

음식료/담배
overweight

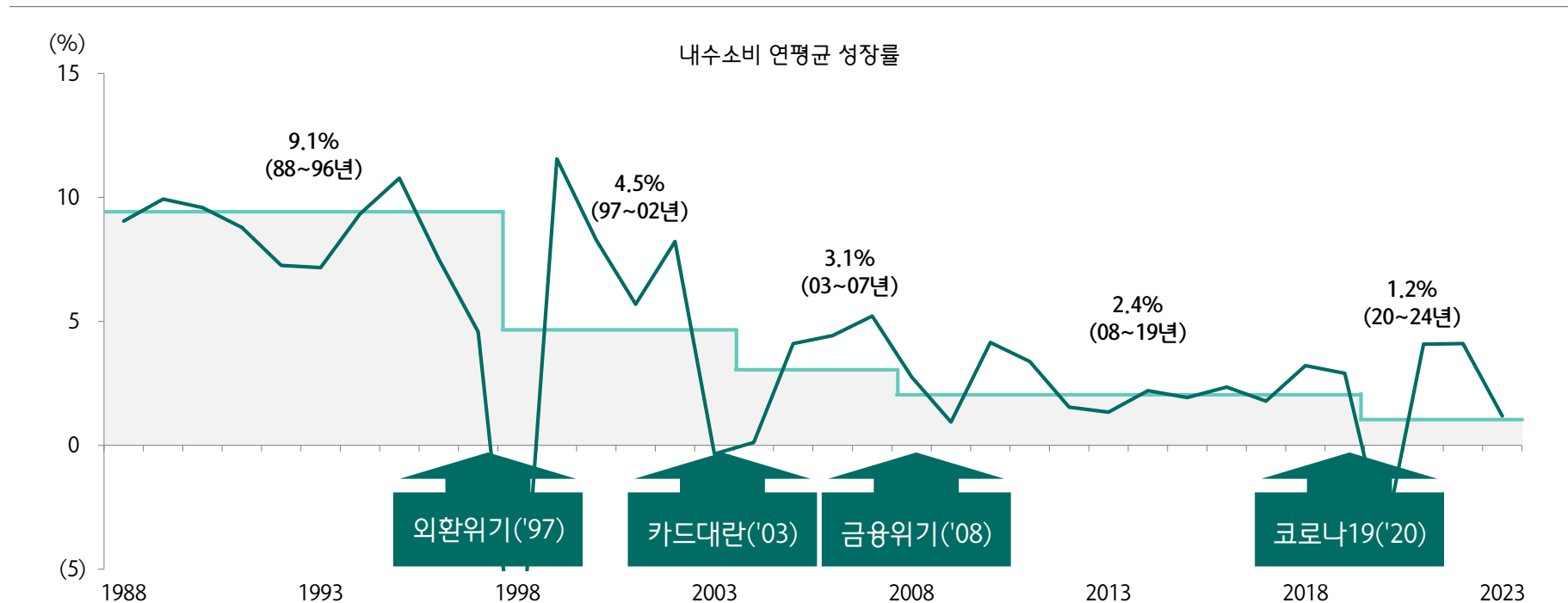
2H25 Outlook
10년전일본 VS. 오늘의우리

✧ Analyst 심은주 ✧



내수 부진, 장기 하락의 초입이라면?

- 소매판매액지수는 2022년부터 3년 연속 감소하며 역대 최장기간 하락세
- 필수소비재로 굳건히 인식되어 오던 음식료만 보더라도, 2023년 YoY -1.8% 감소한 것에 이어 작년에도 YoY -2.5% 감소
- 대한상공회의소는 내수 부진이 인구구조 변화와 고령층 소비성향 감소에 따른 장기 하락 추세에 접어들었을 것이라고 분석



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

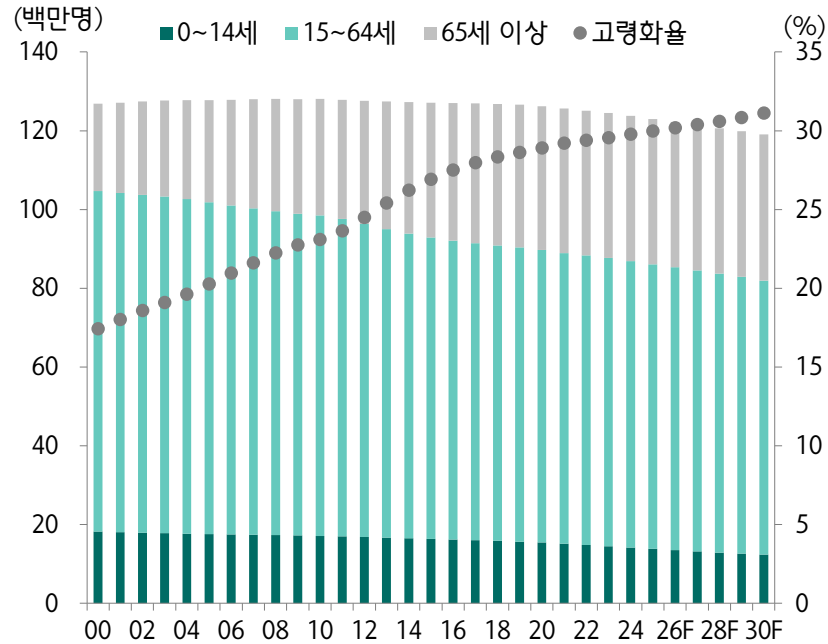


1. Case Study: 10년 전 일본

고령화를 10년 먼저 겪었던 '일본'

