음식료/담배 Overweight

주주환원, 선택이 아닌 필수

2025.08.11
Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com RA 고찬결 cgko@hanafn.com

하나증권

2025년 8월 11일 | Equity Research

음식료/담배 Overweight

주주환원, 선택이 아닌 필수

Summary

- ✓ 중장기 우리나라 음식료 업체 자본효율성 개선 여력 높아
- ✓ 미국 F&B 업체 배당성향 70% 육박
- ✓ 적극적인 주주환원 펼치고 있는 업체에 대한 중장기 매수 관점 유효

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(8월8일)
동원산업(006040)	BUY	72,000원	47,450원
KT&G(033780)	BUY	180,000원(상향)	147,200원

목차

1. 중장기 업종 자본효율성 개선 여지 높아 3

1) 음식료/담배 배당성향 VS. 코스피 3

2) 미국 F&B 업체 Case Study 4

3) 사업사의 ROE 개선 으로 지주사 기업가치 동반 제고 가능 5

4) 저평가 지주사도 관심 필요 6

5) KT&G, 업종 내 주주환원 모범생 13

2. 적극적인 주주환원 펼치고 있는 업체 주목 14

기업분석 16

동원산업(006040) 17

KT&G(033780) 21

음식료/담배

주주환원, 선택이 아닌 필수

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 8월 8일

동원산업(006040)

BUY I TP 72,000원 I CP 47,450원

KT&G(033780)

BUY I TP 180,000원(상향) I CP 147,200원

중장기 우리나라 음식료 업체 자본효율성 개선 여력 높아

현재 기준 코스피의 12개월 Fwd PBR 및 PER은 각각 1배, 11배로 추산된다. 역산해 보면 ROE는 9% 수준이다. 당사 주요 커버리지 가운데 ROE가 9%에도 미치지 못하는 업체가 다수 존재한다. 업종 특성(높은 원가율 및 과점화된 시장 구도) 감안시, 단기 영업 마진 개선보다는 자본 효율성을 고취시키는 방편이 가시적이고 즉각적이다. 자사주 매입이나 배당 확대 등 주주친화정책 강화를 통해 저평가를 해소해야 한다는 판단이다. 당사 주요 커버리지의 평균 시가배당수익률은 2.0%에 불과하다. 최근 3개년 평균 배당성향(2022~2024년)은 25%로 코스피 3개년 평균 30% 대비해서도 낮은 수준이다. 음식료 업종의 높은 이익 가시성 및 안정적인 현금 창출 능력 감안시, 업종 배당 성향은 코스피 대비해서도 유의미하게 상향 조정될 필요가 있다.

미국 F&B 업체 배당성향 70% 육박

미국 주요 음식료 업체들은 잉여금의 대부분을 주주환원에 활용하고 있다. 자기자본이 '마이너스'인 업체도 다수 존재한다. 2010년~2020년 제로 금리 시대에서 자본 효율성을 극대화하기 위한 전략상 이유도 있었지만, 시장 참여자와의 신뢰 구축을 위한 주주정책 확대가 주된 이유이다. 주요 미국 음식료 업체들의 최근 3년 평균 배당성향은 70%에 육박한다. 매년 버는 돈의 대부분을 주주환원으로 사용하고 있는 것이다. 코카콜라 및 펩시는 50년 이상 주당배당금을 매년 증액 시켜온 업체로도 유명하다. 3% 이상의 시가배당수익률 및 매년 시행되는 자사주 매입은 주가 장기 우상향 추세와 더불어 견고한 하방을 형성하게 했다.

적극적인 주주환원 펼치고 있는 업체에 대한 중장기 매수 관점 유효

적극적인 주주환원 정책으로 중장기 저평가 해소가 가능한 업체들에 대한 BUY&Hold 전략이 유효해 보인다. 동원산업은 복합 지주회사로, 자사주 소각에 이어 동원F&B와의 주식교환을 통해 중복 상장을 해소시켰다. 올해부터 중간배당도 도입한다. KT&G는 ROE 개선을 위한 다양한 방안을 즉각 실행에 옮기고 있는 업체이다. 매년 시행되는 자사주 매입 및 소각에 이어, 비영업자산 매각에 따른 추가 주주환원 이행 가능성도 시사했다.

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

1. 중장기 업종 자본효율성 개선 여지 높아

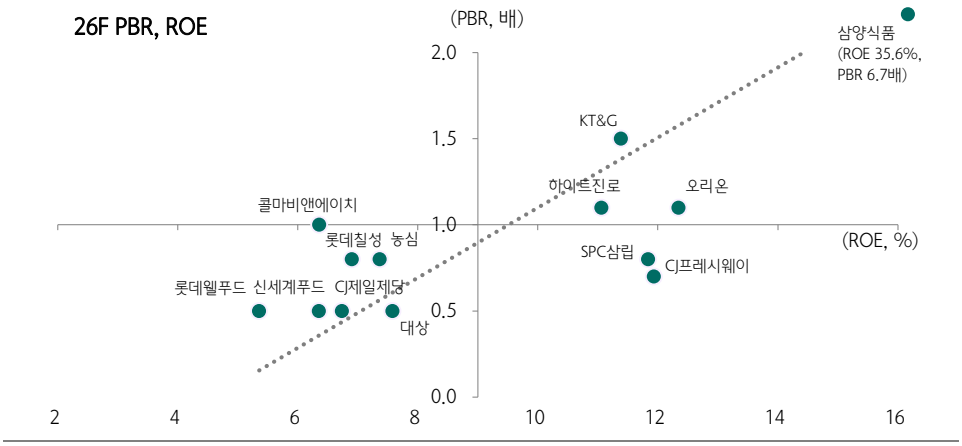
1) 음식료/담배 배당성향 VS. 코스피

음식료 업체들의 자본효율성 시장 대비 낮은 수준

현재 기준 코스피의 12개월 Fwd PBR 및 PER은 각각 1배, 11배로 추산된다. 역산해 보면 ROE는 9% 수준이다. 당사 주요 커버리지 가운데 ROE가 9%에도 미치지 못하는 업체가 다수 존재한다. 원가 비중이 높고, 과거부터 점유율이 과점화되어 있는 업종 특성 감안시, 단기 영업 마진 개선보다는 자본 효율성을 고취시키는 방편이 가시적이고 즉각적이다. 자사주 매입이나 배당 확대 등 주주친화정책 강화를 통해 저평가를 해소해야 한다는 판단이다. 실제로, 당사 주요 커버리지의 평균 시가배당수익률은 2.0%에 불과하다. 최근 3개년 평균 배당성향(2022~2024년)은 25%로 코스피 3개년 평균 30% 대비해서도 낮은 수준이다. 음식료 업종의 높은 이익 가시성 및 안정적인 현금 창출 능력 감안시, 업종 배당 성향은 코스피 대비해서도 유의미하게 상향 조정될 필요가 있다.

도표 1. 주요 음식료 업체 ROE 현황

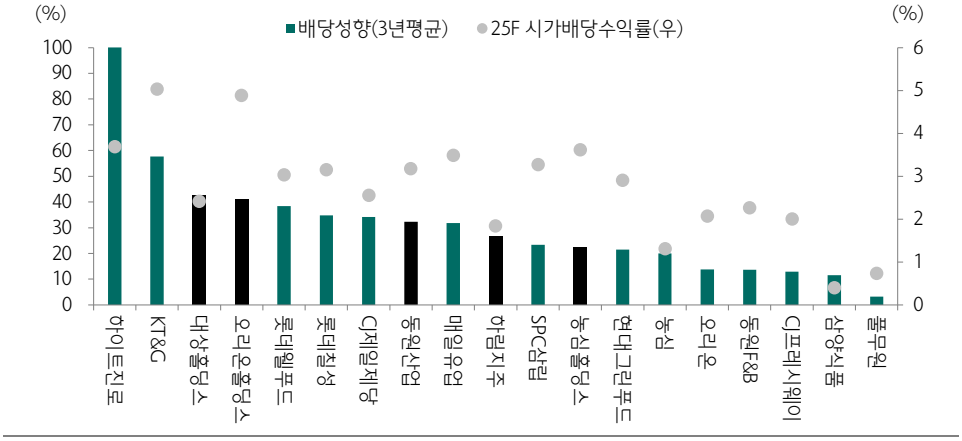
코스피 평균 대비 자본효율성이 낮은 음식료 업체 다수



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 2. 주요 음식료 업체 배당수익률/성향

코스피 배당 성향 30% 미치지 못하는 업체 다수



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

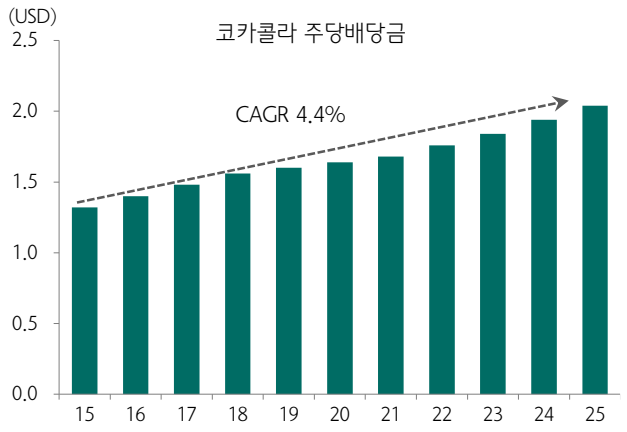
2) 미국 F&B 업체 Case Study

주요 미국 음식료 업체의 최근 3년 평균 배당성향 70% 육박

미국 주요 음식료 업체들은 잉여금의 대부분을 주주환원에 활용하고 있다. 자기자본이 '마이너스'인 업체도 다수 존재한다. 2010년~2020년 제로 금리 시대에서 자본 효율성을 극대화하기 위한 전략상 이유도 있었지만, 시장 참여자와의 신뢰 구축을 위한 주주정책 확대가 주된 이유이다.

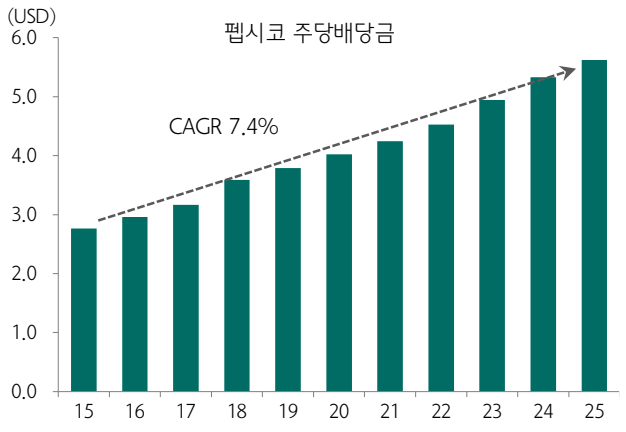
주요 미국 음식료 업체들의 최근 3년 평균 배당성향은 70%에 육박한다. 매년 버는 돈의 대부분을 주주환원으로 사용하고 있는 것이다. 코카콜라 및 펩시는 50년 이상 주당배당금을 매년 증액 시켜온 업체로도 유명하다. 3% 이상의 시가배당수익률 및 매년 시행되는 자사주 매입은 주가 장기 우상향 추세와 더불어 견고한 하방을 형성하게 했다.

