



2025.05.20

Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com

RA 고찬결 cgko@hanafn.com

음식료/담배 Overweight 2H25 Outlook

10년 전 일본 VS. 오늘의 우리

Overcoming
Population Decline



음식료/담배 Overweight

2H25 Outlook: 10년 전 일본 VS. 오늘의 우리

Summary

- ✓ 내수 부진, 장기 하락의 초입이라면?
- ✓ 10년 전 일본 ‘Q’ 감소 타계를 위해 해외 확장, 해외 비중 따라 밸류에이션 양극화
- ✓ Issue Check: 곡물가, 중국 부양책, 관세

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월16일)
삼양식품(003230)	BUY	1,350,000원	1,180,000원
농심(004370)	BUY	540,000원	454,000원
KT&G(033780)	BUY	140,000원	119,700원
롯데웰푸드(280360)	BUY	200,000원	113,200원

목차

1. Case Study: 10년 전 일본	3
1) 내수 부진, 장기 하락의 초입이라면?	3
2) 고령화를 10년 먼저 겪었던 '일본'	5
3) 인구수와 밀접한 식음료 산업	6
4) 'Q' 감소 타계를 위해 해외 확장— 주가도 상승	7
5) 밸류에이션도 양극화	9
6) 우리나라도 해외 확장 가능성 높은 업체로 선별적 투자 유망	10
2. Issue Check	12
1) 중국의 미국산 곡물 수입 중단	12
2) 카카오/오렌지/커피/팜유 가격 동향	14
3) 중국 정부의 적극적인 부양책, 주가 영향 점검	16
4) 관세 영향 점검	20
3. Top picks 및 관심종목	21
해외 확장성 높은 업체의 BUY&Hold 전략 유지	21
기업분석	23
삼양식품(003230)	24
농심(004370)	27
KT&G(033780)	30
롯데웰푸드(280360)	34

2025년 05월 20일 | 산업분석_Update

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 5월 16일

삼양식품(003230)

BUY | TP 135만원 | CP 1,180,000원

농심(004370)

BUY | TP 540,000원 | CP 454,000원

KT&G(033780)

BUY | TP 140,000원 | CP 119,700원

롯데푸드(280360)

BUY | TP 200,000원 | CP 113,200원

음식료/담배

2H25 Outlook: 10년 전 일본 VS. 오늘의 우리

10년 전 일본, 내수 매출 연평균 -3% 감소 시작

일본은 이미 2008년부터 인구 자연 감소가 시작되었다. 2008년 일본의 총 인구수는 약 1억 2,806만명에서 2025년 1억 2,301만명으로 감소한 것으로 추산된다. 동기간 생산가능 인구 수는 6,421만명에서 5,877만명으로 감소한 것으로 추정된다. 고령화율은 2008년 22%→2025년 30%로 큰 폭 상승했다. 당시 일본 음식료 업체들은 시차를 두고 'Q' 감소 기인한 매출 감소를 경험했다. 주요 음식료 상장 3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드)의 합산 내수 매출액은 2008년 1조 4,572억엔에서→ 2018년 9,885억엔으로 -32% 감소했다. 2008년~2018년 10년 간 연평균 -3% 감소한 셈이다.

일본 음식료 업체의 밸류에이션 양극화

2012년 이후 반전이 나타났다. 일본 음식료 업체들은 '해외' 확장에 집중하기 시작했다. 해외 업체의 M&A 및 생산설비 투자를 적극적으로 단행했다. 동기간 아베노믹스의 무제한 양적 완화 정책과 더불어 엔저도 실적에 긍정적 영향을 미쳤다. 주요 음식료 상장 3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드)의 합산 해외 비중은 2012년 30%→2018년 50%까지 상승했다. 2024년 3사의 평균 해외 비중은 60%로 추산된다. 해외 매출 확대가 가시화되기 시작한 이후, 시가총액도 상승하기 시작했다. 합산 시가총액은 2012년 초 약 1.2조엔→ 2018년 3조엔→ 2024년 6.1조엔으로 증가했다. 지난 12년 간 연평균 14% 상승한 수치이다.

해외 매출 확대가 유의미했던 업체는 밸류에이션도 동반 상승했다. 해외 비중이 유의미하게 상승했던 업체들의 12개월 Fwd PER은 15배를 하단으로 30배까지 Re-Rating 되었다. 2012년부터 2024년 약 12년 동안 평균 24배 내외에서 거래 되었다. 반면, 상대적으로 해외 확장 속도가 느렸던 업체들의 12개월 Fwd PER은 11배~25배에서 형성되었다. 평균 16배 수준에서 거래 되었다. 해외 확장 속도에 따라 타라인 성장이 상이했으며, 이에 밸류에이션도 양극화되는 모습을 볼 수 있었다. 해외 비중이 높은 업체 군은 그렇지 않은 군 대비 약 36% 프리미엄을 향유했다.

우리나라 밸류에이션 양극화 초입, 해외 확장성 높은 업체로의 선별적 투자 유효

우리나라가 저출산 및 생산가능인구 감소에 따른 장기 하락의 초입이라면, 중장기 해외 확장성 높은 업체의 BUY&Hold 전략이 유효하다. 내수에 국한되어 있는 업체의 실적 가시성은 저하될 것이며 밸류에이션은 양극화 될 수 밖에 없다는 판단이다. 따라서 해외 확장성이 높은 업체에 대한 선별적 투자가 안전해 보인다.



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

1. Case Study: 10년 전 일본

1) 내수 부진, 장기 하락의 초입이라면?

내수 부진 장기화에 대한
다양한 원인이 제기되지만,
장기 하락의 초입일 공산 커

내수 부진이 장기화되고 있다. 작년 소매판매액지수는 YoY -2.2% 감소해 2003년(신용카드 사태, YoY -3.2%) 이후 가장 큰 감소 폭을 기록했다. 2022년부터 3년 연속 감소하며 역대 최장기간 하락세다. 이번 소비 절벽은 내구재(자동차, 가전 등), 준내구재(의류, 소형 가전 등), 비내구재(음식료품, 휘발류 등) 포함한 모든 카테고리에서 예외 없이 나타나고 있다는 것이 특징이다. 모든 카테고리가 2년 연속 감소세를 보인 것은 1995년 관련 통계가 집계된 이후 처음 있는 일이라고 한다. 1998년 외환위기 때도 차년도에는 바로 반등에 성공했다.

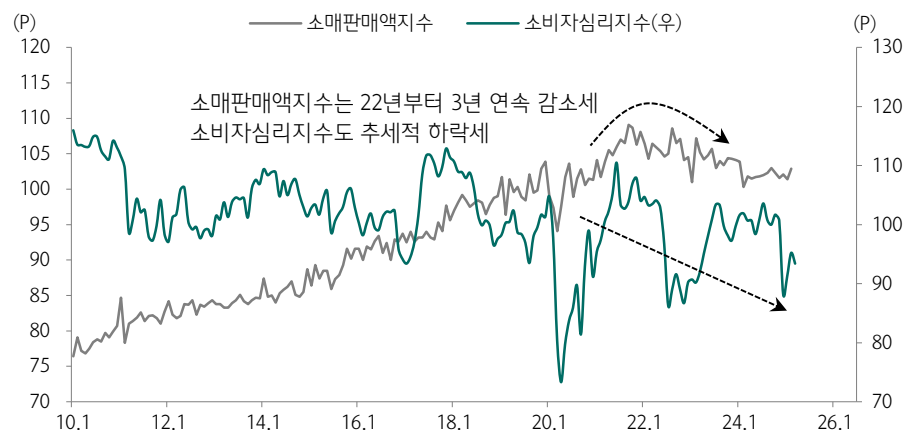
필수소비재로 굳건히 인식되어 오던 음식료만 보더라도, 2023년 YoY -1.8% 감소한 것에 이어 작년에도 YoY -2.5% 감소해 낙폭을 키웠다. 음식료품 소비는 2006년부터 2021년까지 16년 연속 증가했으나 최근 2~3년 간 상황이 급변했다.

내수 부진 장기화를 두고 여러가지 원인이 제기되고 있다. 정치적 불안정부터 고환율 기인한 물가 상승, 관세 부과에 따른 수출 부진 전망 등 다양하다. 최근 내수 회복을 위한 추경 편성 기인한 회복 기대감도 공존한다. 그러나, 저출산 및 생산가능인구 감소에 따른 장기 하락의 초입일 공산이 커 보인다.

최근 대한상공회의소는 우리나라 내수 부진은 인구구조 변화와 고령층 소비성향 감소에 따른 장기 하락 추세에 접어들었다고 분석했다. 우리나라의 내수 소비는 1996년까지 꾸준한 성장세를 유지했으나, 이후 계단식 성장을 둔화를 경험했다. 소비성장률은 1988~1996년에는 9.1%에서 → 1997년 외환위기 이후 4.5%(97~02년) → 2003년 카드대란 이후 3.1%(03~07년) → 2008년 금융위기 이후 2.4%(08~19년) → 2020년 코로나 사태 이후 1.2%까지 급락한 상황이다. 소비 성장률이 둔화되면서 GDP 내 내수소비 비중도 큰 폭 하락했다. 동기간 65세 이상 인구 비중은 빠르게 상승했다. 2000년 7%에서 2024년 20%까지 증가하면서 평균소비성향을 끌어내리고 있다.

도표 1. 소매판매액지수 VS. 소비자심리지수

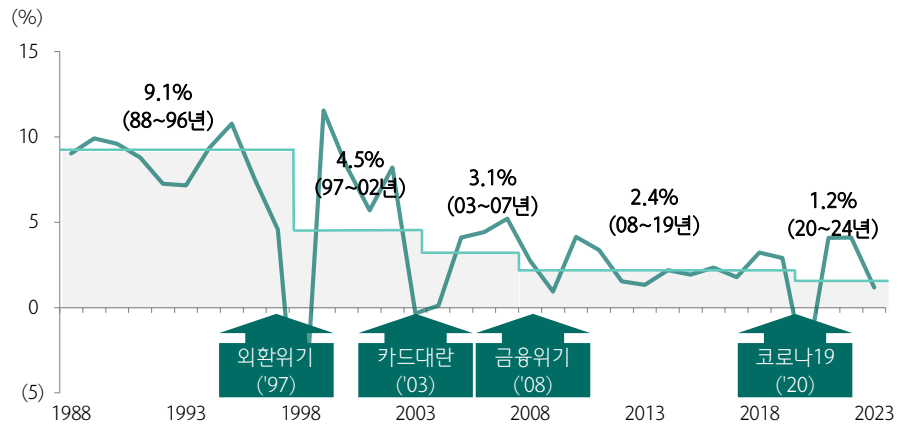
소매판매액지수는
2022년부터 3년 연속 감소하며
역대 최장기간 하락세
VS. 동기간 소비자심리지수도
하락세



자료: 통계청, 하나증권

도표 2. 내수소비 연평균 성장률 추이

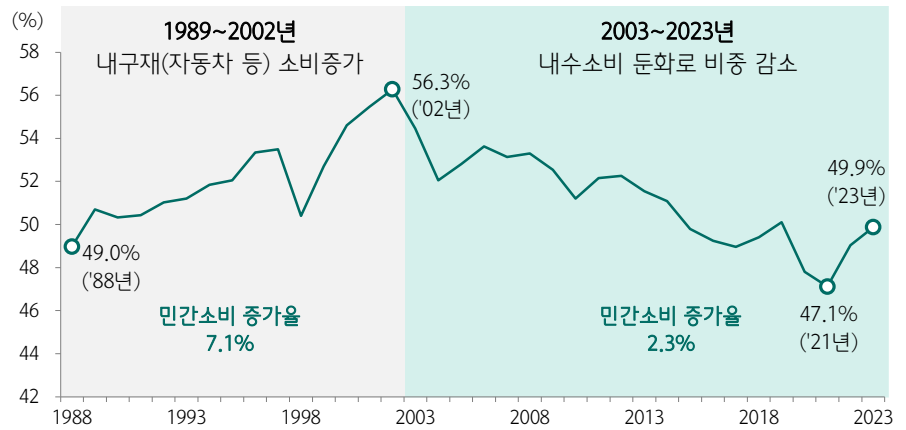
내수소비 연평균 성장률
큰 폭 둔화



자료: 대한상공회의소 '중장기 내수소비 추세 및 국제비교 연구' 발췌, 하나증권

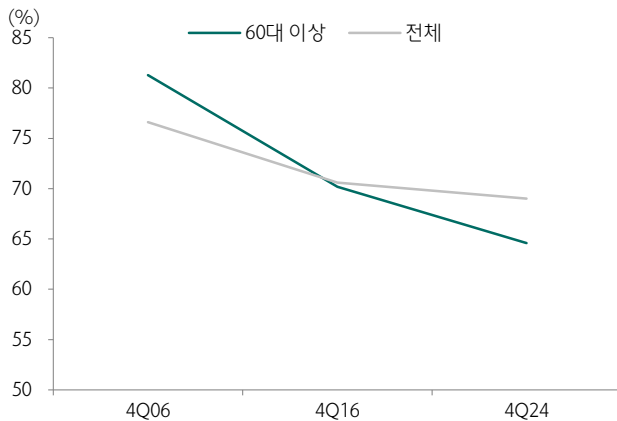
도표 3. GDP 대비 내수소비 비중 추이

소비 성장률이 둔화되면서
GDP 내 내수소비 비중도
감소 추세



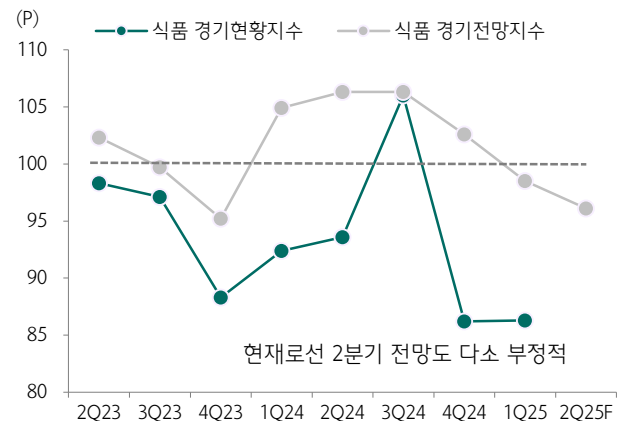
자료: 대한상공회의소 '중장기 내수소비 추세 및 국제비교 연구' 발췌, 하나증권

도표 4. 평균소비성향



자료: 상공회의소 발간자료 인용, 하나증권, 통계청

도표 5. 식품경기현황 및 전망지수



자료: 한국농수산식품유통공사, 하나증권

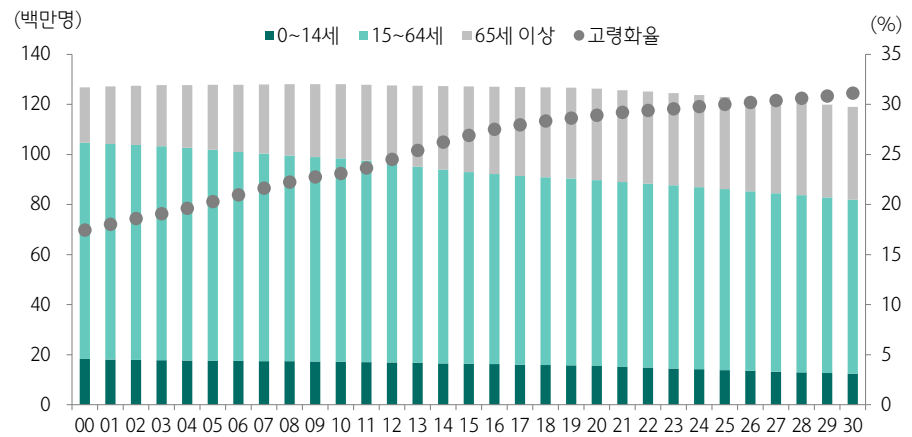
2) 고령화를 10년 먼저 겪었던 ‘일본’

일본은 고령화 사회에 가장 먼저
진입,
우리나라는 진행 속도가 빨라

일본은 이미 2008년부터 인구 자연 감소가 시작되었다. 2008년 일본의 총 인구수는 약 1억 2,806만명에서 2025년 1억 2,301만명으로 감소한 것으로 추산된다. 동기간 생산가능인수 수는 6,421만명에서 5,877만명으로 감소한 것으로 추정된다. 고령화율은 2008년 22%→ 2025년 30%로 큰 폭 상승했다. 이는 초고령 사회 기준인 20%를 10%p나 상회하는 수치이다. 참고로, 우리나라의 인구 자연 감소는 2020년부터 시작되었다. 고령화율은 2020년 15.8%→ 2025년 20.3%로 큰 폭 상승했다. 일본 대비 약 10년 정도 후행하고 있는 셈이다. 결론적으로, 일본이 고령화 사회에 가장 먼저 진입한 나라인 반면, 우리나라는 고령화 진행 속도가 가장 빠른 나라이다.

