준으로 여전히 매력적이며, 가격 인상 효과가 본격화되면서 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 높다고 판단된다. 따라서 이번 가격 인상은 농심에게 매우 유의미한 투자 포인트다.

농심 12개월 Fwd PER 및 라면 가격인상 사이클



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

3. 신제품 '툼바' 효과 기대

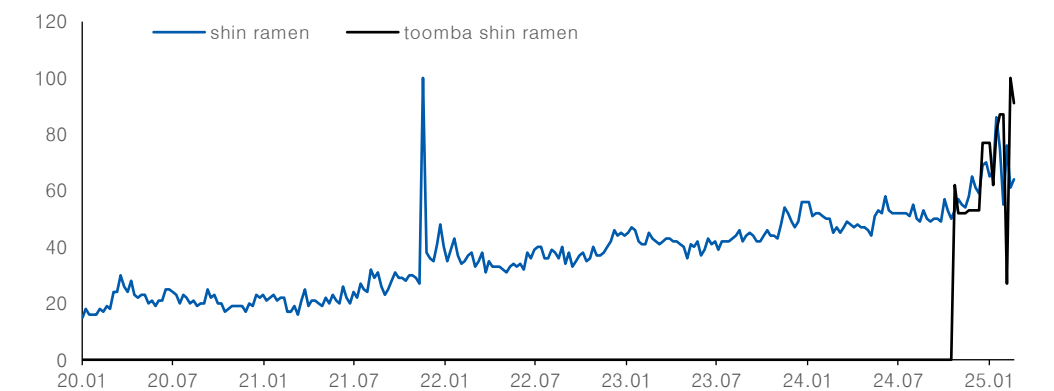
동사의 신제품 전략이 글로벌 시장 확대와 내수 시장 방어에 중요한 성장 동력으로 작용하고 있다. 최근 출시된 '신라면 툼바'는 출시 4개월 만에 2,500만 개 판매를 기록하며 성공적으로 시장에 안착했다. 특히 글로벌 주요 유통 채널 입점을 통해 현지 소비자 접근성을 높이고, 브랜드 인지도 제고 효과도 나타나고 있다.

북미와 유럽 시장을 겨냥한 현지 맞춤형 제품 개발도 농심의 중요한 전략적 강점이다. 2025년 2월 말 일본의 온·오프라인 유통망(소매점, 쿠팡, 라쿠텐, 아마존 재팬)에 '신라면 툼바'가 입점했고, 미국 월마트와 호주 울월스 등 글로벌 대형 유통 채널에도 진출했다. 이러한 신제품 효과로 농심은 글로벌 주요 시장에서 신규 소비층을 확대하고 매출 성장을 지속할 수 있을 것으로 기대된다.

국내 시장은 성숙 단계에 접어들었지만, 신제품 출시를 통해 소비자의 관심과 충성도를 유지하며 시장 점유율 방어에 기여하고 있다. 농심은 국내 라면 시장 점유율이 약 57%에 달해, 신제품의 성공적 출시가 점유율 유지와 실적 안정성에 크게 기여할 전망이다.

농심의 신제품 전략은 매출 성장뿐 아니라 수익성 측면에서도 긍정적이다. 신제품은 기존 제품 대비 높은 가격대로 설정돼 ASP 상승 효과와 수익성 개선에 기여할 수 있다. 최근 내수 라면 가격 인상 효과와 결합해 추가적인 실적 상승 모멘텀을 제공할 가능성이 높다.

신라면 툼바 구글트렌드



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 490,000원 제시

농심에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 490,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 30,423원에 글로벌 Peer 평균 PER 16배를 적용하여 산정했다.

농심은 2025년부터 미국 CAPA 증설과 유럽법인 설립 효과가 본격적으로 실적에 반영되며, 글로벌 시장 진출이 확대되는 구조적 성장 국면에 진입할 것으로 예상된다. 곡물가격의 안정화로 원가 절감 효과가 수익성 개선을 견인할 전망이며, 신제품 출시 및 최근 내수 가격 인상 효과가 더해지면서 추가적인 실적 성장 모멘텀도 기대된다. 2025년 매출액은 3조 7,452억 원(YoY +8.9%), 영업이익은 1,964억 원(YoY +20.4%, OPM 5.2%)으로 예상된다.

현재 농심 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 12배로 글로벌 Peer 대비 여전히 매력적인 수준에 거래되고 있다. 글로벌 주요 경쟁사의 평균 PER(약 16배)을 고려하면 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분하다고 판단된다.

농심 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액		872.5	860.7	850.4	855.1	929.4	943.1	929.6	943.2	3,410.6	3,438.7	3,745.2
국내 (별도)		683.8	687.2	667.5	663.2	676.8	695.6	681.4	682.1	2,605.4	2,701.6	2,735.9
	라면	389.8	391.9	386.2	407.6	397.6	404.6	403.8	421.9	1,548.8	1,575.4	1,627.9
	스낵	114.1	107.5	103.9	94.0	97.0	97.4	91.8	81.9	432.8	419.5	368.1
	수출	108.8	122.2	114.1	112.0	118.1	137.9	131.6	132.5	347.4	457.1	520.1
	기타 및 매출 에누리	71.0	65.6	63.3	49.7	64.0	55.7	54.3	45.7	276.3	249.6	219.7
해외		247.1	235.9	232.6	248.2	252.6	247.5	248.2	261.1	980.2	963.8	1,009.3
	북미	161.2	150.1	152.8	160.1	166.0	156.1	160.4	165.0	635.2	624.2	647.6
	중국	47.6	41.0	33.4	40.1	42.8	39.8	33.8	40.6	189.3	162.1	157.0
	일본	23.3	27.0	26.2	31.9	25.9	30.2	29.6	36.4	95.3	108.4	122.1
	호주	11.7	14.6	16.7	12.8	14.0	17.7	20.4	15.4	49.1	55.8	67.5
	베트남	3.3	3.2	3.5	3.4	3.8	3.7	4.0	3.8	11.3	13.4	15.2
연결조정		-58.3	-62.4	-49.7	-56.3	-53.4	-54.6	-54.4	-55.7	-175.0	-226.7	-218.2
% YoY		1.4%	2.8%	-0.6%	-0.2%	6.5%	9.6%	9.3%	10.3%	9.0%	0.8%	8.9%
국내 (별도)		7.0%	6.1%	1.2%	0.6%	-1.0%	1.2%	2.1%	2.8%	8.7%	3.7%	1.3%
	라면	2.2%	5.2%	-1.1%	0.8%	2.0%	3.2%	4.5%	3.5%	9.6%	1.7%	3.3%
	스낵	11.3%	-0.3%	-6.6%	-15.5%	-15.0%	-9.4%	-11.6%	-12.9%	12.8%	-3.1%	-12.2%
	수출	25.3%	30.5%	34.1%	36.8%	8.5%	12.8%	15.3%	18.4%	3.3%	31.6%	13.8%
	기타 및 매출 에누리	4.1%	-11.0%	-13.0%	-19.3%	-9.8%	-15.0%	-14.3%	-8.0%	5.2%	-9.7%	-11.9%
해외		-6.5%	-2.5%	-1.2%	4.1%	2.2%	4.9%	6.7%	5.2%	6.5%	-1.7%	4.7%
	북미	-6.1%	-3.7%	-0.8%	4.2%	3.0%	4.0%	5.0%	3.1%	10.3%	-1.7%	3.8%
	중국	-17.9%	-7.9%	-21.0%	-10.0%	-10.0%	-3.0%	1.2%	1.3%	-7.9%	-14.4%	-3.1%
	일본	7.9%	7.6%	20.2%	19.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	9.2%	13.7%	12.6%
	호주	11.4%	8.1%	15.2%	21.0%	20.0%	21.0%	22.0%	20.0%	14.7%	13.7%	20.9%
	베트남	26.9%	10.3%	20.7%	18.0%	15.0%	15.0%	13.0%	10.0%	27.0%	18.8%	13.2%
% 매출비중												
국내 (별도)		78.4%	79.8%	78.5%	77.6%	72.8%	73.8%	73.3%	72.3%	76.4%	78.6%	73.1%
	라면	44.7%	45.5%	45.4%	47.7%	42.8%	42.9%	43.4%	44.7%	45.4%	45.8%	43.5%
	스낵	13.1%	12.5%	12.2%	11.0%	10.4%	10.3%	9.9%	8.7%	12.7%	12.2%	9.8%
	수출	12.5%	14.2%	13.4%	13.1%	12.7%	14.6%	14.2%	14.1%	10.2%	13.3%	13.9%
	기타 및 매출 에누리	8.1%	7.6%	7.4%	5.8%	6.9%	5.9%	5.8%	4.8%	8.1%	7.3%	5.9%
해외		28.3%	27.4%	27.4%	29.0%	27.2%	26.2%	26.7%	27.7%	28.7%	28.0%	26.9%
	북미	18.5%	17.4%	18.0%	18.7%	17.9%	16.6%	17.3%	17.5%	18.6%	18.2%	17.3%
	중국	5.5%	4.8%	3.9%	4.7%	4.6%	4.2%	3.6%	4.3%	5.6%	4.7%	4.2%
	일본	2.7%	3.1%	3.1%	3.7%	2.8%	3.2%	3.2%	3.9%	2.8%	4.7%	4.2%
	호주	1.3%	1.7%	2.0%	1.5%	1.5%	1.9%	2.2%	1.6%	1.4%	3.2%	3.3%
	베트남	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	1.6%	1.8%
영업이익		61.4	43.7	37.6	20.4	40.4	51.6	63.6	40.8	212.1	163.1	196.4
% YoY		-3.7%	-18.7%	-32.5%	-47.6%	-34.2%	18.1%	69.2%	99.8%	89.1%	-23.1%	20.4%
% 영업이익		7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	4.3%	5.5%	6.8%	4.3%	6.2%	4.7%	5.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

농심 (004370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액	3,129	3,411	3,439	3,745	3,887	
매출원가	2,230	2,375	2,471	2,677	2,778	
매출총이익	900	1,035	967	1,068	1,110	
판매비	787	823	804	872	901	
영업이익	112	212	163	196	209	
EBITDA	229	330	269	292	295	
영업외손익	47	19	55	62	69	
외환관련손익	-2	-1	0	0	0	
이자손익	8	17	23	30	37	
관계기업관련손익	0	-1	1	1	1	
기타	42	4	31	31	31	
법인세비용차감전순손익	159	231	218	258	278	
법인세비용	43	60	63	74	81	
계속사업순손익	116	171	154	185	197	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	116	171	154	185	197	
지배지분순이익	116	172	155	185	197	
포괄순이익	142	154	137	168	180	
지배지분포괄이익	142	155	138	168	180	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	160	327	275	275	290	
당기순이익	116	171	154	185	197	
감가상각비	115	115	103	93	84	
외환손익	4	0	0	0	0	
중속,관계기업관련손익	0	1	-1	-1	-1	
자산부채의 증감	-74	1	-15	-34	-23	
기타현금흐름	-2	40	33	33	33	
투자활동 현금흐름	-107	-267	-162	-206	-180	
투자자산	73	-2	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-93	-108	0	0	0	
유형자산 감소	42	1	0	0	0	
기타현금흐름	-128	-158	-162	-206	-180	
재무활동 현금흐름	-86	-45	-42	-41	-41	
단기차입금	18	2	0	1	0	
사채 및 장기차입금	-59	-5	0	0	0	
자본	1	0	0	0	0	
현금배당	-23	-29	-29	-29	-29	
기타현금흐름	-22	-13	-13	-13	-13	
연결범위변동 등 기타	4	0	142	165	150	
현금의 증감	-30	15	213	194	218	
기초 현금	157	128	143	356	550	
기말 현금	128	143	356	550	769	
NOPLAT	112	212	163	196	209	
FCF	67	219	275	275	290	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

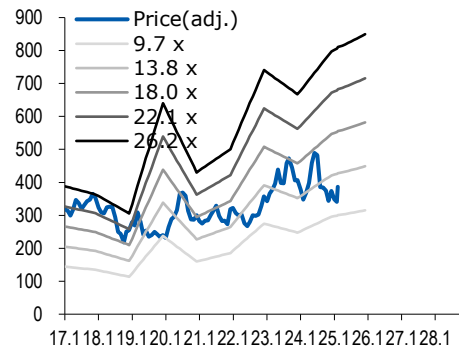
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,209	1,420	1,641	1,942	2,210
현금및현금성자산	128	143	356	550	769
매출채권 및 기타채권	296	313	314	342	355
재고자산	297	318	321	349	363
비유동자산	1,826	1,815	1,709	1,613	1,526
유형자산	1,527	1,535	1,432	1,339	1,255
관계기업등 지분관련자산	2	2	2	2	2
기타투자자산	72	73	73	73	73
자산총계	3,035	3,235	3,349	3,555	3,736
유동부채	616	696	702	763	791
매입채무 및 기타채무	519	596	601	654	679
단기차입금	20	21	21	21	21
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	103	97	98	104	107
장기차입금	20	14	14	14	14
사채	0	0	0	0	0
부채총계	719	794	800	867	898
지배지분	2,304	2,430	2,539	2,678	2,829
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	122	122	122	122	122
이익잉여금	2,197	2,316	2,442	2,598	2,766
비지배지분	11	11	10	10	9
자본총계	2,315	2,441	2,549	2,688	2,839
순차입금	-515	-699	-917	-1,158	-1,398
총차입금	64	61	61	62	62

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	19,091	28,261	25,453	30,423	32,395
BPS	398,464	420,264	439,093	463,149	489,279
EBITDAPS	37,577	54,273	44,303	48,050	48,509
SPS	514,425	560,704	565,336	615,720	639,055
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
PER	15.9	14.4	14.7	12.7	11.9
PBR	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.9	5.4	5.1	4.1	3.3
PSR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	17.5	9.0	0.8	8.9	3.8	
영업이익 증가율 (%)	5.7	89.1	-23.1	20.4	6.2	
지배순이익 증가율 (%)	16.3	48.0	-9.9	19.5	6.5	
매출총이익률 (%)	28.7	30.4	28.1	28.5	28.5	
영업이익률 (%)	3.6	6.2	4.7	5.2	5.4	
지배순이익률 (%)	3.7	5.0	4.5	4.9	5.1	
EBITDA 마진 (%)	7.3	9.7	7.8	7.8	7.6	
ROIC	5.3	9.8	7.5	10.0	11.1	
ROA	3.9	5.5	4.7	5.4	5.4	
ROE	5.2	7.3	6.2	7.1	7.2	
부채비율 (%)	31.1	32.5	31.4	32.2	31.6	
순차입금/자기자본 (%)	-22.4	-28.8	-36.1	-43.2	-49.4	
영업이익/금융비용 (배)	36.6	54.9	43.3	51.7	54.3	

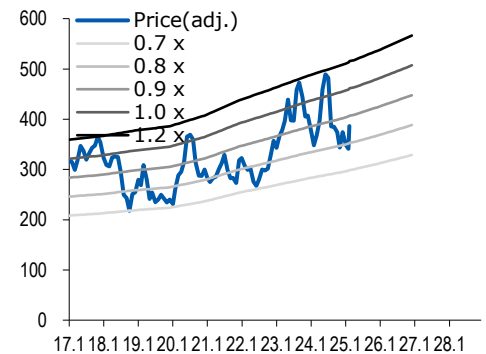
P/E band chart

(천원)



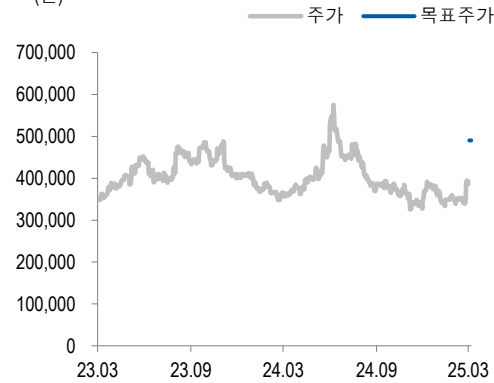
P/B band chart

(천원)



농심 (004370) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	BUY 담당자변경	490,000	1년		
2023-11-08	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2022-08-17	BUY	380,000	1년	-20.92	-18.03

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

오리온 (271560)

러시아 종전이 가져올 기회

베트남·러시아 성장 가속화

오리온이 주요 해외법인의 CAPA 확대를 바탕으로 글로벌 성장세를 본격화하고 있다. 베트남 법인은 현지 맞춤형 신제품 성공과 설 시즌 판매 호조로 연초에도 안정적인 성장을 이어가고 있다. 이에 대응해 베트남 호찌민 미곡공장과 하노이 연풍공장에 총 14개 신규 라인을 증설해, 2026년까지 생산능력이 약 8,500억 원 수준으로 기존 대비 30% 이상 확대될 전망이다. 러시아 법인 또한 초코파이 수요 급증으로 2024년 4분기 가동률이 130%를 초과한 가운데, 2025년 3분기까지 생산라인을 30% 추가 증설하고 신규 공장 설립도 검토 중이다.

러시아 전쟁 종식 수혜주

러-우 전쟁 종식 시 러시아 법인의 중장기 성장과 수익성 개선이 가속화될 것으로 기대된다. 현재 러시아 초코파이 시장에서 70% 점유율을 확보한 동사는 전쟁 이후 서유럽과 중동부 유럽으로의 수출 확대와 루블화 안정에 따른 원가 절감 효과가 예상된다. 또한 최근 글로벌 소비 양극화 대응을 위해 중국 간식점 채널을 적극 공략하고 있으며, 베트남에서는 현지 맞춤형 쌀과자 및 베이커리류 신제품 출시가 매출 성장에 기여하고 있어, 장기적으로 해외법인의 점유율과 수익성 모두 개선될 전망이다.

투자의견 ‘매수’, 목표주가 149,000원 커버리지 개시

2025년 매출액은 3조 3,073억원(YoY +6.5%), 영업이익은 5,830억원(YoY +7.3%, OPM 17.6%)을 예상한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 최근 5년 평균 PER 14배를 적용한 149,000원을 제시한다. 현재 주가는 2025년 기준 PER 10배 수준으로 과거 평균 대비 현저히 저평가된 상태이며, 베트남·러시아 법인의 CAPA 확대 및 미국 수출 증가, 그리고 러시아 전쟁 종식 이후의 수출 확대 및 원가 절감 효과를 고려하면 밸류에이션 리레이팅 가능성이 높다고 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	862	12.2	11.2	858	0.5
영업이익	160	13.8	16.5	162	-1.3
세전계속사업이익	310	111.2	120.2	171	81.9
지배순이익	236	110.9	136.9	128	85.0
영업이익률 (%)	18.5	+0.2 %pt	+0.8 %pt	18.9	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	27.4	+12.8 %pt	+14.5 %pt	14.9	+12.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,873	2,912	3,104	3,307
영업이익	467	492	544	583
지배순이익	392	377	508	418
PER	10.1	13.1	8.0	10.2
PBR	1.6	1.7	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.1	6.0	3.6	3.1
ROE	16.5	13.9	16.5	12.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 149,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (3/10) 107,600원

상승여력 38%

시가총액 42,541억원

총발행주식수 39,536,132주

60일 평균 거래대금 118억원

60일 평균 거래량 113,484주

52주 고/저 110,100원 / 83,900원

외인지분율 28.65%

배당수익률 1.08%

주요주주 오리온홀딩스 외 7 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 3.0 2.0 17.0

상대 1.0 (4.1) 22.0

절대 (달러환산) 2.9 0.2 6.3

투자 포인트

1. 해외법인의 강한 성장세

오리온의 핵심 투자포인트는 글로벌 주요 해외법인의 가파른 성장세와 CAPA 확장에 기반한 중장기적인 실적 개선이다. 특히 베트남과 러시아 법인의 빠른 성장과 적극적인 생산능력 확대 전략이 오리온 실적을 견인하고 있으며, 중국 법인 또한 신규 유통 채널 확대와 신제품 전략을 통해 성장세 회복이 기대된다.

1) 베트남: 공격적인 CAPA 증설

오리온의 베트남 법인은 2024년 매출액이 전년 대비 8.2% 증가한 5,145억 원을 기록했으며, 2025년 1월에도 매출과 영업이익이 각각 전년 동월 대비 13%, 20% 증가하며 안정적인 성장 흐름을 이어가고 있다. 특히 설 명절 선물세트 판매 호조와 함께 현지 소비자의 입맛과 트렌드를 반영한 쌀과자, 베이커리류 신제품 출시가 긍정적으로 작용했다. 당사는 증가하는 현지 수요에 대응하기 위해 호찌민 미곡공장에 5개 라인, 하노이 연풍공장에 9개 라인을 증설하는 등 총 14개 신규 생산라인을 구축하고 있으며, 2026년 말까지 베트남 법인의 연간 매출 생산능력(CAPA)은 기존 대비 30% 이상 증가한 약 8,500억 원 규모로 확대될 전망이다.

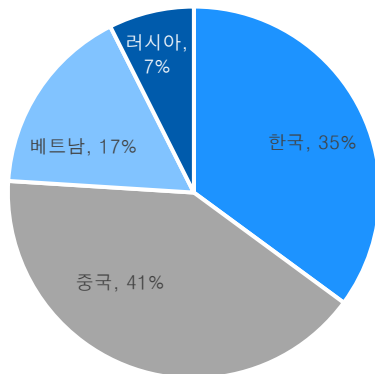
2) 러시아: 초코파이 강국, 가동률 130% 초과

러시아 법인은 초코파이 및 비스킷류 수요 급증으로 인해 생산능력 한계에 직면해 있다. 2024년 4분기 러시아 법인의 생산 가동률은 130%를 초과하며, 연간 생산능력 2,000억 원을 넘어 2,305억 원의 매출을 달성했다. 당사는 급격히 증가한 수요에 대응하기 위해 2025년 3분기까지 파이 생산라인을 30% 추가 증설하고 신규 제3공장 설립도 검토 중이다. 증설이 완료되는 2025년 4분기부터는 본격적으로 CAPA 확대 효과가 실적에 반영될 것으로 기대된다.

3) 중국: 신제품과 신규 유통 채널을 통한 회복

중국 법인은 경쟁 심화와 소비 둔화로 최근 몇 년간 성장이 정체됐으나, 2024년 4분기 매출이 전년 동기 대비 20% 증가한 3,400억 원, 영업이익 또한 20% 증가한 703억 원을 기록하며 반등하고 있다. 특히 간식점, 편의점, 창고형 할인점 등 신규 채널을 적극적으로 공략하며 매출 회복을 견인하고 있다. 또한 신제품 매출 비중을 기존 2%에서 4~5% 수준으로 확대하고 있으며, 천원스낵 등 가성비 중심의 SKU를 도입해 현지 소비자의 가치분 소득 변화에 적극 대응하고 있다.

오리온 지역별 매출 추이



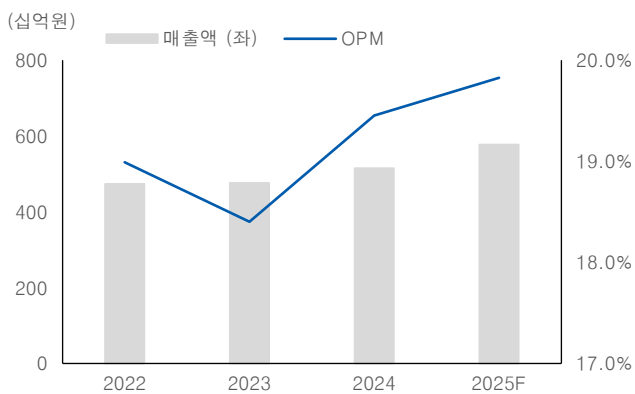
자료: 오리온, 유안타증권 리서치센터, 연결조정 전

오리온 해외 공장 증설 현황

해외법인	증설규모	신규 생산 라인	완공 시점
베트남	2026년 말까지 8,500억원 규모	총 14개 라인 (하노이 엔퐁 9개, 호찌민 미푝 5개)	2027년
러시아	파이 생산라인 30% 증가	파이 생산라인 추가 및 제3공장 검토	4Q24

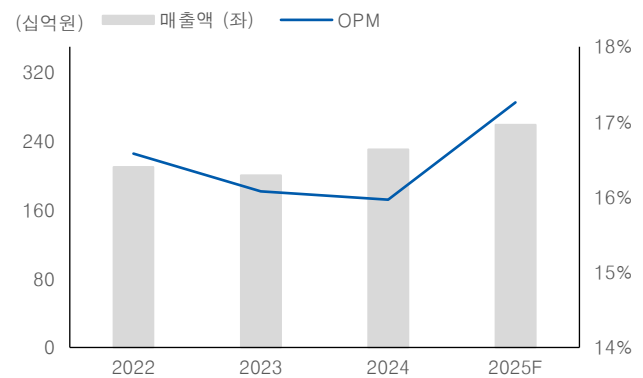
자료: 오리온, 유안타증권 리서치센터

오리온 베트남 법인 매출액 및 OPM 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

오리온 러시아 법인 매출액 및 OPM 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

2. 러시아-우크라이나 종전 기대감

러시아-우크라이나 전쟁의 종식은 농심 러시아 법인에 중장기적 성장의 전환점이 될 전망이다. 현재 러시아 법인은 초코파이 시장에서 70%라는 압도적인 점유율을 확보하고 있으며, 지속적으로 늘어나는 초코파이 및 비스킷 제품 수요로 인해 생산능력을 초과하는 상황이다. 그러나 전쟁으로 인한 서방 국가들의 경제 제재와 소비심리 위축으로 인해 성장의 추가 확장에 한계를 겪고 있다.

전쟁이 종식되면 경제 제재가 점진적으로 해제되면서 서유럽 및 중동부 유럽으로의 수출 확대가 본격화될 가능성이 크다. 이 지역은 이미 동사의 초코파이 및 비스킷 제품에 대한 브랜드 인지도와 소비자 선호가 입증된 시장으로, 수출 재개가 곧바로 실적 확대와 연결될 전망이다. 특히 서유럽 지역은 기존 내수 중심의 매출 구조를 수출 중심으로 전환하는 전략적 기회가 될 수 있다.

더불어 전쟁 종결 이후 러시아 루블화 환율이 안정될 가능성이 크다. 현재 농심 러시아 법인은 초콜릿 원료와 팜유 등 주요 원부자재를 수입에 의존하고 있으며, 변동성이 큰 환율로 인해 원가 부담이 높은 상황이다. 전쟁 종결로 환율이 안정화되면 원가 절감과 수익성 개선 효과가 뚜렷하게 나타날 것으로 기대된다.

소비자들의 소비 심리 회복 역시 중요한 성장 모멘텀이다. 전쟁 기간 동안 러시아 소비자들의 비필수 소비재 구매가 위축됐으나, 종전 이후 소비 심리 회복과 가처분소득 증가가 예상되어 간식류 제품의 수요가 빠르게 증가할 가능성이 크다. 이에 따라 러시아 법인의 매출 성장세가 더욱 가속화될 것으로 전망된다.

종합적으로 볼 때 러시아-우크라이나 전쟁 종식은 농심 러시아 법인의 중장기적 성장과 실적 개선에 강력한 촉매제가 될 것으로 판단된다. 초코파이의 압도적 점유율을 기반으로 한 수출 확대, 원가 절감 효과, 내수 소비 회복이 결합되며 실적과 수익성을 동시에 개선할 수 있는 중요한 기회를 맞이할 것으로 보인다.

러시아 법인 수출 시장 확대 (전쟁 전후 비교)

시장(국가)	전쟁 전 (2021년) 수출 현황	전쟁 중 (2024년) 수출 현황	종전 후 예상 수출 현황
독일, 폴란드 등 서유럽	○ (진출계획)	× (중단)	◎ (본격 재개 및 확대)
카자흐스탄, 우즈베키스탄 등	○ (수출 일부 진행)	△ (제한적 수출)	◎ (본격적 확대)

자료: 유안타증권 리서치센터

러시아 루블화 환율 변화 시나리오

시나리오	루블화 환율 (USD/RUB)	연간 원부자재 비용 변화(%)	러시아 법인 영업이익률 변화
전쟁 기간(2024년 평균)	95루블	+15% (비용부담 증가)	16% (현재수준)
전쟁 종전 후 안정화	75루블	-10% (비용절감 효과)	18~20% (개선 기대)

자료: 유안타증권 리서치센터

3. 가성비 SKU 및 신제품 전략

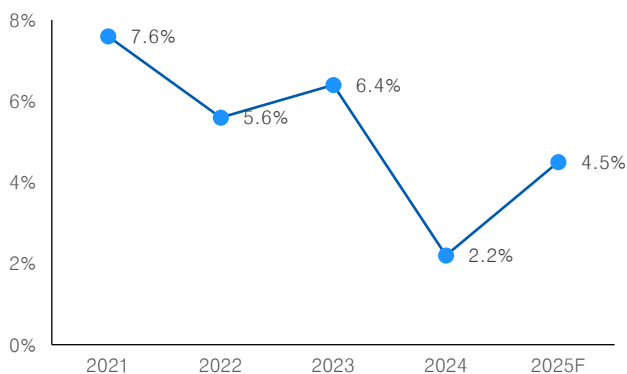
오리온은 글로벌 경기 둔화와 소비 양극화 현상에 효과적으로 대응하기 위해 가성비 중심의 소형 포장(SKU) 제품과 현지 맞춤형 신제품 출시를 전략적으로 확대하고 있다. 특히 국내 시장에서 이미 성공한 '천원스낵'과 같은 소포장 모델을 해외 시장으로 확장하며 신규 소비자층 확보와 매출 성장을 동시에 추진하고 있다.

중국 시장에서는 가성비 중심의 소형 SKU 제품을 확대하고, 소비자가 선호하는 간식점 채널을 적극 공략하고 있다. 중국 주요 간식점 브랜드인 '밍밍현망(鸣鸣很忙)'과 '하오상라이(好想来)'는 2024년 12월 기준 전국 14,000개 이상의 점포를 보유하고 있으며, 소포장·저가 제품을 주로 판매한다. 오리온은 이 채널을 통해 초코파이, 오!감자, 꼬북칩, 고래밥 등 주력 제품을 소형 패키지로 제공하며 매출 확대를 이끌고 있다. 실제 **중국 내 간식점 채널 매출 비중은 2023년 5%에서 2024년 15%로 급격히 증가**하며 오리온의 전략이 성공적으로 안착했음을 입증하고 있다. 향후 중국 내수 소비 회복이 본격화되면 추가적인 매출 성장 효과가 기대된다.