도표 3. 코카콜라 주당배당금 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

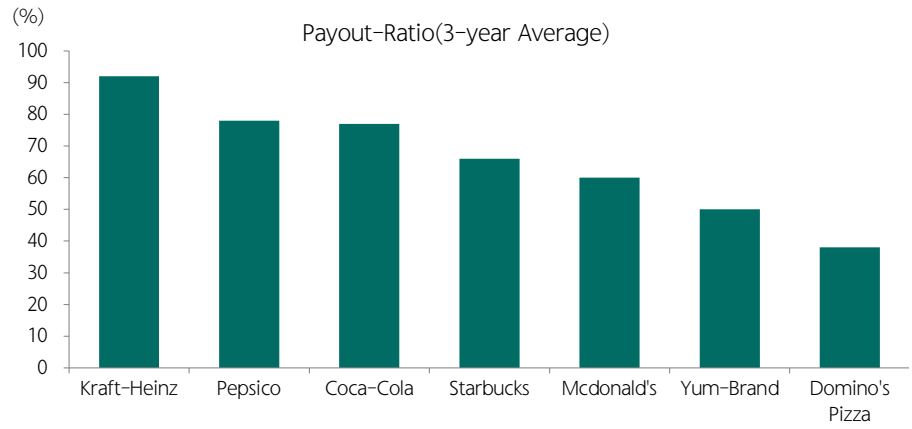
도표 4. 펩시코 주당배당금 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

벌어들인 돈의 절반 이상을 주주환원으로 활용

도표 5. 미국 주요 음식료 업체 배당성향



자료: 블룸버그, 하나증권

3) 사업사의 ROE 개선으로 지주사 기업가치 동반 제고 가능

대부분 음식료 업체 순수 홀딩스체제로 동반 기업가치 제고 가능

대부분의 음식료 업체들은 지주 체제를 형성하고 있다. 지주회사 체제는 오너 일가의 경영권 강화 및 승계에 효율적인 구조로, 2016년 지주회사 요건 강화를 앞두고 음식료 업체의 인적분할이 활발했다. 따라서 '오리온홀딩스-오리온'/ '농심홀딩스-농심'/ '하이트진로홀딩스-하이트진로'/ '대상홀딩스-대상'/ '매일홀딩스-매일유업' 등 대부분 유사한 지배구조를 가지고 있다. 동원산업은 2022년 지주사였던 동원엔터프라이즈와의 합병을 통해 설립되었기 때문에, 순수 사업 가치가 홀딩스 가치의 과반을 차지한다. 향후 사업사의 자본효율성이 개선될 경우, 지주사의 기업가치도 동반 제고 가능하다.

도표 6. 음식료 업체의 지주 체제 전환 시점

시기	내용
2002년	지주회사 자산요건 300억원 → 1,000억원
2003년	농심 인적분할 → 농심홀딩스 설립
2005년	대상 인적분할 → 대상홀딩스 설립
2007년	CJ제일제당 인적분할 → CJ(지주, 존속회사), CJ제일제당 설립
2008년	하이트진로 인적분할 → 하이트진로홀딩스(지주, 존속회사), 하이트진로 설립
2008년	풀무원 인적분할 → 풀무원홀딩스(지주, 존속회사, 현 풀무원), 풀무원 설립
2011년	하림 인적분할 → 하림홀딩스(지주, 존속회사, 현 하림지주), 하림 설립
2011년	삼양사 인적분할 → 삼양홀딩스(지주, 존속회사), 삼양사 설립
2016년	지주회사 자산요건 1,000억원 → 5,000억원(2017년 7월 1일 시행)
2016년	샘표식품 인적분할 → 샘표(지주, 존속회사), 샘표식품 설립
2017년	크라운해태 인적분할 → 크라운해태홀딩스(지주, 존속회사), 크라운해태 설립
2017년	매일유업 인적분할 → 매일홀딩스(지주, 존속회사), 매일유업 설립
2017년	오리온 인적분할 → 오리온홀딩스(지주, 존속회사), 오리온 설립

주: 언론보도, 각 사
자료: 하나증권

4) 저평가 지주사 관심 필요

<동원산업>

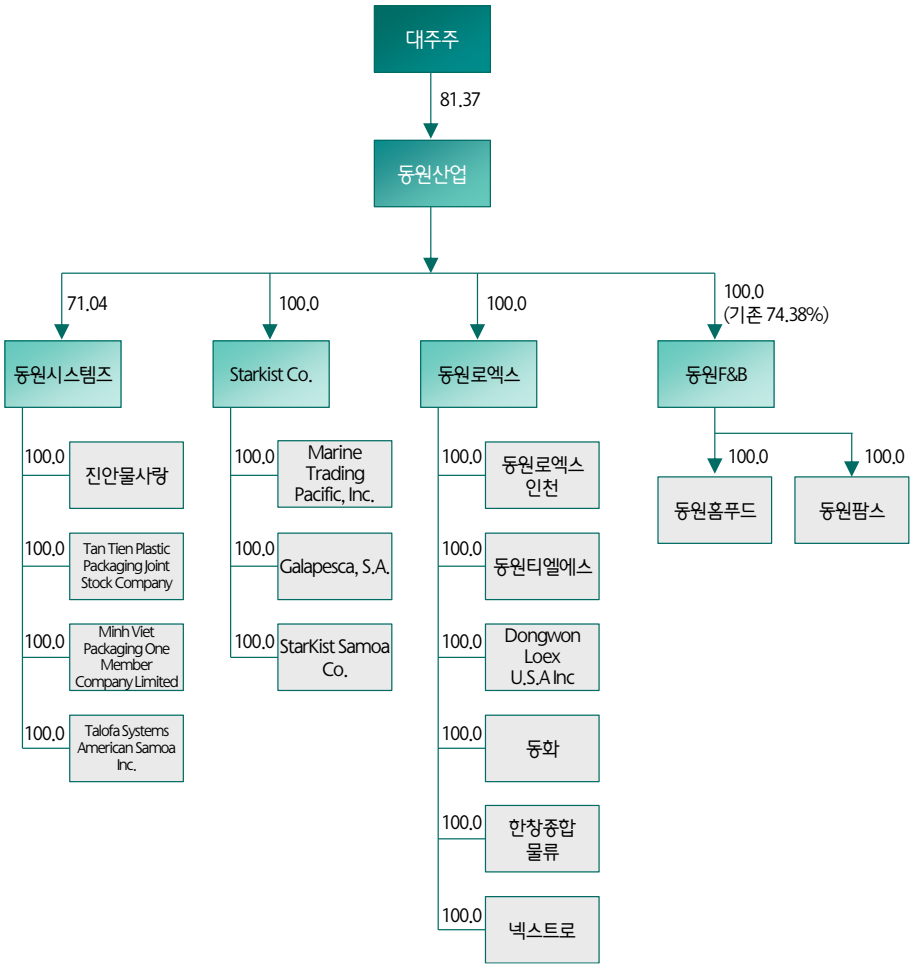
동원산업 기업가치 약 3.2조원 추정

동원산업은 2022년 지주사였던 동원엔터프라이즈와의 합병을 통해 동원그룹의 실질적 지주회사로 탈바꿈했다. 그리고 지난 4월, 동원F&B-동원산업과의 주식 교환을 통해 동원F&B의 중복 상장을 해소시켰다. 동원산업은 동원F&B와의 주식 교환을 통해 주식 수가 약 450만주 증가한 것으로 추산된다. 신주 발행에 따른 소액 지주 지분율은 기존 12%에서 22%로 약 10%p 상승하게 된다. 현재 동원산업 자회사 가운데 '동원시스템즈'는 유일한 상장사다.

동원산업 기업가치는 약 3.2조원으로 추산된다. NAV 기여도는 홀딩스 24%/ 동원F&B 22%/ 스타키스트 18%/ 동원시스템즈 14%/ 기타 22%이다. 동원산업의 자체 사업(1차 수산업) 영업 가치 약 8천억원, 동원F&B 영업가치 약 8천억원, 동원시스템즈 약 6천억원, 스타키스트 약 7천억원을 반영한 수치이다.

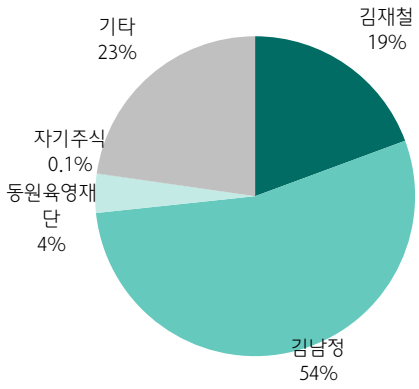
동원F&B는 주식교환을 통해 100% 자회사로 편입

도표 7. 동원그룹 지배구조 현황



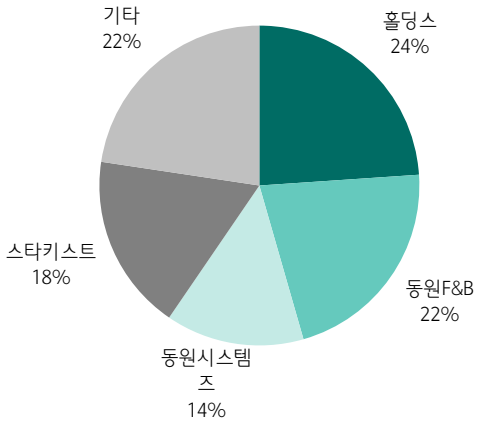
자료: 동원산업, 하나증권

도표 8. 동원산업 주주 현황



자료: 동원산업, 하나증권

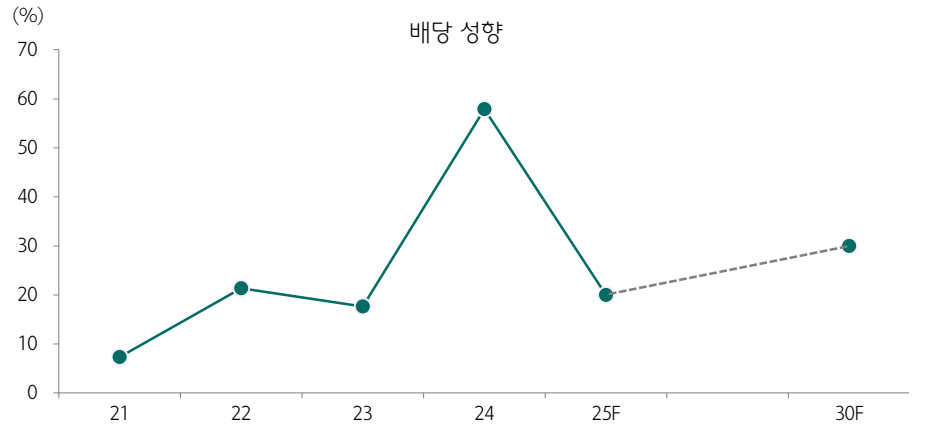
도표 9. 동원산업 NAV 기여



자료: 동원산업, 하나증권

배당성향 순차적 30%까지 확대 타깃

도표 10. 동원산업 배당 성향 추이



자료: 동원산업 연결 기준, 하나증권

도표 11. 동원산업 기업가치 산출

구분	순자산/시총(십억원)	지분율	적정가치(십억원)	기타
동원F&B	841.6	100%	841.6	
동원시스템즈	933.0	83%	544.4	현재 시가총액 30% 할인
StarKist Co.	693.9	100%	693.9	
동원홈푸드	344.2	100%	344.2	
동원건설산업	62.4	100%	62.4	
동원로엑스	473.8	100%	473.8	
(1) 자회사 가치			2,960.3	
(2) 홀딩스 영업가치			930.9	예상 순이익*Target PER 8배
Total (3)=(1)+(2)			3,891.2	
(4) 순차입금(별도)			691.0	
Fair Value=(3)-(4)			**3,200.2**	
주식수(천주)			44,147	동원F&B와 주식교환 기인한 신주 반영
주당가치(원)			**72,000**	