도표 6. 일본 인구 및 고령화를 추이

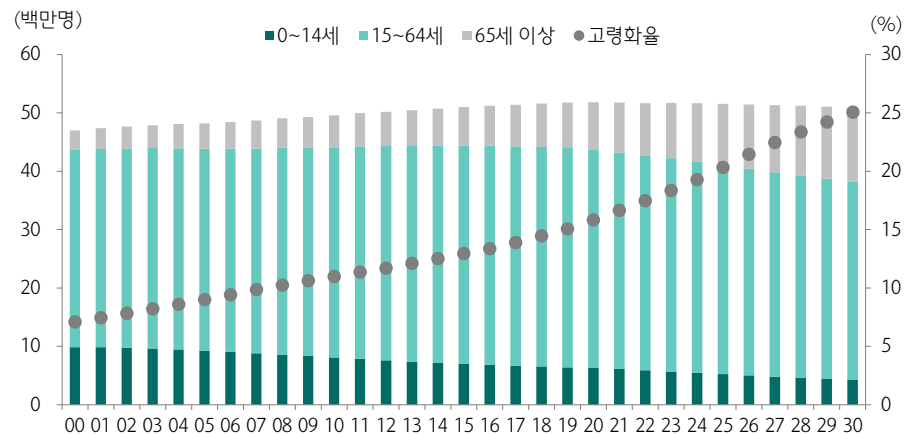
2008년부터 절대 인구수 감소



자료: World Bank Group, 하나증권

도표 7. 우리나라 인구 및 고령화를 추이

2020년부터 절대 인구수 감소



자료: World Bank Group, 하나증권

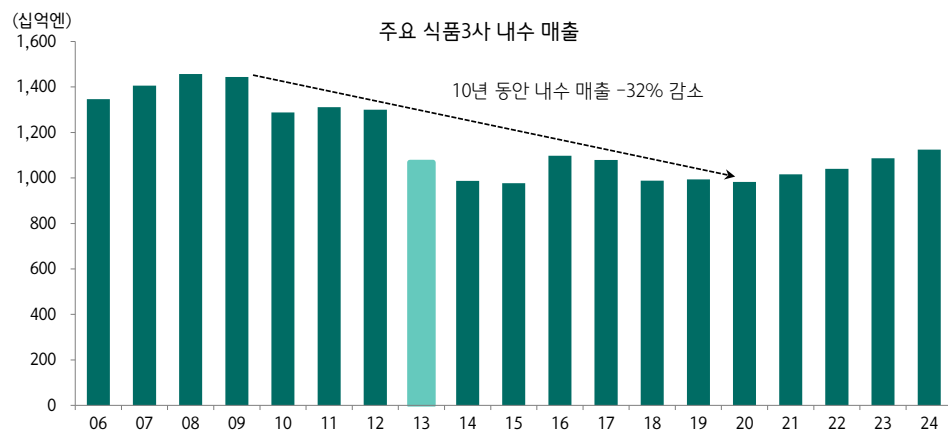
3) 인구수와 밀접한 음식료 산업

일본 음식료 업체들은 ‘Q’ 감소
기인한 실적 부진 시현

당시 일본 음식료 업체들은 시차를 두고 ‘Q’ 감소 기인한 매출 감소를 경험했다. 주요 음식료 상장 3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드)의 합산 내수 매출액은 2008년 1조 4,572억엔에서→ 2018년 9,885억엔으로 -32% 감소했다. 2008년~2018년 10년 간 연평균 -3% 감소한 셈이다. 아지노모토의 내수 매출은 2008년 8,320억엔에서→ 2018년 4,860억엔으로 10년 동안 -41.5% 급감했다. 키코망의 내수 매출은 동기간 2,890억엔에서→ 1,780억엔으로 -38.3% 감소했다. 니신푸드의 내수 매출은 동기간 3,350억엔에서→ 3,230억엔으로 -3.6% 감소했다.

도표 8. 주요 음식료 상장 3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드)의 합산 내수 매출액 추이

2008년~2018년 10년 간
연평균 -3% 감소



자료: 주요 식품3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드) 합산 매출
출처: 각 사, 블룸버그, 하나증권

4) ‘Q’ 감소 타계를 위해 해외 확장→ 주가도 상승

해외 확장에 집중,
엔저와 함께 수출 유의미한 증가
→ 수출 확대되면서
주가도 상승

2012년 이후 반전이 나타났다. 일본 음식료 업체들은 ‘해외’ 확장에 집중하기 시작했다. 해외 업체의 M&A 및 생산설비 투자를 적극적으로 단행했다. 동기간 아베노믹스의 무제한 양적 완화 정책과 더불어 엔저도 실적에 긍정적 영향을 미쳤다.

주요 음식료 상장 3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드)의 합산 해외 비중은 2012년 30%→ 2018년 50%까지 상승했다. 2024년 3사의 평균 해외 비중은 60%로 추산된다. 아지노모토의 해외 비중은 2012년 32%→ 2018년 56%→ 2024년 65%로, 지난 12년 동안 33%p 상승했다. 키코망의 해외 비중은 동기간 2012년 45%→ 2018년 58%→ 2024년 77%로, 지난 12년 동안 32%p 상승했다. 니신푸드의 해외 비중은 2012년 13%→ 2018년 27%→ 2024년 37%로, 지난 12년 간 24%p 상승한 것으로 추산된다.

해외 매출 확대가 가시화되기 시작한 이후, 시가총액도 상승하기 시작했다. 합산 시가총액은 2012년 초 약 1.2조엔→ 2018년 3조엔→ 2024년 6.1조엔으로 증가했다. 지난 12년 간 연평균 14% 상승한 수치이다. 아지노모토의 시가총액은 2012년 6,200억엔→ 2024년 3조 2,800억엔으로 12년 동안 연평균 14% 증가했다. 키코망의 시가총액은 동기간 1,800억엔→ 1조 7천억엔으로 연평균 20% 증가했다. 니신푸드의 시가총액은 동기간 3,500억엔→ 1조 1,500억엔으로 연평균 10% 증가한 것으로 추산된다.

도표 9. 주요 음식료 상장 3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드)의 해외 비중 추이

해외 비중은 과거 대비
유의미하게 확대

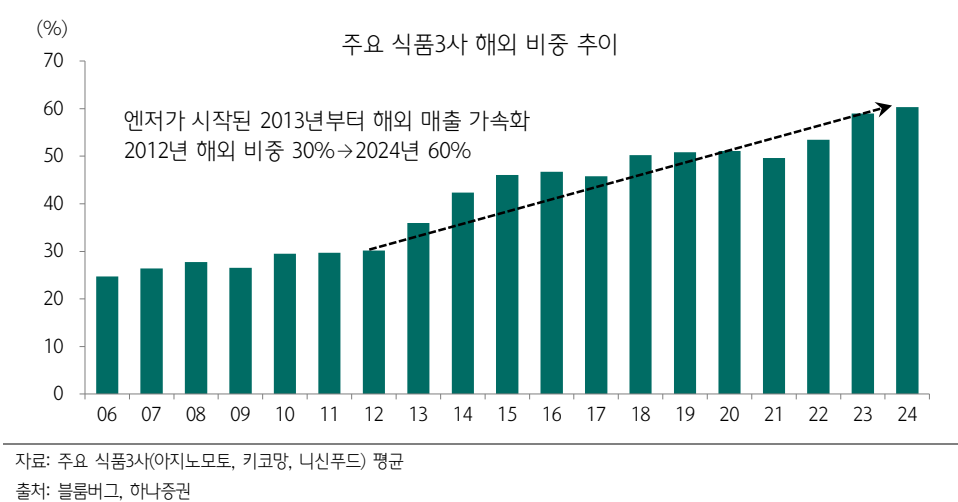
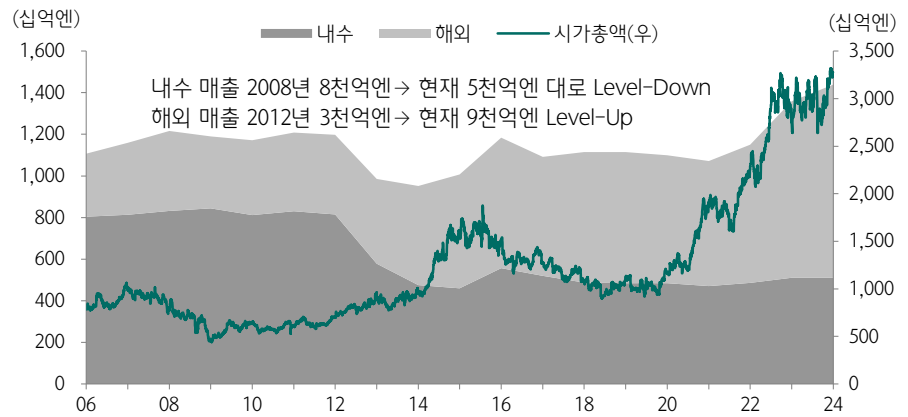


도표 10. 아지노모토 매출 VS. 시가총액 추이

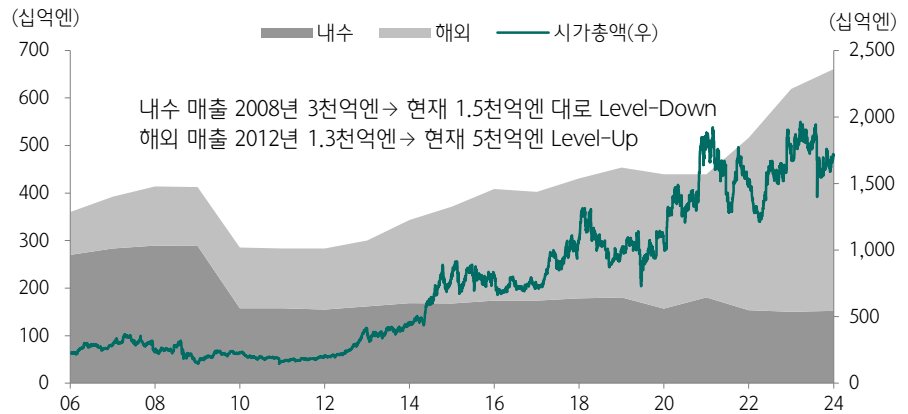
시가총액은 2012년 6,200억엔
→2024년 3조 2,800억엔,
연평균 14% 증가



출처: 블룸버그, 하나증권

도표 11. 키코망 매출 VS. 시가총액 추이

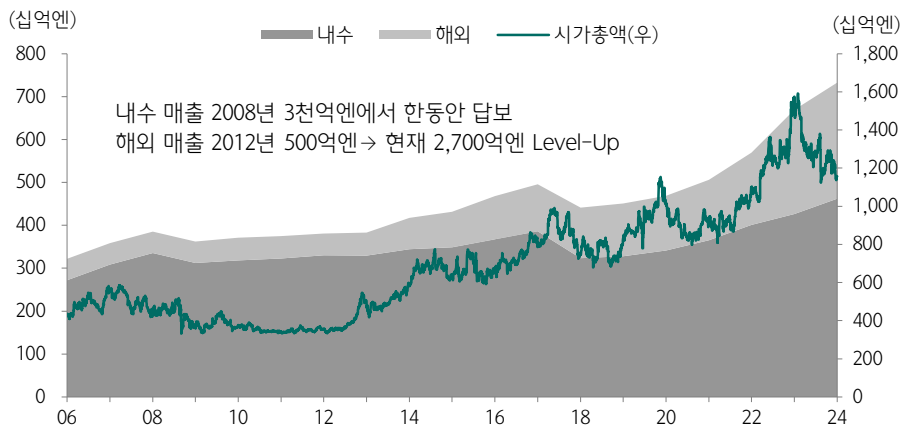
시가총액 2012년 1,800억엔→
2024년 1조 7천억엔,
연평균 20% 증가



출처: 블룸버그, 하나증권

도표 12. 니신푸드 매출 VS. 시가총액 추이

시가총액 2012년 3,500억엔→
2024년 1조 1,500억엔,
연평균 10% 증가



출처: 블룸버그, 하나증권

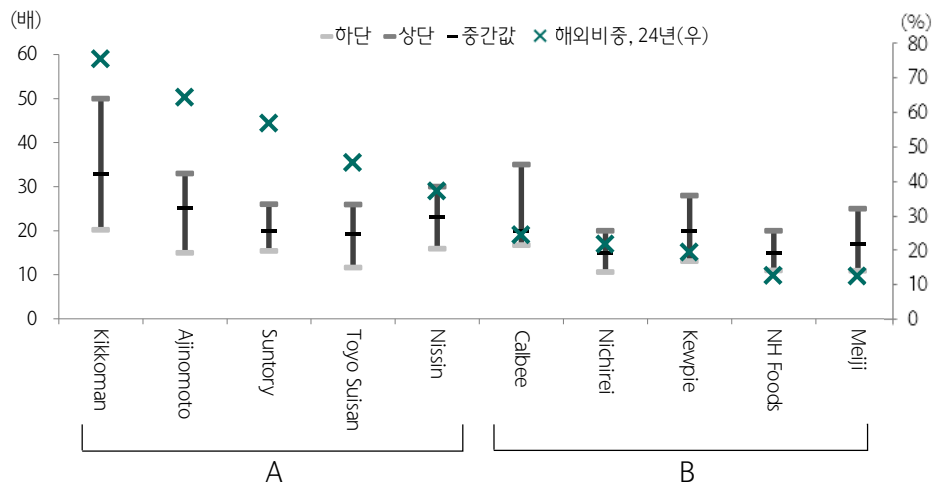
5) 밸류에이션도 양극화

해외 비중 높은 일본 업체
주가 하단 15배
VS. 낮은 업체 11배

해외 매출 확대가 유의미했던 업체는 밸류에이션도 동반 상승했다. 해외 비중이 유의미하게 상승했던 업체들의 12개월 Fwd PER은 15배를 하단으로 30배까지 Re-Rating 되었다. 2012년부터 2024년 약 12년 동안 평균 24배 내외에서 거래 되었다. 반면, 상대적으로 해외 확장 속도가 느렸던 업체들의 12개월 Fwd PER은 11배~25배에서 형성되었다. 평균 16배 수준에서 거래 되었다. 해외 확장 속도에 따라 탐라인 성장이 상이했으며, 이에 밸류에이션도 양극화되는 모습을 볼 수 있었다. 해외 비중이 높은 업체 군은 그렇지 않은 군 대비 약 40% 프리미엄을 향유했다.

도표 13. 일본 주요 음식료 업체의 2012-2024년 밸류에이션 밴드 VS. 해외 비중

A군: 15배 하단, 평균 24배 거래
B군: 11배 하단, 평균 16배 거래



자료: A군: 상대적으로 해외 비중 높은 5개 업체, B군: 상대적으로 해외 비중 낮은 5개 업체
출처: 블룸버그, 각 사, 하나증권

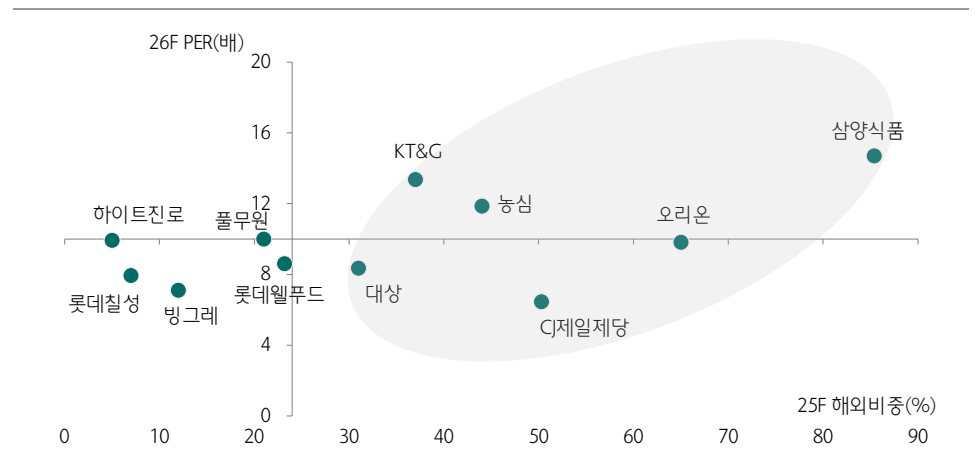
6) 우리나라도 해외 확장 가능성 높은 업체로 선별적 투자 유망

삼양식품, 농심, KT&G
해외 확장 성과 및 속도 빨라,
롯데웰푸드 최근
해외 집중도 높아져

저출산 및 생산가능인구 감소에 따른 장기 하락의 초입이라면, 중장기 해외 확장성 높은 업체의 BUY&Hold 전략이 유효하다. 내수에 국한되어 있는 업체의 실적 가시성은 저하될 것이며 밸류에이션은 양극화 될 수 밖에 없다는 판단이다. 따라서 해외 확장성이 높은 업체에 대한 선별적 투자가 안전해 보인다.

