



2026년 Outlook

쏟김 완화

‘라면’ 외 많아진 선택지

음식료/담배 | 2025.11.12

Analyst 심은주 RA 고찬결

하나증권

음식료/담배 Overweight

2026년 Outlook: 쏠림 완화, ‘라면’ 외 많아진 선택지

Summary

- ✓ 2026년, ‘쏠림’ 완화 전망
- ✓ 2025년과 다른 점 3가지: 소비심리개선, 원가 부담 경감, 고른 실적 개선
- ✓ 라면은 성장성, 제과는 이익 레버리지 클 것

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(11월10일)
삼양식품(003230)	BUY	1,800,000원	1,306,000원
오리온(271560)	BUY	155,000원	103,400원
KT&G(033780)	BUY	180,000원	139,000원
롯데웰푸드(280360)	BUY	200,000원	126,600원

목차

1. 업황 개선 시그널	3
1) 2026년, ‘솔림’ 완화 전망	3
2) 2025년과 다른 점: 자산 풍선 효과가 불어온 소비심리개선	5
3) 2025년과 다른 점: 곡물 포함 주요 원가 부담 경감 전망	6
4) 2025년과 다른 점: 고른 이익 개선	9
2. 이슈 점검	10
1) 삼양식품 주가 조정 및 글로벌 라면 업체 실적 비교	10
2) 주요 카테고리 수출 현황	14
3) 제과 업체 유의미한 총마진 개선	16
4) 미뤄졌던 담뱃세 인상	19
3. Top picks 및 관심종목	22
‘라면’ 외 선택의 폭 확대	22
기업분석	24
삼양식품(003230)	25
오리온(271560)	29
KT&G(033780)	33
롯데웰푸드(280360)	36

2025년 11월 12일 | 산업분석_Update

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 10일

삼양식품(003230)

BUY | TP 180만원 | CP 1,306,000원

오리온(271560)

BUY | TP 155,000원 | CP 103,400원

KT&G(033780)

BUY | TP 180,000원 | CP 139,000원

롯데웰푸드(280360)

BUY | TP 200,000원 | CP 126,600원

음식료/담배

2026년 Outlook: 쏠림 완화, '라면' 외 많아진 선택지

2026년, '쏘림' 완화 전망

2025년 업종 성과는 '쏘림 심화'로 요약 가능하다. 음식료 주요 5사 합산 시가총액 대비 (KT&G/삼양식품/오리온/CJ제일제당/농심) 삼양식품/KT&G 합산 비중은 2024년 초 53%→ 2025년 초 65%→ 현재(11월) 72%까지 상승한 상황이다.

2026년은 쏠림 및 양극화가 완화될 것으로 예상된다. ① 업종 합산 이익 성장이 2025년 YoY 4.9%→ 2026년 12.3%로 개선될 것으로 추정하기 때문이다. 2025년은 삼양식품 및 KT&G, 농심을 제외하고 부진한 실적을 시현할 것으로 판단되나, 2026년은 기존 전통 종목인 오리온, 롯데 그룹주, CJ제일제당도 실적 회복세를 보여줄 것으로 기대된다. ② 기저효과도 크겠지만, ③ 탑라인 회복 및 원가 부담 완화에 따른 업황 회복이 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. ④ K-Food 카테고리가 기존 라면에서 김/소스 및 장류/참치캔 등으로 확산되고 있다는 점도 업종 투자 심리에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 사료된다.

라면은 성장성, 제과는 이익 레버리지 클 것

'라면'은 여전히 규모 및 성장성 측면에서 압도적이다. 2026년까지도 삼양식품의 Capa 확장에 따른 판매 증가 및 농심 '케데헌' 협업 마케팅 통한 인지도 확대가 기대된다. 언론보도에 따르면, 상대적으로 후발주자인 오투기도 지난 8월 미국 코스트코에 제품 입점을 시작한 것으로 파악된다. 미국에 라면 공장을 신축 중이기도 한데 2027년 완공 예정으로 추정된다. '제과'는 2026년 가장 큰 이익 레버리지가 기대되는 카테고리이다. 2025년 가장 큰 폭으로 상승했던 원재료는 '카카오'이다. 2024년 하반기부터 카카오 투입 부담이 유의미하게 증가하면서, 제과 업체들의 마진 훼손이 컸다. 1H25 음식료 업종 매출총마진은 YoY 1%p 개선되었으나, 오리온/롯데웰푸드는 각각 -2%p/ -2.9%p 하락했다. 2025년 상반기 톤당 만불까지 상승했던 카카오 가격은 현재 6천불까지 하락했다. 투입 레깅 시점 감안시, 1Q26부터 YoY 부담은 유의미하게 경감될 전망이다.