자료: 하나증권

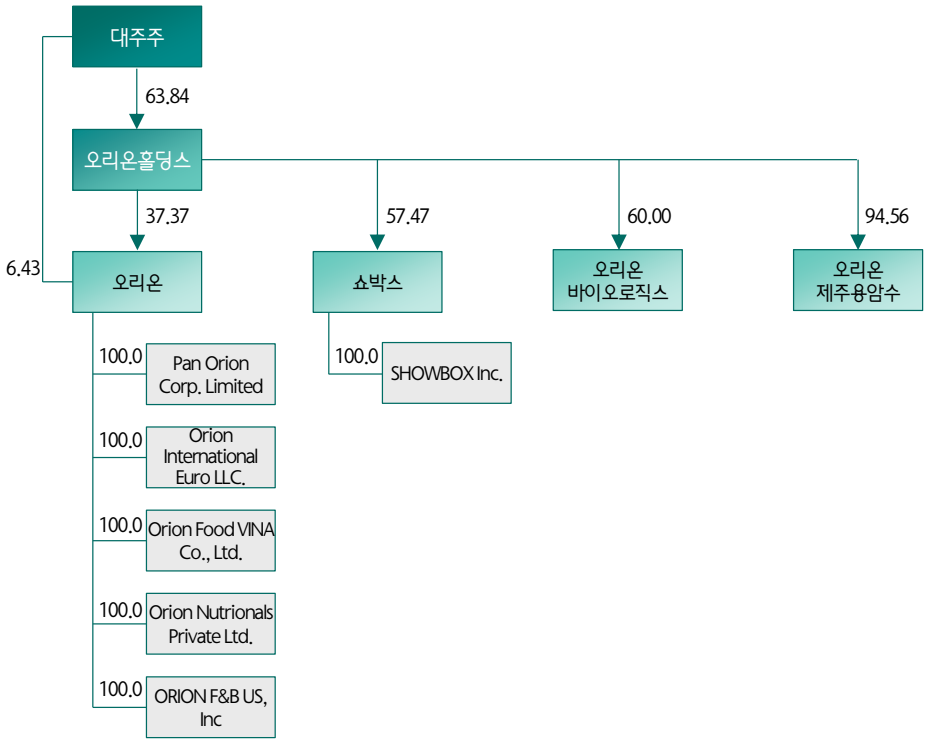
<오리온홀딩스>

오리온홀딩스 1.3조~1.8조원 추산

오리온홀딩스의 주요 수익처는 '오리온'이다. 지난 해 오리온으로부터 로열티 및 임대료로 210억원을 수취했다. 오리온을 제외한 주요 자회사인 '오리온바이오로직스' 및 '제주용암수'는 소폭 적자를 시현 중이다. 결국, 상장사인 오리온 및 쇼박스의 할인율에 따라 홀딩스 기업가치가 달라진다. 통상적인 상장사 할인율 30%를 적용할 경우, 오리온홀딩스 기업가치는 1.3조원으로 추산된다. 홀딩스 영업가치 약 1천억원, 오리온 약 1.2조원, 쇼박스 약 700억원, 제주용암수 약 400억원을 반영한 수치이다. NAV 기여도는 오리온 85%, 쇼박스 5%, 홀딩스 7%(로열티/임대 수수료)으로 추산된다. 상장사 할인을 적용하지 않을 경우, PBR 1배 수준인 1.8조원이 산출된다.

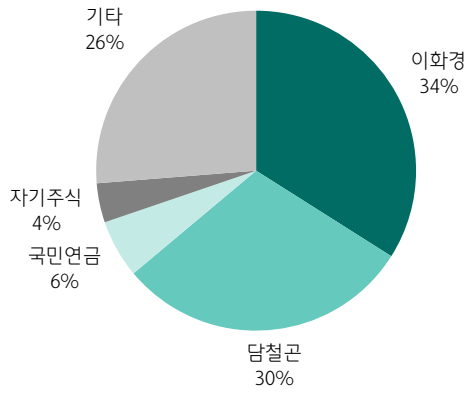
홀딩스 NAV는 오리온이 대부분 설명

도표 12. 오리온그룹 지배구조 현황



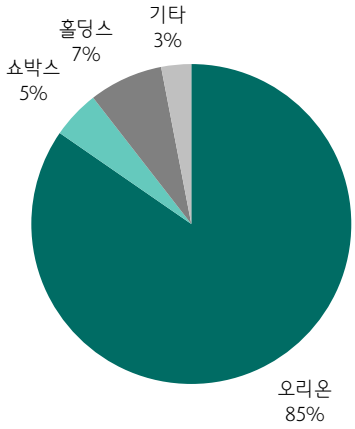
자료: 오리온홀딩스, 하나증권

도표 13. 오리온홀딩스 주주 현황



자료: 오리온홀딩스, 하나증권

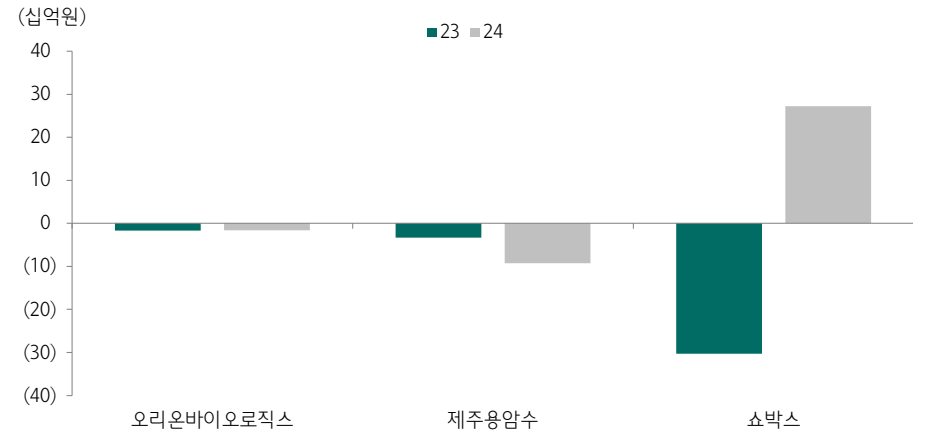
도표 14. 오리온홀딩스 NAV 기여



자료: 오리온홀딩스, 하나증권

오리온바이오로직스와 제주용암수는 소폭 적자

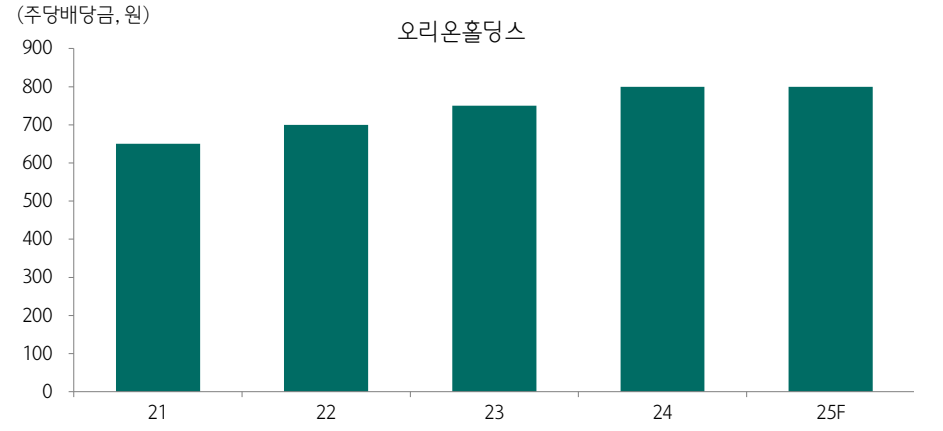
도표 15. 주요 자회사 순이익 추이



자료: 오리온홀딩스, 하나증권

2025~27년 3년간 주당 800원 이상 지급 발표

도표 16. 주당배당금 추이



자료: 오리온홀딩스, 하나증권

도표 17. 오리온홀딩스 기업가치 산출

구분	순자산/시총(십억원)	지분율	적정가치(십억원)	기타
오리온	4,744.0	37%	1,241.0	현재 시가총액 30% 할인
쇼박스	177.0	57%	71.2	현재 시가총액 30% 할인
오리온제주용암수	44.4	95%	41.9	
오리온바이오로직스	4.1	60%	2.5	
(1) 자회사 가치			1,356.6	
(2) 홀딩스 영업가치			109.8	예상 로열티/임대료* Target PER 5배
Total (3)=(1)+(2)			1,466.4	
(4) 순차입금(별도)			140.5	
Fair Value=(3)-(4)			1,325.8	

자료: 하나증권

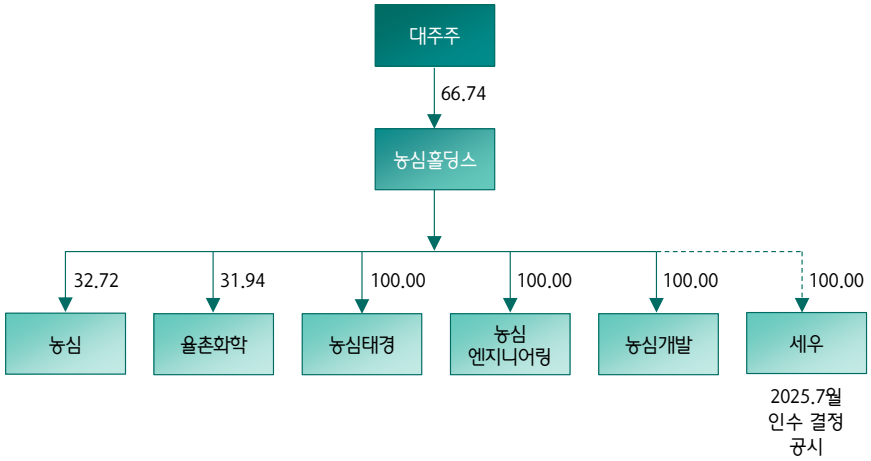
<농심홀딩스>

농심홀딩스 6천억~8천억원 추산

농심홀딩스는 주요 자회사들로부터 배당금만 수취한다. 배당 수여의 주요 자회사인 농심 및 율촌화학은 상장사이며, 태경은 비상장사이다. 통상적인 상장사 할인율 30%를 적용할 경우, 농심홀딩스 기업가치는 약 8천억원으로 추산된다. 농심 영업가치 약 5,500억원, 율촌화학 약 1,600억원, 태경 약 1,200억원을 반영한 수치이다. NAV 기여도는 농심 60%, 율촌화학 16%, 태경 13%으로 추산된다. 참고로, PBR 1배를 적용한 적정가치는 6천억원이다.