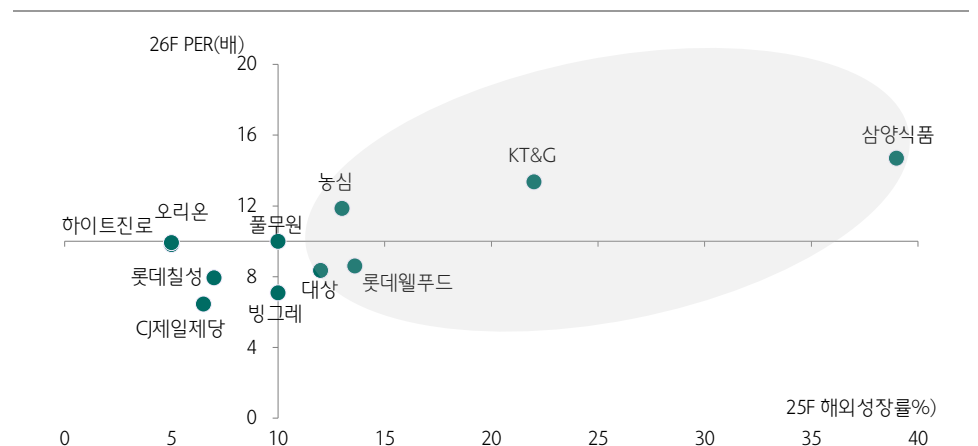
2024년 주요 음식료 업체들의 해외 비중 평균(단순)은 28%로 추산된다. 삼양식품을 제외할 경우, 약 24% 내외로 파악된다. 올해 해외 비중이 24%를 상회할 업체는, 삼양식품(해외 비중 85% 추정), 오리온(65%), CJ제일제당(식품 50%), 농심(44%), KT&G(37%), 대상(31%) 예상된다. 올해 해외 확장 속도가 가팔라질 업체는, 삼양식품(해외 매출 YoY 39% 추정), KT&G(YoY 22%), 롯데웰푸드(YoY 14%), 농심(YoY 13%)이다.

도표 14. 당사 음식료 커버리지 해외 비중 VS. 26F PER



출처: 각 사, 하나증권

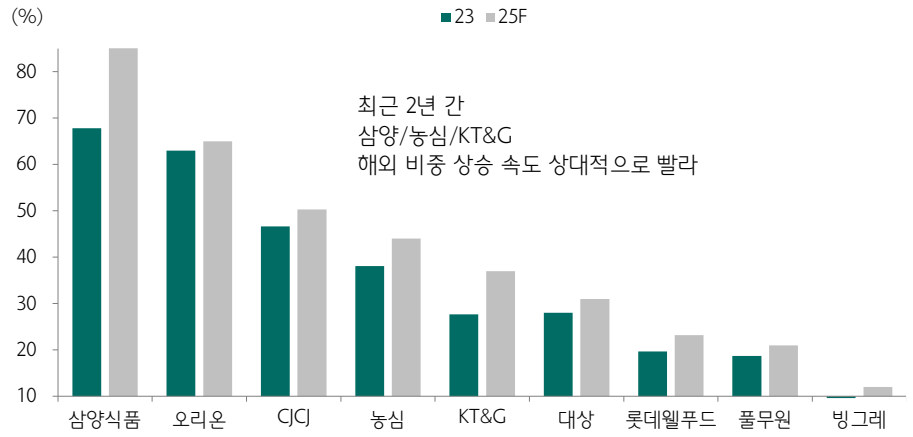
도표 15. 당사 음식료 커버리지 해외 성장률 VS. 26F PER



출처: 각 사, 하나증권

도표 16. 주요 업체 해외 매출 비중 현황

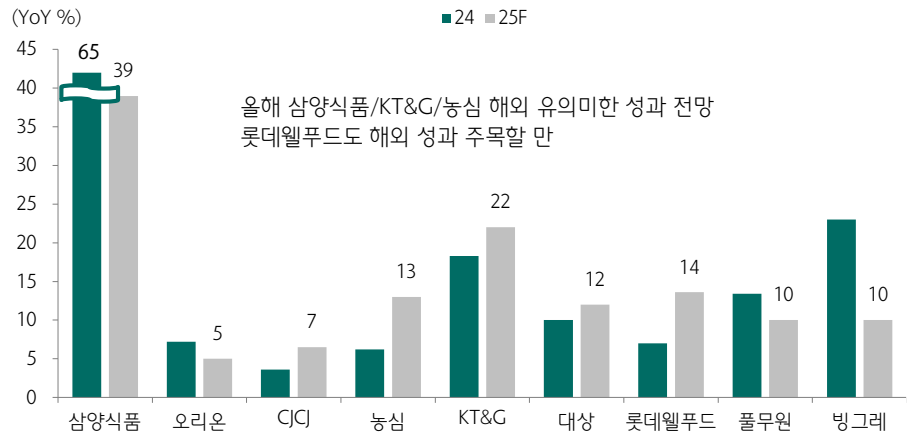
삼양식품/농심/KT&G
2023년 대비
17.6%p/5.9%p/9.3%p
상승 전망



자료: 각 사, 하나증권

도표 17. 주요 업체 해외 매출 성장 현황

삼양식품이 압도적 성장 전망,
그 뒤로
농심, KT&G, 롯데웰푸드 주목



자료: 각 사, 하나증권

2. Issue Check

1) 중국의 미국산 곡물 수입 중단

트럼프 1기 때도,
중국의 미국산 곡물 수입
중단으로 국제 곡물가 약세 흐름

곡물가는 2020년~2022년 국제 수급 여건이 양호하지 못한 상태에서 발생한 러시아-우크라이나 전쟁으로 큰 폭 상승했다. 2023년 2H 이후, ① 공급망 이슈 해소에 따른 수급 여건 개선, ② 중국 및 신흥국의 수요 부진 전망, ③ 이에 따른 투기적 세력 감소 기인해 안정세에 접어들기 시작했다. 특히, 중국 내 곡물 과잉 문제 기인해, 2024년 주요 곡물인 소맥/ 옥수수/ 대두/ 원당 가격은 각각 -12.2%/ -2.7%/ -22.8%/ -6.4% 하락했다.

2025년 YTD로는 각각 -7.0%/ -4.3%/ +3.9%/ -9.1% 하락해 비교적 안정적인 흐름을 이어가고 있다. 올해 들어, 중국은 미국의 관세 부과 정책에 맞서 미국산 곡물 수입을 중단했다. 수입 다변화를 진행 중이다. 더불어, 자국 내 고단백 옥수수 품종 개발 등에 R&D 능력을 집중하고 있다. 언론보도에 따르면, 중국은 대두 소비의 20%를 미국에 의존하고 있는 것으로 추산된다. 이는 약 10년 전(2017년) 40% 대비 현저히 감소한 수치이다. 트럼프 1기 때도, 중국은 미국의 보복 관세에 맞서 곡물 수입을 중단했었다. 국제 곡물가도 단기 약세 흐름을 보였다. 중국 정부의 식량 안보 강화 정책 기인해 중국의 미국 의존도는 추세적 하락이 예상된다. 단기 국제 곡물가는 미국산 곡물 과잉 기인한 약세 기조 흐름을 보일 것으로 예상된다.

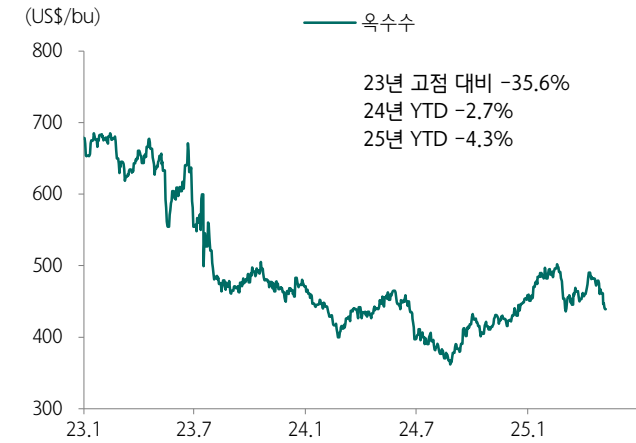
도표 18. 곡물가 지수 추이

미중 관세 전쟁 기인해
중단기 약세 흐름 예상



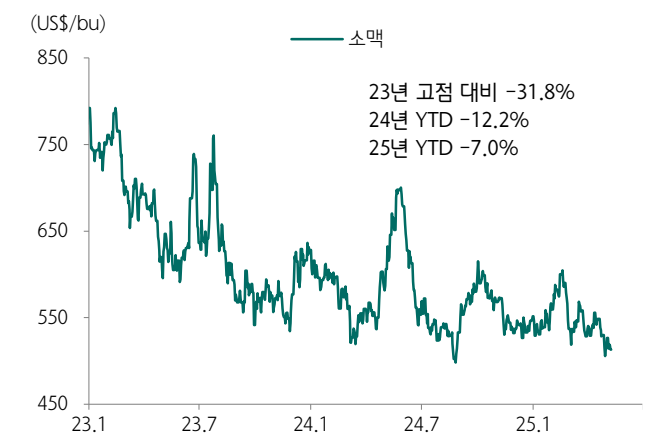
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 19. 옥수수 가격 동향



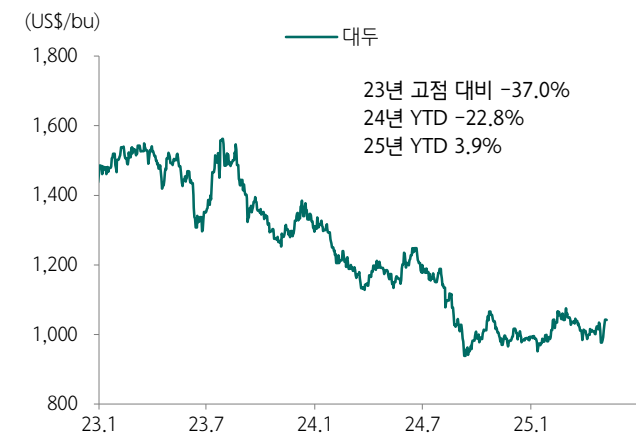
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 20. 소맥 가격 동향



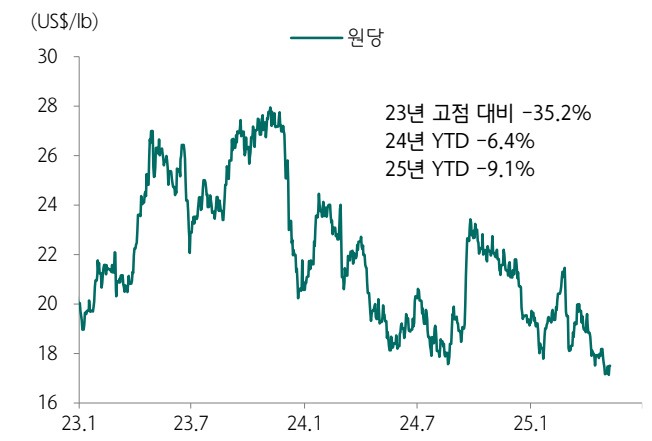
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 21. 대두 가격 동향



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 22. 원당 가격 동향



자료: 블룸버그, 하나증권

2) 카카오/오렌지/커피/팜유 가격 동향

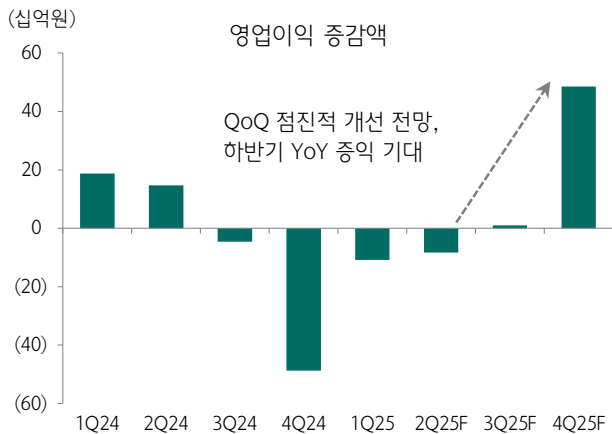
커피 제외한 작물 가격 약세
하반기 제과/음료 업체
부담 완화 전망

2024년 카카오/오렌지/팜유/커피 가격은 각각 178.2%/ 55.4%/ 32.7%/ 69.8% 큰 폭 상승했다. 주요 생산지의 병충해 기인한 작황 부진 및 상대적으로 수익성이 좋은 재배 작물 교체(커피→두리안, 후추 등) 등에 기인한다.

2025년 YTD 카카오/오렌지/팜유/커피 가격은 각각 -20.6%/ -45.5%/ -22.4%/ +24.4% 등락을 시현 중이다. 커피를 제외한 작물 가격은 빠르게 안정세를 보이고 있다. 카카오는 Hershey 등 글로벌 제과 업체의 대체재 고려 및 소비자의 수요 감소 우려가 조정을 자극 중이다. 오렌지도 소비자 수요 감소 우려가 부각되며 가격을 끌어내리고 있다. 팜유도 대두유 약세가 상방을 압박하고 있다. 다만, 커피는 브라질의 비우호적인 날씨 및 베트남 농가의 재배 작물 교체 기인해 추세적 상승 흐름을 보이고 있다.

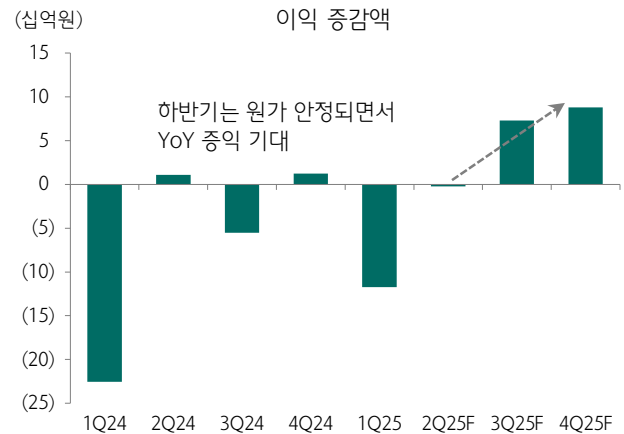
1분기도 제과 및 음료 업체는 원가 부담 가중 기인해 수익성 훼손이 불가피했다. 최근의 작물 가격 조정 및 국내 판가 인상 감안시 1분기 바닥으로 QoQ 점진적 개선이 예상된다. 하반기는 유의미한 수익성 개선이 가능할 전망이다.

도표 23. 롯데웰푸드 연결 손익 증감액 추이



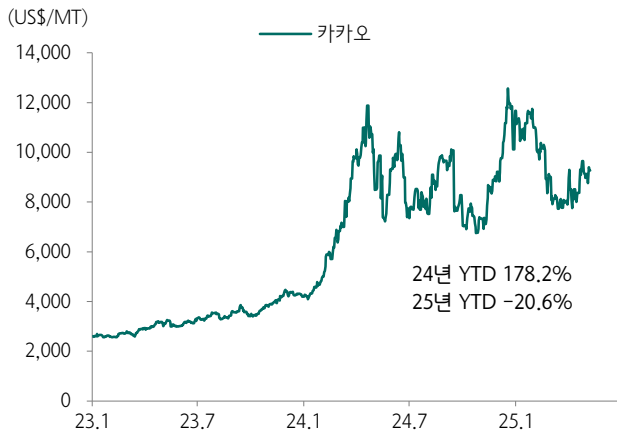
자료: 롯데웰푸드, 하나증권

도표 24. 롯데칠성 국내 음료 부문 추이



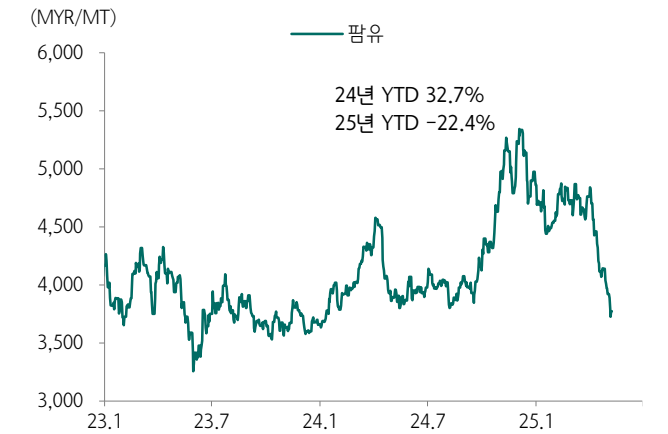
자료: 롯데칠성, 하나증권

도표 25. 카카오 가격 동향



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 26. 팜유 가격 동향



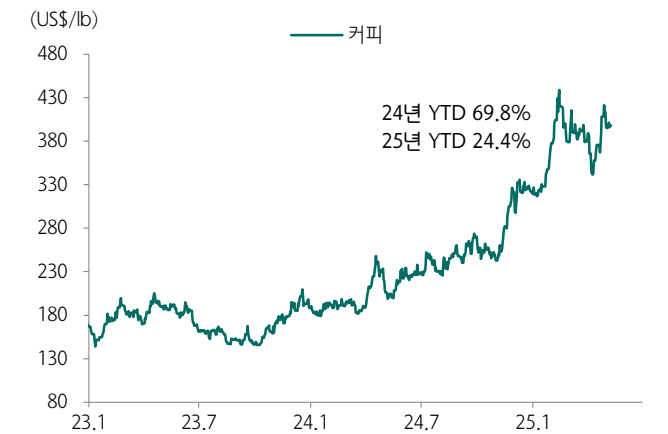
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 27. 오렌지 가격 동향



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 28. 커피 가격 동향



자료: 블룸버그, 하나증권

3) 중국 정부의 적극적인 부양책, 주가 영향 점검

작년 중국 음식료 업체
매출 역성장 시현,
펩시 스낵 부문은
mid single 성장 시현

중국 정부는 내수 부양에 ‘올인’하고 있다. 미국의 관세 부과 정책을 타계하기 위해 내수 진작 카드를 꺼낸 것이다. 최근 10년래 긴축과 규제 부담이 가장 낮은 해이며 작년 하반기부터 시작된 경기 부양책 효과가 점차 가시화될 것이라는 기대감이 주가에도 반영되고 있다.

