



Overweight

Top Picks

*CP 2025년 1월 15일

삼양식품(003230)

BUY | TP 900,000원(상향) | CP 755,000원

농심(004370)

BUY | TP 540,000원 | CP 345,000원

CJ제일제당(097950)

BUY | TP 480,000원 | CP 240,000원

롯데웰푸드(280360)

BUY | TP 200,000원 | CP 103,000원



Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com
RA 고찬결 cgko@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 1월 16일 | 산업분석_Earnings Preview

음식료/담배

업체별 2025년 신년 전략 + 4Q24 Pre

Capa 증설 효과 실적 반영되면서 해외 모멘텀 부각 전망

보수적인 음식료 업체들이 변화를 외치기 시작했다. 내수 부진이 장기화될 기미를 보이자 너도나도 ‘해외’를 강조했다. 대형주를 중심으로 해외 시설 투자 공시가 활발하다. Capa 증설 효과는 올해~2027년까지 점진적으로 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 사료된다. 삼양식품의 해외 매출 비중은 2023년 67.8%→2025년 82.7%로 14.9%p 상승할 것으로 예상된다. 동기간 농심의 해외 매출 비중은 38.1%→44.0%로 5.9%p 상승할 것으로 사료된다. 기존 K-Food 강자였던 CJ제일제당도 46.6%→50.3%(식품 내)로 3.7%p 상승할 것으로 추정한다. KT&G도 확대 속도가 빠를 것으로 전망되는데, 중동의 회복과 더불어 신시장 확장 전략이 주요한 것으로 판단된다. 롯데웰푸드도 인도를 중심으로 해외 확대가 가시화되고 있다.

올해도 영업환경 녹록치 않을 것, 믿을 건 ‘수출’

2025년 당사 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 3.5%, 9.0% 증가할 것으로 추정한다. 대형주의 베이스가 정상화가 되면서 경상적 이익 성장(10% 내외)으로 회귀할 것으로 전망된다. 적극적인 해외 시설 투자를 바탕으로 수출 확장성이 높아질 업체로 선별적 투자가 유효하다.

① 곡물가는 미국의 작황 호조와 아직 낙관하기 힘든 중국 경기 상황 감안시, 중장기 추세적 상승 가능성은 낮아 보인다. 다만, 인도의 에탄올 생산 확대 및 이상 기후 감안시 중단기 변동성 확대는 불가피해 보인다. 특히 원당은 타이트한 수급으로 강보합 흐름이 당분간 이어질 것으로 판단된다. ② 환율도 마찬가지로. 불확실성이 커지는 가운데 고환율 기조가 이어지고 있어 낙관하기는 힘들다. ③ 내수 소비도 여전히 불안하다. 2024년 식품 시장은 2% 내외 성장에 그친 것으로 추산된다. ④ 2025년에도 변하지 않는 긍정적 요인은 ‘수출’이다. K-Food 관련 구글 트렌드는 여전히 우상향 추세이다. 주요 업체의 Capa 증설 효과가 점진적으로 반영되면서 실적 모멘텀이 부각될 것으로 기대한다.

Top Picks 및 관심종목

중장기 수출 확대가 유효한 업체로의 저가 매수 전략을 유지한다. 삼양식품(BUY, 90만원, 상향)과 농심(BUY, 54만원)에 대한 Top Pick 관점을 유지한다. 2025년 하반기 이후, 삼양식품 및 농심 신공장이 본격적 생산에 돌입하게 되면 일본 업체와의 격차가 더욱 축소될 것으로 전망한다. 해외 식품으로 역량을 집중할 CJ제일제당(BUY, 48만원) 및 인도 매출 확대가 기대되는 롯데웰푸드(BUY, 20만원)에 대해서도 긍정적 관점을 견지한다.

목차

1. 2025년, ‘안주’가 아닌 ‘변화’	2
1) 너도 나도 ‘해외’	2
2) 증설 효과는 올해~2027년까지 실적에 긍정적 영향 미칠 전망	3
2. 2025년 실적 전망	5
1) 2025년 이익 성장은 경상적 수준으로 회귀	5
2) Top Picks 및 관심종목	9
3. 각 사 신년 전략 및 4Q24 Pre	11
1) KT&G(BUY, TP 12.5만원): 국내외 담배 호조	11
2) CJ제일제당(BUY, TP 48만원): 중장기 관점에서 본다면 분명 기회	15
3) 오리온(BUY, TP 14만원): 시장 기대 부합 예상	18
4) 삼양식품(BUY, TP 90만원, 상향): Capa는 향후 3년 간 20%씩 증가	24
5) 농심(BUY, TP 54만원): 4Q24 손익보다 중요한 2025년 탑라인	28
6) 롯데웰푸드(BUY, TP 20만원): 원가 부담 VS. 해외 탑라인 견조	32

1. 2025년, ‘안주’가 아닌 ‘변화’

1) 너도나도 ‘해외’

무게 중심의 축은 완전히 ‘해외’

보수적인 음식료 업체들이 변화를 외치기 시작했다. 내수 부진이 장기화될 기미를 보이자 해외로 눈길을 돌리는 분위기이다. 올해 신년사에서 ‘수출’을 강조하지 않은 업체는 전무하다. 대형주를 중심으로 해외 시설 투자 공시도 활발하다.

대장주인 삼양식품은 해외에 첫 시설투자를 공시했다. 약 2천억원을 투자해 중국에 6개 라인을 증설할 계획이다. 2027년 시가동이 타깃이다. 농심도 북미 추가 라인 증설을 통해 남미로의 커버리지 확대를 계획 중이다. K-Food 강자인 CJ제일제당도 북미 및 헝가리에 신공장 건립 계획을 밝혔다. 파리올림픽을 계기로 유럽에서의 K-Food 수요가 급증하고 있는 것으로 파악된다. 오리온도 러시아 가동률이 130%에 육박하며 3공장 건립을 고민 중인 것으로 파악된다. 롯데웰푸드는 인도 빙과 신공장 가동이 예정되어 있다. 인도 건과도 라인 증설이 계획되어 있는 것으로 파악된다.

도표 1. 주요 업체 해외 투자 내역

업체	국가	투자 예정 금액	투자 내용
KT&G	인도네시아	6,000억	2026년 시가동 타깃, 기존 140억 개비에서 연간 총 350억 개비 생산규모 확보 가능
	카자흐스탄	-	2025년 초 완공 및 전자담배 스틱 생산량 4배 이상 증가 목표
삼양식품	밀양	1,590억	2025년 5월 시가동 타깃, 6개 라인 증설 예정
	중국	2,014억	2027년 초 완공 목표, 6개 생산라인 증설 예정
오리온	러시아	-	기존 공장 라인 증축 및 신공장 건립 논의 중
CJ	미국	7,000억	2027년 완공 목표, 미국 중부 생산거점 역할의 '북미 아시안 푸드 신공장'
농심	부산	1,918억	2026년 하반기 시가동 타깃, 수출용 제품 생산
	구미	300억	전국 농심 공장 중 가장 생산 비중이 큰 구미공장에 생산라인 증설
롯데웰푸드	인도	700억	푸네지역 빙과 신공장 완공, 2025년 1분기 가동 목표
	인도	330억	2025년 하반기 시가동 타깃, 하리아나 공장 내 유희공간 빼빼로 자동화 생산라인 구축
대상	폴란드	150억	2025년 하반기 가동 목표, 2030년까지 연 3000톤 김치 생산 목표

자료: 하나증권

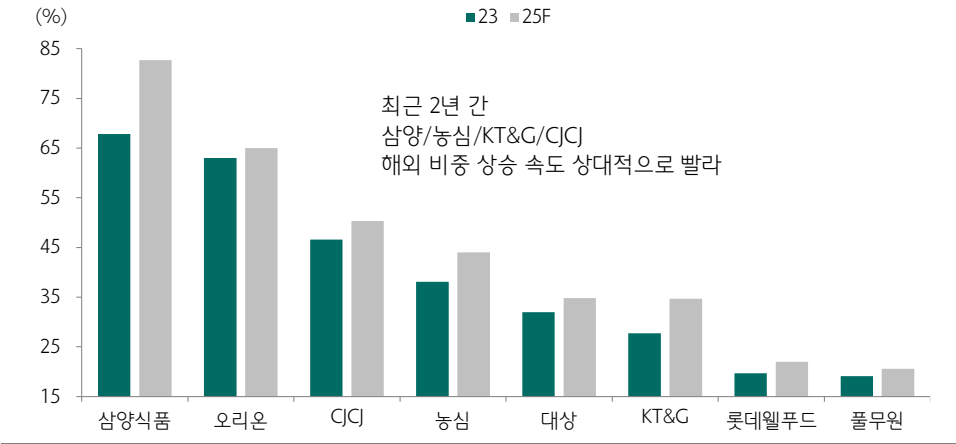
2) 증설 효과는 올해~2027년까지 실적에 긍정적 영향 미칠 전망

무게 중심의 축은 완전히 ‘해외’

Capa 증설 효과는 올해~2027년까지 점진적으로 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 사료된다. 최근 2~3년 해외 비중을 살펴보면, 그동안 꾸준히 Capa 증설을 단행해왔던 라면 업체들의 해외 확장 속도가 상대적으로 빠르다. 삼양식품의 해외 매출 비중은 2023년 67.8% → 2025년 82.7%로 14.9%p 상승할 것으로 예상된다. 동기간 농심의 해외 매출 비중은 38.1% → 44.0%로 5.9%p 상승할 것으로 사료된다. 기존 K-Food 강자였던 CJ제일제당도 46.6% → 50.3%(식품 내)로 3.7%p 상승할 것으로 추정한다. KT&G도 확대 속도가 빠를 것으로 전망되는데, 중동의 회복과 더불어 신시장 확장 전략이 주요한 것으로 판단된다. 롯데웰푸드도 인도를 중심으로 해외 확대가 가시화되고 있다.

도표 2. 주요 업체 해외 매출 비중 현황

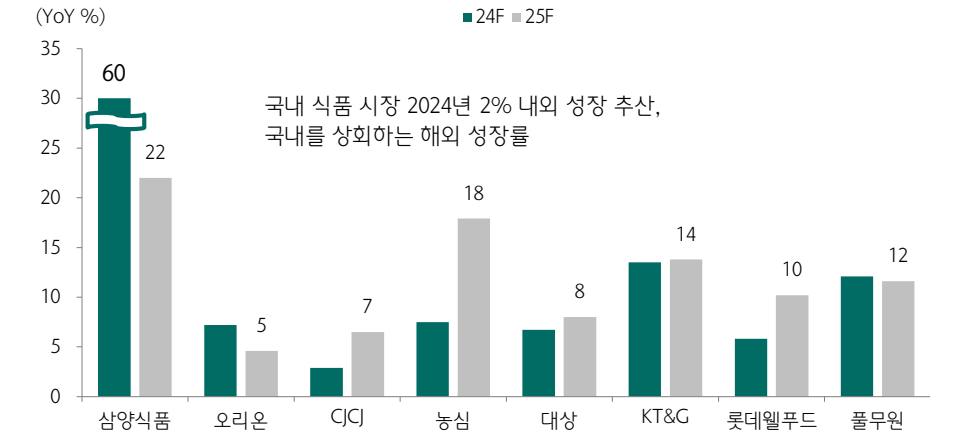
라면이 속도 측면에서 대장,
그 뒤로
CJ CJ, KT&G, 롯데웰푸드



자료: 각 사, 하나증권

도표 3. 주요 업체 해외 매출 성장 현황

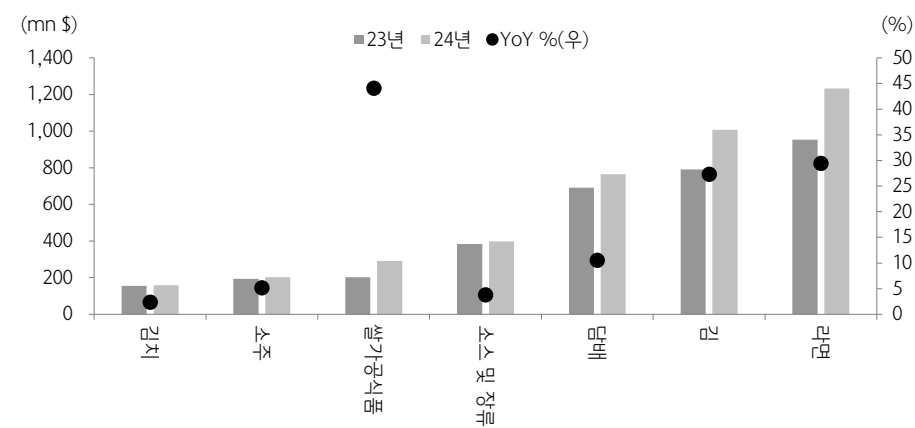
해외 성장은 단연 국내를 압도



자료: 각 사, 하나증권

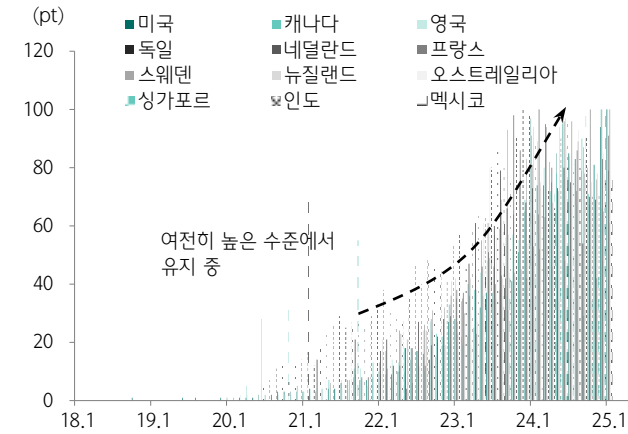
도표 4. 주요 카테고리별 수출 실적

라면 및 김 성장 견조한 가운데,
쌀가공류(쌀과자, 떡볶이,
베이커리 등) 성장 두드러져



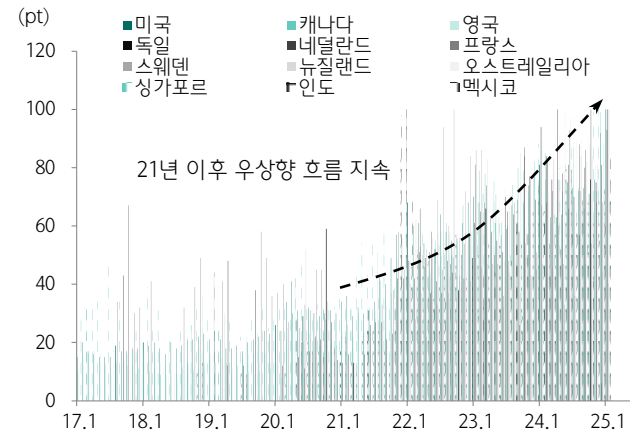
자료: 관세청, 하나증권

도표 5. '불닭' 구글 트렌드 추이



자료: 구글, 하나증권

도표 6. '신라면' 구글 트렌드 추이



자료: 구글, 하나증권

2. 2025년 실적 전망

1) 2025년 이익 성장은 경상적 수준으로 회귀

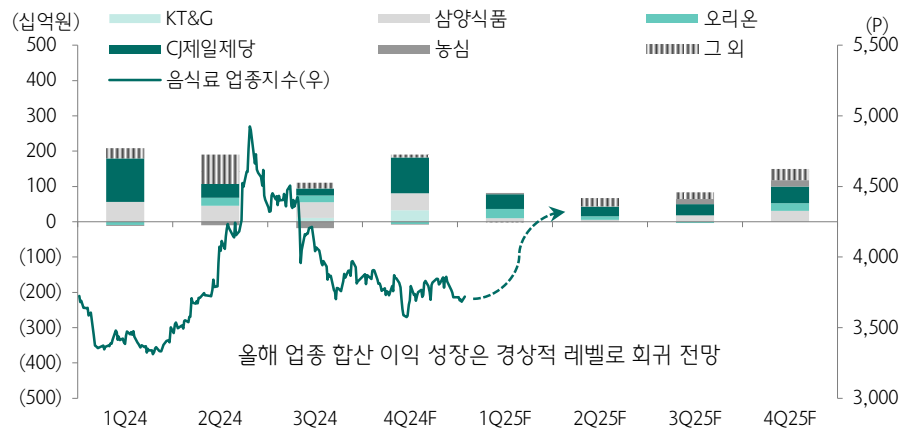
내수보다 해외

2025년 당사 커버리지의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 3.5%, 9.0% 증가할 것으로 추정한다. 대형주의 베이스가 정상화가 되면서 경상적 이익 성장(10% 내외)으로 회귀할 것으로 전망된다.

① 곡물가는 미국의 작황 호조와 아직 낙관하기 힘든 중국 경기 상황 감안시, 중장기 추세적 상승 가능성은 낮아 보인다. 다만, 인도의 에탄올 생산 확대 및 이상 기후 감안시 중단기 변동성 확대는 불가피해 보인다. 특히 원당은 타이트한 수급으로 강보합 흐름이 당분간 이어질 것으로 판단된다. 코코아, 커피, 오렌지 농축액 등 일부 원재료 가격 흐름은 올해도 부담이다. ② 환율은 상고하저가 예상된다. 단기적으로는 고환율 기조가 이어지고 있어 낙관하기는 힘들으나 하반기 갈수록 소폭 안정화될 것으로 전망한다. ③ 내수 소비는 여전히 불안하다. 2024년 식품 시장은 2% 내외 성장에 그친 것으로 추산된다. 수출 둔화에 따른 경제 성장을 하락, 미국과의 금리 격차 등을 감안시 회복에 무게를 두기는 어렵다. ④ 불확실한 영업환경 감안시, 이익 레버리지 확대를 위해서는 '수출'이 중요하다. Capa 증설 효과가 점진적으로 반영되는 수출주의 실적 모멘텀이 부각될 것으로 기대한다.

