

CONTENTS



1. 해외 성장의 질적 차별화: 멀티플 업사이드의 힘	08
1-1. 질적 차별화 기준①: 가격결정력	09
1-2. 질적 차별화 기준②: 고정비 레버리지	11
1-3. 질적 차별화 기준③: 브랜드/IP의 플랫폼화 가능성	13
2. 대선발 내수 부양 정책: 소비를 자극하는 힘	17
2-1. 조기 대선: 소비심리회복의 트리거	17
2-2. 추경: 단기 수요 자극의 재정정책 효과	18
2-3. 소비심리, 6개월만에 반등	19
3. 매크로 3박자 회복: 실적을 끌어올리는 힘	20
3.1. 금리 인하: 내수 Q 자극	20
3.2. 환율과 원자재: C의 개선	22
3.3. 주가가 움직이려면	26
기업분석	31
★ 삼양식품 - 매운맛은 시작도 안 했다	32
★ KT&G - 해외, 방어주 프리미엄	39
☆ 농심 - 믿어볼 타이밍	44
에스앤디 - 멈출 이유가 없다	50

[Intro]

지난 3월, 당사는 「지금 가장 맛있는 타이밍」이라는 제목을 통해 2025년 음식료 업종의 이익 회복 가능성을 제시한 바 있다. 당시의 회복 논리는 가격 인상(P), 해외 확장 및 내수 회복(Q), 원재료·환율 안정(C)에 기반한 구조적 개선 국면 진입에 있었다.

2025년 하반기는 이 시나리오가 실현되는 시점이다. '상저하고' 흐름이 가시화되며 업종 전반의 실적 회복이 본격화되고 있다.

특히 이번 하반기는 단순한 전 업종 반등을 넘어, 삼양식품·KT&G 등 글로벌 시장에서 경쟁력을 입증한 기업들이 구조적으로 한 단계 더 도약할 수 있는 환경이 마련된 시기다. **핵심은 '누가 진짜 구조적 리레이팅의 자격을 갖췄는가'이다.**

2H25 음식료 업종을 움직이는 세 가지 힘은 다음과 같다.

- ① 해외 성장의 질적 차별화
- ② 대선발 내수 부양 정책
- ③ 매크로 3박자 회복(금리·환율·원재료)

결론적으로, 2H25는 음식료 업종 전반의 실적 회복이 가시화되는 동시에, 선별적 리레이팅이 시작되는 분기점이다. 단순한 반등의 종착점이 아닌, 말 그대로 '지금은 진짜를 맛볼 타이밍'이다.

음식료

지금은 진짜를 맛볼 타이밍

2025년 하반기, 음식료 업종은 단순한 실적 반등을 넘어 멀티플 리레이팅이 작동하는 구간에 진입했다. 음식료 전반에 글로벌 확장, 정책 수요 자극, 매크로 환경의 3박자 회복이 맞물리며, 일부 기업은 실적분만 아니라 밸류에이션 측면에서도 레벨업이 가능한 시점이다.

당사 음식료/담배 커버리지 2H25F 합산 매출액은 28조 3,399억원(YoY +5.7%), 영업이익은 2조 4,794억 원(YoY +16.2%)으로 예상된다. 상반기 대비로는 매출액 +6.7%, 영업이익 +16.3% 증가가 기대되며, 이익 개선의 실체가 본격적으로 가시화되는 구간이라 판단된다.

이번 하반기 실적과 주가의 핵심요인은 세 가지다.

첫째, 해외 매출 확대의 질적 완성도가 멀티플 리레이팅의 핵심 기준으로 부각되고 있다. 1) 고ASP 기반의 가격결정력, 2)고정비 레버리지를 통한 수익성 구조, 3)브랜드/IP의 플랫폼화 가능성이 중요한 판단 요소다. 이는 외부 변수 방어력과 수익 지속성을 결정짓는 요인이며, PER 등 밸류에이션 괴리를 설명하는 핵심 근거로 작용한다.

둘째, 조기 대선과 추경 집행 등 정책 이벤트가 음식료 업종의 소비 회복 트리거로 작용할 전망이다. 음식료는 고빈도 소비재 특성상 정책 재정 집행에 선제적으로 반응하는 업종으로, 과거 대선 당시 식품·음료 지출이 가장 빠르게 반등했던 선례가 있다.

셋째, 금리 인하-환율 하락-원재료 가격 안정이라는 매크로 3박자가 동시에 작동 중이다. 이는 이익 스프레드 개선으로 직결되며, 전반적인 음식료 업종의 구조적 업사이드를 제공하는 환경이다.

이에 하반기 투자전략은 '구조적 차별성'과 '정책 수요 회복력'까지 감안한 접근이 필요하다. 당사는 하반기 관심 종목으로 다음 네 종목을 제시한다.

구조적 성장: 삼양식품, KT&G

내수 반등 모멘텀: 농심

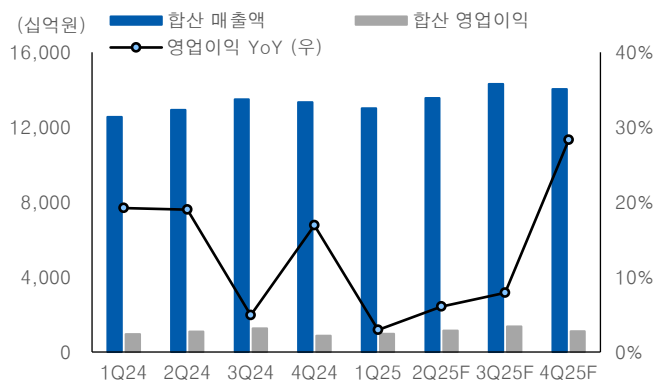
알파 종목: 에스앤디



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

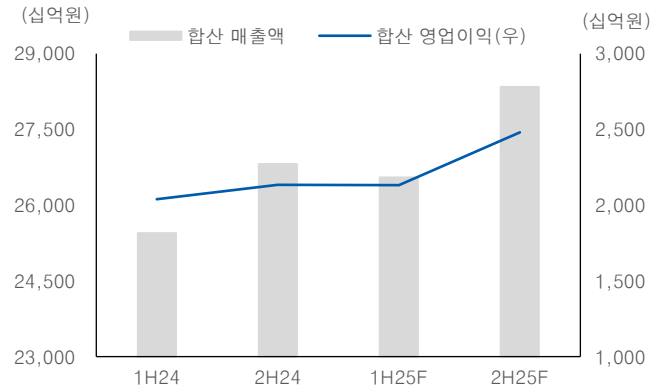
종목	투자 의견	목표주가 (원)
삼양식품	매수 (M)	1,500,000 (U)
KT&G	매수 (M)	150,000 (M)
농심	매수 (M)	490,000 (M)
에스앤디	Not Rated (M)	- (M)

당사 음식료/담배 커버리지 합산 실적 추이 및 전망 (분기)



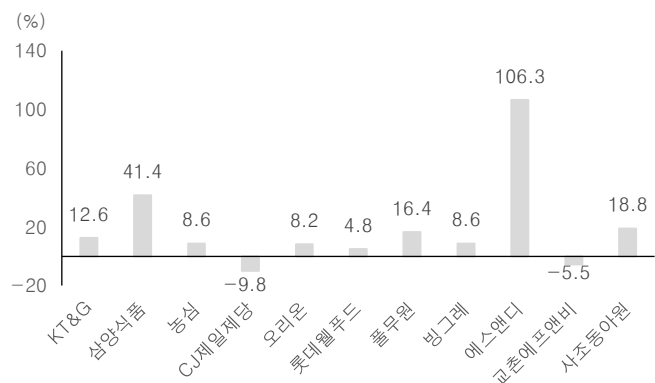
자료: 유안타증권 리서치센터

당사 음식료/담배 커버리지 합산 실적 추이 및 전망 (반기)



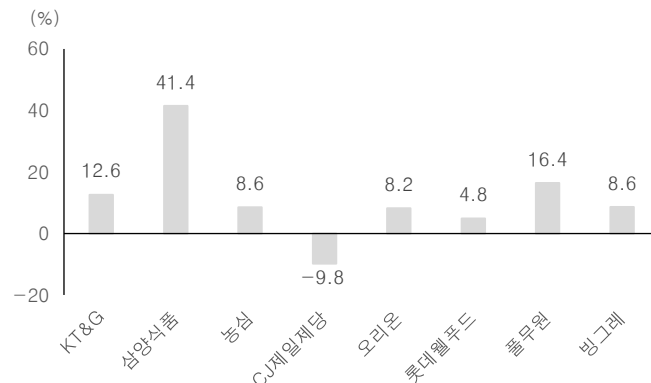
자료: 유안타증권 리서치센터

주요 음식료 업체 YTD 수익률



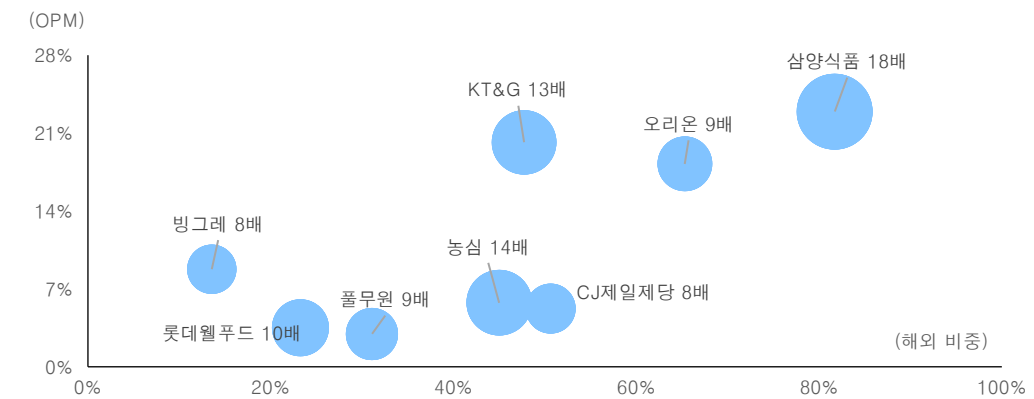
자료: 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 YTD 수익률



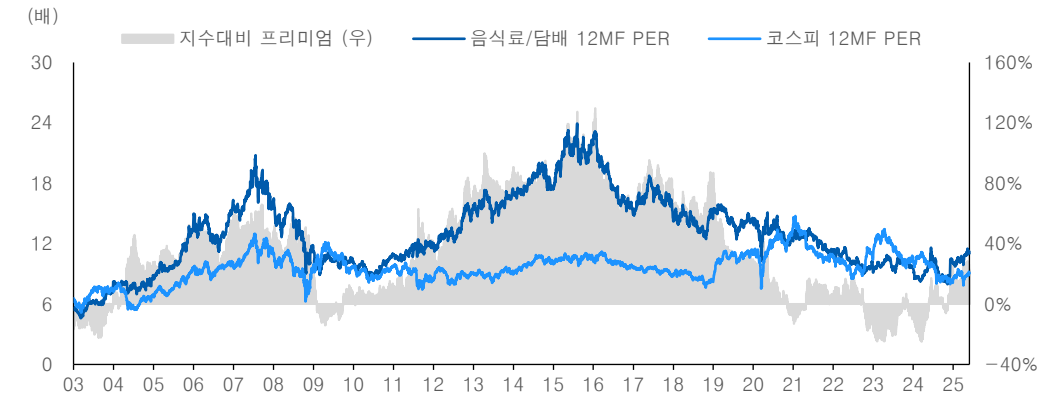
자료: 유안타증권 리서치센터

음식료/담배 해외 매출 비중 vs 영업이익률 vs 12MF PER



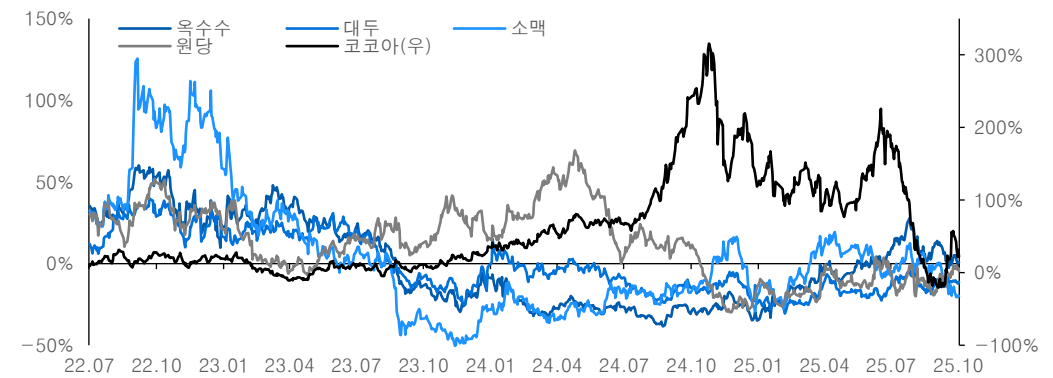
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

음식료/담배 및 코스피 12MF PER



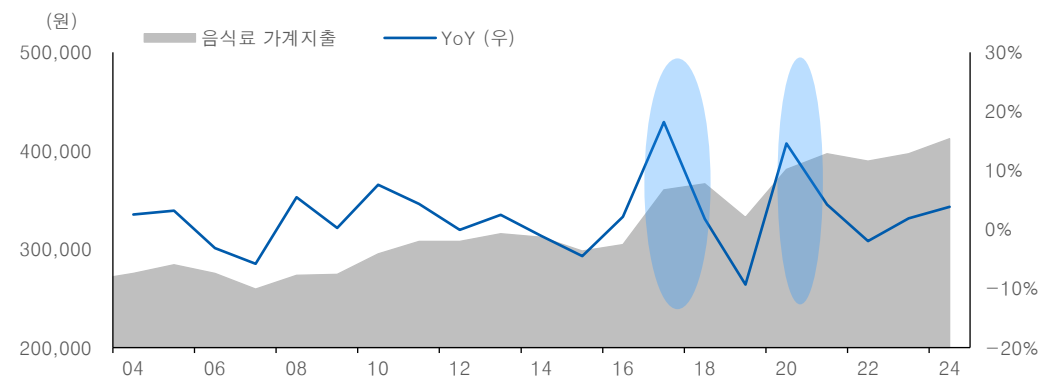
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

원화환산 곡물투입가격 YoY 증감을 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2017년 대선, 2020년 총선 당시 음식료 가계지출 추이



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터, 가구당 월 평균 지출금액

1. 해외 성장의 질적 차별화: 멀티플 업사이드의 힘

2025년 들어 국내 음식료 업종의 글로벌 확장은 한층 가속화되고 있다. 주요 상장 식품기업 가운데 해외 매출 비중이 50%를 상회하는 사례가 늘고 있으며, 국가별 포트폴리오 다변화도 빠르게 진행 중이다. 이러한 흐름은 업종 전반의 외형 성장 기반을 강화하는 긍정적 요인으로 작용하고 있다.

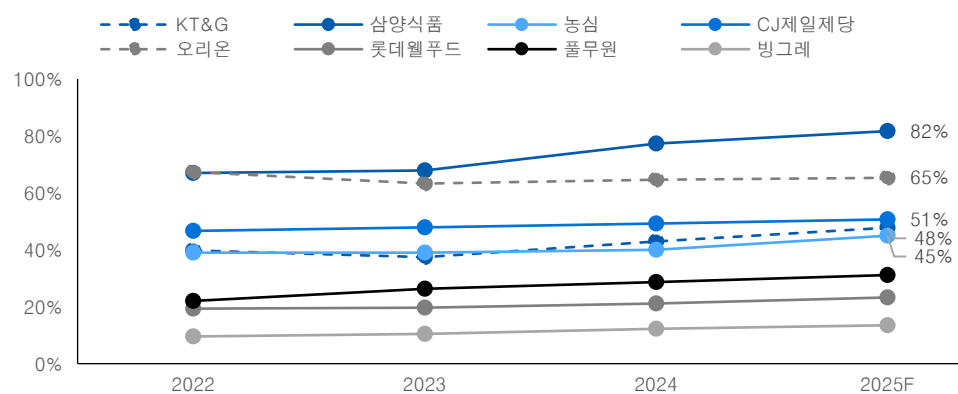
다만 현재 시장에서 이루어지는 대부분의 분석은 ‘수출 증가율’이나 ‘지역 확장’ 등 양적 지표에 집중되어 있다. 이는 단기 실적 예측에는 유용하지만, 주가의 구조적 리레이팅을 설명하기에는 다소 부족하다.

멀티플이 움직이기 위해서는 ‘해외 성장 구조의 질적 완성도’가 핵심 요인으로 작용해야 한다. 즉, 수출이든 현지 사업이든 해외 확장이 얼마나 높은 수익성으로 연결되고 있는지, 브랜드/IP 기반의 가격결정력이 확보돼 있는지, 그리고 환율·물류비 등 외생 변수에 대한 방어력이 존재하는지 여부가 중요하다.

이러한 질적 차별성은 기업 간 수익성 격차로 이어지고, 결과적으로 PER 등 밸류에이션 괴리를 결정짓는 핵심 변수가 된다.

결론적으로, 단순히 해외 매출 비중이 증가하고 있는지를 넘어서, ‘어떤 구조로 해외 성장을 이어나가고 있는가’를 분석하는 것이 구조적 리레이팅 종목을 구별하는 출발점이다.

음식료 기업별 해외 비중 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

1-1. 질적 차별화 기준①: 가격결정력

국내 식품기업의 해외 확장은 과거 원가 경쟁력을 바탕으로 한 가격 우위 전략에 의해 성장해왔다. 그러나 최근 구조적 리레이팅에 성공한 기업들은 공통적으로 고단가 제품을 기반으로 한 현지 브랜드화 전략을 구사하고 있으며, 이는 시장 내 가격결정력 확보와 소비자 충성도 강화로 이어지고 있다.