작년 중국 주요 음식료 업체의 1H24 및 2H24 평균 매출 성장률은 각각 YoY -3.8%, -1.2% 역성장을 시현했다. 판가 인상에도 불구하고 물량 감소 폭이 커 탑라인이 부진했다. 특히, 유업체는 공급과잉 및 출산을 감소 영향까지 더해지면서 높은 한 자리 수 매출 역성장을 기록했다. 그나마, 라면/음료 업체가 비교적 선방한 실적을 보여줬다. 글로벌 업체 펩시의 스낵 부문(Lay’s, Cheetos, Doritos 등)은 2024년 연간 mid single 매출 성장을 시현한 것으로 파악된다.

각 사는 올해 기저효과 및 경기 부양책 효과를 언급하면서 상저하고 흐름을 전망했다. 하반기 내수 소비에 대해서는 긍정적 관점을 피력했다. 홍콩항셍 음식료 업종 지수의 12개월 Fwd PER은 작년 11배까지 하락 이후→ 현재 15배 내외에서 거래 중이다. 삼양식품은 중국 내 생산 설비 투자를 발표한 가운데, 중국 내 커버리지를 확대해 나간다는 계획이다. 농심도 3월부터 ‘툼바 신라면’ 생산을 통해 적극적인 영업 활동을 펼쳐나갈 것으로 기대된다. 오리온은 스낵 대체 수요(견과류, 베이커리 등) 확대가 다소 부담이다. 다만, 밸류에이션이 역사적 밴드 하단까지 하락한 만큼 갭 메우기 전략은 유효해 보인다.

2024년 판가 인상에도 불구하고
물량 큰 폭 감소

도표 29. 주요 중국 음식료 업체 탑라인 성장률 추이

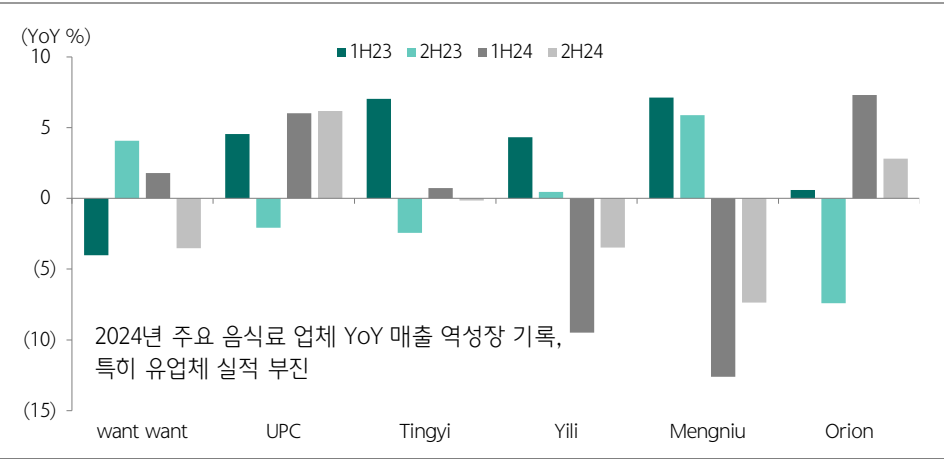
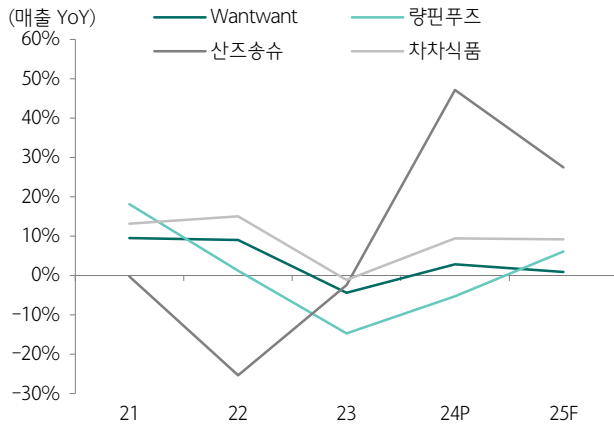


도표 30. 주요 중국 음식료 업체 카테고리별 세부 실적 및 밸류에이션

	매출 비중	카테고리별 매출 비중 YoY Growth	PER
Want want			
UPC			
TingYi			
Yili			
Mengniu			

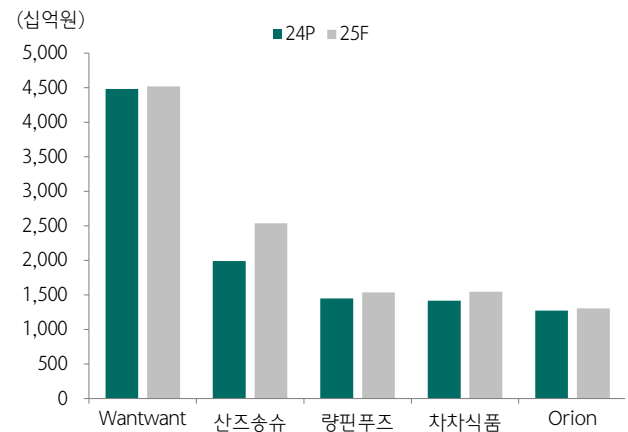
자료: 각 사, 하나증권

도표 31. 견과류 포트폴리오 중심인 산주/량핀 탑라인 아웃퍼폼



자료: 블룸버그, 하나증권

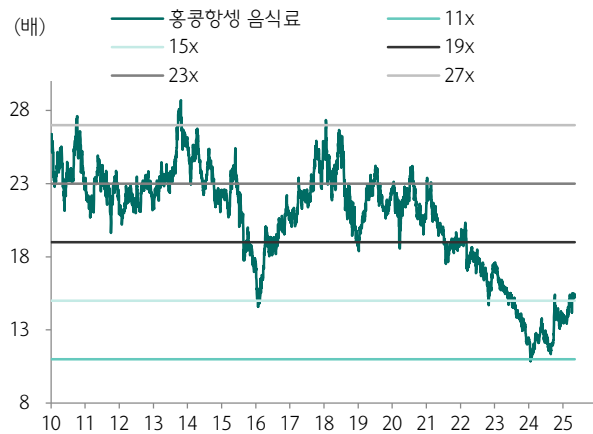
도표 32. 스낵/견과류 주요 업체 매출 현황



기타: 위안화 환율 190원 반영해 변환한 수치

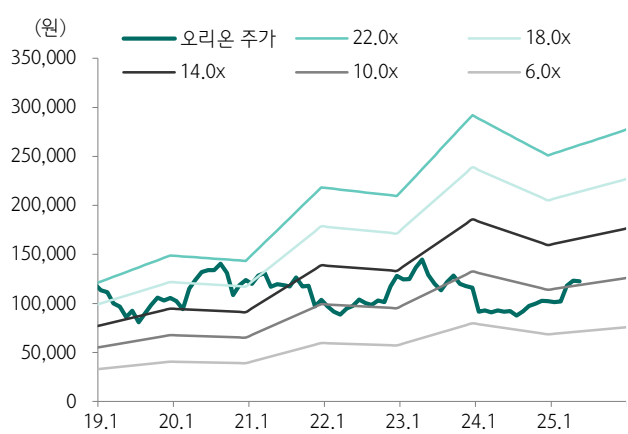
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 33. 홍콩항생 음식료 업종 지수 12개월 Fwd PER Band



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 34. 오리온 12개월 Fwd PER Band



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 35. 주요 중국 음식료 업체의 경기 전망 코멘트

	경기 전망 코멘트
TingYi	- In 2025, the global economic environment will be complex and volatile, and the powerhouse of China's economic growth still comes from domestic demand. - The food and beverage industry is expected to maintain steady growth, while consumer demand will continue upgrading. 2025년 글로벌 경기 상황 변동성은 커지고 있으나, 중국 경제 성장은 내수 소비 촉진 기인해 견조한 우상향 흐름 보일 전망
Mengniu	- Driven by the Chinese government's unwavering commitment to policies aimed at expanding domestic demand and promoting high-quality development, the country's macroeconomic environment and consumer confidence are expected to continue recovering. - Supply and demand imbalances in the dairy industry are being mitigated. - 정부가 국내 수요 확대함으로써 거시경제 및 소비 신뢰도가 꾸준히 회복될 것으로 예상 - 유제품 산업의 수급 불일치도 점진적 개선 예상
Nongfu Spring	- The Central Economic Work Conference emphasized 'the crucial deployment of "vigorously boosting consumption, improving investment returns and stimulating domestic demand in all fronts", prioritizing the promotion of consumption boosting initiatives. - 중국 정부는 2025년 '소비를 진작하고, 투자 효용을 높이고, 국내 수요를 전면적으로 확대'하는 것을 강조 - 따라서 올해 중국의 소비시장은 꾸준한 성장세를 보일 것으로 전망
Moutai	- In 2025, China will implement more active and promising macro policies, and the consumption scenario will continue to expand, and consumption will continue to maintain stable and sustainable growth. - The liquor industry is in the double superposition period of macroeconomic cycle and industrial adjustment cycle, although the future development faces many problems, but the favorable factors are stronger than the unfavorable factors, the overall development trend is still good. 2025년 중국 정부의 적극적인 경제 정책 시행으로 소비 경제는 점진적으로 안정세 및 성장 기조 흐름을 보일 전망 - 주류 산업은 산업 조정 기간이지만 긍정적인 측면이 많아 발전 가능성은 여전히 긍정적
JD.COM	- We head into 2025 with more optimism, as consumption sentiment steadily picks up, and we continue to unlock high-quality growth potentials with our strong execution of strategic priorities. 2025년을 더 긍정적으로 전망, 소비심리가 반등하면서 잠재된 구매 욕구가 발현되기 시작할 것으로 전망

자료: 각 사, 하나증권

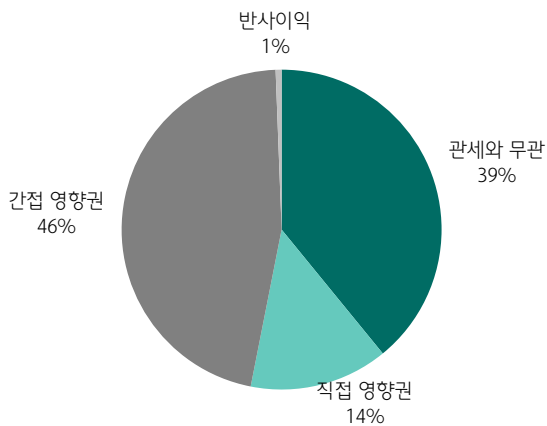
4) 관세 영향 점검

타 업종 대비 영향 제한적 전망

대한상공회의소가 실시한 ‘우리 제조기업의 美 관세 영향 조사’에 따르면, 국내 제조기업의 60.3%가 직간접 영향을 받을 것으로 응답했다. 음식료 업체들은 41.7%가 직간접 영향을 받을 것으로 전망했다. 직접 영향을 예상한 응답은 6.8%로 다른 업종 대비 상대적으로는 적었다.

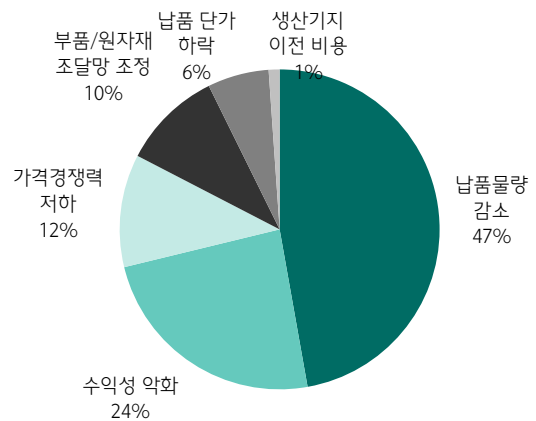
C제일제당/농심/풀무원 등 대부분 업체들은 미국 내 생산 설비를 보유 중이다. 일부 원재료 납품에서 일부 관세 영향은 존재할 수 있겠으나 우리나라 업체들에게 국한된 문제가 아니다. 삼양식품/빙그레 등 완제품 수출 업체들은 가격 경쟁력 저하 혹은 수익성 하락 가능성이 있다. 그러나, 필수소비재 특성상 가격 저항은 제한적일 것으로 판단된다.

도표 36. 업종별 관세 영향 리서치



기타: 전국 제조업체 2,107개사를 대상으로 실시
자료: 대한상공회의소, 하나증권

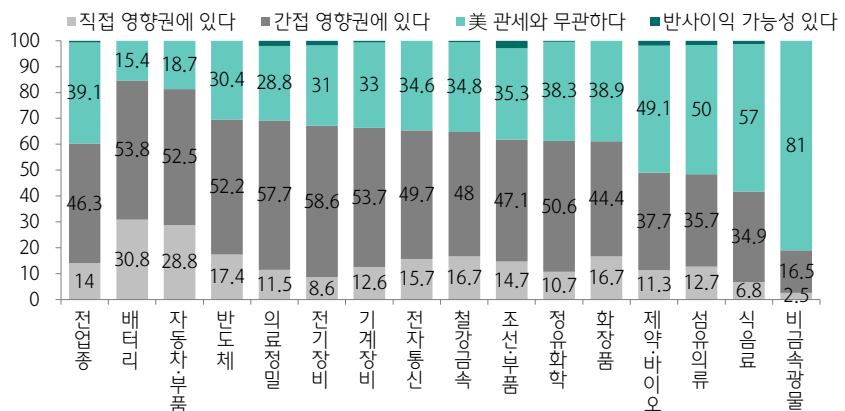
도표 37. 관세 관련 우려 사항



기타: 전국 제조업체 2,107개사를 대상으로 실시
자료: 대한상공회의소, 하나증권

도표 38. 업종별 관세 영향 리서치

직접 영향을 전망한
음식료 업체 응답률은 6.8%



기타: 전국 제조업체 2,107개사를 대상으로 실시
자료: 대한상공회의소, 하나증권

3. Top picks 및 관심종목

해외 확장성 높은 업체의 BUY&Hold 전략 유지

삼양식품/농심/
KT&G/롯데월드
BUY&Hold 전략 유효

‘K-Food’ 카테고리 중 유의미한 성과를 시현 중인 라면 업체에 대한 Top Pick 관점을 유지한다. 삼양식품은 7월 밀양2공장 가동으로 해외 매출 Level-up이 가시화될 것으로 전망된다. 농심은 국내 수익성 개선 및 해외의 ‘신라면 톰바’ 런칭 기인한 매출 확대가 기대된다. 해외 성과 및 Smoke-free 담배 믹스 개선이 가시화되고 있는 KT&G, 인도를 중심으로 해외 확장 속도가 빨라진 롯데월드에 대해서도 긍정적 관점을 유지한다.