도표 7. 주요 업체 합산 영업이익 증감액 추이

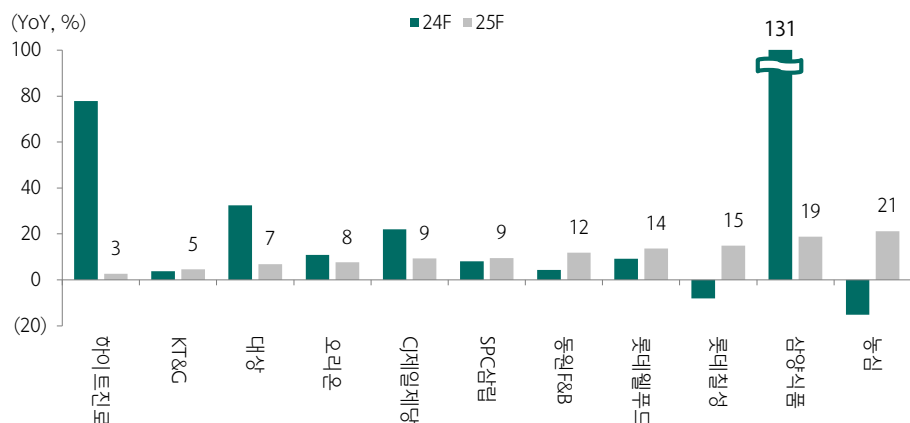
2024년은 대형주 기저,
2025년은 경상적 수준으로 회귀



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 8. 주요 커버리지 업체 영업이익 증감률 추정

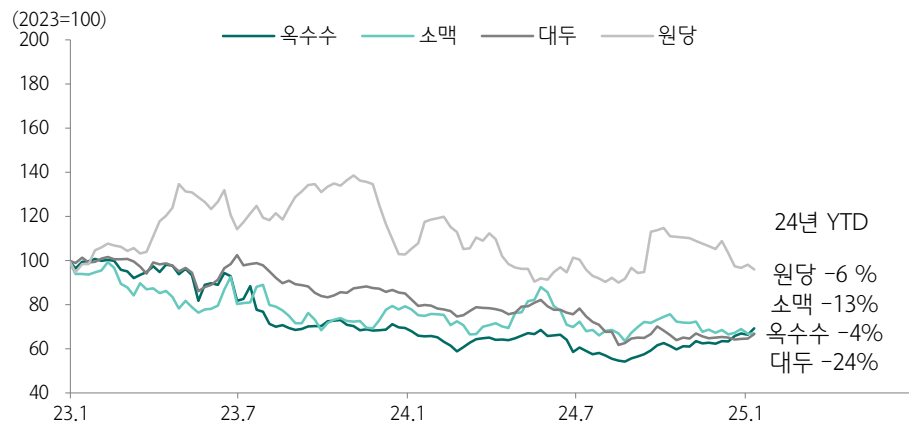
수출주 중심으로
견조한 이익 성장 전망



자료: 하나증권

도표 9. 4대 곡물 추이

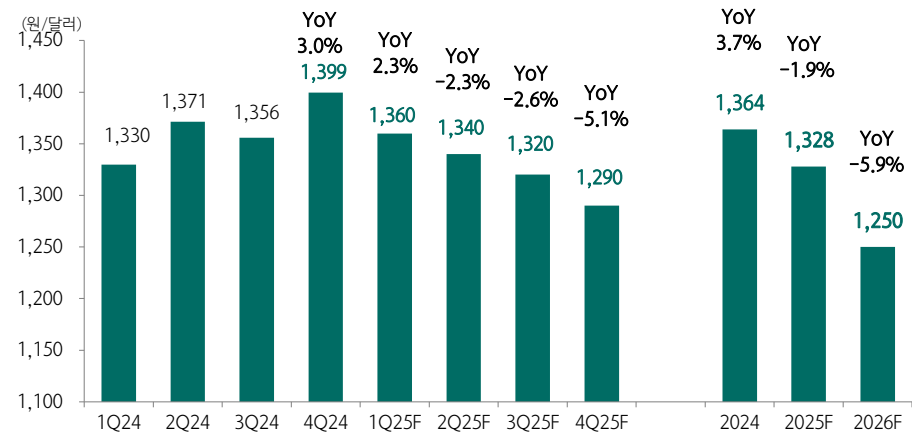
2024년 이후
약보합세 흐름



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 10. 환율 전망

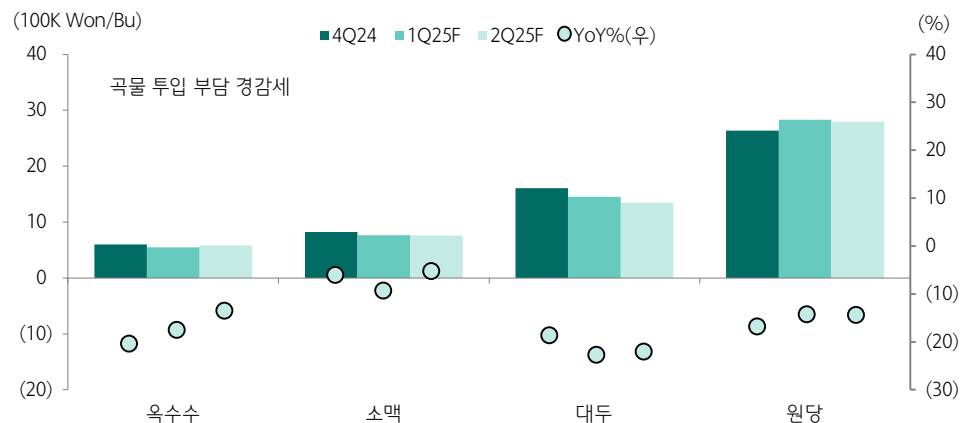
하반기 소폭 하락 예상



자료: 하나증권

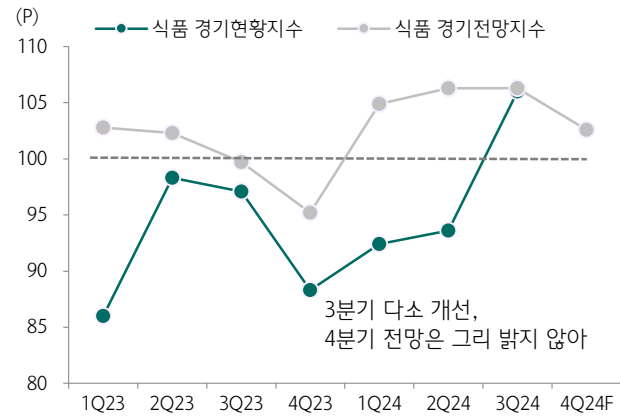
도표 11. 주요 곡물 투입가 현황

4대 곡물 투입 부담은
완화 기조



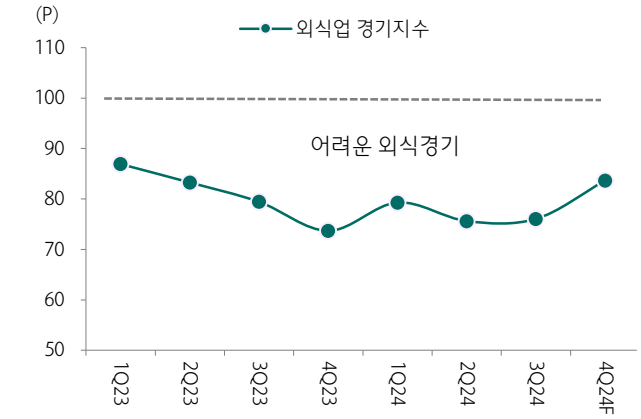
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 12. 식품 경기지수



자료: AT, 하나증권

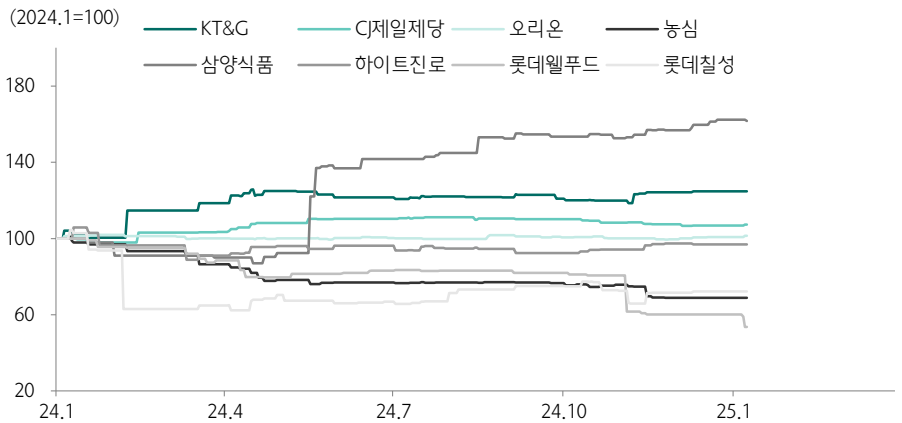
도표 13. 외식 경기지수



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 14. 주요 업체 4Q24 손익 추정치 추이

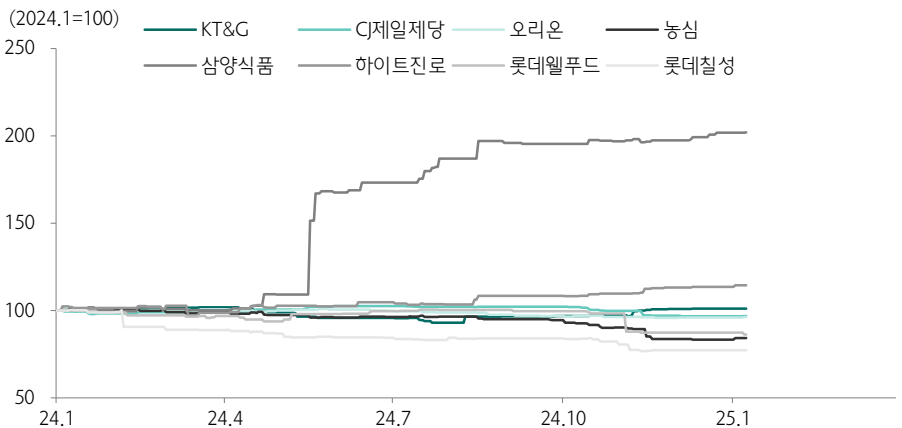
롯데그룹 및 농심 하향 조정세



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

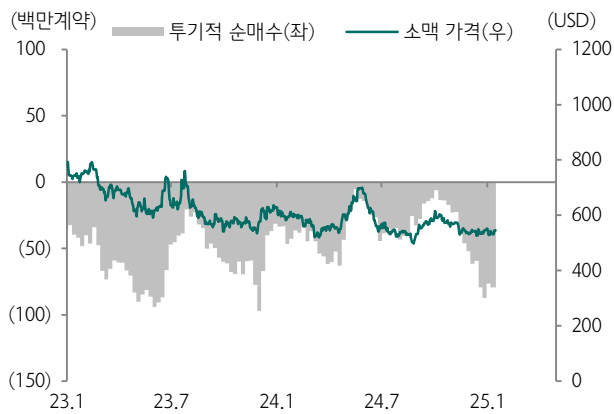
도표 15. 주요 업체 2025년 손익 추정치 추이

삼양식품 상향 조정세



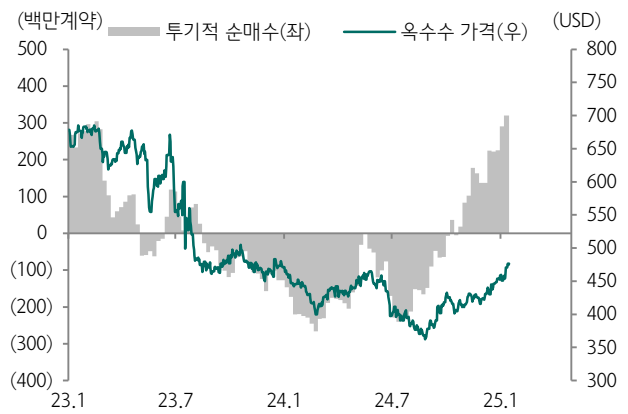
자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 16. 소맥 Long-Short 포지션 추이



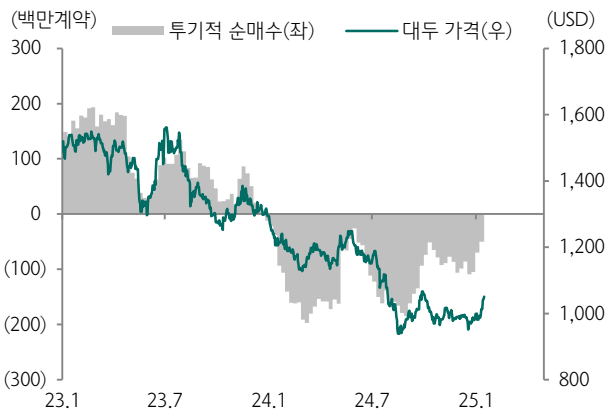
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 17. 옥수수 Long-Short 포지션 추이



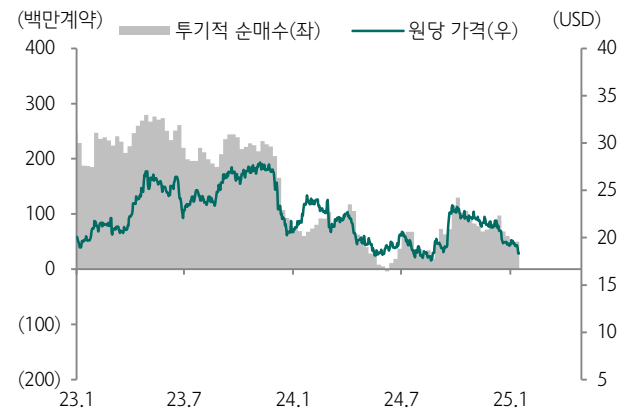
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 18. 대두 Long-Short 포지션 추이



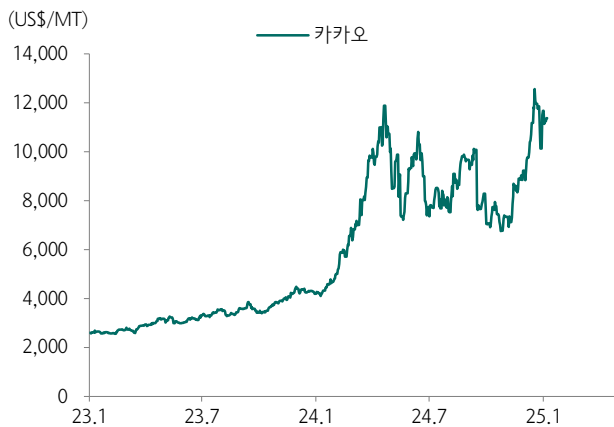
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 19. 원당 Long-Short 포지션 추이



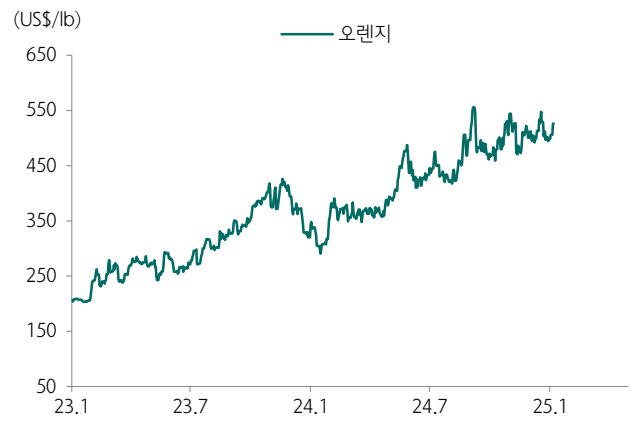
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 20. 카카오 가격 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 21. 오렌지 가격 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

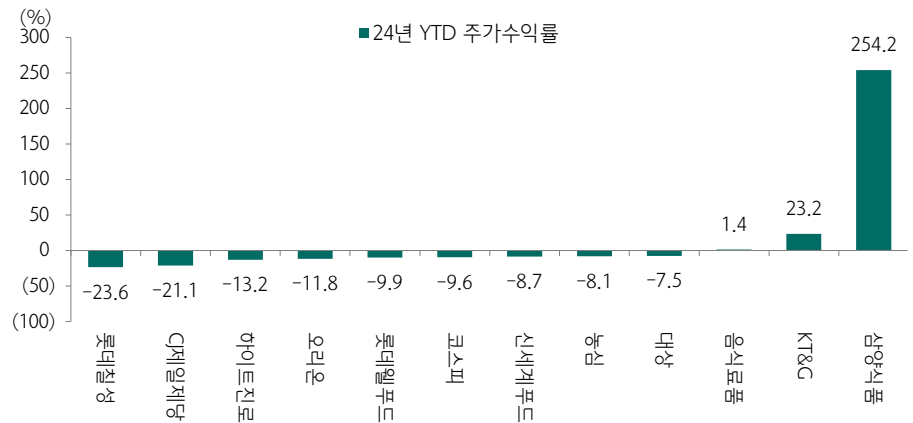
2) Top Picks 및 관심종목

수출주 저가 매수 전략 유지

중장기 수출 확대가 유효한 업체로의 저가 매수 전략을 유지한다. **삼양식품**(BUY, 90만원, 상향)과 **농심**(BUY, 54만원)에 대한 Top Pick 관점을 유지한다. 2015년 일본 업체 대비 30% 수준에 불과했던 삼양식품 및 농심의 합산 해외 매출은 70% 수준까지 상승할 것으로 예상된다. 일본 업체와의 매출 갭은 빠르게 축소되고 있다. 2025년 하반기 이후, 삼양식품 및 농심 신공장이 본격적 생산에 돌입하게 되면 격차는 더욱 줄어들 것으로 전망한다. 반면, 시가총액은 이를 반영하고 있지 않다. 더불어, 중장기 해외 식품으로 역량을 집중할 **CJ제일제당**(BUY, 48만원) 및 인도 매출 확대가 기대되는 **롯데웰푸드**(BUY, 20만원)에 대해서도 긍정적 관점을 견지한다.