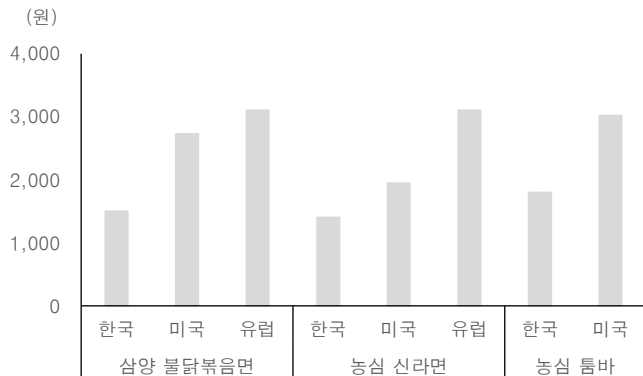
대표적으로 삼양식품은 미국 시장에서 ‘불닭’ 브랜드를 프리미엄 이미지로 정착시키며, 컵라면 기준 개당 약 \$2의 가격대를 형성하고 있다. 이는 일본 닛신·도요수산 제품 대비 2배 이상 높은 수준이며, 내수 대비 30~40% 이상의 ASP 프리미엄이 반영된 구조다. 고 ASP 는 단순한 판매 단가를 넘어, 브랜드 기반의 가격결정력과 수익성 방어 능력을 의미하며, 이는 멀티플 프리미엄의 핵심 근거로 작용한다.

삼양식품은 수출 비중이 80% 이상 차지하는 가운데, 20% 이상의 영업이익률을 유지하고 있다. 이는 고 ASP 에 더해, 리테일·직판 중심의 유통망 확보를 통해 마케팅 비용을 최소화한 판매비절감형 구조가 결합된 결과다. 낮은 고정비 부담과 효율적인 유통 전략이 맞물리며, 고수익 해외 수출 모델이 멀티플 확장의 기반이 되고 있다.

유사한 구조는 KT&G 에서도 확인된다. 중동, 동남아 시장에서 PMI·BAT·JTI 등 글로벌 담배사 대비 ASP 는 다소 낮지만, 현지 유통망 통제력과 생산 기지 확보를 통해 안정적인 가격결정 구조를 구축하고 있다. 인도네시아에서는 자체 생산법인을 통해 제품 기획~유통을 일괄적으로 관리하고 있으며, 일부 국가는 총판 계약 구조로 유통·마케팅 전략에 실질적 영향력을 행사하고 있다.

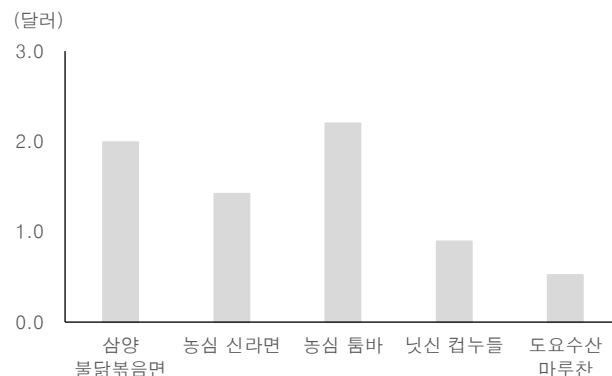
이러한 KT&G 의 구조는 환율 변동이나 물류비 상승과 같은 외부 변수에도 ASP 를 안정적으로 유지할 수 있는 기반이 되며, 해외 ASP 는 절대 단가보다는 유지력과 내구성 측면에서 프리미엄 구조로 진화하고 있다. 이는 고가 전략에만 의존하지 않고도, 가격결정력과 수익성 방어력, 멀티플 리레이팅의 논리적 정당성으로 작용할 수 있음을 시사한다.

국가별 라면 소비자가격 비교



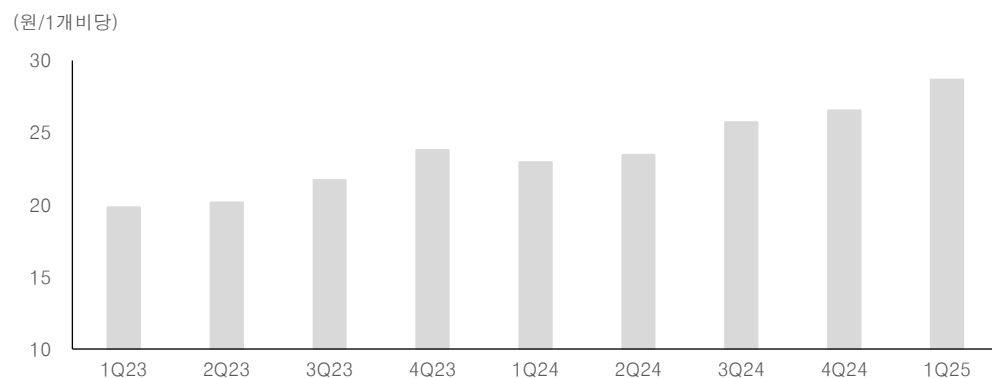
자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 컵라면 1개 기준, 1달러=1,370원, 1유로=1,550원 환산

미국 월마트 컵라면 개당 소비자 가격 비교



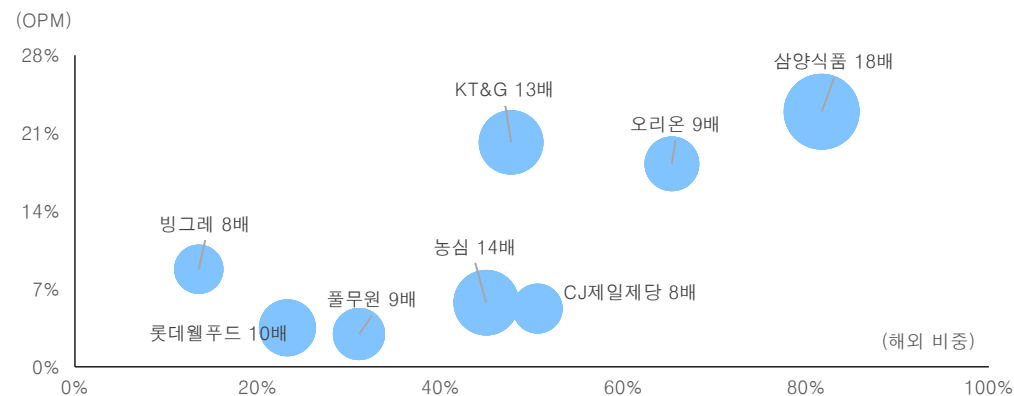
자료: 월마트, 유안타증권 리서치센터

KT&G 해외 결련 ASP 추이



자료: KT&G, 유안타증권 리서치센터

기업별 25F 해외 매출 비중 vs 영업이익률 vs 12MF PER



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

1-2. 실적 차별화 기준②: 수익성 구조와 고정비 레버리지

해외 비중이 확대되더라도, 이를 지속 가능한 이익 구조로 전환하지 못하면 밸류에이션 재평가로 이어지기 어렵다.

특히 음식료 업종은 원재료 및 물류비와 같은 외생 변수에 민감한 산업 특성을 고려할 때, 고정비를 효율적으로 흡수할 수 있는 수익 구조가 동반돼야 매출 증가가 곧바로 수익성 개선으로 연결된다. 이는 멀티플 프리미엄을 정당화하는 핵심 조건이다.

수요 예측력을 기반으로 한 고정비 효율화, 그리고 제조 공정의 단순화 수준은 이러한 구조를 가능하게 한다. 대표적으로 삼양식품과 KT&G는 수출 혹은 해외 사업의 확장 국면에서 고정비 레버리지를 강하게 작동시키는 사례다.

삼양식품은 ‘불닭볶음면’을 중심으로 한 소수의 핵심 브랜드에 집중하며, 표준화된 자동화 설비 기반의 국내 생산 시스템에서 제조하고 있다. 해외 생산 거점이 없어 추가적인 현지 고정비가 발생하지 않으며, 수출 물량 증가는 기존 설비의 가동률 확대를 통해 대응해왔다.

이로 인해 수출 확대가 실적 개선으로 곧바로 연결되는 구조적 레버리지가 작동하고 있으며, 실제로 매출총이익률 상승과 판관비율 하락이 동시에 나타나는 고수익 구조를 유지하고 있다.

특히, 삼양식품은 2025년 6월 밀양2공장 증설을 시작으로, 2027년에는 중국 현지 생산기지 설립도 계획하고 있다. 이는 단순한 CAPA 확대를 넘어, 글로벌 수요 확대에 선제적으로 대응하고, 공급 안정성과 물류 효율성을 강화하기 위한 전략적 전환점이다.

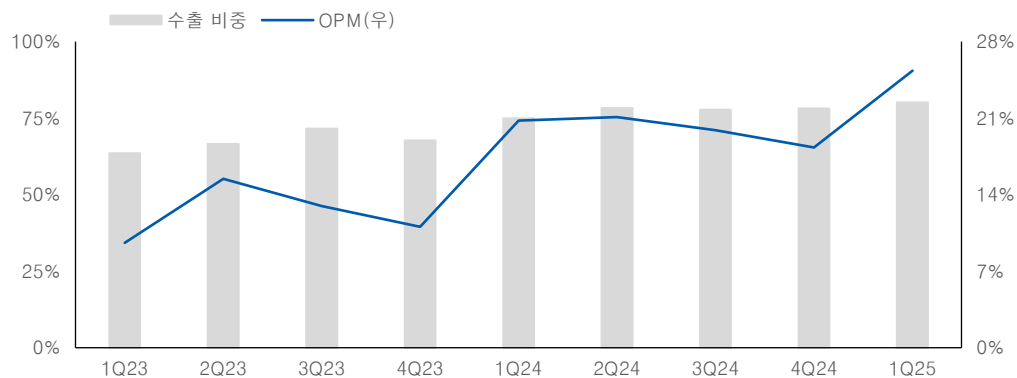
향후 다지역 생산 체제를 바탕으로 고정비 분산 및 지역별 수익성 최적화가 가능해질 것으로 기대되며, 이는 구조적 레버리지를 유지하면서도 성장성과 안정성을 동시에 확보하는 기반이 될 수 있다.

KT&G 역시 고정비 레버리지가 강하게 작동하는 구조를 갖추고 있다. 담배라는 규제산업 특성상 수요 변동성이 낮고, 단가 대비 제조원가가 낮은 고마진 체계가 기본적으로 형성돼 있다. 여기에 고도로 표준화된 생산 공정과 소수 브랜드 집중 전략이 맞물리며, 고정비 흡수 효율이 높게 나타나고 있다.

KT&G는 국내 본사 공장을 중심으로 하되, 일부 지역에는 현지 생산기지를 병행 운영하고 있다. 이를 통해 물류비 절감과 환리스크 회피 효과를 동시에 확보하고 있으며, 전사 GPM은 60%를 상회하는 수준에서 안정적으로 유지되고 있다.

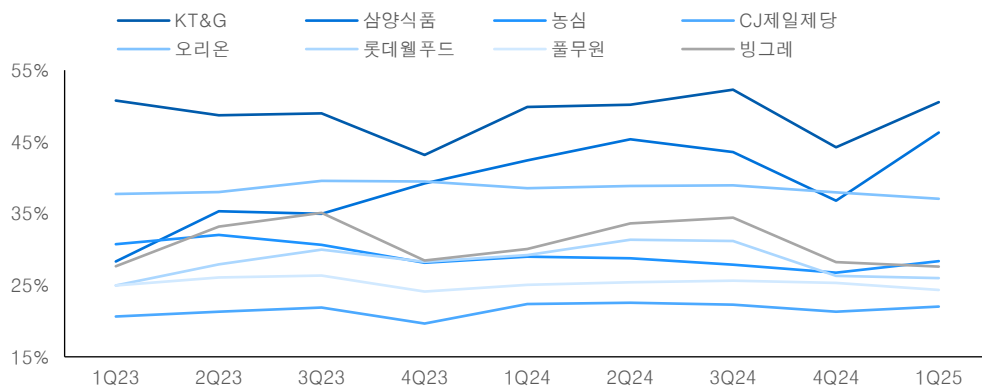
이러한 구조는 수출 확대 및 해외 성장과정에서 고정비 부담을 억제하면서도 수익성을 방어할 수 있는 기반이 되며, 멀티플 프리미엄을 뒷받침하는 핵심 요인으로 작용하고 있다.

삼양식품 수출비중 및 OPM 추이



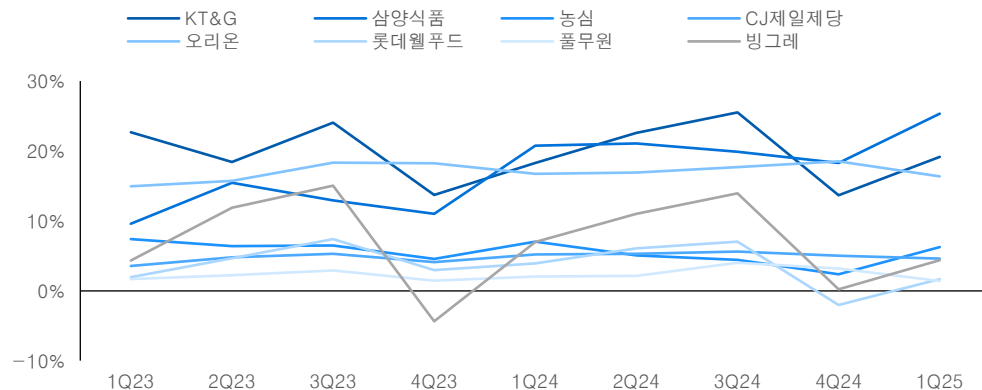
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 기업별 GPM 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

당사 커버리지 기업별 OPM 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

1-3. 질적 차별화 기준③: 브랜드/IP의 플랫폼화 가능성

해외 사업이 단일 제품에 의존할 경우, 환율·수요·물류비 등 외부 변수에 취약할 수밖에 없다. 반면, 제품이 하나의 브랜드로 확장되고, 해당 브랜드가 다양한 제품군과 소비 접점으로 파생되는 구조를 갖출 경우, 동일 원재료 기반에서 수직적 수익 다변화와 비용 효율화를 동시에 실현할 수 있다. 이는 외부 충격에 대한 회복탄력성을 높이는 동시에, 구조적 멀티플 프리미엄을 정당화하는 핵심 근거로 작용한다.

최근 음식료 기업의 글로벌 전략은 단순 제품 수출에서 브랜드 기반의 확장형 모델로 전환되고 있다. 단일 품목의 수출은 외생 변수에 따른 변동성이 크지만, 브랜드/IP로 자리잡은 경우 가격 결정력, 고정비 효율성, 마케팅 재 활용도 측면에서 훨씬 견고한 수익 구조를 형성한다. 이른바 ‘브랜드의 플랫폼화’가 가능해지는 구조다. 삼양식품은 이 전략의 선도 사례로 주목된다.

[삼양식품: ‘불닭’ 브랜드 확장 사례]

1) 단일 제품에서 IP 자산으로

삼양식품은 ‘불닭볶음면’을 기점으로, ‘불닭’이라는 브랜드를 소스·간편식·냉동식품·굿즈 등 다양한 제품군으로 확장하며 브랜드 자체를 IP(지식재산) 자산화하고 있다. 이는 개별 제품 단위의 매출에 의존하는 구조를 넘어, 브랜드 단위로 수익을 창출하는 플랫폼형 구조로 진화하고 있음을 의미한다.

제품 간 원재료, 유통망, 마케팅 플랫폼이 공유되면서 고정비 회수 효율이 높아지고, 브랜드 충성도를 기반으로 다양한 소비 접점에서 반복적인 수익이 발생하는 구조가 형성되고 있다. 이러한 IP 기반 수익 모델은 외생 변수에 대한 회복 탄력성을 높이는 동시에, 멀티플 프리미엄을 정당화하는 핵심 근거가 된다.

대표적으로 ‘불닭소스’는 국내에서는 4,200원 수준에 판매되지만, 미국 아마존과 월마트에서는 \$8.99~\$13.10에 거래되고 있다. 이는 국내 대비 약 2.5~4배 수준의 프리미엄 가격으로, 브랜드 가치에 기반한 가격결정력이 실현되고 있음을 보여준다. 환율 하락기에도 수익성을 방어할 수 있는 구조를 확보하고 있다는 점에서 브랜드/IP 자산화의 전략적 가치가 부각된다.

2) SKU 확장 → 판관비 부담 완화

‘불닭’ 브랜드 하에서의 제품 다각화는 단순히 매출 포트폴리오를 넓히는 것을 넘어, 운영 레버리지를 강화하는 수단으로 작용하고 있다. **라면 외에도 소스·간편식·냉동식품·굿즈 등으로 확장된 SKU는 기존 유통망과 마케팅 플랫폼을 반복 활용함으로써, 고정비를 분산시키고 판관비 부담을 줄이는 구조를 가능케 했다.**

1Q25 기준 삼양식품의 판관비율은 약 21% 수준으로, 타 업체 대비 확연히 낮은 수준이다. 이는 IP 집중형 브랜드 전략이 판관비 효율성으로 직결되고 있음을 보여주는 정량적 결과이며, 동일 브랜드·유통망 기반의 SKU 확장이 수익성 강화의 실질적 기반이 되고 있음을 시사한다.

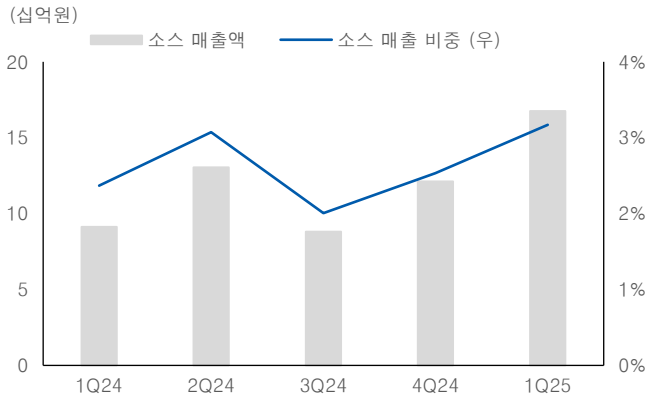
3) 콘텐츠 주도형 브랜드

‘불닭’ 브랜드는 단순 제품군을 넘어, 글로벌 소비자에게 K-푸드를 대표하는 콘텐츠로 자리잡고 있다. Google Trends 기준 ‘Buldak’ 키워드 검색량은 미국·베트남·프랑스 등 주요 소비 시장에서 꾸준히 증가하고 있으며, 월마트 등 미국 주요 오프라인 유통망에서도 불닭 시리즈의 입점 범위가 확대되고 있다.