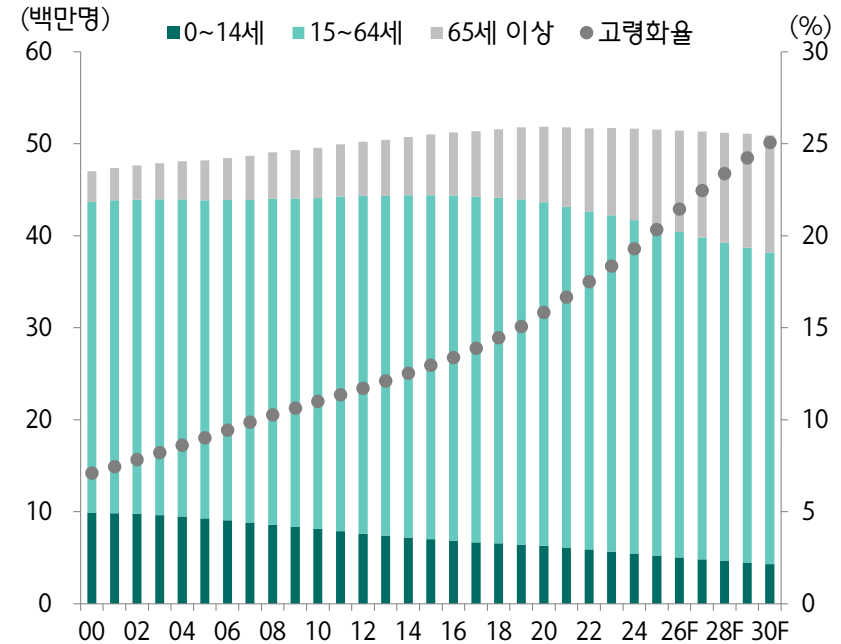
- 일본은 이미 2008년부터 인구 자연 감소가 시작됨
- 우리나라의 인구 자연 감소는 2020년부터 시작, 일본 대비 약 10년 정도 후행하고 있는 셈
- 일본이 고령화 사회에 가장 먼저 진입한 나라인 반면, 우리나라는 고령화 진행 속도가 가장 빠른 나라

일본 인구 및 고령화율 추이



자료: World Bank Group, 하나증권

우리나라 인구 및 고령화율 추이



자료: World Bank Group, 하나증권





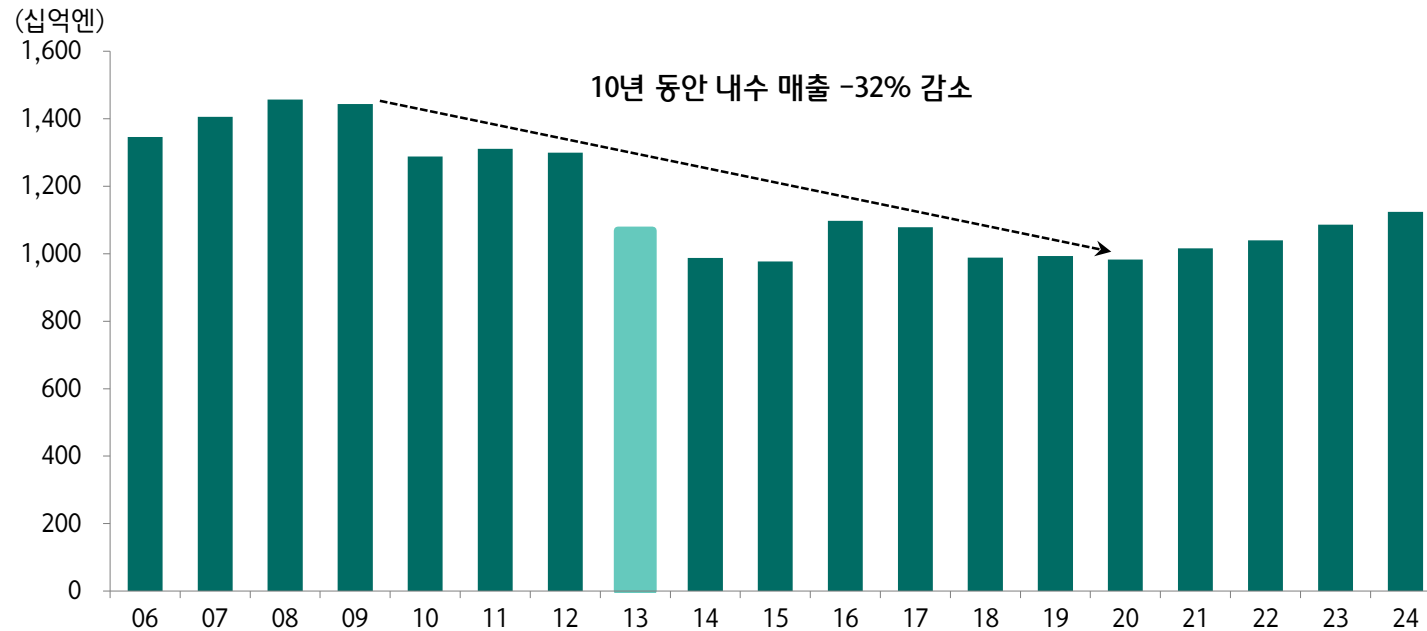
1. Case Study: 10년 전 일본



인구수와 밀접한 식음료 산업

- 일본 식음료 업체들은 시차를 두고 'Q' 감소 기인한 매출 감소를 경험
- 주요 식음료 상장 3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드)의 합산 내수 매출액은 2008년 1조 4,572억엔→ 2018년 9,885억엔으로 -32% 감소
- 2008년~2018년 10년 간 연평균 -3% 감소한 셈