베트남에서도 현지 소비자 입맛에 맞춘 쌀과자 및 베이커리류 신제품 전략이 긍정적인 성과를 보이고 있다. 2025년 베트남 법인의 쌀과자 카테고리 매출은 전년 대비 약 30% 증가할 것으로 예상된다. 이는 소비자 선호도를 정확히 반영한 신제품 전략이 시장에서 성공적으로 자리 잡았음을 보여주는 사례다.

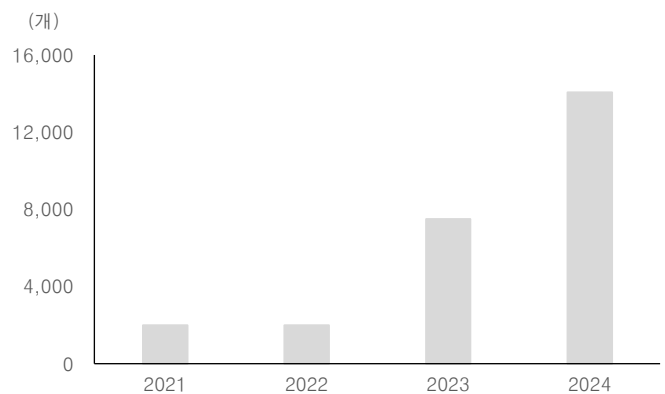
오리온의 가성비 중심 SKU 확대와 현지 맞춤형 신제품 전략은 단기 대응을 넘어 장기적으로 글로벌 브랜드 경쟁력과 시장 점유율을 동시에 높일 수 있는 핵심 투자포인트로 판단된다.

오리온 중국 신제품 매출 비중 추이



자료: 오리온, 유안타증권 리서치센터, 연결조정 전

중국 간식점 채널 점포 수 추이



자료: 현지 언론, 유안타증권 리서치센터

4. 진천 물류센터 설립: 미국 수출 확대의 핵심 전략

오리온은 미국을 중심으로 한 해외 수출 증가에 대응하기 위해 충북 진천테크노폴리스 산업단지에 약 5만 6,000평(약 185,000㎡) 규모의 대규모 생산·물류 통합센터를 설립하고 있다. 2025년 착공 예정인 진천 물류센터는 생산부터 포장, 물류에 이르는 전 과정을 통합 운영하여 생산 효율성을 극대화하고, 해외 수요 증가에 따른 생산능력(CAPA) 확대를 주요 목적으로 하고 있다.

특히 미국 시장에서의 수요 증가가 두드러지고 있다. 2024년 기준 한국 법인의 전체 매출 중 수출 비중은 약 8%이지만, 미국이 차지하는 비중이 이 중 약 45%로 매우 크며, 미국향 수출액은 전년 대비 크게 증가한 325억 원을 기록했다. 특히 ‘꼬북칩’이 미국 시장에서 큰 인기를 끌면서 2024년 미국 법인 매출의 약 40%를 차지하며 핵심 제품으로 부상했다. 꼬북칩은 미국 내 코스트코, 샘스클럽, 월마트 등 주요 대형 유통 채널에서 성공적으로 판매 중이며, 최근에는 영국, 스웨덴, 아이슬란드 등 유럽 시장으로도 진출을 확대하고 있다.

현재 꼬북칩은 중국, 베트남, 인도 등 해외 현지법인을 통해 생산·판매되고 있으며, 전 세계 20여 개국에 수출되고 있다. 그러나 미국 시장의 급격한 수요 증가로 인해 기존 국내 생산 시설만으로는 대응에 한계가 있어, 진천 물류센터를 통한 생산능력 추가 확보가 필수적인 상황이다. 진천 통합공장의 생산능력 확대는 미국향 수출 증가를 안정적으로 지원하는 동시에 글로벌 물류비 상승 부담도 완화하는 전략적 역할을 수행할 것으로 기대된다.

장기적으로는 미국 내 꼬북칩 등 주요 제품의 연 매출이 400억 원을 넘어서면 현지 생산공장 설립까지 검토하고 있으나, 그 이전까지는 진천 물류센터가 미국 시장 공략의 핵심 생산기지 역할을 담당할 전망이다. 따라서 이번 진천 물류센터 설립은 단순한 국내 설비 확장이 아닌, 미국을 중심으로 한 글로벌 수출 확대와 중장기적인 브랜드 경쟁력 강화를 위한 전략적 투자로 평가된다.

해외 꼬북칩 인기



자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 149,000원으로 커버리지 개시

오리온에 대한 투자의견을 '매수', 목표주가를 149,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 10,564원에 최근 5년 평균 PER 인 14배를 적용해 산정했다.

오리온의 2025년 매출액은 3조 3,073억원(YoY +6.5%), 영업이익은 5,830억원(YoY +7.3%, OPM 17.6%)으로 예상된다. 베트남과 러시아 법인의 생산능력(CAPA) 확장 및 미국 수출 확대 전략이 본격적으로 실적에 반영되며 견조한 성장세가 지속될 전망이다.

현재 오리온의 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 10배 수준으로, 과거 5년 평균 PER인 14배 대비 저평가 상태다. 글로벌 경기 둔화 우려에도 불구하고 해외법인의 안정적인 성장세와 미국 등 신규 수출 시장 확대 전략을 고려할 때 현재 주가는 매우 매력적인 밸류에이션 수준이다. 또한 러시아-우크라이나 전쟁이 종결될 경우 서유럽과 중앙아시아로의 수출 확대 및 루블화 안정화에 따른 원가 절감 효과가 기대되며, 추가적인 실적 상승과 밸류에이션 리레이팅 가능성이 높다고 판단된다.

오리온 실적테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	748.4	719.3	774.9	861.8	799.5	769.8	823.5	914.6	2,912.4	3,104.3	3,307.3
한국	271.6	277.8	271.1	288.3	280.0	291.9	281.6	296.8	1,070.0	1,108.8	1,150.3
중국	306.4	295.8	322.3	345.6	337.0	322.4	350.4	349.1	1,179.0	1,270.1	1,358.9
베트남	118.2	98.4	121.7	176.3	132.4	110.4	136.4	197.7	475.5	514.6	576.9
러시아	50.5	49.1	61.9	69.0	58.1	53.3	65.0	82.8	200.3	230.5	259.2
기타 및 연결조정	1.7	-1.8	-2.1	-17.4	-8.1	-8.3	-9.9	-11.7	-12.3	-19.7	-38.0
% YoY	12.7%	0.8%	1.1%	12.2%	6.8%	7.0%	6.3%	6.1%	1.4%	6.6%	6.5%
한국	9.5%	1.6%	-0.3%	4.3%	3.1%	5.1%	3.9%	2.9%	13.9%	3.6%	3.7%
중국	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	10.0%	9.0%	8.7%	1.0%	-7.5%	7.7%	7.0%
베트남	12.3%	2.8%	3.5%	12.4%	12.0%	12.2%	12.1%	12.1%	0.5%	8.2%	12.1%
러시아	4.8%	-4.8%	27.6%	32.7%	15.1%	8.5%	5.0%	20.0%	-4.6%	15.1%	12.4%
% 매출비중											
한국	36.3%	38.6%	35.0%	33.5%	35.0%	37.9%	34.2%	32.4%	36.7%	35.7%	34.8%
중국	40.9%	41.1%	41.6%	40.1%	42.2%	41.9%	42.6%	38.2%	40.5%	40.9%	41.1%
베트남	15.8%	13.7%	15.7%	20.5%	16.6%	14.3%	16.6%	21.6%	16.3%	16.6%	17.4%
러시아	6.7%	6.8%	8.0%	8.0%	7.3%	6.9%	7.9%	9.1%	6.9%	7.4%	7.8%
영업이익	125.1	121.7	137.1	159.7	134.7	131.7	148.8	167.8	492.4	543.6	583.0
% YoY	26.2%	8.4%	-2.5%	13.8%	7.6%	8.2%	8.6%	5.1%	5.5%	10.4%	7.3%
% 영업이익률	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.8%	17.1%	18.1%	18.3%	16.9%	17.5%	17.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

오리온 (271560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873	2,912	3,104	3,307	3,637
매출원가	1,782	1,785	1,894	2,004	2,200
매출총이익	1,091	1,127	1,211	1,303	1,438
판매비	625	635	667	720	792
영업이익	467	492	544	583	646
EBITDA	628	650	685	711	761
영업외손익	20	28	149	30	42
외환관련손익	2	2	-15	-13	-18
이자손익	20	34	48	67	84
관계기업관련손익	1	1	0	0	0
기타	-3	-9	116	-23	-23
법인세비용차감전순이익	487	520	692	613	689
법인세비용	88	135	173	186	214
계속사업순이익	398	385	519	427	475
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	398	385	519	427	475
지배지분순이익	392	377	508	418	464
포괄순이익	377	354	488	396	444
지배지분포괄이익	373	346	477	387	434

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	546	437	613	504	530
당기순이익	398	385	519	427	475
감가상각비	157	154	139	125	113
외환손익	0	-1	15	13	18
중속, 관계기업관련손익	-1	-1	0	0	0
자산부채의 증감	16	-108	-84	-85	-100
기타현금흐름	-24	7	24	24	24
투자활동 현금흐름	-292	-541	-54	-57	-92
투자자산	43	10	-2	-2	-4
유형자산 증가 (CAPEX)	-85	-166	0	0	0
유형자산 감소	10	1	0	0	0
기타현금흐름	-260	-385	-52	-55	-88
재무활동 현금흐름	-177	-138	-60	-60	-59
단기차입금	23	-20	1	1	1
사채 및 장기차입금	-160	-69	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-30	-38	-49	-49	-49
기타현금흐름	-11	-11	-11	-11	-11
연결범위변동 등 기타	-18	-2	31	35	46
현금의 증감	59	-244	531	422	424
기초 현금	550	610	366	897	1,319
기말 현금	610	366	897	1,319	1,743
NOPLAT	467	492	544	583	646
FCF	461	270	613	504	530

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

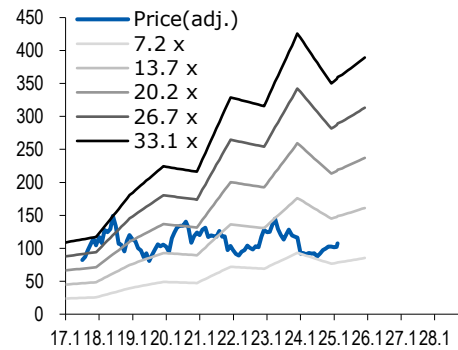
재무상태표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,470	1,628	2,242	2,752	3,319
현금및현금성자산	610	366	897	1,319	1,743
매출채권 및 기타채권	224	212	226	241	265
재고자산	235	260	277	295	324
비유동자산	1,901	1,893	1,754	1,628	1,517
유형자산	1,668	1,658	1,520	1,395	1,282
관계기업 등 지분관련 자산	32	33	35	38	41
기타투자자산	21	5	5	5	5
자산총계	3,372	3,521	3,996	4,380	4,836
유동부채	556	399	425	453	497
매입채무 및 기타채무	361	304	324	346	380
단기차입금	24	4	4	4	4
유동성장기부채	70	0	0	0	0
비유동부채	176	167	177	188	205
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	732	566	602	640	702
지배지분	2,554	2,862	3,289	3,627	4,010
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	1,218	1,560	2,018	2,387	2,802
비지배지분	85	93	104	114	124
자본총계	2,639	2,955	3,394	3,740	4,134
순차입금	-877	-1,104	-1,685	-2,159	-2,670
총차입금	118	29	29	30	31

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	9,924	9,527	12,840	10,564	11,747
BPS	64,606	72,413	83,217	91,744	101,455
EBITDAPS	15,892	16,430	17,332	17,976	19,257
SPS	72,674	73,663	78,519	83,654	92,001
DPS	950	1,250	1,250	1,250	1,250
PER	10.1	13.1	8.0	10.2	9.2
PBR	1.6	1.7	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.1	6.0	3.6	3.1	2.2
PSR	1.4	1.7	1.3	1.3	1.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	22.0	1.4	6.6	6.5	10.0
영업이익 증가율 (%)	25.1	5.5	10.4	7.3	10.9
지배순이익 증가율 (%)	52.2	-4.0	34.8	-17.7	11.2
매출총이익률 (%)	38.0	38.7	39.0	39.4	39.5
영업이익률 (%)	16.2	16.9	17.5	17.6	17.8
지배순이익률 (%)	13.7	12.9	16.4	12.6	12.8
EBITDA 마진 (%)	21.9	22.3	22.1	21.5	20.9
ROIC	20.9	20.4	23.8	25.6	30.5
ROA	12.1	10.9	13.5	10.0	10.1
ROE	16.5	13.9	16.5	12.1	12.2
부채비율 (%)	27.8	19.1	17.7	17.1	17.0
순차입금/자기자본 (%)	-34.4	-38.6	-51.2	-59.5	-66.6
영업이익/금융비용 (배)	106.2	136.8	382.3	400.2	429.7

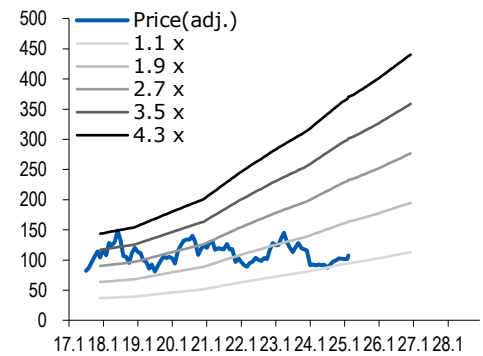
P/E band chart

(천원)

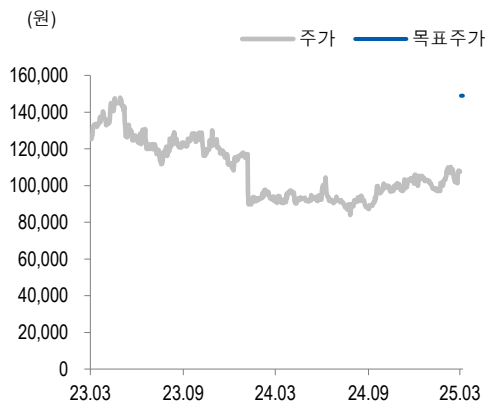


P/B band chart

(천원)



오리온 (271560) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	BUY	149,000	1년		
2022-06-15	BUY	150,000	1년	-31.41	-26.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

롯데웰푸드 (280360)

인도가 열어줄 성장

인도 시장, 중장기 핵심 성장 동력

롯데웰푸드가 인도를 중심으로 해외사업 고성장을 본격화하고 있다. 2025년 2월 푸네 신공장 가동으로 빙과 생산능력이 기존 대비 2.5배 확대되었으며, 7월부터 하리아나주 공장에 빠르게 신규 라인을 추가하며 매출 성장을 가속화할 전망이다. **향후 인도 법인의 매출 성장률을 연평균 15%로 유지해 2030년까지 연 매출 1조 원 달성을 목표로 하고 있다.** 2025년부터 빙과·제과 법인을 통합하는 'One India' 전략으로 생산 및 물류 효율성 증대에 따른 수익성 개선도 기대된다.

러시아·카자흐스탄 소비 회복, 국내 제품 믹스 개선

러시아 및 카자흐스탄 법인은 소비 회복세가 가시화되며 실적 반등이 시작됐다. 2024년 4분기 카자흐스탄 법인은 매출이 전년 대비 14%, 러시아 법인은 7% 증가했다. 특히 **러시아-우크라이나 전쟁이 종식될 경우 루블화 안정화와 서유럽·중앙아시아 시장 수출 재개로 원가 절감과 실적 확대가 기대된다.** 국내 시장에서는 초콜릿 제품 가격 인상(평균 +9.5%) 효과가 2025년 본격 반영되며 영업이익률이 4% 수준까지 개선될 전망이다. 또한 고부가가치인 H&W 제품군 비중을 확대(2025년 목표 13%)해 프리미엄 중심의 제품 믹스를 구축하며 중장기적으로 수익성 강화를 이어갈 예정이다.

투자의견 '매수', 목표주가 150,000원 커버리지 개시

2025년 예상 매출액은 4조 2,375억원(YoY +4.8%), 영업이익은 1,829억원(YoY +16.4%, OPM 4.3%)으로 전망한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 최근 5년 평균 PER 17배를 적용한 150,000원을 제시한다. 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 13배로 동사의 과거 평균 대비 저평가된 상태이며, 2025년 4월 자사주 소각(13만 주)으로 EPS 상승 효과가 기대된다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	971	-0.9	-10.0	991	-2.0
영업이익	-20	적전	적전	21	-194.2
세전계속사업이익	-42	적지	적전	4	-1,068.6
지배순이익	-28	적지	적전	7	-497.5
영업이익률 (%)	-2.0	적전	적전	2.1	-4.1 %pt
지배순이익률 (%)	-2.9	적지	적전	0.7	-3.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,203	4,066	4,044	4,237
영업이익	112	177	157	183
지배순이익	47	71	82	83
PER	20.5	15.0	12.8	13.4
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.2	5.2	5.3	4.9
ROE	2.9	3.5	4.0	3.9

자료: 유안타증권



손현정 음식료/전력기기

hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)
목표주가 150,000원 (I)
직전 목표주가 0원
현재주가 (3/10) 118,100원
상승여력 27%

시가총액	11,142억원
총발행주식수	9,304,574주
60일 평균 거래대금	16억원
60일 평균 거래량	14,483주
52주 고/저	193,300원 / 99,900원
외인지분율	13.22%
배당수익률	2.42%
주요주주	롯데지주 외 16 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.6	7.6	(4.1)
상대	6.6	1.2	0.0
절대 (달러환산)	8.6	5.7	(12.8)

투자 포인트

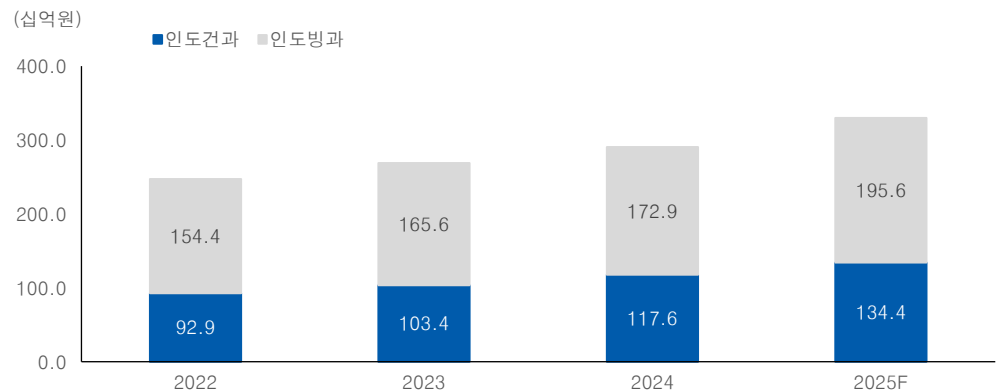
1. 인도 시장 중심의 해외사업 고성장

롯데웰푸드의 중장기 핵심 성장동력은 인도 시장이다. 2025년 2월 인도 푸네 신공장 가동으로 **빙과의 생산능력이 기존 대비 2.5배 이상 확대**되었으며, 같은 해 7월부터는 하리아나주 공장에 **빠빠로 신규 생산라인(연간 CAPA 400~500억 원 규모)**을 추가하며 본격적인 매출 성장에 나설 계획이다.

인도 빙과 시장은 현재 중국 시장 규모의 약 1/7 수준에 불과해 성장 잠재력이 매우 크다. 당사는 이미 인도 서부 지역에서 1위 빙과 브랜드인 하브모어(Havmor)를 보유하고 있으며, 롯데크런치(돼지바), 샤크바(조스바) 등 프리미엄 제품을 출시해 브랜드 경쟁력을 강화하고 있다. 또한 2025년 1분기 중 빙과와 제과 법인을 하나로 통합하는 'One India' 전략을 통해 생산 및 물류 효율성을 더욱 높일 계획이다.

이 같은 전략적 투자와 사업 확장을 바탕으로 동사드는 2025년 인도 법인의 매출 성장률 15%, 2030년까지 연 매출 1조 원 달성을 목표로 하는 등 장기적인 성장 기반을 확실히 구축하고 있다.

롯데웰푸드 인도 법인 매출액 추이



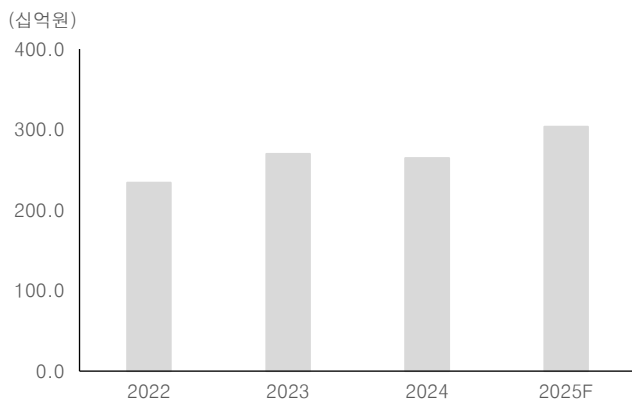
자료: 롯데웰푸드, 유안타증권 리서치센터

2. 카자흐스탄·러시아: 소비 회복과 실적 반등

카자흐스탄과 러시아 법인은 현지 소비 회복에 힘입어 최근 실적 반등세를 보이고 있다. 2024년 4분기 기준 카자흐스탄 법인은 매출이 전년 동기 대비 14%, 러시아 법인은 7% 증가하며 뚜렷한 개선세를 나타냈다. 특히 카자흐스탄 법인은 현지 맞춤형 제품 확대와 인지도 상승 효과로 매출 성장이 가속화되고 있으며, 러시아 법인 역시 주요 제품의 지속적인 수요 증가와 함께 점진적인 회복세를 보이고 있다.

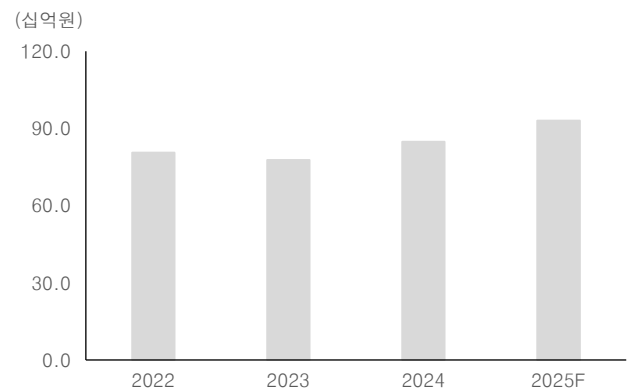
현재 러시아-우크라이나 전쟁 장기화로 인해 루블화 환율 변동성이 높아 원가 부담이 여전히 존재한다. 그러나 전쟁 종식 시 러시아 루블화 안정화와 더불어 서유럽 및 중앙아시아로의 수출 재개가 가능해질 전망이다. 이 경우 원가 절감과 수익성 개선뿐만 아니라 신규 시장 개척에 따른 추가적인 실적 상승 효과도 기대할 수 있다. 따라서 전쟁 종결은 러시아 및 카자흐스탄 법인의 중장기적 성장에 중요한 모멘텀으로 작용할 가능성이 높다.

롯데웰푸드 카자흐스탄 법인 매출액 추이



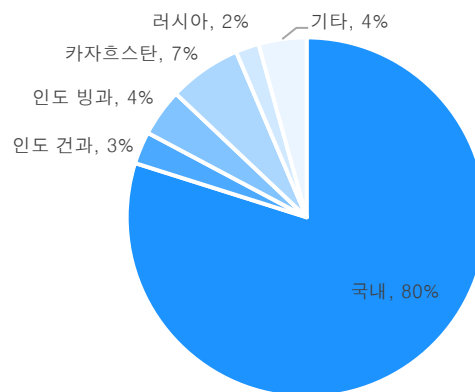
자료: 롯데웰푸드, 유안타증권 리서치센터

롯데웰푸드 러시아 법인 매출액 추이



자료: 롯데웰푸드, 유안타증권 리서치센터

롯데웰푸드 지역별 매출 비중



자료: 롯데웰푸드, 유안타증권 리서치센터

3. 국내 시장의 제품 믹스 개선 및 수익성 강화

롯데웰푸드는 국내 시장에서 2025년 초부터 초콜릿 제품 26종의 평균 판매가격을 약 9.5% 인상하여 원자재 가격 상승 부담을 소비자 가격으로 일부 전가했다. 가격 인상 초기 소비자 반응은 비교적 안정적인 편이며, 이에 따라 국내 OPM은 2025년 약 4% 수준으로 개선될 것으로 예상된다.

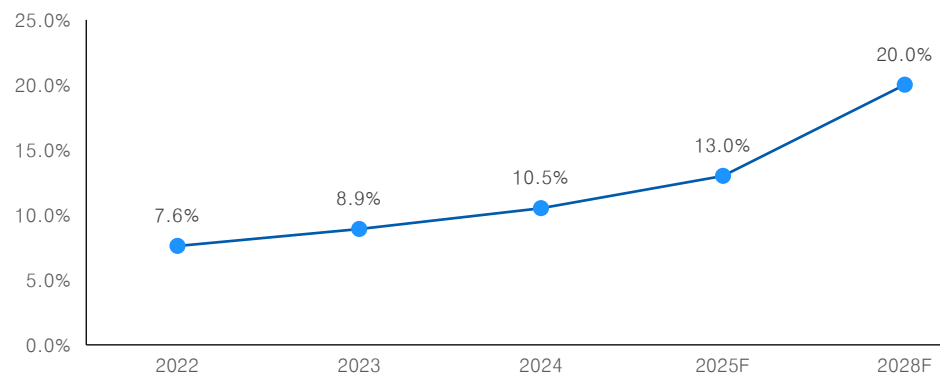
또한 고부가가치 제품군인 H&W(Health & Wellness)의 매출 비중을 기존 11%에서 2025년 약 13%까지 확대할 계획이다. 롯데웰푸드는 이미 국내 H&W 시장에서 약 40% 이상의 점유율을 확보하고 있으며, 무설탕 초코파이, 단백질 강화 웨이퍼 등 차별화된 프리미엄 제품으로 시장 우위를 더욱 확고히 하고 있다. 여기에 국내 생산시설 구조조정(증평공장 매각, 청주공장 정리 등)을 통해 효율성을 높이고 원가를 절감해 중장기적으로 수익성을 더욱 개선할 전망이다.

롯데웰푸드 2025년 가격인상 현황

법인(국가)	가격인상 대상	인상률(%)	시행 일정
한국	건빙과 26종	9.5%	2025년 2월
인도(하브모어)	품목 검토 중	5~10%	2025년 1분기 중
카자흐스탄	전 품목	10%	2025년 3월
벨기에	전 품목	25%	2025년 1월

자료: 유안타증권 리서치센터

롯데웰푸드 국내 H&W 제품 매출 비중 추이



자료: 롯데웰푸드, 유안타증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 150,000원 제시

롯데웰푸드에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 150,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 8,843원에 최근 5년 평균 PER 인 17배를 적용해 산정했다.

동사의 2025년 매출액은 4조 2,375억 원(YoY +4.8%), 영업이익은 1,829억 원(YoY +16.4%, OPM 4.3%)을 전망한다. 주요 해외 법인의 견조한 성장세가 지속되고, 국내 가격 인상과 제품 믹스 개선 효과로 수익성 회복이 본격화될 것으로 기대된다.

현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 약 13배 수준으로, 주요 Peer 기업인 오리온(10배) 대비 프리미엄 상태이나 동사의 최근 5년 평균 PER 17배와 비교하면 여전히 저평가된 수준이다. 특히 인도 등 해외법인의 높은 성장과 국내 영업이익률 개선이 점차 현실화되고 있어 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분하다.

또한, 동사는 2025년 4월 29일부터 자사주 13만 주 소각을 진행할 예정이며, 이에 따라 상장주식수 감소 효과로 주당가치(EPS)가 상승할 전망이다. 러시아-우크라이나 전쟁 종식 등 외부 여건 개선 시 추가적인 목표주가 상향 가능성도 열려 있다.