Top Picks 및 관심종목

2026년은 쏠림이 완화되면서 선택의 폭이 확대될 것이다. 기존 전통 종목인 오리온, 롯데그룹주 등도 유의미한 이익 성장을 보여줄 것으로 추산된다. 기저효과도 크겠지만 탑라인 회복 및 원가 부담 완화에 따른 업황 회복이 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 대장주 삼양식품과 더불어 오리온을 Top Pick으로 제시한다. 관심종목은 담뱃세 인상이 기대되는 KT&G 및 기저효과가 확실한 롯데웰푸드다.



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

1. 업황 개선 시그널

1) 2026년, ‘쏟림’ 완화 전망

2026년은 업황 개선 기인해
2025년 대비 쏄림 완화 전망

2025년 업종 성과는 ‘쏟림 심화’로 요약 가능하다. 2025년 연초 이후 음식료 업종 시가총액은 17% 상승에 그친 반면, 삼양식품 및 KT&G의 합산 시가총액은 37% 상승했다. 2024년 이후 수급 쏄림이 심화 되면서, 음식료 주요 대형주 5사 합산 시가총액 대비(KT&G/삼양식품/오리온/CJ제일제당/농심) 삼양식품/KT&G 합산 비중은 2024년 초 53%→2025년 초 65%→ 현재(11월) 72%까지 상승한 상황이다.

2026년은 2025년과는 달리 쏄림 및 양극화는 완화될 것으로 예상된다. ① 업종 합산 이익 성장이 2025년 YoY 4.9%→ 2026년 12.3%로 개선될 것으로 추정하기 때문이다. 2025년은 삼양식품 및 KT&G, 농심을 제외하고 부진한 실적을 시현할 것으로 판단되나, 2026년은 기존 전통 종목인 오리온, 롯데 그룹주, CJ제일제당도 실적 회복세를 보여줄 것으로 기대된다. ② 기저효과도 크겠지만, ③ 탑라인 회복 및 원가 부담 완화에 따른 업황 회복이 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. ④ K-Food 카테고리에서 기존 라면에서 김/소스 및 장류/참치 캔 등으로 확산되고 있다는 점도 업종 투자 심리에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 사료된다.