일본 주요 식품 3사 내수 매출 추이



자료: Bloomberg, 하나증권



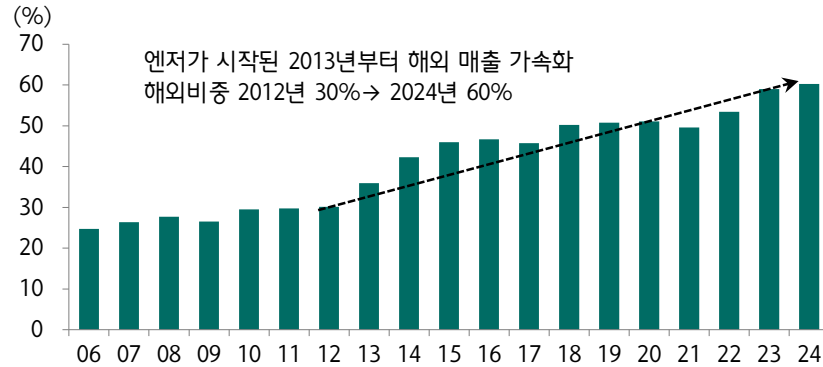


1. Case Study: 10년 전 일본

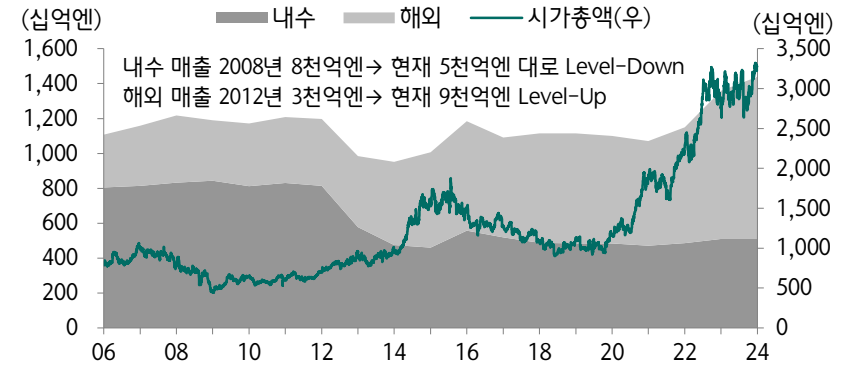
'Q' 감소 타계를 위해 해외 확장→ 주가도 상승



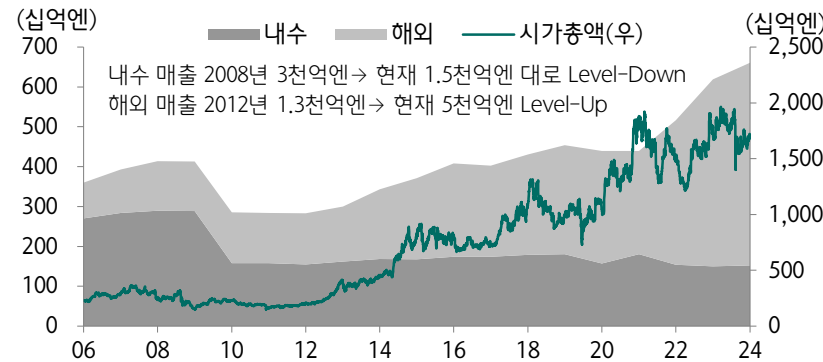
일본 주요 식품3사(아지노모토, 키코망, 니신푸드) 해외 매출 비중 추이