롯데웰푸드 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액		951.1	1,044.2	1,078.5	970.5	977.8	1,090.6	1,131.6	1,037.5	4,066.4	4,044.3	4,237.5
국내		764.0	836.6	879.8	749.7	762.0	849.6	905.1	781.1	3,300.8	3,230.2	3,297.8
	건과	281.4	261.1	273.1	288.8	282.8	266.3	284.0	303.3	1,087.5	1,104.5	1,136.4
	빙과	106.6	196.5	222.4	84.5	106.1	200.5	229.1	87.9	608.8	610.1	623.5
	유지	110.4	115.2	112.6	113.9	104.9	116.3	114.8	119.6	471.3	452.0	455.6
	기타	265.5	263.8	271.8	262.5	268.2	266.4	277.2	270.4	1,133.1	1,063.7	1,082.3
해외		197.2	219.4	208.0	232.1	225.0	251.5	237.3	266.5	800.5	856.7	980.3
	인도 건과	30.3	26.2	31.6	29.6	34.5	29.6	35.7	34.6	103.4	117.6	134.4
	인도 빙과	34.3	69.6	37.9	31.1	37.7	77.9	43.5	36.4	165.6	172.9	195.6
	카자흐스탄	66.3	56.7	58.2	83.4	76.3	64.8	66.8	95.5	269.7	264.6	303.3
	러시아	19.9	21.3	22.2	21.5	21.7	23.6	24.4	23.4	77.7	84.8	93.1
	기타	46.4	45.6	58.2	66.6	54.8	55.6	66.9	76.6	184.1	216.8	253.8
연결조정		-10.1	-11.8	-9.4	-11.3	-9.2	-10.4	-10.9	-10.1	-34.8	-42.7	-40.6
% YoY		-0.9%	0.3%	-0.7%	-0.9%	2.8%	4.4%	4.9%	6.9%	-0.9%	-0.5%	4.8%
국내		-1.7%	-0.6%	-1.7%	-4.6%	-0.3%	1.5%	2.9%	4.2%	-0.4%	-2.1%	2.1%
	건과	6.0%	4.3%	0.7%	-3.8%	0.5%	2.0%	4.0%	5.0%	7.9%	1.6%	2.9%
	빙과	-0.2%	6.0%	-0.5%	-9.2%	-0.5%	2.0%	3.0%	4.0%	3.1%	0.2%	2.2%
	유지	-6.3%	0.9%	2.4%	-12.0%	-5.0%	1.0%	2.0%	5.0%	-13.9%	-4.1%	0.8%
	기타	-7.6%	-9.5%	-6.5%	-0.4%	1.0%	1.0%	2.0%	3.0%	-3.1%	-6.1%	1.7%
해외		3.3%	5.6%	4.4%	14.6%	14.1%	14.6%	14.1%	14.8%	0.7%	7.0%	14.4%
	인도 건과	18.8%	17.1%	9.4%	10.9%	14.0%	12.8%	13.0%	17.0%	11.4%	13.8%	14.2%
	인도 빙과	-2.1%	9.2%	-2.9%	11.9%	10.0%	12.0%	15.0%	17.0%	7.3%	4.4%	13.2%
	카자흐스탄	1.1%	-15.3%	-8.8%	13.7%	15.0%	14.3%	14.7%	14.5%	15.4%	-1.9%	14.6%
	러시아	3.1%	13.7%	13.4%	6.6%	9.2%	10.7%	10.0%	9.1%	-3.6%	9.1%	9.8%
	기타	2.1%	26.8%	21.2%	21.9%	18.0%	22.0%	15.0%	15.0%	-21.2%	17.8%	17.1%
% 매출비중												
국내		80.3%	80.1%	81.6%	77.2%	77.9%	77.9%	80.0%	75.3%	81.2%	79.9%	77.8%
	건과	29.6%	25.0%	25.3%	29.8%	28.9%	24.4%	25.1%	29.2%	26.7%	27.3%	26.8%
	빙과	11.2%	18.8%	20.6%	8.7%	10.8%	18.4%	20.2%	8.5%	15.0%	15.1%	14.7%
	유지	11.6%	11.0%	10.4%	11.7%	10.7%	10.7%	10.1%	11.5%	11.6%	11.2%	10.8%
	기타	27.9%	25.3%	25.2%	27.0%	27.4%	24.4%	24.5%	26.1%	27.9%	26.3%	25.5%
해외		20.7%	21.0%	19.3%	23.9%	23.0%	23.1%	21.0%	25.7%	19.7%	21.2%	23.1%
	인도 건과	3.2%	2.5%	2.9%	3.0%	3.5%	2.7%	3.2%	3.3%	2.5%	2.9%	3.2%
	인도 빙과	3.6%	6.7%	3.5%	3.2%	3.9%	7.1%	3.8%	3.5%	4.1%	4.3%	4.6%
	카자흐스탄	7.0%	5.4%	5.4%	8.6%	7.8%	5.9%	5.9%	9.2%	6.6%	6.5%	7.2%
	러시아	2.1%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	1.9%	2.1%	2.2%
	기타	4.9%	4.4%	5.4%	6.9%	5.6%	5.1%	5.9%	7.4%	4.5%	5.4%	6.0%
영업이익		37.3	63.3	76.0	-19.6	38.9	48.6	48.8	46.6	177.0	157.1	182.9
% YoY		100.6%	30.3%	-5.7%	적전	4.3%	-23.2%	-35.8%	흑전	29.9%	-11.3%	16.4%
% 영업이익률		3.9%	6.1%	7.1%	-2.0%	4.0%	4.5%	4.3%	4.5%	4.4%	3.9%	4.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

롯데웰푸드 (280360) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,203	4,066	4,044	4,237	4,476
매출원가	2,291	2,935	2,849	3,056	3,160
매출총이익	912	1,132	1,195	1,182	1,316
판매비	800	955	1,038	999	1,066
영업이익	112	177	157	183	250
EBITDA	266	368	320	323	370
영업외손익	-61	-67	-49	-72	-63
외환관련 손익	-13	-15	0	0	0
이자손익	-20	-30	-24	-17	-10
관계기업관련손익	-2	-1	1	1	1
기타	-27	-22	-27	-56	-54
법인세비용차감전순이익	52	110	108	111	187
법인세비용	8	42	29	31	54
계속사업순손익	44	68	79	80	133
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	68	79	80	133
지배지분순이익	47	71	82	83	138
포괄순이익	41	52	63	64	117
지배지분포괄이익	46	51	61	63	114

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	94	453	288	250	273
당기순이익	44	68	79	80	133
감가상각비	139	175	149	127	108
외환손익	11	11	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	2	1	-1	-1	-1
자산부채의 증감	-144	97	-26	-62	-69
기타현금흐름	42	102	88	106	102
투자활동 현금흐름	-105	-237	36	35	40
투자자산	-34	-11	0	-3	-4
유형자산 증가 (CAPEX)	-127	-325	0	0	0
유형자산 감소	2	68	0	0	0
기타현금흐름	54	31	36	38	44
재무활동 현금흐름	33	-35	-118	-117	-117
단기차입금	107	-33	0	1	1
사채 및 장기차입금	340	105	0	0	0
자본	-47	0	0	0	0
현금배당	-11	-21	-27	-27	-27
기타현금흐름	-357	-86	-92	-92	-92
연결범위변동 등 기타	2	0	-5	-5	-4
현금의 증감	23	181	201	162	191
기초 현금	295	318	499	700	862
기말 현금	318	499	700	862	1,054
NOPLAT	112	177	157	183	250
FCF	-33	128	288	250	273

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

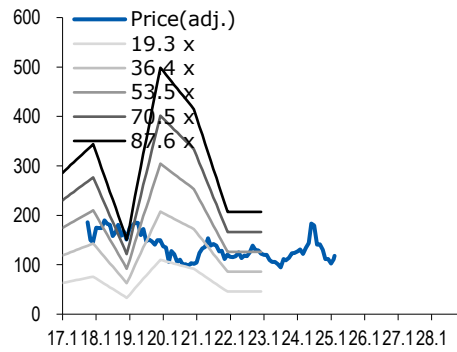
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,449	1,489	1,685	1,893	2,142
현금및현금성자산	318	499	700	862	1,054
매출채권 및 기타채권	369	358	357	374	395
재고자산	623	481	479	501	530
비유동자산	2,656	2,710	2,546	2,410	2,294
유형자산	1,853	1,976	1,827	1,700	1,593
관계기업등 지분관련자산	46	46	46	48	51
기타투자자산	92	60	59	61	62
자산총계	4,105	4,199	4,232	4,303	4,436
유동부채	921	932	929	953	983
매입채무 및 기타채무	415	415	413	432	457
단기차입금	106	69	69	69	69
유동성장기부채	308	362	362	362	362
비유동부채	1,073	1,124	1,123	1,133	1,145
장기차입금	198	110	110	110	110
사채	636	763	763	763	763
부채총계	1,994	2,056	2,053	2,086	2,128
지배지분	2,024	2,054	2,094	2,135	2,231
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
이익잉여금	499	529	584	641	753
비지배지분	88	88	85	82	77
자본총계	2,112	2,143	2,179	2,217	2,308
순차입금	883	757	557	392	196
총차입금	1,293	1,365	1,365	1,366	1,367

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	5,931	7,476	8,692	8,843	14,674
BPS	228,909	232,340	236,834	241,490	252,368
EBITDAPS	33,546	38,973	33,966	34,224	39,250
SPS	403,954	431,010	428,663	449,143	474,426
DPS	2,300	3,000	3,000	3,000	3,000
PER	20.5	15.0	12.8	13.4	8.0
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.2	5.2	5.3	4.9	3.7
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	49.3	26.9	-0.5	4.8	5.6	
영업이익 증가율 (%)	3.6	57.5	-11.3	16.4	36.8	
지배순이익 증가율 (%)	34.8	50.0	16.3	1.7	65.9	
매출총이익률 (%)	28.5	27.8	29.6	27.9	29.4	
영업이익률 (%)	3.5	4.4	3.9	4.3	5.6	
지배순이익률 (%)	1.5	1.7	2.0	2.0	3.1	
EBITDA 마진 (%)	8.3	9.0	7.9	7.6	8.3	
ROIC	4.3	4.1	4.4	5.8	8.1	
ROA	1.4	1.7	1.9	2.0	3.2	
ROE	2.9	3.5	4.0	3.9	6.3	
부채비율 (%)	94.4	96.0	94.2	94.1	92.2	
순차입금/자기자본 (%)	43.7	36.9	26.6	18.3	8.8	
영업이익/금융비용 (배)	4.0	3.7	3.2	3.7	5.0	

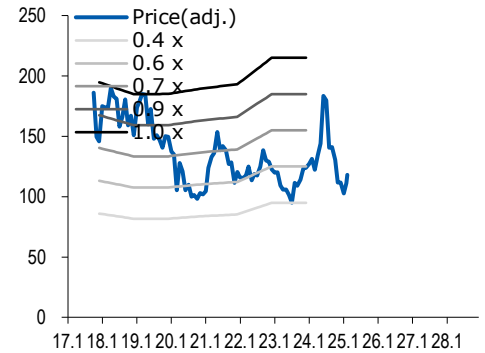
P/E band chart

(천 원)



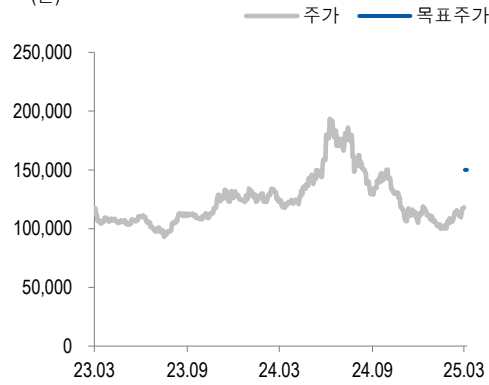
P/B band chart

(천 원)



롯데웰푸드 (280360) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	BUY	150,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

CJ제일제당 (097950)

글로벌 식품 리더로 도약

북미 만두·피자 시장 1위, 글로벌 성장 본격화

CJ제일제당이 북미 중심으로 글로벌 식품사업에서 뚜렷한 성장세를 보이고 있다. 2024년 식품사업 내 해외 매출 비중은 52%를 돌파하며 사상 최고치를 기록했다. 특히 북미 시장에서 비비고 만두는 41%의 점유율로 1위를 유지 중이며, 슈완스의 냉동피자 브랜드 레드바론 역시 점유율 20.8%로 네슬레를 제치고 미국 시장 1위에 올라섰다. 유럽에서는 까르푸, 테스코 등 대형 유통망 진입 확대를 통해 2024년 매출이 전년 대비 41% 증가했고, 동남아 역시 매출이 114% 급증하며 K-푸드 확산의 최대 수혜 기업으로 부상했다.

현지 생산기지 확장과 유통망 강화 전략

CJ제일제당은 글로벌 시장에서 생산기지 확장과 유통망 강화를 통해 추가 성장 기반을 마련하고 있다. 북미에서는 2027년 완공 예정인 사우스다코타 신공장(투자액 7,000억 원)을 통해 만두와 에그를 생산능력을 기존 대비 2배로 확대할 예정이다. 유럽에서는 2026년 완공되는 헝가리 신공장(투자액 1,000억 원)을 통해 현지 직접 생산체제를 구축하고 물류 효율을 극대화할 계획이다. 특히 베트남 생산기지를 활용해 미국향 에그를 수출을 2025년까지 48% 늘리는 등 글로벌 공급망을 최적화하여 수익성 개선을 본격화할 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 370,000원 커버리지 개시

2025년 CJ제일제당(대한통운 제외)의 예상 매출액은 18조 5,668억 원(YoY +3.9%), 영업이익 1조 1,165억 원(YoY +8.1%, OPM 6.0%)을 전망한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 음식료 업종 평균 PER 10배를 적용한 370,000원을 제시한다. 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 7배로 업종 평균 대비 크게 저평가된 상태다. 북미 및 유럽 중심의 글로벌 식품사업 성장 가속화와 바이오 사업부의 수익성 개선을 감안할 때 현 주가의 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성은 충분하다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,490	2.8	1.0	7,503	-0.2
영업이익	377	26.5	-9.4	387	-2.6
세전계속사업이익	-74	적전	적전	254	-129.0
지배순이익	-201	적전	적전	150	-233.6
영업이익률 (%)	5.0	+0.9 %pt	-0.6 %pt	5.2	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	-2.7	적전	적전	2.0	-4.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	30,080	29,023	29,359	30,392
영업이익	1,665	1,292	1,553	1,703
지배순이익	596	386	148	561
PER	10.0	12.3	27.3	7.0
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.7	6.7	5.8	5.3
ROE	9.3	5.6	2.1	7.4

자료: 유안타증권



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 370,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (3/10) 259,000원

상승여력 43%

시가총액	38,990억원
총발행주식수	16,381,619주
60일 평균 거래대금	145억원
60일 평균 거래량	57,996주
52주 고/저	398,000원 / 232,500원
외인지분율	22.47%
배당수익률	1.70%
주요주주	CJ 외 8인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.6	(2.3)	(9.9)
상대	1.6	(8.1)	(6.1)
절대 (달러환산)	3.5	(4.0)	(18.1)

투자 포인트

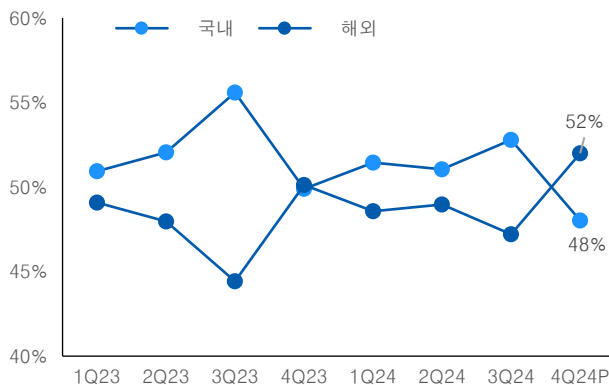
1. 북미 만두 & 피자 M/S 1위

CJ 제일제당은 북미를 중심으로 글로벌 시장에서 강력한 성장세를 보이고 있다. 2024년 4분기 기준 식품 사업 내 해외 매출 비중이 52%를 넘어서며 역대 최고치를 기록했으며, 북미·유럽·오세아니아 등 주요 시장에서 매출이 크게 확대됐다.

특히 북미 시장은 동사의 핵심 성장축이다. 2024년 북미 매출은 4.7조 원을 기록하며 최근 5년간 연평균 성장률(CAGR) 12%를 달성했다. 비비고(Bibigo) 만두는 미국 냉동만두 시장에서 점유율 41%를 차지하며 1위를 확고히 유지하고 있으며, 2위 아지노모토(Ling Ling)와 격차를 더욱 벌리고 있다. 또한 2019년 인수한 슈완스(Schwan's)의 피자 브랜드 레드바론(Red Baron)은 미국 냉동피자 시장에서 점유율 20.8%로 네슬레의 디조르노(DiGiorno, 18.3%)를 제치고 1위를 달성했다.

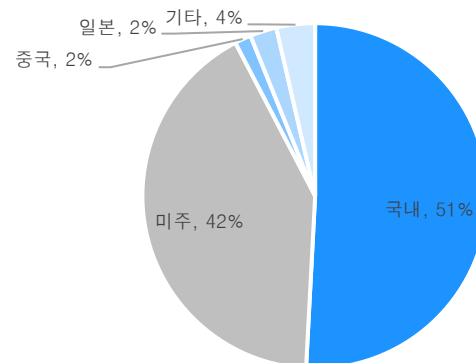
유럽 및 오세아니아 시장에서도 성장이 가속화되고 있다. 2024년 유럽 시장 매출은 전년 대비 41% 증가한 1,000억 원을 돌파했으며, 프랑스·스페인 등 신규 시장에서 까르푸(Carrefour), 테스코(Tesco)와 같은 대형 유통망 진출 확대가 성장을 견인했다. 호주 시장에서도 Coles, IGA 등 주요 유통 채널에 80% 이상 입점하며 시장 점유율을 지속적으로 높이고 있다. 동남아 시장은 K-푸드 열풍에 힘입어 2024년 매출이 전년 대비 114% 급증하며 새로운 성장 동력으로 부상하고 있다.

CJ 제일제당 식품 내 해외 비중 추이



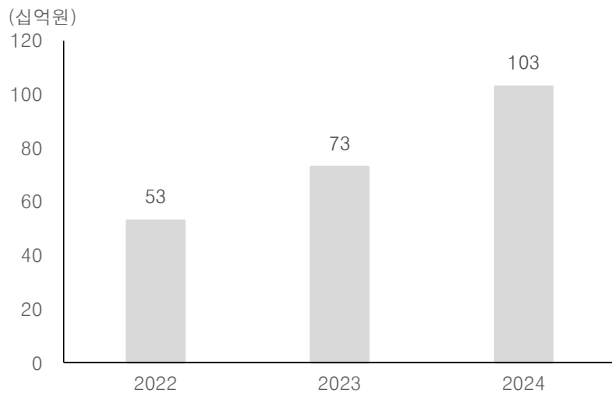
자료: CJ 제일제당, 유안타증권 리서치센터

CJ 제일제당 식품 국가별 매출 비중



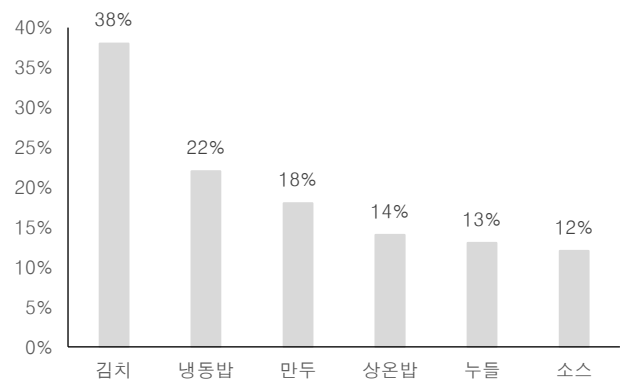
자료: CJ 제일제당, 유안타증권 리서치센터

CJ제일제당 유럽 매출 추이



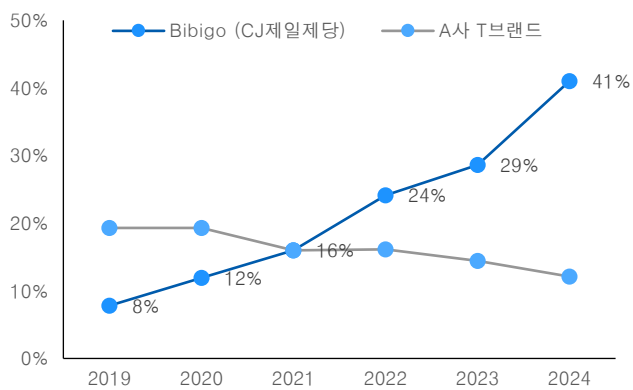
자료: CJ제일제당, 유안타증권 리서치센터

CJ제일제당 2024년 해외 GSP 매출 YoY 성장률



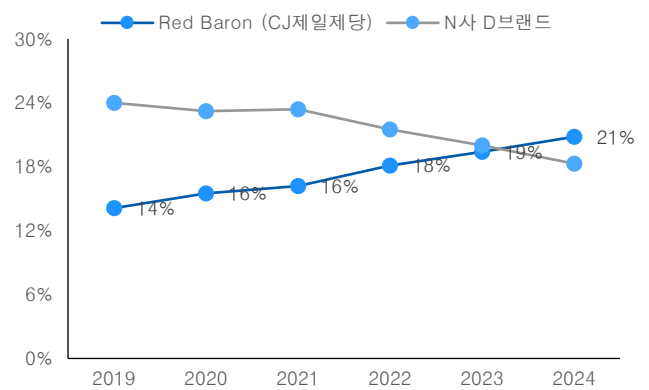
자료: CJ제일제당, 유안타증권 리서치센터

B2C 그로서리 만두 브랜드 점유율



자료: Circana, 유안타증권 리서치센터

B2C 그로서리 피자 브랜드 점유율



자료: Circana, 유안타증권 리서치센터

2. 현지 생산기지 확장 & 유통망 강화

CJ 제일제당은 글로벌 시장 점유율 확대를 목표로 현지 생산기지 확장과 유통망 확대를 적극적으로 추진하고 있다. 이를 통해 물류비 절감, 공급 안정성 확보, 환율 리스크 완화 등 다양한 효과를 기대할 수 있다.

북미에서는 사우스다코타 신공장(2027년 완공, 투자액 7,000억 원)을 건설하여 찐만두와 에그롤 생산라인을 구축하고 있다. 이 공장은 북미 최대 규모의 아시안 푸드 제조시설로 자리 잡으며, 2030년까지 미국 내 만두와 에그롤 매출을 현재의 2배 수준으로 끌어올릴 계획이다. 유럽에서는 헝가리 신공장(2026년 완공, 투자액 1,000억 원)을 통해 비비고 만두와 치킨 제품을 현지에서 직접 생산함으로써 물류비와 리드타임을 단축하여 효율성을 극대화할 예정이다.

또한 CJ 제일제당은 국가 간 생산·공급을 최적화하는 C2C(Country-to-Country) 전략을 활용하여 베트남 생산기지를 적극 활용하고 있다. 베트남에서 생산된 에그롤을 미국으로 수출하는 물량을 2025년까지 전년 대비 48% 확대할 계획이며, 이를 통해 원가 경쟁력을 높이고 글로벌 공급망의 효율성을 더욱 강화할 전망이다.

유통망 확대 역시 중요한 전략으로, 미국에서는 월마트(Walmart), 크로거(Kroger), 코스트코(Costco) 등 주요 유통 채널과 안정적으로 협력하고 있으며, 유럽에서는 까르푸(Carrefour), 테스코(Tesco) 등 대형 유통사와의 협력을 확대하고 있다. 호주 시장에서도 Coles, IGA 등 주요 대형마트 입점을 통해 소비자 접근성을 지속적으로 높이고 있다.

CJ제일제당 미국, 유럽 신공장 건설 계획

미국 아시안 신기지	유럽 헝가리 공장
- 사우스다코다 수폴스에 부지 규모 57.5만m² 신공장 건설, '27년 중 가동 - 만두(스팀덤플링), 에그롤 설비 예정 '30년까지 미국 만두/롤 매출 약 2배 성장 전망('23년 대비)	- 부다페스트 근교 두나버르사니에 부지 규모 11.5만m²로 조성, '26년 하반기 가동 - 만두 및 치킨 라인 건설 예정

자료: CJ 제일제당, 유안타증권 리서치센터

3. 바이오, 라이신 가격 상승과 고부가가치 사업 확대

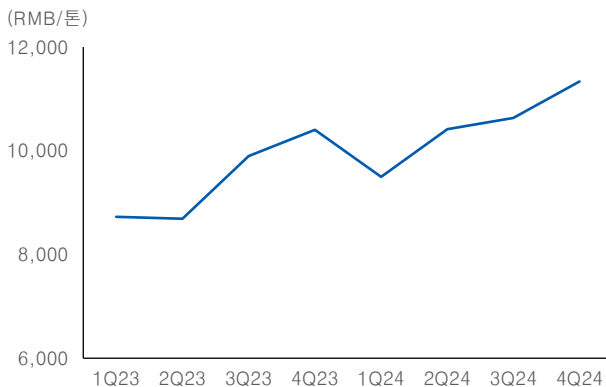
CJ 제일제당 바이오 사업부는 최근 대형 아미노산 시장의 환경 변화로 인해 실적 개선이 기대된다. 특히 2024년 유럽연합(EU)이 중국산 라이신에 대해 최대 65%의 반덤핑 관세를 부과하면서, 중국 업체들의 유럽 시장 내 공급이 급격히 위축되고 있다. 이로 인해 유럽 내 라이신 공급 부족이 발생하며 가격이 상승세로 전환되었고, 1Q25 라이신 가격은 QoQ +30% 상승세를 나타내는 중이다.

동사는 중국 외 지역에 다수의 글로벌 생산기지를 보유하고 있어 이번 관세 부과의 직접적인 손해가 가능하다. 특히 유럽 시장 내 점유율을 확대하며 올해 상반기부터 바이오 사업부의 영업이익률 개선이 본격화될 것으로 전망된다.

또한 바이오 사업 내에서 고부가가치 스페셜 아미노산 사업을 확대하며, 수익성 개선과 사업 구조 전환을 적극 추진하고 있다. 스페셜티 아미노산 및 프리미엄 제품군 매출 확대를 통해 대형 아미노산 시장의 변동성 리스크를 완화하는 전략을 전개하고 있다. 한편, 글로벌 헬스케어 시장 진입을 위해 바이오헬스 사업을 강화하고 있으며, 생분해 플라스틱(PHA) 등 친환경 바이오소재 사업에도 적극 진출하고 있다.

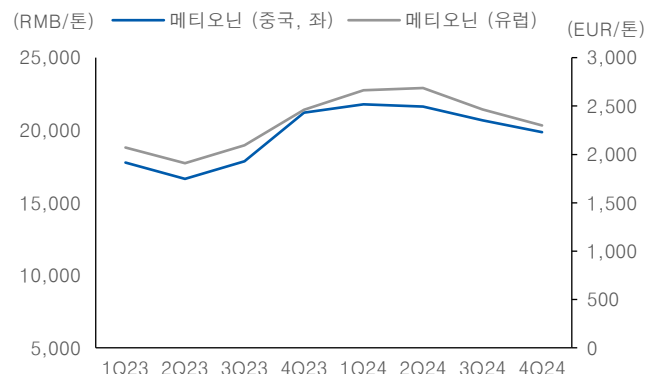
이러한 사업 다각화를 통해 CJ 제일제당의 바이오 사업부는 단순한 원료 공급 기업에서 고부가가치 중심의 글로벌 바이오 기업으로 진화하고 있으며, 중장기적으로 안정적인 수익성 개선과 성장 동력을 동시에 확보할 전망이다.

라이신(중국) 가격 추이



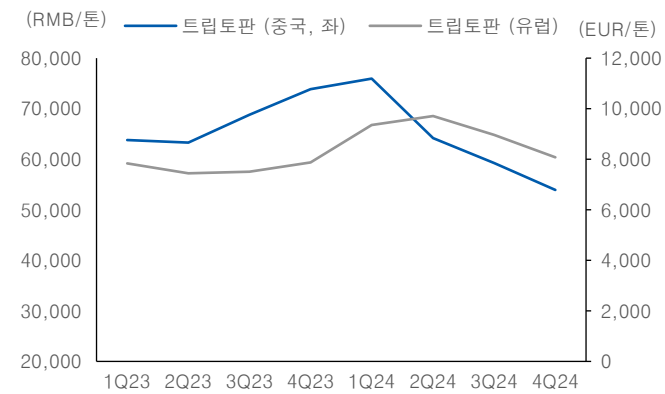
자료: CJ 제일제당, 유안타증권 리서치센터

메티오닌 가격 추이



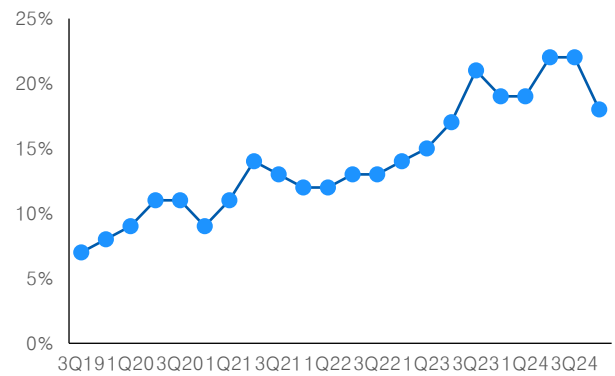
자료: CJ 제일제당, 유안타증권 리서치센터

트립토판 가격 추이



자료: CJ 제일제당, 유안타증권 리서치센터

CJ 제일제당 바이오 스페셜티 제품 매출 비중 추이



자료: CJ 제일제당, 유안타증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 370,000원 커버리지 개시

CJ 제일제당에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 370,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 36,775원에 음식료 업종 평균 PER 인 10배를 적용했다.

2025년 CJ 제일제당(대한통운 제외 기준)의 실적은 매출액 18조 5,668억 원(YoY +3.9%), 영업이익 1조 1,165억 원(YoY +8.1%, OPM 6.0%)으로 예상된다. 글로벌 식품사업의 지속적인 성장과 바이오 및 Feed&Care 사업부의 수익성 개선이 실적 증가를 이끌 전망이다.

현재 주가는 2025년 예상 PER 기준 7배 수준으로 음식료 업종 평균 대비 크게 저평가돼 있다. 국내 식품사업 성장 둔화 우려가 밸류에이션 하락의 주요 원인이나, 해외사업의 안정적 성장과 바이오 부문의 수익성 회복을 감안할 때 현 주가는 과도하게 할인된 것으로 판단된다.