특히 최근에는 자사 유튜브 채널과 글로벌 소셜미디어 플랫폼을 활용한 ‘병맛 콘셉트’ 바이럴 광고, 불닭 글로벌 챌린지 등 참여형 콘텐츠가 다수 제작되며, 소비자 주도의 콘텐츠 소비와 브랜드 확산이 동시에 진행되고 있다. 이러한 소비자 참여 기반 콘텐츠는 단발성 수요를 넘어, 브랜드에 대한 반복적 소비와 충성도를 형성하는 핵심 채널로 작용하고 있다.

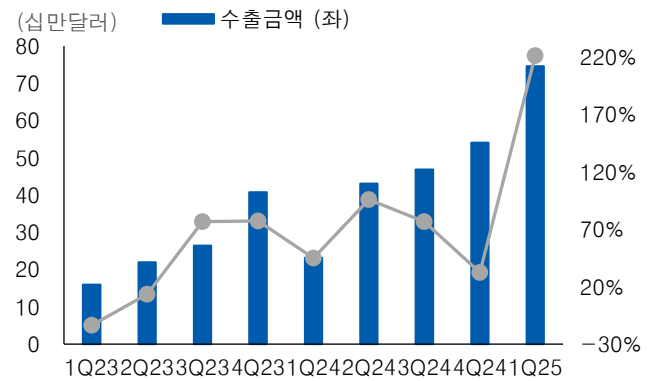
이처럼 ‘불닭’ 브랜드는 단일 제품을 넘어, 굿즈·소스·콜라보 제품 등 다양한 파생 제품군으로 연결되고 있으며, 장기적으로는 브랜드 자체를 하나의 독립 IP로 수익화할 수 있는 기반을 마련하고 있다. 콘텐츠와 제품이 결합된 브랜드 자산은 반복 가능한 현금흐름을 창출하며, 이는 곧 브랜드 멀티플 프리미엄의 정량적 근거가 될 수 있다.

삼양식품 소스 매출액 및 비중 추이



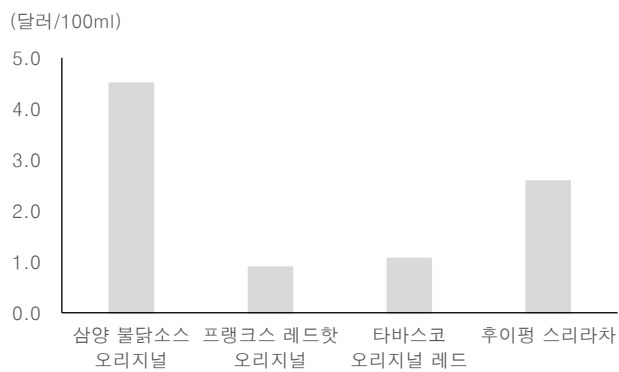
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 소스 수출금액 추이



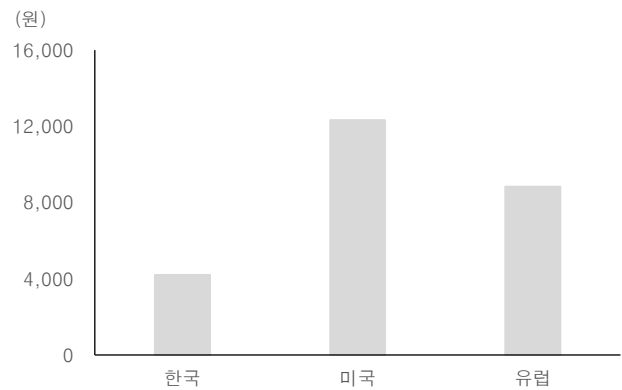
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 주) 원주, 밀양공장 합산

미국 월마트 핫소스 100ml 당 소비자 가격 비교



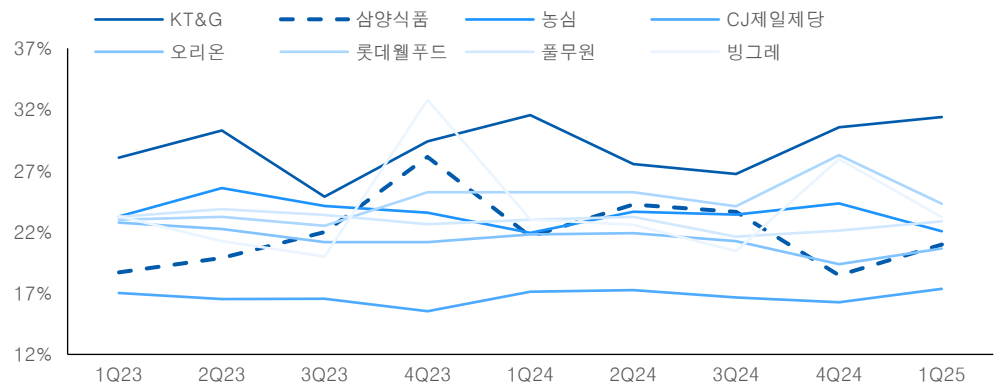
자료: 월마트, 유안타증권 리서치센터

국가별 불닭소스 개당 소비자 가격 비교 (약 2~3 배 차이)



자료: 유안타증권 리서치센터

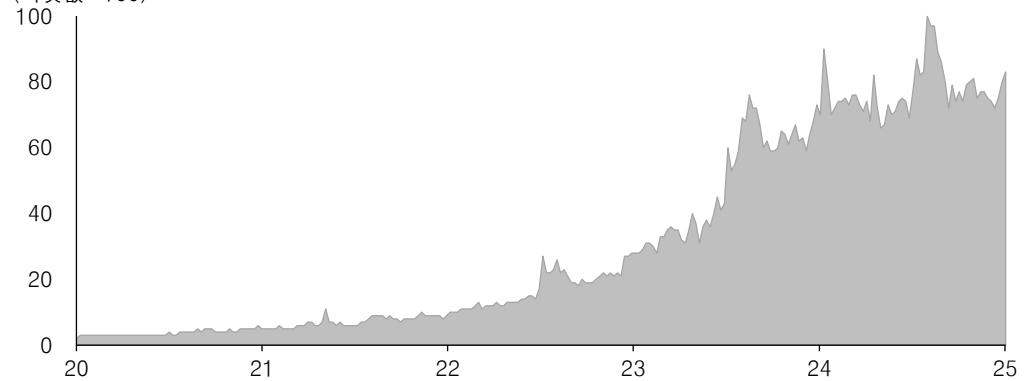
당사 커버리지 기업별 판관비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

불닭 구글 트렌드

(최댓값=100)



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

2. 대선발 내수 부양 정책: 소비를 자극하는 힘

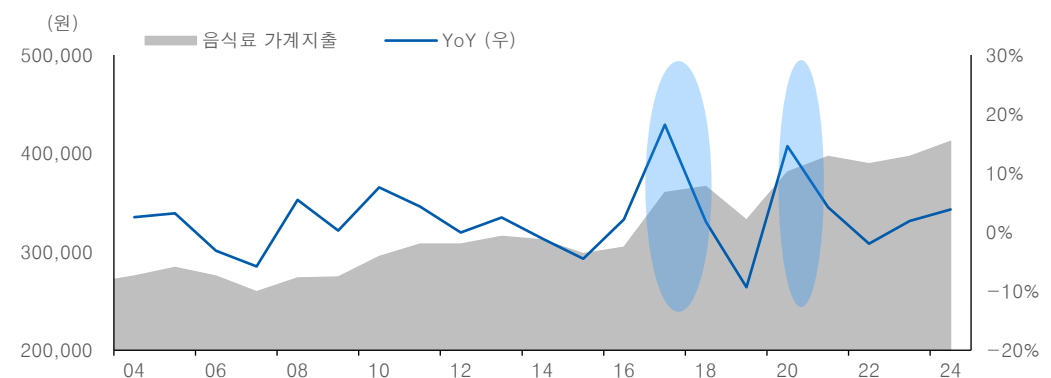
2025년 하반기 음식료 업종의 내수 반등 가능성을 논함에 있어, 정치 이벤트는 실질적인 수요 회복의 트리거로 작용할 수 있는 변수다. 특히 6월 조기 대선과 연계된 재정정책은 과거 사례를 감안 시, 소비재 업종에서 가장 빠르게 반응하는 단기 모멘텀으로 작용할 수 있다.

현재 정부가 확정된 13.8조원 규모의 추경과는 별도로, 당선인은 35조원 수준의 추가 추경을 공약하고 있다. 이처럼 재정 확대 기조가 정치권 전반의 컨센서스로 자리 잡고 있다는 점은 음식료 업종의 정책 민감도를 높이는 요인이다.

2-1. 조기 대선: 소비심리회복의 트리거

이번 대선은 예정 시점보다 앞당겨진 '조기 대선'으로, 새 정부 출범과 함께 정책 기대가 조기 반영될 수 있는 환경이다. 과거 2017년 5월 대선, 2020년 총선 직후 식품 소비가 빠르게 반응한 흐름이 확인된 바 있다. 2017년 음식료 가계지출은 전년대비 18%, 2020년 15%로 크게 증가했다. 이는 정치 불확실성 해소와 정책 기대가 맞물리며, 생필품 중심 소비가 가장 먼저 반응했음을 시사한다.

2017년 대선, 2020년 총선 당시 음식료 가계지출 추이



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터, 가구당 월 평균 지출금액

2-2. 추경: 단기 수요 자극의 재정정책 효과

정부는 이미 13.8조원 규모의 1차 추경을 확정된 바 있으며, 당선인의 추가 추경 공약까지 감안할 경우 하반기 중 **최대 50조원 수준의 재정자금 투입이 예상된다**. 조기 대선 일정상 관련 예산은 3분기부터 본격 집행될 가능성이 높다.

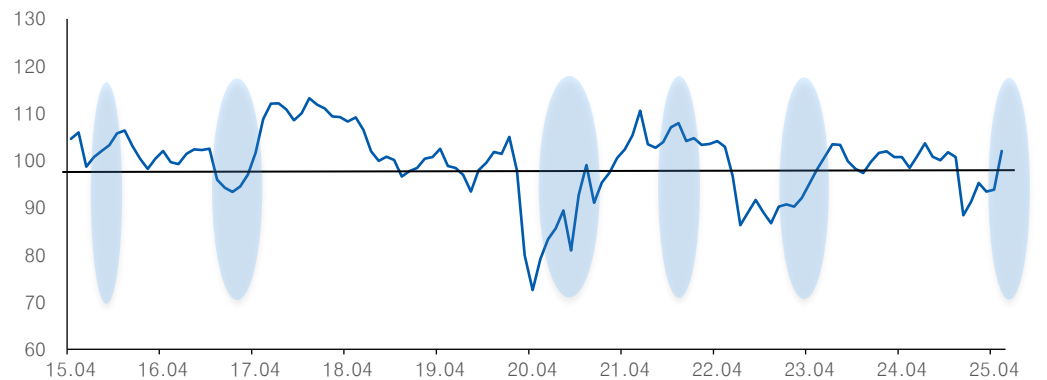
음식료 업종은 단가가 낮고 구매 빈도가 높은 특성상, 정책 집행 효과가 지체 없이 실수요로 전이되는 구조다. 과거 코로나19 시기의 재난지원금 지급 이후에도 식료품 소비가 타 업종 대비 가장 빠르게 반등한 바 있으며, 이는 **음식료가 재정정책의 선제 수혜 업종임**을 보여준다.

대통령 당선인 추경 및 내수진작 공약

추가 추경 규모 공약	주요 내용
35조 원	- 민생 회복, 지역화폐 확대, 소비쿠폰 지급 - 지역사랑상품권 지급·의무화 - 철도·에너지·문화 SOC 등 수요 창출형 투자 확대

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

국내 추경 시기 및 소비자심리지수 추이



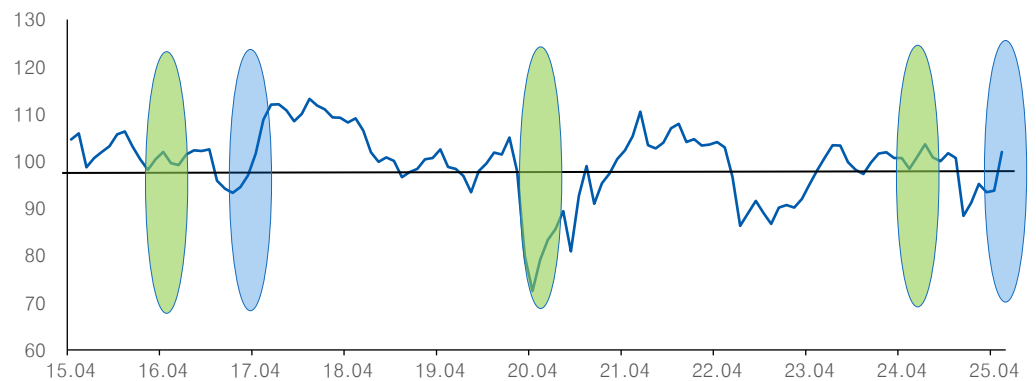
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

2-3. 5월 소비심리, 6개월만에 반등

1H25 소비는 고금리, 가계부채, 부동산 조정 등으로 인해 제한된 회복 흐름을 보였다. 그러나 2H25에는 대선 이후 정치적 불확실성 해소, 추가 추경 집행, 지방정부 중심 소비 진작 캠페인이 맞물리며 소비 여건이 개선되는 구간에 진입하고 있다.

실제로 **한국은행의 소비자심리지수**는 2025년 1월 91.2에서 5월 101.8으로 반등하며, 6개월 만에 다시 낙관 구간(100 이상)에 진입했다. 이는 **정책 기대와 재정 확장 기조가 소비 심리에 긍정적인 영향을 미치고 있음**을 보여주며, 음식료 업종은 이러한 심리 개선 구간에서 실수요 확산이 빠르게 나타날 수 있는 대표 업종이라 판단한다.

대선 및 총선 시기 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

3. 매크로 3박자 회복: 실적을 끌어올리는 힘

2025년 하반기 음식료 업종은 금리·환율·원재료의 세 가지 주요 매크로 지표가 동시에 우호적인 방향으로 작용하는 구간에 진입하였다. 기준금리 인하, 원화 강세, 곡물·포장재 가격 안정세가 동시에 나타나며, 업종 전반에 수익성 개선 여건이 조성되고 있다.

음식료 업종은 통상 판매단가 인상 여력이 제한된 구조로, 원가 하락분이 곧바로 수익성 개선으로 연결되는 특성을 지닌다. 그런데 2025년은 예년과 달리, 상반기 중 단행된 판가 인상 효과가 유지되는 가운데, 주요 원재료 가격의 하향 안정세까지 맞물리는 이례적인 환경에 진입하고 있다.

결과적으로, 이번 2H25는 금리 인하에 따른 수요 회복, 판가 인상 효과, 원가 하락이 동시에 맞물리는 구간이다. 이에 음식료 업종 전반에 과거 대비 이익 레버리지가 실현될 수 있는 시기로 판단된다.

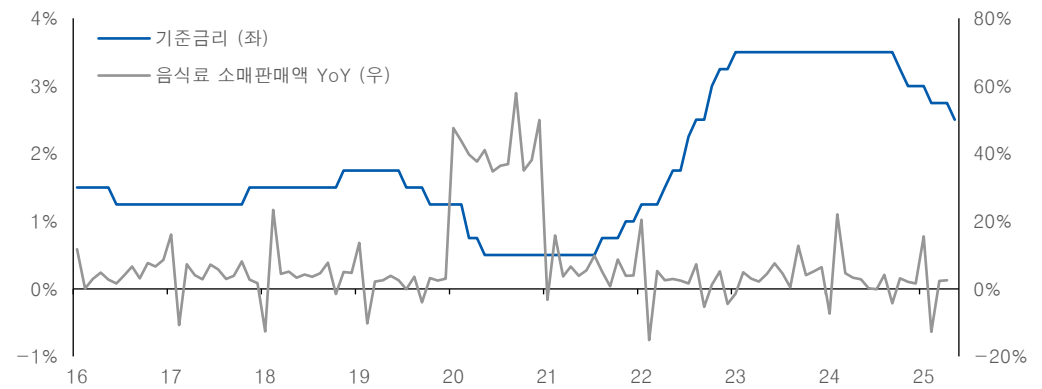
3.1. 금리 인하: 내수 Q 자극

한국은행은 지난 5월 기준금리를 2.5%로 인하하며, 2024년 고점(3.5%) 대비 누적 100bp를 낮췄다. 3분기 중 추가로 25bp 인하가 단행될 가능성도 열려 있는 상황이다.

기준금리 인하는 가계의 이자 부담을 완화시키며 체감 소득을 회복시키는 직접적 수단이다. 이는 음식료 업종 중에서도 간편식, 간식류와 같은 탄력적 소비재 수요 회복에 우호적인 환경을 제공한다. 특히 실질 가처분소득이 회복되는 국면에서는 중저가 브랜드뿐만 아니라 프리미엄 제품군 전반에서 소비 확대가 동시에 나타나는 경향이 있다.

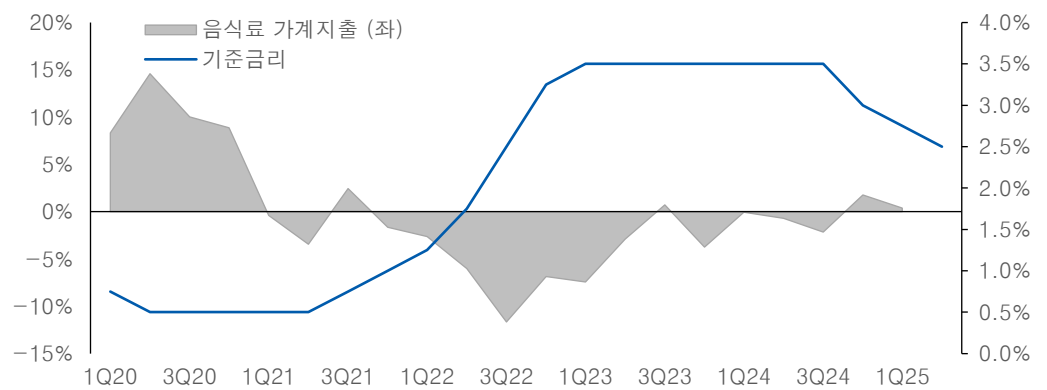
과거 기준금리 인하 구간에서도 이 같은 흐름은 수치로 확인된다. 2019~2020년 금리인하 시기 기준금리가 125bp 인하되었을 당시, 음식료 가계 지출은 YoY +15% 증가한 반면, 전체 소비지출은 YoY +1%에 그쳤다. 2020년 음식료 소매판매액 또한 YoY +42% 급증하며 강한 소비 회복 흐름을 나타냈다. 따라서 하반기 추가적으로 금리 완화 정책 기조가 이어질 것으로 예상되는 가운데 음식료 내수 소비 회복을 기대하는 바다.