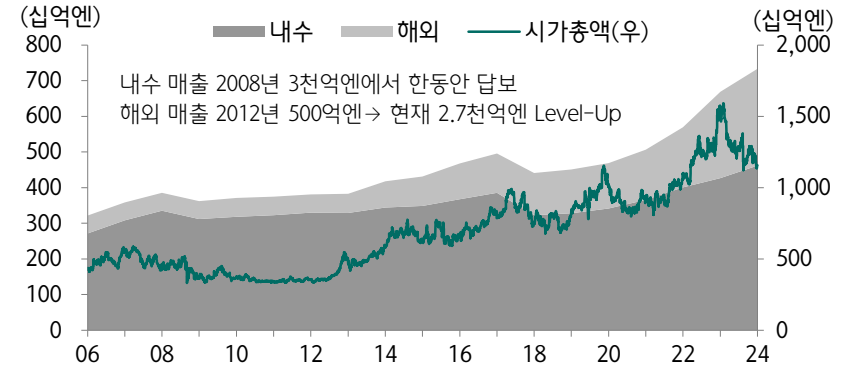
Ajinomoto 내수·해외 매출 및 시가총액 추이



Kikkoman 내수·해외 매출 및 시가총액 추이



Nissin Foods 내수·해외 매출 및 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권





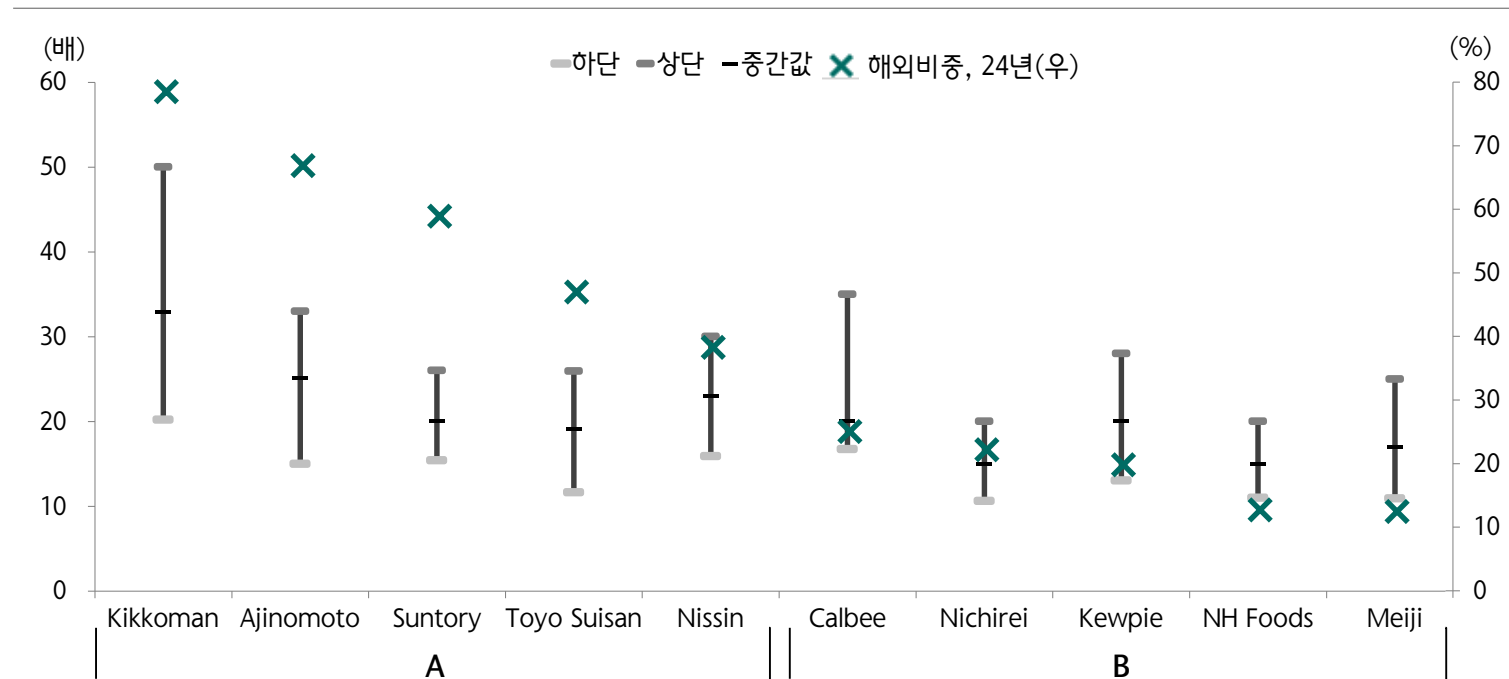
1. Case Study: 10년 전 일본

밸류에이션도 양극화



- 해외 매출 확대가 유의미했던 업체는 밸류에이션도 동반 상승
- 해외 비중이 유의미하게 상승했던 업체들의 12개월 Fwd PER은 15배를 하단으로 30배까지 Re-Rating 되었음
- 반면, 상대적으로 해외 확장 속도가 느렸던 업체들의 12개월 Fwd PER은 11배~25배에서 형성

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



자료: Bloomberg, 하나증권





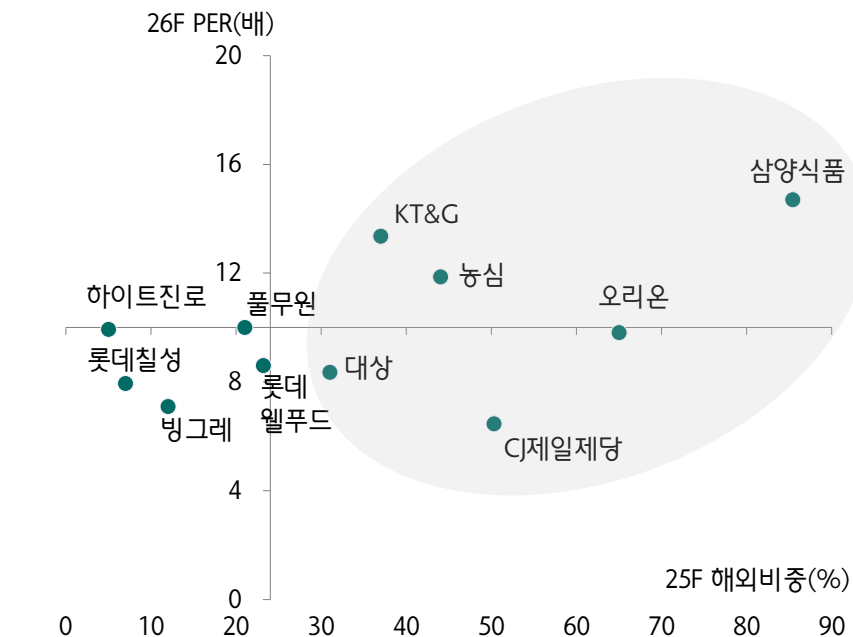
1. Case Study: 10년 전 일본



우리나라도 해외 확장 가능성 높은 업체로 선별적 투자 유망

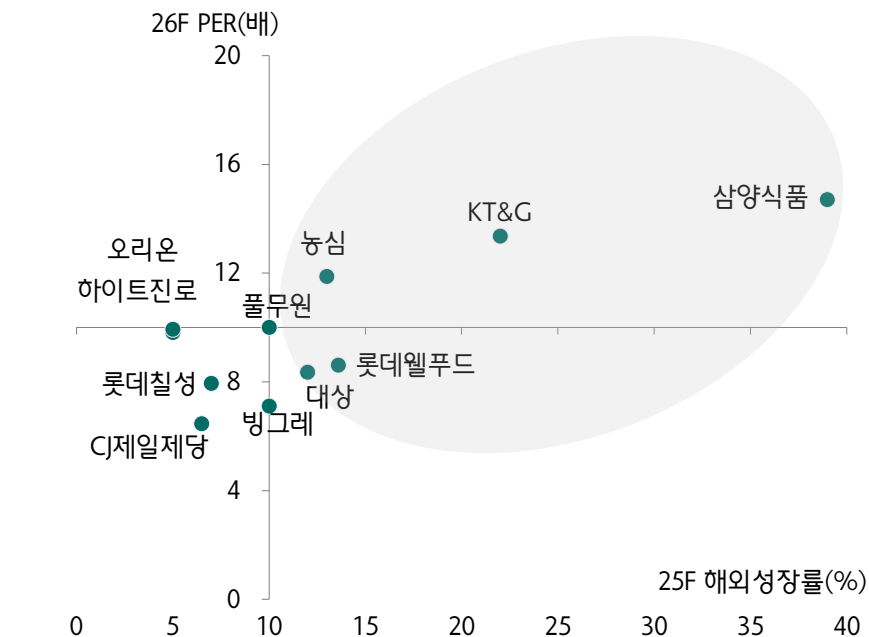
- 저출산 및 생산가능인구 감소에 따른 장기 하락의 초입이라면, 중장기 해외 확장성 높은 업체의 BUY&Hold 전략이 유효
- 25년F 해외 비중: 삼양식품(85%), 오리온(65%), CJ제일제당(식품 50%), 농심(44%), KT&G(37%), 대상(31%)
- 25년F 해외 성장률: 삼양식품(YoY 39%), KT&G(YoY 22%), 롯데웰푸드(YoY 14%), 농심(YoY 13%)