CJ 제일제당 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액		7,216.0	7,238.7	7,414.3	7,490.2	7,431.3	7,468.8	7,700.1	7,791.4	29,023.5	29,359.1	30,391.5
(대한통운 제외)		4,444.2	4,331.4	4,620.4	4,475.0	4,572.7	4,478.8	4,829.9	4,685.4	17,890.3	17,871.0	18,566.8
식품		2,831.5	2,705.1	2,972.1	2,844.3	2,931.3	2,860.2	3,177.2	3,044.7	11,264.3	11,353.0	12,013.4
- 국내		1,456.3	1,380.7	1,569.0	1,365.6	1,450.0	1,435.3	1,656.5	1,423.7	5,878.2	5,771.6	5,965.5
소재		434.6	513.9	513.3	437.0	433.4	516.5	516.4	439.4	2,173.4	1,898.8	1,905.7
가공		1,021.7	866.8	1,055.7	928.6	1,016.6	918.8	1,140.2	984.3	3,704.8	3,872.8	4,059.9
- 해외		1,375.2	1,324.4	1,403.1	1,478.7	1,481.3	1,424.9	1,520.7	1,620.9	5,386.1	5,581.4	6,047.8
미주		1,175.1	1,114.9	1,174.4	1,249.4	1,255.0	1,187.4	1,268.4	1,361.8	4,380.7	4,713.8	5,072.6
중국		43.0	44.2	43.9	43.4	43.5	45.1	44.3	45.4	329.0	174.5	178.3
일본		63.4	68.1	78.0	73.3	70.4	72.9	81.9	79.8	323.6	282.8	305.0
기타		93.7	97.2	106.8	112.6	112.4	119.6	126.1	133.9	352.8	410.3	492.0
바이오		1,021.6	1,056.4	1,069.4	1,062.1	1,057.4	1,077.1	1,093.0	1,088.6	4,134.3	4,209.5	4,316.1
Feed&Care		591.1	569.9	578.9	568.6	584.0	541.5	559.7	552.1	2,491.7	2,308.5	2,237.3
대한통운		2,921.4	3,059.2	2,975.8	3,160.3	3,008.3	3,141.9	3,052.1	3,251.1	11,767.9	12,116.7	12,453.4
기타조정		-149.7	-151.9	-181.9	-145.1	-149.7	-151.9	-181.9	-145.1	-634.7	-628.6	-628.6
% YoY		2.0%	0.3%	-0.4%	2.8%	3.0%	3.2%	3.9%	4.0%	-3.5%	1.2%	3.5%
(대한통운 제외)		0.8%	-2.1%	-1.1%	2.0%	2.9%	3.4%	4.5%	4.7%	-4.7%	-0.1%	3.9%
식품		2.6%	-1.0%	-1.1%	2.8%	3.5%	5.7%	6.9%	7.0%	1.4%	0.8%	5.8%
- 국내		3.6%	-2.9%	-6.1%	-1.0%	-0.4%	4.0%	5.6%	4.3%	-0.8%	-1.8%	3.4%
소재		-19.2%	-11.5%	-16.8%	-0.3%	-0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	-4.1%	-12.6%	0.4%
가공		17.7%	3.1%	0.2%	-1.4%	-0.5%	6.0%	8.0%	6.0%	1.3%	4.5%	4.8%
- 해외		1.6%	1.1%	5.1%	6.6%	7.7%	7.6%	8.4%	9.6%	4.0%	3.6%	8.4%
미주		9.1%	7.5%	7.6%	6.3%	6.8%	6.5%	8.0%	9.0%	8.6%	7.6%	7.6%
중국		-60.9%	-57.3%	-34.8%	-10.1%	1.2%	2.0%	1.0%	4.5%	-28.1%	-47.0%	2.2%
일본		-27.5%	-22.7%	-5.9%	12.6%	11.0%	7.0%	5.0%	8.9%	-12.1%	-12.6%	7.8%
기타		18.0%	18.5%	14.6%	14.7%	20.0%	23.0%	18.1%	18.9%	10.2%	16.3%	19.9%
바이오	소재	3.0%	1.0%	1.1%	2.3%	3.5%	2.0%	2.2%	2.5%	-14.8%	1.8%	2.5%
Feed&Care		-10.0%	-11.7%	-5.0%	-2.1%	-1.2%	-5.0%	-3.3%	-2.9%	-11.7%	-7.4%	-3.1%
대한통운		4.0%	3.3%	1.3%	3.3%	3.0%	2.7%	2.6%	2.9%	-3.0%	3.0%	2.8%
영업이익		375.9	383.6	416.2	377.3	400.0	420.8	442.7	439.2	1,291.6	1,553.0	1,702.6
% YoY		48.7%	11.3%	5.1%	26.5%	6.4%	9.7%	6.4%	16.4%	-22.4%	20.2%	9.6%
(대한통운 제외)		267.1	269.0	276.4	219.9	291.3	272.8	294.8	257.6	819.5	1,032.4	1,116.5
식품		184.5	135.9	161.3	138.4	179.9	144.7	164.8	145.6	654.6	620.1	635.1
바이오		97.8	90.9	84.0	58.4	103.2	104.1	105.0	82.1	251.3	331.1	394.3
Feed&Care		-15.2	1.9	3.2	23.1	8.2	24.0	25.0	30.0	-86.4	13.0	87.2
대한통운		109.4	125.4	141.6	154.4	118.3	138.9	149.5	177.6	480.2	530.8	584.3
기타조정		-0.5	-10.8	-1.8	3.0	-9.6	9.1	-1.7	4.0	-8.1	-10.2	1.8
% 영업이익률		5.2%	5.3%	5.6%	5.0%	5.4%	5.6%	5.7%	5.6%	4.5%	5.3%	5.6%
(대한통운 제외)		6.0%	6.2%	6.0%	4.9%	6.4%	6.1%	6.1%	5.5%	4.6%	5.8%	6.0%
식품		6.5%	5.0%	5.4%	4.9%	6.1%	5.1%	5.2%	4.8%	5.8%	5.5%	5.3%
바이오		9.6%	8.6%	7.9%	5.5%	9.8%	9.7%	9.6%	7.5%	6.1%	7.9%	9.1%
Feed&Care		-2.6%	0.3%	0.5%	4.1%	1.4%	4.4%	4.5%	5.4%	-3.5%	0.6%	3.9%
대한통운		3.7%	4.1%	4.8%	4.9%	3.9%	4.4%	4.9%	5.5%	4.1%	4.4%	4.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	30,080	29,023	29,359	30,392	31,954
매출원가	23,525	22,971	22,867	23,718	24,888
매출총이익	6,555	6,053	6,492	6,673	7,066
판매비	4,890	4,761	4,939	4,971	5,259
영업이익	1,665	1,292	1,553	1,703	1,807
EBITDA	3,068	2,834	2,899	2,878	2,833
영업외손익	-419	-560	-942	-604	-461
외환관련손익	-99	3	-45	0	0
이자손익	-329	-459	-433	-391	-343
관계기업관련손익	29	20	25	10	30
기타	-19	-123	-489	-224	-148
법인세비용차감전순이익	1,246	732	611	1,098	1,345
법인세비용	443	173	244	235	287
계속사업순이익	803	559	228	863	1,059
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	803	559	228	863	1,059
지배지분순이익	596	386	148	561	688
포괄순이익	978	616	285	920	1,115
지배지분포괄이익	772	405	187	605	733

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,627	2,445	2,420	2,734	2,655
당기순이익	803	559	228	863	1,059
감가상각비	1,254	1,380	1,193	1,031	891
외환손익	0	0	45	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	-25	-10	-30
자산부채의 증감	-1,134	-155	-373	-450	-509
기타현금흐름	705	660	1,352	1,300	1,244
투자활동 현금흐름	-1,498	-703	309	329	360
투자자산	-72	-68	-7	-21	-32
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,443	-1,124	0	0	0
유형자산 감소	134	108	0	0	0
기타현금흐름	-118	381	316	350	392
재무활동 현금흐름	552	-1,658	-1,278	-1,272	-1,268
단기차입금	1,479	-337	3	9	14
사채 및 장기차입금	643	-112	0	0	0
자본	13	94	0	0	0
현금배당	-180	-141	-88	-88	-88
기타현금흐름	-1,404	-1,162	-1,193	-1,194	-1,194
연결범위변동 등 기타	20	-27	66	147	203
현금의 증감	700	56	1,516	1,938	1,950
기초 현금	1,097	1,797	1,854	3,370	5,308
기말 현금	1,797	1,854	3,370	5,308	7,259
NOPLAT	1,665	1,292	1,553	1,703	1,807
FCF	184	1,321	2,420	2,734	2,655

자료: 유안타증권

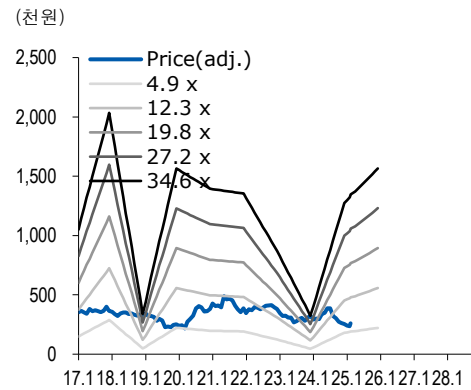
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,788	9,580	11,193	13,406	15,773
현금및현금성자산	1,797	1,854	3,370	5,308	7,259
매출채권 및 기타채권	3,136	2,941	2,982	3,087	3,245
재고자산	3,201	2,649	2,680	2,774	2,917
비유동자산	20,225	20,026	18,684	17,530	16,536
유형자산	11,913	11,875	10,683	9,651	8,760
관계기업 등 지분관련 자산	291	306	309	320	337
기타투자자산	747	816	820	830	846
자산총계	30,013	29,606	29,877	30,937	32,309
유동부채	9,750	9,556	9,612	9,784	10,045
매입채무 및 기타채무	4,140	3,314	3,352	3,470	3,649
단기차입금	2,843	2,472	2,472	2,472	2,472
유동성장기부채	1,991	2,235	2,235	2,235	2,235
비유동부채	8,735	8,271	8,289	8,344	8,428
장기차입금	1,773	1,446	1,446	1,446	1,446
사채	3,529	3,476	3,476	3,476	3,476
부채총계	18,484	17,826	17,900	18,128	18,473
지배지분	6,756	7,152	7,268	7,798	8,455
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,129	1,223	1,223	1,223	1,223
이익잉여금	5,452	5,731	5,792	6,264	6,864
비지배지분	4,773	4,628	4,708	5,010	5,381
자본총계	11,529	11,780	11,977	12,808	13,835
순차입금	9,731	9,490	7,973	6,032	4,078
총차입금	12,131	11,682	11,685	11,695	11,709

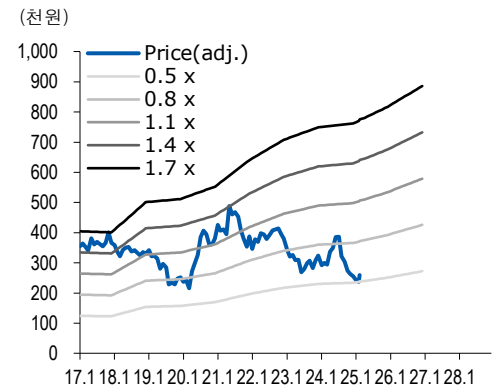
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	39,097	25,147	9,356	36,775	45,223
BPS	421,621	446,325	453,615	486,665	527,652
EBITDAPS	187,283	172,979	176,940	175,660	172,965
SPS	1,836,175	1,771,710	1,792,196	1,855,222	1,950,595
DPS	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
PER	10.0	12.3	27.3	7.0	5.7
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.7	6.7	5.8	5.3	4.8
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	14.4	-3.5	1.2	3.5	5.1
영업이익 증가율 (%)	9.2	-22.4	20.2	9.6	6.1
지배순이익 증가율 (%)	-2.8	-35.2	-61.6	278.5	22.7
매출총이익률 (%)	21.8	20.9	22.1	22.0	22.1
영업이익률 (%)	5.5	4.5	5.3	5.6	5.7
지배순이익률 (%)	2.0	1.3	0.5	1.8	2.2
EBITDA 마진 (%)	10.2	9.8	9.9	9.5	8.9
ROIC	5.8	5.2	5.2	8.0	9.2
ROA	2.1	1.3	0.5	1.8	2.2
ROE	9.3	5.6	2.1	7.4	8.5
부채비율 (%)	160.3	151.3	149.5	141.5	133.5
순차입금/자기자본 (%)	144.0	132.7	109.7	77.4	48.2
영업이익/금융비용 (배)	4.5	2.5	3.1	3.4	3.6

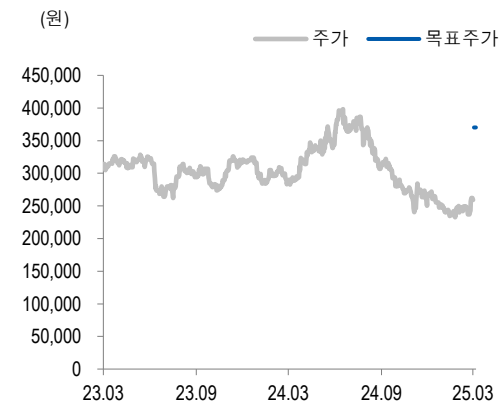
P/E band chart



P/B band chart



CJ 제일제당 (097950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	BUY	370,000	1년		
2022-04-01	BUY	560,000	1년	-29.26	-23.48

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

풀무원 (017810)

본격 턴어라운드 시작

미국 법인 흑자전환, 글로벌 수익성 개선의 출발점

풀무원의 글로벌 사업이 본격적인 수익성 개선 국면에 진입했다. 미국 법인은 2024년 4분기 최초로 흑자 전환에 성공하며 구조적 수익성 개선의 전환점을 맞이했다. 동사는 미국 내 두부 시장에서 67%의 독보적 점유율을 기반으로 신규 두부 제조라인(2025년 하반기 가동)을 추가 증설해 현지 생산량을 기존 대비 20% 늘릴 계획이다. 아시안 누들 및 K-스낵 등 제품 포트폴리오 확대와 미국 내 K-푸드 트렌드가 맞물려 향후 추가적인 점유율 상승과 안정적 수익성 확대가 가능할 전망이다. 미국 법인의 수익성 개선은 일본·중국·동남아 등 타 해외 법인의 수익성 개선에도 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다.

중국·일본 해외법인도 실적 턴어라운드

2025년은 풀무원 글로벌 법인의 전방위적 수익성 개선이 나타나는 원년이 될 전망이다. 중국 법인은 소비 회복 및 프리미엄 제품 비중 확대로 2025년 매출과 이익이 뚜렷하게 증가할 것으로 기대되며, 일본 법인은 고부가 신제품인 '두부바' 출시 등 건강식 트렌드를 반영한 신제품 전략을 통해 지속적인 이익률 개선이 예상된다. 동남아는 프랜차이즈 중심으로 브랜드 인지도 상승이 시작됐으며, 유럽 역시 현지 생산기지 구축을 고려한 전략적 접근을 펼치고 있어 글로벌 전 지역에서 본격적인 수익성 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 21,000원 커버리지 개시

풀무원의 2025년 매출액은 3조 5,191억 원(YoY +9.5%), 영업이익은 1,081억 원(YoY +18.8%, OPM 3.1%)으로 전망한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 14배를 적용해 산정한 21,000원을 제시한다. 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 12배 수준으로, 과거 실적 개선 기대감이 높을 당시의 평균 PER 14배 대비 저평가된 상태다. 특히 2024년 미국 법인의 구조적 흑자 전환을 시작으로 글로벌 법인의 수익성이 본격적으로 개선되는 점을 고려할 때, 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성은 충분하다고 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	818	7.3	-1.9	805	1.6
영업이익	25	128.1	-24.3	19	32.6
세전계속사업이익	16	흑전	8.5	2	705.8
지배순이익	12	322.9	-18.1	1	1,087.5
영업이익률 (%)	3.1	+1.7 %pt	-0.9 %pt	2.4	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	1.5	+1.1 %pt	-0.2 %pt	0.1	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,838	2,993	3,214	3,519
영업이익	26	62	91	108
지배순이익	-19	20	34	55
PER	-28.7	20.7	12.2	11.9
PBR	1.4	1.2	1.1	1.5
EV/EBITDA	9.2	7.4	6.3	6.6
ROE	-4.2	5.3	10.0	14.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 21,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (3/10) 17,230원

상승여력 22%

시가총액 6,568억원

총발행주식수 38,120,542주

60일 평균 거래대금 41억원

60일 평균 거래량 280,897주

52주 고/저 18,310원 / 9,760원

외인지분율 2.17%

배당수익률 0.97%

주요주주 남승우 외 14 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 28.7 62.9 63.8

상대 26.2 53.2 70.8

절대 (달러환산) 28.6 60.0 48.8

투자 포인트

1. 미국 법인: 4분기 첫 흑자전환, 구조적 성장기 진입

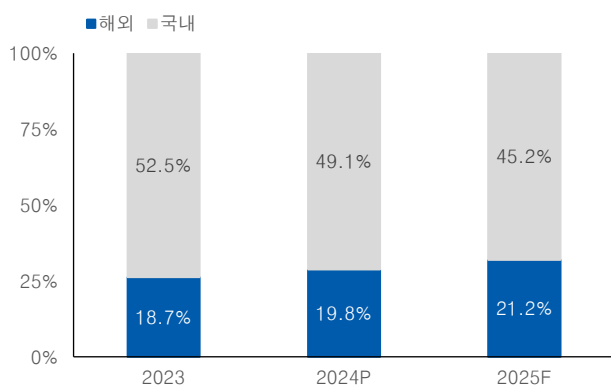
풀무원의 미국 법인은 2024년 4분기 처음으로 영업이익 흑자를 기록하며 구조적 수익성 확보의 전환점을 맞이했다. K-푸드 트렌드 확산과 건강식 수요 증가로 미국 내 두부 시장에서 67%의 점유율을 기록하며 독보적인 1위 자리를 유지하고 있다.

미국 법인의 흑자전환은 지속적인 현지 생산 체제 구축과 원가 절감의 성과로 나타났다. 2023년까지 수출 중심으로 대응했던 아시안 푸드 제품을 현지 생산으로 전환하면서 물류비 절감과 함께 적자 규모를 크게 축소할 수 있었다. 2025년에는 두부 수요 증가 대응을 위해 현지 공장에 신규 두부 제조 라인을 증설해 하반기부터 가동할 예정이다. 증설 완료 시 미국 내 두부 생산량은 20% 증가하며, 북미 시장 점유율 확대에 나설 계획이다.

또한 기존 소매(B2C) 중심의 판매 채널에서 나아가 레스토랑 및 푸드서비스 업체(B2B)로의 시장 확장도 기대된다. 생산능력 확충 이후 대형마트와 온라인 유통망 확대를 통해 추가적인 성장 모멘텀이 예상된다.

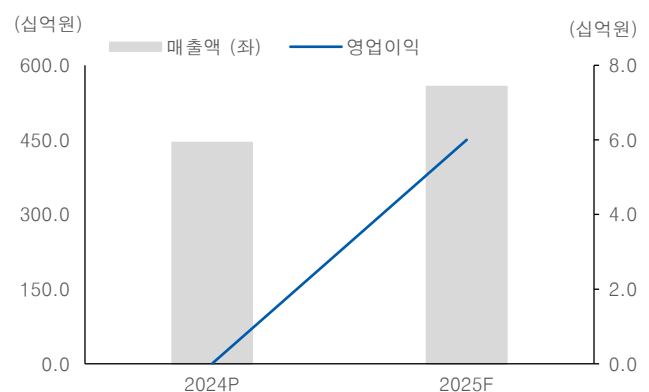
제품 포트폴리오 확대 역시 중요한 성장 요인이다. 아시안 누들과 K-스낵 등 다양한 제품군을 확대하며 냉동식품과 델리 시장 내 입지를 강화하고 있으며, 프리미엄 두부 제품(슈퍼폼, 시즈닝 두부) 등 차별화된 라인업으로 경쟁력을 더욱 높이고 있다.

풀무원 식품 국내 및 해외 매출 비중 추이



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

풀무원 미국 법인 실적 추이



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

2. 해외법인 전체 실적 턴어라운드 원년

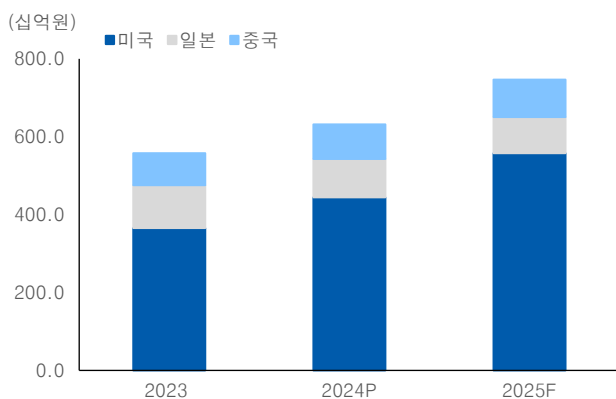
풀무원의 해외 법인 실적 개선이 본격화되고 있다. 2024년 미국 법인의 흑자 전환을 시작으로 중국, 일본, 동남아, 유럽 등 글로벌 법인들의 수익성이 빠르게 개선되는 원년이 될 전망이다.

중국 법인은 소비 회복과 프리미엄 제품 확대 전략을 통해 매출 성장세를 이어가고 있다. O2O 회원제 플랫폼 강화를 기반으로 소비자 접점을 확대했고, 일반 두부 외에도 프리미엄 두부 및 식물성 단백질 제품 등 고수익 라인업을 강화해 수익성이 뚜렷하게 개선 중이다. 2025년 매출 성장률은 소비 회복과 프리미엄 전략 효과로 전년 대비 큰 폭의 증가가 기대된다.

일본 법인 역시 수익성 중심의 포트폴리오 재편이 빠르게 진행되고 있다. '두부바' 신제품 출시를 통해 헬스케어 수요를 적극 공략하는 한편, 저수익 제품군 정리를 병행하며 수익성 개선에 나서고 있다. 고단백·저칼로리 등 건강 트렌드를 반영한 프리미엄 제품군 확대 전략을 펼쳐 중장기적으로 수익성 개선세가 이어질 전망이다.

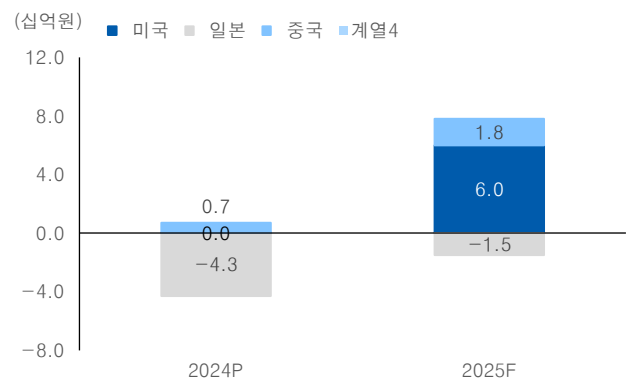
동남아 및 유럽 법인은 외형 성장과 시장 확대가 본격화되는 단계이다. 특히 동남아는 현지 프랜차이즈, 대형 유통사와 협업해 B2B 채널을 확대하며 K-푸드 수요 증가의 수혜를 극대화하고 있다. 유럽 시장은 현지 테스트 마켓을 통해 K-푸드 적합성을 평가하고 있으며, 장기적으로 현지 생산시설 구축까지 염두에 둔 전략적 접근을 펼치고 있다. 글로벌 전역에서 풀무원의 브랜드 프리미엄을 앞세운 고부가가치 전략이 실적 성장의 견인차 역할을 할 것으로 예상된다.

풀무원 식품 해외법인 매출액 추이



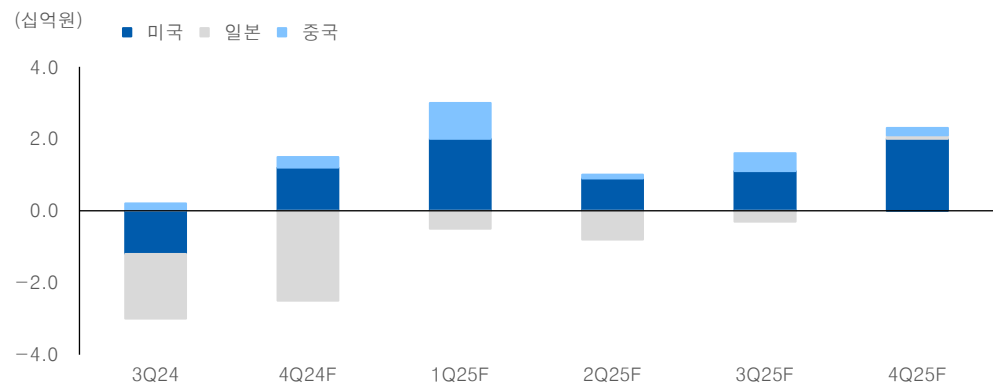
자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

풀무원 해외법인 영업이익 추이



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

폴무원 해외법인 영업이익 추이 및 전망(분기)



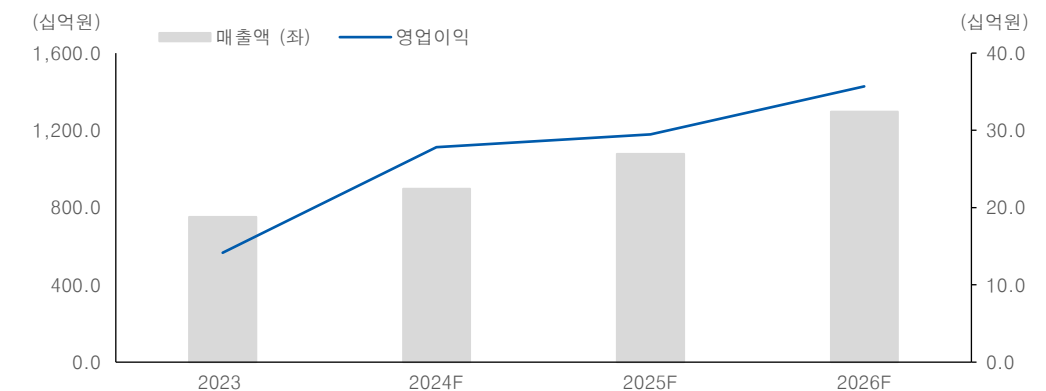
자료: 폴무원, 유안타증권 리서치센터

3. 식품서비스유통, 수익성 개선 견인

풀무원의 식품서비스 유통사업이 본격적인 수익성 개선 사이클에 진입했다. 2023년 1.9%였던 해당 사업의 영업이익률은 2024년 3.1%까지 상승하며 가시적인 이익 개선 흐름을 나타냈다. 수익성 개선의 핵심 요인은 저수익 채널의 구조조정과 프리미엄 고객군 중심의 사업 포트폴리오 재편이다. 특히 단체급식 부문은 브랜드 프리미엄을 기반으로 오피스와 군부대 채널에서 신규 수주가 지속 확대되고 있으며, 기존 고객사와의 높은 재계약률로 인해 안정적인 매출 기반 또한 확보한 상태다.

2024년부터는 공항·휴게소 컨세션 사업의 본격적인 성과도 가시화되기 시작했다. 2024년 초부터 인천공항, 김해공항 등 주요 공항과 휴게소 신규 사업장 운영이 개시되면서 컨세션 부문의 외형 성장이 본격화됐다. 대표적으로 인천공항 2터미널 라운지와 김해공항 신규 매장 운영이 안정적으로 자리 잡았으며, 추가적인 공항·휴게소 진출도 가속화되고 있다. 이에 따라 컨세션 부문의 매출과 이익 기여도가 지속 상승할 것으로 전망된다.

풀무원 식품서비스유통 실적 추이



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

영업이익 1,000억원 돌파를 향해

풀무원에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 21,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 1,451원에 Target PER 14배를 적용하여 산정했다.

2025년 매출액은 3조 5,191억 원(YoY +9.5%), 영업이익은 1,081억 원(YoY +18.8%, OPM 3.1%)으로 예상된다. 특히 미국을 포함한 해외법인이 모두 첫 흑자 전환에 성공하면서 글로벌 사업의 수익성이 뚜렷하게 개선될 전망이다.

미국 법인은 신규 두부 생산라인 증설(2025년 하반기 완공 예정)을 통해 생산능력을 20% 확대할 예정이며, 구조적인 흑자 전환 기조를 강화할 것으로 기대된다. 중국 법인은 소비 회복과 함께 회원제(O2O) 확대 및 프리미엄 두부 신제품 출시 효과가 기대되며, 일본 법인은 두부바 등 신제품 라인업 확대로 성장세를 지속할 전망이다.

한편, 풀무원은 신규 설비투자를 최소화하고 기존 생산기지의 효율성 제고를 통한 수익성 강화 전략을 추진하고 있다. 이러한 효율화 전략을 통해 재무구조가 안정화되고 영업이익률(OPM) 역시 2024년 2.8%에서 2025년 3.1%로 개선될 것으로 예상된다.

현재 주가는 2025년 예상 PER 12배 수준에서 거래되고 있으며, 과거 실적 개선 기대감으로 주가가 PER 14배 수준까지 도달한 바 있다. 이번 글로벌 법인의 구조적 흑자 전환과 해외 시장 확대를 감안할 때, 추가적인 리레이팅은 충분하다고 판단된다.