도표 22. 주요 업체 2024년 YTD 추가수익률

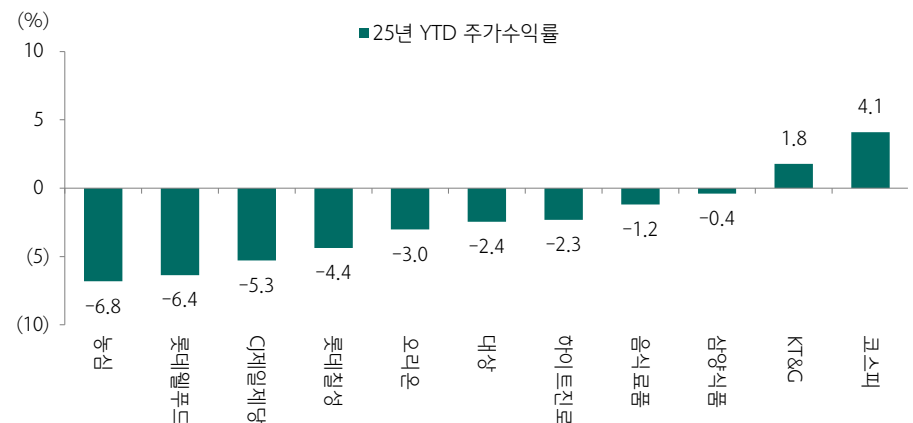
작년 삼양식품 크게 아웃퍼폼



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 23. 주요 업체 2025년 YTD 추가수익률

연초 이후 시장 대비 약세



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 24. 당사 커버리지 밸류에이션 테이블

		매출액	영업이익	(지배)순이익	EPS	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE	Div_Ratio
	FY	십억원	십억원	십억원	원	%	%	x	x	x	%	%
KT&G	23	5,862.6	1,167.3	902.7	6,615.0	19.9	15.4	13.1	1.1	7.6	9.8	5.8
	24F	5,757.9	1,204.1	1,069.0	8,230.0	20.9	18.6	13.2	1.3	8.2	11.3	5.0
	25F	6,018.0	1,265.7	959.8	7,656.2	21.0	15.9	14.2	1.2	7.9	9.7	5.0
C제일제당	23	29,023.5	1,291.6	385.9	23,558.6	4.5	1.3	13.8	0.7	6.8	5.6	1.0
	24F	29,334.4	1,575.3	499.9	30,514.0	5.4	1.7	7.9	0.5	5.6	6.8	2.3
	25F	29,962.8	1,722.9	606.8	37,044.4	5.8	2.0	6.5	0.5	5.1	7.8	2.3
삼양식품	23	1,192.9	147.5	126.3	16,761.2	12.4	10.6	12.9	2.8	9.7	24.8	0.5
	24F	1,669.3	341.4	256.9	34,097.1	20.4	15.4	22.3	7.1	15.0	37.5	0.3
	25F	1,905.3	405.3	300.8	39,935.8	21.3	15.8	19.1	5.2	12.2	31.7	0.3
오리온	23	2,912.4	492.4	376.6	9,526.6	16.9	12.9	12.2	1.6	5.5	13.9	0.6
	24F	3,086.6	545.9	399.9	10,115.7	17.7	13.0	9.8	1.2	4.6	13.2	1.3
	25F	3,193.9	587.6	446.8	11,301.2	18.4	14.0	8.8	1.1	3.7	13.1	1.3
농심	23	3,410.6	212.1	171.9	28,261.5	6.2	5.0	14.4	1.0	5.4	7.3	1.3
	24F	3,482.2	180.0	160.0	26,301.3	5.2	4.6	13.3	0.8	4.9	6.4	1.4
	25F	3,746.7	218.0	189.0	31,067.6	5.8	5.0	11.2	0.8	3.5	7.2	1.4
롯데유휴드	23	4,066.4	177.0	70.5	7,476.2	4.4	1.7	16.6	0.6	5.5	3.5	1.6
	24F	4,069.4	193.4	113.0	11,976.7	4.8	2.8	8.7	0.5	4.8	5.4	2.9
	25F	4,242.2	219.7	131.7	13,959.0	5.2	3.1	7.5	0.4	4.1	6.0	2.9
하이트진로	23	2,520.2	123.9	35.6	500.2	4.9	1.4	45.0	1.4	8.6	3.2	2.4
	24F	2,623.8	225.4	132.6	1,860.3	8.6	5.1	10.3	1.1	5.5	11.8	5.0
	25F	2,694.1	228.8	134.0	1,880.9	8.5	5.0	10.1	1.0	5.1	11.2	5.0
롯데칠성	23	3,224.7	210.7	165.9	16,499.2	6.5	5.1	8.9	1.0	7.6	11.6	2.5
	24F	4,053.3	202.8	94.6	9,411.5	5.0	2.3	11.4	0.7	6.8	6.3	3.2
	25F	4,233.3	235.3	135.8	13,508.3	5.6	3.2	7.9	0.7	6.0	8.6	3.2
대상	23	4,107.5	123.7	67.1	1,862.4	3.0	1.6	11.1	0.6	5.5	5.1	2.7
	24F	4,223.0	163.8	88.5	2,456.0	3.9	2.1	7.6	0.5	4.4	6.5	4.3
	25F	4,382.3	175.0	97.4	2,703.7	4.0	2.2	6.9	0.5	4.0	6.9	4.3
동원F&B	23	4,360.8	166.7	108.8	5,640.6	3.8	2.5	5.8	0.6	4.2	11.7	2.0
	24F	4,449.9	180.7	128.0	6,635.4	4.1	2.9	4.5	0.5	3.5	12.4	2.7
	25F	4,655.8	194.3	131.2	6,797.0	4.2	2.8	4.4	0.5	3.0	11.5	2.7
SPC삼립	23	3,433.3	91.7	46.9	5,436.8	2.7	1.4	11.5	1.1	5.6	11.6	1.5
	24F	3,476.6	99.4	91.6	10,610.5	2.9	2.6	4.7	0.8	4.3	20.0	3.4
	25F	3,580.9	109.4	73.4	8,501.1	3.1	2.0	5.8	0.7	3.7	13.9	3.4
신세계푸드	23	1,488.9	26.4	10.6	2,748.9	1.8	0.7	14.4	0.5	6.3	3.7	1.2
	24F	1,536.8	29.5	16.8	4,338.4	1.9	1.1	7.8	0.4	5.7	5.7	2.2
	25F	1,603.5	35.2	22.6	5,847.0	2.2	1.4	5.8	0.4	5.0	7.2	2.2
콜마비엔에이치	23	579.6	30.3	19.7	667.1	5.2	3.4	26.9	1.3	13.8	4.9	0.6
	24F	628.0	26.5	18.9	641.1	4.2	3.0	19.5	0.9	10.6	4.7	2.5
	25F	679.4	34.1	24.5	834.2	5.0	3.6	15.0	0.8	9.5	5.9	2.5

자료: 하나증권

3. 각 사 신년 전략 및 4Q24 Pre

1) KT&G(BUY, TP 12.5만원): 국내외 담배 호조

(1) 4Q24 Pre

손익은 시장 기대
소폭 하회 예상

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 4,055억원(YoY -2.5%), 2,303억원(YoY 16.4%)으로 추정한다. KGC 제외한 단독 매출액 및 영업이익은 각각 8,750억원(YoY -3.9%), 2,003억원(YoY 21.2%)으로 추산된다. 부동산 부문 역기저 영향이 불가피하겠으나 국내외 담배 본업이 좋다.

① 4분기 국내 필련 총수요는 YoY -4% 감소할 것으로 추정한다. KT&G 필련 매출액은점유율 상승세가 지속되면서 YoY -3% 내외 감소할 것으로 예상된다. 참고로, KT&G MS는 66.5%(YoY 30bp up)로 전망한다. ② 국내 NCP 매출액도 YoY high single 증가 흐름이 지속되고 있는 것으로 파악된다. 해외는 2025년 상반기 중 신규 플랫폼 출시를 앞둔 전략적인 판매 조정 영향이 이어지겠다. ③ 수출+해외법인 합산 매출은 YoY 15% 내외 증가할 것으로 추정한다. 2024년 연간으로는 YoY 23% 증가가 예상된다. 수출은 전분기 중동향 선적 지연 반사수혜로 YoY 40% 물량 성장이 예상된다. 해외법인 수량은 소폭 감소~전년수준을 예상한다. ④ 인삼공사는 내수 부진에 따른 부정적 영향이 지속되나 내부 효율화 노력 힘입어 손익은 소폭 개선될 것으로 전망한다.

(2) 실적 전망 및 투자판단

2025년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 180억원(YoY 4.5%), 1조 2,657억원(YoY 5.1%)으로 예상한다. KGC 제외한 단독 매출액 및 영업이익은 각각 3조 7,228억원(YoY 3.2%), 1조 433억원(YoY 4.6%)으로 추정한다. 올해 기대 요인은, ① 국내 NCP 침투 상승에 따른 Mixed ASP 개선, ② 해외 신규 디바이스 출시에 따른 NCP 매출 확대, ③ 적극적인 신시장(아프리카, 중남미 등) 확대 기인한 필련 수출의 견조한 성장이다. 2024년 필련 수출(수출+해외법인)은 YoY 22.6% 증가할 것으로 추정된다. 올해도 YoY 14.3% 두 자리 수 성장이 이어질 것으로 기대한다.

더불어, 올해도 4개년 기업가치 제고 계획에 따라, ① 자사주 약 1.3조원 매입 소각, ② 약 2.4조원 규모의 배당이 이행될 전망이다. ③ 비핵심 자산 구조 개편(부동산 57건, 금융자산 60건)을 통한 추가 주주환원 가능성도 열어놓을 수 있어 긍정적이다. 조정시마다 매수 관점이 유효 하겠다.

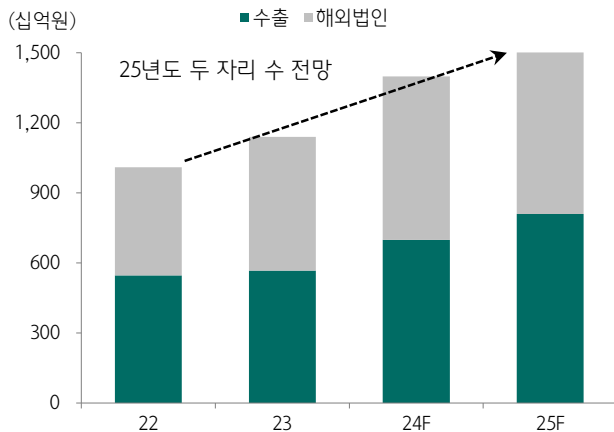
(3) 2025년 전략 고찰

적극적인 해외 투자 계획

KT&G는 해외 보폭 확대에 집중하는 모습이다. 언론 보도에 따르면 작년 상반기 아시아태평양 및 유라시아 본부를 CIC 체제로 개편한 가운데, 대규모 투자도 결정했다. 인니는 약 6천억원을 투자해 신공장을 설립 중인 것으로 파악된다. 완공 이후(2026년 시가동 예정) Capa는 기존 140억개비에서→ 350억 개비로 큰 폭 증가할 전망이다. 국내 궤련 총수요가 연간 600억개비임(NGP 제외)을 감안시 이는 상당히 유의미한 규모이다. 카자흐스탄에도 약 90억개비의 신공장을 건립할 예정이다. 터키 Capa도 확대할 예정이다.

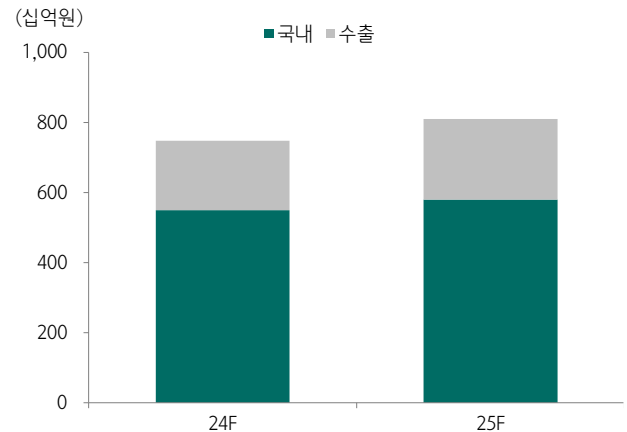
2025년 KT&G의 해외 담배 매출(수출+해외법인)은 YoY 14.3% 증가한 1.6조원으로 예상된다. 지난 5년 간 해외 매출액은 연평균 10.2% 증가한 것으로 추산된다. 올해는 NGP 수출도 Level-up이 기대된다. 상반기 중 신규 디바이스 런칭이 계획되어 있기 때문이다. NGP 수출까지 합산한 해외 매출은 약 1조 8,300억원으로 추정한다. 참고로, 사측은 해외 비중을 2023년 35%→ 2027년 50%까지 확대시킨다는 목표를 가지고 있다.

도표 25. KT&G 해외 궤련 담배 매출 추이



자료: KT&G, 하나증권

도표 26. KT&G 국내의 NGP 매출 추이(디바이스 합산)



자료: KT&G, 하나증권

도표 27. KT&G 3대 핵심사업

글로벌 확대는 핵심 축



자료: KT&G, 하나증권

도표 28. KT&G 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24F	25F
매출액	1,292.3	1,423.8	1,636.3	1,405.5	1,384.6	1,474.1	1,685.6	1,473.8	5,862.6	5,757.9	6,018.0
①KT&G	791.8	944.1	997.6	875.0	849.0	962.4	993.8	917.6	3,590.2	3,608.5	3,722.8
-내수	513.0	566.2	587.5	533.5	505.2	558.0	557.9	530.9	2,197.5	2,200.2	2,152.0
-수출	144.2	186.9	222.5	144.9	173.0	214.9	255.9	166.6	827.4	896.7	1,110.8
-부동산 등	134.6	191.0	187.6	196.6	170.8	189.5	180.0	220.0	565.3	511.6	460.0
②KGC	265.3	229.4	362.9	249.4	281.2	231.7	381.0	251.9	1,223.4	1,107.0	1,145.9
③종속회사	235.2	250.3	275.8	281.1	254.3	280.0	310.8	304.3	1,049.0	1,042.3	1,149.4
-해외담배	147.6	172.2	197.2	183.8	162.4	198.0	226.8	202.2	573.7	700.8	789.4
-기타	87.6	78.1	78.6	97.3	91.9	82.0	84.0	102.1	475.3	341.5	360.0
YoY	-7.4%	6.6%	-3.1%	-2.5%	7.1%	3.5%	3.0%	4.9%	0.2%	-1.8%	4.5%
①KT&G	-3.6%	7.0%	2.2%	-3.9%	7.2%	1.9%	-0.4%	4.9%	-2.8%	0.5%	3.2%
②KGC	-26.8%	-1.4%	-3.0%	-2.0%	6.0%	1.0%	5.0%	1.0%	-6.3%	-9.5%	3.5%
③종속회사	10.7%	13.3%	-18.7%	1.7%	8.1%	11.9%	12.7%	8.3%	23.3%	-0.6%	10.3%
영업이익	236.6	321.5	415.7	230.3	252.6	339.2	405.5	268.3	1,167.3	1,204.1	1,265.7
①KT&G	208.7	281.5	306.8	200.3	221.5	289.0	303.5	229.3	933.3	997.3	1,043.3
②KGC	14.9	(3.6)	61.2	(10.0)	16.9	2.3	49.5	(5.0)	80.0	62.5	63.7
③종속회사	13.0	43.6	47.7	40.0	14.3	47.9	52.5	44.0	154.0	144.2	131.4
YoY	-25.3%	30.6%	2.2%	16.4%	6.8%	5.5%	-2.5%	16.5%	-7.9%	3.1%	5.1%
①KT&G	-9.4%	15.5%	4.4%	21.2%	6.1%	2.6%	-1.1%	14.5%	-16.7%	6.9%	4.6%
②KGC	-70.3%	CR	4.4%	CR	CR	CR	CR	CR	-5.7%	-21.9%	2.0%
③종속회사	-64.1%	215.6%	-12.0%	-19.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	146.2%	-6.4%	-8.9%
OPM	18.3%	22.6%	25.4%	16.4%	18.2%	23.0%	24.1%	18.2%	19.9%	20.9%	21.0%
①KT&G	26.4%	29.8%	30.8%	22.9%	26.1%	30.0%	30.5%	25.0%	26.0%	27.6%	28.0%
②KGC	5.6%	-1.6%	16.9%	-4.0%	6.0%	1.0%	13.0%	-2.0%	6.5%	5.6%	5.6%
③종속회사	5.5%	17.4%	17.3%	14.2%	5.6%	17.1%	16.9%	14.5%	14.7%	13.8%	11.4%
세전이익	367.6	431.7	317.3	324.5	275.6	355.2	421.5	284.3	1,248.4	1,441.0	1,336.5
YoY	-6.4%	56.6%	-30.9%	169.1%	-25.0%	-17.7%	32.8%	-12.4%	-12.1%	15.4%	-7.3%
(지배)순이익	285.2	317.0	239.6	227.1	209.2	258.4	293.8	198.4	902.7	1,069.0	959.8
YoY	5.4%	57.8%	-23.6%	93.3%	-26.7%	-18.5%	22.6%	-12.6%	-11.1%	18.4%	-10.2%
NPM	22.1%	22.3%	14.6%	16.2%	15.1%	17.5%	17.4%	13.5%	15.4%	18.6%	15.9%

자료: 하나증권

KT&G 추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	5,851.4	5,862.6	5,757.9	6,018.0	6,198.6
매출원가	2,891.2	3,054.4	2,821.3	2,948.8	3,037.3
매출총이익	2,960.2	2,808.2	2,936.6	3,069.2	3,161.3
판매비	1,692.6	1,640.9	1,732.4	1,803.5	1,859.6
영업이익	1,267.7	1,167.3	1,204.1	1,265.7	1,301.7
금융손익	43.9	71.1	32.7	45.2	53.9
종속/관계기업손익	29.4	9.6	10.0	10.5	11.0
기타영업외손익	88.6	0.3	194.2	15.1	28.7
세전이익	1,429.5	1,248.4	1,441.0	1,336.5	1,395.3
법인세	415.6	318.8	370.4	375.3	386.3
계속사업이익	1,013.9	929.5	1,070.6	961.2	1,008.9
중단사업이익	(8.6)	(7.2)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,005.3	922.4	1,070.6	961.2	1,008.9
비지배주주지분 순이익	(10.5)	19.7	1.6	1.4	1.5
지배주주순이익	1,015.8	902.7	1,069.0	959.8	1,007.4
지배주주지분포괄이익	1,089.7	882.0	1,048.2	941.1	987.8
NOPAT	899.1	869.2	894.6	910.3	941.3
EBITDA	1,493.1	1,408.4	1,468.3	1,540.8	1,587.8
성장성(%)					
매출액증가율	11.92	0.19	(1.79)	4.52	3.00
NOPAT증가율	(5.57)	(3.33)	2.92	1.75	3.41
EBITDA증가율	(4.01)	(5.67)	4.25	4.94	3.05
영업이익증가율	(5.28)	(7.92)	3.15	5.12	2.84
(지배주주)순이익증가율	3.94	(11.13)	18.42	(10.22)	4.96
EPS증가율	3.95	(10.60)	24.41	(6.97)	4.96
수익성(%)					
매출총이익률	50.59	47.90	51.00	51.00	51.00
EBITDA이익률	25.52	24.02	25.50	25.60	25.62
영업이익률	21.66	19.91	20.91	21.03	21.00
계속사업이익률	17.33	15.85	18.59	15.97	16.28

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	7,399	6,615	8,230	7,656	8,036
BPS	76,862	77,800	86,945	89,956	93,346
CFPS	11,878	10,706	12,715	12,646	13,034
EBITDAPS	10,875	10,321	11,304	12,291	12,666
SPS	42,620	42,963	44,329	48,005	49,445
DPS	5,000	5,200	5,400	5,400	5,400
주기지표(배)					
PER	12.37	13.14	13.01	14.24	13.56
PBR	1.19	1.12	1.23	1.21	1.17
PCFR	7.70	8.12	8.42	8.62	8.36
EV/EBITDA	7.23	7.55	8.18	7.73	7.36
PSR	2.15	2.02	2.42	2.27	2.20
재무비율(%)					
ROE	11.00	9.76	11.35	9.74	9.83
ROA	8.49	7.20	8.23	7.14	7.24
ROIC	26.39	23.91	23.07	22.78	22.92
부채비율	31.45	37.41	35.05	34.46	33.84
순부채비율	(19.41)	(11.97)	(15.71)	(16.37)	(17.89)
이자보상배율(배)	36.46	25.54	17.84	19.48	20.83