당사 음식료 커버리지 해외 비중 VS. 26F PER



자료: 하나증권

당사 음식료 커버리지 해외 성장률 VS. 26F PER



자료: 하나증권



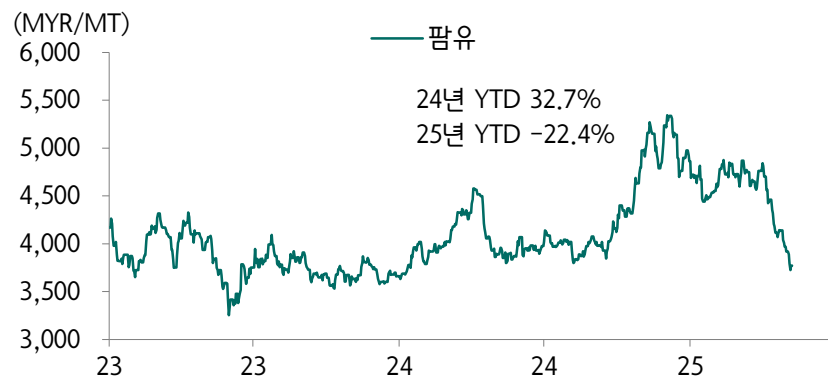


(1) 중국의 미국산 곡물 수입 중단

곡물가 지수 추이



팜유 가격 동향



자료: Bloomberg, 하나증권

카카오 가격 동향



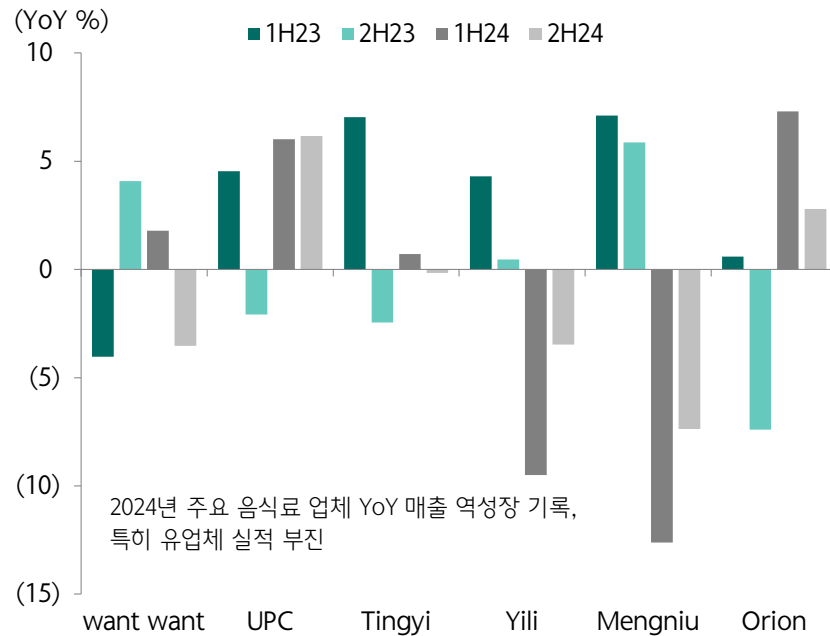
커피 가격 동향



(2) 중국 정부의 적극적인 부양책에 따른 주가 영향 점검

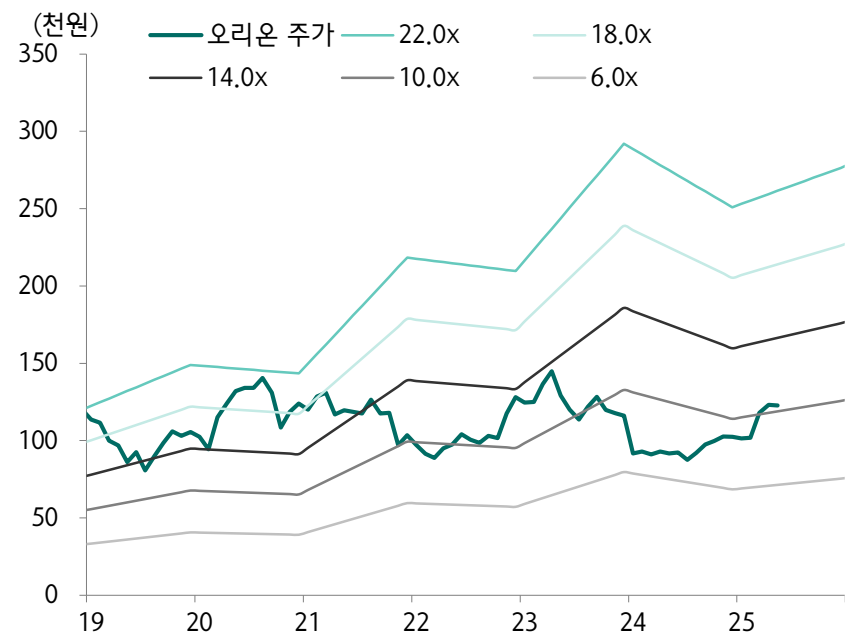
- 중국 정부는 내수 부양에 '올인' 중, 미국의 관세 부과 정책을 타계하기 위해 내수 진작 카드를 꺼낸 것
- 하반기 부양책 효과 기대로 홍콩항셱 음식료 업종 지수 12개월 Fwd PER은 작년 11배까지 하락 이후→ 현재 15배로 회복
- 오리온은 스낵 대체 수요 확대가 다소 부담이지만, 밸류에이션이 역사적 밴드 하단까지 하락한 만큼 갭 메우기 전략은 유효해 보임