기준금리 및 음식료 소매판매액 YoY 증감률



자료: 한국은행, 통계청, 유안타증권 리서치센터

기준금리 및 음식료 가계지출 YoY 증감률



자료: 한국은행, 통계청, 유안타증권 리서치센터

3.2 환율과 원자재: C의 개선

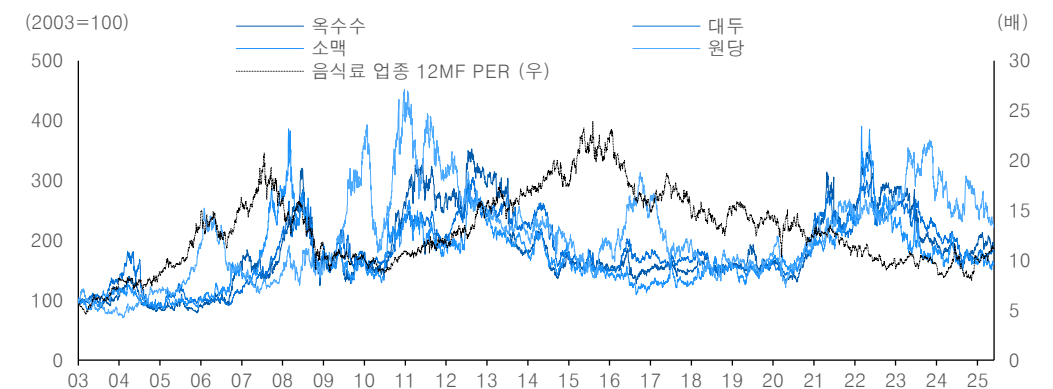
2025년 4월 고점 1,480원까지 상승했던 원/달러 환율은 5월 중순 1,360원 수준까지 급락했다. 수입 원재료 비중이 절대적인 음식료 업종 특성상, 환율 하락은 곧바로 명확한 원가 절감 효과로 연결된다.

곡물 가격 또한 하향 안정세를 보이고 있다. 5월 소맥(-21%), 옥수수(-1%), 대두(-14%), 원당(-7%) 등 주요 곡물류 가격이 전년 대비 하락했으며, 이는 식품 원재료의 주요 구성 항목으로 작용하는 만큼 기업들의 GPM 개선 여지가 크다. 특히 곡물가 하락의 배경에는 미중 갈등 장기화에 따른 중국의 미국산 곡물 수입 축소, 브라질·러시아·우크라이나 등 공급선 다변화, 미국 축산 수요 둔화 등 복합적인 요인이 자리하고 있어, 단기적인 반등보다는 추세적인 조정 흐름으로 판단된다.

이와 함께 포장재·가공비 측면에서도 비용 완화가 이어지고 있다. 라면·간편식 주요 포장재인 알루미늄은 LME 기준 YoY -10% 하락한 톤당 2,400달러 수준에서 안정되고 있으며, 폴리프로필렌(PP) 등 플라스틱 소재 가격도 전년 대비 10% 하락했다. 이는 중국 부동산 경기 둔화, 해상 운임 안정화, 글로벌 공급 정상화 등이 배경이다.

결론적으로 2H25는 곡물·포장재 등 주요 원재료 가격이 동반 약세를 보이며, 음식료 업종 전반에 전방위적 원가 레버리지가 작동하는 구간으로 진입했다. 고정비 비중이 높은 내수 식품기업은 매출 회복과 맞물려 마진 스프레드 개선이 기대되며, 해외 중심 고수익 기업은 외부 변수 방어력 강화와 실적 상방 여력을 동시에 확보할 수 있는 환경이다.

주요 곡물 선물가격 및 음식료 12MF PER



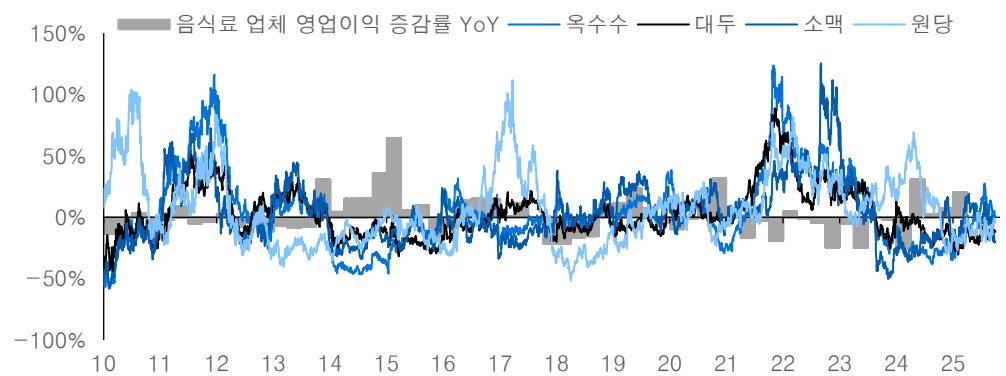
자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

원화환산 곡물투입가격 YoY 증감률 추이 및 전망



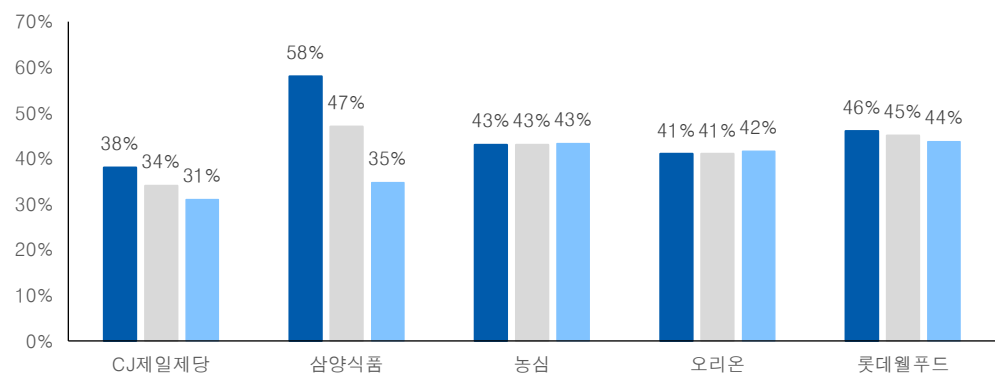
자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

원화 환산 곡물투입가 및 음식료 영업이익 YoY 증감률



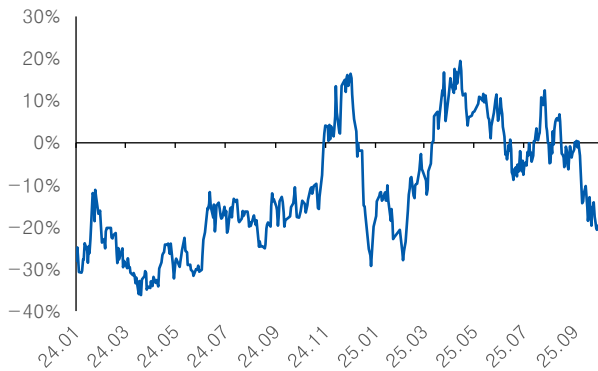
자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 음식료 기업 원재료 비중



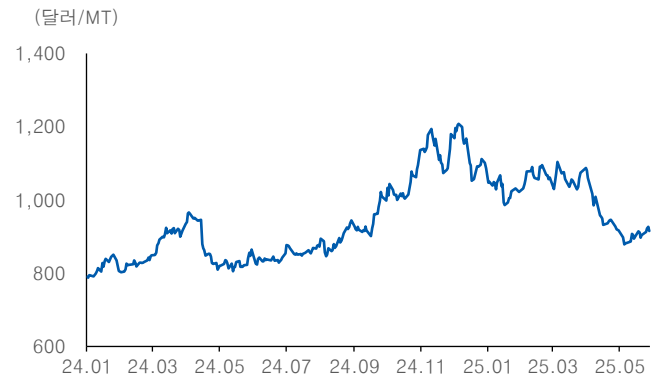
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

소맥 원화환산 투입 가격 YoY 증감률 추이 및 전망



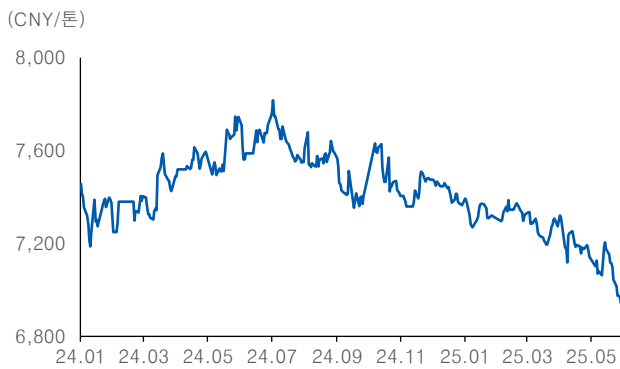
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

팜유 선물가격 추이



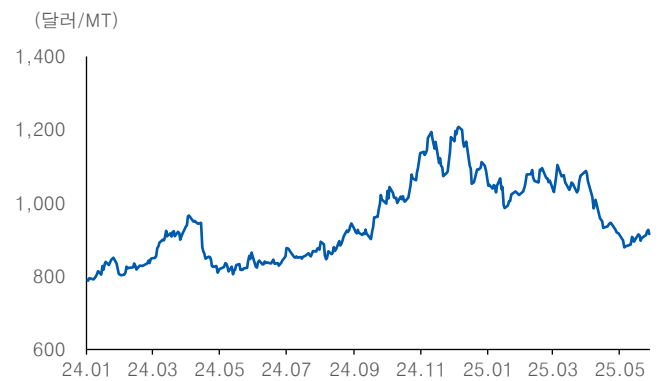
자료: BMDEX, 유안타증권 리서치센터

폴리프로필렌(PP) 선물가격 추이



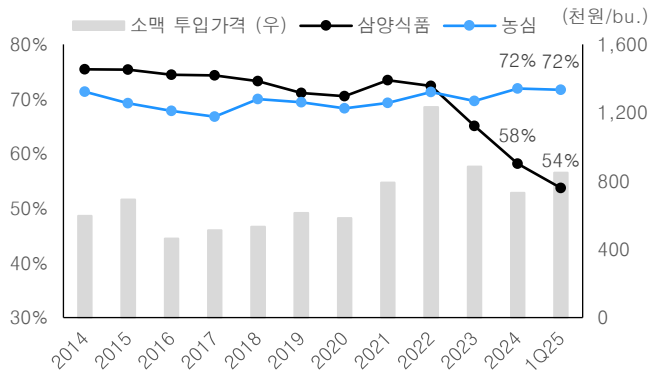
자료: DCE, 유안타증권 리서치센터

알루미늄 선물가격 추이



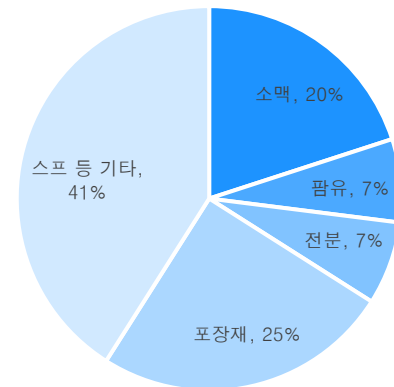
자료: LME, 유안타증권 리서치센터

리먼 기업 매출원가율 및 소맥 투입가격 추이



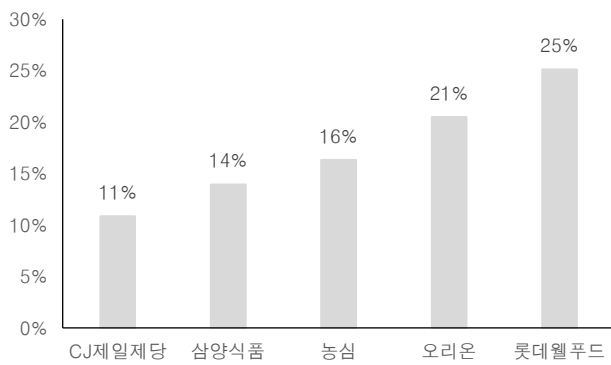
자료: 각 사, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

리먼 원부재료 구조



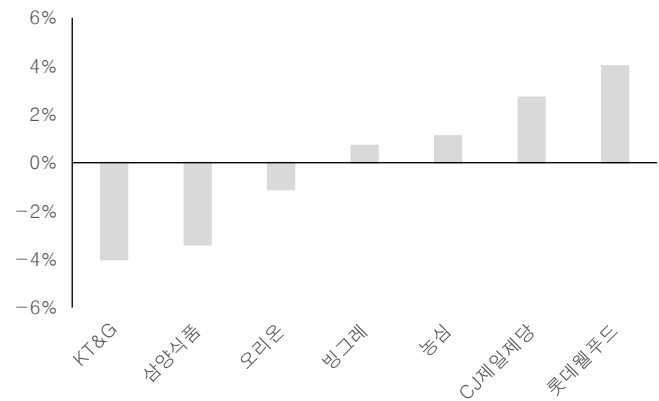
자료: 유안타증권 리서치센터

업체별 매출액 대비 주요 곡물 원료 비중 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

원달러 환율 5% 하락 시 이익 민감도 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

3.3. 주가가 움직이려면

2025년 하반기, 금리·환율·원재료의 매크로 3박자 개선은 음식료 업종 전반에 실적 레버리지를 제공하는 구간이지만, 그 효과가 주가에 일률적으로 반영되지는 않을 것이다. **실적 반등과 구조적 리레이팅은 본질적으로 다른 개념이며, 주가 재평가는 질적 성장 요건을 충족한 기업에 국한될 가능성이 높다.**

전통 내수 식품기업의 경우 낮은 자산 회전율과 ROE 구조로 인해 실적이 좋아져도 주가 반응이 제한적인 구조다. 주가는 단순한 이익 증가보다 ① 고단가 제품 기반의 가격 결정력, ② 고정비 레버리지를 활용한 고수익 모델, ③ 브랜드/IP의 플랫폼화 가능성 등 구조적 차별성에 따라 반응할 가능성이 높다.

따라서 투자 전략은 명확한 구분이 필요하다.

- 1) 매크로 업사이드를 실적으로 전가할 수 있는 **해외 중심 구조적 성장주에 대한 중장기 접근**,
- 2) 조기 대선·추경 등 정책 효과에 따라 수요 반등이 가능한 **내수 기업에 대한 단기 대응 전략**으로 구분할 수 있다.

[하반기 주요 관심 종목]

삼양식품: 수출 비중 80% 이상. 미국향 고 ASP 제품을 기반으로 브랜드 프리미엄 실현. 하반기 밀양2공장 증설로 공급 여력 확대 → 수출 성장세 가속 전망

KT&G: 해외 CAPA 확대 기반의 수익성 유지와 고강도 주주환원 병행. 안정적 실적과 DPS 상향 기대감

농심: 내수 중심이지만 대선·추경 등 정책 이슈에 대한 수요 민감도 보유. ‘툼바’의 미국·유럽 시장 확대를 통한 제품 믹스 개선 기대

에스앤디: 삼양식품 불닭소스 원료 독점 기업으로서, 3분기 CAPA 증설에 따른 Q의 증가 기대

라면 Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 십억 JPY, 배)

		삼양식품	농심	오뚜기	닛신	도요수산
시가총액		8,151	2,470	1,567	1,269	1,084
매출액	2024	1,728	3,439	3,539	733	489
	2025F	2,337	3,681	3,628	760	500
	2026F	2,769	3,902	3,725	780	515
영업이익	2024	345	163	222	61	67
	2025F	555	212	241	63	68
	2026F	675	239	248	66	69
영업이익률	2024	19.9%	4.7%	6.3%	8.3%	13.6%
	2025F	23.7%	5.8%	6.6%	8.3%	13.5%
	2026F	24.4%	6.1%	6.7%	8.5%	13.4%
당기순이익(지배)	2024	272	157	160	45	50
	2025F	430	195	166	47	52
	2026F	513	223	176	49	54
PER	2024	21.2	14.5	11.6	23.6	17.4
	2025F	18.9	12.7	9.4	27.0	20.9
	2026F	15.9	11.1	8.9	25.9	20.1

자료: 유안타증권 리서치센터

제과 Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 십억 USD, 배)

		오리온	롯데월드푸드	몬델리즈(MDLZ)	펍스코(PEP)	허쉬(HSY)
시가총액		4,381	1,089	86	179	35
매출액	2024	3,104	4,044	36	92	11
	2025F	3,315	4,199	38	92	11
	2026F	3,638	4,374	40	95	12
영업이익	2024	544	157	6	13	3
	2025F	605	147	5	15	2
	2026F	630	211	6	15	2
영업이익률	2024	17.5%	3.9%	17.4%	14.0%	25.9%
	2025F	18.2%	3.5%	14.1%	15.8%	15.5%
	2026F	17.3%	4.8%	14.7%	16.2%	16.1%
당기순이익(지배)	2024	508	82	5	10	2
	2025F	452	77	4	10	1
	2026F	448	112	4	11	1
PER	2024	7.2	15.4	20.3	16.5	20.1
	2025F	9.7	14.2	23.9	17.8	28.7
	2026F	9.8	9.7	20.5	15.8	24.5

자료: 유안타증권 리서치센터

종합식품 Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 십억 CHF, 십억 USD, 배)

		CJ 제일제당	풀무원	Nestlé(NESN.SW)	Kraft Heinz(KHC)
시가총액		3,470	475	222	33
매출액	2024	29,359	3,214	91	26
	2025F	29,991	3,459	93	25
	2026F	31,134	3,934	97	25
영업이익	2024	1,553	92	16	2
	2025F	1,569	111	15	2
	2026F	1,752	132	16	16
영업이익률	2024	5.3%	2.9%	17.1%	6.5%
	2025F	5.2%	3.2%	15.9%	6.4%
	2026F	5.6%	3.4%	16.3%	64.0%
당기순이익(지배)	2024	148	35	11	3
	2025F	412	58	12	3
	2026F	550	65	13	3
PER	2024	33.9	12.8	20.0	15.0
	2025F	8.4	8.2	18.8	12.3
	2026F	6.3	7.3	17.6	11.5