도표 1. 업종 주요 대형주 내 KT&G, 삼양식품 시가총액 비중

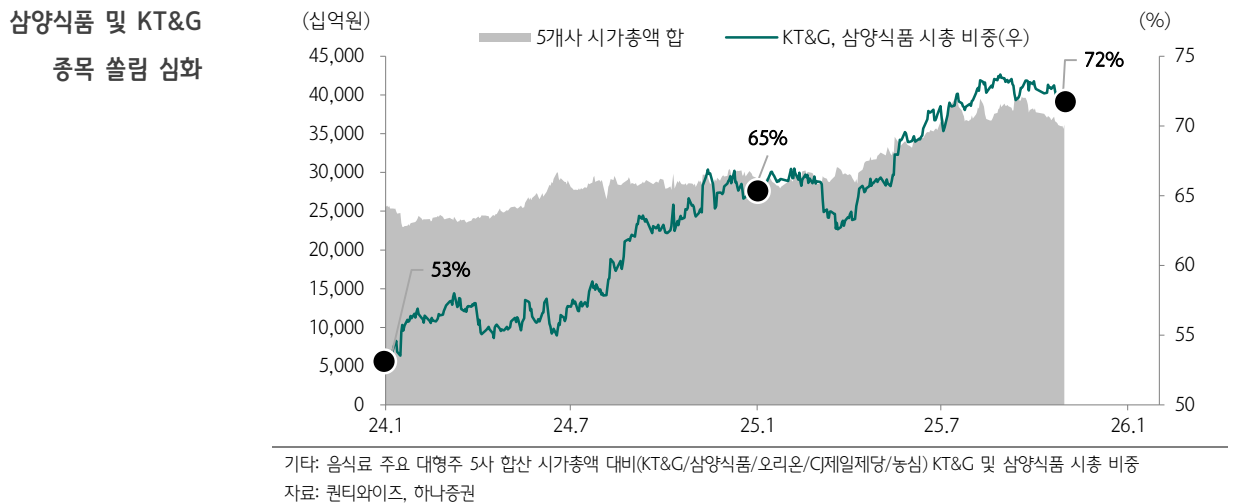
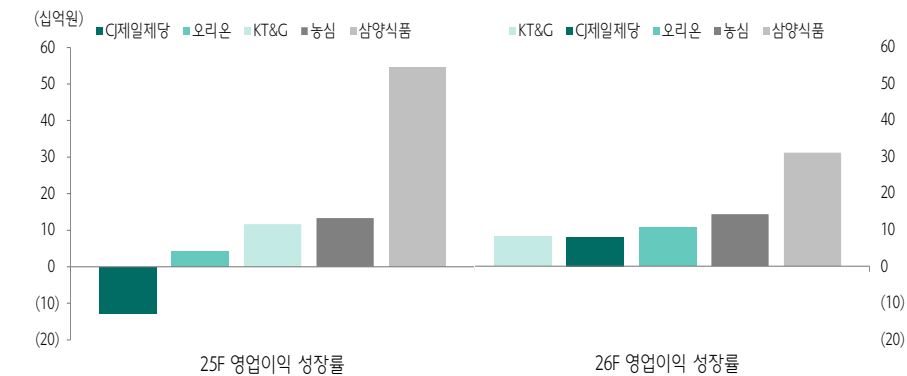


도표 2. 음식료 주요 대형주 5사 이익 증가율 추정

2026년에도 삼양식품 상대적
실적 개선 강도 높아,
부진했던 오리온/CJ CJ도
실적 회복 전망



자료: 하나증권

도표 3. 유명 래퍼 ‘카디비’의 고추참치 먹방



자료: 언론보도, 하나증권

도표 4. 뉴욕에 오픈한 꼬꼬닭(Coqodaq) 레스토랑 시그니처 메뉴



자료: 언론보도, 하나증권

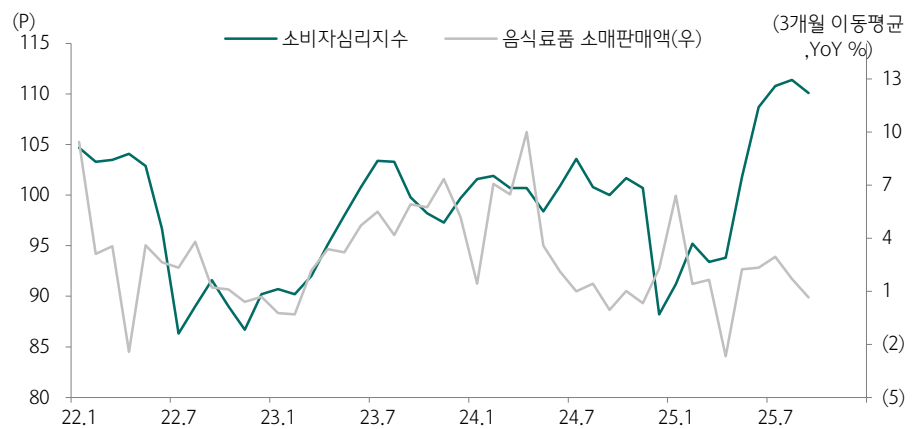
2) 2025년과 다른 점: 자산 풍선 효과가 불어온 소비심리개선

소비심리지수 반등

얼어 붙었던 소비심리가 3분기를 바닥으로 움직이기 시작했다. 3분기 들어, 소비자심리지수는 110을 상회했다. 최근 자산가치 상승에 따른 풍선효과 및 중장기 금리 인하 기대감, 새정부의 내수 부양 의지 등을 반영하면서 강하게 반등한 것으로 사료된다. 내년 반도체 등 주요 재화의 수출이 증가할 것으로 전망되는 점도 단기 내수 경기에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다. 대내외 환경 감안시 연말~2026년 상반기까지의 내수 소비 흐름은 전년대비 다소 개선될 공산이 커 보인다.