중국 주요 음식료 업체 매출 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

오리온 12M Fwd PER 밴드



자료: Quantiwise, 하나증권



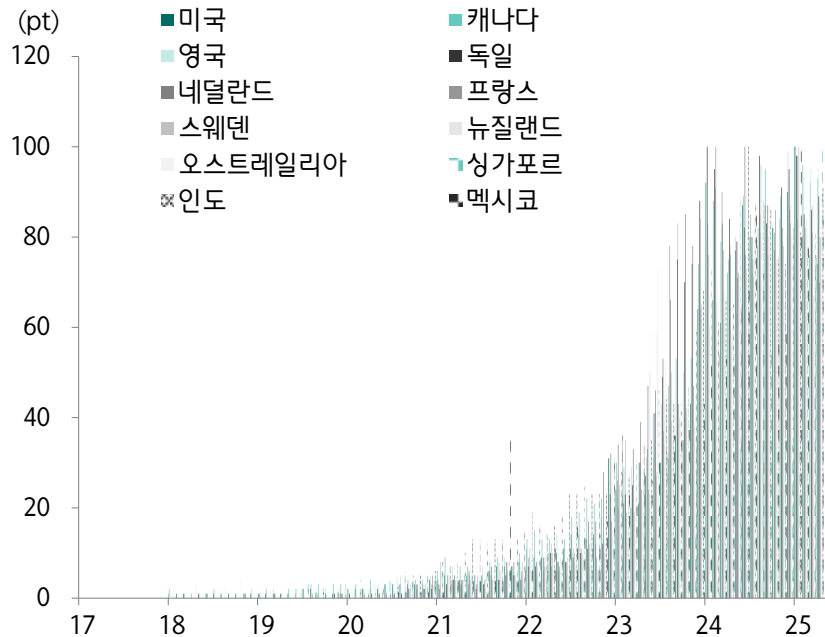
3. Top Picks



삼양식품(003230) | BUY | TP 1,350,000원 | CP(05월22일) 1,125,000원

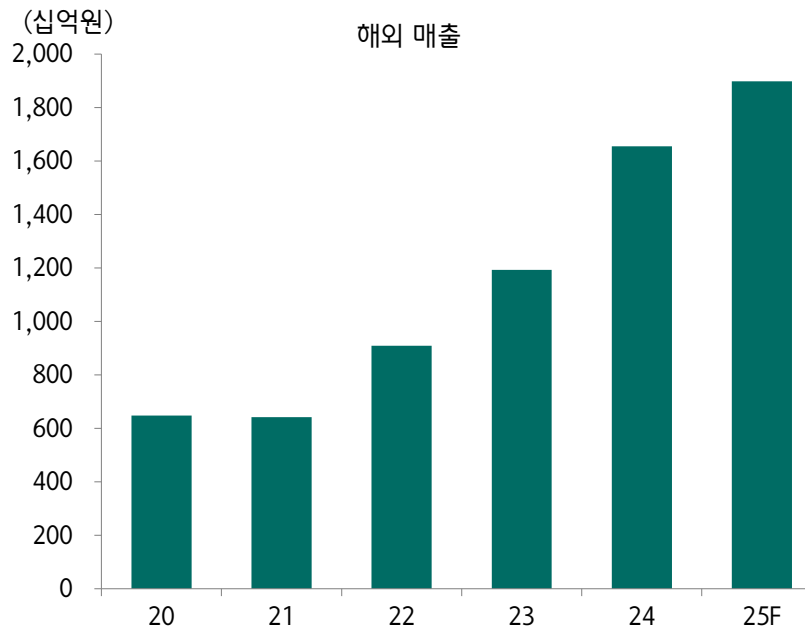
- 2024년 해외 매출액은 전년대비 65.1% 증가한 1조 3,359억원 시현
- 2025년 해외 매출액은 전년대비 39.3% 증가한 1조 8,604억원 전망
- 미주 주요 경쟁사 '도요수산'은 FY 2026 해외 라면 성장을 YoY 13%로 제시, '니신푸드'는 미주 성장 타깃 YoY 5.1% 제시

‘Buldak’ 구글트렌드



자료: 구글트렌드, 하나증권

삼양식품 해외 매출 추이



자료: 삼양식품, 하나증권





3. Top Picks

삼양식품(003230) | BUY | TP 1,350,000원 | CP(05월22일) 1,125,000원



- 분기 수출액은 4천억원 대로 또 한 번 Level-up
- 현재 미국 내 주요 모던 채널에서의 물량 품귀 현상이 나타나고 있는 것으로 파악
- 밀양2공장이 7월부터 시가동 전망, 생산력 확대 이후 실적 Level-up 기조는 이어질 공산이 크다고 판단

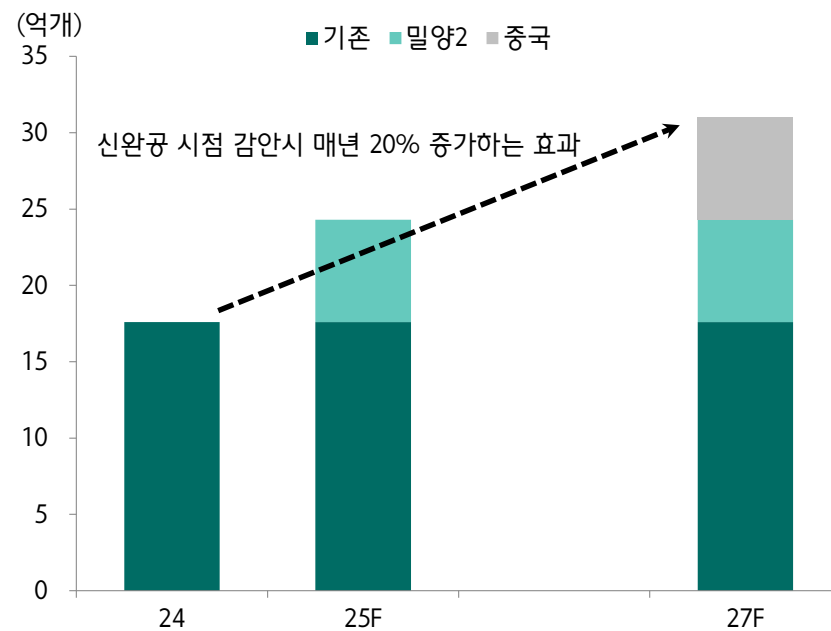
Financial Data

(단위: 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
순이익	126.3	272.0	392.0	507.7
증감률	58.3	115.4	44.1	29.5
PER	12.89	21.19	22.27	17.20
PBR	2.85	7.00	7.33	5.22
ROE	24.81	39.37	39.18	35.61
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300