자료: 유안타증권 리서치센터

담배 Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 십억달러, 십억파운드, 십억엔, 배)

		KT&G	PMI	BAT	JTI
시가총액	2024	14,720.7	275.0	73.3	8,780.0
매출액	2024	5,908.8	37.9	25.9	3,149.8
	2025F	6,383.7	42.4	26.1	3,273.0
	2026F	6,673.9	45.9	27.4	N/A
영업이익	2024	1,188.8	13.4	9.7	697.2
	2025F	1,288.0	17.1	9.9	671.0
	2026F	1,331.4	18.4	10.1	N/A
영업이익률	2024	20.1%	35.4%	37.5%	22.1%
	2025F	20.2%	40.2%	37.9%	20.5%
	2026F	19.9%	40.1%	36.8%	N/A
당기순이익	2024	1,165.7	7.1	3.0	179.2
	2025F	1,107.3	13.0	5.4	472.0
	2026F	1,141.3	13.3	5.5	N/A
PER	2024	13.3	21.2	9.3	44.1
	2025F	13.3	21.2	13.6	18.6
	2026F	12.9	20.7	13.3	N/A
총환원율	2024	99.4%	92.0%	95.0%	90.0%
	2025F	103.9%	91.0%	95.0%	89.0%
	2026F	93.8%	N/A	N/A	N/A

자료: 유안타증권 리서치센터



기업분석

삼양식품 (003230)

KT&G (033780)

농심 (004370)

에스앤디 (260970)

삼양식품 (003230)

매운맛은 시작도 안 했다

삼양식품은 1Q25 연결 영업이익률 25.3%를 기록하며 업종 내 이례적 고수익 구조를 입증했다. 특히 미국향 수출은 내수 대비 약 30~40% 높은 고ASP를 유지하며 수익성 개선을 주도했고, 마케팅·물류비용 효율화에 기반한 저비용 수출 모델 정착이 핵심 배경으로 작용했다. 이에 따라 외형 성장 대비 이익 레버리지가 확대됐고, 실제로 1Q25 GPM은 전년 대비 +4%p, 전분기 대비 +10%p 상승했다. 또한 선적 지연으로 일부 반영되지 못한 미국향 수출 물량이 2Q25부터 순차적으로 출하되며, 추가 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

하반기에는 CAPA의 한계가 해소되며 추가적인 업사이드가 가능할 전망이다. 6월부터 단계적으로 가동되는 밀양 2공장은 기존 대비 생산능력이 약 35% 확대되며, 믹스 개선 효과까지 감안할 경우 매출 증가율은 그 이상이 될 것으로 추정된다. 이에 따라 '고ASP 유지 + 수량 증대'라는 최적의 조합이 하반기 실적에도 지속적으로 반영될 가능성이 높다.

한편, 원/달러 환율 하락은 수출 ASP에 부담 요인이 될 수 있으나, 고단가 제품 중심의 수출 구조는 환율 민감도를 일정 부분 상쇄한다. 미국·유럽향 판매는 달러 기준 고정계약 비중이 높아 환율 변동 영향을 제한적으로 받으며, 소맥·알루미늄 등 주요 원재료 가격 하락에 따른 원가 절감 효과까지 더해져 GPM 방어력은 양호할 것으로 판단된다.

삼양식품의 영업이익 업사이드는 단기 수요 급증이 아닌, 수익 구조의 질적 전환에서 기인한다. 고ASP 기반의 수출 모델, 저비용 유통 구조, CAPA 증설이 맞물리며 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 작동하는 구간에 진입한 것이다. 목표주가는 산정 기준 시점을 기준 25F에서 12MF로 변경하였으며, 이에 따라 131만원에서 150만원으로 상향 조정했다. 업종 내 최상위 프리미엄 밸류에이션 부여가 정당화되는 구간이다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 1,500,000원 (U)

직전 목표주가 1,310,000원

현재주가 (6/2) 1,082,000원

상승여력 39%

시가총액	81,507억원
총발행주식수	7,533,015주
60일 평균 거래대금	603억원
60일 평균 거래량	61,748주
52주 고/저	1,180,000원 / 470,000원
외인지분율	19.30%
배당수익률	0.43%
주요주주	삼양라운드스퀘어 외 6인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.5	25.8	104.5
상대	3.9	18.1	99.8
절대 (달러환산)	12.1	34.1	106.2

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	564	32.8	6.5	550	2.5
영업이익	139	54.8	3.4	131	5.9
세전계속사업이익	138	50.1	2.6	129	7.5
지배순이익	104	47.3	4.8	98	6.3
영업이익률 (%)	24.6	+3.5 %pt	-0.7 %pt	23.8	+0.8 %pt
지배순이익률 (%)	18.4	+1.8 %pt	-0.3 %pt	17.8	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

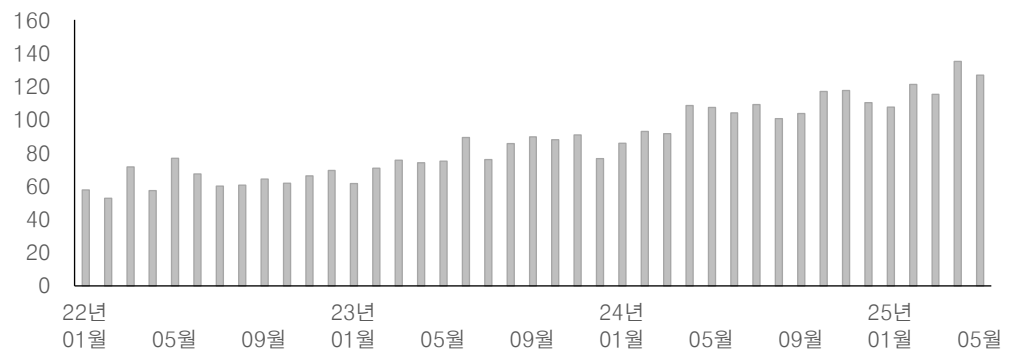
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,193	1,728	2,337	2,769
영업이익	148	345	555	675
지배순이익	126	272	431	515
PER	8.8	12.3	18.9	15.8
PBR	2.0	4.1	6.6	4.7
EV/EBITDA	6.8	8.7	13.0	10.1
ROE	24.8	39.4	42.3	35.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

라면 수출금액 월별 데이터

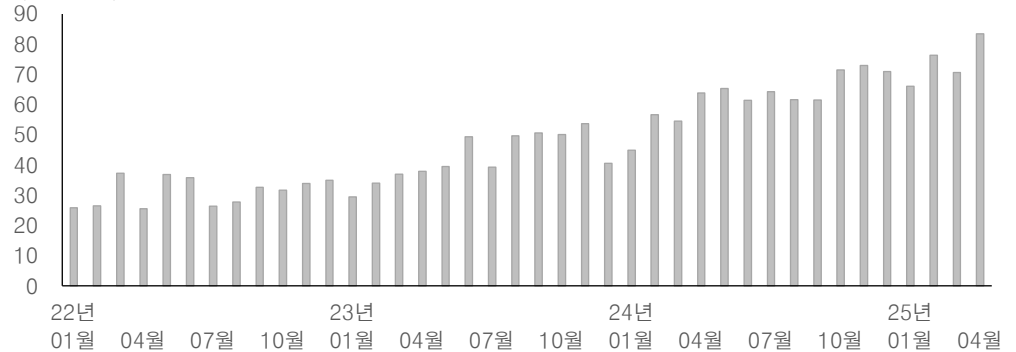
(백만달러)



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 라면 수출금액 월별 데이터

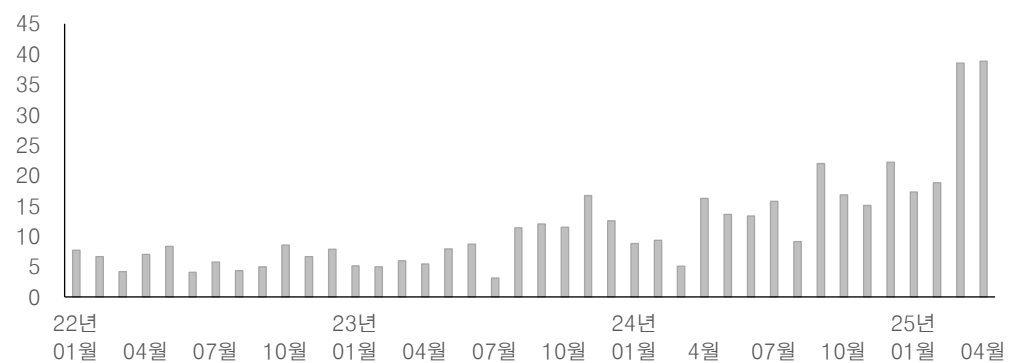
(백만달러)



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 국내 공장 합산

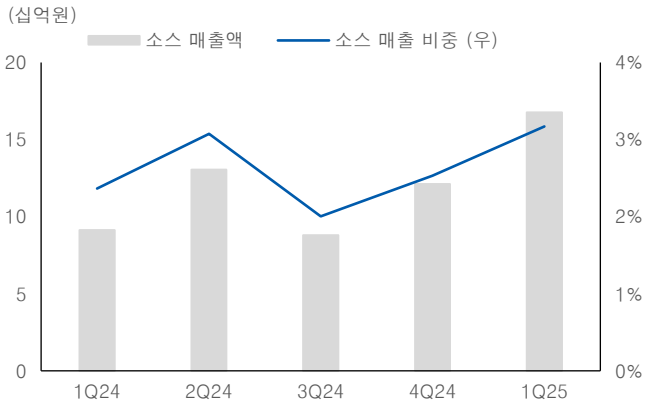
삼양식품 소스 수출금액 월별 데이터

(십만달러)



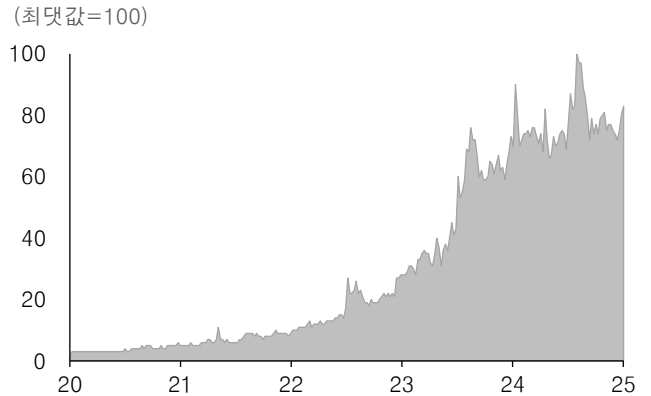
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터, 국내 공장 합산

삼양식품 소스 매출액 및 비중 추이



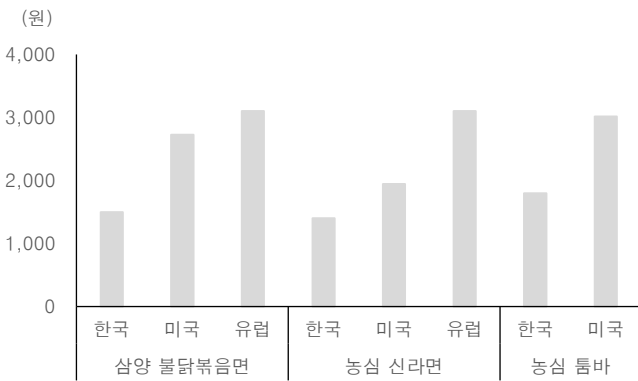
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

불닭 구글트렌드



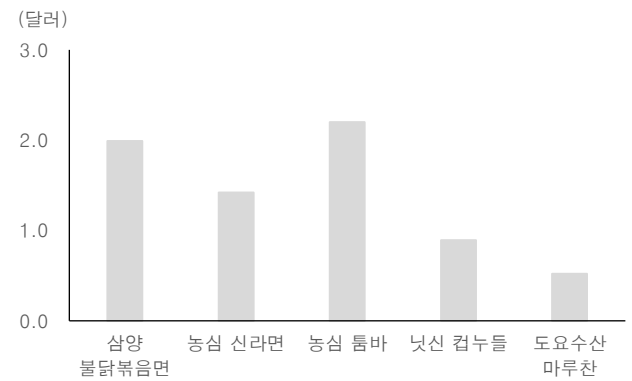
자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

국가별 라면 소비자가격 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 컵라면 1개 기준, 1달러=1,370 원, 1유로=1,550 원 환산

미국 월마트 컵라면 개당 소비자 가격 비교



자료: 월마트, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	563.5	579.1	665.6	1,728.0	2,337.3	2,769.5
내수		96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	98.3	110.8	119.3	392.1	433.5	463.1
	면스넥	68.6	67.7	70.1	73.8	70.2	69.0	73.7	79.2	280.2	292.1	309.8
	소스 등 일반식품	19.4	19.4	16.7	21.2	20.5	19.8	17.5	19.7	76.8	77.6	81.5
	기타	17.3	14.6	22.3	23.1	27.5	21.8	33.5	35.4	77.3	118.1	129.9
수출	매출 에누리	-8.6	-9.4	-11.0	-13.2	-13.2	-12.3	-13.9	-15.0	-42.1	-54.4	-58.1
		289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	465.2	468.3	546.3	1,335.9	1,903.8	2,306.4
	면스넥	286.0	321.9	332.8	365.8	410.4	450.6	455.9	530.4	1,306.4	1,847.4	2,199.6
	소스 등 일반식품	5.1	8.8	8.3	8.2	13.8	14.9	12.7	16.3	30.4	57.8	108.4
	매출 에누리	-2.2	1.5	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.9	-1.3	-1.6
% YoY		55.2%	48.7%	30.9%	46.1%	37.1%	32.8%	31.9%	39.0%	45.0%	35.3%	18.5%
내수		6.8%	-3.3%	2.8%	-1.0%	8.5%	6.5%	13.0%	13.7%	1.2%	10.5%	6.8%
	면스넥	-12.9%	-16.4%	-11.6%	-18.1%	2.4%	2.0%	5.2%	7.2%	-14.9%	4.3%	6.0%
	소스 등 일반식품	-10.2%	-12.9%	-12.6%	-11.3%	5.5%	2.0%	5.0%	-7.1%	-11.7%	1.0%	5.0%
	기타	959.0%	123.5%	94.5%	195.4%	58.8%	50.0%	50.0%	52.9%	181.7%	52.8%	10.0%
수출		83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	30.8%	36.3%	46.1%	65.1%	42.5%	21.1%
	면스넥	84.7%	72.5%	41.9%	68.3%	43.5%	40.0%	37.0%	45.0%	64.7%	41.4%	19.1%
	소스 등 일반식품	25.4%	117.2%	36.2%	52.3%	169.5%	70.0%	54.3%	97.9%	55.1%	90.1%	87.6%
%매출비중												
내수		25.1%	21.7%	22.3%	21.9%	19.9%	17.4%	19.1%	17.9%	22.7%	18.5%	16.7%
	면스넥	17.8%	15.9%	16.0%	15.4%	13.3%	12.3%	12.7%	11.9%	16.2%	12.5%	11.2%
	소스 등 일반식품	5.0%	4.6%	3.8%	4.4%	3.9%	3.5%	3.0%	3.0%	4.4%	3.3%	2.9%
	기타	4.5%	3.4%	5.1%	4.8%	5.2%	3.9%	5.8%	5.3%	4.5%	5.1%	4.7%
수출		74.9%	78.3%	77.7%	78.1%	80.1%	82.6%	80.9%	82.1%	77.3%	81.5%	83.3%
	면스넥	74.1%	75.8%	75.8%	76.4%	77.6%	80.0%	78.7%	79.7%	75.6%	79.0%	79.4%
	소스 등 일반식품	5.3%	9.5%	8.4%	7.8%	13.2%	15.2%	11.5%	13.6%	7.7%	13.3%	23.4%
영업이익		80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	138.5	140.7	141.8	344.6	554.9	674.6
% YoY		235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	54.8%	61.1%	61.7%	133.6%	61.1%	21.6%
% OPM		20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	24.6%	24.3%	21.3%	19.9%	23.7%	24.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼양식품 (003230) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,193	1,728	2,337	2,769	3,395
매출원가	776	1,005	1,255	1,462	1,789
매출총이익	417	723	1,083	1,307	1,606
판매비	269	379	528	633	778
영업이익	148	345	555	675	828
EBITDA	180	391	596	711	860
영업외손익	9	7	3	-1	23
외환관련손익	2	27	15	0	0
이자손익	-7	-5	4	20	39
관계기업관련손익	6	0	0	0	0
기타	8	-16	-16	-21	-16
법인세비용차감전순이익	156	352	558	674	851
법인세비용	30	80	128	161	258
계속사업순이익	127	271	430	513	593
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	127	271	430	513	593
지배지분순이익	126	272	431	515	595
포괄순이익	124	271	430	513	593
지배지분포괄이익	124	271	431	514	594

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168	358	439	530	572
당기순이익	127	271	430	513	593
감가상각비	32	46	41	36	32
외환손익	1	-13	-15	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-8	-7	-39	-24	-40
기타현금흐름	16	61	22	6	-13
투자활동 현금흐름	-24	-214	13	32	49
투자자산	22	-2	-2	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-45	-228	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	16	15	34	51
재무활동 현금흐름	-20	-35	-75	-78	-75
단기차입금	33	23	11	7	11
사채 및 장기차입금	28	19	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-19	-25	-25	-25
기타현금흐름	-69	-58	-61	-61	-61
연결범위변동 등 기타	-3	7	89	54	75
현금의 증감	122	116	466	538	621
기초 현금	97	219	335	801	1,339
기말 현금	219	335	801	1,339	1,960
NOPLAT	148	345	555	675	828
FCF	123	129	439	530	572