품무원 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액		769.3	793.1	833.7	817.7	840.4	859.2	920.6	899.0	2,993.5	3,213.7	3,519.1
국내 식품제조유통		385.4	392.6	403.1	395.8	385.6	393.7	414.0	398.3	1,572.2	1,576.9	1,591.6
식품서비스유통		204.5	224.1	240.5	228.8	244.3	267.7	289.5	277.4	752.0	897.9	1,078.9
건강케어		24.6	25.6	26.3	26.6	25.4	25.0	26.1	27.0	107.5	103.1	103.5
해외 식품제조유통		154.5	150.6	163.6	166.5	184.9	172.8	190.9	196.3	560.3	635.2	744.9
	미국	109.8	101.9	117.5	115.3	139.9	125.4	146.6	145.3	365.5	444.5	557.2
	일본	24.1	25.1	23.8	25.4	24.1	23.1	22.0	23.8	109.8	98.4	93.0
	중국	19.7	22.8	21.5	24.7	20.4	24.8	23.3	27.5	81.8	88.7	96.0
지주 및 기타 연결조정		0.3	0.1	0.2	-0.0	0.1	0.0	0.1	-0.0	1.4	0.6	0.2
% YoY		5.4%	5.0%	11.7%	7.3%	9.2%	8.3%	10.4%	9.9%	5.5%	7.4%	9.5%
국내 식품제조유통		2.3%	-1.1%	1.1%	-1.0%	0.1%	0.3%	2.7%	0.6%		0.3%	0.9%
식품서비스유통		14.8%	16.1%	30.4%	16.5%	19.4%	19.4%	20.4%	21.2%		19.4%	20.2%
건강케어		-10.5%	-11.1%	2.7%	3.9%	3.3%	-2.3%	-0.7%	1.4%		-4.1%	0.4%
해외 식품제조유통		5.0%	10.4%	19.6%	18.9%	19.7%	14.7%	16.7%	17.9%		13.4%	17.3%
	미국	14.7%	15.7%	33.4%	23.2%	27.4%	23.1%	24.8%	26.0%		21.6%	25.4%
	일본	-11.4%	-14.0%	-14.1%	-1.2%	0.1%	-8.1%	-7.5%	-6.2%		-10.4%	-5.5%
	중국	-18.3%	23.2%	9.1%	26.7%	3.5%	8.9%	8.5%	11.3%		8.4%	8.3%
% 매출비중												
국내 식품제조유통		50.1%	49.5%	48.4%	48.4%	45.9%	45.8%	45.0%	44.3%	52.5%	49.1%	45.2%
식품서비스유통		26.6%	28.3%	28.8%	28.0%	29.1%	31.2%	31.5%	30.9%	25.1%	27.9%	30.7%
건강케어		3.2%	3.2%	3.2%	3.3%	3.0%	2.9%	2.8%	3.0%	3.6%	3.2%	2.9%
해외 식품제조유통		20.1%	19.0%	19.6%	20.4%	22.0%	20.1%	20.7%	21.8%	18.7%	19.8%	21.2%
	미국	14.3%	12.8%	14.1%	14.1%	16.6%	14.6%	15.9%	16.2%	12.2%	13.8%	15.8%
	일본	3.1%	3.2%	2.9%	3.1%	2.9%	2.7%	2.4%	2.7%	3.7%	3.1%	2.6%
	중국	2.6%	2.9%	2.6%	3.0%	2.4%	2.9%	2.5%	3.1%	2.7%	2.8%	2.7%
영업이익		15.7	16.9	33.3	25.2	24.9	25.5	29.5	28.2	62.0	91.0	108.1
% YoY		27.7%	0.4%	52.0%	128.1%	59.0%	51.4%	-11.4%	11.9%	135.4%	46.8%	18.8%
% 영업이익률		2.0%	2.1%	4.0%	3.1%	3.0%	3.0%	3.2%	3.1%	2.1%	2.8%	3.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

폴무원 (017810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액	2,838	2,993	3,214	3,519	4,013	
매출원가	2,138	2,234	2,399	2,629	2,996	
매출총이익	700	759	815	891	1,017	
판매비	674	697	724	782	883	
영업이익	26	62	91	108	134	
EBITDA	164	210	222	223	236	
영업외손익	-45	-48	-52	-49	-47	
외환관련손익	3	0	0	0	0	
이자손익	-36	-53	-55	-52	-50	
관계기업관련손익	0	-1	-2	-2	-2	
기타	-11	6	5	5	5	
법인세비용차감전순이익	-18	14	39	59	87	
법인세비용	19	1	0	-18	-7	
계속사업순이익	-37	13	39	77	94	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-37	13	39	77	94	
지배지분순이익	-19	20	34	55	66	
포괄순이익	-25	21	46	85	101	
지배지분포괄이익	-4	26	59	107	128	

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	92	194	173	189	178	
당기순이익	-37	13	39	77	94	
감가상각비	129	139	123	109	96	
외환손익	3	1	0	0	0	
종속, 관계기업관련손익	0	0	2	2	2	
자산부채의 증감	-65	-29	-26	-32	-47	
기타현금흐름	63	70	35	34	33	
투자활동 현금흐름	-141	-148	-4	-4	-5	
투자자산	-1	-23	-1	-1	-1	
유형자산 증가 (CAPEX)	-142	-123	0	0	0	
유형자산 감소	4	2	0	0	0	
기타현금흐름	-4	-4	-4	-4	-4	
재무활동 현금흐름	64	-51	-149	-148	-147	
단기차입금	41	96	2	3	4	
사채 및 장기차입금	69	25	0	0	0	
자본	-36	-8	0	0	0	
현금배당	-18	-17	-4	-4	-4	
기타현금흐름	7	-147	-147	-147	-147	
연결범위변동 등 기타	-4	0	147	156	168	
현금의 증감	11	-5	167	193	194	
기초 현금	122	133	127	294	487	
기말 현금	133	127	294	487	682	
NOPLAT	53	62	91	142	144	
FCF	-49	71	173	189	178	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

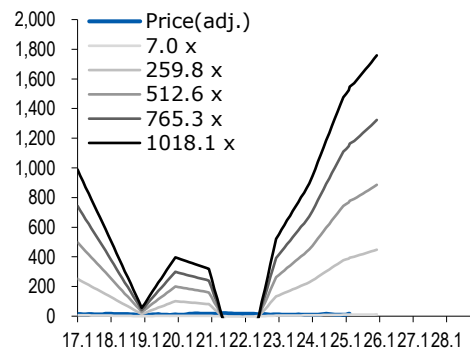
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	752	730	937	1,179	1,454
현금및현금성자산	133	127	294	487	682
매출채권 및 기타채권	264	281	306	335	382
재고자산	169	165	177	194	221
비유동자산	1,297	1,427	1,297	1,182	1,082
유형자산	1,086	1,197	1,074	965	869
관계기업등 지분관련자산	4	5	5	6	7
기타투자자산	17	18	19	19	20
자산총계	2,049	2,157	2,233	2,361	2,535
유동부채	893	978	1,010	1,054	1,126
매입채무 및 기타채무	335	348	374	409	467
단기차입금	362	433	433	433	433
유동성장기부채	143	109	109	109	109
비유동부채	610	672	674	677	682
장기차입금	160	191	191	191	191
사채	160	140	140	140	140
부채총계	1,503	1,650	1,684	1,731	1,808
지배지분	412	318	355	414	483
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	47	38	38	38	38
이익잉여금	223	145	175	226	288
비지배지분	134	189	194	216	244
자본총계	547	507	549	630	728
순차입금	837	966	800	610	420
총차입금	1,093	1,214	1,216	1,219	1,223

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
EPS	-488	512	879	1,451	1,728	
BPS	10,103	8,638	9,624	11,223	13,108	
EBITDAPS	3,899	5,381	5,814	5,861	6,189	
SPS	67,330	76,724	84,303	92,316	105,276	
DPS	102	102	102	102	102	
PER	-28.7	20.7	12.2	11.9	10.0	
PBR	1.4	1.2	1.1	1.5	1.3	
EV/EBITDA	9.2	7.4	6.3	6.6	5.6	
PSR	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	12.7	5.5	7.4	9.5	14.0	
영업이익 증가율 (%)	-31.6	135.4	46.8	18.8	24.1	
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	71.7	65.0	19.1	
매출총이익률 (%)	24.7	25.4	25.4	25.3	25.3	
영업이익률 (%)	0.9	2.1	2.8	3.1	3.3	
지배순이익률 (%)	-0.7	0.7	1.0	1.6	1.6	
EBITDA 마진 (%)	5.8	7.0	6.9	6.3	5.9	
ROIC	4.1	4.4	6.9	11.9	13.3	
ROA	-0.9	0.9	1.5	2.4	2.7	
ROE	-4.2	5.3	10.0	14.4	14.7	
부채비율 (%)	274.9	325.8	306.7	274.8	248.4	
순차입금/자기자본 (%)	203.1	304.0	225.6	147.5	86.9	
영업이익/금융비용 (배)	0.7	1.1	1.5	1.8	2.3	

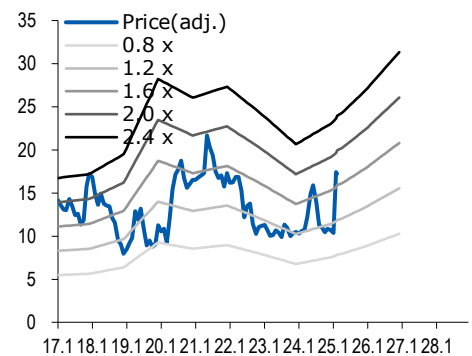
P/E band chart

(천 원)

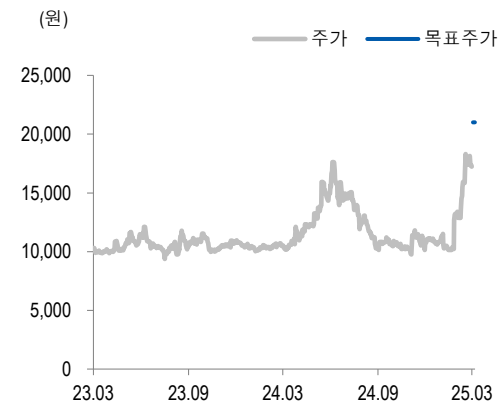


P/B band chart

(천 원)



풀무원 (017810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	BUY	21,000	1년		
2024-06-28	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

빙그레 (005180)

메로나로 미국을 녹이다

미국 시장 성공적 안착

빙그레가 '메로나'를 앞세워 글로벌 시장에서 뚜렷한 성과를 내고 있다. 미국에서는 메로나가 코스트코 전체 매장에 입점하며, 미국 내 한국 아이스크림 시장의 약 70%를 차지하는 독보적 1위 브랜드로 자리 잡았다. 미국 법인의 매출은 2023년 598억 원에서 2024년 804억 원으로 전년 대비 35% 증가했고, 아이스크림 수출액도 약 40% 증가하며 성장세를 이어가고 있다. 중국 시장에서도 바나나맛우유의 현지화 전략으로 수익성 개선이 진행 중이며, 호주와 유럽에서도 식물성 메로나 출시를 통해 신규 시장에서 의미 있는 성과를 내고 있다. 별도 매출 중 수출 비중은 2023년 11%에서 2025년 13%까지 확대될 전망이다.

고마진 제품 및 가격 인상으로 수익성 개선

빙그레는 마진율이 높은 아이스크림 제품의 매출 비중을 지속적으로 확대하며 제품 포트폴리오를 빠르게 개선하고 있다. 2024년 전체 매출 중 아이스크림 등 고마진 제품 비중은 57.5%를 기록했고, 최근 더위사냥, 슈퍼콘·붕어싸만코 등 주요 제품의 가격 인상을 통해 원가 상승분을 효과적으로 판가에 전가하며 수익성 개선 효과가 본격화될 전망이다. 또한 해태아이스크림 인수 이후 통합된 생산체제 구축으로 규모의 경제 효과가 극대화되어, 과거의 과도한 경쟁 구도 해소와 함께 중장기적으로 안정적인 수익성 개선이 예상된다.

투자의견 '매수', 목표주가 125,000원 커버리지 개시

2025년 예상 매출액은 1조 5,563억 원(YoY +6.4%), 영업이익은 1,519억 원(YoY +15.7%, OPM 9.8%)으로 전망한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 10배(음식료 업종 평균)를 적용한 125,000원을 제시한다. 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 8배 수준으로 업종 평균 대비 저평가 상태다. 글로벌 시장 확대 및 수출 비중 증가, 고마진 제품 중심의 수익성 개선을 고려하면 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분하다고 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	291	4.7	-37.3		
영업이익	1	흑전	-99.0		
세전계속사업이익	-1	적지	적전		
지배순이익	-1	적지	적전		
영업이익률 (%)	0.2	흑전	-13.7 %pt		
지배순이익률 (%)	-0.3	적지	적전		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

	결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액		1,268	1,394	1,463	1,556
영업이익		39	112	131	152
지배순이익		26	86	103	122
PER		18.2	5.5	7.8	7.3
PBR		0.7	0.7	1.0	1.0
EV/EBITDA		4.1	2.0	3.1	2.7
ROE		4.5	14.2	15.2	16.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 125,000원 (I)

직전 목표주가 0원

현재주가 (3/10) 91,100원

상승여력 37%

시가총액 8,974억원

총발행주식수 9,851,241주

60일 평균 거래대금 43억원

60일 평균 거래량 52,320주

52주 고/저 112,100원 / 52,200원

외인지분율 21.79%

배당수익률 4.75%

주요주주 김호연 외 3인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 2.5 26.4 71.6

상대 0.5 18.9 78.9

절대 (달러환산) 2.4 24.1 55.9

투자 포인트

1. 메로나, 미국 성공적 안착

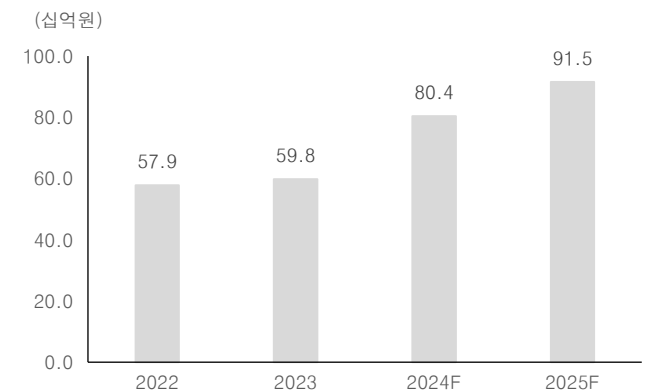
빙그레의 글로벌 수출 확대 전략이 본격적으로 성과를 내며 새로운 성장 단계에 진입하고 있다. 기존 주력 시장인 미국과 중국뿐 아니라 유럽, 호주 등 신규 시장에서도 의미 있는 성과를 기록하며 수출 비중은 꾸준히 확대되고 있다.

미국 시장에서는 대표 아이스크림 브랜드 ‘메로나’가 코스트코(Costco) 전체 매장에 성공적으로 입점하면서 현지 소비자들에게 높은 인지도를 확보했다. 현재 메로나는 미국 내 한국 아이스크림 시장의 약 70%를 차지하며 독보적인 시장 지위를 유지하고 있다. 이를 바탕으로 빙그레 미국 법인의 매출은 2023년 598억원에서 2024년 804억원으로 YoY +35% 성장했고, 지난해 미국향 아이스크림 수출금액 역시 전년 대비 약 40% 증가한 2,468만 달러로 집계되었다. 최근 바나나맛우유까지 코스트코에 추가 입점해 제품 포트폴리오가 확장된 만큼, 2025년에도 안정적인 매출 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

중국 시장에서는 ‘바나나맛우유’를 중심으로 적극적인 현지화 전략을 펼치고 있다. 특히 장기 보관 가능한 테트라팩(Tetra Pak) 제품 도입을 통해 물류비 절감과 수익성 개선 효과가 나타나고 있으며, 이러한 전략에 힘입어 중국향 매출은 이미 2023년 하반기부터 성장세로 전환된 이후 현재까지 양호한 흐름이 지속되고 있다.

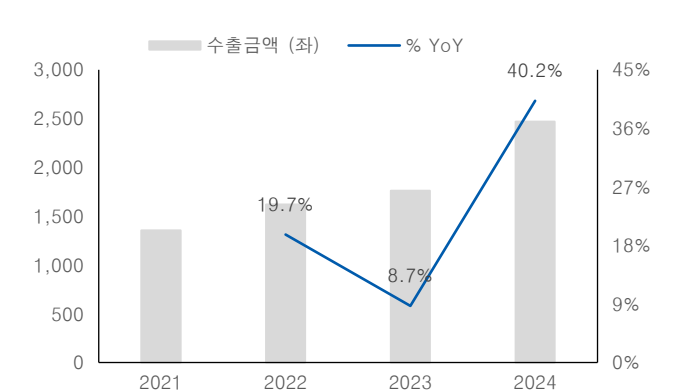
호주와 유럽 등 신규 시장에서도 의미 있는 성과가 나타나고 있다. 특히 호주에서는 코스트코를 통해 출시된 식물성 메로나(멜론, 망고, 코코넛 혼합팩)가 현지 소비자들의 긍정적인 반응을 얻으며 신규 성장 동력으로 자리 잡았다. 빙그레는 신규 시장 진출 확대를 통해 기존 주요 시장에서의 계절적 수요 편중을 완화하고 있으며, 이에 따라 국내 별도 매출 중 수출 비중은 2023년 11%에서 2024년 12%로 증가했고, 2025년에는 13%로 추가 확대될 것으로 전망된다.

빙그레 미국법인 연간 매출 추이



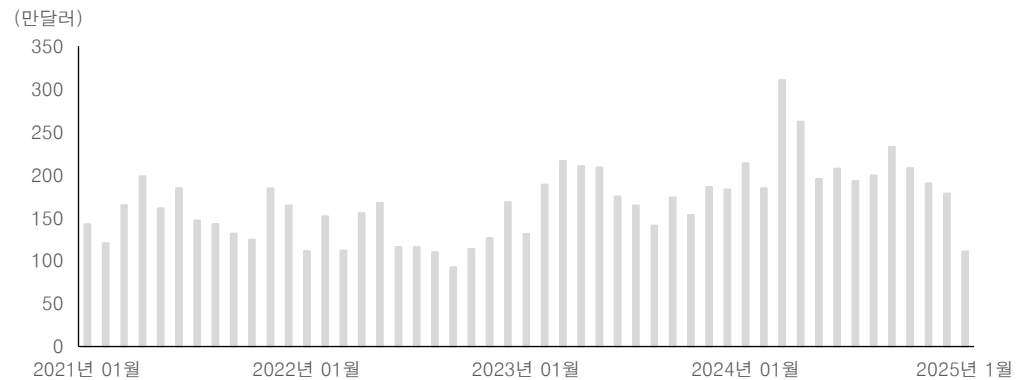
자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터

빙그레 미국향 아이스크림 수출액 추이



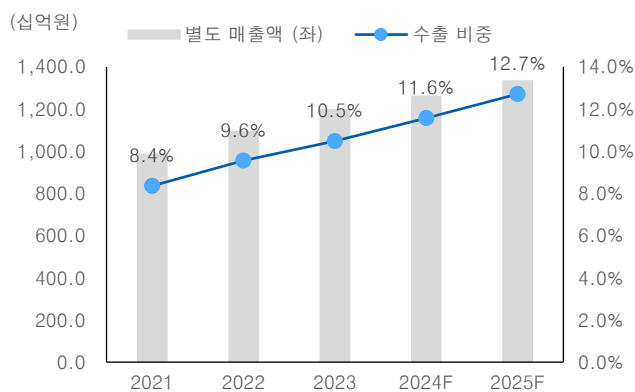
자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터

빙그레 바나나맛 우유 수출액 추이



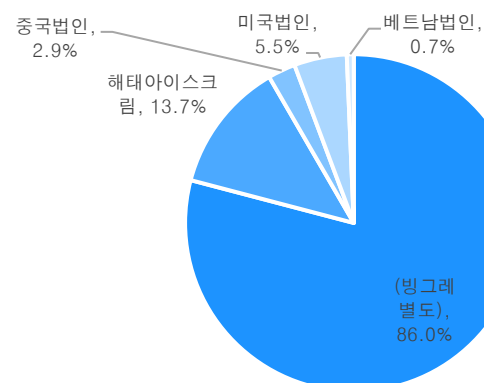
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

빙그레 별도 매출 및 수출 비중 추이



자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터

빙그레 법인별 매출 비중



자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터, 연결조정 전

2. 고마진 제품 확대 및 효율적 비용 관리

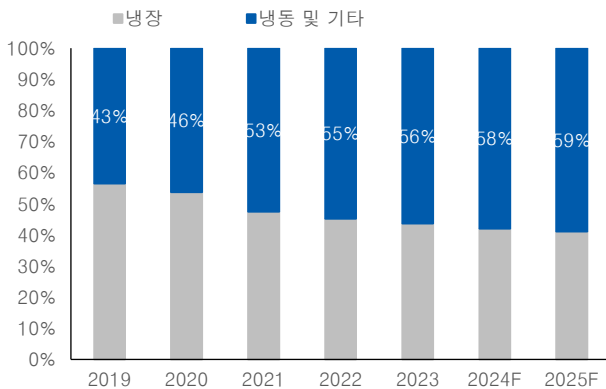
빙그레는 고마진 제품 중심의 포트폴리오 재편과 효율적인 비용관리를 통해 수익성 개선을 본격화하고 있다. 특히 마진율이 높은 빙과류(아이스크림) 제품 비중을 빠르게 확대하며 우유 및 유음료 중심에서 탈피하고 있다. 실제로 2024년 빙그레의 제품별 매출 비중은 우유·유음료 42.5%, 아이스크림 등 기타 제품군이 57.5%를 기록했으며, 최근 아이스크림 판매 증가세를 감안하면 2025년은 고마진 제품 중심의 매출 비중이 더욱 확대될 것으로 예상된다.

또한 원가 상승에 대응해 2025년 3월부터 전략적으로 일부 제품의 가격 인상을 단행했다. 대표 제품인 '더위사냥'은 800원에서 1,000원으로, '슈퍼콘'과 '봉어싸만코'는 각각 1,200원에서 1,400원으로 인상되었다. 이는 원가 부담을 판가에 효과적으로 전가하는 동시에 제품별 수익성을 한 단계 높이는 계기가 될 것으로 판단된다.

비용 측면에서도 통합된 생산체제 안정화를 통해 규모의 경제 효과를 극대화하고 있다. 해태아이스크림 인수 이후 생산 효율성이 지속적으로 개선되고 있으며, 국내 빙과 시장이 롯데웰푸드와의 양강 체제로 정착하면서 과거의 과도한 경쟁이 완화되고 있어 수익 구조는 한층 견고해지고 있다.

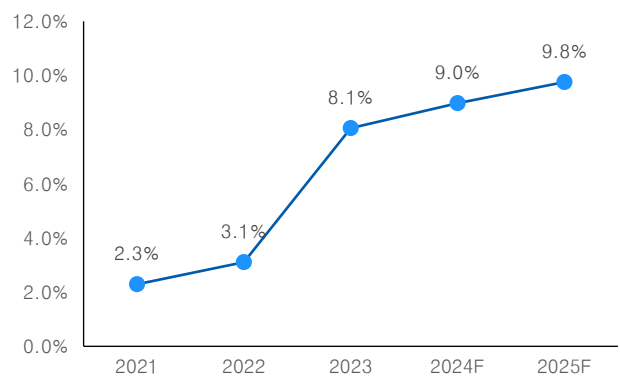
결과적으로 빙그레는 제품 믹스 고도화와 전략적 판가 인상, 구조적 비용 절감을 통해 올해에도 수익성 개선세가 지속될 전망이다.

빙그레 제품별 매출 비중 변화



자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터, 2023년 해태아이스크림 인수

빙그레 영업이익률 추이



자료: 빙그레, 유안타증권 리서치센터

3. 분할 철회로 불확실성 해소

빙그레는 최근 기업 분할 계획을 철회하며 단기적 불확실성을 제거하고 본연의 핵심 사업에 더욱 집중할 수 있는 여건을 확보했다. 분할 과정에서 우려되었던 경영 리스크 및 시장 혼란 가능성이 사라졌으며, 이에 따라 회사는 사업 펀더멘털 강화 및 수익성 개선 전략에 보다 효과적으로 주력할 수 있게 되었다.

특히 분할 과정에서 검토했던 자사주(10.25%) 소각 방안은 여전히 추진 가능성이 남아 있다. 향후 자사주 소각이 실행될 경우 유통 주식 수 감소로 인한 주당 가치 상승과 추가적인 주가 상승 여력이 존재한다.

결과적으로 이번 분할 철회 결정은 단기적 불확실성을 해소하는 동시에 **중장기적으로 주주가치 제고를 위한 긍정적 환경을 마련한 것으로 판단된다.**

실적 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 125,000원 제시

빙그레에 대한 투자의견 '매수', 목표주가 125,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 12,412원에 Target PER 10배(음식료 업종 평균)를 적용해 산정하였다.

2025년 예상 매출액은 1조 5,563억원(YoY +6.4%), 영업이익은 1,519억원(YoY +15.7%, OPM 9.8%)으로 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 미국과 중국 중심의 해외 수출 확대와 고마진 제품군 비중 증가, 전략적 가격 인상 등이 주요 성장 동력으로 작용할 것으로 판단된다. 특히 유럽, 호주 등 신규 시장 진입 효과와 생산 효율성 개선 전략이 더해지며 영업이익률의 추가적인 개선이 가능할 것으로 예상된다.

현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 8배로 음식료 업종 평균 대비 저평가 상태이다. 글로벌 사업 확대와 제품 믹스 개선에 따른 수익성 제고를 감안할 때, 기업가치 재평가 가능성은 충분하다고 판단된다.

빙그레 실적테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	300.9	407.5	463.8	290.9	315.9	432.7	507.5	300.1	1,394.3	1,463.0	1,556.3
냉장	153.1	157.1	159.2	146.1	160.7	162.3	166.3	149.8	608.5	615.5	639.2
냉동 및 기타	147.8	250.4	304.6	144.8	155.2	270.4	341.2	150.3	785.8	847.6	917.1
별도매출	276.5	338.8	380.8	262.6	291.6	359.4	402.1	277.6	1,195.3	1,258.7	1,330.6
내수	232.6	297.5	345.3	237.8	245.0	309.9	357.7	249.0	1,070.0	1,113.2	1,161.6
수출	44.0	41.2	35.5	24.9	46.6	49.5	44.4	28.6	125.3	145.5	169.0
종속법인	57.3	108.4	117.1	49.9	60.6	114.1	120.5	52.7	307.1	332.9	347.9
해태아이스크림	29.7	61.9	82.0	26.2	30.1	61.5	80.5	26.1	199.1	199.8	198.2
중국법인	10.6	12.3	10.9	8.2	11.8	13.6	12.1	9.1	38.0	42.1	46.6
미국법인	15.1	31.1	20.8	13.4	16.6	35.8	24.0	15.2	59.8	80.4	91.5
베트남법인	2.0	3.1	3.4	2.1	2.1	3.3	3.9	2.3	10.2	10.6	11.6
연결조정	-33.0	-39.8	-34.1	-21.6	-36.3	-40.8	-15.0	-30.2	-108.1	-128.5	-122.3
% YoY	2.5%	4.8%	6.8%	4.7%	5.0%	6.2%	9.4%	3.2%	10.0%	4.9%	6.4%
냉장	5.0%	0.0%	1.0%	-1.3%	5.0%	3.3%	4.5%	2.5%	6.2%	1.1%	3.9%
냉동 및 기타	0.0%	8.1%	10.1%	11.6%	5.0%	8.0%	12.0%	3.8%	13.1%	7.9%	8.2%
별도매출	4.5%	3.6%	7.6%	5.2%	5.5%	6.1%	5.6%	5.7%	9.5%	5.3%	5.7%
내수	2.1%	3.9%	5.5%	4.0%	5.4%	4.1%	3.6%	4.7%	8.4%	4.0%	4.4%
수출	19.4%	1.3%	32.8%	18.0%	6.0%	20.0%	25.0%	15.0%	20.2%	16.1%	16.1%
종속법인	-4.6%	12.2%	11.4%	10.7%	5.6%	5.3%	2.9%	5.5%	15.0%	8.4%	4.5%
해태아이스크림	-11.1%	6.9%	2.5%	-5.8%	1.2%	-0.7%	-1.8%	-0.4%	13.9%	0.3%	-0.8%
중국법인	12.8%	-2.5%	28.4%	9.9%	11.9%	10.0%	10.6%	10.9%	59.0%	10.6%	10.8%
미국법인	-0.5%	41.5%	50.0%	53.5%	10.0%	15.0%	15.0%	13.3%	3.3%	34.6%	13.8%
베트남법인	-8.3%	-25.4%	22.1%	89.3%	5.0%	8.0%	15.0%	9.3%	-1.7%	3.9%	10.0%
% 매출비중											
냉장	50.9%	38.6%	34.3%	50.2%	50.9%	37.5%	32.8%	49.9%	43.6%	42.1%	41.1%
냉동 및 기타	49.1%	61.4%	65.7%	49.8%	49.1%	62.5%	67.2%	50.1%	56.4%	57.9%	58.9%
별도매출	91.9%	83.1%	82.1%	90.3%	92.3%	83.1%	79.2%	92.5%	85.7%	86.0%	85.5%
내수	84.1%	87.8%	90.7%	90.5%	84.0%	86.2%	89.0%	89.7%	89.5%	88.4%	87.3%
수출	15.9%	12.2%	9.3%	9.5%	16.0%	13.8%	11.0%	10.3%	10.5%	11.6%	12.7%
종속법인	20.7%	32.0%	30.8%	19.0%	20.8%	31.8%	30.0%	19.0%	25.7%	26.4%	26.1%
해태아이스크림	9.9%	15.2%	17.7%	9.0%	9.5%	14.2%	15.9%	8.7%	14.3%	13.7%	12.7%
중국법인	3.5%	3.0%	2.4%	2.8%	3.7%	3.1%	2.4%	3.0%	2.7%	2.9%	3.0%
미국법인	5.0%	7.6%	4.5%	4.6%	5.2%	8.3%	4.7%	5.1%	4.3%	5.5%	5.9%
베트남법인	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
영업이익	21.1	44.9	64.7	0.6	26.0	49.3	72.8	3.8	112.3	131.3	151.9
% YoY	65.2%	-2.9%	-1.1%	흑전	23.5%	9.9%	12.5%	493.2%	184.8%	16.9%	15.7%
% 영업이익률	7.0%	11.0%	13.9%	0.2%	8.2%	11.4%	14.3%	1.3%	8.1%	9.0%	9.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

빙그레 (005180) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,268	1,394	1,463	1,556	1,655
매출원가	932	953	994	1,040	1,106
매출총이익	336	441	469	516	549
판매비	296	329	338	364	387
영업이익	39	112	131	152	162
EBITDA	98	174	180	190	193
영업외손익	-3	-1	2	6	11
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	3	3	6	10	15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-5	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	37	111	133	158	173
법인세비용	11	25	30	36	41
계속사업순이익	26	86	103	122	132
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	86	103	122	132
지배지분순이익	26	86	103	122	132
포괄순이익	30	79	96	115	125
지배지분포괄이익	30	79	96	115	125

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-11	157	152	154	151
당기순이익	26	86	103	122	132
감가상각비	48	52	42	34	27
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-107	-10	-7	-9	-10
기타현금흐름	22	29	14	7	1
투자활동 현금흐름	19	-76	18	22	26
투자자산	0	5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-28	-85	0	0	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	47	4	18	22	27
재무활동 현금흐름	-24	-12	-44	-43	-43
단기차입금	1	7	1	1	1
사채 및 장기차입금	13	14	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-13	-23	-23	-23
기타현금흐름	-27	-19	-21	-21	-21
연결범위변동 등 기타	-1	0	-7	-4	-4
현금의 증감	-17	69	120	128	130
기초 현금	96	79	148	268	396
기말 현금	79	148	268	396	526
NOPLAT	39	112	131	152	162
FCF	-39	72	152	154	151

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	315	395	527	671	818
현금및현금성자산	79	148	268	396	526
매출채권 및 기타채권	83	85	90	95	101
재고자산	127	126	133	141	150
비유동자산	454	496	447	409	379
유형자산	299	353	311	278	251
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	32	24	25	25	25
자산총계	769	891	974	1,081	1,198
유동부채	152	182	191	203	215
매입채무 및 기타채무	134	145	152	162	172
단기차입금	0	5	5	5	5
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	41	67	69	71	73
장기차입금	0	11	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
부채총계	193	249	260	274	289
지배지분	576	642	715	807	909
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
이익잉여금	487	554	634	734	843
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	576	642	715	807	909
순차입금	-65	-126	-246	-375	-506
총차입금	27	48	48	49	50

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,607	8,752	10,487	12,412	13,429
BPS	65,119	72,564	80,843	91,266	102,822
EBITDAPS	9,979	17,672	18,256	19,305	19,551
SPS	128,683	141,537	148,513	157,976	167,979
DPS	1,500	2,600	2,600	2,600	2,600
PER	18.2	5.5	7.8	7.3	6.8
PBR	0.7	0.7	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.1	2.0	3.1	2.7	2.0
PSR	0.4	0.3	0.5	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	10.5	10.0	4.9	6.4	6.3
영업이익 증가율 (%)	50.2	184.8	17.0	15.7	6.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	235.7	19.8	18.4	8.2
매출총이익률 (%)	26.5	31.6	32.0	33.2	33.2
영업이익률 (%)	3.1	8.1	9.0	9.8	9.8
지배순이익률 (%)	2.0	6.2	7.1	7.9	8.0
EBITDA 마진 (%)	7.8	12.5	12.3	12.2	11.6
ROIC	7.0	19.6	23.5	29.9	34.3
ROA	3.4	10.4	11.1	11.9	11.6
ROE	4.5	14.2	15.2	16.1	15.4
부채비율 (%)	33.6	38.8	36.3	33.9	31.8
순차입금/자기자본 (%)	-11.4	-19.6	-34.4	-46.5	-55.6
영업이익/금융비용 (배)	140.2	65.6	60.0	68.5	72.2

빙그레 (005180) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

에스앤디 (260970)

스리라차, 타바스코, '불닭' 레츠고

불닭소스 핵심 원료 독점 공급, 최대 수혜 기업

에스앤디는 삼양식품의 불닭소스 핵심 원료를 독점적으로 공급하며 가파른 실적 성장을 기록 중이다. 글로벌 매운 소스 시장이 미국, 동남아, 중국 등 주요 시장에서 빠르게 성장하며, 불닭소스 수출액은 2024년 1,610만 달러로 전년 대비 68% 급증했다. 동사의 2024년 소스 관련 매출도 전년 대비 40% 증가하며 이미 뚜렷한 수혜를 나타내고 있다. 삼양식품이 불닭 소스를 독립적인 브랜드로 육성하면서 동사의 수익성 개선과 장기 성장 동력 또한 더욱 견고해질 것으로 판단된다.