자료: 하나증권

삼양식품 Capa 전망



자료: 삼양식품, 하나증권



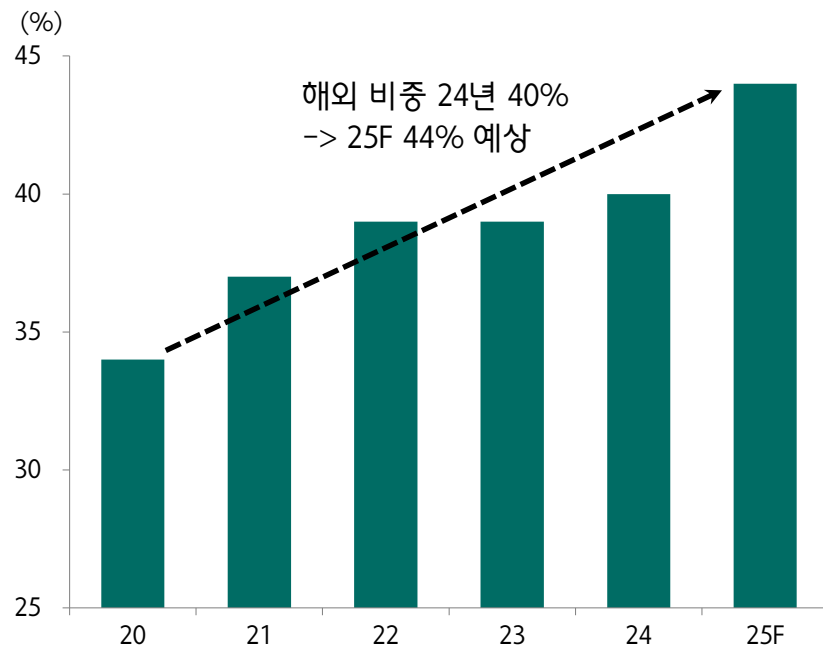


3. Top Picks

농심(004370) | BUY | TP 540,000원 | CP(05월22일) 423,000원

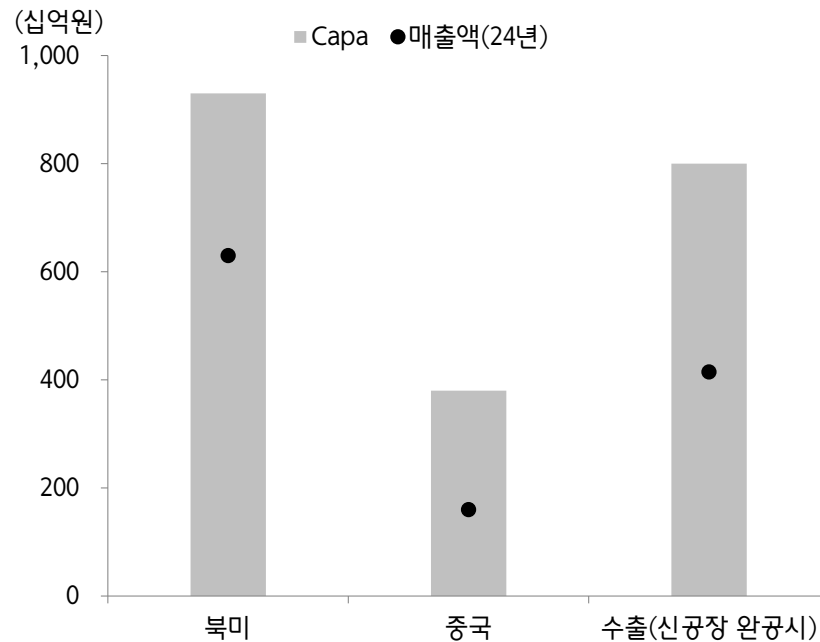
- 전사 해외 비중 2023년 38%→ 2024년 40%→ 2025년 44%로 확대될 것으로 전망
- 2분기부터 신제품 '신라면 톰바'의 입점 효과가 가시화될 것으로 판단
- 4월 미국 월마트, 5월 코스트코 입점이 계획되어 있는 것으로 파악

농심 해외 매출 비중 추이



자료: 농심, 하나증권

농심 Capa 전망



자료: 농심, 하나증권





3. Top Picks

농심(004370) | BUY | TP 540,000원 | CP(05월22일) 423,000원

- 국내도 수익성 개선을 위한 다양한 노력이 수반되고 있음
- 26F PER 12배에 거래 중인 현 주가는 매력적이라고 판단

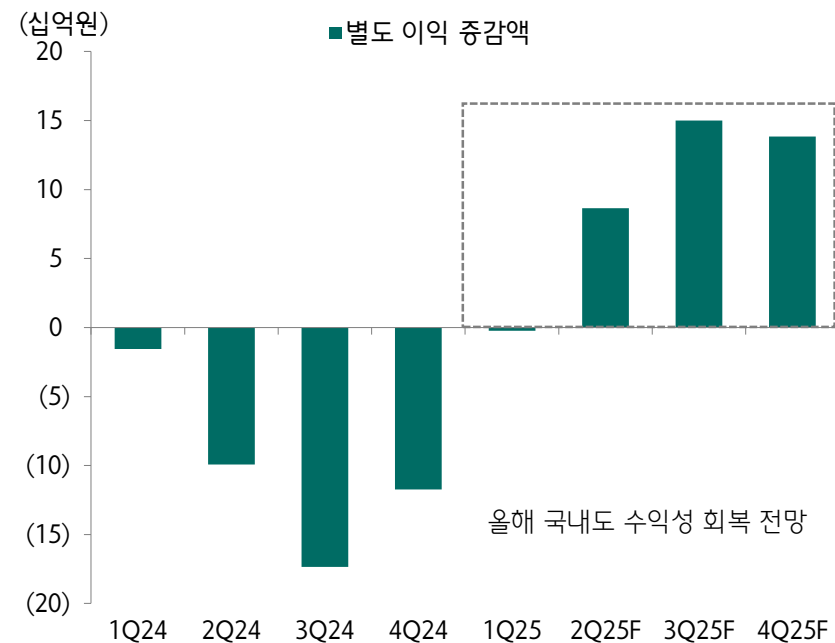
Financial Data

(단위: 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
순이익	171.9	157.3	192.4	212.7
증감률	48.0	(8.5)	22.3	10.5
PER	14.40	14.46	13.50	12.21
PBR	0.99	0.83	0.89	0.84
ROE	7.26	6.17	6.99	7.27
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000