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

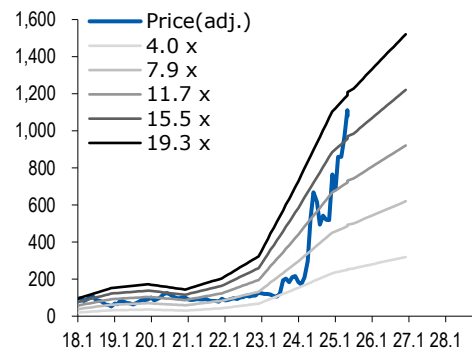
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	497	682	1,270	1,896	2,642
현금및현금성자산	219	335	801	1,339	1,960
매출채권 및 기타채권	81	138	187	222	272
재고자산	142	148	200	237	291
비유동자산	673	913	874	839	809
유형자산	543	748	707	671	638
관계기업 등 자본관련 자산	3	3	4	5	6
기타투자자산	7	13	14	15	16
자산총계	1,170	1,595	2,144	2,735	3,452
유동부채	402	492	630	728	869
매입채무 및 기타채무	175	246	333	394	484
단기차입금	76	78	78	78	78
유동성장기부채	91	25	25	25	25
비유동부채	192	274	281	286	294
장기차입금	141	211	211	211	211
사채	0	0	0	0	0
부채총계	594	767	911	1,014	1,163
지배지분	565	817	1,223	1,712	2,282
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	522	770	1,177	1,667	2,237
비지배지분	12	11	10	9	7
자본총계	577	828	1,233	1,721	2,289
순차입금	103	36	-425	-960	-1,576
총차입금	344	386	397	404	415

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,761	36,106	57,264	68,310	78,969
BPS	75,732	109,524	163,980	229,592	305,971
EBITDAPS	23,851	51,851	79,100	94,377	114,179
SPS	158,358	229,392	310,272	367,648	450,638
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
PER	8.8	12.3	18.9	15.8	13.7
PBR	2.0	4.1	6.6	4.7	3.5
EV/EBITDA	6.8	8.7	13.0	10.1	7.7
PSR	0.9	1.9	3.5	2.9	2.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	31.2	44.9	35.3	18.5	22.6
영업이익 증가율 (%)	63.2	133.6	61.1	21.6	22.7
지배순이익 증가율 (%)	58.2	115.4	58.6	19.3	15.6
매출총이익률 (%)	34.9	41.9	46.3	47.2	47.3
영업이익률 (%)	12.4	19.9	23.7	24.4	24.4
지배순이익률 (%)	10.6	15.7	18.5	18.6	17.5
EBITDA 마진 (%)	15.1	22.6	25.5	25.7	25.3
ROIC	19.8	37.8	57.8	73.6	88.3
ROA	12.1	19.7	23.1	21.1	19.2
ROE	24.8	39.4	42.3	35.1	29.8
부채비율 (%)	102.9	92.6	73.9	58.9	50.8
순차입금/자기자본 (%)	18.2	4.4	-34.8	-56.1	-69.0
영업이익/금융비용 (배)	12.1	23.9	35.9	42.7	51.2

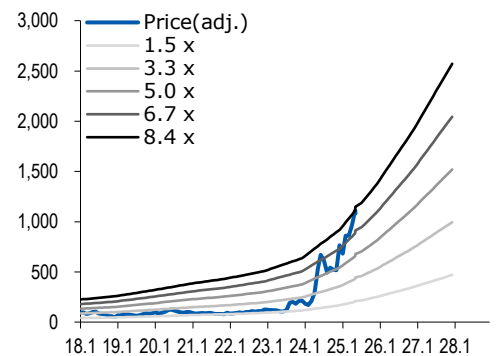
P/E band chart

(천원)



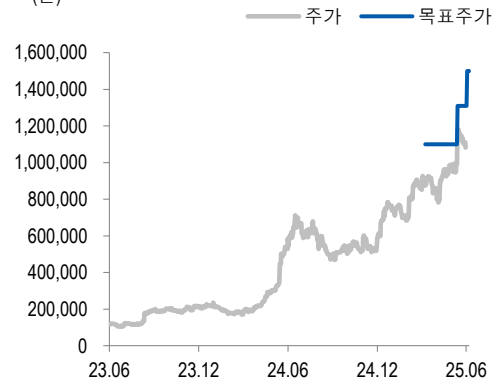
P/B band chart

(천원)



삼양식품 (003230) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-06-04	BUY	1,500,000	1년		
2025-05-16	BUY	1,310,000	1년	-14.17	-11.53
2025-03-11	BUY	1,100,000	1년	-17.28	-9.18
2023-11-08	담당자변경				
	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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-06-03

※ 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.

KT&G (033780)

해외, 방어주 프리미엄

KT&G는 담배 수출 비중이 48%에 달하는 음식료 업종 내 드문 글로벌 기업이다. 총판 구조와 현지 생산거점을 결합한 모델을 구축해 **가격결정력과 수익성 방어력을 확보**하고 있다. 2025년 상반기부터 본격 가동 중인 카자흐스탄 NGP 공장과 인도네시아 공장의 생산 효율화는 하반기 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

수익성과 함께 KT&G의 강점은 업계 최고 수준의 **주주환원정책**이다. 2025년 예상 DPS는 5,600원이며, 현재 주가 기준 **배당수익률은 5.2%** 수준이다. 2024~2027년 동안 총 3.7조 원 규모의 주주환원을 계획하고 있으며, 이 중 **자사주 매입만 1.3조원**에 달한다. 연간 평균 환원 규모는 약 1.1조원에 이르고, 2025년 총환원율은 103.9%로 추정된다. **자사주 소각은 전체 발행주식의 20% 이상에 해당하며, 이는 실질적인 유통주식 수 감소를 통한 EPS 상승 → 주당가치 제고 → 멀티플 리레이팅으로 이어지는 구조다.**

이 같은 고강도 환원 기조는 본업의 안정적인 현금흐름에 더해, **비핵심 자산 유동화 전략까지 병행되며** **재원 조달 기반이 명확하다는 점에서 차별화**된다. 실제로 최근 비영업용 부동산 매각 등을 통해 환원 여력을 강화해 왔으며, 향후 추가적인 재원 확보도 가능하다는 점에서 정책의 지속 가능성 측면에서도 우위에 있다.

현재 12MF PER은 13배로, 글로벌 동종 기업 대비 여전히 할인되어 있으며, **브랜드 파워·현금창출력·환원정책까지 감안할 때 구조적 저평가 상태**에 머물고 있다. 대선, 추경 등 정책 이벤트와 무관하게 안정적인 실적 흐름과 고강도 환원 전략은 하반기 방어주로서의 대안성과 주가 하단 지지 요인으로 작용할 것이다. 목표주가는 15만원을 유지한다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 150,000원 (M)

직전 목표주가 150,000원

현재주가 (6/2) 120,600원

상승여력 24%

시가총액 147,207억원

총발행주식수 122,062,497주

60일 평균 거래대금 303억원

60일 평균 거래량 277,804주

52주 고/저 125,000원 / 83,500원

외인지분율 43.33%

배당수익률 5.04%

주요주주 First Eagle Investment Management, LLC

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 4.0 22.7 44.4

상대 (1.4) 15.1 41.1

절대 (달러환산) 6.4 30.8 45.6

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,543	8.4	3.5	1,519	1.6
영업이익	338	5.0	18.4	339	-0.2
세전계속사업이익	389	-10.1	15.2	405	-4.0
지배순이익	272	-13.0	6.5	296	-8.1
영업이익률 (%)	21.9	-0.7 %pt	+2.7 %pt	22.3	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	17.6	-4.4 %pt	+0.5 %pt	19.5	-1.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	5,863	5,909	6,384	6,674
영업이익	1,167	1,189	1,288	1,331
지배순이익	903	1,166	1,107	1,141
PER	13.1	10.9	13.3	12.9
PBR	1.1	1.1	1.3	1.3
EV/EBITDA	7.7	8.7	9.3	8.9
ROE	9.8	12.7	11.6	11.3

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

KT&G 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액		1,292.3	1,423.8	1,636.4	1,556.4	1,491.1	1,543.4	1,748.2	1,601.1	5,908.8	6,383.7	6,673.9
담배		856.6	989.9	1,047.8	1,011.3	988.0	1,064.9	1,136.4	1,074.2	3,905.6	4,263.5	4,526.5
	NGP	176.3	197.7	193.2	216.7	159.0	190.7	205.4	211.0	783.9	766.1	782.2
	국내	130.1	137.3	156.6	135.0	138.5	143.5	165.2	141.7	559.0	588.8	601.7
	해외	46.2	60.4	36.6	81.7	20.5	47.3	40.3	69.3	224.9	177.3	180.6
	퀄런	674.7	788.0	850.6	786.2	822.7	869.9	926.5	852.6	3,099.5	3,471.8	3,715.2
	국내	382.9	428.9	430.9	406.5	373.6	421.0	422.9	397.0	1,649.2	1,614.5	1,580.7
	해외	291.8	359.1	419.7	379.7	449.1	448.9	503.6	455.6	1,450.3	1,857.3	2,134.5
	반제품	5.6	4.2	4.0	8.4	6.3	4.3	4.4	10.6	22.2	25.6	29.1
건기식		308.4	265.1	405.8	322.3	314.4	272.7	405.4	326.9	1,301.6	1,319.4	1,333.8
	국내	243.0	172.8	320.6	188.7	247.0	164.3	309.7	184.6	925.1	905.7	881.9
	해외	65.4	92.3	85.2	133.6	67.4	108.4	95.7	142.3	376.5	413.7	451.9
부동산		45.2	80.5	98.5	137.1	100.4	118.8	118.8	112.6	361.3	450.5	463.8
기타		82.1	88.3	84.2	85.7	88.3	87.0	87.7	87.3	340.3	350.3	349.8
% YoY		-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	8.4%	6.8%	2.9%	0.8%	8.0%	4.5%
담배		-0.1%	11.5%	7.7%	13.1%	15.3%	7.6%	8.5%	6.2%	5.0%	9.2%	6.2%
	NGP	-11.7%	4.1%	-0.8%	11.1%	-9.8%	-3.5%	6.3%	-2.6%	0.6%	-2.3%	2.1%
	국내	1.7%	10.9%	15.2%	2.5%	6.5%	4.5%	5.5%	5.0%	7.6%	5.3%	2.2%
	해외	-35.6%	-8.8%	-37.9%	29.1%	-55.6%	-21.7%	10.0%	-15.2%	-13.5%	-21.2%	1.9%
	퀄런	3.0%	13.9%	10.5%	13.3%	21.9%	10.4%	8.9%	8.5%	10.3%	12.0%	7.0%
	국내	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.7%	-2.4%	-1.8%	-1.9%	-2.3%	-1.7%	-2.1%	-2.1%
	해외	10.1%	35.3%	30.5%	35.3%	53.9%	25.0%	20.0%	20.0%	28.0%	28.1%	14.9%
	반제품	75.0%	-30.0%	-51.2%	78.7%	12.5%	2.5%	10.6%	26.1%	-83.0%	15.5%	13.6%
건기식		11.8%	1.6%	-1.7%	-4.0%	1.9%	2.9%	-0.1%	1.4%	1.3%	1.4%	1.1%
	국내	38.3%	-10.9%	-8.4%	-2.0%	1.6%	-4.9%	-3.4%	-2.2%	1.4%	-2.1%	-2.6%
	해외	-34.7%	38.0%	35.5%	-6.8%	3.1%	17.4%	12.3%	6.5%	0.9%	9.9%	9.2%
부동산		-46.1%	-29.2%	-56.2%	7.4%	122.1%	47.5%	20.6%	-17.8%	-34.3%	24.7%	2.9%
기타		17.1%	20.3%	6.4%	1.9%	7.6%	-1.5%	4.1%	1.9%	11.0%	2.9%	-0.1%
영업이익		236.6	322.0	417.8	212.5	285.6	338.0	405.0	259.5	1,188.8	1,288.0	1,331.4
담배		206.6	316.4	335.0	226.1	252.9	332.2	338.4	248.7	1,084.1	1,130.4	1,245.2
건기식		23.0	-1.0	68.8	7.4	18.2	2.0	51.6	5.9	98.2	93.4	59.4
부동산		2.6	2.9	12.7	-23.1	10.4	1.0	13.0	1.3	-4.9	2.9	18.2
기타		4.4	3.7	1.3	2.0	4.1	2.8	2.1	3.5	11.4	11.1	8.7
% YoY		-25.3%	30.8%	2.7%	7.3%	20.7%	5.0%	-3.1%	22.1%	1.8%	8.3%	3.4%
담배		-12.7%	30.4%	24.4%	-1.0%	22.4%	5.0%	1.0%	10.0%	11.0%	4.3%	10.2%
건기식		-58.2%	-90.7%	13.3%	-38.8%	-20.9%	흑전	-25.0%	-20.0%	-16.1%	-4.9%	-36.5%
부동산		-89.3%	-73.6%	-83.4%	-49.3%	300.0%	-20.0%	2.0%	흑전	적전	흑전	527.0%
기타		528.6%	-	333.3%	-33.3%	-7.7%	-25.0%	60.9%	77.3%	185.0%	-3.0%	-21.2%
% OPM		18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	21.9%	23.2%	16.2%	20.1%	20.2%	19.9%
담배		24.1%	32.0%	32.0%	22.4%	25.6%	31.2%	29.8%	23.2%	27.8%	26.5%	27.5%
건기식		7.5%	-0.4%	17.0%	2.3%	5.8%	0.7%	12.7%	1.8%	7.5%	7.1%	4.4%
부동산		5.8%	3.6%	12.9%	-16.8%	10.4%	0.8%	10.9%	1.2%	-1.4%	0.6%	3.9%
기타		5.4%	4.2%	1.5%	2.3%	4.6%	3.2%	2.4%	4.1%	3.3%	3.2%	2.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

KT&G (033780) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,384	6,674	6,872
매출원가	3,054	3,007	3,211	3,429	3,495
매출총이익	2,808	2,902	3,172	3,245	3,377
판매비	1,641	1,713	1,884	1,914	1,997
영업이익	1,167	1,189	1,288	1,331	1,380
EBITDA	1,408	1,439	1,504	1,518	1,541
영업외손익	81	377	207	189	228
외환관련손익	24	364	50	50	50
이자손익	29	73	75	107	146
관계기업관련손익	10	19	20	20	20
기타	19	-79	62	12	12
법인세비용차감전순이익	1,248	1,566	1,495	1,521	1,608
법인세비용	319	394	389	380	402
계속사업순이익	930	1,172	1,107	1,141	1,206
중단사업순이익	-7	-7	0	0	0
당기순이익	922	1,165	1,107	1,141	1,206
지배지분순이익	903	1,166	1,107	1,141	1,207
포괄순이익	901	1,195	1,137	1,171	1,237
지배지분포괄이익	882	1,197	1,138	1,172	1,238

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,266	822	846	947	1,012
당기순이익	922	1,165	1,107	1,141	1,206
감가상각비	211	219	189	164	142
외환손익	5	-327	-50	-50	-50
중속, 관계기업관련손익	-10	-19	-20	-20	-20
자산부채의 증감	185	-365	-456	-327	-263
기타현금흐름	-47	150	76	40	-2
투자활동 현금흐름	-848	-530	66	184	265
투자자산	-284	11	-183	-112	-76
유형자산 증가 (CAPEX)	-473	-768	0	0	0
유형자산 감소	7	21	0	0	0
기타현금흐름	-99	205	248	295	342
재무활동 현금흐름	-776	-293	-1,790	-1,791	-1,792
단기차입금	-11	259	3	2	1
사채 및 장기차입금	413	680	0	0	0
자본	0	1	0	0	0
현금배당	-776	-587	-583	-583	-583
기타현금흐름	-402	-647	-1,211	-1,211	-1,211
연결범위변동 등 기타	-11	105	1,297	1,194	1,164
현금의 증감	-369	104	418	532	649
기초 현금	1,401	1,032	1,136	1,554	2,086
기말 현금	1,032	1,136	1,554	2,086	2,736
NOPLAT	1,167	1,189	1,288	1,331	1,380
FCF	793	55	846	947	1,012

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

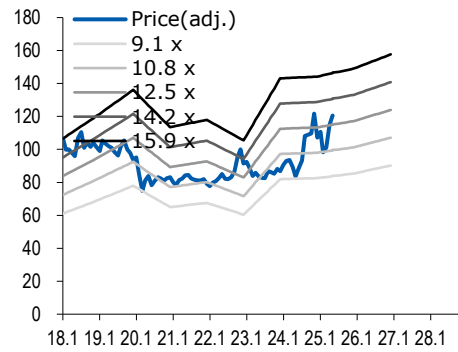
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418	7,176	8,008	8,821	9,661
현금및현금성자산	1,032	1,136	1,554	2,086	2,736
매출채권 및 기타채권	1,772	1,895	2,000	2,091	2,153
재고자산	2,764	3,101	3,351	3,503	3,607
비유동자산	6,354	6,749	6,716	6,641	6,557
유형자산	2,096	2,664	2,475	2,311	2,170
관계기업 등 지분관련 자산	471	482	521	545	561
기타투자자산	2,229	2,370	2,514	2,602	2,662
자산총계	12,772	13,925	14,724	15,462	16,218
유동부채	2,672	3,143	3,358	3,489	3,578
매입채무 및 기타채무	2,323	2,336	2,523	2,638	2,716
단기차입금	62	288	288	288	288
유동성장기부채	46	184	184	184	184
비유동부채	805	1,424	1,453	1,471	1,484
장기차입금	147	214	214	214	214
사채	323	808	808	808	808
부채총계	3,478	4,567	4,811	4,960	5,062
지배지분	9,174	9,239	9,794	10,384	11,038
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	534	535	535	535	535
이익잉여금	8,979	8,783	9,308	9,867	10,491
비지배지분	121	119	119	118	117
자본총계	9,295	9,358	9,913	10,502	11,156
순차입금	-1,113	-352	-807	-1,361	-2,025
총차입금	623	1,562	1,565	1,566	1,567