도표 39. 음식료/담배 커버리지 목표주가 변경 내역

종목	투자의견		목표주가		변경 이유
	~에서	~으로	~에서	~으로	
KT&G	BUY	BUY	140,000	140,000	투자의견 및 목표주가 유지
삼양식품	BUY	BUY	1,350,000	1,350,000	투자의견 및 목표주가 유지
오리온	BUY	BUY	140,000	140,000	투자의견 및 목표주가 유지
CJ제일제당	BUY	BUY	380,000	380,000	투자의견 및 목표주가 유지
농심	BUY	BUY	540,000	540,000	투자의견 및 목표주가 유지
하이트진로	BUY	BUY	30,000	30,000	투자의견 및 목표주가 유지
롯데칠성	BUY	BUY	170,000	170,000	투자의견 및 목표주가 유지
롯데월드	BUY	BUY	200,000	200,000	투자의견 및 목표주가 유지
대상	BUY	BUY	35,000	35,000	투자의견 및 목표주가 유지
동원F&B	BUY	BUY	60,000	60,000	투자의견 및 목표주가 유지
SPC삼립	BUY	BUY	80,000	80,000	투자의견 및 목표주가 유지
신세계푸드	BUY	BUY	60,000	60,000	투자의견 및 목표주가 유지
콜마비앤에이치	BUY	BUY	17,000	17,000	투자의견 및 목표주가 유지

자료: 하나증권

도표 40. 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	24	5,908.8	1,188.8	1,165.7	8,974.7	20.1	19.7	11.9	1.3	9.2	12.7	5.8
	25F	6,280.6	1,272.4	1,038.3	8,479.5	20.3	16.5	14.1	1.4	9.3	11.0	4.5
	26F	6,469.0	1,346.4	1,095.4	8,974.1	20.8	16.9	13.3	1.3	8.6	11.0	4.5
CJ제일제당	24	29,359.1	1,553.0	148.2	9,045.6	5.3	0.5	28.2	0.5	6.0	2.0	1.0
	25F	30,033.6	1,642.6	500.2	30,533.7	5.5	1.7	7.5	0.4	5.5	6.2	2.6
	26F	31,084.8	1,771.8	588.3	35,914.0	5.7	1.9	6.4	0.4	5.1	6.9	2.6
삼양식품	24	1,728.0	344.6	272.0	36,105.8	19.9	15.7	21.2	7.0	14.9	39.4	0.5
	25F	2,200.8	526.3	392.0	52,038.3	23.9	17.8	22.7	7.5	14.7	39.2	0.2
	26F	2,638.4	656.6	507.7	67,397.2	24.9	19.2	17.5	5.3	11.4	35.6	0.2
오리온	24	3,104.3	543.6	524.6	13,268.7	17.5	16.9	7.7	1.2	4.4	16.6	0.6
	25F	3,220.7	593.2	451.0	11,406.1	18.4	14.0	10.8	1.3	4.7	12.4	2.0
	26F	3,349.5	654.8	496.6	12,560.7	19.5	14.8	9.8	1.2	3.9	12.3	2.0
농심	24	3,438.7	163.1	157.3	25,860.7	4.7	4.6	14.5	0.8	5.0	6.2	1.3
	25F	3,641.1	221.0	192.4	31,633.1	6.1	5.3	14.4	0.9	5.1	7.0	1.1
	26F	3,859.6	243.2	212.7	34,967.5	6.3	5.5	13.0	0.9	4.3	7.3	1.1
롯데월드푸드	24	4,044.3	157.1	84.6	8,968.8	3.9	2.1	12.4	0.5	5.6	4.0	1.6
	25F	4,212.0	172.5	116.7	12,481.7	4.1	2.8	9.1	0.5	5.3	5.4	2.9
	26F	4,380.5	197.6	119.2	12,805.7	4.5	2.7	8.8	0.5	4.7	5.3	2.9
하이트진로	24	2,599.2	208.1	95.9	1,345.2	8.0	3.7	14.5	1.2	6.1	8.6	2.4
	25F	2,647.9	225.5	128.9	1,808.0	8.5	4.9	10.7	1.1	5.5	11.0	3.6
	26F	2,727.3	234.8	138.4	1,942.3	8.6	5.1	10.0	1.0	5.2	11.1	3.6
롯데칠성	24	4,024.5	184.9	59.1	5,878.3	4.6	1.5	19.1	0.8	6.6	4.0	2.5
	25F	4,133.8	187.7	93.6	9,314.0	4.5	2.3	11.0	0.7	6.2	6.1	3.3
	26F	4,257.8	212.9	110.2	10,957.8	5.0	2.6	9.4	0.6	5.7	6.9	3.3
대상	24	4,255.1	176.9	95.2	2,642.7	4.2	2.2	7.3	0.5	4.6	6.9	2.7
	25F	4,383.7	189.0	91.3	2,533.9	4.3	2.1	8.8	0.5	4.6	6.3	3.8
	26F	4,559.0	204.3	105.5	2,928.0	4.5	2.3	7.7	0.5	4.3	6.9	3.8
동원F&B	24	4,483.6	183.5	127.8	6,625.0	4.1	2.9	4.7	0.6	4.0	12.4	2.0
	25F	4,692.3	192.1	128.5	6,659.3	4.1	2.7	5.8	0.6	4.0	11.3	2.1
	26F	4,879.9	209.8	143.3	7,426.4	4.3	2.9	5.2	0.6	3.5	11.4	2.1
SPC삼립	24	3,427.9	95.0	86.5	10,023.4	2.8	2.5	5.0	0.8	3.9	19.2	1.5
	25F	3,866.0	112.4	74.4	8,626.8	2.9	1.9	6.5	0.8	3.6	14.6	3.2
	26F	3,982.0	120.7	83.2	9,637.5	3.0	2.1	5.9	0.7	3.1	14.5	3.2
신세계푸드	24	1,534.8	20.8	11.2	2,891.7	1.4	0.7	12.4	0.5	5.3	3.8	1.2
	25F	1,584.6	30.7	16.3	4,211.2	1.9	1.0	7.9	0.4	4.4	5.4	2.7
	26F	1,648.0	35.5	20.0	5,166.7	2.2	1.2	6.5	0.4	3.9	6.4	2.7
콜마비앤에이치	24	615.6	24.6	18.1	613.7	4.0	2.9	18.8	0.8	10.3	4.5	0.6
	25F	679.4	34.1	24.1	819.5	5.0	3.5	16.7	0.9	9.6	6.0	2.2
	26F	713.4	37.8	26.8	910.3	5.3	3.8	15.1	0.9	8.9	6.4	2.2

자료: 하나증권

기업분석

삼양식품(003230)	24
농심(004370)	27
KT&G(033780)	30
롯데웰푸드(280360)	34

2025년 5월 20일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 1,350,000원
현재주가(5.16) 1,180,000원

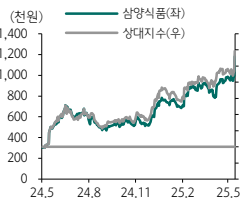
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,626.87
52주 최고/최저(원)	1,180,000/343,500
시가총액(십억원)	8,889.0
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	7,533.0
60일 평균 거래량(천주)	55.5
60일 평균 거래대금(십억원)	51.0
외국인지분율(%)	18.79
주요주주 지분율(%)	
삼양푸드스퀘어 외 6 인	44.98
국민연금공단	8.41

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,298.9	2,807.3
영업이익(십억원)	537.7	669.0
순이익(십억원)	407.7	509.2
EPS(원)	54,140	67,590
BPS(원)	159,677	223,545

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,200.8	2,638.4
영업이익	147.5	344.6	526.3	656.6
세전이익	156.3	351.6	521.2	661.4
순이익	126.3	272.0	392.0	507.7
EPS	16,761	36,106	52,038	67,397
증감율	58.23	115.42	44.13	29.51
PER	12.89	21.19	22.68	17.51
PBR	2.85	7.00	7.46	5.31
EV/EBITDA	9.69	14.87	12.34	9.44
ROE	24.81	39.37	39.18	35.61
BPS	75,884	109,340	158,111	222,241
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300



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

삼양식품(003230)

진정한 대장

경쟁사 대비 압도적 아웃퍼폼 중

2024년 해외 매출액은 전년대비 65.1% 증가한 1조 3,359억원을 시현했다. 미주 매출은 YoY 137% 증가한 3,810억원을 기록했다. 동기간 미주 주요 경쟁사인 도요수산 및 니신포드의 해외 매출(일본 내수 제외) 각각 22.7%, 7.9% 증가한 것으로 파악된다. 올해 1분기 삼양식품의 미주 매출액은 YoY 77% 증가했다. 동기간 도요수산 및 니신포드 해외 매출은 전년대비 각각 YoY -30.2%, 4.4%를 증감에 그쳤다. 참고로, 도요수산은 2Q25~1Q26 해외라면 성장을 YoY 13%로 제시했다. 2Q부터 캘리포니아 공장 capa 증설 기인한 물량 성장 정상화 및 판가 인상을 가정한 수치이다. 니신포드는 2Q25~1Q26 미주 성장 타격을 YoY 5.1%로 제시했다.

1Q25 Re: 시장 기대 상회

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,290억원(YoY 37.1%), 1,340억원(YoY 67.3%)을 기록했다. 시장 기대(OP 1,050억원)를 상회하는 수치이다. ① 라면 수출액은 YoY 43.5% 증가한 4,104억원을 시현했다. 분기 수출액은 4천억원 대로 또 한 번 Level-up 되었다. 미국 매출액은 유통 채널 확장에 기인해 전년대비 77.0% 증가한 1,327억원을 기록했다. 중국 매출은 전년대비 30.7% 증가한 1,220억원을 기록했다. 일본 및 인니 매출도 전년대비 각각 27%, 50.3% 증가해 전지역에서 고성장을 시현했다. ② 국내 라면은 전년수준과 유사한 702억원을 기록했다. 전사 Capa 부족 기인한 전략적 판매 지역 재배치에 기인한다. 탑라인 고성장 및 효율적인 비용 집행으로 전사 영업마진은 YoY 4.5%p, QoQ 7.1%p 상승했다.

방향성 유효, BUY&Hold 전략 유지

현 주가는 2026년 PER 17배에 거래 중이다. 중장기 방향성 감안시 BUY&Hold 전략을 유지한다. 최근 실적 흐름을 보면, 섹터 내 대체 불가한 종목임에 틀림없다.

도표 1. 삼양식품 실적 추정

(단위:십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	527.7	546.2	597.8	1,192.9	1,728.0	2,200.8
① 국내	79.5	77.7	75.8	81.8	77.6	77.7	75.8	81.8	356.1	314.8	312.9
② 해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	450.0	470.4	516.0	809.3	1,335.9	1,860.4
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	24.3%	24.4%	24.8%	31.2%	44.9%	27.4%
① 국내	-7.6%	-12.6%	-9.7%	-15.8%	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	18.1%	-11.6%	-0.6%
② 해외	82.9%	75.0%	42.2%	68.6%	46.7%	35.5%	38.0%	38.0%	33.6%	65.1%	39.3%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.3	134.0	127.6	123.8	141.0	147.5	344.6	526.3
YoY	235.7%	103.1%	101.0%	141.5%	67.3%	42.6%	41.8%	61.4%	63.2%	133.6%	52.7%
OPM	20.8%	21.1%	19.9%	18.2%	25.3%	24.2%	22.7%	23.6%	12.4%	19.9%	23.9%
세전이익	84.2	92.3	79.5	95.7	135.0	125.9	122.1	138.3	156.3	351.6	521.2
YoY	222.7%	117.0%	73.7%	128.1%	60.3%	36.4%	53.6%	44.5%	53.3%	124.9%	48.2%
(지배)순이익	66.5	70.5	58.9	76.1	99.1	95.6	91.6	105.6	126.3	272.0	392.0
YoY	197.9%	102.4%	55.9%	142.9%	49.0%	35.6%	55.6%	38.8%	58.2%	115.4%	44.1%
NPM	17.2%	16.6%	13.4%	15.9%	18.7%	18.1%	16.8%	17.7%	10.6%	15.7%	17.8%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,200.8	2,638.4	3,086.9
매출원가	776.2	1,004.8	1,146.3	1,372.0	1,574.3
매출총이익	416.7	723.2	1,054.5	1,266.4	1,512.6
판매비	269.2	378.6	528.2	609.8	710.0
영업이익	147.5	344.6	526.3	656.6	802.6
금융손익	(6.5)	(18.5)	(0.2)	9.9	25.5
종속/관계기업손익	5.5	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.8	25.4	(4.9)	(5.1)	(5.4)
세전이익	156.3	351.6	521.2	661.4	822.7
법인세	29.7	80.4	128.5	152.8	193.2
계속사업이익	126.6	271.3	392.7	508.6	629.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	126.6	271.3	392.7	508.6	629.5
비배주주지분 순이익	0.3	(0.7)	0.7	0.9	1.1
지배주주순이익	126.3	272.0	392.0	507.7	628.4
지배주주지분포괄이익	123.9	271.4	393.8	510.1	631.3
NOPAT	119.5	265.8	396.6	504.9	614.1
EBITDA	179.7	390.6	592.7	731.1	885.9
성장성(%)					
매출액증가율	31.23	44.86	27.36	19.88	17.00
NOPAT증가율	67.84	122.43	49.21	27.31	21.63
EBITDA증가율	55.85	117.36	51.74	23.35	21.17
영업이익증가율	63.16	133.63	52.73	24.76	22.24
(지배주주)순이익증가율	58.27	115.36	44.12	29.52	23.77
EPS증가율	58.23	115.42	44.13	29.51	23.77
수익성(%)					
매출총이익률	34.93	41.85	47.91	48.00	49.00
EBITDA이익률	15.06	22.60	26.93	27.71	28.70
영업이익률	12.36	19.94	23.91	24.89	26.00
계속사업이익률	10.61	15.70	17.84	19.28	20.39

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,761	36,106	52,038	67,397	83,415
BPS	75,884	109,340	158,111	222,241	302,390
CFPS	27,072	54,487	78,008	96,353	116,863
EBITDAPS	23,851	51,851	78,677	97,055	117,598
SPS	158,358	229,392	292,153	350,245	409,786
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
주가지표(배)					
PER	12.89	21.19	19.04	14.70	11.88
PBR	2.85	7.00	6.27	4.46	3.28
PCFR	7.98	14.04	12.70	10.29	8.48
EV/EBITDA	9.69	14.87	12.34	9.44	7.19
PSR	1.36	3.33	3.39	2.83	2.42
재무비율(%)					
ROE	24.81	39.37	39.18	35.61	31.91
ROA	12.05	19.67	21.61	21.90	21.29
ROIC	17.84	32.51	39.64	44.82	50.94
부채비율	102.90	92.60	69.94	55.00	44.37
순부채비율	17.79	4.32	(13.51)	(34.28)	(48.40)
이자보상배율(배)	12.08	23.91	35.28	44.54	53.35

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	497.3	682.1	952.1	1,456.5	2,078.6
금융자산	241.5	350.4	531.3	953.2	1,490.9
현금성자산	218.7	334.8	511.5	929.5	1,463.1
매출채권	79.8	136.8	174.3	208.9	244.5
재고자산	142.2	148.0	188.5	226.0	264.4
기타유동자산	33.8	46.9	58.0	68.4	78.8
비유동자산	673.0	912.6	1,080.6	1,147.8	1,220.2
투자자산	10.5	15.8	17.6	19.3	21.0
금융자산	7.3	12.6	13.5	14.4	15.3
유형자산	544.3	749.3	914.2	979.7	1,050.5
무형자산	55.5	57.9	57.9	57.9	57.9
기타비유동자산	62.7	89.6	90.9	90.9	90.8
자산총계	1,170.3	1,594.8	2,032.8	2,604.2	3,298.8
유동부채	402.0	492.4	556.8	639.2	723.6
금융부채	175.5	132.0	115.5	123.1	130.8
매입채무	106.5	144.7	184.3	221.0	258.6
기타유동부채	120.0	215.7	257.0	295.1	334.2
비유동부채	191.5	274.3	279.8	284.9	290.2
금융부채	168.6	254.2	254.2	254.2	254.2
기타비유동부채	22.9	20.1	25.6	30.7	36.0
부채총계	593.5	766.7	836.6	924.1	1,013.8
지배주주지분	564.8	816.8	1,184.2	1,667.3	2,271.1
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본조정	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
기타포괄이익누계액	0.3	4.6	4.6	4.6	4.6
이익잉여금	522.2	769.9	1,137.3	1,620.4	2,224.2
비배주주지분	12.0	11.2	11.9	12.8	13.9
자본총계	576.8	828.0	1,196.1	1,680.1	2,285.0
순금융부채	102.6	35.8	(161.6)	(576.0)	(1,105.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.1	357.9	454.3	568.6	682.5
당기순이익	126.6	271.3	392.7	508.6	629.5
조정	49.3	94.0	66.5	64.5	57.6
감가상각비	32.2	46.0	66.3	74.5	83.3
외환거래손익	1.1	(12.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(5.5)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타	21.5	61.1	0.2	(10.0)	(25.7)
영업활동 자산부채변동	(7.8)	(7.4)	(4.9)	(4.5)	(4.6)
투자활동 현금흐름	(23.7)	(214.3)	(225.7)	(125.3)	(123.6)
투자자산감소(증가)	15.1	6.7	(1.8)	(1.7)	(1.7)
자본증가(감소)	(45.0)	(228.5)	(230.0)	(140.0)	(154.0)
기타	6.2	7.5	6.1	16.4	32.1
재무활동 현금흐름	40.6	12.6	(51.5)	(27.4)	(27.4)
금융부채증가(감소)	61.0	42.1	(16.5)	7.5	7.7
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.5)	(10.1)	(10.4)	(10.3)	(10.5)
배당지급	(11.9)	(19.4)	(24.6)	(24.6)	(24.6)
현금의 증감	184.9	156.2	73.5	418.0	533.5
Unlevered CFO	203.9	410.5	587.6	725.8	880.3
Free Cash Flow	123.1	129.5	224.3	428.6	528.5