CAPA 증설로 성장 속도 더욱 빨라질 전망

동사는 빠르게 증가하는 불닭소스 수요에 대응하기 위해 2025년 6월까지 약 160억원을 투자하여 생산 CAPA를 기존 대비 27% 확대할 계획이다. 이번 증설은 글로벌 불닭 소스 수요 급증에 대응하는 필수 투자로, 삼양식품과의 전략적 파트너십을 더욱 견고히 하는 계기가 될 전망이다. 특히 2027년 삼양식품 중국 공장이 본격 가동되면 현지 수요가 추가적으로 늘어나면서 생산능력 확대 효과가 더욱 뚜렷하게 나타날 것으로 기대된다. 증설 효과가 온전히 반영되는 2026년 이후 동사의 이익 성장 속도는 더욱 가속화될 전망이다.

여전히 PER 8배로 저평가

2025년 매출액은 1,476억원(YoY +27.0%), 영업이익은 265억원(YoY +31.5%, OPM 17.9%)을 전망한다. 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PER 8배로, 삼양식품(2025년 예상 PER 20배) 대비 상당히 저평가되어 있다. 불닭 브랜드와의 동반 성장과 글로벌 소스 시장의 구조적 성장, 그리고 생산능력(CAPA) 확대에 따른 실적 개선 효과를 고려할 때 향후 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분하다고 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	35	38.9	20.1	30	15.9
영업이익	6	54.0	27.5	6	12.5
세전계속사업이익	9	81.3	66.6	6	42.4
지배순이익	6	35.5	48.8	5	25.3
영업이익률 (%)	18.5	+1.8 %pt	+1.1 %pt	19.1	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	17.7	-0.5 %pt	+3.4 %pt	16.4	+1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	73	88	116	148
영업이익	11	13	20	26
지배순이익	10	12	17	24
PER	7.7	5.3	8.3	8.6
PBR	1.0	0.7	1.2	1.6
EV/EBITDA	1.7	0.0	2.3	3.8
ROE	13.4	14.2	18.0	20.5

자료: 유안타증권



손현정 음식료/전력기기

hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (M)

목표주가

원 (M)

직전 목표주가

0원

현재주가 (3/10)

70,200원

상승여력

-

시가총액	2,031억원
총발행주식수	2,892,754주
60일 평균 거래대금	59억원
60일 평균 거래량	114,927주
52주 고/저	72,100원 / 23,800원
외인지분율	3.46%
배당수익률	2.88%
주요주주	여경목 외 3 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	25.8	74.4	186.5
상대	29.9	59.0	244.7
절대 (달러환산)	25.7	71.4	160.4

투자 포인트

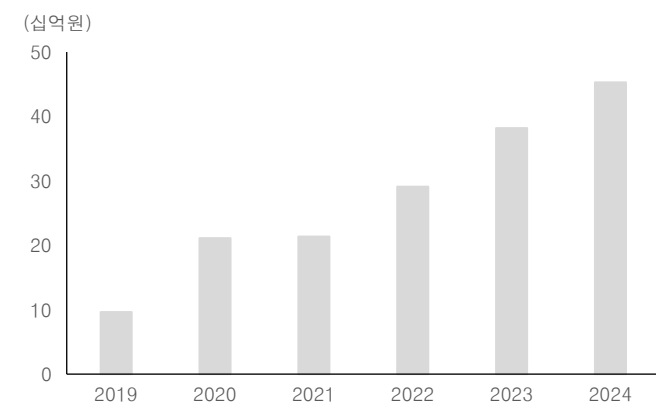
1. K-불닭소스의 인기

전 세계적으로 매운맛 소비가 빠르게 증가하며 핫소스 시장이 가파르게 성장하고 있다. 미국, 동남아시아, 유럽 등 글로벌 시장에서 매운맛이 독립적인 식품 카테고리 자리 잡으면서 매운소스 수요 또한 확대되는 추세다. 기존 시장은 타바스코(Tabasco, 산미 중심)와 스리라차(Sriracha, 은은한 매운맛)가 주도해왔지만, 삼양식품의 '불닭소스'가 강렬한 불맛과 단맛의 차별화된 조합으로 독자적인 브랜드를 구축하며 빠르게 성장하고 있다.

삼양식품의 소스 매출 비중은 2019년 1.8%에서 2024년 2.6%로 확대됐으며, 같은 기간 소스 수출금액은 2023년 960만 달러에서 2024년 1,610만 달러로 YoY +68% 급증했다. 초기 라면용 소스에서 시작한 불닭소스는 최근 치킨, 튀김 등 다양한 메뉴로 활용 범위가 넓어지며 글로벌 시장에서 'Korean Hot Sauce'라는 독자적인 브랜드 지위를 확립했다. 특히 젊은 소비자 중심으로 TikTok의 '불닭 챌린지'와 '스플래시불닭' 캠페인 등 SNS 마케팅을 통해 인지도가 가파르게 상승 중이다.

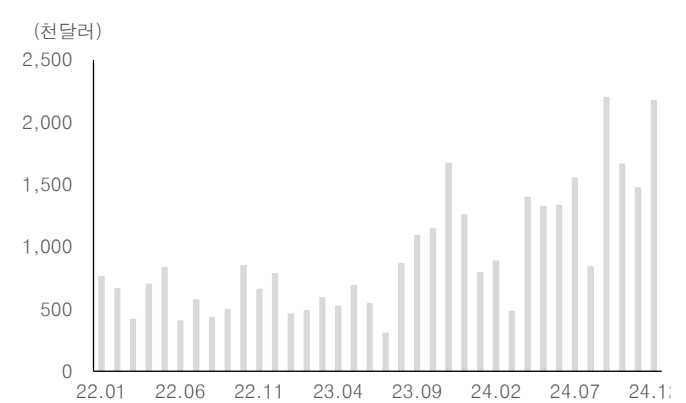
글로벌 매운 소스 시장의 핵심 국가인 미국은 전체 시장 규모의 약 30%를 차지하며, 시장규모가 2024년 11억 달러에서 2030년까지 17억 달러로 확대될 전망이다. 최근 미국 시장에서는 Sriracha 원재료 공급난으로 불닭소스가 대체 제품으로 빠르게 부상하고 있으며, 이에 따라 삼양식품의 미국 내 불닭소스 시장점유율이 2020년 0.03%에서 2024년 0.4%로 급격히 상승했다. 글로벌 매운맛 트렌드 지속과 함께 불닭소스의 추가적인 시장 점유율 확대 가능성은 매우 높다고 판단한다.

삼양식품 소스 매출액 추이



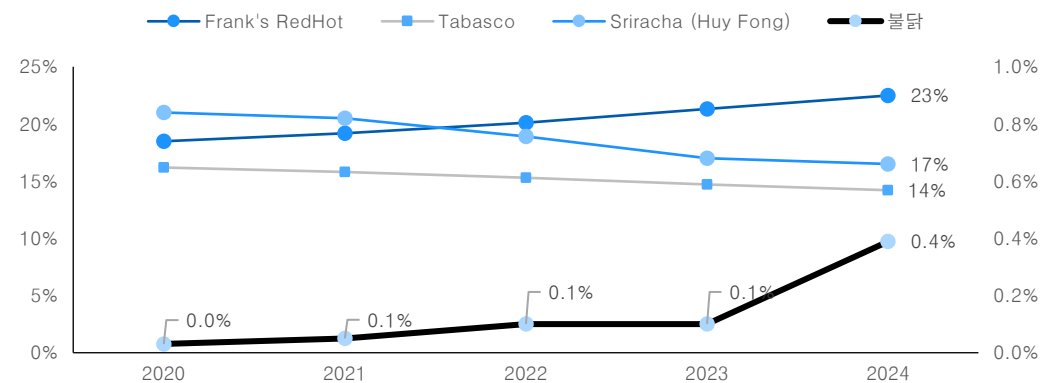
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 소스 수출데이터



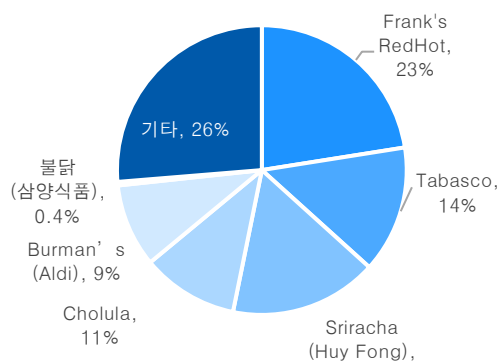
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

미국 매운 소스 시장 점유율 변화



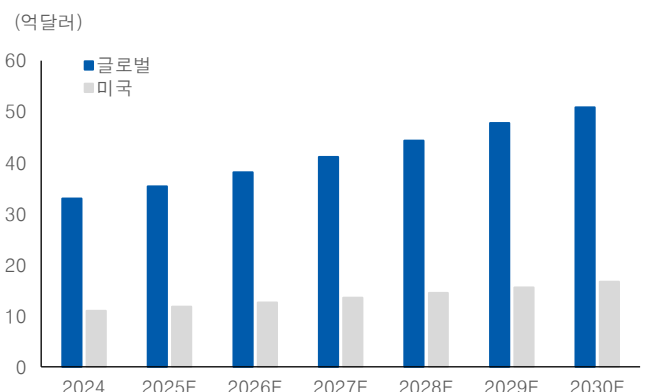
자료: Instacart, Trass, 유안타증권 리서치센터

미국 매운 소스 시장 점유율



자료: Instacart, 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

글로벌 매운 소스 시장 규모



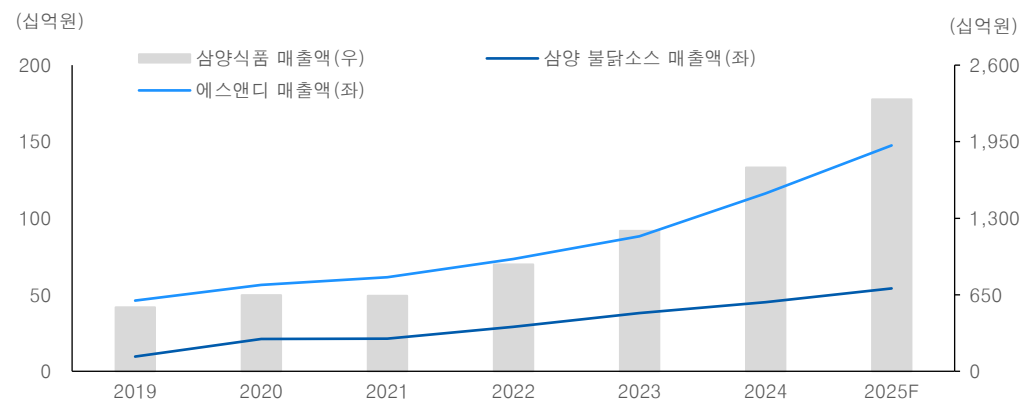
자료: Fortune Business Insights, 유안타증권 리서치센터

2. 불닭소스 핵심 원료 독점 공급

에스앤디는 삼양식품의 불닭 소스 핵심 원료를 독점 공급하는 기업으로, 불닭 브랜드의 글로벌 확장과 함께 가파른 성장이 기대된다. 주요 제품은 불닭 액상분말 소스의 핵심 원료 등 일반기능식품소재로, 매출 비중이 약 90%에 달한다. 2024년 매출액은 1,161억원(YoY +31.6%), 영업이익은 201억원(YoY +56.1%, OPM 17.3%)으로 역대 최대 실적을 기록했다. 특히 불닭 소스 원료 매출이 전년 대비 40% 증가한 것으로 추정되며, 핵심 주력 제품의 성장과 함께 원재료 및 제조원가 절감 효과가 더해져 외형 성장과 수익성 극대화가 동시에 이루어졌다.

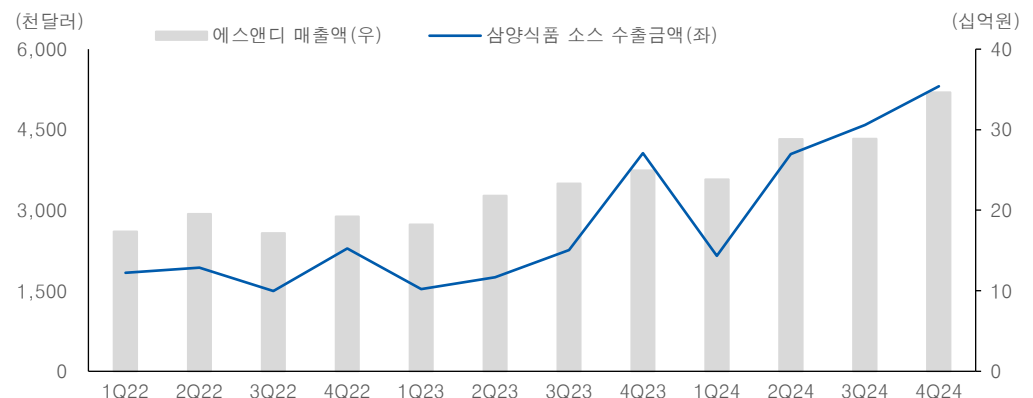
불닭 브랜드의 글로벌 확장은 단순한 원료 공급업체를 넘어 에스앤디를 소스 시장의 핵심 수혜주로 자리매김하게 만들고 있다. 삼양식품의 불닭시리즈 글로벌 매출 성장세가 에스앤디의 실적 개선으로 직결되고 있으며, 삼양식품이 불닭 소스를 독립적인 브랜드로 육성하면서 동사의 수익성 개선과 장기 성장 동력 또한 더욱 견고해질 것으로 판단된다.

연간 에스앤디 및 삼양식품 매출액 추이



자료: 에스앤디, 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

분기별 에스앤디 매출액 및 삼양식품 소스 수출금액



자료: 에스앤디, Trass, 유안타증권 리서치센터

3. CAPA 증설: 핵심 파트너의 필수 투자

동사는 이러한 수요 증가에 대응하기 위해 2025년 6월까지 160억원을 투자해 생산 CAPA 를 27% 증설할 계획이다. 이번 증설은 단순한 생산량 확대가 아니라, 삼양식품의 글로벌 확장 전략과 맞물린 필수적인 투자로 2026년 운기 반영 시 가동률이 기존 대비 높아져 70%까지 도달할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 외형 성장 속도도 더욱 가팔라질 전망이다.

증설의 핵심 배경은 불닭 소스의 급격한 수요 증가다. 삼양식품은 불닭 소스를 글로벌 시장에서 핫소스 카테고리의 독립적인 브랜드로 육성하고 있으며, 원재료 수급을 담당하는 동사의 생산능력 확장이 필수적인 요소가 되고 있다. 불닭 소스는 단순한 라면용 소스가 아니라 독립적인 글로벌 핫소스 브랜드로 자리 잡고 있으며 동사의 역할 또한 단순한 원재료 공급업체에서 핵심 파트너로 변화하고 있는 것이다.

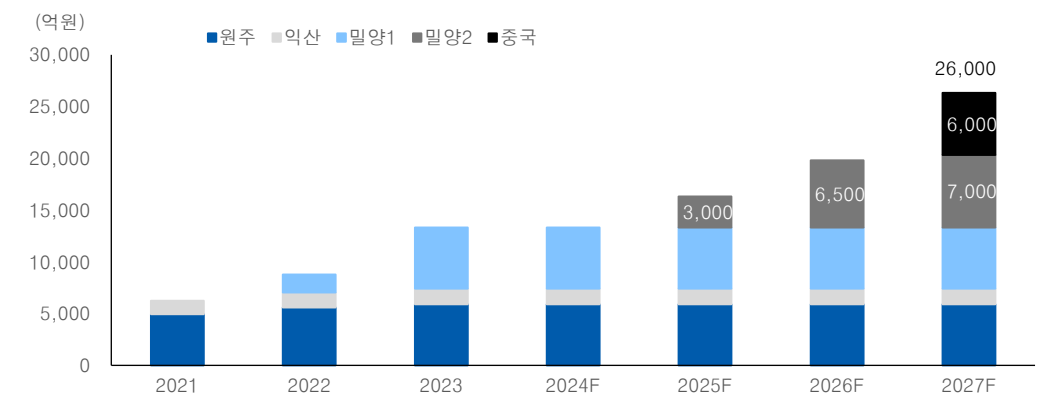
불닭 브랜드는 현재 미국, 중국, 동남아시아를 중심으로 글로벌 확장을 가속화하고 있으며, 2027년에는 삼양식품 중국 법인이 가동될 계획이다. 고객사 글로벌 확장과 함께 동사도 지속적인 성장 모멘텀을 확보할 것으로 예상된다.

에스앤디 증설 계획

투자구분		신규시설투자
투자내역	투자금액 자기자본대비	160억원 18.06%
투자목적		공장증축 및 생산설비 시설투자
투자기간	시작일 종료일	2024.12.03 2025.06.30
생산능력 추정	기존 2025년 2026년	22,591톤 약 28,000톤 약 32,000톤

자료: Numerator, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 라면 CAPA 증설 계획



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

25F PER 8배, 밸류에이션 리레이팅 가능성

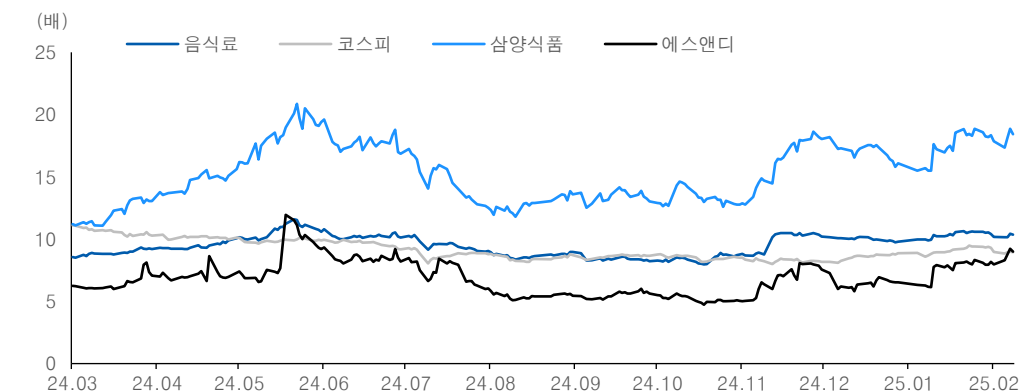
현재 동사는 시장에서 여전히 불닭볶음면의 간접 수혜주로만 평가받고 있으나 불닭 소스의 성장과 함께 동사의 밸류에이션 재평가가 이루어질 가능성이 높다.

2025년 예상 실적은 매출액 1,476억원(YoY +27.0%), 영업이익 265억 원(YoY +31.5%, OPM 17.9%)으로, 올해 하반기부터 증설 효과가 반영될 예정이다. 2026년 온기 반영 시, CAPA 확대에 의해 추가적인 성장 여력이 충분하다.

동사의 현재주가는 2025년 예상 순이익 기준 PER 8배로, 음식료 업종 내에서 저평가된 상태다. 불닭 브랜드의 동반 성장 스토리를 고려할 때, 삼양식품의 2025년 예상 PER 20배와 비교하면 상당한 저평가 수준이라 판단된다.

한편, 삼양식품 의존도가 높다는 점은 투자 리스크로 작용할 수 있다. 삼양식품이 소스 내재화를 검토하고 있지만, 소스 제조 공정의 복잡성과 레시피 최적화, 원재료 수급 문제 등을 감안하면 단기간 내 내재화가 현실적으로 어렵다. 불닭 소스 시장의 빠른 성장 속도를 고려하면, 삼양식품이 직접 생산에 나서기보다는 외주 생산을 통한 시장 확대 전략을 유지할 가능성이 크다. 이에 따라, 에스앤디는 기존의 기술력과 공급망을 바탕으로 불닭 소스 글로벌 확장의 핵심 파트너로 남을 가능성이 높다.

에스앤디, 삼양식품 12개월 Fwd PER



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

에스앤디 실적 테이블		(단위: 십억원)						
		4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F
매출액	전체	34.6	30.1	35.0	37.6	44.9	116.1	147.6
	일반기능 식품소재	30.3	27.5	31.0	34.2	40.5	101.7	133.1
	건강기능 식품소재	3.9	2.3	3.7	3.2	4.0	13.0	13.3
	OEM 제품	0.3	0.2	0.3	0.1	0.3	1.1	0.9
	기타	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2
YoY	전체	38.9%	26.2%	21.6%	30.2%	29.5%	31.6%	27.0%
	일반기능 식품소재	45.8%	30.0%	25.0%	34.0%	33.7%	39.4%	30.9%
	건강기능 식품소재	6.3%	-2.1%	2.7%	3.0%	2.5%	-2.8%	1.8%
	OEM 제품	1.0%	-2.3%	-8.3%	-6.4%	-4.0%	-4.9%	-6.6%
	기타	-3.8%	-7.3%	-6.5%	-3.1%	-2.7%	-4.1%	-8.5%
영업이익	전체	6.4	5.4	6.2	6.8	8.1	20.1	26.5
YoY	전체	54.1%	52.9%	20.9%	34.4%	26.1%	56.1%	31.5%
OPM	전체	18.5%	17.8%	17.8%	18.0%	18.0%	17.3%	17.9%
당기순이익		6.1	4.6	5.3	5.8	7.9	17.3	23.5
	YoY	35.6%	62.6%	24.3%	40.1%	28.4%	46.0%	35.9%
	NPM	17.7%	15.4%	15.0%	15.4%	17.6%	14.9%	16.0%

자료: 에스앤디, 유안타증권 리서치센터

에스앤디 (260970) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	73	88	116	148	195
매출원가	56	68	88	112	146
매출총이익	17	20	28	36	49
판매비	6	7	8	10	12
영업이익	11	13	20	26	37
EBITDA	13	15	22	28	38
영업외손익	1	2	3	3	4
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	1	2	3	3	4
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	12	15	23	30	41
법인세비용	2	3	5	6	7
계속사업순이익	10	12	17	24	35
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	12	17	24	35
지배지분순이익	10	12	17	24	35
포괄순이익	10	12	17	23	35
지배지분포괄이익	10	12	17	23	35

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	8	12	15	20	29
당기순이익	10	12	17	24	35
감가상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3	-3	-4	-5	-7
기타현금흐름	0	1	0	0	0
투자활동 현금흐름	-11	-2	-14	-16	-24
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	0	-14	-16	-24
재무활동 현금흐름	-1	-1	-2	-1	-1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-1	-2	-1	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	1	1	2
현금의 증감	-3	9	0	4	5
기초 현금	12	9	18	18	22
기말 현금	9	18	18	22	27
NOPLAT	11	13	20	26	37
FCF	2	11	15	20	29

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

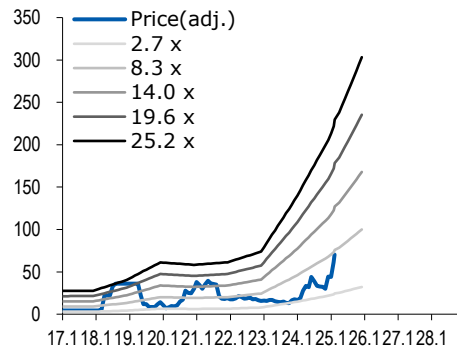
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	76	89	111	141	184
현금및현금성자산	9	18	18	22	27
매출채권 및 기타채권	14	17	23	29	38
재고자산	8	8	11	14	19
비유동자산	17	17	15	14	13
유형자산	15	15	13	12	11
관계기업 등 자본관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	1
자산총계	93	106	127	155	197
유동부채	15	17	23	29	38
매입채무 및 기타채무	14	15	20	26	34
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	1
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15	17	23	29	38
지배지분	78	89	104	126	159
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	48	58	73	95	129
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	78	89	104	126	159
순차입금	-54	-63	-77	-97	-127
총차입금	0	0	0	0	0

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,425	2,925	5,318	8,141	12,016
BPS	19,241	21,830	35,874	43,465	54,931
EBITDAPS	3,081	3,594	6,635	9,607	13,251
SPS	18,061	21,746	35,635	51,008	67,353
DPS	300	500	500	500	500
PER	7.7	5.3	8.3	8.6	5.8
PBR	1.0	0.7	1.2	1.6	1.3
EV/EBITDA	1.7	0.0	2.3	3.8	2.0
PSR	1.0	0.7	1.2	1.4	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	19.4	20.4	31.6	27.0	32.0
영업이익 증가율 (%)	19.3	17.7	56.2	31.5	40.4
지배순이익 증가율 (%)	28.0	20.6	46.0	35.9	47.6
매출총이익률 (%)	23.7	22.5	24.4	24.4	25.3
영업이익률 (%)	14.9	14.6	17.3	17.9	19.1
지배순이익률 (%)	13.4	13.4	14.9	16.0	17.8
EBITDA 마진 (%)	17.1	16.5	18.6	18.8	19.7
ROIC	47.1	42.1	60.4	77.8	105.6
ROA	11.2	11.9	14.9	16.7	19.7
ROE	13.4	14.2	18.0	20.5	24.4
부채비율 (%)	19.5	19.7	22.1	23.2	24.2
순차입금/자기자본 (%)	-69.1	-71.4	-74.3	-77.3	-79.8
영업이익/금융비용 (배)	1,388.9	1,498.1	2,743.0	3,094.8	3,655.7

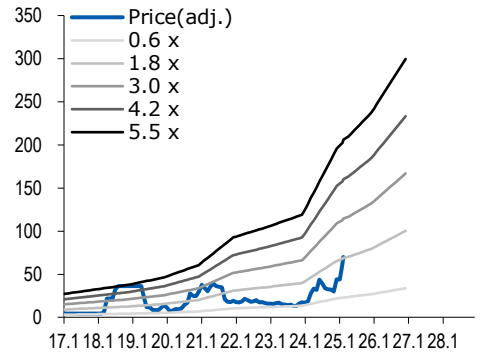
P/E band chart

(천원)



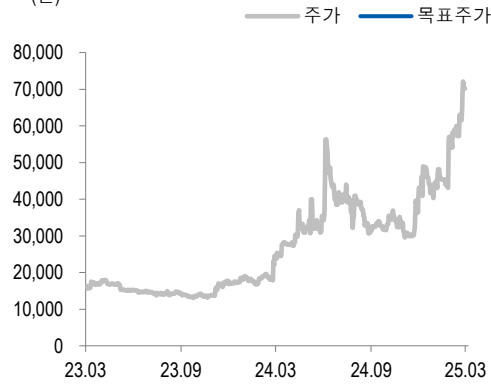
P/B band chart

(천원)



에스앤디 (260970) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	Not Rated	-	1년		
2025-02-27	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

교촌에프앤비 (339770)

2025년 해외 확장과 이익 턴어라운드

글로벌 100호점 기대, K-치킨 확장의 원년

교촌에프앤비가 2025년 글로벌 시장에서 매장 수 100개를 돌파하며 본격적인 해외 확장 국면에 진입할 전망이다. 미국은 기존 직영점 확대와 다크키친 도입으로 효율성을 높이고 있으며, 중국 및 동남아는 마스터프랜차이즈 전략을 통해 로열티 수익을 극대화할 계획이다. 특히 미국에서는 기존 LA 직영점 확대 및 다크키친 점포 수를 연내 6개로 늘려 수익성을 개선할 것으로 예상된다. 중국과 동남아에서도 신규 매장 확대와 현지 맞춤형 전략으로 추가 성장 모멘텀을 확보하고 있어 해외 매출 비중이 꾸준히 높아질 전망이다.

가맹본부 직영화 효과 본격화, 국내 수익 개선

국내 시장에서는 가맹지역본부의 직영 전환 효과가 본격화된다. 전국 23개 가맹지역본부를 직영으로 전환함으로써 기존에 지급하던 수수료 약 120억원이 절감되며, 영업이익률이 2025년부터 10% 수준으로 크게 개선될 전망이다. 또한 점포당 매출 확대와 효율적인 배달 운영 및 프리미엄 메뉴 전략을 통해 내수 시장 경쟁력을 더욱 견고히 할 계획이다. 따라서 2025년은 국내 사업 수익성이 본격적으로 턴어라운드되는 전환점이 될 전망이다.