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,615	8,975	9,043	9,350	9,887
BPS	81,326	85,662	90,796	96,258	102,328
EBITDAPS	10,321	11,079	12,282	12,433	12,623
SPS	42,963	45,491	52,133	54,676	56,301
DPS	5,200	5,400	5,600	5,800	6,000
PER	13.1	10.9	13.3	12.9	12.2
PBR	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.7	8.7	9.3	8.9	8.3
PSR	2.0	2.2	2.3	2.2	2.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	0.2	0.8	8.0	4.5	3.0
영업이익 증가율 (%)	-7.9	1.8	8.3	3.4	3.7
지배순이익 증가율 (%)	-11.1	29.1	-5.0	3.1	5.7
매출총이익률 (%)	47.9	49.1	49.7	48.6	49.1
영업이익률 (%)	19.9	20.1	20.2	19.9	20.1
지배순이익률 (%)	15.4	19.7	17.3	17.1	17.6
EBITDA 마진 (%)	24.0	24.4	23.6	22.7	22.4
ROIC	20.6	18.1	17.8	18.7	19.6
ROA	7.2	8.7	7.7	7.6	7.6
ROE	9.8	12.7	11.6	11.3	11.3
부채비율 (%)	37.4	48.8	48.5	47.2	45.4
순차입금/자기자본 (%)	-12.1	-3.8	-8.2	-13.1	-18.3
영업이익/금융비용 (배)	25.5	28.2	21.4	22.1	22.9

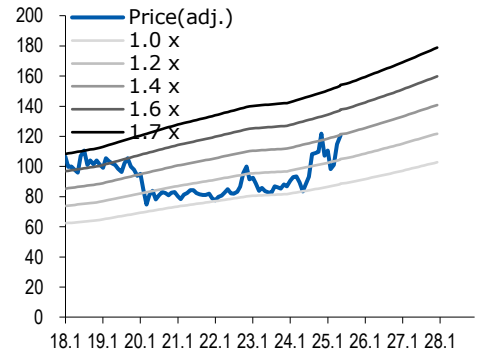
P/E band chart

(천원)



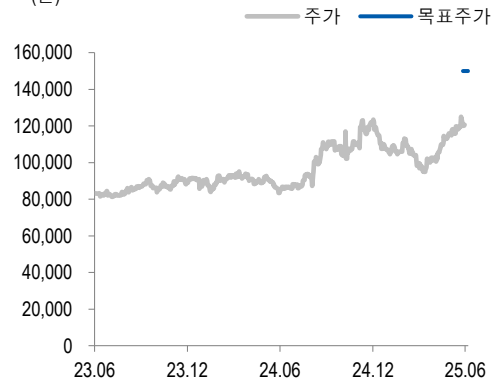
P/B band chart

(천원)



KT&G (033780) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-06-04	BUY	150,000	1년		
2025-05-30	BUY	150,000	1년		
담당자변경					
2022-07-13	BUY	100,000	1년	-18.78	-18.50

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-06-03

※ 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)

믿어볼 타이밍

농심은 내수 비중이 높은 전통 식품기업으로, 하반기 조기 대선과 추경 집행 등 정책 모멘텀이 내수 소비 회복을 자극하는 구간에서 주목할 만하다. 특히 백화점·할인점 등 전통 유통 채널의 소비가 회복세를 보일 경우, 라면 등 필수식품 수요 반등의 직접적인 수혜가 예상된다. 2025년 상반기 단행한 판가 인상 효과가 유지되는 가운데 수요 회복이 맞물리며, 하반기에는 마진 방어와 단기 실적 개선 흐름이 이어질 가능성이 높다.

수익성 체질 개선도 진행 중이다. 미국향 프리미엄 신제품 ‘툼바’를 중심으로 믹스 개선을 시도하고 있으며, 관련 제품은 미국 내 구글 트렌드 검색량 증가 등 초기 시장 반응이 관측되고 있다. 하반기에는 유럽향 출시도 예정되어 있는 것으로 파악되며, 이는 해외 비중 확대와 고ASP 제품 중심 구조 전환이라는 수익성 개선 방향성과 맞물린다.

또한, 원가 하락 구간 진입 역시 실적에 긍정적이다. 최근 원달러 환율 하락과 곡물 가격 안정은 이익 레버리지를 강화하는 방향으로 작용한다.

정책발 내수 회복, 해외 믹스 변화, 원가 절감이라는 세 가지 변수가 동시에 작용하는 하반기, 농심은 단기 주가 모멘텀 확보가 가능한 구간에 진입하고 있다. 목표주가는 49만원을 유지한다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 490,000원 (M)

직전 목표주가 490,000원

현재주가 (6/2) 406,000원

상승여력 21%

시가총액	24,696억원
총발행주식수	6,082,642주
60일 평균 거래대금	140억원
60일 평균 거래량	34,291주
52주 고/저	575,000원 / 326,000원
외인지분율	17.39%
배당수익률	1.34%
주요주주	농심홀딩스 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.2	19.1	(11.6)
상대	(4.9)	11.7	(13.7)
절대 (달러환산)	2.6	26.9	(10.9)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	926	7.6	3.7	912	1.5
영업이익	53	20.5	-6.1	51	3.9
세전계속사업이익	64	10.9	-7.3	63	1.6
지배순이익	49	13.3	-7.2	46	6.4
영업이익률 (%)	5.7	+0.6 %pt	-0.6 %pt	5.6	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.2	+0.2 %pt	-0.7 %pt	5.0	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

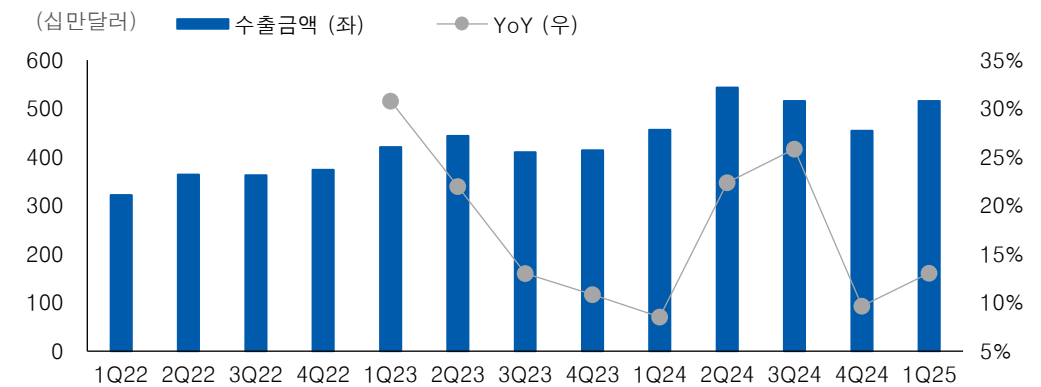
(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	3,411	3,439	3,681	3,902
영업이익	212	163	212	239
지배순이익	172	157	195	223
PER	14.4	15.4	12.7	11.1
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.4	5.5	3.8	2.5
ROE	7.3	6.2	6.9	7.2

자료: 유안타증권

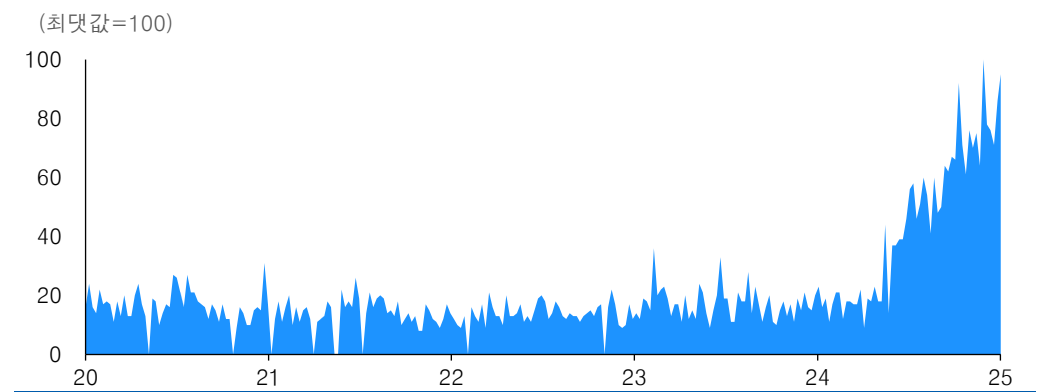
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

농심 부산 공장 리먼 수출데이터



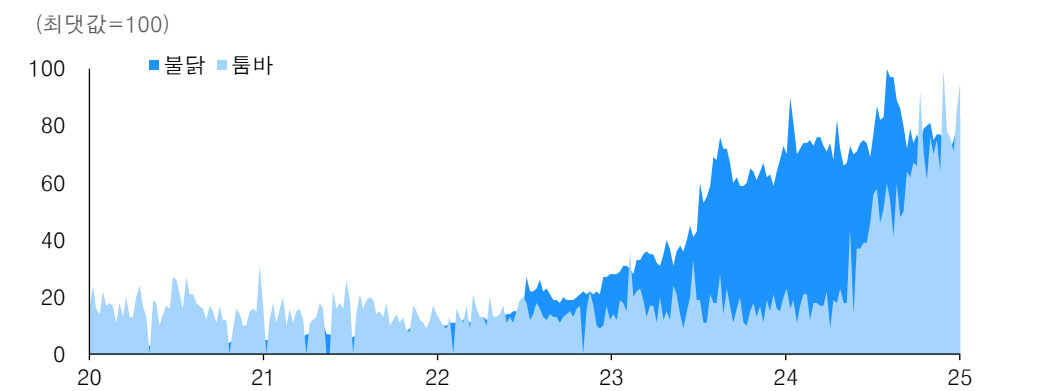
자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

농심 신라면 톰바 구글 트렌드



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

신라면 톰바, 불닭 구글 트렌드 비교



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

농심 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액		872.5	860.7	850.4	855.1	893.0	926.1	930.8	931.5	3,438.7	3,681.4
국내(별도)		683.8	687.2	667.5	663.2	693.4	730.2	721.6	725.1	2,701.6	2,870.3
	라면	389.8	391.9	386.2	409.8	410.3	411.7	409.7	447.3	1,577.7	1,679.0
	스낵	114.1	107.5	103.9	98.9	101.5	101.3	98.7	90.8	424.4	392.4
	수출	128.8	143.6	133.9	118.2	138.9	179.6	174.1	153.6	524.6	646.2
	기타 및 매출 예누리	51.0	44.2	43.5	36.3	42.7	37.5	39.1	33.4	174.9	152.7
해외		247.1	235.9	232.6	238.0	254.1	276.5	336.1	333.4	953.3	1,200.1
	북미	161.2	150.1	152.8	152.8	162.5	165.1	183.4	175.7	616.9	686.7
	중국	47.6	41.0	33.4	40.5	45.4	39.8	33.8	41.0	162.5	160.0
	일본	23.3	27.0	26.2	27.8	28.2	30.2	29.6	31.7	104.3	119.7
	호주	11.7	14.6	16.7	13.3	14.1	17.7	20.4	15.9	56.3	68.0
	베트남	3.3	3.2	3.5	3.7	3.9	3.7	4.0	4.1	13.4	15.6
	유럽						20.0	65.0	65.0	-	150.0
연결조정		-58.3	-62.4	-49.7	-46.1	-54.5	-80.5	-126.9	-127.0	-216.2	-389.0
% YoY		1.4%	2.8%	-0.6%	-0.2%	2.3%	7.6%	9.5%	8.9%	0.8%	7.1%
국내(별도)		7.0%	6.1%	1.2%	0.6%	1.4%	6.3%	8.1%	9.3%	3.7%	6.2%
	라면	2.2%	5.2%	-1.1%	1.4%	5.3%	5.1%	6.1%	9.1%	1.9%	6.4%
	스낵	11.3%	-0.3%	-6.6%	-11.0%	-11.1%	-5.7%	-5.0%	-8.2%	-1.9%	-7.6%
	수출	33.1%	34.0%	33.5%	21.5%	7.8%	25.0%	30.0%	30.0%	30.6%	23.2%
	기타 및 매출 예누리	-12.5%	-26.6%	-24.4%	-21.5%	-16.2%	-15.0%	-10.0%	-8.0%	-21.3%	-12.7%
해외		-6.5%	-2.5%	-1.2%	-0.2%	2.8%	17.2%	44.5%	40.1%	-2.7%	25.9%
	북미	-6.1%	-3.7%	-0.8%	-0.5%	0.8%	10.0%	20.0%	15.0%	-2.9%	11.3%
	중국	-17.9%	-7.9%	-21.0%	-9.0%	-4.6%	-3.0%	1.2%	1.3%	-14.2%	-1.5%
	일본	7.9%	7.6%	20.2%	3.7%	21.0%	12.0%	13.0%	14.0%	9.4%	14.8%
	호주	11.4%	8.1%	15.2%	25.0%	20.5%	21.0%	22.0%	20.0%	14.6%	21.0%
	베트남	26.9%	10.3%	20.7%	27.6%	18.2%	15.0%	13.0%	10.0%	18.1%	16.9%
%매출비중											
국내(별도)		78.4%	79.8%	78.5%	77.6%	77.6%	78.8%	77.5%	77.8%	78.6%	78.0%
	라면	44.7%	45.5%	45.4%	47.9%	45.9%	44.5%	44.0%	48.0%	45.9%	45.6%
	스낵	13.1%	12.5%	12.2%	11.6%	11.4%	10.9%	10.6%	9.8%	12.3%	10.7%
	수출	14.8%	16.7%	15.7%	13.8%	15.6%	19.4%	18.7%	16.5%	15.3%	17.6%
	기타 및 매출 예누리	5.8%	5.1%	5.1%	4.2%	4.8%	4.1%	4.2%	3.6%	5.1%	4.1%
해외		28.3%	27.4%	27.4%	27.8%	28.5%	29.9%	36.1%	35.8%	27.7%	32.6%
	북미	18.5%	17.4%	18.0%	17.9%	18.2%	17.8%	19.7%	18.9%	17.9%	18.7%
	중국	5.5%	4.8%	3.9%	4.7%	5.1%	4.3%	3.6%	4.4%	4.7%	4.3%
	일본	2.7%	3.1%	3.1%	3.3%	3.2%	3.3%	3.2%	3.4%	4.7%	4.3%
	호주	1.3%	1.7%	2.0%	1.5%	1.6%	1.9%	2.2%	1.7%	3.0%	3.3%
	베트남	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	1.6%	1.8%
	유럽						2.2%	7.0%	7.0%	0.0%	0.4%
영업이익		61.4	43.7	37.6	20.4	56.1	52.6	59.1	44.2	163.1	212.0
% YoY		-3.7%	-18.7%	-32.5%	-47.6%	-8.7%	20.5%	57.2%	116.5%	-23.1%	30.0%
% OPM		7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	5.7%	6.4%	4.7%	4.7%	5.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

농심 (004370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,411	3,439	3,681	3,902	4,109
매출원가	2,375	2,473	2,630	2,766	2,917
매출총이익	1,035	966	1,052	1,135	1,191
판매비	823	802	840	897	940
영업이익	212	163	212	239	251
EBITDA	330	286	323	339	341
영업외손익	19	55	45	54	67
외환관련 손익	-1	2	0	0	0
이자손익	17	22	29	41	54
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0
기타	4	31	16	13	13
법인세비용차감전순이익	231	218	257	293	318
법인세비용	60	60	62	70	80
계속사업순이익	171	158	195	223	238
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	171	158	195	223	238
지배지분순이익	172	157	195	223	237
포괄순이익	154	264	301	329	344
지배지분포괄이익	155	262	299	328	342

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

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	327	273	297	316	322
당기순이익	171	158	195	223	238
감가상각비	115	118	106	96	86
외환손익	0	1	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	1	0	0	0	0
자산부채의 증감	1	-52	-53	-51	-50
기타현금흐름	40	47	49	48	48
투자활동 현금흐름	-267	-382	-268	-263	-260
투자자산	-2	-51	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-108	-123	0	0	0
유형자산 감소	1	7	0	0	0
기타현금흐름	-158	-216	-268	-263	-260
재무활동 현금흐름	-45	95	-55	-55	-55
단기차입금	2	7	1	1	1
사채 및 장기차입금	-5	135	0	0	0
자본	0	8	0	0	0
현금배당	-29	-29	-29	-29	-29
기타현금흐름	-13	-27	-27	-27	-27
연결범위변동 등 기타	0	12	358	356	355
현금의 증감	15	-2	332	355	362
기초 현금	128	143	141	473	828
기말 현금	143	141	473	828	1,190
NOPLAT	212	163	212	239	251
FCF	219	150	297	316	322

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

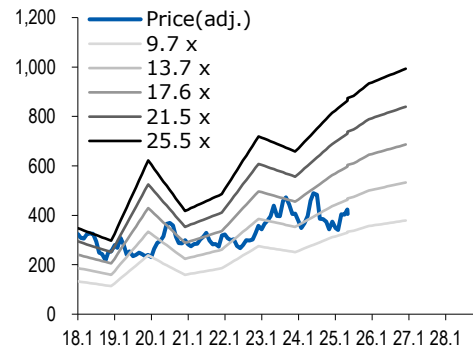
재무상태표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	1,420	1,744	2,178	2,625	3,074	
현금및현금성자산	143	141	473	828	1,190	
매출채권 및 기타채권	313	328	352	373	393	
재고자산	318	323	346	367	386	
비유동자산	1,815	1,854	1,743	1,643	1,553	
유형자산	1,535	1,580	1,473	1,378	1,291	
관계기업등 자본관련자산	2	1	1	2	2	
기타투자자산	73	57	57	57	57	
자산총계	3,235	3,597	3,921	4,269	4,627	
유동부채	696	678	724	766	805	
매입채무 및 기타채무	596	568	608	644	678	
단기차입금	21	26	26	26	26	
유동성장기부채	0	1	1	1	1	
비유동부채	97	247	253	258	263	
장기차입금	14	16	16	16	16	
사채	0	129	129	129	129	
부채총계	794	925	977	1,024	1,068	
지배지분	2,430	2,672	2,944	3,243	3,558	
자본금	30	30	30	30	30	
자본잉여금	122	130	130	130	130	
이익잉여금	2,316	2,437	2,603	2,797	3,005	
비지배지분	11	1	1	1	2	
자본총계	2,441	2,673	2,945	3,245	3,560	
순차입금	-699	-850	-1,234	-1,636	-2,043	
총차입금	61	203	204	205	206	

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	28,261	25,861	31,987	36,647	38,998
BPS	420,264	462,077	509,034	560,893	615,225
EBITDAPS	54,273	46,976	53,052	55,704	56,091
SPS	560,704	565,335	605,229	641,471	675,464
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
PER	14.4	15.4	12.7	11.1	10.4
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.4	5.5	3.8	2.5	1.3
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	9.0	0.8	7.1	6.0	5.3	
영업이익 증가율 (%)	89.1	-23.1	30.0	12.7	5.1	
지배순이익 증가율 (%)	48.0	-8.5	23.7	14.6	6.4	
매출총이익률 (%)	30.4	28.1	28.6	29.1	29.0	
영업이익률 (%)	6.2	4.7	5.8	6.1	6.1	
지배순이익률 (%)	5.0	4.6	5.3	5.7	5.8	
EBITDA 마진 (%)	9.7	8.3	8.8	8.7	8.3	
ROIC	9.8	7.2	9.9	11.9	13.0	
ROA	5.5	4.6	5.2	5.4	5.3	
ROE	7.3	6.2	6.9	7.2	7.0	
부채비율 (%)	32.5	34.6	33.2	31.5	30.0	
순차입금/자기자본 (%)	-28.8	-31.8	-41.9	-50.4	-57.4	
영업이익/금융비용 (배)	54.9	26.8	22.6	25.4	26.6	

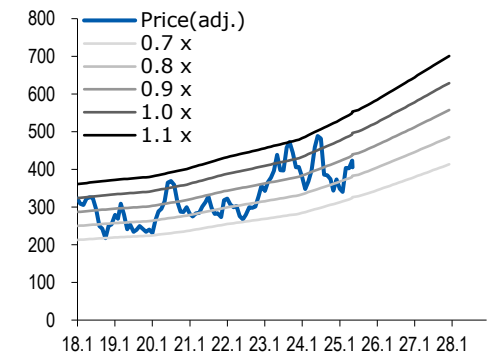
P/E band chart

(천원)



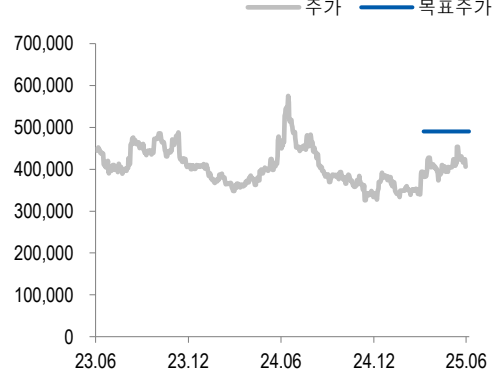
P/B band chart

(천원)



농심 (004370) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-06-04	BUY	490,000	1년		
2025-03-11	BUY	490,000	1년		
담당자변경					
2023-11-08	Not Rated	-	1년		
담당자변경					
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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-06-03

※ 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.