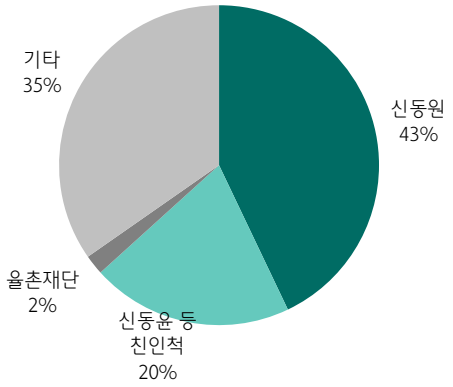
농심태경은 중요한 자회사

도표 18. 농심그룹 지배구조 현황



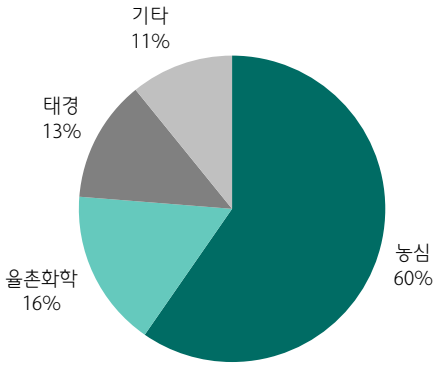
자료: 농심홀딩스, 하나증권

도표 19. 농심홀딩스 주주 현황



자료: 농심홀딩스, 하나증권

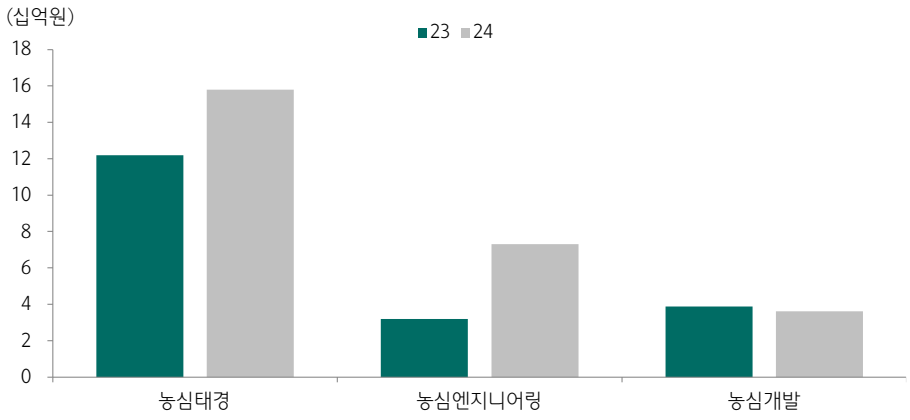
도표 20. 농심홀딩스 NAV 기여



자료: 농심홀딩스, 하나증권

농심태경(라면 스프 제조)은 홀딩스 입장에서 중요한 배당 수입원

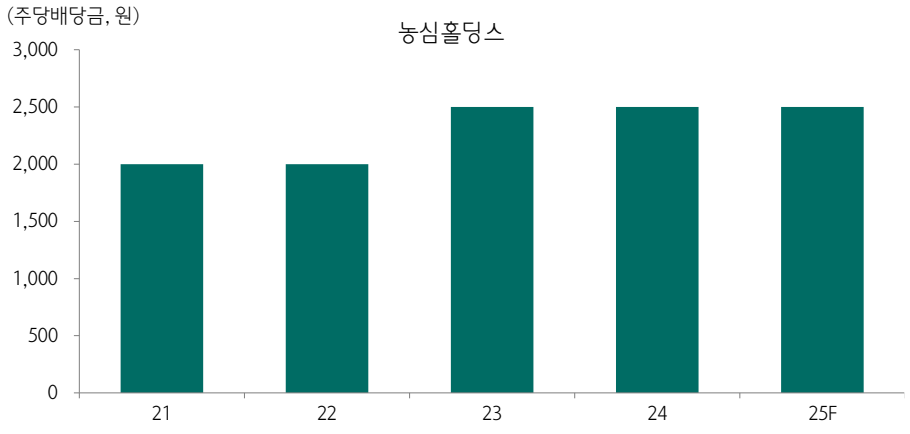
도표 21. 주요 자회사 순이익 추이



자료: 농심홀딩스, 하나증권

최소 3년간 주당 배당금 2,500원 규모 유지 발표

도표 22. 주당배당금 추이



자료: 농심홀딩스, 하나증권

도표 23. 농심홀딩스 기업가치 산출

구분	순자산/시총(십억원)	지분율	적정가치(십억원)	기타
농심	2,433.0	33%	557.3	현재 시가총액 30% 할인
율촌화학	694.0	32%	155.2	현재 시가총액 30% 할인
농심태경	120.5	100%	120.5	
농심엔지니어링	28.0	100%	28.0	
농심개발	59.3	97%	57.5	
(1) 자회사 가치			918.4	
(2) 홀딩스 영업가치			-	
Total (3)=(1)+(2)			918.4	
(4) 순차입금(별도)			116.8	
Fair Value=(3)-(4)			801.6	

기타: '세우'는 반영하지 않음
자료: 하나증권

5) KT&G, 업종 내 주주환원 모범생

KT&G는 업종 내 가장 적극적인 주주환원 정책 시행 중

KT&G는 업종 내 가장 적극적인 주주환원 정책을 시행 중이다. 2024년 방경만 대표이사취임 이후, 시장에 선제적으로 '밸류업' 방안을 공시했다. 2024~2027년까지 4개년 기업가치 제고 계획에 따라, ① 약 2.4조원 규모의 배당 및 ② 자사주 약 1.3조원 매입 소각이 이행될 방침이다. 기존 자사주를 소각과 더불어, 2027년 총 주식 수는 2023년 대비 약 20%가 감소할 예정이다. ③ 저수익/비핵심 자산 구조 개편을 통한 추가 주주환원도 이행 중이다. 자산 및 재무 효율화와 더불어, ④ 자체 수익성 향상을 통해 2027년까지 ROE를 15%로 개선시킨다는 계획을 밝혔다. 8/7 반기배당 1,400원을 공시했다. 전년대비 200원 상향된 금액이다. 사측은 기말배당도 시가배당수익률을 감안해서 조정하겠다고 밝혔다. 연간 주당배당금(중간+기말)은 전년 5,400원에서→5,800원으로 상향 조정될 공산이 높아 보인다.

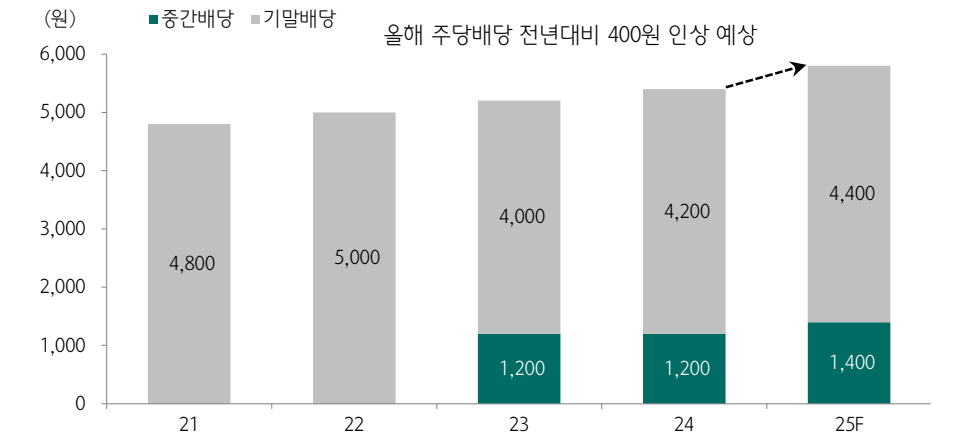
업종 내 가장 적극적인 주주환원 계획 발표

도표 24. KT&G 주주환원 계획

자료: KT&G, 하나증권

지난주 반기배당 1,400원 공시, 기말배당도 시가배당수익률 감안하여 인상 기대

도표 25. 주당배당금 추이



자료: KT&G, 하나증권

2. 적극적인 주주환원 펼치고 있는 업체 주목

최근 적극적인 주주환원 발표한 업체 관심

적극적인 주주환원 정책으로 중장기 저평가 해소가 가능한 업체들에 대한 BUY&Hold 전략이 유효해 보인다. 동원산업은 복합 지주회사로, 자사주 소각에 이어 동원F&B와의 주식교환을 통해 중복 상장을 해소시켰다. 올해부터 중간배당도 도입한다. KT&G는 ROE 개선을 위한 다양한 방안을 즉각 실행에 옮기고 있는 업체이다. 매년 시행되는 자사주 매입 및 소각에 이어, 비영업자산 매각에 따른 추가 주주환원 이행 가능성도 시사했다.

도표 26. 주요 음식료 업체 주주환원 계획 정리

기업명	주주환원 계획
KT&G	• 2024~27년 현금 환원 규모 3.7조원(배당 2.4조원 + 자사주 매입 1.3조원) • 2027년까지 발행주식총수(2023년 기준, 133,822,497주)의 20% 소각 목표 • 2024년 비핵심자산 유동화를 통해 약 1,500억 원 규모의 추가 주주환원 이행 • 올해도 비핵심자산 유동화 진행 중, 추가 주주환원 가능성 잔존
오리온	• 2024~26년 연결 기준 배당성향 20% 이상 • 2027~29년 배당성향 상향 검토 • 중간 배당 등 도입시기 검토 • 2024년 주당 배당금 1,250원 -> 2,500원 상향
농심	• 배당성향 별도 기준 25% 유지 • 최소 주당 배당금 5,000원
롯데칠성	• 2028년 주주환원율 30% 이상 목표
롯데웰푸드	• 5개년 평균 주주환원율 35% 수준 목표
하이트진로	• 2025~27년 배당성향 25% 이상 목표
동원산업	• 배당성향 순차적 확대 실시 (20% -> 25% -> 30%) • 2025년 반기 배당 도입, 연 2회 배당 실시(중간, 기말) • 중장기 TSR 40% 목표
오리온홀딩스	• 2025~27년 3년간 주당 800원 이상 배당금 지급
농심홀딩스	• 최소 3년간 주당 배당금 2,500원 규모 유지