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,509.6	6,418.4	6,759.9	7,047.9	7,422.1
금융자산	2,037.4	1,735.7	2,160.9	2,241.1	2,471.1
현금성자산	1,401.0	1,032.0	1,463.6	1,527.8	1,746.6
매출채권	1,366.5	1,328.6	1,304.8	1,363.8	1,404.7
재고자산	2,575.8	2,763.8	2,714.4	2,837.0	2,922.2
기타유동자산	529.9	590.3	579.8	606.0	624.1
비유동자산	5,792.1	6,354.1	6,453.4	6,608.9	6,735.9
투자자산	2,334.3	2,700.8	2,664.3	2,754.9	2,817.8
금융자산	2,059.8	2,229.4	2,201.4	2,271.1	2,319.5
유형자산	1,837.0	2,096.5	2,258.1	2,344.9	2,427.7
무형자산	167.9	175.0	149.2	127.3	108.5
기타비유동자산	1,452.9	1,381.8	1,381.8	1,381.8	1,381.9
자산총계	12,301.7	12,772.5	13,213.3	13,656.8	14,158.0
유동부채	2,527.3	2,672.4	2,630.0	2,689.1	2,762.2
금융부채	93.3	107.8	107.8	61.6	61.6
매입채무	220.9	260.7	256.1	267.6	275.7
기타유동부채	2,213.1	2,303.9	2,266.1	2,359.9	2,424.9
비유동부채	415.8	805.1	799.9	812.8	821.7
금융부채	127.6	515.4	515.4	515.4	515.4
기타비유동부채	288.2	289.7	284.5	297.4	306.3
부채총계	2,943.1	3,477.5	3,429.9	3,501.9	3,583.9
지배주주지분	9,315.7	9,174.4	9,662.8	10,040.1	10,465.1
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.4	533.8	533.8	533.8	533.8
자본조정	(1,236.9)	(1,236.9)	(1,236.9)	(1,236.9)	(1,236.9)
기타포괄이익누계액	(67.0)	(56.6)	(56.6)	(56.6)	(56.6)
이익잉여금	9,131.2	8,979.1	9,467.4	9,844.8	10,269.8
비지배주주지분	42.9	120.5	122.1	123.6	125.1
자본총계	9,358.6	9,294.9	9,784.9	10,163.7	10,590.2
순금융부채	(1,816.5)	(1,112.5)	(1,537.7)	(1,664.1)	(1,894.1)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	887.9	1,266.0	1,298.2	1,167.8	1,218.3
당기순이익	1,005.3	922.4	1,070.6	961.2	1,008.9
조정	203.1	158.2	210.6	248.8	238.7
감가상각비	225.5	241.1	264.2	275.2	286.1
외환거래손익	(50.1)	4.5	(1.3)	39.0	27.1
지분법손익	(29.5)	(9.6)	(10.0)	(10.5)	(11.0)
기타	57.2	(77.8)	(42.3)	(54.9)	(63.5)
영업활동 자산부채변동	(320.5)	185.4	17.0	(42.2)	(29.3)
투자활동 현금흐름	547.5	(848.3)	(235.9)	(355.3)	(314.3)
투자자산감소(증가)	(208.4)	(255.6)	46.5	(80.2)	(51.9)
자본증가(감소)	(237.6)	(472.8)	(400.0)	(340.0)	(350.2)
기타	993.5	(119.9)	117.6	64.9	87.8
재무활동 현금흐름	(931.8)	(363.9)	(648.2)	(693.6)	(644.9)
금융부채증가(감소)	34.4	402.3	0.0	(46.2)	0.0
자본증가(감소)	(0.0)	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(390.3)	(45.7)	(67.5)	(65.0)	(62.5)
배당지급	(575.9)	(720.9)	(580.7)	(582.4)	(582.4)
현금의 증감	503.6	53.8	(25.2)	71.5	226.2
Unlevered CFO	1,630.8	1,460.9	1,651.6	1,585.4	1,633.9
Free Cash Flow	646.5	793.2	898.2	827.8	868.1

2) CJ제일제당(BUY, TP 48만원): 중장기 관점에서 본다면 분명 기회

(1) 4Q24 Pre

시장 기대 부합 예상

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7조 4,655억원(YoY 2.4%), 3,996억원(YoY 34.0%)으로 추정한다. 물류 부문 제외한 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4조 5,022억원(YoY 2.7%), 2,496억원(YoY 58.1%)으로 추정한다. 시장 기대에 부합할 것으로 예상된다. ① 국내 가공은 내수 부진에도 불구하고, 설날 선물세트 반영 및 쿠팡 거래 재개 효과 기인해 YoY 소폭 성장이 예상된다. 국내 소재도 설날 선물세트 반영 기인해 QoQ 매출 감소 폭이 둔화될 것으로 판단된다. ② 해외 가공 매출은 YoY 4% 성장할 것으로 전망한다. 미주는 수익성 위주 전략 기인해 QoQ 성장이 소폭 둔화될 것으로 예상된다. 중국 ‘지상쥐’ 매각 이후 베이스 정상화 및 유럽/호주의 견조한 성장은 긍정적 요인이다. 해외 수익성은 YoY 개선 흐름이 이어질 것으로 기대한다. ③ 바이오 사업부는 라이신을 포함한 주요 아미노산 스팟 가격이 하방을 잡으며 3분기와 유사한 흐름이 예상된다. 900억원 내외 이익 기여가 가능할 것으로 추정한다. ④ 생물자원(Feed&Care)도 흑자기조가 이어지겠다. 인니 육계 가격이 좋다.

(2) 실적 전망 및 투자판단

2025년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 29조 9,628억원(YoY 2.1%), 1조 7,229원(YoY 9.4%)으로 추정한다. 물류 부문 제외한 연결 매출액 및 영업이익은 각각 18조 1,072억원(YoY 1.2%), 1조 1,929억원(YoY 12.3%)으로 예상한다. ‘셀렉타’ 매각을 감안해 관련 실적은 1분기까지만 반영했다. 동일 베이스의 실질 매출 성장률은 YoY 4.7%로 추정한다. ① 국내 가공은 쿠팡 거래 재개가 내수 부진을 타개할 것으로 전망한다. 불경기 1등 제품의 점유율은 더욱 견고해지는 경향이 있다는 점을 감안시 경쟁사 대비 아웃퍼폼하는 실적이 기대된다. ② 미주에서는 주력제품인 만두 및 피자의 점유율이 견조한 가운데 카테고리 확장을 확장해 나갈 전망이다. 유럽/호주에서는 메인스트림 채널을 적극적으로 확대 중이다. 최근 식품 중심으로의 사업 개편 및 미국 및 헝가리 시설 투자 결정 등 해외 확장에 대해서는 진심이다. ③ 바이오 영업 환경은 전년대비 중립 이상의 흐름을 예상한다. 대형 아미노산 판가가 하방을 지지하는 가운데 중국 정부의 대규모 경기 부양 실효성 여부에 따라 상방을 열어둘 수 있기 때문이다. ④ 생물자원도 베트남 돈가 및 인니 육계 가격 감안시, 연내 흑자 기조가 이어질 것으로 판단된다.

현 주가는 12개월 Fwd PER 6배에 거래 중으로 밸류에이션도 매력적이다.

(3) 2025년 전략 고찰

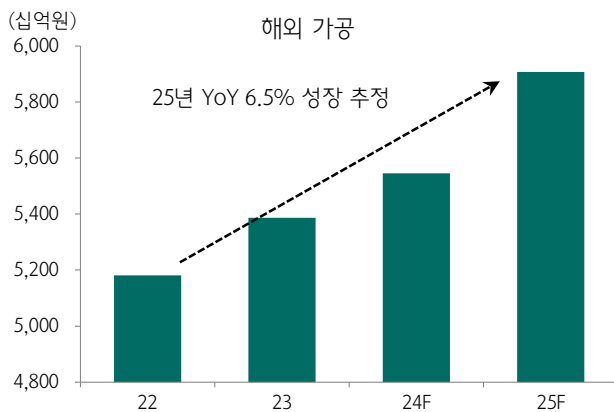
글로벌 식품으로 역량 집중

CJ그룹은 2025년 신년사에서 'Only one' 정신을 피력했다. K-Food 및 K-Culture가 빠르게 확산되고 있는 글로벌 시장에서의 경쟁력 확보를 강조했다. 언론보도에 따르면 그룹 내 M&A 부서가 상위 조직으로 격상되었다. 전반적인 자산 재배치를 통한 글로벌 역량 강화에 집중할 것으로 판단된다. 글로벌 식품 투자에 집중하는 한편, 바이오 부문 매각 절차를 이행해 나갈 것으로 보인다.

최근 글로벌 식품에 약 8천억원의 대규모 투자를 발표하기도 했다. 헝가리에 약 1천억원을 투자해 신공장을 건립할 계획이다. 2026년 하반기부터 비비고만두가 생산될 예정이다. 미국은 2027년 완공을 목표로 7천억원이 투자된다. 만두 및 에그롤 등 아시안 푸드를 생산하며 미국 중부 생산 거점 역할을 수행할 예정이다.

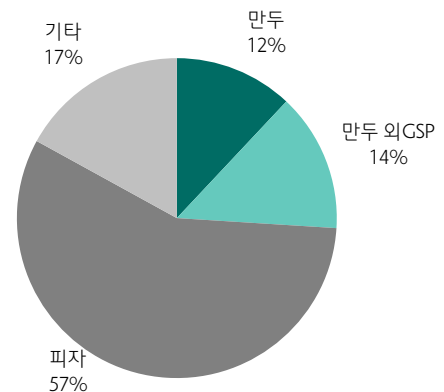
2025년 CJ제일제당의 해외 식품 매출액을 5.9조원(YoY 6.5%)으로 예상한다. 슈완스를 포함한 미주 매출이 약 5조원, 아태/유럽 매출이 약 1조원에 육박할 것으로 추산된다. 해외에서는 만두를 포함한 GSP 카테고리 확장 및 채널 커버리지 확대를 통해 매출 증대를 꾀하고 있다. GSP 매출액은 2020년 8천억원에 불과했으나, 2025년 1.8조원 규모로 성장할 것으로 추정한다.

도표 29. 해외 가공 매출 추이



자료: CJ제일제당, 하나증권

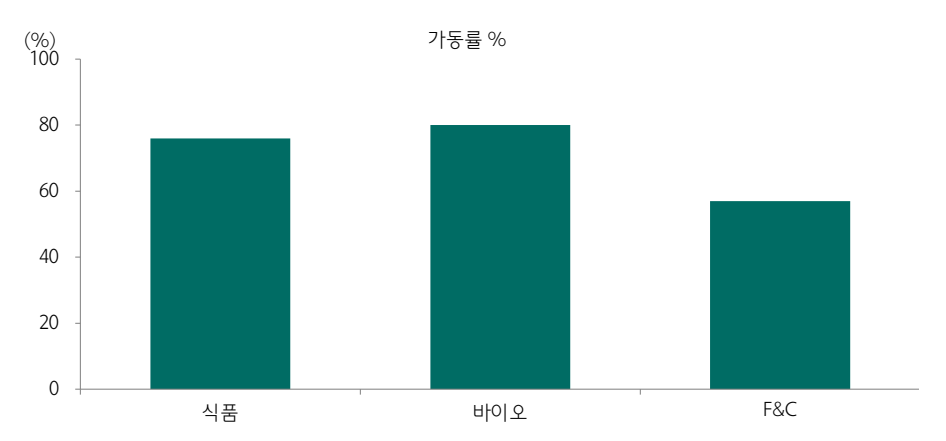
도표 30. 미주 카테고리별 매출 비중(23년 기준)



자료: CJ제일제당, 하나증권

도표 31. CJ제일제당 가동률 현황(3Q24 기준)

식품은 해외 투자 활발



자료: CJ제일제당, 하나증권

도표 32. CJ제일제당 해외 생산시설 현황

헝가리에도 신공장 건립 예정



자료: 언론보도, CJ제일제당

도표 33. CJ제일제당 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24F	25F
매출액	7,216.0	7,238.7	7,414.3	7,465.5	7,377.6	7,338.2	7,602.2	7,644.8	29,023.5	29,334.4	29,962.8
① 소재	434.6	513.9	513.3	394.4	447.6	513.9	513.3	394.4	2,173.4	1,856.2	1,869.2
② 가공	2,396.9	2,191.2	2,458.8	2,412.2	2,499.8	2,283.4	2,602.7	2,552.0	9,091.0	9,459.1	9,938.0
③ 바이오	1,021.6	1,056.4	1,041.0	1,085.8	936.1	941.9	925.7	982.5	4,134.3	4,233.2	4,550.6
④ F&C	591.1	569.9	578.9	609.8	650.2	615.5	607.8	640.3	2,491.7	2,349.7	2,513.9
⑤ 물류	2,921.4	3,059.2	2,975.8	3,123.0	2,998.0	3,140.0	3,140.0	3,240.0	11,767.9	12,079.4	12,518.0
YoY	2.0%	0.3%	-0.4%	2.4%	2.2%	1.4%	2.5%	2.4%	-3.5%	1.1%	2.1%
① 소재	-19.2%	-11.5%	-16.8%	-10.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-4.1%	-14.6%	0.7%
② 가공	7.9%	1.8%	2.9%	3.6%	4.3%	4.2%	5.9%	5.8%	2.9%	4.0%	5.1%
③ 바이오	3.0%	1.0%	-1.6%	4.6%	-8.4%	-10.8%	-11.1%	-9.5%	-14.8%	2.4%	7.5%
④ F&C	-10.0%	-11.7%	-5.0%	5.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%	-11.7%	-5.7%	7.0%
⑤ 물류	4.0%	3.2%	1.3%	2.1%	2.6%	2.6%	5.5%	3.7%	-3.0%	2.6%	3.6%
영업이익	375.9	383.6	416.2	399.6	417.7	410.6	448.0	446.6	1,291.6	1,575.3	1,722.9
① 소재+가공	184.5	135.9	161.3	136.2	181.7	149.9	197.6	161.0	654.6	617.9	690.2
② 바이오	97.8	99.0	82.4	89.0	100.0	100.0	90.0	100.0	251.3	368.2	390.0
③ F&C	(15.2)	34.1	32.7	24.4	26.0	30.8	30.4	25.6	(86.4)	76.0	112.8
④ 물류	109.4	125.4	141.6	150.0	110.0	130.0	130.0	160.0	480.2	526.4	530.0
YoY	48.7%	11.3%	5.1%	34.0%	11.1%	7.1%	7.6%	11.8%	-22.4%	22.0%	9.4%
① 소재+가공	37.7%	-4.8%	-31.1%	-5.3%	-1.5%	10.3%	22.5%	18.2%	4.9%	-5.6%	11.7%
② 바이오	55.0%	17.4%	75.0%	75.5%	2.2%	1.0%	9.2%	12.4%	-60.5%	46.5%	5.9%
③ F&C	N/A	287.5%	T/B	T/B	T/B	-9.8%	-7.1%	5.0%	TR	TB	48.4%
④ 물류	10.5%	11.6%	13.5%	4.1%	0.5%	3.7%	-8.2%	6.7%	16.6%	9.6%	0.7%
OPM	5.2%	5.3%	5.6%	5.4%	5.7%	5.6%	5.9%	5.8%	4.5%	5.4%	5.8%
① 소재+가공	6.5%	5.0%	5.4%	4.9%	6.2%	5.4%	6.3%	5.5%	5.8%	5.5%	6.6%
② 바이오	9.6%	9.4%	7.9%	8.2%	10.7%	10.6%	9.7%	10.2%	6.1%	8.7%	8.6%
③ F&C	-2.6%	6.0%	5.6%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%	4.0%	-3.5%	3.2%	4.5%
④ 물류	3.7%	4.1%	4.8%	4.8%	3.7%	4.1%	4.1%	4.9%	4.1%	4.4%	4.2%

자료: 하나증권

CJ제일제당 추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	30,079.5	29,023.5	29,334.4	29,962.8	31,161.3
매출원가	23,524.7	22,970.9	22,919.0	23,385.8	24,265.3
매출총이익	6,554.8	6,052.6	6,415.4	6,577.0	6,896.0
판매비	4,890.1	4,761.0	4,840.2	4,854.0	4,985.8
영업이익	1,664.7	1,291.6	1,575.3	1,722.9	1,910.2
금융손익	(308.1)	(451.7)	(489.6)	(452.4)	(415.7)
종속/관계기업손익	28.9	19.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(140.0)	(127.5)	(121.9)	(109.7)	(98.7)
세전이익	1,245.5	732.0	963.8	1,160.8	1,395.8
법인세	442.8	172.6	256.8	351.7	398.4
계속사업이익	802.7	559.5	707.0	809.1	997.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	802.7	559.5	707.0	809.1	997.3
비배주주지분 순이익	206.7	173.5	207.2	202.3	249.3
지배주주순이익	595.9	385.9	499.9	606.8	748.0
지배주주지분포괄이익	772.3	405.0	464.7	531.8	655.5
NOPAT	1,072.8	987.1	1,155.6	1,200.9	1,364.9
EBITDA	3,068.0	2,833.7	3,065.6	3,175.0	3,336.0
성장성(%)					
매출액증가율	14.42	(3.51)	1.07	2.14	4.00
NOPAT증가율	(3.97)	(7.99)	17.07	3.92	13.66
EBITDA증가율	9.98	(7.64)	8.18	3.57	5.07
영업이익증가율	9.20	(22.41)	21.97	9.37	10.87
(지배주주)순이익증가율	(2.77)	(35.24)	29.54	21.38	23.27
EPS증가율	(2.77)	(35.24)	29.52	21.40	23.26
수익성(%)					
매출총이익률	21.79	20.85	21.87	21.95	22.13
EBITDA이익률	10.20	9.76	10.45	10.60	10.71
영업이익률	5.53	4.45	5.37	5.75	6.13
계속사업이익률	2.67	1.93	2.41	2.70	3.20

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	36,378	23,559	30,514	37,044	45,661
BPS	418,518	442,682	467,812	499,473	539,750
CFPS	191,092	172,898	175,612	183,828	195,044
EBITDAPS	187,283	172,979	187,135	193,813	203,646
SPS	1,836,175	1,771,710	1,790,692	1,829,047	1,902,209
DPS	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
주기지표(배)					
PER	10.46	13.75	8.37	6.53	5.30
PBR	0.91	0.73	0.55	0.48	0.45
PCFR	1.99	1.87	1.45	1.32	1.24
EV/EBITDA	6.67	6.77	5.65	5.18	4.67
PSR	0.21	0.18	0.14	0.13	0.13
재무비율(%)					
ROE	9.26	5.55	6.79	7.76	8.89
ROA	2.10	1.29	1.67	1.98	2.37
ROIC	5.22	4.70	5.67	6.00	6.90
부채비율	160.33	151.33	144.72	138.11	131.21
순부채비율	84.40	80.56	68.77	57.63	46.40
이자보상배율(배)	4.53	2.51	3.11	3.41	3.77