에스앤디 (260970)

멈출 이유가 없다

에스앤디는 2025년 매출액 1,751억원(YoY +50.8%), 영업이익 309억원(YoY +53.5%, OPM 17.6%)을 기록하며 사상 최대 실적을 경신할 전망이다.

실적의 핵심은 단연 **불닭소스** 매출 성장이다. 에스앤디는 삼양식품 불닭 제품의 핵심 원재료인 액상소스를 생산하고 있으며, 불닭의 ‘소스 자체 브랜드화’ 흐름과 함께 고성장이 본격화되고 있다. 과거 라면에 내장되던 소스가 독립된 제품으로 확산되는 과정에서, 레버리지가 작동하고 있는 것이다.

특히 미국 글로벌 리테일 진출이 확대되며, 액상소스 단품 수출이 주력 품목으로 부상 중이다. 지난 4월 삼양식품의 소스 수출금액은 388만달러(YoY +139%)를 기록하며, 또 사상 최고치를 달성했다.

여기에 동사는 하반기 CAPA 종설 효과가 본격화된다. 3분기부터 신규 생산라인이 가동될 예정이며, 기존 대비 약 30%의 물량 증대가 가능하다. 현재 불닭소스 수출은 수요 대비 공급이 한계에 다다른 상황으로, 종설은 매출 확대뿐 아니라 고객사와의 장기공급 안정성 측면에서도 의미가 크다. 고객사가 북미 시장을 중심으로 현지화 전략을 가속화하고 있어, 향후 에스앤디의 외형 성장 기조는 지속될 가능성이 높다.

주가가 단기 급등했음에도 불구하고, 12MF PER은 10배 이하로, 실적 성장률을 감안할 때 밸류에이션 부담은 제한적이다. 단순 원료 업체라는 인식을 넘어, 글로벌 시장에서 소스 단품 수출 기업으로 리레이팅이 진행되고 있다는 점에서 구조적 성장 스토리가 유효하다. 하반기에는 종설 효과와 불닭 브랜드 확장성에 힘입어 또 한 번의 실적 서프라이즈 가능성에 주목할 필요가 있다.



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (M)

목표주가 원 (M)

직전 목표주가 0원

현재주가 (6/2) 91,200원

상승여력 -

시가총액	2,638억원
총발행주식수	2,892,754주
60일 평균 거래대금	54억원
60일 평균 거래량	64,143주
52주 고/저	100,400원 / 29,550원
외인지분율	3.63%
배당수익률	1.81%
주요주주	여경목 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.5)	48.3	186.3
상대	(3.0)	49.0	224.9
절대 (달러환산)	1.8	58.0	188.7

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	43	50.1	21.2	36	21.5
영업이익	7	41.2	35.5	6	16.6
세전계속사업이익	7	39.8	34.0	7	14.8
지배순이익	6	34.3	29.3	5	9.2
영업이익률 (%)	16.8	-1.1 %pt	+1.7 %pt	17.6	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	13.1	-1.6 %pt	+0.8 %pt	14.6	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

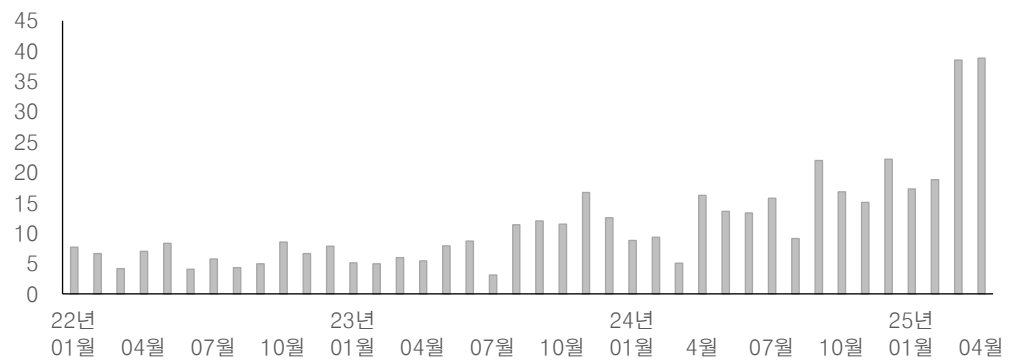
결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025F
매출액	73	88	116	175
영업이익	11	13	20	31
지배순이익	10	12	17	26
PER	7.7	5.3	6.1	10.3
PBR	1.0	0.7	1.4	2.9
EV/EBITDA	1.7	0.0	3.0	6.4
ROE	13.4	14.2	21.7	32.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

삼양식품 소스 수출금액 월별 데이터 ATH

(십 만달러)



자료: 유안타증권 리서치센터

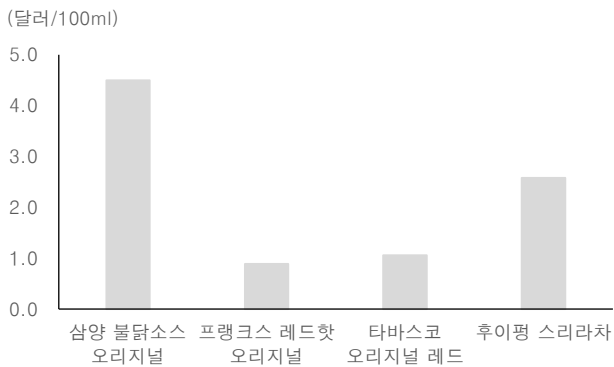
에스앤디 실적테이블

(단위: 십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	전체	23.8	28.8	28.9	34.6	35.7	43.3	44.3	51.8	116.1	175.1
	일반기능 식품소재	21.1	24.8	25.5	30.9	32.7	39.2	40.8	47.9	102.3	160.6
	건강기능 식품소재	2.4	3.6	3.1	3.3	2.7	3.6	3.2	3.4	12.4	12.8
	OEM 제품	0.3	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.3	1.1	1.1
	기타	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.6
YoY	전체	30.8%	32.1%	23.8%	38.9%	49.9%	50.1%	53.5%	49.7%	31.6%	50.8%
	일반기능 식품소재	42.7%	34.1%	35.2%	48.6%	54.6%	58.0%	60.0%	55.3%	40.2%	57.0%
	건강기능 식품소재	-21.1%	24.0%	-17.4%	-10.8%	12.1%	1.0%	3.0%	1.3%	-7.5%	3.7%
	OEM 제품	11.7%	14.1%	-76.1%	-18.4%	13.8%	2.0%	5.0%	0.6%	-29.3%	5.1%
	기타	-70.3%	-29.9%	25.0%	62.1%	58.5%	28.9%	43.6%	48.3%	-9.2%	44.3%
영업이익	전체	3.5	5.2	5.0	6.4	5.4	7.3	8.3	9.9	20.1	30.9
YoY	전체	72.1%	109.8%	19.2%	54.1%	53.3%	41.2%	65.7%	54.0%	56.1%	53.5%
OPM	전체	14.7%	17.9%	17.4%	18.5%	15.1%	16.8%	18.8%	19.0%	17.3%	17.6%

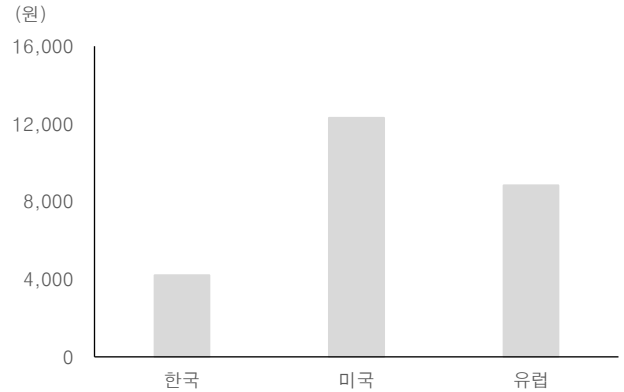
자료: 유안타증권 리서치센터

미국 월마트 핫소스 100ml 당 소비자 가격 비교



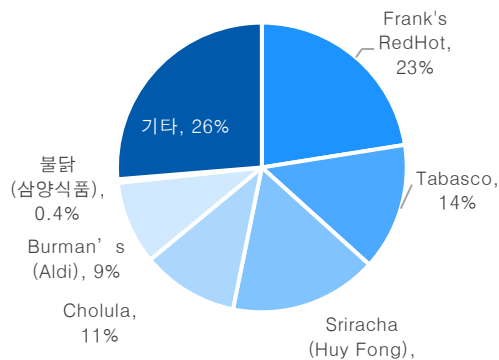
자료: 월마트, 유안타증권 리서치센터

국가별 불닭소스 개당 소비자 가격 비교 (약 2~3 배 차이)



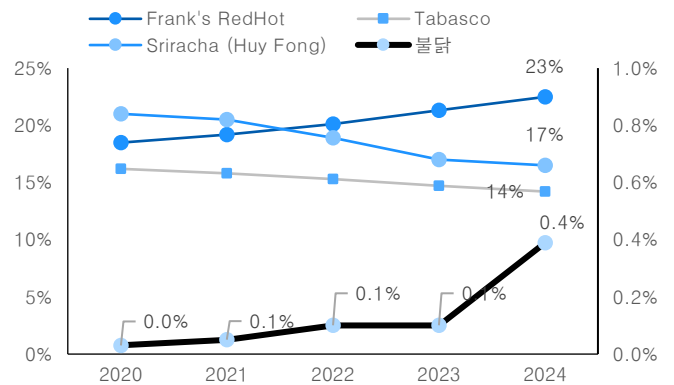
자료: 유안타증권 리서치센터, 주) 1 달러=1,370 원, 1 유로=1,550 원 환산

미국 핫소스 시장 점유율



자료: Instacart, 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

미국 매운 소스 시장 점유율 변화 추이



자료: Instacart, Trass, 유안타증권 리서치센터

에스앤디 (260970) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	73	88	116	175	236
매출원가	56	68	88	133	176
매출총이익	17	20	28	42	60
판매비	6	7	8	11	11
영업이익	11	13	20	31	49
EBITDA	13	15	22	32	51
영업외손익	1	2	1	1	1
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	1	2	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	12	15	21	31	50
법인세비용	2	3	4	6	10
계속사업순이익	10	12	17	26	40
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	12	17	26	40
지배지분순이익	10	12	17	26	40
포괄순이익	10	12	17	25	40
지배지분포괄이익	10	12	17	25	40

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	8	12	15	19	33
당기순이익	10	12	17	26	40
감가상각비	1	1	2	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3	-3	-6	-9	-9
기타현금흐름	0	1	2	1	1
투자활동 현금흐름	-11	-2	26	-8	-9
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-1	-3	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	0	30	-8	-8
재무활동 현금흐름	-1	-1	-38	-73	-73
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-1	-2	-2	-2
기타현금흐름	0	0	-36	-71	-71
연결범위변동 등 기타	0	0	0	73	73
현금의 증감	-3	9	4	10	25
기초 현금	12	9	18	22	32
기말 현금	9	18	22	32	57
NOPLAT	11	13	20	31	49
FCF	2	11	12	19	33

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

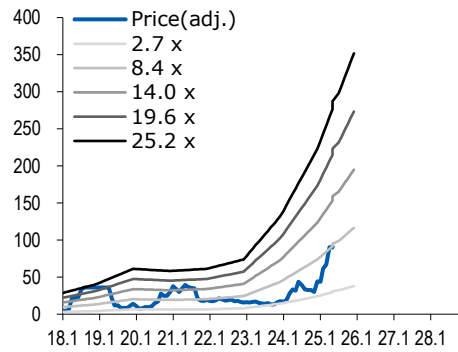
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	76	89	74	111	164
현금및현금성자산	9	18	22	32	57
매출채권 및 기타채권	14	17	24	36	49
재고자산	8	8	13	20	27
비유동자산	17	17	19	17	16
유형자산	15	15	16	15	14
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	93	106	93	129	179
유동부채	15	17	25	37	50
매입채무 및 기타채무	14	15	22	33	45
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15	17	25	38	51
지배지분	78	89	68	91	129
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	48	58	37	61	99
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	78	89	68	91	129
순차입금	-54	-63	-37	-55	-88
총차입금	0	0	0	0	0

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS	2,425	2,925	5,225	8,815	13,944
BPS	19,241	21,830	23,526	31,456	44,514
EBITDAPS	3,081	3,594	6,743	11,233	17,490
SPS	18,061	21,746	35,633	60,541	81,662
DPS	300	500	800	800	800
PER	7.7	5.3	6.1	10.3	6.5
PBR	1.0	0.7	1.4	2.9	2.0
EV/EBITDA	1.7	0.0	3.0	6.4	3.5
PSR	1.0	0.7	0.9	1.5	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	19.4	20.4	31.6	50.8	34.9
영업이익 증가율 (%)	19.3	17.7	56.2	53.5	59.3
지배순이익 증가율 (%)	28.0	20.6	43.4	49.7	58.2
매출총이익률 (%)	23.7	22.5	24.2	23.9	25.4
영업이익률 (%)	14.9	14.6	17.3	17.6	20.8
지배순이익률 (%)	13.4	13.4	14.7	14.6	17.1
EBITDA 마진 (%)	17.1	16.5	18.9	18.6	21.4
ROIC	47.1	42.1	60.5	77.4	105.8
ROA	11.2	11.9	17.1	23.0	26.2
ROE	13.4	14.2	21.7	32.1	36.7
부채비율 (%)	19.5	19.7	36.7	41.3	39.4
순차입금/자기자본 (%)	-69.1	-71.4	-54.5	-60.6	-68.1
영업이익/금융비용 (배)	1,388.9	1,498.1	1,600.0	1,833.2	2,221.9

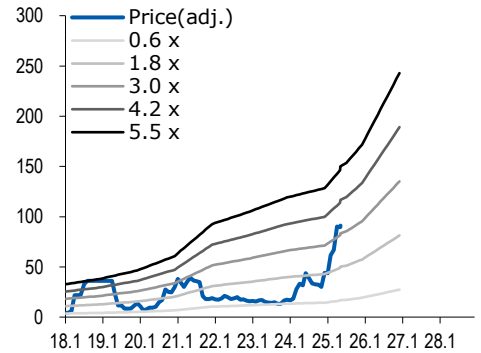
P/E band chart

(천원)



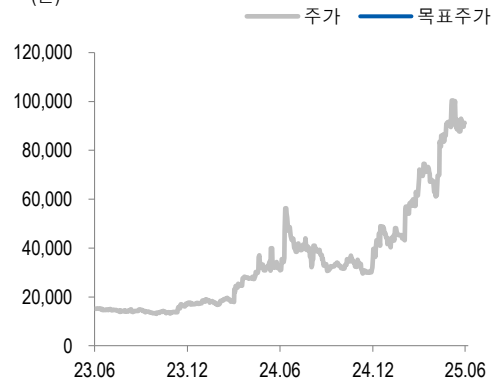
P/B band chart

(천원)



에스앤디 (260970) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-06-04	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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-06-04

※ 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 2차전지 **이안나**
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com		
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	박성철 3632 seongcheol.park@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤 3527 jiyoon.lim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원 3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈 3646 sebin2.kim@yuantakorea.com
Quant/ETF Analyst	신현웅	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com		

기업분석

팀장 2차전지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com		
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	금융	우도형 5589 dohyeong.woo@yuantakorea.com
화학/정유	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	전기전자	고선영 3525 sunyoung.kou@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	스몰캡	백종민 5598 jongmin.baik@yuantakorea.com
철강/금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	운송	최지운 3640 jiyun.choi@yuantakorea.com
화장품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	박현주 2672 hyunjoo.park@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽 5580 doyub.kim@yuantakorea.com
통신/지주/방산/우주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	서석준 5585 seokjun.seo@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	조혜빈 5594 hevin.cho@yuantakorea.com
미디어/엔터	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	한동우 3647 dongwoo.han@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com	Research Assistant	임석민 3648 seokmin.lim@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은 3649 koeun2.kim@yuantakorea.com
건설/기계	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성 3643 jongsung.bae@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	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	Credit Analyst	황태웅 5578 taewoong.hwang@yuantakorea.com



지금은 진짜를 맛볼 타이밍