주: 각 사
자료: 하나증권

도표 27. 당사 커버리지 밸류에이션 테이블

	FY	매출액	영업이익	(지배)순이익	EPS	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE	Div_Ratio
		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	5.0
	25F	6,376.0	1,318.3	912.7	7,453.9	20.7	14.3	19.7	1.7	10.6	9.7	3.9
	26F	6,567.3	1,405.4	1,093.0	8,954.1	21.4	16.6	16.4	1.6	9.9	11.2	3.9
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	2.3
	25F	29,845.2	1,593.2	476.6	29,091.8	5.3	1.6	8.7	0.5	5.7	5.9	2.4
	26F	30,889.7	1,760.7	571.0	34,854.8	5.7	1.8	7.2	0.5	5.3	6.7	2.4
삼양식품	24	1,728.0	344.6	272.0	36,105.8	19.9	15.7	21.2	7.0	14.9	39.4	0.4
	25F	2,260.8	537.8	400.7	53,196.8	23.8	17.7	27.4	9.1	17.6	39.9	0.1
	26F	2,809.5	704.4	544.9	72,333.0	25.1	19.4	20.1	6.4	13.1	37.5	0.1
오리온	24	3,104.3	543.6	524.6	13,268.7	17.5	16.9	7.7	1.2	4.4	16.6	2.4
	25F	3,286.2	573.8	439.5	11,115.4	17.5	13.4	10.1	1.2	4.3	12.1	2.2
	26F	3,450.5	648.7	496.0	12,545.0	18.8	14.4	8.9	1.1	3.4	12.4	2.2
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	3,643.9	221.5	192.8	31,693.7	6.1	5.3	12.1	0.8	3.9	7.0	1.3
	26F	3,862.5	247.2	215.7	35,460.5	6.4	5.6	10.8	0.8	3.2	7.4	1.3
동원산업	24	8,944.2	501.3	75.3	1,732.2	5.6	0.8	21.3	0.5	4.7	2.7	2.7
	25F	9,323.0	561.5	322.4	7,725.8	6.0	3.5	6.1	0.7	4.8	11.0	2.5
	26F	9,602.6	592.5	353.2	8,001.0	6.2	3.7	5.9	0.6	4.4	11.0	2.5
롯데웰푸드	24	4,044.3	157.1	84.6	8,968.8	3.9	2.1	12.4	0.5	5.6	4.0	3.0
	25F	4,167.5	153.0	102.4	10,954.4	3.7	2.5	10.9	0.5	5.7	4.7	2.8
	26F	4,161.6	179.8	111.2	11,950.6	4.3	2.7	10.0	0.5	5.1	4.9	2.8
하이트진로	24	2,599.2	208.1	95.9	1,345.2	8.0	3.7	14.5	1.2	6.1	8.6	3.6
	25F	2,647.9	225.5	128.9	1,808.0	8.5	4.9	11.0	1.1	5.7	11.0	3.5
	26F	2,727.3	234.8	138.4	1,942.3	8.6	5.1	10.3	1.0	5.3	11.1	3.5
롯데칠성	24	4,024.5	184.9	59.1	5,878.3	4.6	1.5	19.1	0.8	6.6	4.0	3.0
	25F	4,029.5	190.1	85.8	8,536.5	4.7	2.1	15.2	0.8	6.8	5.6	2.6
	26F	4,150.3	215.8	112.5	11,186.7	5.2	2.7	11.6	0.8	6.3	7.1	2.6
대상	24	4,255.1	176.9	95.2	2,642.7	4.2	2.2	7.3	0.5	4.6	6.9	4.4
	25F	4,450.9	207.2	101.4	2,814.6	4.7	2.3	8.5	0.6	4.6	7.0	3.5
	26F	4,628.9	223.4	116.3	3,228.3	4.8	2.5	7.4	0.5	4.3	7.6	3.5
SPC삼립	24	3,427.9	95.0	86.5	10,023.4	2.8	2.5	5.0	0.8	3.9	19.2	3.6
	25F	3,347.8	77.8	47.3	5,486.5	2.3	1.4	10.0	0.8	4.3	9.5	3.3
	26F	3,448.3	96.6	63.6	7,368.1	2.8	1.8	7.5	0.8	3.6	11.8	3.3
CJ프레시웨이	24	3,224.8	94.0	25.9	2,184.0	2.9	0.8	8.0	0.5	3.1	7.4	2.6
	25F	3,497.4	107.6	54.3	4,571.9	3.1	1.6	6.6	0.8	3.5	12.3	1.5
	26F	3,707.3	113.3	58.6	4,935.9	3.1	1.6	6.1	0.7	3.0	11.9	1.5
신세계푸드	24	1,534.8	20.8	11.2	2,891.7	1.4	0.7	12.4	0.5	5.3	3.8	2.5
	25F	1,455.8	32.2	17.6	4,538.7	2.2	1.2	8.3	0.5	4.4	5.8	2.4
	26F	1,499.4	35.3	20.1	5,181.6	2.4	1.3	7.3	0.4	4.0	6.4	2.4
콜마비앤에이치	24	615.6	24.6	18.1	613.7	4.0	2.9	18.8	0.8	10.3	4.5	2.7
	25F	679.4	34.1	24.1	819.5	5.0	3.5	17.8	1.0	10.1	6.0	2.1
	26F	713.4	37.8	26.8	910.3	5.3	3.8	16.0	1.0	9.3	6.4	2.1

자료: 하나증권

기업분석

동원산업(006040) 17
KT&G(033780) 21

2025년 8월 11일 | 기업분석_기업분석(Report)

동원산업(006040)

식품이 견인한 호실적 + 주주환원 확대

BUY (유지)

목표주가(12M)	72,000원
현재주가(8.8)	47,450원

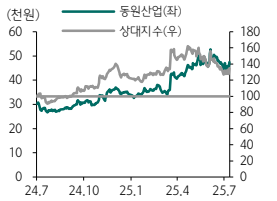
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,210.01
52주 최고/최저(원)	52,700/26,643
시가총액(십억원)	2,094.8
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	44,148.0
60일 평균 거래량(천주)	57.9
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
외국인지분율(%)	5.05
주요주주 지분율(%)	
김남정 외 13 인	78.92

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	9,284.5	9,574.2
영업이익(십억원)	544.4	572.7
순이익(십억원)	302.0	328.1
EPS(원)	6,378	6,498
BPS(원)	67,817	72,761

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,948.6	8,944.2	9,323.0	9,602.6
영업이익	464.7	501.3	561.5	592.5
세전이익	348.6	195.8	473.5	515.1
순이익	225.0	75.3	322.4	353.2
EPS	4,215	1,732	7,726	8,001
증감율	(41.37)	(58.91)	346.07	3.56
PER	7.18	21.33	5.84	5.64
PBR	0.49	0.52	0.65	0.59
EV/EBITDA	5.19	4.65	4.83	4.36
ROE	8.62	2.74	10.98	10.95
BPS	62,149	70,567	69,651	76,452
DPS	1,000	1,000	1,200	1,200

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

사업부 재편+주주환원 방안 발표

지난 4월, 동원F&B-동원산업과의 주식 교환을 통해 동원F&B가 동원산업의 100% 자회사가 되었다. 자회사 중복 상장을 해소함과 동시에 중장기 주주환원 정책도 발표했다. 올해부터는 '중간 배당'을 실시함과 동시에 현재 20% 내외에 불구한 배당 성향을 30%까지 점진적으로 확대할 전망이다. 안정적인 현금창출 능력을 보유하고 있음에도 불구하고, 성장성에 대한 시장의 우려를 반영해 식품 자회사(동원산업 홀딩스 자체 사업+동원F&B+동원홈푸드+스타키스트)를 '글로벌 식품' 부문으로 재편했다. 식품 부문을 하나의 사업부로 묶어 R&D 역량을 강화하는 한편, Key 제품을 육성하기 위해서다. 생산 역량을 보유하고 있음에도 불구하고 해외 비중이 미미했던 '동원F&B'와 미국 내 영업 노하우를 보유한 '스타키스트'의 시너지가 본격화될 것으로 기대된다. 풍부한 자금 조달 능력을 바탕으로 해외 식품 업체의 인수합병 가능성도 열어둘 수 있겠다.

2Q25 Re: 식품 자회사 실적 호조, 연결 손익 당사 추정치 상회

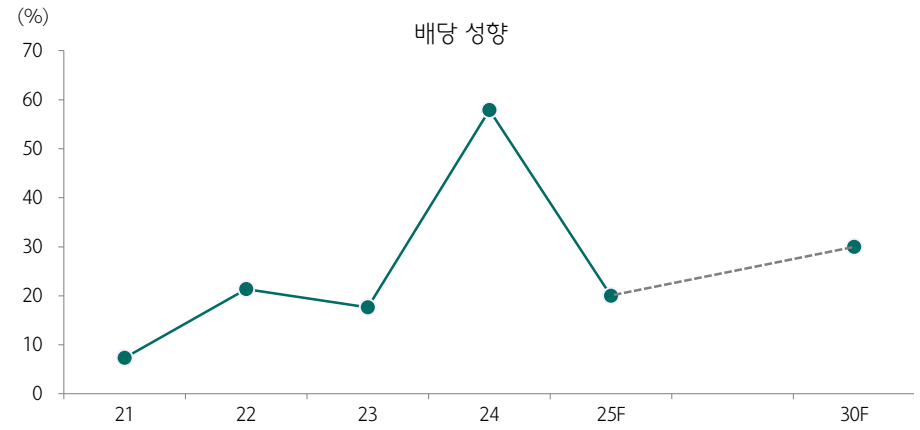
2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2조 3,586억원(YoY 10.1%), 1,336억원(YoY 57.7%)을 시현했다. 연결 손익은 당사 추정치(OP 1,037억원)를 상회했다. ① 별도 영업이익은 YoY 231.3% 증가한 158억원을 시현했다. 견조한 어가 레벨 및 자체 수익성 개선 노력에 기인한다. 참고로, 2분기 평균 선망어가는 톤당 1,510불을 기록했다. ② 식품 유통 부문 손익은 YoY 32% 증가한 것으로 추산된다. 전년대비 약 200억원 개선되었다. '스타키스트' 손익이 원가 절감 기인해 YoY 45% 내외 증가한 것으로 파악된다. '동원홈푸드'도 외식 FC 고객 확대 통해 견조한 실적을 시현한 것으로 추산된다. 아쉽게도, '동원F&B' 별도 손익은 주요 원재료 상승 부담 기인해 전년대비 소폭 감소한 것으로 파악된다. ③ 포장소재 부문 손익은 전년대비 -15% 내외 감소한 것으로 추정된다. '동원시스템즈'가 알루미늄 등 주요 원가율 상승 기인해 전년대비 감익했다.

중간배당 550원 공시

2Q25 실적 공시와 더불어, 중간 배당 550원 지급을 결정했다. 배당기준일은 8/25이다. 현재 20% 내외에 불구한 배당 성향을 30%까지 점진적으로 확대할 전망이다. 올해 배당성향 20% 감안하더라도 연간 배당금(중간+기말)은 전년대비 200원 내외 상향될 것으로 전망한다.