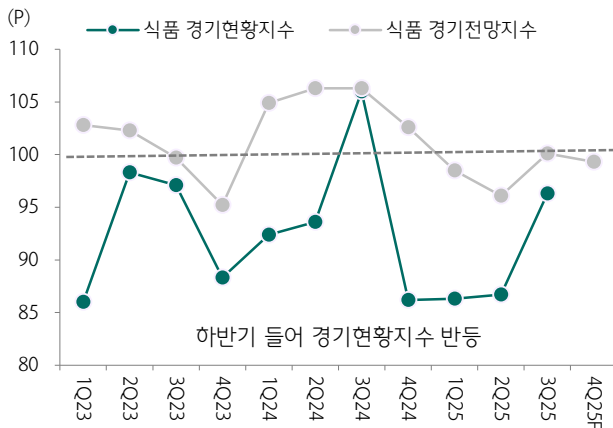
도표 5. 소비자심리지수 VS. 음식료소매판매 증감률

3분기 소비자심리지수 강하게 반등



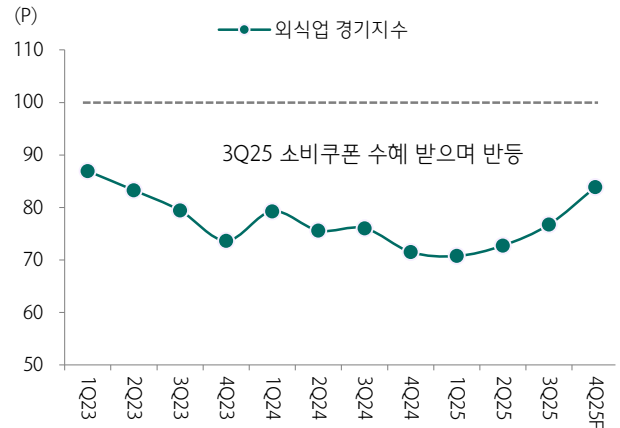
자료: 한국은행, 통계청, 하나증권

도표 6. 식품 경기지수



자료: aT, 하나증권

도표 7. 외식 경기지수



자료: aT, 하나증권

3) 2025년과 다른 점: 곡물 포함 주요 원가 부담 경감 전망

음식료 업체
원가 부담 경감 예상

주요 곡물 및 카카오 부담 완화

2026년 음식료 업체들의 원가 부담은 경감될 것으로 전망한다. 연초 이후, 주요 곡종인 소맥/옥수수/대두/원당은 각각 -3%/-7%/10%/-26% 하락했다. 곡물가는, ① 미국 풍작 전망, ② 중국의 곡물 수입 감소, ③ 유가 약세 등 감안시 중단기 약보합세 흐름이 지속될 공산이 커 보인다. 최근 고환율을 감안하더라도 음식료 업체 투입가는, 4Q25~내년 YoY 유의미하게 하락할 것으로 추정된다. 4분기부터 소맥/대두/원당 투입가는 YoY -10% 내외 하락세가 이어질 것으로 예상된다. 옥수수 투입가는 2026년부터 유의미한 하락이 전망된다.

곡물 이외 주요 원재료 투입에 대한 부담도 경감될 것으로 예상한다. 카카오 가격은 현재 톤당 6천불 내외로 하락한 상황이다. 주요 제과 업체의 투입가는 3Q25 톤당 1만불→4Q25 8천불→1Q26 6천불 내외로 QoQ 하락할 것으로 예상된다. 팜유는 7월 들어 바닥에서 강하게 반등했다. 그러나, 대체재인 대두유 가격 감안시 추세적 상승 가능성은 낮게 판단한다.

<소맥/옥수수> 미국 풍작 기인해 2025/26년 전세계 생산량이 예상치를 상회할 전망이다. 중단기 가격 약세가 예상된다.

<대두> 미국의 2025/26년 단위당 수확량은 전년대비 2.9부셀 증가할 것으로 전망된다. 연초 이후 중국의 미국산 수입 중단 기인해 낙폭이 특히 컸다. 올해 중국 수입이 재개된 시점이 11월이다.