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,788.0	9,580.2	10,641.1	11,770.4	13,109.8
금융자산	2,400.2	2,191.9	3,183.3	4,172.3	5,244.1
현금성자산	1,797.3	1,853.6	2,841.4	3,823.0	4,880.9
매출채권	2,914.5	2,733.2	2,762.5	2,821.7	2,934.5
재고자산	3,201.4	2,649.4	2,677.8	2,735.1	2,844.6
기타유동자산	1,271.9	2,005.7	2,017.5	2,041.3	2,086.6
비유동자산	20,225.2	20,026.0	19,610.2	19,292.6	19,069.0
투자자산	1,037.4	1,122.0	1,128.4	1,141.4	1,166.2
금융자산	746.7	816.1	819.3	825.6	837.8
유형자산	11,912.5	11,875.4	11,605.9	11,419.0	11,306.0
무형자산	4,658.5	4,308.3	4,155.5	4,011.8	3,876.5
기타비유동자산	2,616.8	2,720.3	2,720.4	2,720.4	2,720.3
자산총계	30,013.2	29,606.3	30,251.3	31,062.9	32,178.8
유동부채	9,749.5	9,555.6	9,602.2	9,696.2	9,875.7
금융부채	5,064.5	4,971.3	4,974.2	4,979.9	4,990.8
매입채무	2,562.3	2,169.4	2,192.7	2,239.6	2,329.2
기타유동부채	2,122.7	2,414.9	2,435.3	2,476.7	2,555.7
비유동부채	8,734.7	8,270.7	8,287.4	8,321.2	8,385.6
금융부채	7,066.8	6,710.9	6,710.9	6,710.9	6,710.9
기타비유동부채	1,667.9	1,559.8	1,576.5	1,610.3	1,674.7
부채총계	18,484.2	17,826.3	17,889.6	18,017.4	18,261.3
지배주주지분	6,755.7	7,151.5	7,563.3	8,081.9	8,741.6
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,128.9	1,222.8	1,222.8	1,222.8	1,222.8
자본조정	(166.1)	(193.2)	(193.2)	(193.2)	(193.2)
기타포괄이익누계액	259.5	308.6	308.6	308.6	308.6
이익잉여금	5,451.5	5,731.5	6,143.2	6,661.8	7,321.6
비지배주주지분	4,773.3	4,628.4	4,798.4	4,963.6	5,175.9
자본총계	11,529.0	11,779.9	12,361.7	13,045.5	13,917.5
순금융부채	9,731.0	9,490.3	8,501.7	7,518.5	6,457.6

현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,627.3	2,444.8	2,617.1	2,653.7	2,785.2
당기순이익	802.7	559.5	707.0	809.1	997.3
조정	1,958.9	2,040.2	1,913.1	1,850.6	1,799.4
감가상각비	1,403.3	1,542.1	1,490.3	1,452.0	1,425.9
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(31.8)	(139.5)	0.0	0.0	0.0
기타	587.4	637.6	422.8	398.6	373.5
영업활동 자산부채변동	(1,134.3)	(154.9)	(3.0)	(6.0)	(11.5)
투자활동 현금흐름	(1,498.5)	(702.7)	(1,032.1)	(1,071.4)	(1,120.5)
투자자산감소(증가)	(104.7)	4,329.8	(43.5)	(50.1)	(61.9)
자본증가(감소)	(1,308.7)	(1,124.2)	(1,068.0)	(1,121.4)	(1,177.5)
기타	(85.1)	(3,908.3)	79.4	100.1	118.9
재무활동 현금흐름	551.6	(985.9)	(591.2)	(588.4)	(583.6)
금융부채증가(감소)	2,122.0	(449.0)	2.8	5.7	10.9
자본증가(감소)	13.1	93.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,455.2)	(542.6)	(505.8)	(505.9)	(506.3)
배당지급	(128.3)	(88.2)	(88.2)	(88.2)	(88.2)
현금의 증감	680.4	756.2	367.9	981.6	1,057.9
Unlevered CFO	3,130.4	2,832.3	2,876.8	3,011.4	3,195.1
Free Cash Flow	184.3	1,320.5	1,549.1	1,532.3	1,607.8

3) 오리온(BUY, TP 14만원): 시장 기대 부합 예상

(1) 4Q24 Pre

명절 시즌 물량 출하로
중국/베트남 고성장

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,441억원(YoY 9.9%), 1,620억원(YoY 15.4%)으로 추정한다. 시장 기대에 부합할 것으로 예상된다. 참고로, 10~11월 누계 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,535억원(YoY 11.4%), 1,081억원(YoY 12.4%)을 시현했다.

10~11월 누계 국가별 성장률은, 국내 YoY 3.8%/ 중국 14.6%/ 베트남 12.7%/ 러시아 31.3%을 기록했다. 로컬 통화로 환산시, 중국 YoY 10%/ 베트남 12%/ 러시아 32% 증가한 것으로 추정된다. 올해 이른 설날 기인해 중국 및 베트남은 우호적인 영업환경이 조성되는 가운데, 러시아는 대형 딜러 거래 재개 영향으로 고성장하고 있는 것으로 파악된다.

① 국내는 전년 높은 베이스 및 소비 경기 부진에도 불구하고 일부 제품 판가 인상 효과(전체 제품 약 30% 비중) 기인해 YoY 순성장이 예상된다. ② 중국은 춘절 효과 및 채널 특화 제품 출시 확대에 따른 두 자리 수 성장이 전망된다. ③ 베트남도 명절 시즌 제품 출고 효과 힘입어 두 자리 수 성장을 시현 중인 것으로 파악된다. ④ 러시아는 대형 유통 업체와의 거래 재개 및 카자흐스탄 수출 증가 등이 주효하다. 4분기 가동률은 130%에 육박한 것으로 파악된다. 추가 라인 증설을 계획 중인 것으로 판단된다.

(2) 실적 전망 및 투자판단

2025년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 3조 1,939억원(YoY 3.5%), 5,876원(YoY 7.6%)으로 추정한다. 국가별 성장률은, 국내 YoY 3.0%/ 중국 2.7%/ 베트남 5.2%/ 러시아 14.2%로 추정한다. 로컬 통화 기준, 중국 YoY 1.2%/ 베트남 4.5%/ 러시아 18.3%로 예상한다. 중국은 춘절 시점 차이에 따른 역기저가 부담이다. 다만, 지난 해 경소상 전환에 따른 일부 채널 매출 공백 감안시 1% 내외 성장은 가능해 보인다. 베트남도 춘절 시점 차이에 따른 베이스 부담이 존재하나, 카테고리 확대 등을 통해 상쇄해 나갈 것으로 전망한다. 러시아는 초코파이를 중심으로 수요가 견조하다. 국내는 판가 인상 효과 감안시 YoY 소폭 탑라인 성장이 가능할 것으로 기대한다.

중국 정부의 내수 부양책 실효성 여부를 아직 판단하기는 이르나 투자심리 측면에서 긍정적이다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 9배 내외에 불과해 조정시마다 매수 관점이 유효하다.

(3) 2025년 전략 고찰

꾸준히 Capa 증설 중

국내외 시설 투자가 꾸준히 진행 중이다. 국내는 진천에 생산과 물류를 한곳에 모은 통합센터를 구축 중이다. 베트남은 1천억원을 투입해 3공장을 건립 중이다. 러시아는 4Q24 기준 가동률이 130%에 육박한 만큼 Capa 증설이 시급하다. 올해 라인을 추가 구축할 예정인 가운데, 3공장 건립도 검토 중인 것으로 파악된다. 참고로, 3Q24 기준 국가별 가동률은 국내 65%/ 중국 50%/ 베트남 68%/ 러시아 100%로 파악된다.

2025년 오리온의 해외 매출액은 2조 805억원(YoY 4.6%)으로 예상한다. 해외 매출 비중은 중국이 여전히 60%를 차지해 절대적이다. 다만, 지난 3년 간의 매출 성장률을 살펴보면 비 중국이 전사 성장을 견인 중이다. 중국 연평균 매출 성장이 1% 내외에 불과한 반면, 베트남 및 러시아는 각각 14.5%/ 24.6% 증가했다. 2024년 기준 미국 매출도 약 300억원으로 추산된다. 지역 포트폴리오 다각화가 긍정적이다.

도표 34. 3Q24 기준 가동률 현황

러시아는 추가 증설 필요

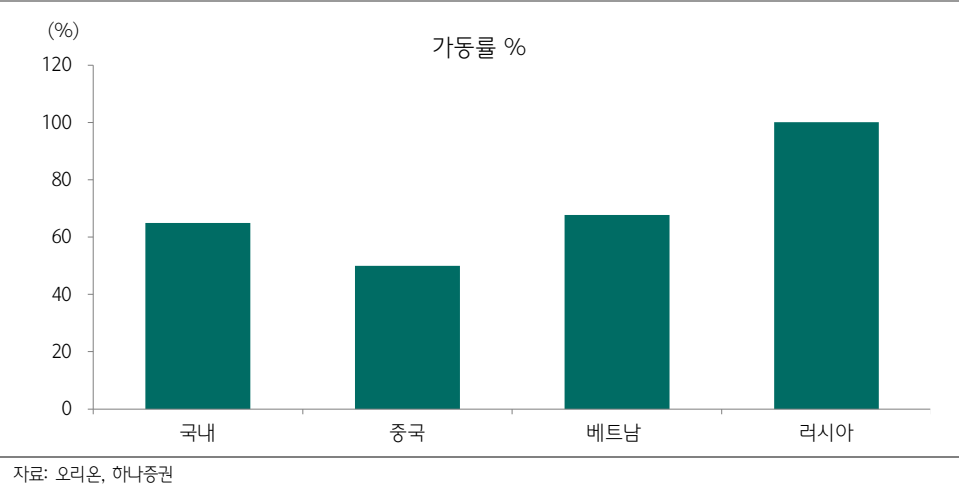


도표 35. 해외 법인별 매출 성장 추정(로컬 통화 기준)

중국은 올해
춘절 시점 차이 부담

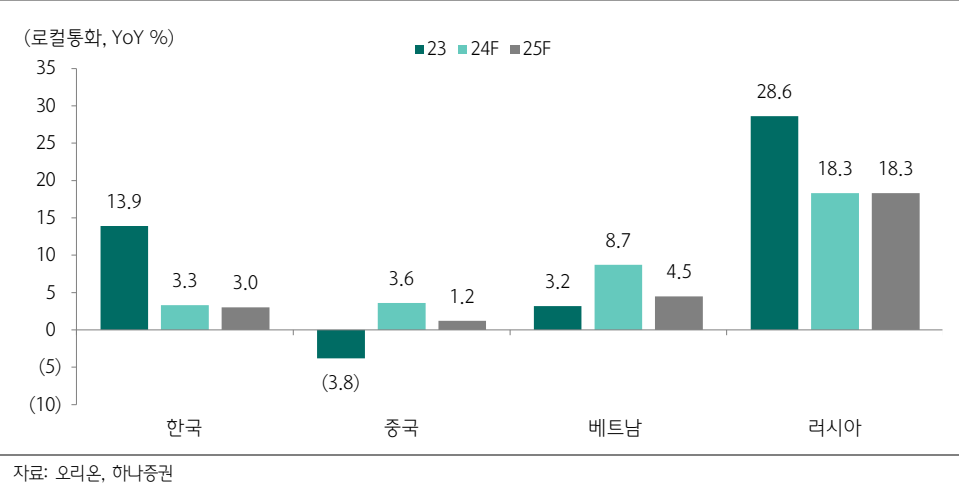


도표 36. 오리온 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24F	25F
매출액	748.4	719.3	774.9	844.1	755.0	773.2	831.1	834.7	2,912.4	3,086.6	3,193.9
국내제과	271.6	277.8	271.1	284.8	279.7	286.1	279.2	293.4	1,069.9	1,105.3	1,138.4
중국제과	306.4	295.8	322.3	325.2	297.2	325.4	348.1	312.2	1,179.0	1,249.7	1,282.9
베트남제과	118.2	98.4	121.7	174.1	119.4	106.2	133.9	179.4	475.5	512.4	538.9
러시아제과	50.5	49.1	61.9	65.0	58.6	55.5	69.9	74.7	200.3	226.5	258.8
YoY	12.7%	0.8%	1.1%	9.9%	0.9%	7.5%	7.3%	-1.1%	1.4%	6.0%	3.5%
국내제과	9.5%	1.6%	-0.4%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.9%	3.3%	3.0%
중국제과	16.0%	-0.5%	-2.2%	13.0%	-3.0%	10.0%	8.0%	-4.0%	-7.5%	6.0%	2.7%
베트남제과	12.2%	2.8%	3.5%	11.0%	1.0%	8.0%	10.0%	3.0%	0.5%	7.8%	5.2%
러시아제과	4.8%	-4.9%	27.6%	25.0%	16.0%	13.0%	13.0%	15.0%	-4.5%	13.1%	14.2%
영업이익	125.1	121.7	137.1	162.0	122.8	136.3	162.0	166.5	492.4	545.9	587.6
국내제과	43.8	46.7	43.8	44.1	46.2	48.6	44.7	46.9	168.8	178.5	186.4
중국제과	54.2	56.0	63.5	65.0	47.6	61.8	73.1	63.4	221.0	238.8	245.8
베트남제과	19.4	15.4	23.8	41.8	19.1	17.5	28.1	41.3	87.5	100.5	106.0
러시아제과	7.8	6.7	9.2	12.0	10.0	8.3	16.1	14.9	32.2	35.8	49.3
YoY	26.2%	8.4%	-2.6%	15.4%	-1.9%	12.0%	18.2%	2.8%	5.5%	10.9%	7.6%
국내제과	17.1%	5.3%	2.0%	0.2%	5.3%	4.2%	2.0%	6.3%	20.4%	5.8%	4.4%
중국제과	41.5%	9.5%	-12.7%	10.6%	-12.3%	10.4%	15.1%	-2.6%	4.5%	8.1%	3.0%
베트남제과	18.2%	14.0%	8.5%	17.4%	-1.8%	13.8%	18.1%	-1.3%	-2.6%	14.8%	5.5%
러시아제과	-5.5%	-12.9%	37.9%	26.6%	26.9%	24.3%	74.4%	24.3%	-7.4%	11.2%	37.8%
OPM	16.7%	16.9%	17.7%	19.2%	16.3%	17.6%	19.5%	19.9%	16.9%	17.7%	18.4%
국내제과	16.1%	16.8%	16.2%	15.5%	16.5%	17.0%	16.0%	16.0%	15.8%	16.1%	16.4%
중국제과	17.7%	18.9%	19.7%	20.0%	16.0%	19.0%	21.0%	20.3%	18.7%	19.1%	19.2%
베트남제과	16.5%	15.7%	19.6%	24.0%	16.0%	16.5%	21.0%	23.0%	18.4%	19.6%	19.7%
러시아제과	15.5%	13.6%	14.9%	18.5%	17.0%	15.0%	23.0%	20.0%	16.1%	15.8%	19.1%
세전이익	133.8	107.0	141.0	168.2	129.7	143.3	168.9	173.5	520.0	550.0	615.4
YoY	28.7%	-10.7%	-5.6%	14.5%	-3.1%	33.9%	19.8%	3.1%	6.8%	5.8%	11.9%
(지배)순이익	93.8	78.0	99.7	128.2	95.3	99.7	120.8	130.9	376.6	399.9	446.8
YoY	23.3%	-4.4%	-6.9%	14.5%	1.6%	27.8%	21.2%	2.1%	-4.0%	6.2%	11.7%
NPM	12.5%	10.8%	12.9%	15.2%	12.6%	12.9%	14.5%	15.7%	12.9%	13.0%	14.0%

자료: 하나증권

오리온 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873.2	2,912.4	3,086.6	3,193.9	3,353.6
매출원가	1,782.1	1,784.9	1,861.6	1,913.3	1,992.1
매출총이익	1,091.1	1,127.5	1,225.0	1,280.6	1,361.5
판매비	624.5	635.0	679.1	693.1	714.3
영업이익	466.7	492.4	545.9	587.6	647.3
금융손익	23.2	34.2	35.2	39.0	53.3
종속/관계기업손익	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.7)	(7.1)	(31.1)	(11.1)	(11.4)
세전이익	486.7	520.0	550.0	615.4	689.1
법인세	88.4	135.0	141.9	159.5	184.5
계속사업이익	398.3	385.0	408.1	455.9	504.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	398.3	385.0	408.1	455.9	504.7
비지배주주지분 손이익	6.0	8.3	8.2	9.1	10.1
지배주주순이익	392.4	376.6	399.9	446.8	494.6
지배주주지분포괄이익	372.6	346.2	399.3	446.1	493.8
NOPAT	381.9	364.5	405.1	435.3	474.0
EBITDA	628.3	649.6	701.4	742.2	801.8
성장성(%)					
매출액증가율	21.98	1.36	5.98	3.48	5.00
NOPAT증가율	47.22	(4.56)	11.14	7.45	8.89
EBITDA증가율	20.20	3.39	7.97	5.82	8.03
영업이익증가율	25.15	5.51	10.87	7.64	10.16
(지배주주)순이익증가율	52.27	(4.03)	6.19	11.73	10.70
EPS증가율	52.26	(4.00)	6.18	11.71	10.69
수익성(%)					
매출총이익률	37.98	38.71	39.69	40.10	40.60
EBITDA이익률	21.87	22.30	22.72	23.24	23.91
영업이익률	16.24	16.91	17.69	18.40	19.30
계속사업이익률	13.86	13.22	13.22	14.27	15.05

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,924	9,527	10,116	11,301	12,509
BPS	64,609	72,415	81,281	91,332	102,592
CFPS	16,350	16,779	16,954	18,492	19,992
EBITDAPS	15,892	16,430	17,741	18,773	20,281
SPS	72,674	73,663	78,071	80,786	84,825
DPS	950	1,250	1,250	1,250	1,250
주기지표(배)					
PER	12.90	12.19	10.12	8.79	7.94
PBR	1.98	1.60	1.26	1.09	0.97
PCR	7.83	6.92	6.04	5.37	4.97
EV/EBITDA	6.79	5.51	4.59	3.66	2.87
PSR	1.76	1.58	1.31	1.23	1.17
재무비율(%)					
ROE	16.47	13.91	13.17	13.10	12.90
ROA	12.09	10.93	10.76	10.84	10.81
ROIC	20.06	19.40	21.20	22.86	24.89
부채비율	27.75	19.15	17.97	16.50	15.35
순부채비율	(33.24)	(37.36)	(27.99)	(35.51)	(41.81)
이자보상배율(배)	106.19	136.77	384.32	406.52	440.60