배당성향 순차적 30%까지 확대 타깃

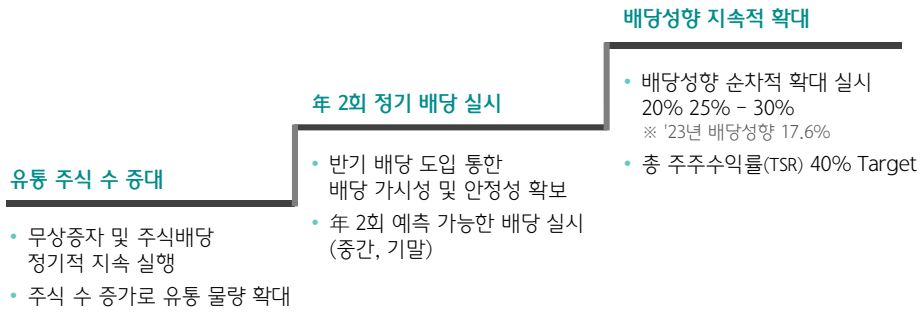
도표 1. 동원산업 배당 성향 추이



자료: 동원산업 연결 기준, 하나증권

중간 배당도 실시 예정

도표 2. 동원산업 주주 환원 확대 계획안



자료: 동원산업, 하나증권

도표 3. 동원산업 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	**2,241.9**	**2,142.9**	**2,339.1**	**2,220.4**	**2,319.3**	**2,358.6**	**2,378.8**	**2,266.2**	**8,948.6**	**8,944.2**	**9,323.0**
①해양수산	359.3	280.4	270.8	302.2	343.3	258.7	289.2	324.6	1,261.6	1,212.7	1,215.7
-동원산업(별도)	327.6	246.6	236.6	268.7	320.6	235.9	259.2	294.6	1,090.2	1,079.4	1,110.3
-기타	31.7	33.8	34.2	33.5	22.6	30.0	30.0	30.0	171.4	133.3	112.6
②식품가공 유통	1,555.0	1,451.9	1,652.1	1,450.5	1,595.4	1,481.1	1,662.5	1,463.5	6,053.2	6,109.4	6,202.5
-동원F&B	1,150.1	1,096.3	1,255.8	1,128.7	1,240.2	1,117.0	1,271.0	1,147.0	4,481.2	4,630.9	4,775.2
-StarKist	298.9	264.1	301.5	274.5	304.9	264.1	301.5	274.5	1,085.6	1,139.0	1,145.0
-기타	106.0	91.5	94.7	47.4	50.3	100.0	90.0	42.0	486.4	339.6	282.3
③포장 소재	325.6	358.8	363.1	347.1	352.4	380.3	374.0	357.5	1,321.5	1,394.6	1,464.2
④물류	348.0	346.4	354.0	344.5	336.3	346.4	354.0	344.5	1,360.0	1,392.9	1,381.2
YoY	**-1.0%**	**-2.5%**	**-1.9%**	**5.6%**	**3.5%**	**10.1%**	**1.7%**	**2.1%**	**-0.9%**	**0.0%**	**4.2%**
①해양수산	16.4%	-15.6%	-11.5%	-4.0%	-4.5%	-7.8%	6.8%	7.4%	0.7%	-3.9%	0.2%
②식품가공 유통	2.5%	-0.1%	-0.5%	2.0%	2.6%	2.0%	0.6%	0.9%	6.4%	0.9%	1.5%
③포장 소재	-5.1%	2.6%	13.0%	12.8%	8.2%	6.0%	3.0%	3.0%	-10.9%	5.5%	5.0%
④물류	5.5%	1.5%	2.6%	0.2%	-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-8.0%	2.4%	-0.8%
영업이익	**110.0**	**84.8**	**174.4**	**132.1**	**124.8**	**133.6**	**175.0**	**128.0**	**464.7**	**501.3**	**561.5**
YoY	-6.2%	-17.1%	12.9%	45.6%	13.5%	57.7%	0.3%	-3.1%	-6.0%	7.9%	12.0%
OPM	4.9%	4.0%	7.5%	6.0%	5.4%	5.7%	7.4%	5.6%	5.2%	5.6%	6.0%
①해양수산	74.5	1.7	24.7	26.6	99.7	15.8	25.0	25.0	151.6	127.6	165.4
-동원산업(별도)	74.9	4.8	23.6	25.3	103.5	15.8	25.0	25.0	126.8	128.6	169.3
②식품가공 유통	80.3	57.0	104.9	73.0	90.8	75.0	108.0	80.0	273.3	315.3	353.8
-동원F&B	49.6	29.3	67.1	38.0	52.9	34.0	65.0	39.0	158.9	183.9	190.9
-StarKist	31.3	27.3	41.5	40.9	38.1	41.0	43.0	41.0	101.5	140.9	163.1
③포장 소재	17.7	31.4	28.4	18.4	14.4	27.0	26.0	19.0	83.1	95.9	86.4
④물류	2.6	3.3	3.4	4.2	4.5	6.0	4.0	4.0	39.8	13.5	18.5
세전이익	**115.5**	**69.8**	**- 67.5**	**78.0**	**95.8**	**114.1**	**155.4**	**108.2**	**348.6**	**195.8**	**473.5**
YoY	14.4%	4.7%	CR	109.1%	-17.1%	63.3%	TB	38.7%	-14.1%	-43.8%	141.8%
(지배)순이익	**68.0**	**38.0**	**- 85.3**	**54.6**	**65.5**	**82.3**	**102.4**	**72.2**	**225.0**	**75.3**	**322.4**
YoY	10.8%	2.2%	CR	52.5%	-3.8%	116.8%	TB	32.3%	20.6%	-66.5%	328.2%
NPM	3.0%	1.8%	-3.6%	2.5%	2.8%	3.5%	4.3%	3.2%	2.5%	0.8%	3.5%

기타: 2Q25 부문별 숫자는 추정치임
자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**8,948.6**	**8,944.2**	**9,323.0**	**9,602.6**	**9,890.7**
매출원가	7,429.5	7,338.1	7,586.8	7,809.8	8,041.2
매출총이익	1,519.1	1,606.1	1,736.2	1,792.8	1,849.5
판관비	1,054.4	1,104.8	1,174.7	1,200.3	1,226.5
영업이익	**464.7**	**501.3**	**561.5**	**592.5**	**623.1**
금융손익	(89.9)	(77.7)	(80.8)	(69.9)	(60.3)
종속/관계기업손익	2.1	(38.6)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(28.5)	(189.2)	(7.2)	(7.4)	(7.6)
세전이익	**348.6**	**195.8**	**473.5**	**515.1**	**555.2**
법인세	76.4	82.3	114.5	121.8	132.5
계속사업이익	272.2	113.6	359.0	393.4	422.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**272.2**	**113.6**	**359.0**	**393.4**	**422.7**
비지배주주지분 순이익	47.2	38.3	36.6	40.1	43.1
지배주주순이익	**225.0**	**75.3**	**322.4**	**353.2**	**379.6**
지배주주지분포괄이익	220.1	142.8	281.0	307.9	330.8
NOPAT	362.9	290.7	425.7	452.4	474.4
EBITDA	757.8	806.0	866.7	900.4	935.6
성장성(%)					
매출액증가율	(0.86)	(0.05)	4.24	3.00	3.00
NOPAT증가율	0.42	(19.90)	46.44	6.27	4.86
EBITDA증가율	(4.50)	6.36	7.53	3.89	3.91
영업이익증가율	(6.01)	7.88	12.01	5.52	5.16
(지배주주)순익증가율	20.64	(66.53)	328.15	9.55	7.47
EPS증가율	(41.37)	(58.91)	346.07	3.56	7.46
수익성(%)					
매출총이익률	16.98	17.96	18.62	18.67	18.70
EBITDA이익률	8.47	9.01	9.30	9.38	9.46
영업이익률	5.19	5.60	6.02	6.17	6.30
계속사업이익률	3.04	1.27	3.85	4.10	4.27

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**3,770.7**	**3,167.8**	**3,148.8**	**3,517.1**	**3,904.8**
금융자산	1,183.2	544.3	414.6	701.3	1,004.8
현금성자산	637.9	355.7	218.7	499.9	798.0
매출채권	921.4	886.3	923.8	951.5	980.1
재고자산	1,302.4	1,372.0	1,430.1	1,473.0	1,517.1
기타유동자산	363.7	365.2	380.3	391.3	402.8
비유동자산	**3,954.4**	**3,990.4**	**3,986.7**	**3,994.9**	**4,014.3**
투자자산	494.3	490.1	491.6	492.7	493.8
금융자산	451.2	456.4	456.5	456.6	456.6
유형자산	2,512.2	2,487.3	2,496.2	2,516.5	2,547.1
무형자산	**390.9**	**411.8**	**397.6**	**384.4**	**372.1**
기타비유동자산	**557.0**	**601.2**	**601.3**	**601.3**	**601.3**
자산총계	**7,725.1**	**7,158.2**	**7,135.4**	**7,512.0**	**7,919.1**
유동부채	**3,070.6**	**2,420.6**	**2,082.3**	**2,120.2**	**2,159.3**
금융부채	1,746.1	1,203.2	815.2	816.5	817.8
매입채무	652.3	514.8	536.6	552.6	569.2
기타유동부채	672.2	702.6	730.5	751.1	772.3
비유동부채	**1,518.8**	**1,491.2**	**1,498.9**	**1,504.5**	**1,510.4**
금융부채	**1,383.2**	**1,309.6**	**1,309.6**	**1,309.6**	**1,309.6**
기타비유동부채	135.6	181.6	189.3	194.9	200.8
부채총계	**4,589.4**	**3,911.8**	**3,581.2**	**3,624.7**	**3,669.6**
지배주주지분	**2,696.8**	**2,796.1**	**3,075.0**	**3,375.2**	**3,701.8**
자본금	**46.5**	**36.0**	**36.0**	**36.0**	**36.0**
자본잉여금	1,621.2	1,625.0	1,625.0	1,625.0	1,625.0
자본조정	(1,058.5)	(1,055.6)	(1,055.6)	(1,055.6)	(1,055.6)
기타포괄이익누계액	(15.1)	52.5	52.5	52.5	52.5
이익잉여금	2,102.6	2,138.3	2,417.1	2,717.4	3,044.0
비지배주주지분	**438.9**	**450.3**	**479.4**	**512.0**	**547.7**
자본총계	**3,135.7**	**3,246.4**	**3,554.4**	**3,887.2**	**4,249.5**
순금융부채	1,946.1	1,968.4	1,710.2	1,424.8	1,122.5

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,215	1,732	7,726	8,001	8,598
BPS	62,149	70,567	69,651	76,452	83,850
CFPS	15,327	19,471	20,579	20,210	21,003
EBITDAPS	14,200	18,546	20,769	20,395	21,193
SPS	167,680	205,805	223,405	217,510	224,036
DPS	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	7.18	21.33	5.84	5.64	5.25
PBR	0.49	0.52	0.65	0.59	0.54
PCFR	1.98	1.90	2.19	2.23	2.15
EV/EBITDA	5.19	4.65	4.83	4.36	3.92
PSR	0.18	0.18	0.20	0.21	0.20
재무비율(%)					
ROE	8.62	2.74	10.98	10.95	10.73
ROA	3.04	1.01	4.51	4.82	4.92
ROIC	8.78	6.85	9.99	10.52	10.91
부채비율	146.36	120.50	100.75	93.25	86.35
순부채비율	62.06	60.63	48.11	36.65	26.42
이자보상배율(배)	3.89	4.18	5.69	6.55	6.89