2025년 05월 20일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 540,000원
현재주가(5.16) 454,000원

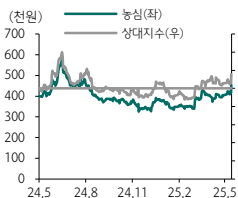
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,626.87
52주 최고/최저(원)	575,000/326,000
시가총액(십억원)	2,761.5
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	6,082.6
60일 평균 거래량(천주)	32.4
60일 평균 거래대금(십억원)	12.9
외국인지분율(%)	18.77
주요주주 지분율(%)	
농심홀딩스 외 5인	44.25
국민연금공단	10.88

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,640.0	3,823.1
영업이익(십억원)	198.7	222.0
순이익(십억원)	180.1	199.2
EPS(원)	29,530	32,482
BPS(원)	486,214	518,532

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	3,410.6	3,438.7	3,641.1	3,859.6
영업이익	212.1	163.1	221.0	243.2
세전이익	231.1	217.8	263.6	291.2
순이익	171.9	157.3	192.4	212.7
EPS	28,261	25,861	31,633	34,968
증감율	48.03	(8.49)	22.32	10.54
PER	14.40	14.46	14.35	12.98
PBR	0.99	0.83	0.95	0.89
EV/EBITDA	5.41	4.99	4.43	3.70
ROE	7.26	6.17	6.99	7.27
BPS	412,814	452,565	479,444	509,659
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000



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

농심 (004370)

‘신라면 톰바’ 아직 갈 곳이 많다

갈 곳이 많다

농심의 미주 가동률은 65% 내외로 추산된다. 생산 능력은 아직 여유 있다. 2분기부터 신제품 ‘신라면 톰바’의 입점 효과가 가시화될 것으로 판단된다. 4월 미국 월마트, 5월 코스트코 입점이 계획되어 있는 것으로 파악된다. 주요 경쟁사인 일본 업체가 북미보다는 남미에서 성장을 견인하고 있는 점 감안시, 남미로의 업사이드 여력도 높아 보인다. 중국도 2분기는 신제품 출시 효과를 기대해 볼 만하다. 일본은 5월 초 세븐일레븐에 출점을 시작했다. 언론 보도에 따르면, 초도 물량은 완판된 것으로 파악된다. 올해는 ‘유럽 판매법인’ 설립 기인해 유럽 매출도 YoY 20% 내외 증가할 것으로 예상된다.

1Q25 Re: 손익은 시장 기대 소폭 상회

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 8,930억원(YoY 2.3%), 561억원(YoY -8.7%)을 기록했다. 손익은 시장 기대를 소폭 상회했다. ① 라면 총매출액(국내+해외수출)은 YoY 5.2% 증가했다. 국내는 라면 판가 인상에 대한가수요 물량 기인해 YoY 5.9% 견조한 성장을 시현했다. 신제품 ‘신라면 톰바’도 월 매출50억원 내외 기여한 것으로 파악된다. 수출은 YoY 5.0% 성장에 그쳐 당사 기대를 하회했다. 3월 ‘유럽 판매법인’ 설립 기인한 채널 및 거래선 정립 영향으로 풀이된다. 6월부터 유럽판매법인 매출이 인식될 것으로 예상된다. 4월부터 수출 성장은 다시 두 자리수로 회복된 것으로 파악된다. ② 국내 스낵 매출액은 역기저 및 내수 소비 부진 기인해 YoY -10.6% 감소했다. ③ 해외 라면 매출은 YoY 2.9% 증가했다. 우선, 북미(미국+캐나다) 매출은 YoY 0.9%에 그쳤다. 미국은 Q가 소폭 성장했으나, 매출에 누리 증가가 이를 상쇄한 것으로 파악된다. 참고로, ‘신라면 톰바’의 오프라인 입점 효과는 반영되지 않은 수치이다. 판촉 강도 심화 기인해 영업마진도 YoY 하락했다. ④ 중국 매출은 YoY -4.4% 감소했다. 온라인 채널에서의 매출 감소가 이어졌다. 교체된 대리상과의 영업 시너지는 하반기 본격화될 것으로 예상된다.

매력적인 밸류에이션

올해 해외 확장 가능성을 여전히 높게 평가한다. 전사 해외 비중은 2023년 38%→2024년 40%→2025년 44%로 확대될 것으로 전망한다. 국내도 수익성 개선을 위한 다양한 노력이 수반되고 있다. 상기 감안시 26F PER 12배에 거래 중인 현 주가는 매력적이라고 판단한다.

도표 1. 농심 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	872.5	860.7	850.4	855.1	893.0	896.9	918.2	933.0	3,410.6	3,438.7	3,641.1
① 국내	683.8	687.2	667.5	663.2	693.4	708.9	703.1	705.6	2,605.4	2,701.6	2,811.1
-라면	490.9	506.6	492.8	502.3	516.4	537.0	532.8	552.1	1,869.3	1,992.6	2,138.3
-스낵	121.6	115.0	111.4	107.9	108.6	109.2	111.4	107.9	459.8	455.8	437.1
② 북미(미+캐)	161.2	150.1	152.8	159.1	162.5	165.1	183.4	190.9	635.2	623.2	702.0
③ 중국	47.6	41.1	33.4	38.4	45.4	41.1	35.1	42.3	189.3	160.5	163.9
④ 일본	23.3	27.0	26.2	29.9	28.2	32.4	31.4	35.9	95.3	106.4	127.9
YoY	1.4%	2.8%	-0.6%	-0.2%	2.3%	4.2%	8.0%	9.1%	9.0%	0.8%	5.9%
① 국내	7.0%	6.1%	1.2%	0.6%	1.4%	3.2%	5.3%	6.4%	8.7%	3.7%	4.1%
② 북미	-7.2%	-2.4%	-0.8%	3.5%	0.9%	10.0%	20.0%	20.0%	10.3%	-1.9%	12.6%
③ 중국	-18.0%	-7.6%	-21.0%	-13.6%	-4.4%	0.0%	5.0%	10.0%	-18.2%	-15.2%	2.1%
④ 일본	7.7%	7.5%	20.3%	11.6%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%	9.1%	11.7%	20.2%
영업이익	61.4	43.7	37.6	20.4	56.1	48.5	60.9	55.6	212.1	163.1	221.0
YoY	-3.7%	-18.7%	-32.5%	-47.6%	-8.7%	10.9%	61.9%	172.3%	89.1%	-23.1%	35.5%
OPM	7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	5.4%	6.6%	6.0%	6.2%	4.7%	6.1%
세전이익	71.3	57.3	51.1	38.1	68.5	59.3	71.2	64.6	231.1	217.8	263.6
YoY	1.0%	-4.5%	-22.0%	9.1%	-3.9%	3.5%	39.3%	69.5%	45.5%	-5.8%	21.0%
지배순이익	53.3	42.8	36.5	24.7	52.2	43.9	51.5	44.9	171.9	157.3	192.4
YoY	-2.1%	-4.7%	-27.1%	9.9%	-2.1%	2.5%	41.1%	81.6%	48.0%	-8.5%	22.3%
NPM	6.1%	5.0%	4.3%	2.9%	5.8%	4.9%	5.6%	4.8%	5.0%	4.6%	5.3%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,410.6	3,438.7	3,641.1	3,859.6	4,091.2
매출원가	2,375.3	2,473.2	2,571.8	2,728.7	2,888.4
매출총이익	1,035.3	965.5	1,069.3	1,130.9	1,202.8
판매비	823.2	802.5	848.4	887.7	932.8
영업이익	212.1	163.1	221.0	243.2	270.0
금융손익	19.5	27.8	26.4	31.1	36.3
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	27.1	16.2	17.0	17.9
세전이익	231.1	217.8	263.6	291.2	324.2
법인세	59.7	60.2	70.6	77.9	87.7
계속사업이익	171.5	157.6	193.0	213.3	236.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	171.5	157.6	193.0	213.3	236.5
비배주주지분 순이익	(0.4)	0.3	0.6	0.6	0.7
지배주주순이익	171.9	157.3	192.4	212.7	235.8
지배주주지분포괄이익	154.9	262.2	192.0	212.3	235.3
NOPAT	157.3	118.0	161.8	178.1	197.0
EBITDA	330.1	285.7	346.5	371.7	401.7
성장성(%)					
매출액증가율	9.00	0.82	5.89	6.00	6.00
NOPAT증가율	92.06	(24.98)	37.12	10.07	10.61
EBITDA증가율	44.40	(13.45)	21.28	7.27	8.07
영업이익증가율	89.04	(23.10)	35.50	10.05	11.02
(지배주주)순이익증가율	48.06	(8.49)	22.31	10.55	10.86
EPS증가율	48.03	(8.49)	22.32	10.54	10.86
수익성(%)					
매출총이익률	30.36	28.08	29.37	29.30	29.40
EBITDA이익률	9.68	8.31	9.52	9.63	9.82
영업이익률	6.22	4.74	6.07	6.30	6.60
계속사업이익률	5.03	4.58	5.30	5.53	5.78

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	28,261	25,861	31,633	34,968	38,765
BPS	412,814	452,565	479,444	509,659	543,670
CFPS	59,561	59,710	59,625	63,902	68,977
EBITDAPS	54,273	46,976	56,962	61,105	66,041
SPS	560,704	565,335	598,609	634,525	672,597
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
주가지표(배)					
PER	14.40	14.46	14.35	12.98	11.71
PBR	0.99	0.83	0.95	0.89	0.84
PCR	6.83	6.26	7.61	7.10	6.58
EV/EBITDA	5.41	4.99	4.43	3.70	2.98
PSR	0.73	0.66	0.76	0.72	0.67
재무비율(%)					
ROE	7.26	6.17	6.99	7.27	7.55
ROA	5.48	4.60	5.20	5.43	5.67
ROIC	8.92	6.56	8.72	9.44	10.25
부채비율	32.53	34.61	34.03	33.45	32.78
순부채비율	(28.65)	(31.80)	(34.91)	(38.06)	(41.22)
이자보상배율(배)	54.86	26.81	23.66	26.03	28.79

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,419.8	1,743.7	1,923.7	2,127.3	2,355.2
금융자산	760.3	1,053.0	1,192.8	1,353.0	1,534.9
현금성자산	142.9	140.9	236.5	348.9	480.3
매출채권	292.4	308.3	326.4	346.0	366.8
재고자산	318.2	323.2	342.2	362.7	384.5
기타유동자산	48.9	59.2	62.3	65.6	69.0
비유동자산	1,814.9	1,853.7	1,878.3	1,904.3	1,931.9
투자자산	74.6	58.3	58.4	58.5	58.6
금융자산	73.1	57.0	57.0	57.0	57.0
유형자산	1,535.1	1,579.8	1,608.6	1,638.6	1,669.8
무형자산	61.7	73.6	69.3	65.3	61.5
기타비유동자산	143.5	142.0	142.0	141.9	142.0
자산총계	3,234.8	3,597.5	3,802.0	4,031.6	4,287.1
유동부채	696.5	678.2	713.7	753.6	795.9
금융부채	31.7	39.6	38.9	39.7	40.6
매입채무	371.3	359.1	380.3	403.1	427.3
기타유동부채	293.5	279.5	294.5	310.8	328.0
비유동부채	97.5	246.7	251.6	256.9	262.5
금융부채	29.4	163.5	163.5	163.5	163.5
기타비유동부채	68.1	83.2	88.1	93.4	99.0
부채총계	793.9	924.9	965.4	1,010.5	1,058.4
지배주주지분	2,430.2	2,672.0	2,835.6	3,019.3	3,226.2
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	121.8	130.3	130.3	130.3	130.3
자본조정	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
기타포괄이익누계액	42.5	154.6	154.6	154.6	154.6
이익잉여금	2,316.2	2,437.4	2,600.9	2,784.7	2,991.6
비배주주지분	10.6	0.6	1.1	1.8	2.5
자본총계	2,440.8	2,672.6	2,836.7	3,021.1	3,228.7
순금융부채	(699.2)	(849.9)	(990.4)	(1,149.7)	(1,330.8)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	327.2	272.5	316.5	339.6	365.8
당기순이익	171.5	157.6	193.0	213.3	236.5
조정	155.0	166.5	125.6	128.5	131.7
감가상각비	118.1	122.7	125.5	128.5	131.7
외환거래손익	0.2	1.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	36.2	42.6	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	0.7	(51.6)	(2.1)	(2.2)	(2.4)
투자활동 현금흐름	(267.4)	(381.9)	(194.3)	(202.3)	(209.8)
투자자산감소(증가)	11.5	15.7	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(108.0)	(122.9)	(150.0)	(154.5)	(159.1)
기타	(170.9)	(274.7)	(44.2)	(47.7)	(50.6)
재무활동 현금흐름	(32.0)	121.6	(29.6)	(28.1)	(28.1)
금융부채증가(감소)	(3.2)	142.1	(0.7)	0.8	0.8
자본증가(감소)	0.1	8.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(28.9)	(28.9)	(28.9)	(28.9)	(28.9)
현금의 증감	27.8	12.2	88.3	112.5	131.4
Unlevered CFO	362.3	363.2	362.7	388.7	419.6
Free Cash Flow	219.2	149.7	166.5	185.1	206.7

2025년 5월 20일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 140,000원
현재주가(5.16) 119,700원

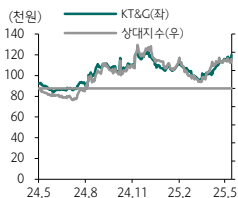
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,626.87
52주 최고/최저(원)	123,400/83,500
시가총액(십억원)	14,610.9
시가총액비중(%)	0.68
발행주식수(천주)	122,062.5
60일 평균 거래량(천주)	294.6
60일 평균 거래대금(십억원)	31.0
외국인지분율(%)	43.65
주요주주 지분율(%)	
First Eagle Investment Management, LLC	8.01
중소기업은행	7.79

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	6,322.9	6,592.1
영업이익(십억원)	1,305.9	1,404.6
순이익(십억원)	1,094.3	1,149.7
EPS(원)	8,917	9,404
BPS(원)	87,973	91,326

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,280.6	6,469.0
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,272.4	1,346.4
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,442.3	1,517.4
순이익	902.7	1,165.7	1,038.3	1,095.4
EPS	6,615	8,975	8,480	8,974
증감율	(10.60)	35.68	(5.52)	5.83
PER	13.14	11.93	14.12	13.34
PBR	1.12	1.31	1.36	1.30
EV/EBITDA	7.55	9.17	9.32	8.65
ROE	9.76	12.66	10.97	11.01
BPS	77,800	81,920	87,869	92,071
DPS	5,200	5,400	5,400	5,400



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

KT&G (033780)

글로벌 담배 업체들은 신고가 터치 중

글로벌 담배 업체, 'Smokeless'를 표방

중국을 제외한 글로벌 스틱 비중은, Cigarette(필립모리스) 86%/ HTU(가열식) 7%/ E-Vapor(액상) 6%/ Oral(비연소) 1%로 추산된다. 전통적 담배를 HTU 및 비연소 제품이 잠식하고 있다. 담배 업체들은, ① 새로운 제품 내에서의 점유율 확대를 통한 헤게모니 변화, ② Mixed ASP 개선, ③ Q 감소 둔화를 기대하고 있다. 필립모리스는 2030년까지 'IQOS'를 포함한 Smoke-free 매출 비중을 60% 이상으로 확대하겠다는 중장기 계획을 밝혔다. 참고로, 2024년 Smoke-free 비중은 40%를 시현했다. 재팬타바코도 2024년 기준 989억엔을 기록한 'Ploom' 관련 매출액을 신장시키고자 이달 내 신제품을 런칭한다. 본업에 집중하고자 제약 부문도 매각을 결정했다.