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,470.4	1,628.2	1,482.1	1,894.2	2,346.8
금융자산	995.3	1,132.7	957.0	1,350.9	1,776.3
현금성자산	609.7	365.8	144.2	509.9	893.2
매출채권	203.1	191.0	202.5	209.5	220.0
재고자산	234.9	259.7	275.3	284.8	299.1
기타유동자산	37.1	44.8	47.3	49.0	51.4
비유동자산	1,901.3	1,893.2	2,427.7	2,440.3	2,470.3
투자자산	53.1	38.5	588.5	608.8	639.0
금융자산	20.6	5.4	553.4	572.5	600.8
유형자산	1,667.6	1,658.4	1,646.0	1,641.1	1,643.4
무형자산	55.0	53.8	50.7	47.9	45.4
기타비유동자산	125.6	142.5	142.5	142.5	142.5
자산총계	3,371.7	3,521.4	3,909.8	4,334.6	4,817.0
유동부채	556.2	398.9	419.5	432.1	451.0
금융부채	104.2	14.3	14.9	15.3	15.9
매입채무	150.0	122.7	130.1	134.6	141.3
기타유동부채	302.0	261.9	274.5	282.2	293.8
비유동부채	176.3	167.0	176.1	181.8	190.1
금융부채	13.8	14.3	14.3	14.3	14.3
기타비유동부채	162.5	152.7	161.8	167.5	175.8
부채총계	732.5	565.9	595.6	613.9	641.1
지배주주지분	2,553.8	2,862.4	3,213.0	3,610.3	4,055.4
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
자본조정	621.8	621.8	621.8	621.8	621.8
기타포괄이익누계액	95.8	62.5	62.5	62.5	62.5
이익잉여금	1,218.3	1,560.2	1,910.7	2,308.1	2,753.3
비지배주주지분	85.4	93.1	101.2	110.4	120.5
자본총계	2,639.2	2,955.5	3,314.2	3,720.7	4,175.9
순금융부채	(877.3)	(1,104.1)	(927.8)	(1,321.3)	(1,746.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	546.2	437.0	567.1	612.7	662.5
당기순이익	398.3	385.0	408.1	455.9	504.7
조정	132.4	159.8	155.5	154.6	154.6
감가상각비	161.7	157.2	155.5	154.6	154.6
외환거래손익	(0.2)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.6)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(28.5)	4.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	15.5	(107.8)	3.5	2.2	3.2
투자활동 현금흐름	(292.1)	(540.5)	(735.9)	(195.5)	(226.6)
투자자산감소(증가)	(4.2)	100.6	(550.0)	(20.3)	(30.2)
자본증가(감소)	(75.0)	(166.5)	(140.0)	(147.0)	(154.4)
기타	(212.9)	(474.6)	(45.9)	(28.2)	(42.0)
재무활동 현금흐름	(177.1)	(126.9)	(48.8)	(49.0)	(48.8)
금융부채증가(감소)	(136.6)	(89.4)	0.6	0.4	0.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.9)	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(29.6)	(37.6)	(49.4)	(49.4)	(49.4)
현금의 증감	76.9	(230.5)	(216.7)	365.6	383.4
Unlevered CFO	646.4	663.4	670.3	731.1	790.4
Free Cash Flow	460.9	270.5	427.1	465.7	508.1

4) 삼양식품(BUY, TP 90만원, 상향): Capa는 향후 3년 간 20%씩 증가

(1) 4Q24 Pre

하반기 부각될 실적 모멘텀

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4,201억원(YoY 28.6%), 845억원(YoY 133.5%)으로 추정한다. 관세청에 의하면 10~11월 누계 삼양식품 수출액은 전년동기대비 32% 증가한 것으로 추산된다. 상대적으로 높은 수출 단가 감안시 실제 매출 성장률은 수출 성장률을 상회할 것으로 예상된다.

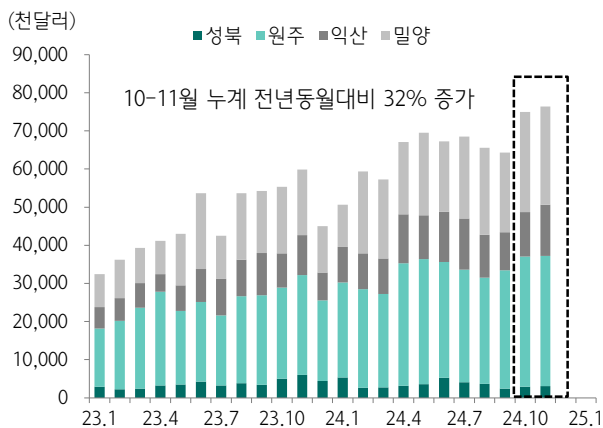
‘불닭’의 구글트렌드는 최근 들어 더욱 강한 우상향 흐름을 보이고 있다. 미주에서 브랜드 강화를 위한 마케팅이 주효한 것으로 판단된다. 단기 실적은 마케팅 비용 투하에 대한 부담이 상존하나 우호적인 환율이 이를 상쇄할 것으로 예상된다. 단기 분기 손익은 850억원~900억원 흐름이 이어질 것으로 전망한다.

(2) 실적 전망 및 투자판단

2025년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 9,053억원(YoY 14.1%), 4,053억원(YoY 18.7%)으로 추정한다. 수출액은 YoY 21.7% 증가한 1조 5,751억원으로 예상한다. 하반기부터는 밀양2공장 Capa 증설 효과가 반영되면서 실적 모멘텀이 확대될 것으로 기대한다. 분기 매출액은 1H25 4,200억원 내외에서 → 2H25 5,000억원 내외로 증가할 것으로 추정한다.

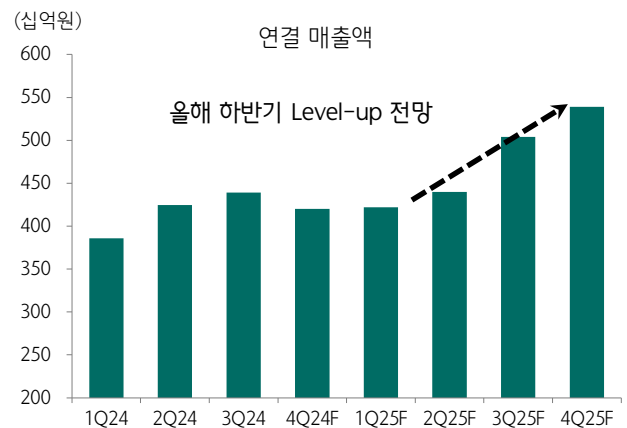
삼양식품은 작년 말 제3공장 건립 계획을 공시했다. 중국에 6개 라인 규모로 신설되며 2027년 1월 완공 예정이다. 밀양2공장 완공시 Capa는 기존 대비 약 40% 증가하는 효과가 있다. 중국3공장은 밀양2공장과 규모가 유사하다. 상기 감안시 생산능력은 향후 3년 간 (2025년~2027년) 매년 약 20%씩 증가하는 효과가 있을 것으로 추산된다. 여전히 강한 ‘불닭’의 구글트렌드 및 유럽/남미로 확장되고 있는 글로벌 수요 감안시 중단기 실적 가시성을 높게 판단한다. 목표주가는 기존 75만원에서 90만원으로 상향한다.

도표 37. 월별 수출 데이터 추이



자료: 관세청, 하나증권

도표 38. 분기 매출 전망



자료: 삼양식품, 하나증권

(3) 2025년 전략 고찰

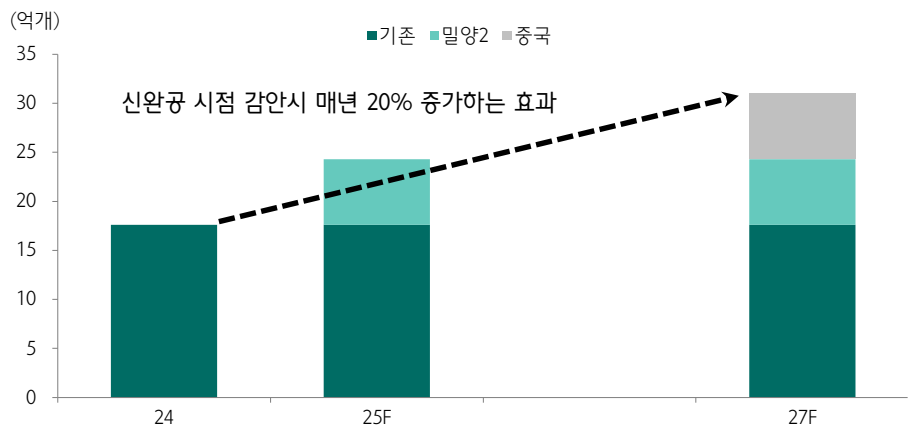
글로벌 역량 강화 집중

삼양식품은 생산량 증대 및 현지화를 통해 글로벌 역량 강화에 집중할 것으로 사료된다. 라면 이외에도 소스, 간편식, 음료 등 포트폴리오 라인업을 확대해 나갈 것으로 판단된다.

2025년 삼양식품의 해외 매출액은 1조 5,751억원(YoY 21.7%)으로 예상한다. 지역별로는 미주 및 중국이 각각 35%, 아시아 기타를 30%로 추정한다. 최근 ‘소스 익스체인지’를 통해 글로벌 인지도 확대에 집중하고 있는 ‘소스’ 매출은 550억원에 육박할 것으로 예상한다.

도표 39. 삼양식품 Capa 추이

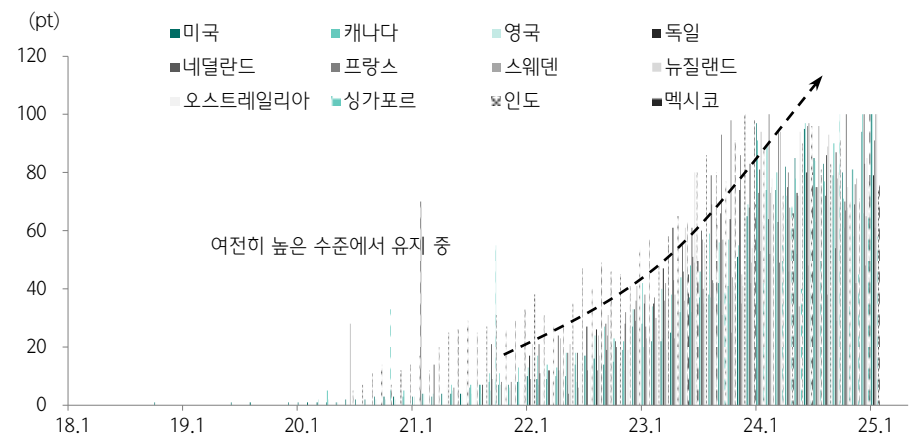
매년 약 20% 씩
Capa 증가 추산



자료: 삼양식품, 하나증권

도표 40. ‘불닭’ 구글트렌드 추이

최근 더 강해진 우상향 트렌드



자료: 구글, 하나증권

도표 41. 삼양식품 실적 추정

(단위:십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24F	25F
매출액	385.7	424.4	439.0	420.1	421.9	440.1	504.2	539.2	1,192.9	1,669.3	1,905.3
① 국내	79.5	77.7	75.8	87.5	81.9	80.1	78.1	90.1	356.1	320.5	330.1
② 해외	289.0	332.1	340.9	332.6	340.0	360.0	426.1	449.0	809.3	1,294.6	1,575.1
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	28.6%	9.4%	3.7%	14.9%	28.3%	31.2%	39.9%	14.1%
① 국내	-7.6%	-12.6%	-9.7%	-10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	18.1%	-10.0%	3.0%
② 해외	82.9%	75.0%	42.2%	50.0%	17.7%	8.4%	25.0%	35.0%	33.6%	60.0%	21.7%
영업이익	80.1	89.5	87.3	84.5	90.0	95.2	105.1	115.0	147.5	341.4	405.3
YoY	235.7%	103.1%	101.0%	133.5%	12.4%	6.4%	20.4%	36.1%	63.2%	131.4%	18.7%
OPM	20.8%	21.1%	19.9%	20.1%	21.3%	21.6%	20.8%	21.3%	12.4%	20.4%	21.3%
세전이익	84.2	92.3	79.5	81.1	88.3	93.5	103.4	112.0	156.3	337.0	397.2
YoY	222.7%	117.0%	73.7%	93.2%	4.9%	1.3%	30.1%	38.1%	53.3%	115.6%	17.9%
(지배)순이익	66.5	70.5	58.9	61.0	68.9	71.1	76.5	84.3	126.3	256.9	300.8
YoY	197.9%	102.4%	55.9%	94.8%	3.6%	0.7%	30.0%	38.2%	58.2%	103.5%	17.1%
NPM	17.2%	16.6%	13.4%	14.5%	16.3%	16.1%	15.2%	15.6%	10.6%	15.4%	15.8%

자료: 하나증권

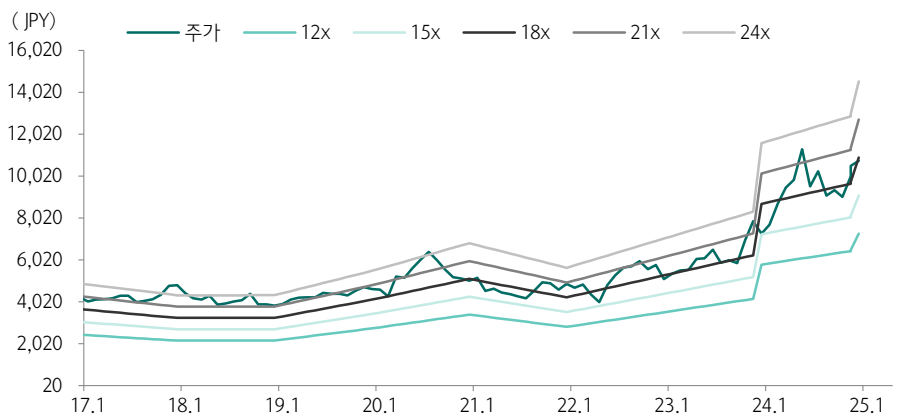
도표 42. 목표주가 90만원 도출

(단위: 원)

	12개월 Fwd	비고
(지배)EPS	45,000	
Target PER(배)	20	도요수산 역사적 밴드 중단 수준
목표주가	900,000	90만원 산출

도표 43. 도요수산 12개월 Fwd PER Band

역사적 중단 20배



자료: 블룸버그, 하나증권

삼양식품 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909.0	1,192.9	1,669.3	1,905.3	2,248.2
매출원가	657.8	776.2	935.6	1,042.7	1,223.0
매출총이익	251.2	416.7	733.7	862.6	1,025.2
판매비	160.8	269.2	392.3	457.3	503.0
영업이익	90.4	147.5	341.4	405.3	522.2
금융손익	(2.4)	(6.5)	(3.9)	1.5	8.6
종속/관계기업손익	2.4	5.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	11.6	9.8	(0.5)	(9.7)	(10.0)
세전이익	102.0	156.3	337.0	397.2	520.8
법인세	21.7	29.7	79.9	95.7	122.2
계속사업이익	80.3	126.6	257.1	301.4	398.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.3	126.6	257.1	301.4	398.6
비배주주지분 순이익	0.5	0.3	0.3	0.6	0.8
지배주주순이익	79.8	126.3	256.9	300.8	397.8
지배주주지분포괄이익	84.7	123.9	256.5	300.7	397.6
NOPAT	71.2	119.5	260.5	307.6	399.7
EBITDA	115.3	179.7	381.2	452.6	577.4
성장성(%)					
매출액증가율	41.59	31.23	39.94	14.14	18.00
NOPAT증가율	38.79	67.84	117.99	18.08	29.94
EBITDA증가율	43.05	55.85	112.13	18.73	27.57
영업이익증가율	38.23	63.16	131.46	18.72	28.84
(지배주주)순이익증가율	41.74	58.27	103.40	17.09	32.25
EPS증가율	41.62	58.23	103.43	17.12	32.23
수익성(%)					
매출총이익률	27.63	34.93	43.95	45.27	45.60
EBITDA이익률	12.68	15.06	22.84	23.75	25.68
영업이익률	9.94	12.36	20.45	21.27	23.23
계속사업이익률	8.83	10.61	15.40	15.82	17.73

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	34,097	39,936	52,807
BPS	61,034	75,884	107,902	145,759	196,487
CFPS	14,246	23,125	50,520	58,780	75,309
EBITDAPS	15,302	23,851	50,607	60,088	76,655
SPS	120,674	158,358	221,595	252,921	298,447
DPS	1,400	2,100	2,100	2,100	2,100
주기지표(배)					
PER	11.99	12.89	22.44	19.08	14.43
PBR	2.08	2.85	7.09	5.23	3.88
PCFR	8.91	9.34	15.14	12.96	10.12
EV/EBITDA	9.61	9.69	15.03	12.17	9.03
PSR	1.05	1.36	3.45	3.01	2.55
재무비율(%)					
ROE	18.92	24.81	37.47	31.71	31.02
ROA	9.51	12.05	19.88	19.05	20.19
ROIC	13.36	17.84	33.43	34.87	40.72
부채비율	103.39	102.90	72.75	58.10	47.64
순부채비율	32.84	17.79	(5.40)	(22.32)	(36.21)
이자보상배율(배)	18.87	12.08	29.20	40.47	51.72

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	353.9	497.3	656.4	909.8	1,276.4
금융자산	133.7	241.5	300.5	504.4	798.9
현금성자산	96.9	218.7	268.6	468.0	756.0
매출채권	83.6	79.8	111.7	127.5	150.5
재고자산	110.3	142.2	198.9	227.1	267.9
기타유동자산	26.3	33.8	45.3	50.8	59.1
비유동자산	571.0	673.0	757.2	835.6	919.0
투자자산	13.9	10.6	12.1	12.9	14.0
금융자산	7.8	7.4	7.7	7.8	8.0
유형자산	475.3	544.3	625.7	703.3	785.6
무형자산	53.6	55.5	55.5	55.5	55.5
기타비유동자산	28.2	62.6	63.9	63.9	63.9
자산총계	924.9	1,170.3	1,413.5	1,745.4	2,195.4
유동부채	225.3	402.0	394.6	436.2	496.6
금융부채	52.3	175.5	87.7	89.4	91.9
매입채무	86.5	106.5	149.1	170.2	200.8
기타유동부채	86.5	120.0	157.8	176.6	203.9
비유동부채	244.8	191.5	200.7	205.2	211.8
금융부채	230.7	168.6	168.6	168.6	168.6
기타비유동부채	14.1	22.9	32.1	36.6	43.2
부채총계	470.2	593.5	595.3	641.4	708.4
지배주주지분	453.0	564.8	806.0	1,091.2	1,473.3
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.5	11.4	11.4	11.4	11.4
자본조정	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
기타포괄이익누계액	1.4	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	409.2	522.2	763.4	1,048.6	1,430.7
비지배주주지분	1.8	12.0	12.2	12.8	13.6
자본총계	454.8	576.8	818.2	1,104.0	1,486.9
순금융부채	149.3	102.6	(44.2)	(246.4)	(538.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	47.8	168.1	279.7	336.6	430.0
당기순이익	80.3	126.6	257.1	301.4	398.6
조정	31.0	49.3	43.6	45.6	46.6
감가상각비	24.9	32.2	39.9	47.3	55.2
외환거래손익	7.2	1.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2.4)	(5.5)	0.0	0.0	0.0
기타	1.3	21.5	3.7	(1.7)	(8.6)
영업활동 자산부채변동	(63.5)	(7.8)	(21.0)	(10.4)	(15.2)
투자활동 현금흐름	(99.8)	(23.7)	(126.2)	(121.6)	(129.4)
투자자산감소(증가)	7.7	15.0	(1.6)	(0.8)	(1.1)
자본증가(감소)	(86.9)	(45.0)	(120.0)	(125.0)	(137.5)
기타	(20.6)	6.3	(4.6)	4.2	9.2
재무활동 현금흐름	37.1	40.6	(111.7)	(20.9)	(20.2)
금융부채증가(감소)	73.5	61.0	(87.8)	1.7	2.5
자본증가(감소)	(0.7)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(22.2)	(8.5)	(8.2)	(6.9)	(7.0)
배당지급	(13.5)	(11.9)	(15.7)	(15.7)	(15.7)
현금의 증감	(17.6)	184.9	(13.2)	199.4	287.9
Unlevered CFO	107.3	174.2	380.6	442.8	567.3
Free Cash Flow	(40.4)	123.1	159.7	211.6	292.5