현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**661.5**	**421.3**	**709.5**	**745.6**	**769.0**
당기순이익	272.2	113.6	359.0	393.4	422.7
조정	454.5	646.1	388.1	380.0	374.9
감가상각비	293.1	304.7	305.2	307.9	312.5
외환거래손익	(0.4)	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2.1)	39.1	0.0	0.0	0.0
기타	163.9	302.1	82.9	72.1	62.4
영업활동자산부채변동	(65.2)	(338.4)	(37.6)	(27.8)	(28.6)
투자활동 현금흐름	**(882.4)**	**134.9**	**(300.5)**	**(310.6)**	**(316.8)**
투자자산감소(증가)	393.2	414.9	(9.0)	(8.6)	(8.6)
자본증가(감소)	(577.2)	(320.9)	(300.0)	(315.0)	(330.8)
기타	(698.4)	40.9	8.5	13.0	22.6
재무활동 현금흐름	**362.4**	**(780.1)**	**(530.2)**	**(142.2)**	**(142.2)**
금융부채증가(감소)	518.2	(616.6)	(388.0)	1.3	1.3
자본증가(감소)	3.3	(6.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(119.3)	(117.2)	(98.6)	(90.5)	(90.5)
배당지급	(39.8)	(39.6)	(43.6)	(53.0)	(53.0)
현금의 증감	**141.6**	**(223.9)**	**(239.8)**	**281.2**	**298.0**
Unlevered CFO	817.9	846.2	858.8	892.2	927.2
Free Cash Flow	84.2	100.4	409.5	430.6	438.3

자료: 하나증권

2025년 08월 11일 | 기업분석_기업분석(Report)

KT&G (033780)

시장 기대를 상회한 주당 배당금 인상

BUY (유지)

목표주가(12M)	180,000원(상향)
현재주가(8.8)	147,200원

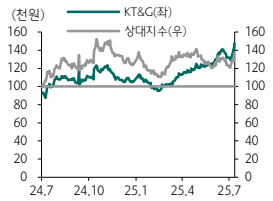
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,210.01
52주 최고/최저(원)	147,200/94,800
시가총액(십억원)	17,967.6
시가총액비중(%)	0.68
발행주식수(천주)	122,062.5
60일 평균 거래량(천주)	322.2
60일 평균 거래대금(십억원)	41.6
외국인지분율(%)	42.68
주요주주 지분율(%)	
First Eagle Investment Management, LLC	8.01
중소기업은행	7.79

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	6,361.3	6,669.4
영업이익(십억원)	1,321.2	1,433.5
순이익(십억원)	1,108.9	1,179.5
EPS(원)	9,016	9,619
BPS(원)	87,370	90,234

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,376.0	6,567.3
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,318.3	1,405.4
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,262.0	1,511.7
순이익	902.7	1,165.7	912.7	1,093.0
EPS	6,615	8,975	7,454	8,954
증감율	(10.60)	35.68	(16.95)	20.12
PER	13.14	11.93	18.58	15.47
PBR	1.12	1.31	1.60	1.53
EV/EBITDA	7.55	9.17	10.64	9.87
ROE	9.76	12.66	9.72	11.17
BPS	77,800	81,920	86,663	90,492
DPS	5,200	5,400	5,800	5,800

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

적극적인 주주환원 정책

KT&G는 업종 내 가장 적극적인 주주환원 정책을 시행 중이다. 2024년 방경만 대표이사취임 이후, 시장에 선제적으로 '밸류업' 방안을 공시했다. 2024~2027년까지 4개년 기업가치 제고 계획에 따라, ① 약 2.4조원 규모의 배당 및 ② 자사주 약 1.3조원 매입 소각이 이행될 방침이다. 기존 자사주를 소각과 더불어, 2027년 총 주식 수는 2023년 대비 약 20%가 감소할 예정이다. ③ 저수익/비핵심 자산 구조 개편을 통한 추가 주주환원도 이행 중이다. 자산 및 재무 효율화와 더불어, ④ 자체 수익성 향상을 통해 2027년까지 ROE를 15%까지 개선시킨다는 계획을 밝혔다. 8/7 반기배당 1,400원을 공시했다. 전년대비 200원 상향된 금액이다. 사측은 기말배당도 시가배당수익률을 감안해서 조정하겠다고 밝혔다. 연간 주당배당금(중간+기말)은 전년 5,400원에서→5,800원으로 상향 조정될 공산이 높아 보인다. ① 시장 예상을 상회한 주당 배당금 인상으로 주가 하방은 더욱 단단해 질 것으로 판단된다. ② 해외를 중심으로 실적 개선이 이어지고 있는 가운데, ③ 내년 담뱃세 인상 가능성도 열어놓을 수 있겠다. 목표주가는 Target Multiple 조정으로 기존 16.5만원에서 18만원으로 상향한다.

해외를 주축으로 실적도 고무적

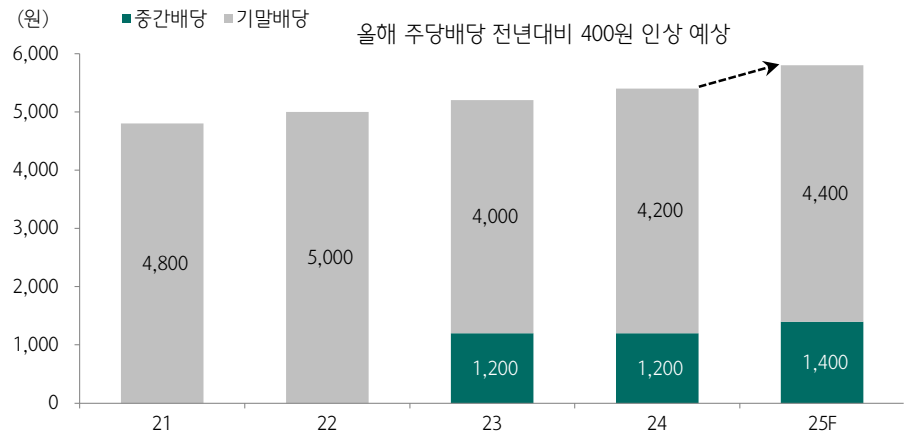
2024년 KT&G 해외 담배 매출액은 YoY 27.1% 큰 폭 성장했다. 올해도 YoY 30% 내외 성장이 추산된다. 신시장(중남미, 아프리카)을 중심으로 Q가 유의미하게 확대되고 있는 것으로 판단된다. 카자흐스탄 신공장이 지난 4월부터 가동을 시작하면서 유라시아 대륙 내 입지도 확대될 것으로 기대된다. 상대적으로 ASP가 높은 중동도 우려와는 달리 판매가 견조하게 유지되고 있는 것으로 파악된다. 인니 법인도 견조한 성장을 이어가고 있어 긍정적이다. KT&G는 해외 비중을 2027년 50%까지 증대시킨다는 전략이다.

2Q25 Re: 호실적 시현

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 5,479억원(YoY 8.7%), 3,499억원(YoY 8.8%)을 시현했다. 시장 기대에 부합한 호실적이다. 국내 궐련 매출액은 총수요 감소 기인해 YoY -4.8% 하락했지만, 해외 매출액(수출+법인)이 YoY 30.6% 큰 폭 증가했다. 아태 및 중남미에서의 견조한 수량 성장 및 전략적 판가 인상이 주효했다. 확장된 생산능력을 바탕(카자흐스탄 신공장)으로 하반기에도 견조한 성장을 시현해 나갈 것으로 기대된다. KGC도 흑자전환을 시현했다. 자체 고수익 채널 및 제품 중심으로 포트폴리오 재편 노력에 기인한다.

지난주 반기배당 1,400원 공시

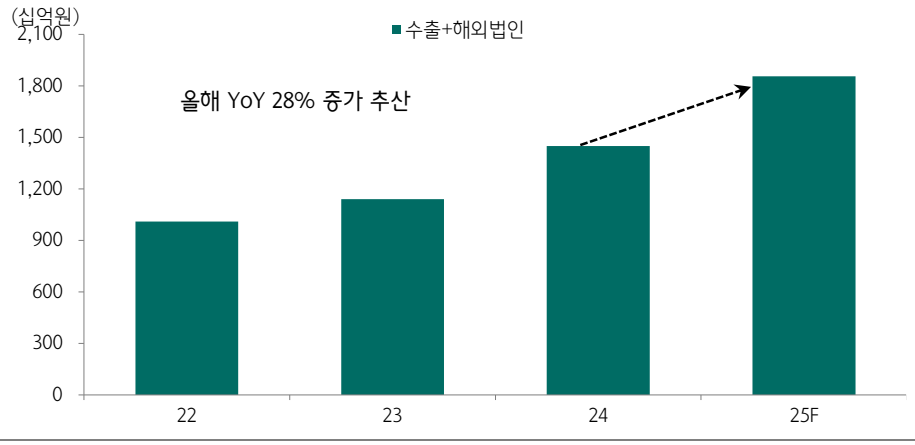
도표 1. 주당배당금 추이



자료: KT&G, 하나증권

2Q25 해외 매출(수출+법인)
YoY 30.6% 큰 폭 증가

도표 2. 해외 성과도 고무적



자료: KT&G, 하나증권

도표 3. KT&G 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	**1,292.3**	**1,423.8**	**1,636.3**	**1,557.1**	**1,491.1**	**1,547.9**	**1,714.7**	**1,622.3**	**5,862.6**	**5,908.8**	**6,376.0**
①KT&G	791.8	944.1	997.6	971.0	917.2	1,046.4	1,014.4	987.4	3,590.2	3,704.5	3,965.4
-내수	513.0	566.2	587.5	541.5	512.1	548.4	568.5	536.6	2,197.5	2,208.2	2,165.7
-수출	144.2	186.9	222.5	183.3	205.4	290.0	255.9	210.8	827.4	961.8	1,218.6
-부동산 등	134.6	191.0	187.6	246.2	199.7	208.0	190.0	240.0	565.3	534.5	581.2
②KGC	265.3	229.4	362.9	247.6	292.7	202.7	381.0	250.1	1,223.4	1,105.2	1,126.5
③종속회사	235.2	250.3	275.8	338.5	281.2	262.0	319.2	384.8	1,049.0	1,099.8	1,247.2
-해외담배	147.6	172.2	197.2	196.2	243.7	180.0	236.6	235.4	573.7	713.2	895.8
-기타	87.6	78.1	78.6	142.3	37.5	82.0	82.6	149.4	475.3	386.6	351.4
YoY	**-7.4%**	**6.6%**	**-3.1%**	**8.0%**	**15.4%**	**8.7%**	**4.8%**	**4.2%**	**0.2%**	**0.8%**	**7.9%**
①KT&G	-3.6%	7.0%	2.2%	6.6%	15.8%	10.8%	1.7%	1.7%	-2.8%	3.2%	7.0%
②KGC	-26.8%	-1.4%	-3.0%	-2.7%	10.3%	-11.6%	5.0%	1.0%	-6.3%	-9.7%	1.9%
③종속회사	10.7%	13.3%	-18.7%	22.4%	19.6%	4.7%	15.7%	13.7%	23.3%	4.8%	13.4%
영업이익	**236.6**	**321.5**	**415.7**	**215.1**	**285.6**	**349.9**	**418.0**	**264.8**	**1,167.3**	**1,188.8**	**1,318.3**
①KT&G	208.7	281.5	306.8	184.7	199.0	287.5	308.4	235.8	931.7	981.7	1,030.7
②KGC	14.9	(3.6)	61.2	(8.1)	27.6	5.1	57.2	(6.0)	80.0	64.4	83.9
③종속회사	13.0	43.6	47.7	38.5	10.0	43.0	52.5	35.0	155.6	142.7	123.8
YoY	**-25.3%**	**30.6%**	**2.2%**	**8.6%**	**20.7%**	**8.8%**	**0.6%**	**23.1%**	**-7.9%**	**1.8%**	**10.9%**
①KT&G	-9.4%	15.5%	4.4%	12.8%	-4.6%	2.1%	0.5%	27.7%	-16.8%	5.4%	5.0%
②KGC	-70.3%	CR	4.4%	CR	85.2%	TB	-6.6%	CR	-5.7%	-19.5%	30.2%
③종속회사	-64.1%	215.6%	-12.0%	-25.1%	-22.9%	-1.3%	10.0%	-9.1%	148.7%	-8.3%	-13.3%
OPM	**18.3%**	**22.6%**	**25.4%**	**13.8%**	**19.2%**	**22.6%**	**24.4%**	**16.3%**	**19.9%**	**20.1%**	**20.7%**
①KT&G	26.4%	29.8%	30.8%	19.0%	21.7%	27.5%	30.4%	23.9%	26.0%	26.5%	26.0%
②KGC	5.6%	-1.6%	16.9%	-3.3%	9.4%	2.5%	15.0%	-2.4%	6.5%	5.8%	7.4%
③종속회사	5.5%	17.4%	17.3%	11.4%	3.6%	16.4%	16.4%	9.1%	14.8%	13.0%	9.9%
세전이익	**367.6**	**431.7**	**317.3**	**449.3**	**337.4**	**189.0**	**454.0**	**281.6**	**1,248.4**	**1,565.8**	**1,262.0**
YoY	-6.4%	56.6%	-30.9%	272.6%	-8.2%	-56.2%	43.1%	-37.3%	-12.1%	25.4%	-19.4%
(지배)순이익	**285.2**	**317.0**	**239.6**	**323.9**	**255.6**	**143.3**	**316.5**	**197.6**	**902.7**	**1,165.7**	**912.7**
YoY	5.4%	57.8%	-23.6%	175.6%	-10.4%	-54.8%	32.1%	-39.0%	-11.1%	29.1%	-21.7%
NPM	22.1%	22.3%	14.6%	20.8%	17.1%	9.3%	18.5%	12.2%	15.4%	19.7%	14.3%