KT&G도 해외 확장을 본격화하고 있다. ① 신시장(아프리카, 남미 등) 개척을 통해 국내 필립모리스 Q 감소에 상쇄하는 한편, ② 필립모리스와의 '릴 핏' 글로벌 판매 협업을 통해 글로벌 매출을 증대시키고 있다. 올해 말~내년 초는 ③ 니코틴파우치 등 신규 플랫폼 런칭을 통해 신시장에서의 입지를 더욱 강화할 계획을 밝혔다. KT&G는 해외 비중을 올해 36%(하나증권 추정)에서 2027년 50%까지 확대한다는 목표를 공유하기도 했다.

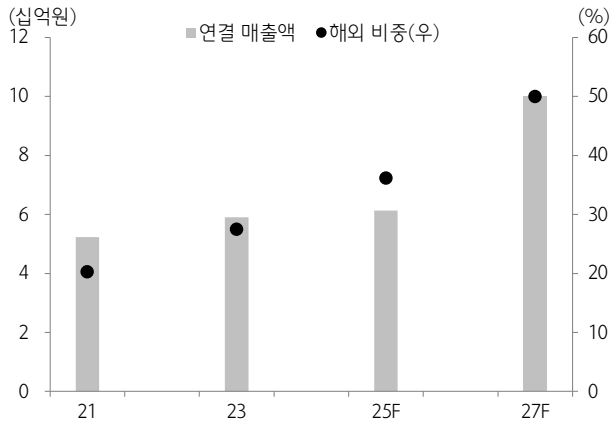
올해 해외를 중심으로 견조한 성장세 전망

2025년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 2,806억원(YoY 6.3%), 1조 2,724억원(YoY 7.0%)으로 예상한다. KGC 제외한 단독 매출액 및 영업이익은 각각 3조 8,490억원(YoY 3.9%), 1조 359억원(YoY 5.5%)으로 추정한다. 올해 국내 필립모리스 총수요는 소비경기 부진 기인해 YoY -6% 내외 감소할 것으로 예상된다. 다만, KT&G MS 상승세가 이어지고 있는 만큼 일부 상쇄가 가능해 보인다. 필립모리스 수출은 긍정적이다. 적극적인 신시장(아프리카, 중남미 등) 확대 및 인니 법인 고성장이 긍정적이다. 카자흐스탄 신공장도 3월부터 가동을 시작했다. 올해 필립모리스 수출(수출+해외법인)은 YoY 24.8% 증가할 것으로 추정한다. 하반기 '릴 핏' 신규 디바이스 및 니코틴파우치 등 Modern Product 출시가 가시화될 경우, 해외 매출은 추가적인 업사이드도 기대할 수 있겠다.

하반기는 BUY&Hold

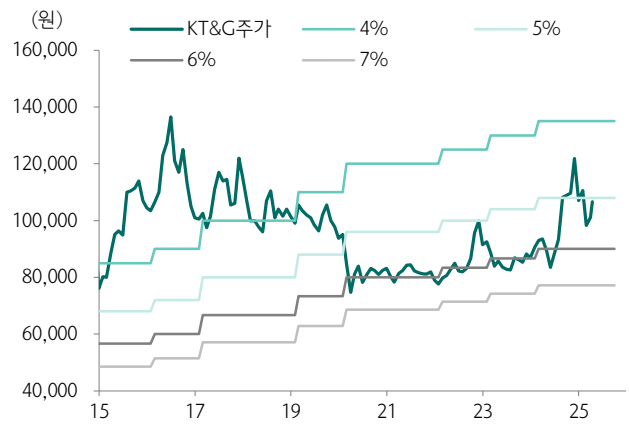
2024~2027년까지 4개년 기업가치 제고 계획에 따라, ① 자사주 약 1.3조원 매입 소각, ② 약 2.4조원 규모의 배당이 이행될 전망이다. ③ 비핵심 자산 구조 개편을 통한 추가 주주환원 가능성도 열어놓을 수 있어 긍정적이다.

도표 1. KT&G 해외 비중 타겟



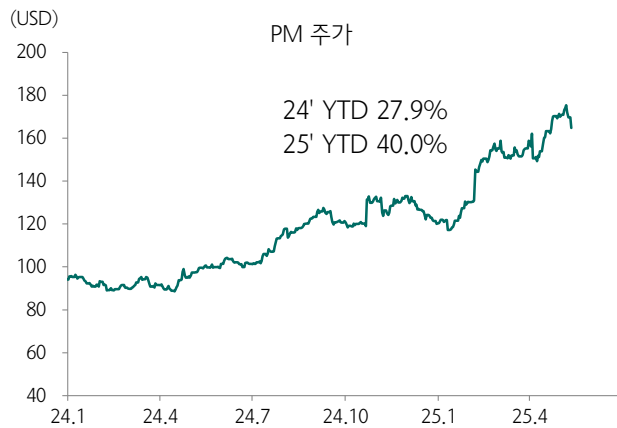
자료: 언론보도, 하나증권

도표 2. 시가배당수익률 Band



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 3. 필립모리스 주가 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 4. 재팬타바코 주가 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 5. KT&G 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	1,292.3	1,423.8	1,636.3	1,557.1	1,491.1	1,482.5	1,704.7	1,602.3	5,862.6	5,909.5	6,280.6
①KT&G	791.8	944.1	997.6	971.0	917.2	959.9	1,004.4	967.4	3,590.2	3,704.5	3,849.0
-내수	513.0	566.2	587.5	541.5	512.1	565.5	568.5	536.6	2,197.5	2,208.2	2,182.8
-수출	144.2	186.9	222.5	183.3	205.4	214.9	255.9	210.8	827.4	961.8	1,157.0
-부동산 등	134.6	191.0	187.6	246.2	199.7	179.5	180.0	220.0	565.3	534.5	509.2
②KGC	265.3	229.4	362.9	247.6	292.7	234.0	381.0	250.1	1,223.4	1,105.2	1,157.8
③종속회사	235.2	250.3	275.8	338.5	335.6	288.6	319.2	384.8	1,049.0	1,099.8	1,328.3
-해외담배	147.6	172.2	197.2	196.2	243.7	206.6	236.6	235.4	573.7	713.2	922.4
-기타	87.6	78.1	78.6	142.3	91.9	82.0	82.6	149.4	475.3	386.6	405.9
YoY	-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	4.1%	4.2%	2.9%	0.2%	0.8%	6.3%
①KT&G	-3.6%	7.0%	2.2%	6.6%	15.8%	1.7%	0.7%	-0.4%	-2.8%	3.2%	3.9%
②KGC	-26.8%	-1.4%	-3.0%	-2.7%	10.3%	2.0%	5.0%	1.0%	-6.3%	-9.7%	4.8%
③종속회사	10.7%	13.3%	-18.7%	22.4%	42.7%	15.3%	15.7%	13.7%	23.3%	4.8%	20.8%
영업이익	236.6	321.5	415.7	215.1	285.6	300.6	405.4	280.8	1,167.3	1,188.8	1,272.4
①KT&G	208.7	281.5	306.8	184.7	199.0	287.7	303.4	245.8	931.7	981.7	1,035.9
②KGC	14.9	(3.6)	61.2	(8.1)	27.6	(7.0)	49.5	(5.0)	80.0	64.4	65.1
③종속회사	13.0	43.6	47.7	38.5	10.0	20.0	52.5	40.0	155.6	142.7	137.4
YoY	-25.3%	30.6%	2.2%	8.6%	20.7%	-6.5%	-2.5%	30.6%	-7.9%	1.8%	7.0%
①KT&G	-9.4%	15.5%	4.4%	12.8%	-4.6%	2.2%	-1.1%	33.1%	-16.8%	5.4%	5.5%
②KGC	-70.3%	CR	4.4%	CR	CR	CR	CR	CR	-5.7%	-19.5%	1.1%
③종속회사	-64.1%	215.6%	-12.0%	-25.1%	-22.9%	-54.1%	10.0%	3.9%	148.7%	-8.3%	-3.8%
OPM	18.3%	22.6%	25.4%	13.8%	19.2%	20.3%	23.8%	17.5%	19.9%	20.1%	20.3%
①KT&G	26.4%	29.8%	30.8%	19.0%	21.7%	30.0%	30.2%	25.4%	26.0%	26.5%	26.9%
②KGC	5.6%	-1.6%	16.9%	-3.3%	9.4%	-3.0%	13.0%	-2.0%	6.5%	5.8%	5.6%
③종속회사	5.5%	17.4%	17.3%	11.4%	3.0%	6.9%	16.4%	10.4%	14.8%	13.0%	10.3%
세전이익	367.6	431.7	317.3	449.3	337.4	366.6	441.4	296.8	1,248.4	1,565.8	1,442.3
YoY	-6.4%	56.6%	-30.9%	272.6%	-8.2%	-15.1%	39.1%	-33.9%	-12.1%	25.4%	-7.9%
(지배)순이익	285.2	317.0	239.6	323.9	255.6	266.8	307.7	208.3	902.7	1,165.7	1,038.3
YoY	5.4%	57.8%	-23.6%	175.6%	-10.4%	-15.8%	28.4%	-35.7%	-11.1%	29.1%	-10.9%
NPM	22.1%	22.3%	14.6%	20.8%	17.1%	18.0%	18.1%	13.0%	15.4%	19.7%	16.5%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,280.6	6,469.0	6,663.1
매출원가	3,054.4	3,006.8	3,196.0	3,291.9	3,390.6
매출총이익	2,808.2	2,902.0	3,084.6	3,177.1	3,272.5
판매비	1,640.9	1,713.2	1,812.2	1,830.7	1,865.7
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,272.4	1,346.4	1,406.8
금융손익	71.1	73.6	80.0	89.6	109.8
종속/관계기업손익	9.6	19.2	20.2	21.2	22.3
기타영업외손익	0.3	284.1	69.6	60.2	52.8
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,442.3	1,517.4	1,591.7
법인세	318.8	393.7	400.8	418.7	428.6
계속사업이익	929.5	1,172.1	1,041.5	1,098.7	1,163.1
중단사업이익	(7.2)	(7.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	922.4	1,165.0	1,041.5	1,098.7	1,163.1
비지배주주지분 손이익	19.7	(0.7)	3.1	3.3	3.5
지배주주순이익	902.7	1,165.7	1,038.3	1,095.4	1,159.6
지배주주지분포괄이익	882.0	1,196.7	1,042.5	1,099.8	1,164.3
NOPAT	869.2	889.9	918.8	974.9	1,028.0
EBITDA	1,408.4	1,439.1	1,534.4	1,620.0	1,691.8
성장성(%)					
매출액증가율	0.19	0.79	6.29	3.00	3.00
NOPAT증가율	(3.33)	2.38	3.25	6.11	5.45
EBITDA증가율	(5.67)	2.18	6.62	5.58	4.43
영업이익증가율	(7.92)	1.84	7.03	5.82	4.49
(지배주주)순이익증가율	(11.13)	29.13	(10.93)	5.50	5.86
EPS증가율	(10.60)	35.68	(5.52)	5.83	5.86
수익성(%)					
매출총이익률	47.90	49.11	49.11	49.11	49.11
EBITDA이익률	24.02	24.36	24.43	25.04	25.39
영업이익률	19.91	20.12	20.26	20.81	21.11
계속사업이익률	15.85	19.84	16.58	16.98	17.46

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,615	8,975	8,480	8,974	9,500
BPS	77,800	81,920	87,869	92,071	96,799
CFPS	10,706	11,657	12,575	13,321	13,915
EBITDAPS	10,321	11,079	12,531	13,272	13,860
SPS	42,963	45,491	51,291	52,998	54,588
DPS	5,200	5,400	5,400	5,400	5,400
주가지표(배)					
PER	13.14	11.93	14.12	13.34	12.60
PBR	1.12	1.31	1.36	1.30	1.24
PCFR	8.12	9.19	9.52	8.99	8.60
EV/EBITDA	7.55	9.17	9.32	8.65	8.08
PSR	2.02	2.35	2.33	2.26	2.19
재무비율(%)					
ROE	9.76	12.66	10.97	11.01	11.05
ROA	7.20	8.73	7.34	7.46	7.57
ROIC	23.93	20.40	18.36	18.86	19.38
부채비율	37.41	48.80	46.46	45.02	43.48
순부채비율	(11.97)	(3.77)	(4.44)	(7.01)	(9.85)
이자보상배율(배)	25.54	28.25	22.46	25.32	26.44

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418.4	7,176.3	7,408.5	7,866.1	8,389.6
금융자산	1,735.7	1,914.4	1,815.7	2,105.6	2,456.4
현금성자산	1,032.0	1,136.0	1,006.8	1,281.3	1,616.2
매출채권	1,328.6	1,363.2	1,449.0	1,492.5	1,537.2
재고자산	2,763.8	3,101.3	3,296.5	3,395.4	3,497.2
기타유동자산	590.3	797.4	847.3	872.6	898.8
비유동자산	6,354.1	6,748.9	6,970.0	7,119.1	7,269.5
투자자산	2,700.8	2,852.3	2,995.3	3,067.7	3,142.4
금융자산	2,229.4	2,369.9	2,482.6	2,539.7	2,598.5
유형자산	2,096.5	2,664.4	2,768.9	2,868.1	2,962.9
무형자산	175.0	179.7	153.2	130.7	111.5
기타비유동자산	1,381.8	1,052.5	1,052.6	1,052.6	1,052.7
자산총계	12,772.5	13,925.2	14,378.5	14,985.3	15,659.1
유동부채	2,672.4	3,142.9	3,114.1	3,193.0	3,274.2
금융부채	107.8	505.1	322.8	323.9	325.0
매입채무	260.7	352.2	374.4	385.6	397.2
기타유동부채	2,303.9	2,285.6	2,416.9	2,483.5	2,552.0
비유동부채	805.1	1,423.9	1,447.0	1,458.7	1,470.7
금융부채	515.4	1,056.9	1,056.9	1,056.9	1,056.9
기타비유동부채	289.7	367.0	390.1	401.8	413.8
부채총계	3,477.5	4,566.8	4,561.1	4,651.7	4,744.9
지배주주지분	9,174.4	9,239.2	9,695.0	10,207.9	10,785.0
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.8	535.0	535.0	535.0	535.0
자본조정	(1,236.9)	(1,030.5)	(1,030.5)	(1,030.5)	(1,030.5)
기타포괄이익누계액	(56.6)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
이익잉여금	8,979.1	8,783.2	9,239.1	9,751.9	10,329.0
비지배주주지분	120.5	119.3	122.4	125.7	129.2
자본총계	9,294.9	9,358.5	9,817.4	10,333.6	10,914.2
순금융부채	(1,112.5)	(352.4)	(436.0)	(724.8)	(1,074.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,266.0	822.3	1,048.4	1,161.4	1,222.6
당기순이익	922.4	1,165.0	1,041.5	1,098.7	1,163.1
조정	158.2	22.7	97.6	108.6	106.8
감가상각비	241.1	250.3	262.0	273.5	285.0
외환거래손익	4.5	(327.0)	(50.0)	(40.0)	(32.0)
지분법손익	(9.6)	(19.2)	(20.2)	(21.2)	(22.3)
기타	(77.8)	118.6	(94.2)	(103.7)	(123.9)
영업활동 자산부채변동	185.4	(365.4)	(90.7)	(45.9)	(47.3)
투자활동 현금흐름	(848.3)	(529.7)	(292.5)	(220.0)	(219.8)
투자자산감소(증가)	(255.6)	(12.2)	(122.8)	(51.3)	(52.4)
자본증가(감소)	(472.8)	(767.5)	(340.0)	(350.2)	(360.7)
기타	(119.9)	250.0	170.3	181.5	193.3
재무활동 현금흐름	(363.9)	517.7	(821.5)	(634.6)	(634.7)
금융부채증가(감소)	402.3	938.9	(182.3)	1.0	1.1
자본증가(감소)	0.4	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(45.7)	164.3	(56.7)	(53.1)	(53.3)
배당지급	(720.9)	(586.6)	(582.5)	(582.5)	(582.5)
현금의 증감	53.8	810.2	(1,293.7)	274.5	334.9
Unlevered CFO	1,460.9	1,514.1	1,539.9	1,626.0	1,698.5
Free Cash Flow	793.2	54.7	708.4	811.2	861.9

2025년 05월 20일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 200,000원
현재주가(5.16) 113,200원

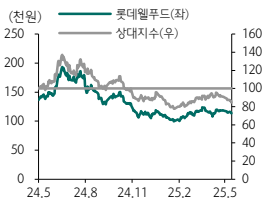
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,626.87
52주 최고/최저(원)	193,300/99,900
시가총액(십억원)	1,068.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	9,304.6
60일 평균 거래량(천주)	13.6
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
외국인지분율(%)	12.77
주요주주 지분율(%)	
롯데지주 외 16 인	69.13
국민연금공단	7.11

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	4,201.2	4,378.6
영업이익(십억원)	171.9	207.6
순이익(십억원)	102.2	119.7
EPS(원)	10,863	12,957
BPS(원)	249,619	260,405

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,066.4	4,044.3	4,212.0	4,380.5
영업이익	177.0	157.1	172.5	197.6
세전이익	109.8	107.8	159.1	165.1
순이익	70.5	84.6	116.7	119.2
EPS	7,476	8,969	12,482	12,806
증감율	26.05	19.97	39.17	2.60
PER	16.56	12.44	9.07	8.84
PBR	0.56	0.49	0.47	0.45
EV/EBITDA	5.48	5.65	5.25	4.75
ROE	3.46	4.04	5.36	5.25
BPS	220,199	228,737	241,336	251,052
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300



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

롯데웰푸드 (280360)

아직 보여줄 게 많다

해외 성과 주목

최근 해외 확장 속도가 빨라지고 있음에 주목한다. 해외 비중은 2023년 19.7%→2025년 23.2%로 3.5%p 상승할 것으로 추정된다. 올해 인도 매출은 인도 빙과 Capa 증설 및 건빙과 통합 법인 출범으로 YoY 19% 증가할 것으로 추정한다. 러시아 매출도 연초 초코파이 신제품 출시 기인해 YoY 17% 고성장할 것으로 예상한다. 올해 해외 매출은 YoY 14% 증가한 9,752억원으로 전망된다. '빠빠로'의 글로벌 마케팅 성과도 가시화될 것으로 기대된다. 최근 국내 자산 재배치(작년 증평 공장 매각, 올해 청주 공장 매각 예정)를 통해 발생한 재원은 해외 확장에 활용될 것으로 전망된다. 중장기 해외 성과에 대한 기대감이 주가에 반영될 것으로 기대한다.