5) 농심(BUY, TP 54만원): 4Q24 손익보다 중요한 2025년 해외 탑라인

(1) 4Q24 Pre

국내 라면 물량 성장 견조 +수출 호조

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,986억원(YoY 4.9%), 373억원(YoY -4.2%)으로 추정한다. 별도 손익을 하향 조정하였다. ① 국내 라면 매출은 YoY 2.4% 증가할 것으로 추정한다. 신제품 '신라면 톰바' 판매 호조에 기인한다. 다만, 내수 부진에 따른 전반적인 비용 증가가 손익에 다소 부정적으로 작용할 전망이다. ② 국내 수출은 여전히 고성장세가 지속되고 있는 것으로 판단된다. 4분기에도 YoY 30% 수준의 매출 성장 시현이 가능할 것으로 기대된다. 올해 연간 수출액은 YoY 31.1% 증가한 4,200억원으로 추정된다. 내년 수출액은 5천억원을 상회할 것으로 전망한다. ③ 북미 법인은 4분기부터 흐름이 바뀌고 있다. 10월부터 월마트 매대 이동 및 중남미로의 커버리지 확대가 가시화되면서 YoY 두 자리 수 매출 성장이 가능할 것으로 판단한다. 언론보도에 따르면 '신라면 톰바'도 11월부터 미국 현지 생산 및 거래처 입점이 시작된 것으로 파악된다. 관련 프로모션 집행 기인해 영업마진은 YoY 하락할 것으로 추산된다.

(2) 실적 전망 및 투자판단

2025년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 3조 7,467억원(YoY 7.6%), 2,180억원(YoY 21.2%)로 추정한다. ① 국내 수출이 동남아 및 유럽 수요 증가 기인해 견조한 가운데, ② 북미 법인은 지난 4분기부터 유의미한 성장이 전망되기 때문이다. 하나증권은 월마트 매대 이동 만으로도 YoY 10% 내외의 매출 성장이 가능할 것으로 추정한다. 중남미로의 커버리지 확대 및 신제품 '신라면 톰바' 등 라인업 확장 효과까지 감안시 올해 매출액은 YoY 17.6% 증가할 것으로 예상한다. ③ 중국 법인도 점진적 회복세가 전망된다. 2024년은 대리상 교체로 재고조정 기인한 부정적 영향이 불가피했으나 판매가 점차 정상화될 것으로 예상한다. ④ 국내도 손익 위주의 경영 전략을 펼쳐나갈 것으로 사료된다.

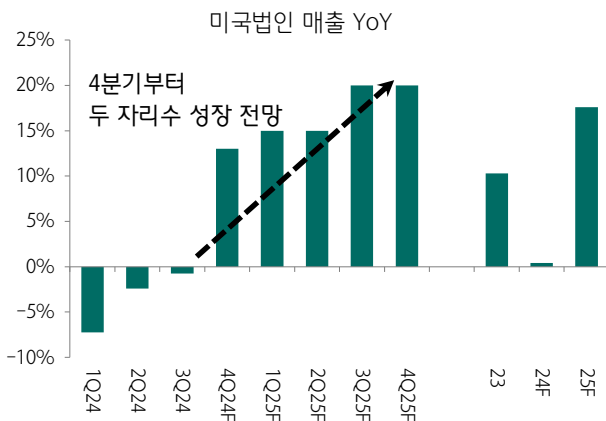
(3) 2025년 전략 고찰

올해 북미 법인 고성장 전망

2022년부터 전문경영인 체제가 본격화 되면서 해외 매출 확대에 집중하는 모습이다. 올해는 신라면 브랜드 인지도 확장을 통해 유럽 및 오세아니아 등 신시장을 적극적으로 개척해 나갈 예정인 만큼 Level-up이 기대된다.

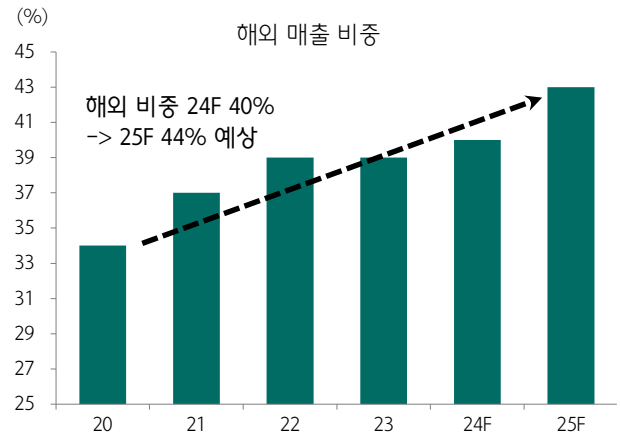
농심의 2025년 해외 매출액을 1조 6,483억원으로 추정한다. 해외 매출 비중은 2024년 40% → 2025년 44%로 확대될 것으로 예상된다. ① 미주에서의 월마트 매대 이동 효과, ② 남미로 커버리지 확장, ③ 중국 기저 및 판매 정상화 기인한 해외 고성장을 전망한다.

도표 44. 북미 법인 4Q24~25년 고성장 예상



자료: 농심, 하나증권

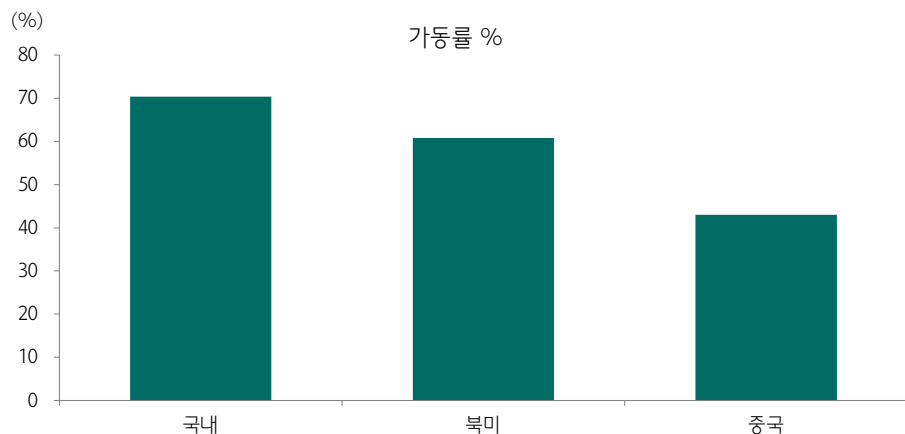
도표 45. 내년 해외 매출 Level-up 전망



자료: 농심, 하나증권

도표 46. 농심 법인별 라면 가동률 현황(3Q24 기준)

북미 Capa 충분해
남미로 진출 본격화 전망



자료: 농심, 하나증권

도표 47. 농심 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24F	25F
매출액	872.5	860.7	850.4	898.6	930.5	919.0	923.1	974.1	3,410.6	3,482.2	3,746.7
① 국내	683.8	687.2	667.5	680.9	713.8	719.7	706.5	717.2	2,605.4	2,719.3	2,857.2
-라면	490.9	506.6	492.8	511.6	520.3	538.8	528.9	544.6	1,869.3	2,001.9	2,132.6
-스낵	121.6	115.0	111.4	110.8	121.6	115.0	114.7	114.1	459.8	458.7	465.4
② 북미	161.2	150.1	152.8	173.6	185.3	172.7	183.4	208.3	635.2	637.7	749.7
③ 중국	47.6	41.1	33.4	44.5	52.3	45.2	36.8	48.9	189.3	166.6	183.2
④ 일본	23.3	27.0	26.2	29.5	25.6	29.7	28.8	32.5	95.3	106.0	116.6
YoY	1.4%	2.8%	-0.6%	4.9%	6.6%	6.8%	8.6%	8.4%	9.0%	2.1%	7.6%
① 국내	7.0%	6.1%	1.2%	3.3%	4.4%	4.7%	5.8%	5.3%	8.7%	4.4%	5.1%
② 북미	-7.2%	-2.4%	-0.8%	13.0%	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%	10.3%	0.4%	17.6%
③ 중국	-18.0%	-7.6%	-21.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-18.2%	-12.0%	10.0%
④ 일본	7.7%	7.5%	20.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.1%	11.2%	10.0%
영업이익	61.4	43.7	37.6	37.3	65.2	45.1	52.0	55.7	212.1	180.0	218.0
YoY	-3.7%	-18.7%	-32.5%	-4.2%	6.2%	3.3%	38.4%	49.3%	89.1%	-15.1%	21.2%
OPM	7.0%	5.1%	4.4%	4.2%	7.0%	4.9%	5.6%	5.7%	6.2%	5.2%	5.8%
① 국내	37.2	17.4	17.0	19.0	39.0	18.0	27.0	25.0	124.3	91.6	109.0
② 북미	15.8	17.0	9.6	12.2	16.7	18.1	16.5	20.8	63.7	54.5	72.1
③ 중국	4.9	6.8	2.8	3.6	5.5	5.0	4.0	5.4	11.6	18.1	19.9
세전이익	71.3	57.3	51.1	43.3	76.0	55.9	62.4	64.6	231.1	223.0	258.9
YoY	1.0%	-4.5%	-22.0%	23.8%	6.6%	-2.4%	22.1%	49.3%	45.5%	-3.5%	16.1%
지배순이익	53.3	42.8	36.5	27.4	57.8	41.4	45.1	44.8	171.9	160.0	189.0
YoY	-2.1%	-4.7%	-27.1%	21.9%	8.4%	-3.3%	23.6%	63.2%	48.0%	-6.9%	18.2%
NPM	6.1%	5.0%	4.3%	3.1%	6.2%	4.5%	4.9%	4.6%	5.0%	4.6%	5.0%

자료: 하나증권

농심 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,129.1	3,410.6	3,482.2	3,746.7	3,971.5
매출원가	2,229.5	2,375.3	2,483.9	2,655.7	2,792.0
매출총이익	899.6	1,035.3	998.3	1,091.0	1,179.5
판매비	787.4	823.2	818.3	873.0	913.5
영업이익	112.2	212.1	180.0	218.0	266.1
금융손익	8.6	19.5	22.7	26.2	29.6
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	38.6	0.1	20.4	14.7	15.5
세전이익	158.8	231.1	223.0	258.9	311.1
법인세	42.8	59.7	62.4	69.0	83.4
계속사업이익	116.0	171.5	160.6	189.9	227.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	116.0	171.5	160.6	189.9	227.7
비지배주주지분 순이익	(0.1)	(0.4)	0.6	0.9	1.1
지배주주순이익	116.1	171.9	160.0	189.0	226.5
지배주주지분포괄이익	141.8	154.9	161.1	190.5	228.4
NOPAT	81.9	157.3	129.6	159.9	194.7
EBITDA	228.6	330.1	297.5	343.9	400.1
성장성(%)					
매출액증가율	17.50	9.00	2.10	7.60	6.00
NOPAT증가율	5.95	92.06	(17.61)	23.38	21.76
EBITDA증가율	8.24	44.40	(9.88)	15.60	16.34
영업이익증가율	5.75	89.04	(15.13)	21.11	22.06
(지배주주)순이익증가율	16.33	48.06	(6.92)	18.13	19.84
EPS증가율	16.32	48.03	(6.94)	18.12	19.88
수익성(%)					
매출총이익률	28.75	30.36	28.67	29.12	29.70
EBITDA이익률	7.31	9.68	8.54	9.18	10.07
영업이익률	3.59	6.22	5.17	5.82	6.70
계속사업이익률	3.71	5.03	4.61	5.07	5.73

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,091	28,261	26,301	31,068	37,243
BPS	392,090	412,814	434,362	460,676	493,166
CFPS	43,659	59,561	52,261	58,958	68,318
EBITDAPS	37,577	54,273	48,908	56,542	65,778
SPS	514,425	560,704	572,489	615,971	652,930
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
주기지표(배)					
PER	18.70	14.40	14.22	11.22	9.36
PBR	0.91	0.99	0.86	0.76	0.71
PCFR	8.18	6.83	7.16	5.91	5.10
EV/EBITDA	7.29	5.41	4.87	3.50	2.68
PSR	0.69	0.73	0.65	0.57	0.53
재무비율(%)					
ROE	5.17	7.26	6.41	7.15	8.03
ROA	3.91	5.48	4.84	5.42	6.09
ROIC	4.85	8.92	7.38	8.91	10.38
부채비율	31.07	32.53	31.44	31.63	31.10
순부채비율	(22.26)	(28.65)	(32.59)	(34.00)	(36.14)
이자보상배율(배)	36.56	54.86	47.80	57.57	69.45

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,208.5	1,419.8	1,572.6	1,715.2	1,889.3
금융자산	579.5	760.3	899.3	991.1	1,122.1
현금성자산	127.9	142.9	270.8	321.5	417.6
매출채권	279.2	292.4	298.5	321.2	340.5
재고자산	296.9	318.2	324.9	349.6	370.6
기타유동자산	52.9	48.9	49.9	53.3	56.1
비유동자산	1,826.2	1,814.9	1,808.7	1,882.9	1,955.0
투자자산	74.5	74.6	74.7	74.8	74.9
금융자산	72.5	73.1	73.1	73.1	73.1
유형자산	1,527.3	1,535.1	1,532.0	1,609.0	1,683.8
무형자산	46.8	61.7	58.5	55.6	52.8
기타비유동자산	177.6	143.5	143.5	143.5	143.5
자산총계	3,034.7	3,234.8	3,381.3	3,598.1	3,844.3
유동부채	616.5	696.5	709.9	760.4	803.4
금융부채	30.0	31.7	31.6	32.4	33.0
매입채무	320.7	371.3	379.1	407.9	432.4
기타유동부채	265.8	293.5	299.2	320.1	338.0
비유동부채	102.9	97.5	98.9	104.2	108.6
금융부채	34.2	29.4	29.4	29.4	29.4
기타비유동부채	68.7	68.1	69.5	74.8	79.2
부채총계	719.4	793.9	808.8	864.6	912.0
지배주주지분	2,304.1	2,430.2	2,561.3	2,721.3	2,919.0
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	121.8	121.8	121.8	121.8	121.8
자본조정	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
기타포괄이익누계액	35.3	42.5	42.5	42.5	42.5
이익잉여금	2,197.5	2,316.2	2,447.3	2,607.4	2,805.0
비지배주주지분	11.2	10.6	11.2	12.2	13.3
자본총계	2,315.3	2,440.8	2,572.5	2,733.5	2,932.3
순금융부채	(515.3)	(699.2)	(838.4)	(929.4)	(1,059.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	159.7	327.2	277.6	314.0	360.1
당기순이익	116.0	171.5	160.6	189.9	227.7
조정	118.0	155.0	117.5	125.9	134.0
감가상각비	116.4	118.1	117.5	125.9	134.0
외환거래손익	3.9	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0
기타	(2.8)	36.2	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(74.3)	0.7	(0.5)	(1.8)	(1.6)
투자활동 현금흐름	(106.9)	(267.4)	(122.4)	(241.2)	(241.0)
투자자산감소(증가)	(0.9)	11.5	(0.0)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(51.3)	(108.0)	(111.3)	(200.0)	(206.0)
기타	(54.7)	(170.9)	(11.1)	(41.1)	(34.9)
재무활동 현금흐름	(86.2)	(32.0)	(29.0)	(28.1)	(28.3)
금융부채증가(감소)	(41.5)	(3.2)	(0.1)	0.8	0.7
자본증가(감소)	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(22.5)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.1)
배당지급	(23.1)	(28.9)	(28.9)	(28.9)	(28.9)
현금의 증감	(33.4)	27.8	135.0	50.6	96.0
Unlevered CFO	265.6	362.3	317.9	358.6	415.6
Free Cash Flow	66.8	219.2	166.4	114.0	154.1

6) 롯데웰푸드(BUY, TP 20만원): 원가 부담 VS. 해외 탑라인 견조

(1) 4Q24 Pre

해외 탑라인은 견조하나
주요 원재료 상승 부담

4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 9,957억원(YoY 1.6%), 167억원(YoY -42.8%)으로 추정한다. 시장 기대를 큰 폭 하회할 것으로 예상한다. 3분기와 마찬가지로 카카오 시세 급등에 따른 원가 부담이 연말까지 이어질 것으로 전망하기 때문이다. 장기근속 관련 금 중당금 등 일회성 비용도 반영될 공산이 커 보인다. ① 국내 제과 및 빙과 매출액은 모두 YoY 1% 내외 성장이 예상된다. 내수 소비경기 둔화 기인해 총수요가 여전히 부진하다. 초코렛 관련 원가 부담이 가중되고 있는 만큼 영업마진도 YoY 하락이 불가피해 보인다. ② 식품 매출은 식자재 디마케팅에 따른 역기저가 소멸되면서 매출 감소세가 둔화될 전망이다. 유지 수익성은 여전히 견조한 레벨에서 유지 중인 것으로 파악된다. ③ 해외 제과 매출액은 YoY 10% 내외 증가할 것으로 추산된다. 인도 건과가 초코파이 3rd 라인 가동 이후 견조한 성장을 유지하는 가운데, 빙과도 문순 영향에서 벗어나면서 10% 내외 매출 성장을 시현 중인 것으로 파악된다. 카자흐스탄도 루블화 가치가 개선되면서 YoY 매출 감소세가 일단락될 것으로 예상한다.