업계 최상위 배당성향 유지, 배당 매력 부각

교촌에프앤비는 안정적인 배당정책을 유지하고 있다. 2024년 배당금은 전년 대비 12% 증가한 65억원, 배당수익률은 약 4% 수준으로 업종 내 최고 수준이다. 향후 실적 개선과 함께 추가적인 배당성향 확대 가능성이 높아, 당사는 실적 턴어라운드뿐 아니라 배당 매력까지 동시에 갖추고 있다고 판단된다. 2025년 매출액은 5,503억원(YoY+14.5%), 영업이익은 575억원(YoY+277.1%, OPM 10.4%)을 전망한다. 현재 주가는 2025년 예상 PER 7배 수준으로 국내 동종업체 대비 저평가돼 있으며, 글로벌 확장과 국내 구조조정에 따른 뚜렷한 수익성 개선 효과가 나타날 경우 추가적인 밸류에이션 재평가 가능성도 존재한다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	126	13.3	-1.3	121	3.9
영업이익	6	-22.5	-27.6	10	-47.1
세전계속사업이익	2	-16.3	-74.4	10	-84.1
지배순이익	-3	적전	적전	8	-134.8
영업이익률 (%)	4.4	-2.0 %pt	-1.6 %pt	8.6	-4.2 %pt
지배순이익률 (%)	-2.2	적전	적전	6.6	-8.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	517	445	481	550
영업이익	9	25	15	58
지배순이익	5	14	2	41
PER	60.3	14.7	71.5	7.1
PBR	1.8	1.1	0.8	1.3
EV/EBITDA	18.7	7.0	6.8	4.2
ROE	3.0	7.8	1.0	20.6

자료: 유안타증권



손현정 음식료/전력기기

hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가

원 (I)

직접 목표주가

0원

현재주가 (3/10)

5,810원

상승여력

-

시가총액	2,903억원
총발행주식수	49,965,080주
60일 평균 거래대금	11억원
60일 평균 거래량	148,478주
52주 고/저	6,000원 / 3,873원
외인지분율	0.98%
배당수익률	4.03%
주요주주	권원강 외 10 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.2	16.2	41.2
상대	7.1	9.3	47.3
절대 (달러환산)	9.1	14.2	28.4

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

국내외 치킨 프랜차이즈 시장 동향

1. 국내 시장: 성장 둔화 속 양극화 심화

국내 치킨 프랜차이즈 시장은 현재 약 659개 브랜드가 경쟁하고 있으며, 상위 3사(BBQ, 교촌, BHC)가 전체 가맹점 시장의 약 40%를 차지하는 과점적 경쟁 구도를 형성하고 있다. 2024년 기준 국내 전체 치킨 프랜차이즈 매장 수는 약 3만 개로 추정되며, 이는 2020년 대비 약 3,000개 늘어난 수준이다. 그러나 매장 수 증가율은 2020년 6.3%에서 2022년 2.5%로 급격히 둔화되며 신규 출점 환경이 어려워지고 있다.

특히 배달앱 중심 소비가 확산되면서 소비자들이 인지도가 높은 대형 브랜드로 집중되는 현상이 두드러지고 있다. 실제로 프랜차이즈 매장 비중은 2022년 전체 치킨 매장의 71%까지 높아졌으며, 배달 수수료 부담과 경쟁 심화로 인해 연 매출 2억 원 미만의 영세 가맹점 비중이 전체의 약 64%에 달하는 등 양극화가 심화되고 있다. 이에 따라 주요 프랜차이즈 기업들은 무리한 출점보다는 점포당 매출 증대 및 수익성 개선 전략에 초점을 맞추고 있다.

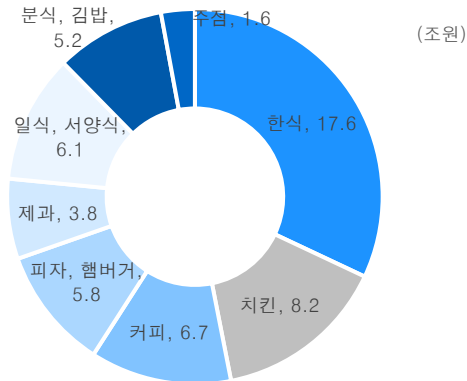
2023년 국내 외식 프랜차이즈 시장 규모는 약 55조 원이며, 이 중 치킨 시장 규모는 약 8.2조 원(YoY +7.9%)으로 추산된다. 2024년 치킨 시장 규모는 8조 원 후반대로 확대된 것으로 예상된다. 한국의 연간 1인당 닭고기 소비량은 약 26마리로 높은 수준이며, 치킨 프랜차이즈 산업은 국내 외식 산업 내에서 여전히 중요한 비중을 차지하고 있다.

1. 해외 시장: 새로운 성장 동력

국내 치킨 프랜차이즈 시장의 성장 둔화와 포화 상태가 지속되면서, 주요 프랜차이즈 기업들은 해외 시장 진출을 새로운 성장 동력으로 적극 추진하고 있다. 특히 미국, 중국, 동남아를 중심으로 한국식 치킨에 대한 관심과 수요가 급속히 증가하면서 글로벌 진출이 본격화되고 있다. 최근 한류 문화 및 K-푸드 인기 확산과 맞물려 한국식 치킨 브랜드의 인지도와 선호도가 빠르게 상승하고 있으며, 이를 기반으로 국내 프랜차이즈 기업들은 중남미, 유럽, 오세아니아 등으로도 진출 지역을 확대하고 있다.

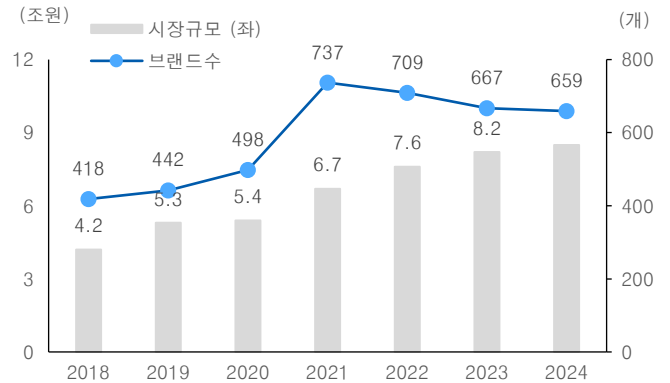
다만 해외 시장 진출 시 현지 소비자 취향에 대한 철저한 분석과 브랜드 인지도 확보가 필수적이며, KFC, Popeyes 등 기존 글로벌 치킨 브랜드와의 경쟁 또한 불가피하다. 실제로 2000년대 초 BBQ와 교촌 등 국내 브랜드들이 해외 시장 진출을 시도했으나, 당시 현지 배달 문화 미성숙, 낮은 브랜드 인지도, 높은 운영비용 등으로 일부 시장에서는 철수하는 사례도 있었다. 하지만 최근 들어 미국과 중국 등 주요 선진 시장을 중심으로 한인 교포뿐 아니라 현지 젊은층까지 K-치킨 소비층이 확대되면서, 본격적인 글로벌 확장이 다시 한번 업계 핵심 전략으로 부상하고 있다. 결과적으로, 해외 시장 진출은 국내 치킨 프랜차이즈 기업들의 성장성을 좌우하는 중장기적 핵심 과제가 될 것으로 전망된다.

국내 외식 프랜차이즈 55조원 시장



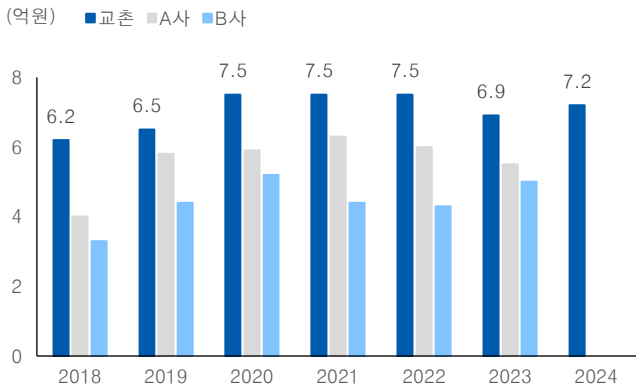
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

국내 치킨 프랜차이즈 시장 규모 추이



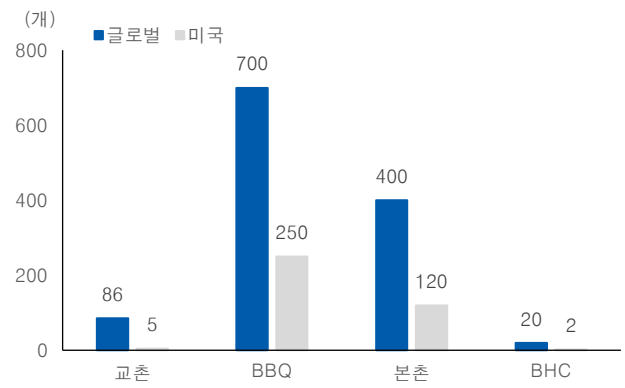
자료: 교촌에프앤비, 유안타증권 리서치센터

국내 치킨 프랜차이즈 TOP3 매장당 매출 추이



자료: 교촌에프앤비, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

국내외 치킨프랜차이즈 해외 매장 수



자료: KFA, 유안타증권 리서치센터

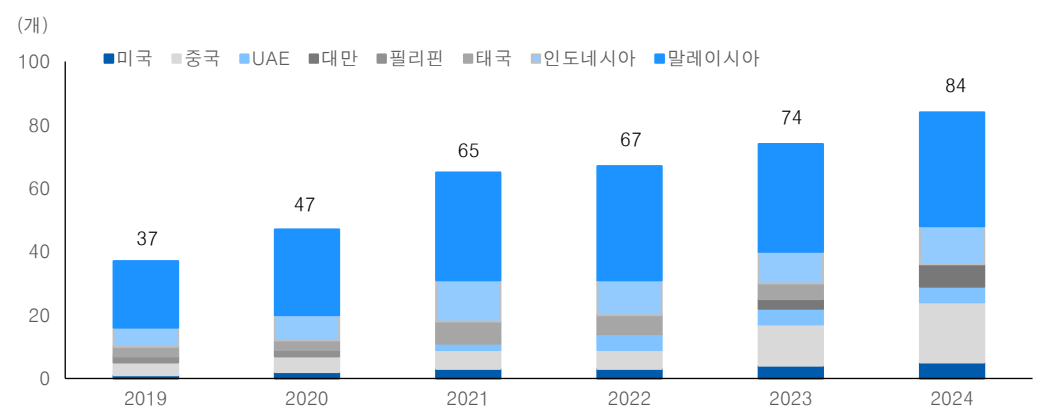
투자 포인트

1. K-치킨 글로벌 진출 본격화

교촌에프앤비는 포화 상태에 이른 국내 치킨 시장을 넘어, 해외 진출을 통해 새로운 성장 동력을 확보하고 있다. 2025년 해외 매장 수는 전년(2024년 84개) 대비 약 20% 증가한 100개 이상을 목표로 하고 있다. 교촌은 단순한 매장 수 증가보다는 마스터프랜차이즈를 통한 로열티 수익과 소스 및 부자재 수출 확대 등 수익성 중심의 해외 전략을 펼치고 있다. 특히 마스터프랜차이즈 모델의 경우 로열티(매출 대비 3~5%)를 부과하는 구조로, 별도의 자본 투자 없이 안정적인 현금 흐름을 확보할 수 있다는 장점이 있다.

또한, 대만 킹자이인터내셔널(공차 운영사)과 같은 강력한 현지 파트너사와 협력해 브랜드 인지도를 빠르게 구축하고 있으며, 소스 제조를 담당하는 100% 자회사를 통해 부가 매출까지 창출하는 전략을 구사하고 있다.

교촌에프앤비 글로벌 매장 수 추이



자료: 교촌에프앤비, 유안타증권 리서치센터

1) 미국 시장: 직영점과 다크키친 모델로 수익성 극대화

미국 치킨 시장은 약 80조 원 규모로 한국 대비 10배에 달하는 거대한 시장이며, 1인당 연간 닭고기 소비량이 약 40마리로 매우 높은 소비 잠재력을 보유하고 있다. 교촌은 2008년 미국 시장에 진출해 현재 LA 지역 중심으로 직영점 3곳을 운영 중이며, 가장 큰 규모인 1호점(2023년 매출 40억 원)은 2025년 가을 리모델링 재오픈 예정이다. 또한 높은 인건비로 인해 운영 효율성 개선을 위한 서빙 로봇 및 조리 로봇 도입을 적극 검토 중이다.

이와 더불어 소규모 투자로 수익성을 높일 수 있는 다크키친 모델을 적극 추진하고 있다. 현재 운영 중인 다크키친 매장(2개)을 2025년 말까지 총 6개, 2028년까지 20개로 확대할 계획이며, 장기적으로 마스터프랜차이즈 파트너를 확보하여 본격적인 미국 전역 확장도 추진할 방침이다.

1) 중국 및 동남아 시장: 마스터프랜차이즈 통한 빠른 확장

교촌은 중국과 동남아 시장에서 마스터프랜차이즈와 가맹 모델을 통해 빠르게 매장을 확대하고 있다. 중국에서는 상해, 항저우, 심천 등에 직영점 7개 및 마스터프랜차이즈 매장 12개를 운영 중이며, 2025년 2월에는 심천 지역에 신규 직영점을 개설했다.

동남아에서는 말레이시아, 베트남, 인도네시아, 대만 등을 중심으로 현지 파트너사와의 협력을 통해 적극적인 프랜차이즈 확장을 진행 중이다. 특히 말레이시아는 10년 이상의 파트너십을 기반으로 이미 36개 매장을 확보하여 안정적인 수익 기반을 구축했으며, 인도네시아에서는 현지 맞춤형 메뉴 개발과 마케팅 강화를 통해 시장 확대 가능성을 높이고 있다. 대만의 경우 현재 8개 매장을 운영하고 있으며, 추가 확장이 지속될 전망이다. 베트남은 2025년 하반기 신규 프랜차이즈 매장 출점을 준비 중이며, 향후 태국, 필리핀 등 유사 시장으로도 확장이 가능할 것으로 예상된다.

교촌에프앤비 글로벌 사업 구조



자료: 교촌에프앤비, 유안타증권 리서치센터

2. 국내 구조조정 효과 본격화

교촌에프앤비는 2025년 본격적인 국내 수익성 개선 국면에 진입할 전망이다. 핵심은 가맹지역 본부의 직영 전환이다. 2024년까지 전국 23개 가맹지역본부를 본사로 흡수하는 과정에서 발생했던 일회성 비용이 종료되며, 수익성 중심의 사업구조로 전환되기 때문이다.

특히 지난해 가맹지역본부 인수 과정에서 지불된 지급수수료(본부당 평균 10억 원, 총 230억 원 규모)가 4Q24부터 완전히 사라져 본사의 비용 부담이 크게 줄어든다. 지급수수료 제거 효과로 인해 2025년 본사 영업이익률(OPM)은 10% 이상으로 개선될 것으로 예상되며, 이는 국내 치킨 프랜차이즈 업계 최고 수준에 해당한다.

또한 가맹지역본부 직영화로 인해 가맹점에서 발생하는 매출이 중간 유통 마진 없이 본사에 직접 반영되어 연간 약 300억 원의 추가 매출이 기대된다. 이로 인해 매출뿐 아니라 연간 약 120~130억 원의 영업이익이 추가로 발생할 전망이다. 이는 단순한 매출 증가가 아니라 본질적으로 수익 구조 자체가 고마진 형태로 개선되는 효과를 의미한다.

가맹지역본부 통합 효과는 판관비 절감 측면에서도 긍정적이다. 기존 가맹본부에서 중복 발생하던 인건비, 관리비가 축소되고, 중앙 물류 시스템의 효율성이 높아지며 물류비도 절감될 것으로 기대된다. 더불어 스포츠(골프) 마케팅 종료에 따라 불필요한 광고비가 감소하여 수익성 개선 효과는 더욱 확대될 전망이다.

중장기적으로는 점포당 매출 성장 및 운영 효율화 전략이 핵심이 될 것으로 판단된다. 신규 출점보다는 객단가 상승과 주문량 증가를 통해 점포당 매출을 극대화하고, 가맹점 맞춤형 운영 지원, 재고·인건비 절감 프로그램을 통해 운영 효율성을 높이는 것이 목표다. 또한, 배달 플랫폼 수수료 절감을 위해 자체 주문 앱 활용 비중을 늘리고, 효율적인 배달 운영 모델을 구축해 배달비 절감 효과도 강화할 계획이다. 신규 프리미엄 메뉴 출시 및 전략적 가격 정책을 통해 브랜드 이미지 제고와 충성 고객층 확대도 추진할 예정이다.

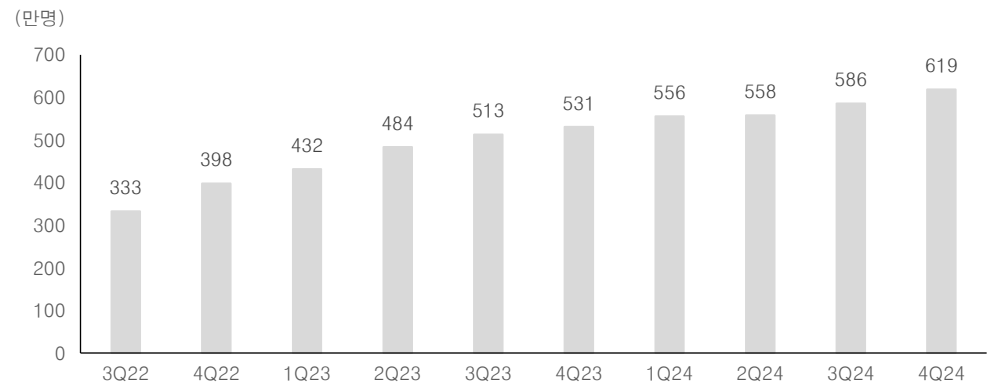
결론적으로 2025년은 교촌에프앤비의 구조조정 성과가 온전히 실적에 반영되는 첫해가 될 것이다. 단기적으로는 230억 원 규모의 지급수수료 제거가 직접적인 이익 개선으로 이어지겠지만, 장기적으로는 운영 최적화 및 효율화 전략을 통해 국내 사업 수익성은 더욱 견고해지고, 향후 지속 가능한 실적 성장의 기반이 마련될 것으로 기대된다.

교촌에프앤비 가맹지역본부 직영 전환



자료: 교촌에프앤비, 유안타증권 리서치센터

교촌 주문 앱 가입자 수 추이



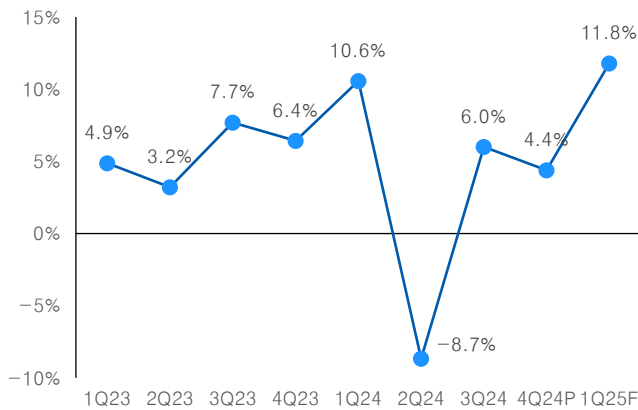
자료: 교촌에프앤비, 유안타증권 리서치센터

3. 주주환원 정책 – 배당 확대 및 안정적 주주 가치 제고

교촌에프앤비는 배당 중심의 주주환원 정책을 지속적으로 강화하고 있다. 2024년 배당금은 65억원(+12% YoY)으로 증액되었으며, 배당수익률은 4% 수준으로 예상된다. 이는 업계 평균을 상회하는 수준으로, 향후에도 실적 개선과 함께 배당 성향 확대 가능성이 높다.

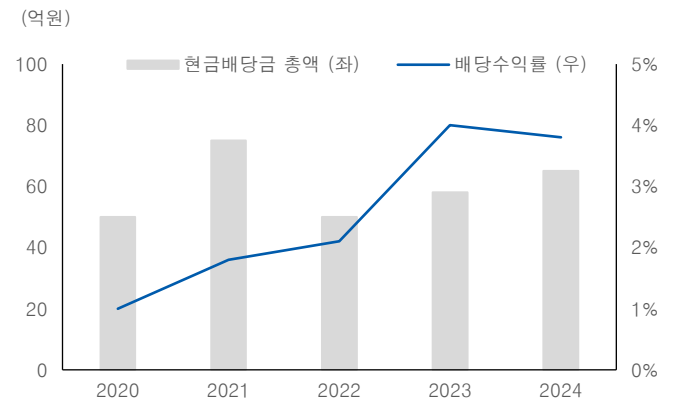
배당금 증액과 최대주주 차등배당을 유지하면서 주주 친화적 정책을 강화하고 있다. 배당성향은 40% 수준에서 유지될 것으로 보이며, 자사주 매입보다 배당을 통한 환원 정책을 우선적으로 고려하고 있다. 이에 당사는 지속적인 실적 성장과 배당 확대를 기반으로 주주 가치를 강화하며, 안정적인 배당 수익을 제공하는 투자 매력도가 높은 기업으로 평가될 전망이다.

교촌에프앤비 영업이익률 추이



자료: 교촌에프앤비, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

교촌에프앤비 배당 현황



자료: 교촌에프앤비, 유안타증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

2025년은 국내 수익성 개선과 글로벌 확장이 실적과 기업가치에 본격적으로 반영되는 시점이 될 것으로 보인다. 당사는 2025년 매출액 5,503억 원(YoY +14.5%), 영업이익 575억 원(YoY +277.1%, OPM 10.4%)을 기록할 것으로 전망된다. 이는 가맹지역본부 직영 전환으로 인한 판관비 절감과 매출 증가가 실적 개선을 견인할 것으로 예상되기 때문이다.

해외 시장에서의 적극적인 확장도 성장에 기여할 전망이다. 미국 시장에서는 직영점 및 다크키친 모델 확대를 통해 가맹사업 확장 기반을 마련하고 있으며, 중국 및 동남아 시장에서는 마스터프랜차이즈 모델을 활용한 점포 확장과 로열티 수익 증가가 예상된다. 이를 통해 해외 매출 비중이 점진적으로 확대되며, 본사의 수익성 개선에 기여할 것으로 보인다.

밸류에이션 측면에서 2025년 예상 PER은 7배 수준으로, 국내외 경쟁사 대비 저평가되어 있다. 특히, 동사의 안정적인 배당 정책(배당성향 40% 유지)과 영업이익률 개선이 지속될 경우, 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 존재한다.

교촌에프앤비 실적테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	113.3	113.9	127.6	125.9	128.8	134.4	139.3	147.9	445.0	480.6	550.3
국내 프랜차이즈	105.1	104.9	118.8	118.2	119.0	124.7	130.0	136.8	413.8	447.1	510.6
글로벌	4.2	4.9	5.2	4.8	5.7	6.0	6.3	6.7	17.8	19.2	24.6
신사업	3.9	4.0	3.6	2.9	4.2	3.7	2.9	4.4	13.4	14.3	15.1
% YoY	-5.9%	11.7%	14.5%	13.3%	13.7%	18.0%	9.2%	17.4%	-14.0%	8.0%	14.5%
국내 프랜차이즈	-6.4%	11.6%	14.6%	14.0%	13.4%	5.0%	10.0%	15.0%	-14.8%	8.1%	14.2%
글로벌	-11.1%	13.0%	18.2%	13.2%	14.8%	15.0%	30.0%	18.0%	1.4%	7.9%	28.1%
신사업	18.0%	13.2%	7.3%	-10.5%	3.3%	3.0%	2.0%	5.0%	-5.4%	7.2%	5.5%
% 매출비중											
국내 프랜차이즈	92.8%	92.1%	93.1%	93.9%	92.4%	92.8%	93.4%	92.5%	93.0%	93.0%	92.8%
글로벌	3.7%	4.3%	4.1%	3.8%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.0%	4.0%	4.5%
신사업	3.4%	3.5%	2.8%	2.3%	3.2%	2.7%	2.1%	2.9%	3.0%	3.0%	2.7%
영업이익	12.0	-9.9	7.6	5.5	15.2	14.2	14.0	14.2	24.8	15.2	57.5
% YoY	103.9%	-401.2%	-10.7%	-22.6%	27.0%	흑전	83.2%	156.1%	181.0%	-38.6%	277.1%
% 영업이익률	10.6%	-8.7%	6.0%	4.4%	11.8%	10.5%	10.0%	9.6%	5.6%	3.2%	10.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

교촌에프앤비 (339770) 추정재무제표 (K-IFRS)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	517	445	481	550	611
매출원가	428	337	333	375	416
매출총이익	89	108	148	176	195
판매비	81	83	132	118	123
영업이익	9	25	15	58	72
EBITDA	18	34	24	66	80
영업외손익	-2	-7	-8	-7	-6
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	-1	-1	0	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-6	-7	-7	-7
법인세비용차감전순이익	7	18	8	51	67
법인세비용	2	5	6	10	16
계속사업순이익	5	13	2	41	51
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	13	2	41	51
지배지분순이익	5	14	2	41	51
포괄순이익	6	11	0	40	49
지배지분포괄이익	6	13	1	45	56

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5	20	8	45	54
당기순이익	5	13	2	41	51
감가상각비	8	9	8	8	7
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-5	-12	-9	-10	-9
기타현금흐름	-4	11	6	6	6
투자활동 현금흐름	-28	-31	-4	-5	-5
투자자산	0	-1	0	-1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-13	-32	0	0	0
유형자산 감소	0	4	0	0	0
기타현금흐름	-15	-2	-3	-4	-4
재무활동 현금흐름	36	10	-9	-6	-10
단기차입금	52	2	1	1	1
사채 및 장기차입금	-1	17	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-5	-6	-4	-7
기타현금흐름	-6	-4	-4	-4	-4
연결범위변동 등 기타	1	0	6	8	8
현금의 증감	14	-1	2	42	48
기초 현금	48	62	61	63	105
기말 현금	62	61	63	105	152
NOPLAT	9	25	15	58	72
FCF	-8	-11	8	45	54

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

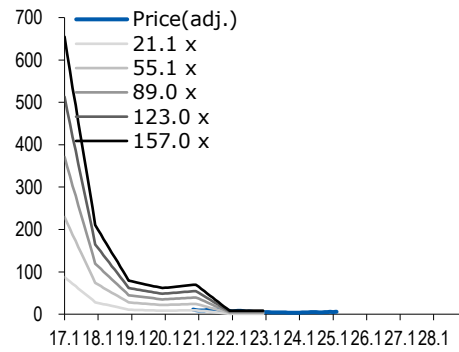
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	111	111	117	167	222
현금및현금성자산	62	61	63	105	152
매출채권 및 기타채권	12	10	12	13	15
재고자산	18	20	22	25	28
비유동자산	194	215	207	200	193
유형자산	166	187	179	171	164
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	5	8	9	10	10
자산총계	305	326	325	367	415
유동부채	103	100	103	110	116
매입채무 및 기타채무	32	25	27	31	35
단기차입금	54	55	55	55	55
유동성장기부채	3	2	2	2	2
비유동부채	23	41	41	41	41
장기차입금	13	32	32	32	32
사채	0	0	0	0	0
부채총계	126	141	144	151	157
지배지분	179	187	181	217	259
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	53	53	53	53	53
이익잉여금	116	124	120	158	201
비지배지분	0	-1	-1	-1	-1
자본총계	179	186	180	216	258
순차입금	10	30	28	-15	-64
총차입금	87	106	106	108	109

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	107	287	76	821	1,018
BPS	3,579	3,737	7,262	4,348	5,187
EBITDAPS	354	688	962	1,313	1,595
SPS	10,356	8,905	19,239	11,014	12,229
DPS	100	150	150	150	150
PER	60.3	14.7	71.5	7.1	5.7
PBR	1.8	1.1	0.8	1.3	1.1
EV/EBITDA	18.7	7.0	6.8	4.2	2.8
PSR	0.6	0.5	0.3	0.5	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	1.9	-14.0	8.0	14.5	11.0
영업이익 증가율 (%)	-78.4	181.0	-38.6	277.1	25.6
지배순이익 증가율 (%)	-82.1	168.8	-86.7	2,052.3	24.0
매출총이익률 (%)	17.3	24.3	30.7	31.9	31.9
영업이익률 (%)	1.7	5.6	3.2	10.4	11.8
지배순이익률 (%)	1.0	3.2	0.4	7.5	8.3
EBITDA 마진 (%)	3.4	7.7	5.0	11.9	13.0
ROIC	4.2	10.0	2.0	25.7	31.8
ROA	1.9	4.5	0.6	11.9	13.0
ROE	3.0	7.8	1.0	20.6	21.4
부채비율 (%)	70.2	75.9	80.0	69.9	60.8
순차입금/자기자본 (%)	5.5	16.0	15.2	-7.0	-24.6
영업이익/금융비용 (배)	8.9	8.2	4.6	17.1	21.3

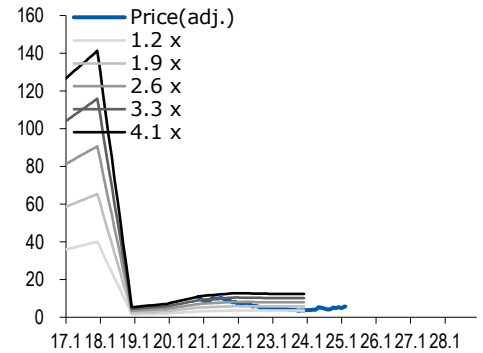
P/E band chart

(천원)



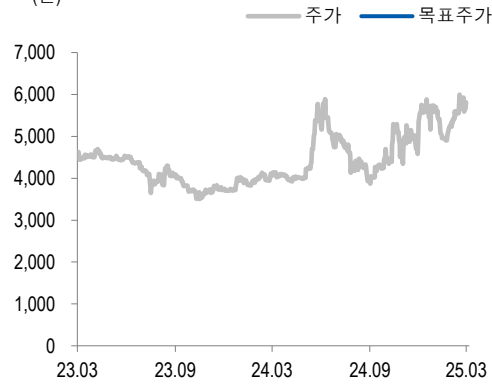
P/B band chart

(천원)



교촌에프앤비 (339770) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

사조동아원 (008040)

라면 성장의 숨은 수혜주

K-라면의 필수 파트너

사조동아원은 국내 주요 라면 제조사의 생산 확대에 직접적인 수혜를 보고 있다. 특히 삼양 식품과 농심이 라면 수요 증가로 생산공장을 증설 중이며, 이에 따른 밀가루 수요 확대 효과가 본격화될 전망이다. 삼양식품은 자체 제분 능력이 부족해 외부 밀가루 조달 비중이 높은 상황이며, 동사는 주요 면 고객사(농심, 삼양식품 등) 매출 비중이 약 30%에 달하는 만큼 경쟁사 대비 수혜 강도가 클 것으로 예상된다. 2024년 동사의 제분 가동률은 77%로 전년대비 7%p 큰 폭으로 늘어났다. 생산 여력도 경쟁사 대비 확보되어 있어 단기적인 판매량 증가에 유리한 환경이다. 이에 2025년에도 판매량 증가와 안정적 수익성 개선이 예상된다.