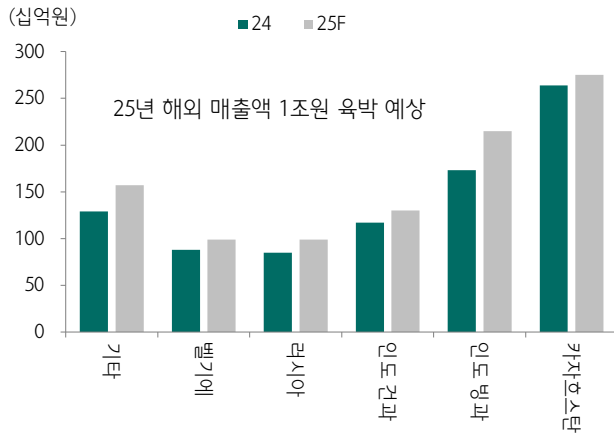
단기 실적은 카카오 원가 부담으로 부진 예상

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4조 2,101억원(YoY 4.1%), 1,725억원(YoY 9.8%)로 전망한다. 카카오 투입가 상승에 따른 손익 부담이 상반기까지 이어질 것으로 판단된다. 카카오 시세는 고점 대비 약 -30% 하락한 상황이다. 그러나, 여전히 작년 평균 투입 단가 대비는 2배 가까이 높은 수준이다. 현재 재고 수준 감안시, 2분기까지도 높은 투입 단가가 반영될 것으로 추정된다. 다만, 2분기부터 판가 인상이 반영된다. 1분기 저점으로 국내외 수익성은 점진적 회복이 예상된다. 하반기는 전년대비 증익이 가능할 것으로 추정한다. 연결 손익은 2Q/ 3Q/ 4Q 각각 YoY -18.6%/ 5.1%/ 흑전으로 추정한다.

중장기 방향성은 긍정적

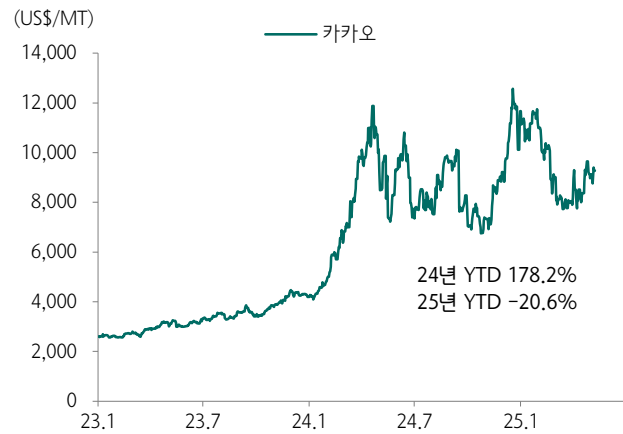
실적 개선 시점은 하반기로 다소 지연될 것으로 전망된다. 그러나, 최근 해외 사업 확장 속도는 긍정적이다. 국내도 생산 효율성 개선 작업이 진행 중이다. 현 주가는 26F PER 8배 거래 중으로 밸류에이션도 부담 없다.

도표 1. 해외 매출 추이



자료: 롯데월드푸드, 하나증권

도표 2. 카카오 가격 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 3. 롯데월드푸드 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	951.1	1,044.2	1,078.5	970.5	975.1	1,091.6	1,126.0	1,015.5	4,066.4	4,044.3	4,212.0
① 제과	418.5	488.3	523.9	407.1	416.4	498.1	541.1	416.1	1,832.7	1,837.8	1,871.6
-건과	281.4	261.1	273.1	288.8	284.6	266.3	278.6	294.6	1,087.5	1,104.4	1,146.4
-빙과	106.6	196.5	222.4	84.5	100.6	200.4	233.5	87.0	608.8	610.0	622.2
-베이커리	30.5	30.7	28.4	33.8	31.2	31.3	29.0	34.5	122.0	123.4	124.3
② 푸드	335.6	339.6	344.3	333.7	332.5	344.7	349.3	338.7	1,452.4	1,353.2	1,365.2
③ 해외	197.2	219.4	208.0	232.1	230.0	248.9	235.7	260.7	800.6	856.7	975.2
YoY	-0.9%	0.3%	-0.7%	-0.9%	2.5%	4.5%	4.4%	4.6%	-0.9%	-0.5%	4.1%
① 제과	2.0%	3.3%	-0.1%	-4.2%	-0.5%	2.0%	3.3%	2.2%	3.9%	0.3%	1.8%
② 푸드	-8.6%	-7.9%	-4.9%	-5.9%	-0.9%	1.5%	1.4%	1.5%	-6.3%	-6.8%	0.9%
③ 해외	3.3%	5.6%	4.4%	14.5%	16.6%	13.4%	13.3%	12.3%	0.7%	7.0%	13.8%
영업이익	37.3	63.3	76.0	(19.6)	16.4	51.5	79.9	24.6	177.0	157.1	172.5
YoY	100.6%	30.3%	-5.7%	TR	-56.1%	-18.6%	5.1%	TB	29.8%	-11.3%	9.8%
OPM	3.9%	6.1%	7.1%	-2.0%	1.7%	4.7%	7.1%	2.4%	4.4%	3.9%	4.1%
① 제과+푸드	27.2	41.8	65.4	(24.0)	8.3	33.5	64.9	14.6	130.2	110.4	121.4
② 해외	14.3	21.6	14.0	9.4	9.0	18.0	15.0	10.0	58.6	59.3	52.0
세전이익	28.8	58.8	61.8	(41.6)	31.2	42.3	70.8	14.8	109.8	107.8	159.1
YoY	979.5%	141.3%	-35.6%	CR	8.3%	-28.0%	14.4%	-135.5%	52.6%	-1.9%	47.6%
지배 순이익	21.5	42.1	46.1	(25.1)	23.7	30.5	51.8	10.7	70.5	84.6	116.7
YoY	107.2%	103.4%	99.8%	CR	104.0%	103.0%	99.0%	99.0%	50.1%	20.0%	37.9%
NPM	2.3%	4.0%	4.3%	-2.6%	2.4%	2.8%	4.6%	1.1%	1.7%	2.1%	2.8%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,066.4	4,044.3	4,212.0	4,380.5	4,555.7
매출원가	2,934.7	2,848.8	3,024.2	3,132.0	3,243.7
매출총이익	1,131.7	1,195.5	1,187.8	1,248.5	1,312.0
판매비	954.7	1,038.4	1,015.3	1,050.9	1,092.9
영업이익	177.0	157.1	172.5	197.6	219.1
금융손익	(56.4)	(36.8)	(34.1)	(32.5)	(29.6)
종속/관계기업손익	(0.9)	0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(9.9)	(13.4)	20.8	0.0	0.0
세전이익	109.8	107.8	159.1	165.1	189.5
법인세	42.1	25.8	43.6	47.1	54.1
계속사업이익	67.8	82.0	115.5	118.0	135.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	67.8	82.0	115.5	118.0	135.4
비지배주주지분 손이익	(2.8)	(2.6)	(1.2)	(1.2)	(1.4)
지배주주순이익	70.5	84.6	116.7	119.2	136.8
지배주주지분포괄이익	50.7	107.1	111.5	113.8	130.7
NOPAT	109.2	119.5	125.2	141.2	156.6
EBITDA	367.7	361.0	382.2	413.6	433.5
성장성(%)					
매출액증가율	26.94	(0.54)	4.15	4.00	4.00
NOPAT증가율	14.11	9.43	4.77	12.78	10.91
EBITDA증가율	38.23	(1.82)	5.87	8.22	4.81
영업이익증가율	57.47	(11.24)	9.80	14.55	10.88
(지배주주)순이익증가율	50.00	20.00	37.94	2.14	14.77
EPS증가율	26.05	19.97	39.17	2.60	14.81
수익성(%)					
매출총이익률	27.83	29.56	28.20	28.50	28.80
EBITDA이익률	9.04	8.93	9.07	9.44	9.52
영업이익률	4.35	3.88	4.10	4.51	4.81
계속사업이익률	1.67	2.03	2.74	2.69	2.97

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,476	8,969	12,482	12,806	14,702
BPS	220,199	228,737	241,336	251,052	262,665
CFPS	41,285	42,806	40,769	44,462	46,600
EBITDAPS	38,973	38,263	40,886	44,450	46,588
SPS	431,010	428,663	450,628	470,788	489,619
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,300
주가지표(배)					
PER	16.56	12.44	9.07	8.84	7.70
PBR	0.56	0.49	0.47	0.45	0.43
PCFR	3.00	2.61	2.78	2.55	2.43
EV/EBITDA	5.48	5.65	5.25	4.75	4.27
PSR	0.29	0.26	0.25	0.24	0.23
재무비율(%)					
ROE	3.46	4.04	5.36	5.25	5.78
ROA	1.70	1.98	2.65	2.64	2.94
ROIC	4.15	4.41	4.41	4.90	5.40
부채비율	95.98	95.01	92.81	90.67	88.11
순부채비율	35.35	40.14	36.77	33.63	27.89
이자보상배율(배)	3.65	2.94	3.20	3.67	4.07

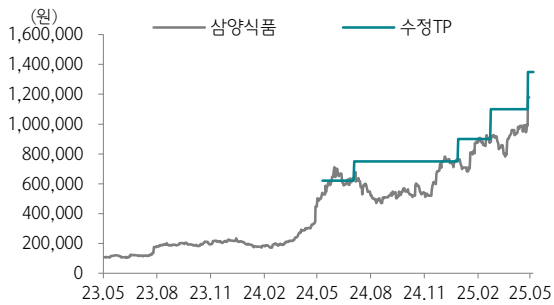
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,488.9	1,428.7	1,511.1	1,592.7	1,741.2
금융자산	607.8	490.4	534.9	578.6	687.7
현금성자산	499.1	322.1	360.6	398.3	501.1
매출채권	350.7	301.5	314.0	326.6	339.7
재고자산	481.2	567.1	590.7	614.3	638.9
기타유동자산	49.2	69.7	71.5	73.2	74.9
비유동자산	2,710.2	2,913.0	2,946.8	2,984.3	2,973.7
투자자산	105.6	112.5	116.0	119.5	123.2
금융자산	59.5	64.0	65.6	67.1	68.6
유형자산	1,975.7	2,087.3	2,140.6	2,194.9	2,198.6
무형자산	294.3	341.1	318.2	297.9	279.8
기타비유동자산	334.6	372.1	372.0	372.0	372.1
자산총계	4,199.1	4,341.7	4,457.9	4,577.0	4,714.9
유동부채	932.1	1,056.1	1,077.7	1,099.4	1,122.0
금융부채	449.8	539.7	540.6	541.5	542.4
매입채무	167.2	169.8	176.8	183.9	191.3
기타유동부채	315.1	346.6	360.3	374.0	388.3
비유동부채	1,124.4	1,059.3	1,068.2	1,077.1	1,086.4
금융부채	915.4	844.4	844.4	844.4	844.4
기타비유동부채	209.0	214.9	223.8	232.7	242.0
부채총계	2,056.5	2,115.3	2,145.9	2,176.5	2,208.4
지배주주지분	2,054.1	2,134.8	2,222.2	2,312.6	2,420.7
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	(47.8)	(7.1)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
이익잉여금	529.0	568.9	656.4	746.8	854.8
비지배주주지분	88.5	91.6	89.8	87.9	85.8
자본총계	2,142.6	2,226.4	2,312.0	2,400.5	2,506.5
순금융부채	757.4	893.8	850.1	807.3	699.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	453.0	285.6	334.8	363.9	376.7
당기순이익	67.8	82.0	115.5	118.0	135.4
조정	288.2	281.3	222.0	248.6	244.1
감가상각비	190.7	203.9	209.7	216.0	214.3
외환거래손익	10.6	1.0	(22.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.9	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타	86.0	77.3	34.3	32.6	29.8
영업활동 자산부채변동	97.0	(77.7)	(2.7)	(2.7)	(2.8)
투자활동 현금흐름	(236.5)	(385.1)	(208.6)	(239.0)	(186.5)
투자자산감소(증가)	119.0	82.3	(4.2)	(4.3)	(4.4)
자본증가(감소)	(324.6)	(315.8)	(240.0)	(250.0)	(200.0)
기타	(30.9)	(151.6)	35.6	15.3	17.9
재무활동 현금흐름	3.1	(61.0)	(82.1)	(81.7)	(81.7)
금융부채증가(감소)	71.9	19.0	0.9	0.9	0.9
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(48.5)	(53.5)	(53.8)	(53.9)	(53.9)
배당지급	(20.3)	(26.5)	(29.2)	(28.7)	(28.7)
현금의 증감	219.6	(160.5)	(20.0)	37.7	102.8
Unlevered CFO	389.5	403.9	381.1	413.7	433.6
Free Cash Flow	128.4	(30.2)	94.8	113.9	176.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

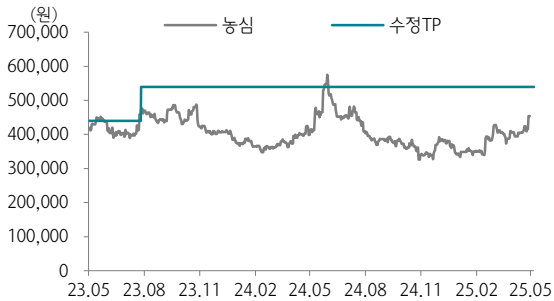
삼양식품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.16	BUY	1,350,000		
25.3.13	BUY	1,100,000	-17.15%	-9.18%
25.1.16	BUY	900,000	-8.72%	3.00%
24.7.22	BUY	750,000	-22.02%	4.40%
24.5.22	BUY	620,000	-1.80%	14.84%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

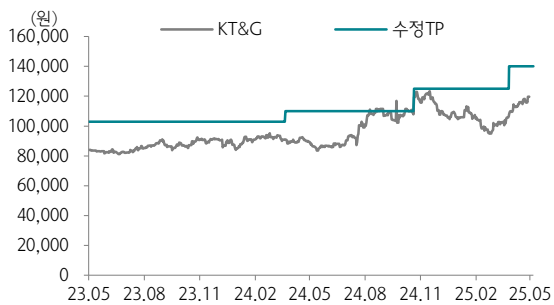
농심



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.14	BUY	540,000		
23.6.21	1년 경과		-	-
22.6.21	BUY	440,000	-23.29%	2.73%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

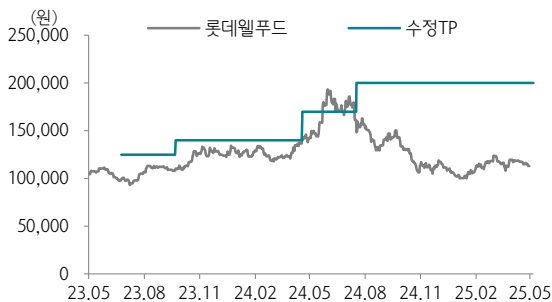
KT&G



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.4.15	BUY	140,000		
24.11.8	BUY	125,000	-13.49%	-1.28%
24.4.9	BUY	110,000	-12.33%	6.27%
23.5.20	1년 경과		-	-
22.5.20	BUY	103,000	-15.01%	-3.01%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데엘푸드



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 5월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2025년 5월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 자신의 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	94.88%	5.12%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 17일