자료: 하나증권

농심 국내 손익 증감액 전망



자료: 농심, 하나증권





3. Top Picks

KT&G(033780) | BUY | TP 140,000원 | CP(05월22일) 119,600원



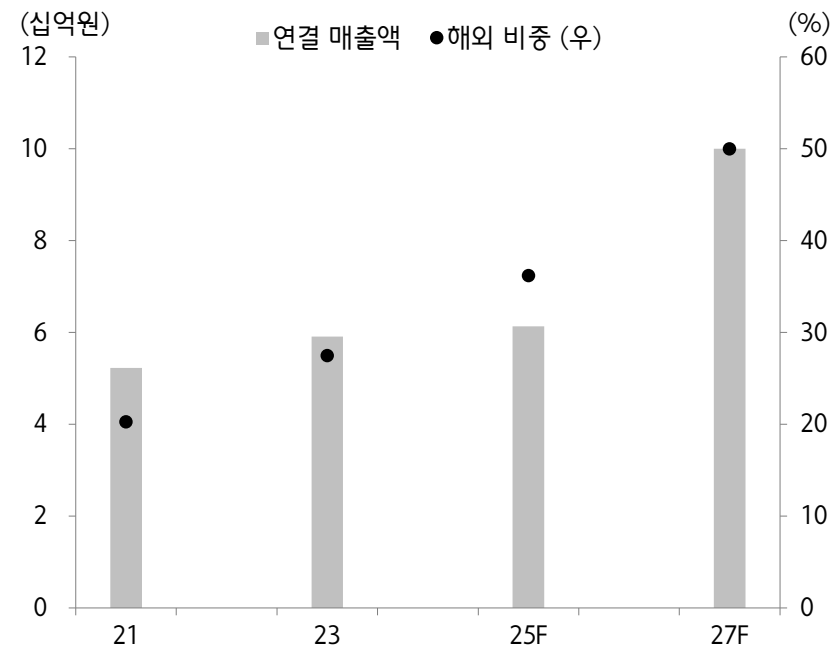
- 글로벌 담배 업체 신고가 경신 중
- 필립모리스는 2030년까지 'IQOS'를 포함한 Smoke-free 매출 비중을 60% 이상으로 확대 타깃
- 재팬타바코도 'Ploom' 관련 매출액을 신장시키고자 이달 내 신제품을 런칭, 본업에 집중하기 위해 제약 부문도 매각

필립모리스, 재팬타바코 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

KT&G 해외 매출 및 비중 전망



자료: KT&G, 하나증권





3. Top Picks

KT&G(033780) | BUY | TP 140,000원 | CP(05월22일) 119,600원

- 적극적인 신시장(아프리카, 중남미 등) 확대 및 인니 법인 고성장세 주목할 만
- 현 주가 시가배당수익률 5% 육박, 올해 자사주 매입 및 소각 효과 감안시 주주환원율 8% 육박 추산

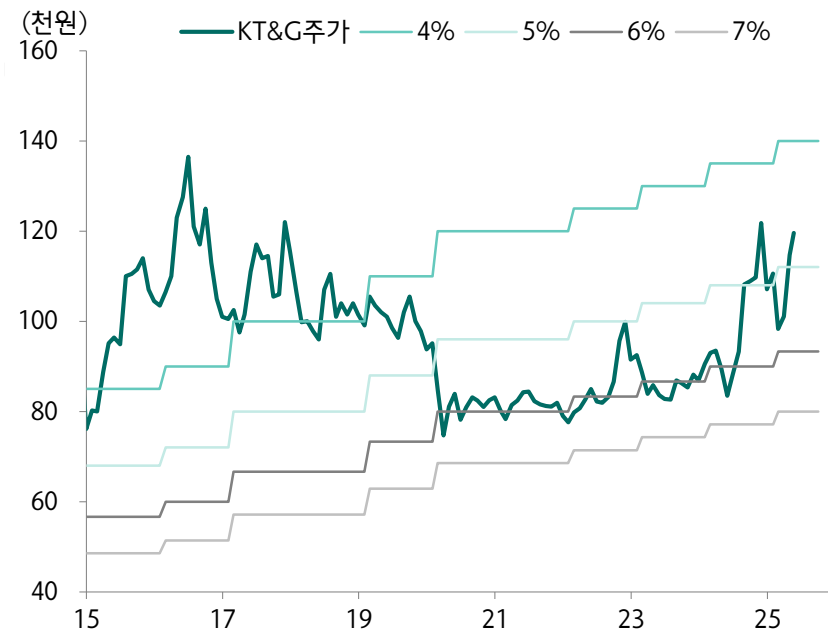
Financial Data

(단위: 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
순이익	902.7	1,165.7	1,038.3	1,095.4
증감률	(10.6)	35.7	(5.5)	5.8
PER	13.14	11.93	13.96	13.19
PBR	1.12	1.31	1.35	1.29
ROE	9.76	12.66	10.97	11.01
DPS	5,200	5,400	5,400	5,400

자료: 하나증권

KT&G 시가배당수익률



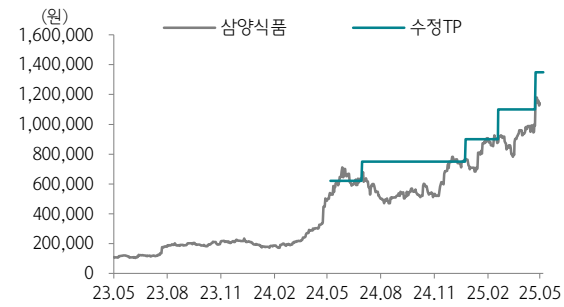
자료: KT&G, 하나증권





투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

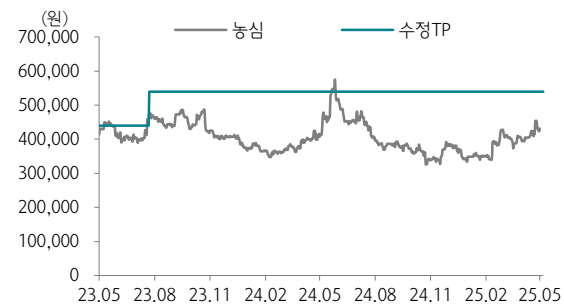
삼양식품



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

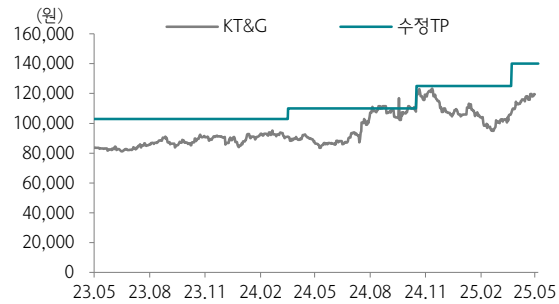


날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.14	BUY	540,000		
23.6.21	1년 경과	-	-	-
22.6.21	BUY	440,000	-23.29%	2.73%



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%
23.5.27	1년 경과		-	-
22.5.27	BUY	103,000	-15.04%	-3.01%

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 신뢰 할 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 23일