고환율과 곡물가 안정화로 마진 개선

곡물가격 안정화와 강달러 환경이 이어지면서 제분 사업의 수익성 개선이 기대된다. 2024년 하반기부터 국제 소맥 가격이 안정화되고 있어 원가 부담이 줄어드는 반면, 고환율 영향으로 제품 판매가격의 하락 압력은 제한적일 것으로 보인다. 판매가격 유지와 원재료비 감소에 따른 스프레드 개선으로, 2025년 동사의 영업이익률은 7.9%까지 상승할 전망이다.

25F PER 5배, 현저한 저평가 상태

2025년 매출액은 6,965억원(YoY +2.7%), 영업이익은 552억원(YoY +4.2%, OPM 7.9%)으로 전망된다. 현재 주가는 2025년 예상 PER 5배 수준으로 음식료 업종 평균 대비 현저히 저평가된 상태다. 라면 시장의 구조적인 수요 증가 및 고객사의 CAPA 확대 효과가 본격화되면서 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분하다고 판단된다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 원 (I)

직전 목표주가	0원
현재주가 (3/10)	1,044원
상승여력	-

시가총액	1,474억원
총발행주식수	141,144,600주
60일 평균 거래대금	5억원
60일 평균 거래량	488,503주
52주 고/저	1,211원 / 897원
외인지분율	1.18%
배당수익률	1.57%
주요주주	사조씨푸드 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.3	9.3	9.2
상대	7.2	2.8	13.9
절대 (달러환산)	9.2	7.4	(0.8)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	162	-1.9	-6.9		
영업이익	12	-2.8	0.9		
세전계속사업이익	-1	적지	적전		
지배순이익	-2	적지	적전		
영업이익률 (%)	7.6	-0.1 %pt	+0.6 %pt		
지배순이익률 (%)	-1.4	적지	적전		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	632	678	678	697
영업이익	15	39	53	55
지배순이익	1	11	24	28
PER	188.1	13.2	5.7	5.3
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.2	5.3	3.6	3.2
ROE	0.5	4.5	9.5	10.0

자료: 유안타증권

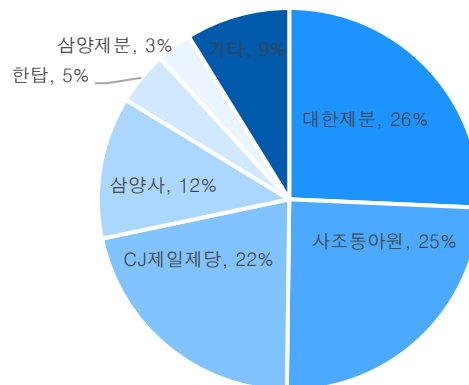
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

제분 산업, 호황기 진입

국내 제분 산업은 사조동아원, 대한제분, CJ 제일제당 등 상위 3개사가 시장의 70% 이상을 차지하며 과점적 경쟁 구조를 형성하고 있다. 이처럼 소수 기업이 시장을 지배하고 있어 신규 진입자의 시장 진입이 매우 어렵다는 특징을 가진다. 밀가루 가격은 소맥 가격 변동과 환율 변화와 같은 외부 변수에 따라 결정된다. 주요 고객사인 라면 제조사와 제빵 업체들은 주로 분기 또는 반기 단위로 경쟁 입찰을 통해 밀가루를 조달하기 때문에, 개별 제분업체의 가격 협상력은 일반적으로 제한적이다.

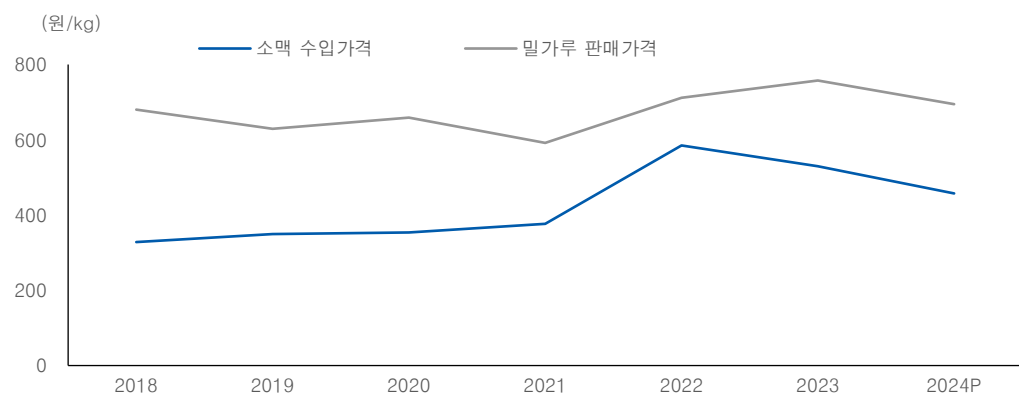
그러나 최근 라면 수출 호조로 밀가루 수요가 증가하면서 산업 내 수급이 타이트해지고 있다. 특히 주요 업체들의 높은 가동률로 추가 생산 여력이 제한된 가운데 밀가루 수요가 지속적으로 증가하면, 가격 인하 압력이 완화되어 제분업체들의 마진 안정화가 가능할 것으로 예상된다. 또한 강달러 환경에서는 밀가루 판매가격 인하 압력이 줄어들어 마진 유지에 유리하게 작용할 수 있다. 따라서 현재 국내 제분 산업은 과점적 시장 구조와 높은 진입장벽을 바탕으로, 외부 변수에도 불구하고 일정 수준의 수익 안정성을 확보할 수 있는 구조적 강점을 가지고 있다고 판단된다.

국내 제분 업체 시장점유율



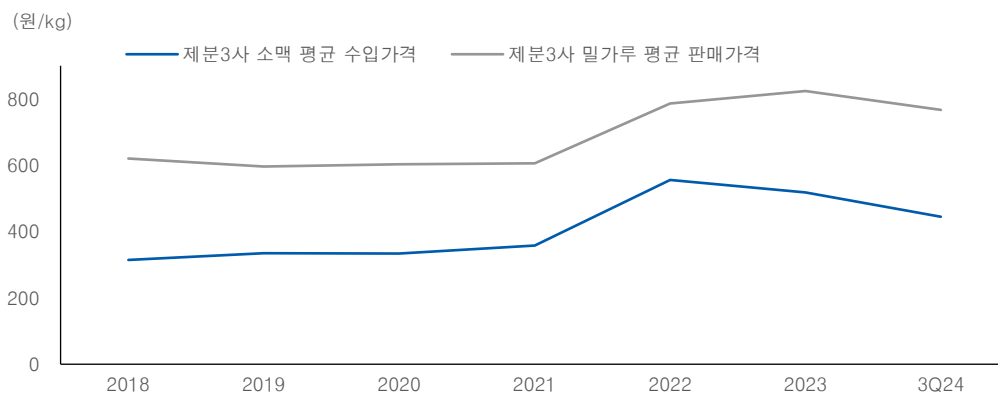
자료: 한국제분협회, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

사조동아원 소맥 수입가격 및 밀가루 판매가격 추이



자료: 사조동아원, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

국내 제분3사 소맥 수입가격 및 밀가루 판매가격 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준

투자 포인트

1. 라면 수요 증가에 따른 직접적인 수혜

사조동아원의 제분 판매량은 2024년 약 64만 톤으로, 전년 대비 8% 증가한 것으로 추정된다. 같은 기간 경쟁사인 대한제분의 판매량 증가율이 1.5%에 그친 점과 비교하면 매우 높은 성장세다. 이는 두 회사의 고객사 구성과 대응 가능한 생산 여력 차이에서 비롯된다.

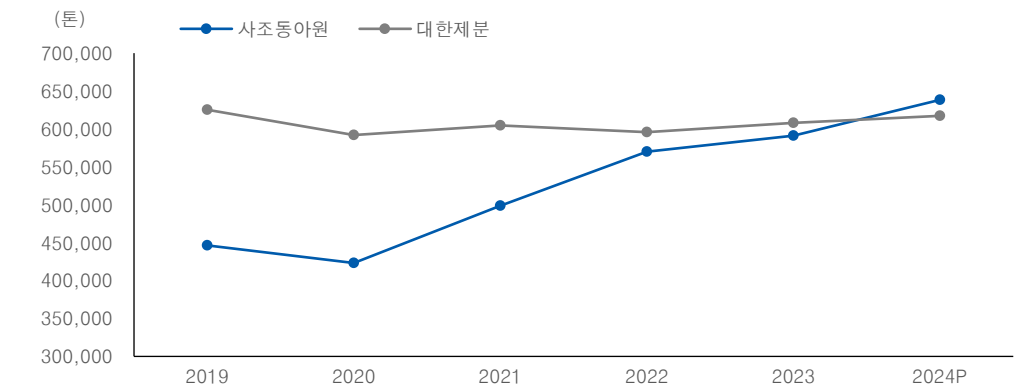
사조동아원은 매출의 약 30%가 농심과 삼양식품 등 주요 라면 제조사에서 발생하고 있어, 최근 라면 수요 급증의 수혜가 직접적으로 나타나고 있다. 특히 삼양식품은 자체 계열사인 삼양제분의 공급능력이 전체 밀가루 수요의 절반 수준에 불과해 외부 조달이 필수적인 상황이다. 따라서 삼양식품의 생산 확대에 따른 수혜는 사조동아원에 집중될 수밖에 없는 구조다. 반면 대한제분은 소매 소비자 및 소규모 외식업체 등 다양한 내수 고객을 중심으로 매출이 다변화되어 있어 특정 산업의 급격한 수요 증가에 대한 직접적인 효과가 제한적이다.

사조동아원의 제분 공장 가동률은 2023년 70%에서 2024년 77%로 단기간에 7%p 나 상승했다. 같은 기간 대한제분은 82%에서 84%로 단 2%p 상승하는 데 그쳐, 사조동아원의 가동률 상승폭이 현저히 크다. 이는 사조동아원의 생산능력이 보다 여유 있는 상태에서 라면 수요 급증에 적극적으로 대응했기 때문이다.

현재 사조동아원은 충남 당진(5개 라인)과 부산(3개 라인)에서 총 84만 톤의 생산능력을 보유하고 있다. 2024년 예상 가동률 77%를 감안하면 추가 설비 투자 없이도 약 19만 톤의 여유 생산능력을 갖춘 상황이다. 반면 대한제분은 인천과 부산에 총 90만 톤 규모의 생산능력을 보유하고 있지만, 이미 가동률이 85% 수준에 육박하여 단기적 생산 확대가 어렵다. CJ 제일제당 역시 자사 소비 비중이 높아 외부 수요 증가에 대응이 제한적이므로, 사조동아원의 가동률 추가 상승 및 시장 점유율 확대 여력은 충분하다.

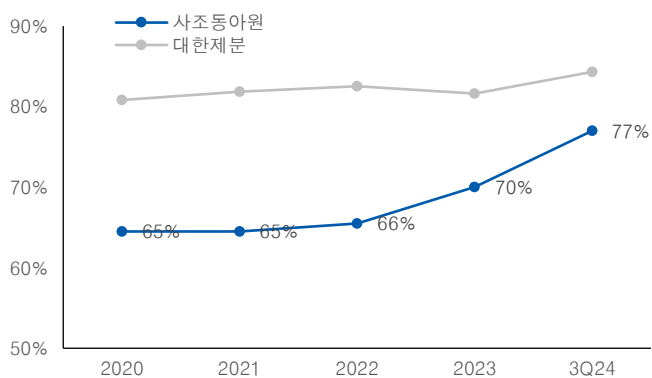
제분 산업은 높은 초기 투자 비용과 원자재 조달 리스크로 신규 기업의 진입이 사실상 불가능한 시장이다. 여기에 주요 경쟁사의 생산능력 한계로 단기적인 공급 확대가 어려운 상황이어서, 사조동아원의 추가적인 시장점유율 확대와 판매량 성장은 더욱 용이해질 전망이다. 또한 사조동아원은 명확한 B2B 중심 고객 구조로 인해 특정 산업(라면)의 수요 증가에 신속하고 효율적으로 대응할 수 있는 강력한 경쟁력을 갖추고 있다.

사조동아원 및 대한제분 제분 판매량 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

사조동아원 및 대한제분 가동률 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

국내 제분3사 CAPA 및 가동률 비교

	CAPA	가동률
사조동아원	84만톤	77%
대한제분	90만톤	85%
CJ 제일제당	70만톤	80%

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

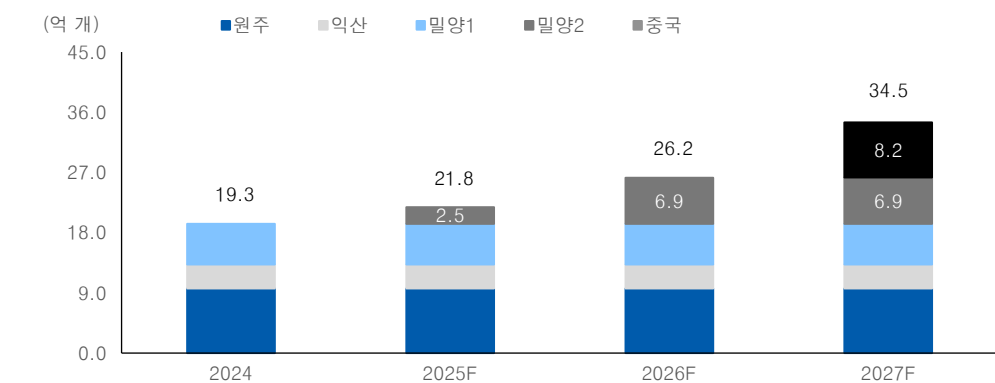
2. 고객사 CAPA 확대에 거는 기대

국내 주요 라면 제조사들이 잇따라 생산설비를 확장하면서 밀가루 수요가 구조적으로 증가하고 있다. 농심은 부산 녹산산단에 신규 공장을 건설 중이며, 2026년 완공 시 국내 생산능력이 기존 38억 개에서 43억 개로 약 13%(5억 개) 증가할 전망이다. 삼양식품 역시 밀양 제2공장을 2025년 상반기 완공할 예정이며, 이를 통해 생산능력은 기존 19.3억 개에서 2025년 21.8억 개로 확대되고, 2026년에는 기존 대비 약 36% 증가한 26.2억 개로 추가 확대될 계획이다. 양사의 총 생산능력 증가는 2025~2026년 합산 약 12억 개 규모로 예상된다.

이러한 생산설비 확대로 인해 추가적인 밀가루 수요가 발생할 것으로 추정된다. 라면 1개당 평균 밀가루 사용량(100g)을 적용하면, 2025년 삼양식품의 증설로 약 2.5만 톤, 2026년 농심과 삼양식품의 증설분을 합산할 경우 약 12만 톤의 추가 밀가루 수요가 예상된다.

사조동아원은 국내 제분 시장 점유율 약 25%를 차지하고 있으며, 특히 라면 제조사향 매출이 전체 제분 매출의 약 30%(약 1,300억 원)를 구성하는 주요 공급자이다. 이에 따라 사조동아원의 추가 밀가루 공급 물량은 2025년 약 7,500톤, 2026년 약 3만 톤 수준으로 추정되어 연간 50~200억 원 규모의 매출 증가 효과가 기대된다.

삼양식품 공장별 CAPA 추이



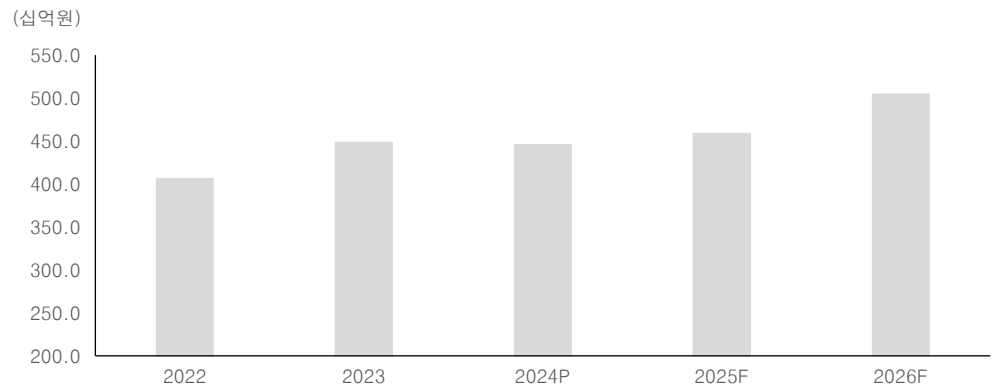
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

농심 리면 CAPA 현황

구분	지역	주요 공장	생산능력	비고
국내 (내수)	대한민국	구미, 부산, 안양, 안성 등	33억 개	국내 소비용
수출 전용	대한민국	부산공장 + 녹산 수출공장 (신규)	10억 개	2026년 +5억개 유럽·중남미 등 해외 시장"
해외 생산	미국	LA 1공장 + LA 2공장	10억 개	4Q24 +1억개 북미 시장"
	중국	상해공장 + 심양공장	7억 개	중국 및 아시아 시장
총 해외 + 수출 CAPA			27억 개	(북미 + 중국 + 수출공장)
총 CAPA (국내+해외)			60억 개	

자료: 농심, 유안타증권 리서치센터

사조동아원 제분 매출액 추이



자료: 사조동아원, 유안타증권 리서치센터

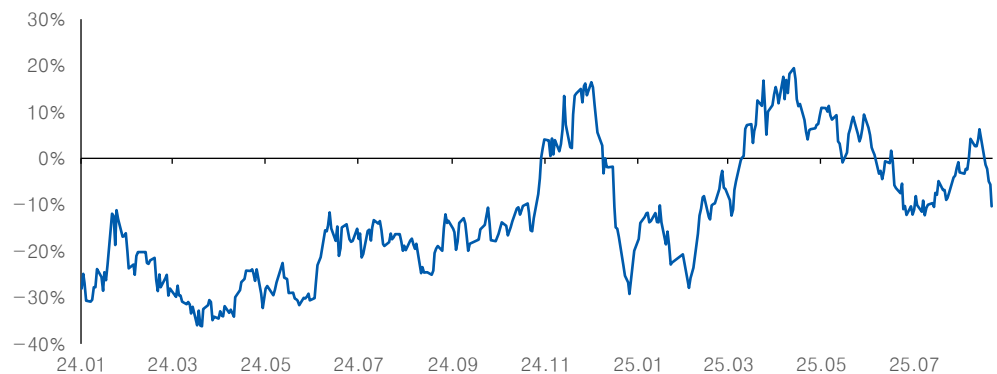
3. 고환율 및 곡물가 하락으로 스프레드 개선 기대

소맥 가격은 이미 2024년 하반기부터 하향 안정화가 진행되고 있어, 2025년에도 급격한 가격 상승 가능성은 제한적일 것으로 예상된다. 특히 올해 상반기까지는 원/달러 환율이 높은 수준을 유지할 전망이어서, 원화 기준 소맥 투입 원가는 상반기보다 하반기에 더 낮아지는 흐름을 보일 것으로 기대된다.

제분업체 입장에서는 곡물 가격 하락에 따라 원재료 투입 비용이 감소하는 반면, 고환율 환경에서는 환율 효과로 인해 제품 판매가격 인하 압력이 악화될 가능성이 높다. 즉, 원재료 원가는 줄어드는 가운데 판매가격은 안정적으로 유지될 수 있어, 판매가격과 원재료 가격 간 스프레드가 개선될 여건이 조성된다.

이에 당사는 2025년 원가 절감 효과와 판매가격 안정 효과를 동시에 누릴 수 있어 안정적이고 양호한 수익성을 유지할 것으로 판단된다.

소맥 원화환산 투입 가격 YoY 증감률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 곡물 투입 가격 지수=6개월 전 선물가격×3개월 전 환율

실적 및 밸류에이션

25F PER 5배로 현저한 저평가

사조동아원의 2025년 매출액은 6,965억원(YoY +2.7%), 영업이익은 552억원(YoY +4.2%, 영업이익률 7.9%)으로 전망한다. 이는 국내 주요 라면 제조사의 생산능력 확대에 따라 밀가루 수요가 지속적으로 증가할 것으로 예상되며, 사조동아원이 충분한 생산 여력을 보유하고 있어 안정적인 매출 및 이익 증가가 가능하기 때문이다.

사조동아원의 2025년 예상 PER 은 5배 수준으로 음식료 업종 평균 대비 현저하게 저평가된 상태다. 라면 수출 호조 지속과 국내 라면 제조사의 생산시설 증설 효과로 밀가루 수요 증가가 구조적으로 나타나고 있는 만큼, 실적 개선에 따른 기업가치 재평가 가능성은 매우 높다고 판단된다.

사조동아원 실적테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	164.7	177.3	174.1	162.1	166.8	181.6	181.2	166.9	678.5	678.1	696.5
제분	112.6	115.4	111.0	106.5	114.3	117.7	116.6	109.7	447.9	445.5	458.3
생물자원	52.1	62.0	63.1	55.5	52.6	64.0	64.6	57.2	230.6	232.6	238.3
% YoY	-1.5%	2.6%	0.4%	-1.9%	1.3%	2.4%	4.1%	3.0%	7.4%	-0.1%	2.7%
제분	1.9%	0.8%	0.4%	-5.2%	1.5%	2.0%	5.0%	3.0%	10.4%	-0.5%	2.9%
생물자원	-8.1%	6.2%	0.5%	5.2%	0.9%	3.2%	2.4%	2.9%	2.1%	0.9%	2.4%
% 매출비중											
제분	68.4%	65.1%	63.8%	65.7%	68.5%	64.8%	64.3%	65.7%	66.0%	65.7%	65.8%
생물자원	31.6%	34.9%	36.2%	34.3%	31.5%	35.2%	35.7%	34.3%	3.0%	3.0%	3.0%
영업이익	14.7	13.7	12.3	12.4	12.4	14.4	15.3	13.2	38.6	53.0	55.2
% YoY	234.3%	31.7%	10.0%	-2.8%	-15.5%	5.3%	24.6%	6.3%	153.3%	37.1%	4.2%
% 영업이익률	8.9%	7.7%	7.0%	7.6%	7.4%	7.9%	8.4%	7.9%	5.7%	7.8%	7.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

사조동아원 (008040) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	632	678	678	697	821
매출원가	578	598	581	595	702
매출총이익	53	81	98	101	119
판매비	38	42	45	46	52
영업이익	15	39	53	55	67
EBITDA	28	52	65	66	76
영업외손익	-18	-22	-19	-14	-10
외환관련손익	-11	-7	-6	-6	-6
이자손익	-7	-11	-6	-2	2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-6	-6	-6
법인세비용차감전순이익	-3	17	34	41	56
법인세비용	-4	6	10	13	18
계속사업순이익	1	11	24	28	38
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	11	24	28	38
지배지분순이익	1	11	24	28	38
포괄순이익	3	12	25	29	39
지배지분포괄이익	3	12	25	29	39

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-58	84	57	56	42
당기순이익	1	11	24	28	38
감가상각비	13	13	12	11	10
외환손익	-9	-2	6	6	6
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-66	43	-1	-5	-28
기타현금흐름	4	20	16	16	16
투자활동 현금흐름	21	-12	1	1	0
투자자산	0	-6	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-5	-6	0	0	0
유형자산 감소	4	0	0	0	0
기타현금흐름	22	1	1	1	1
재무활동 현금흐름	35	-70	-2	-2	-1
단기차입금	25	-73	0	0	0
사채 및 장기차입금	-15	2	0	0	0
자본	7	0	0	0	0
현금배당	0	0	-2	-2	-2
기타현금흐름	18	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-21	-20	-19
현금의 증감	-1	2	35	34	23
기초 현금	3	2	3	39	73
기말 현금	2	3	39	73	95
NOPLAT	15	39	53	55	67
FCF	-63	77	57	56	42

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

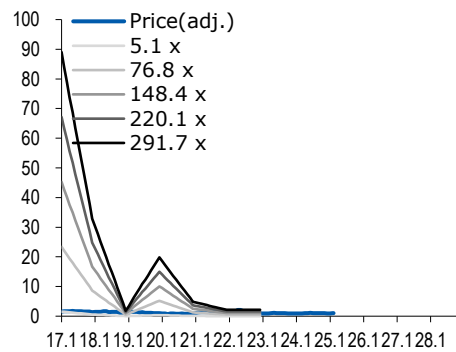
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	231	207	242	282	342
현금및현금성자산	2	3	39	73	95
매출채권 및 기타채권	83	82	81	84	99
재고자산	141	118	118	122	143
비유동자산	251	241	230	219	209
유형자산	199	192	181	170	160
관계기업 등 지분관련자산	1	1	1	1	2
기타투자자산	21	31	31	31	31
자산총계	482	449	471	500	551
유동부채	246	202	202	204	217
매입채무 및 기타채무	40	61	61	63	74
단기차입금	197	124	124	124	124
유동성장기부채	0	4	4	4	4
비유동부채	5	5	5	5	5
장기차입금	4	2	2	2	2
사채	0	0	0	0	0
부채총계	251	206	206	208	222
지배지분	231	243	265	292	329
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	146	146	146	146	146
이익잉여금	27	35	57	83	119
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	231	243	265	292	329
순차입금	202	130	95	61	39
총차입금	204	134	134	134	134

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	7	76	170	198	268
BPS	1,639	1,721	1,883	2,073	2,334
EBITDAPS	198	366	459	468	542
SPS	4,475	4,807	4,805	4,935	5,817
DPS	0	15	15	15	15
PER	188.1	13.2	5.7	5.3	3.9
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	14.2	5.3	3.6	3.2	2.4
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	52.1	7.4	-0.1	2.7	17.9
영업이익 증가율 (%)	-20.2	153.3	37.1	4.2	20.7
지배순이익 증가율 (%)	-61.9	937.2	123.7	16.5	35.4
매출총이익률 (%)	8.4	11.9	14.4	14.5	14.5
영업이익률 (%)	2.4	5.7	7.8	7.9	8.1
지배순이익률 (%)	0.2	1.6	3.5	4.0	4.6
EBITDA 마진 (%)	4.4	7.6	9.6	9.5	9.3
ROIC	-1.5	6.7	11.2	11.7	13.8
ROA	0.2	2.3	5.2	5.8	7.2
ROE	0.5	4.5	9.5	10.0	12.2
부채비율 (%)	108.5	85.0	77.7	71.2	67.5
순차입금/자기자본 (%)	87.6	53.6	35.8	20.9	11.8
영업이익/금융비용 (배)	2.0	3.3	5.7	5.9	7.1

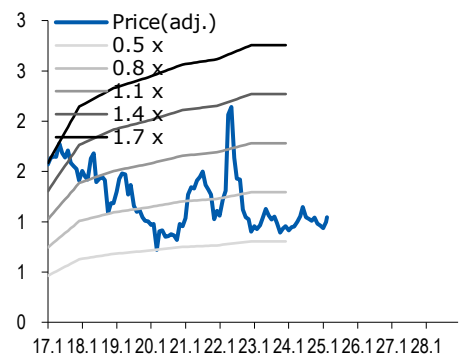
P/E band chart

(천 원)



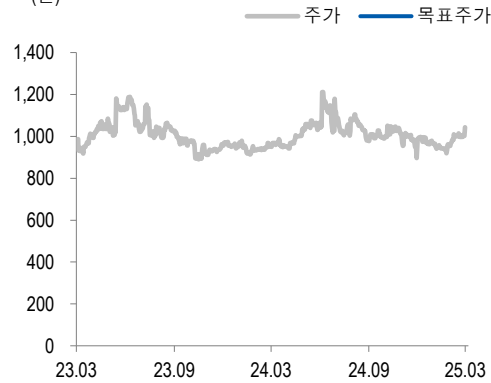
P/B band chart

(천 원)



사조동아원 (008040) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-03-11	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **윤여철**
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전자/전기전자/자동차 **이안나**
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장	민병규 3770-3635 byungkyu.min@yuantakorea.com		
Global Strategist	민병규 3635 byungkyu.min@yuantakorea.com	Global Equity/Commodity	고선영 3525 sunyoung.kou@yuantakorea.com
Derivatives Analyst	정인지 3528 inji.jung@yuantakorea.com	Quant/ETF Analyst	신현웅 3634 hyunyong.shin@yuantakorea.com
Fund Analyst	김후정 3605 hujung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	박성철 3632 seongcheol.park@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범 3625 gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤 3527 jiyeon.lim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정 3630 hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원 3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
Equity Market Analyst	강대석 3631 daesok.kang@yuantakorea.com		
US Market Analyst	황병준 3523 byeongjun.hwang@yuantakorea.com		

기업분석

팀장	이창영 3770-5596 changyoung.lee@yuantakorea.com		
인터넷/SW	이창영 5596 changyoung.lee@yuantakorea.com	건설/기계	장윤석 5583 yonseok.chang@yuantakorea.com
화학/정유	황규원 5607 kyuwon.hwang@yuantakorea.com	금융	우도형 5589 dohyeong.woo@yuantakorea.com
반도체	백길현 5635 gilhyun.baik@yuantakorea.com	Research Assistant	최지운 3640 jiyeon.choi@yuantakorea.com
철강/금속	이현수 5718 hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	박현주 2672 hyunjoo.park@yuantakorea.com
화장품/유통	이승은 5588 seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽 5580 doyeub.kim@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수 2688 hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	서석준 5585 seokjun.seo@yuantakorea.com
통신/지주/방산/우주	이승웅 5597 seungwoong.lee@yuantakorea.com		

신성장리서치

팀장	권명준 3770-5587 myoungchun.kwon@yuantakorea.com		
스몰캡	권명준 5587 myoungchun.kwon@yuantakorea.com	음식료/전력기기	손현정 5595 hyunjeong.son@yuantakorea.com
미디어/엔터	이환욱 5590 hwanwook.lee@yuantakorea.com	스몰캡	백종민 5598 jongmin.baik@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈 5594 hevin.cho@yuantakorea.com		

채권분석

팀장	유태인 3770-5571 taein.yoo@yuantakorea.com		
Fixed Income Strategist	이재형 5579 jaehyung.lee@yuantakorea.com	Credit Analyst	공문주 5586 moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수 5582 hyunsoo.kim@yuantakorea.com	Credit Analyst	이소윤 5572 soyeon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	신연화 5721 yeonhwa.shin@yuantakorea.com	Research Assistant	황태웅 5578 taewoong.hwang@yuantakorea.com

리서치지원

팀장	조병준 3770-5581 byungjun.cho@yuantakorea.com
-----------	---