자료: 하나증권

도표 4. 목표주가 18만원 도출

(단위: 원)

	12개월 Fwd	비고
(지배)BPS	89,000	
Target PBR(배)	2.0	역사적 밴드 상단 값
목표주가	**180,000**	**18만원 산출**

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**5,862.6**	**5,908.8**	**6,376.0**	**6,567.3**	**6,764.3**
매출원가	3,054.4	3,006.8	3,244.5	3,303.3	3,402.4
매출총이익	2,808.2	2,902.0	3,131.5	3,264.0	3,361.9
판관비	1,640.9	1,713.2	1,813.2	1,858.5	1,894.0
영업이익	**1,167.3**	**1,188.8**	**1,318.3**	**1,405.4**	**1,467.9**
금융손익	71.1	73.6	72.9	73.9	91.0
종속/관계기업손익	9.6	19.2	20.3	21.3	22.4
기타영업외손익	0.3	284.1	(149.5)	11.1	(1.3)
세전이익	**1,248.4**	**1,565.8**	**1,262.0**	**1,511.7**	**1,580.0**
법인세	318.8	393.7	346.6	415.5	423.1
계속사업이익	929.5	1,172.1	915.5	1,096.3	1,156.8
중단사업이익	(7.2)	(7.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**922.4**	**1,165.0**	**915.5**	**1,096.3**	**1,156.8**
비지배주주지분 순이익	19.7	(0.7)	2.7	3.3	3.5
지배주주순이익	**902.7**	**1,165.7**	**912.7**	**1,093.0**	**1,153.4**
지배주주지분포괄이익	882.0	1,196.7	916.4	1,097.4	1,158.0
NOPAT	869.2	889.9	956.3	1,019.1	1,074.7
EBITDA	1,408.4	1,439.1	1,580.3	1,678.9	1,752.9
성장성(%)					
매출액증가율	0.19	0.79	7.91	3.00	3.00
NOPAT증가율	(3.33)	2.38	7.46	6.57	5.46
EBITDA증가율	(5.67)	2.18	9.81	6.24	4.41
영업이익증가율	(7.92)	1.84	10.89	6.61	4.45
(지배주주)순익증가율	(11.13)	29.13	(21.70)	19.75	5.53
EPS증가율	(10.60)	35.68	(16.95)	20.12	5.53
수익성(%)					
매출총이익률	47.90	49.11	49.11	49.70	49.70
EBITDA이익률	24.02	24.36	24.79	25.56	25.91
영업이익률	19.91	20.12	20.68	21.40	21.70
계속사업이익률	15.85	19.84	14.36	16.69	17.10

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**6,418.4**	**7,176.3**	**7,270.2**	**7,682.4**	**8,156.8**
금융자산	1,735.7	1,914.4	1,592.5	1,834.5	2,133.5
현금성자산	1,032.0	1,136.0	775.8	1,002.1	1,285.1
매출채권	1,328.6	1,363.2	1,471.0	1,515.1	1,560.6
재고자산	2,763.8	3,101.3	3,346.5	3,446.9	3,550.3
기타유동자산	590.3	797.4	860.2	885.9	912.4
비유동자산	**6,354.1**	**6,748.9**	**7,006.7**	**7,156.9**	**7,308.4**
투자자산	2,700.8	2,852.3	3,032.0	3,105.5	3,181.3
금융자산	2,229.4	2,369.9	2,511.5	2,569.4	2,629.1
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**	**14,276.9**	**14,839.3**	**15,465.2**
유동부채	**2,672.4**	**3,142.9**	**3,154.1**	**3,234.1**	**3,316.5**
금융부채	107.8	505.1	323.4	324.4	325.5
매입채무	260.7	352.2	380.1	391.5	403.2
기타유동부채	2,303.9	2,285.6	2,450.6	2,518.2	2,587.8
비유동부채	**805.1**	**1,423.9**	**1,452.9**	**1,464.8**	**1,477.0**
금융부채	**515.4**	**1,056.9**	**1,056.9**	**1,056.9**	**1,056.9**
기타비유동부채	289.7	367.0	396.0	407.9	420.1
부채총계	**3,477.5**	**4,566.8**	**4,607.0**	**4,698.9**	**4,793.6**
지배주주지분	**9,174.4**	**9,239.2**	**9,547.9**	**10,015.1**	**10,542.8**
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	9,091.9	9,559.2	10,086.9
비지배주주지분	**120.5**	**119.3**	**122.0**	**125.3**	**128.8**
자본총계	**9,294.9**	**9,358.5**	**9,669.9**	**10,140.4**	**10,671.6**
순금융부채	(1,112.5)	(352.4)	(212.2)	(453.1)	(751.1)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,615	8,975	7,454	8,954	9,449
BPS	77,800	81,920	86,663	90,492	94,815
CFPS	10,706	11,657	12,957	13,812	14,423
EBITDAPS	10,321	11,079	12,905	13,755	14,360
SPS	42,963	45,491	52,070	53,803	55,417
DPS	5,200	5,400	5,800	5,800	5,800
주가지표(배)					
PER	13.14	11.93	18.58	15.47	14.66
PBR	1.12	1.31	1.60	1.53	1.46
PCFR	8.12	9.19	10.69	10.03	9.60
EV/EBITDA	7.55	9.17	10.64	9.87	9.29
PSR	2.02	2.35	2.66	2.57	2.50
재무비율(%)					
ROE	9.76	12.66	9.72	11.17	11.22
ROA	7.20	8.73	6.47	7.51	7.61
ROIC	23.93	20.40	19.06	19.61	20.15
부채비율	37.41	48.80	47.64	46.34	44.92
순부채비율	(11.97)	(3.77)	(2.19)	(4.47)	(7.04)
이자보상배율(배)	25.54	28.25	23.26	26.42	27.57

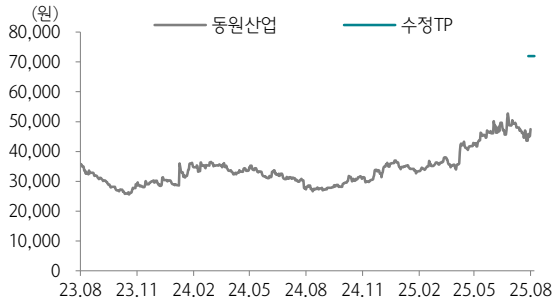
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**1,266.0**	**822.3**	**1,126.2**	**1,223.8**	**1,289.3**
당기순이익	922.4	1,165.0	915.5	1,096.3	1,156.8
조정	158.2	22.7	324.6	174.1	180.5
감가상각비	241.1	250.3	262.0	273.5	285.0
외환거래손익	4.5	(327.0)	170.0	10.0	23.0
지분법손익	(9.6)	(19.2)	(20.3)	(21.3)	(22.4)
기타	(77.8)	118.6	(87.1)	(88.1)	(105.1)
영업활동자산부채변동	185.4	(365.4)	(113.9)	(46.6)	(48.0)
투자활동 현금흐름	**(848.3)**	**(529.7)**	**(563.9)**	**(286.9)**	**(294.9)**
투자자산감소(증가)	(255.6)	(12.2)	(159.4)	(52.3)	(53.4)
자본증가(감소)	(472.8)	(767.5)	(340.0)	(350.2)	(360.7)
기타	(119.9)	250.0	(64.5)	115.6	119.2
재무활동 현금흐름	**(363.9)**	**517.7**	**(842.5)**	**(677.8)**	**(677.8)**
금융부채증가(감소)	402.3	938.9	(181.8)	1.1	1.1
자본증가(감소)	0.4	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(45.7)	164.3	(56.6)	(53.2)	(53.2)
배당지급	(720.9)	(586.6)	(604.1)	(625.7)	(625.7)
현금의 증감	**53.8**	**810.2**	**(1,524.8)**	**226.4**	**282.9**
Unlevered CFO	1,460.9	1,514.1	1,586.6	1,685.9	1,760.5
Free Cash Flow	793.2	54.7	786.2	873.6	928.6

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

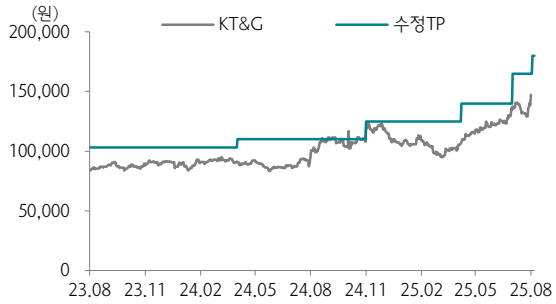
동원산업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.4	BUY	72,000		
25.4.15	Not Rated	-	-	-
23.9.16	1 년 경과		-	-
22.9.16	BUY	54,559	-24.53%	-10.50%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

KT&G



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.11	BUY	180,000		
25.7.9	BUY	165,000	-17.36%	-10.79%
25.4.15	BUY	140,000	-13.89%	-2.71%
24.11.8	BUY	125,000	-13.49%	-1.28%
24.4.9	BUY	110,000	-12.33%	6.27%
23.9.2	1 년 경과		-	-
22.9.2	BUY	103,000	-14.70%	-3.01%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 8월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2025년 8월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 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	95.93%	4.07%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 08월 08일