(2) 실적 전망 및 투자판단

2025년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4조 2,422억원(YoY 4.2%), 2,197억원(YoY 13.6%)으로 추정한다. ① 국내 건과 및 빙과는 수익성 중심의 경영 기조가 이어질 것으로 판단된다. 생산 효율화를 위한 자산 재배치 작업도 이어질 것이다. 작년 증평공장에 이어 올해는 청주 공장이 섰다운될 것으로 파악된다. ② 카카오 관련 원가 부담이 상반기까지 이어질 가능성이 상존하나, 해외에서의 적극적인 판가 정책이 이를 일부 상쇄할 것으로 기대한다. ③ 인도를 중심으로 해외도 두 자리 수 탑라인 성장이 전망되어 긍정적이다.

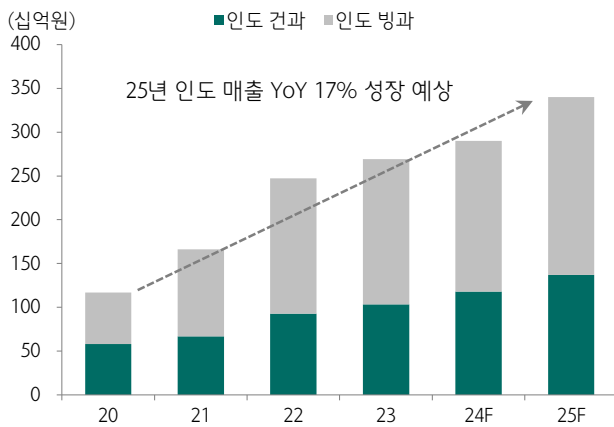
(3) 2025년 전략 고찰

적극적인 해외 보폭 확대

사측은 해외 비중을 2024년 20%→ 2028년 35% 이상으로 확대한다는 비전을 밝혔다. ① 올해 인도 하브모어 푸네 신공장 가동이 예정되어 있으며, ② 건과도 빼빼로 자동화 생산라인을 구축할 예정이다. ③ 빼빼로는 인도 이외 지역에도 글로벌 전략 상품으로 육성하기 위한 브랜드 마케팅을 진행 중이다.

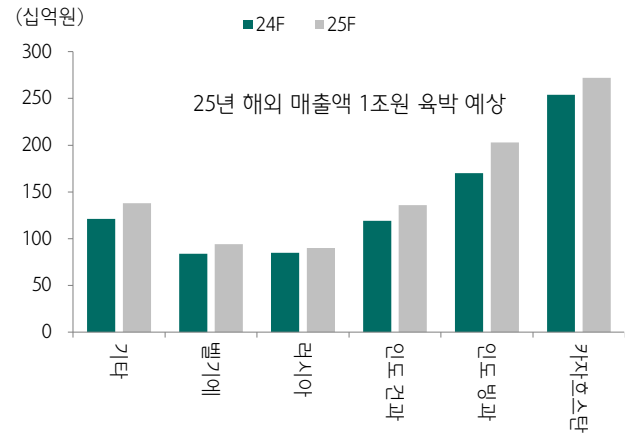
롯데윌푸드 2025년 해외 매출액을 전년대비 10.2% 증가한 9,332억원으로 추정한다. 인도 매출이 YoY 17.2% 고성장하면서 전사 해외 성장을 견인할 것으로 전망한다. 인도는 상반기 건과-빙과 법인 합병을 통한 적극적인 커버리지 확대가 기대되기 때문이다. ① 건과-빙과 공동 마케팅 및 ② 푸네 신공장 가동에 따른 생산 능력 확대, ③ ‘빼빼로’ 등 제품 라인업 확대가 가시화될 전망이다. 루블화 가치가 회복되면서 카자흐스탄도 YoY 견조한 매출 성장이 예상된다.

도표 48. 인도 매출 전망



자료: 하나증권, 롯데윌푸드

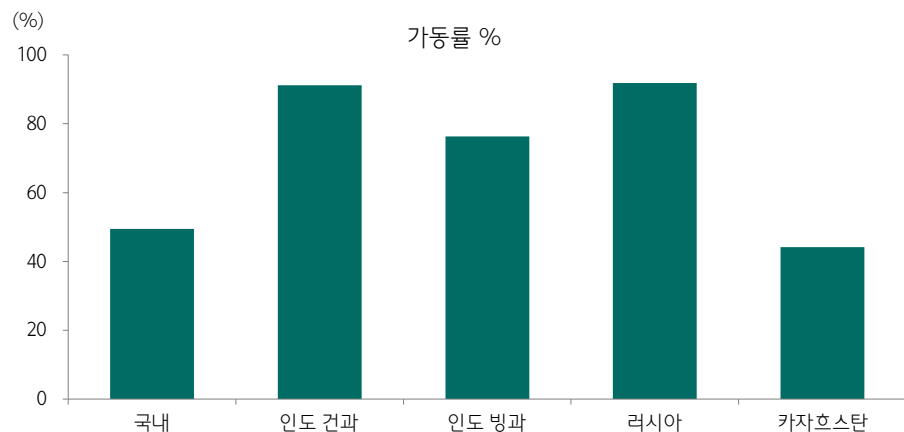
도표 49. 해외 매출 전망



자료: 하나증권, 롯데윌푸드

도표 50. 롯데윌푸드 가동률 현황(3Q24 기준)

국내 생산설비 재배치 작업 중



자료: 롯데윌푸드, 하나증권

도표 51. 롯데월드 실적 전망

(단위:십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24F	25F
매출액	951.1	1,044.2	1,078.5	995.7	978.2	1,091.4	1,133.2	1,039.4	4,066.4	4,069.4	4,242.2
① 제과	418.5	488.3	523.9	427.9	423.0	500.0	547.7	437.4	1,832.7	1,858.6	1,908.1
② 푸드	335.6	339.6	344.3	345.7	340.5	349.8	354.6	356.1	1,452.4	1,365.2	1,400.9
③ 해외	197.2	219.4	208.0	222.1	214.7	241.6	230.8	246.0	800.6	846.7	933.2
YoY	-0.9%	0.3%	-0.7%	1.6%	2.9%	4.5%	5.1%	4.4%	-0.9%	0.1%	4.2%
① 제과	2.0%	3.3%	-0.1%	0.7%	1.1%	2.4%	4.5%	2.2%	3.9%	1.4%	2.7%
② 푸드	-8.6%	-7.9%	-4.9%	-2.5%	1.4%	3.0%	3.0%	3.0%	-6.3%	-6.0%	2.6%
③ 해외	3.3%	5.6%	4.4%	9.6%	8.9%	10.1%	11.0%	10.8%	0.7%	5.8%	10.2%
영업이익	37.3	63.3	76.0	16.7	30.0	69.0	89.0	31.7	177.0	193.4	219.7
YoY	100.6%	30.3%	-5.7%	-42.8%	-19.6%	9.0%	17.0%	89.7%	29.8%	9.2%	13.6%
OPM	3.9%	6.1%	7.1%	1.7%	3.1%	6.3%	7.9%	3.0%	4.4%	4.8%	5.2%
국내(제과+푸드)	27.2	41.8	65.4	5.7	20.0	45.0	71.0	17.7	127.3	140.1	153.7
해외	14.3	21.6	14.0	11.0	10.0	24.0	18.0	14.0	58.6	60.9	66.0
세전이익	28.8	58.8	61.8	4.5	19.8	59.8	79.8	21.5	109.8	154.0	181.1
YoY	979.5%	141.3%	-35.6%	-134.4%	-31.2%	1.7%	29.1%	375.1%	52.6%	40.2%	17.5%
(지배)순이익	21.5	42.1	46.1	3.3	14.3	43.1	58.5	15.8	70.5	113.0	131.7
YoY	107.2%	103.4%	99.8%	95.0%	103.0%	103.0%	99.0%	99.0%	50.1%	60.2%	16.5%
NPM	2.3%	4.0%	4.3%	0.3%	1.5%	4.0%	5.2%	1.5%	1.7%	2.8%	3.1%

자료: 하나증권

롯데웰푸드 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,203.3	4,066.4	4,069.4	4,242.2	4,411.9
매출원가	2,291.1	2,934.7	2,930.0	3,045.9	3,158.9
매출총이익	912.2	1,131.7	1,139.4	1,196.3	1,253.0
판매비	799.8	954.7	946.1	976.7	1,006.0
영업이익	112.4	177.0	193.4	219.7	247.0
금융손익	(25.7)	(56.4)	(27.9)	(26.0)	(20.9)
종속/관계기업손익	(1.6)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(33.7)	(9.9)	(11.5)	(12.5)	(13.1)
세전이익	51.5	109.8	154.0	181.1	213.0
법인세	7.6	42.1	43.7	50.4	65.0
계속사업이익	43.9	67.8	110.3	130.8	148.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.9	67.8	110.3	130.8	148.0
비지배주주지분 손이익	(3.2)	(2.8)	(2.6)	(0.9)	(1.0)
지배주주순이익	47.0	70.5	113.0	131.7	149.0
지배주주지분포괄이익	45.5	50.7	107.5	127.4	144.1
NOPAT	95.7	109.2	138.5	158.6	171.6
EBITDA	266.0	367.7	406.3	425.6	448.2
성장성(%)					
매출액증가율	49.31	26.94	0.07	4.25	4.00
NOPAT증가율	31.28	14.11	26.83	14.51	8.20
EBITDA증가율	17.34	38.23	10.50	4.75	5.31
영업이익증가율	3.59	57.47	9.27	13.60	12.43
(지배주주)순이익증가율	34.67	50.00	60.28	16.55	13.14
EPS증가율	9.07	26.05	60.21	16.55	13.13
수익성(%)					
매출총이익률	28.48	27.83	28.00	28.20	28.40
EBITDA이익률	8.30	9.04	9.98	10.03	10.16
영업이익률	3.51	4.35	4.75	5.18	5.60
계속사업이익률	1.37	1.67	2.71	3.08	3.35

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,931	7,476	11,977	13,959	15,792
BPS	216,983	220,199	229,364	240,512	253,492
CFPS	34,344	41,285	41,859	43,799	46,122
EBITDAPS	33,546	38,973	43,065	45,112	47,501
SPS	403,954	431,010	431,327	449,647	467,632
DPS	2,300	3,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	20.65	16.56	9.32	7.49	6.62
PBR	0.56	0.56	0.49	0.43	0.41
PCFR	3.57	3.00	2.67	2.39	2.27
EV/EBITDA	8.00	5.48	4.76	4.06	3.53
PSR	0.30	0.29	0.26	0.23	0.22
재무비율(%)					
ROE	2.89	3.46	5.39	6.00	6.46
ROA	1.39	1.70	2.66	3.03	3.46
ROIC	4.33	4.15	5.19	5.85	6.40
부채비율	94.41	95.98	92.42	89.58	71.59
순부채비율	41.84	35.35	35.75	28.24	21.02
이자보상배율(배)	3.97	3.65	3.89	4.41	5.72

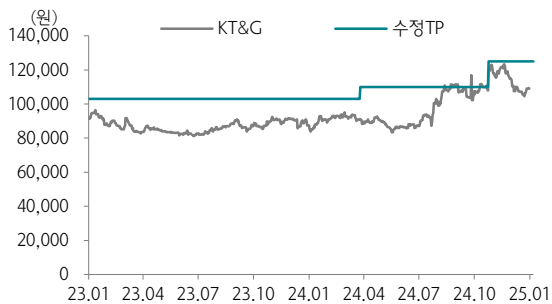
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,449.0	1,488.9	1,451.2	1,627.2	1,445.5
금융자산	409.8	607.8	569.4	708.3	490.1
현금성자산	318.4	499.1	460.7	596.0	374.3
매출채권	359.9	350.7	351.0	365.9	380.5
재고자산	623.4	481.2	481.5	502.0	522.0
기타유동자산	55.9	49.2	49.3	51.0	52.9
비유동자산	2,656.3	2,710.2	2,831.7	2,788.8	2,758.7
투자자산	137.3	105.6	105.6	108.7	111.8
금융자산	91.5	59.5	59.6	60.7	61.8
유형자산	1,853.4	1,975.7	2,111.8	2,079.2	2,058.3
무형자산	312.5	294.3	279.7	266.3	254.1
기타비유동자산	353.1	334.6	334.6	334.6	334.5
자산총계	4,105.3	4,199.1	4,282.8	4,416.0	4,204.2
유동부채	921.1	932.1	932.4	953.2	612.0
금융부채	428.7	449.8	449.8	450.6	89.8
매입채무	186.4	167.2	167.3	174.5	181.4
기타유동부채	306.0	315.1	315.3	328.1	340.8
비유동부채	1,072.5	1,124.4	1,124.5	1,133.4	1,142.1
금융부채	864.6	915.4	915.4	915.4	915.4
기타비유동부채	207.9	209.0	209.1	218.0	226.7
부채총계	1,993.6	2,056.5	2,057.0	2,086.6	1,754.1
지배주주지분	2,023.8	2,054.1	2,140.7	2,245.8	2,368.3
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4
자본조정	437.9	437.9	437.9	437.9	437.9
기타포괄이익누계액	(47.9)	(47.8)	(47.8)	(47.8)	(47.8)
이익잉여금	498.7	529.0	615.4	720.6	843.1
비지배주주지분	87.8	88.5	85.1	83.5	81.8
자본총계	2,111.6	2,142.6	2,225.8	2,329.3	2,450.1
순금융부채	883.5	757.4	795.8	657.8	515.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	93.7	453.0	351.2	362.3	369.6
당기순이익	43.9	67.8	110.3	130.8	148.0
조정	193.7	288.2	240.9	232.0	222.1
감가상각비	153.6	190.7	212.9	206.0	201.1
외환거래손익	11.3	10.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.6	0.9	0.0	0.0	0.0
기타	27.2	86.0	28.0	26.0	21.0
영업활동 자산부채변동	(143.9)	97.0	(0.0)	(0.5)	(0.5)
투자활동 현금흐름	(104.8)	(236.5)	(313.4)	(143.7)	(153.1)
투자자산감소(증가)	(114.4)	119.0	(0.7)	(3.8)	(3.7)
자본증가(감소)	(124.7)	(324.6)	(334.3)	(160.0)	(168.0)
기타	134.3	(30.9)	21.6	20.1	18.6
재무활동 현금흐름	32.6	3.1	(76.3)	(75.5)	(430.5)
금융부채증가(감소)	446.8	71.9	0.0	0.8	(360.8)
자본증가(감소)	(46.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(357.3)	(48.5)	(49.8)	(49.8)	(43.2)
배당지급	(10.3)	(20.3)	(26.5)	(26.5)	(26.5)
현금의 증감	21.6	219.6	(80.6)	135.3	(221.7)
Unlevered CFO	272.3	389.5	394.9	413.2	435.1
Free Cash Flow	(33.3)	128.4	16.9	202.3	201.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

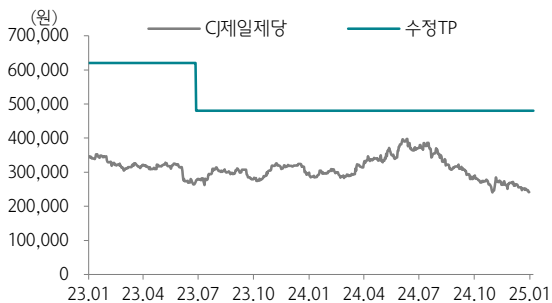
KT&G



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.8	BUY	125,000		
24.4.9	BUY	110,000	-12.33%	6.27%
23.2.10	1년 경과		-	-
22.2.10	BUY	103,000	-16.31%	-3.01%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

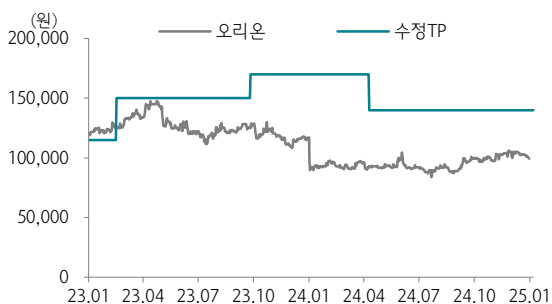
C제일제당



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.12	BUY	480,000		
23.1.21	1년 경과		-	-
22.1.21	BUY	620,000	-37.47%	-30.89%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

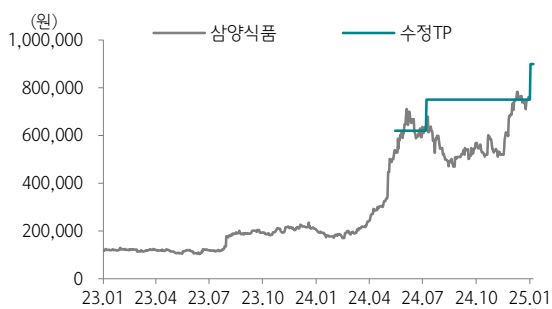
오리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.24	BUY	140,000		
23.10.10	BUY	170,000	-37.77%	-23.53%
23.3.2	BUY	150,000	-14.72%	-1.47%
22.4.5	BUY	115,000	-7.89%	12.87%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

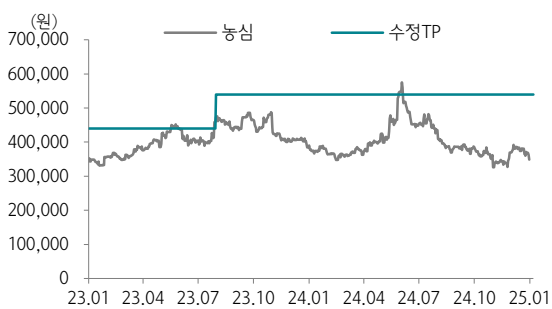
삼양식품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.16	BUY	900,000		
24.7.22	BUY	750,000	-22.22%	4.40%
24.5.22	BUY	620,000	-1.80%	14.84%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

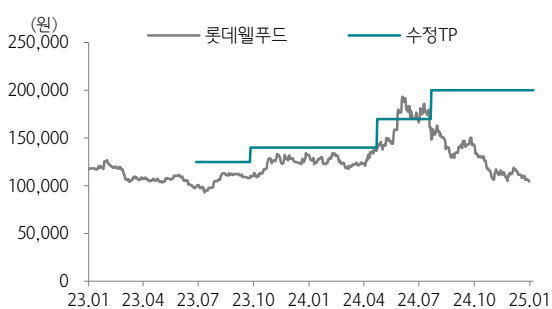
농심



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.14	BUY	540,000		
23.4.5	1년 경과		-	-
22.4.5	BUY	440,000	-28.83%	-13.64%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데웰푸드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.5	BUY	200,000		
24.5.7	BUY	170,000	-1.76%	13.71%
23.10.10	BUY	140,000	-10.80%	-1.57%
23.7.12	BUY	125,000	-15.43%	-9.60%
22.7.18	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 1월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2025년 1월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.57%	4.98%	0.45%	100%

* 기준일: 2025년 01월 13일