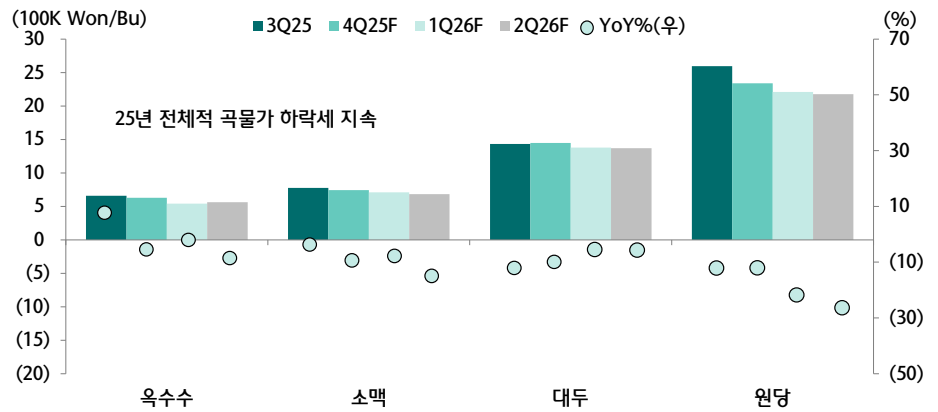
<원당> 인도의 재배면적 증가 및 풍부한 몬순 강우 기인해 풍작이 전망된다. ISO는 2025/26년 생산량이 YoY 3.3% 증가, USDA는 YoY 4.7% 증가할 것으로 추정하고 있다.

<카카오> 서아프리카의 우호적인 기상 조건 및 아프리카 주요 정부의 카카오 최저 보장이 인상에 따라 공급이 YoY 큰 폭 증가할 것으로 추정된다. 단기 가격 약세가 불가피할 전망이다.

<팜유> 글로벌 바이오디젤 수요 확대 기조 및 인도네시아의 생산량 감소 전망 기인해 7월 반등했다. 그러나, 대체재인 대두유 가격 감안시 추세적 상승 가능성은 낮아 보인다.

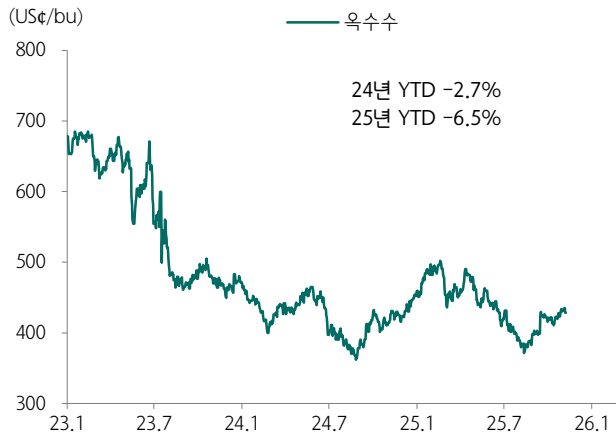
도표 8. 곡물 투입가 전망

4Q25부터 곡물 투입가
하락 본격화



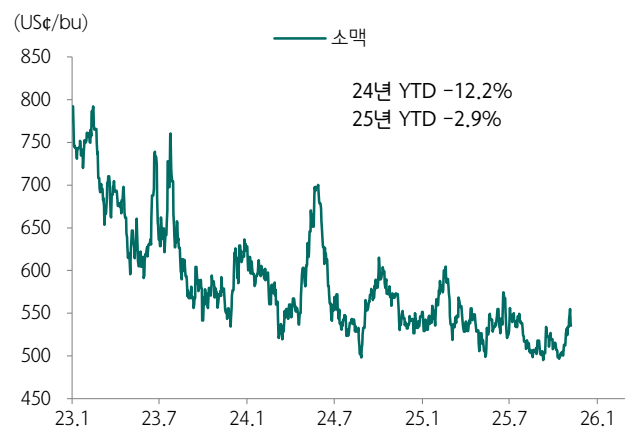
출처: 블룸버그, 하나증권

도표 9. 옥수수 가격 동향



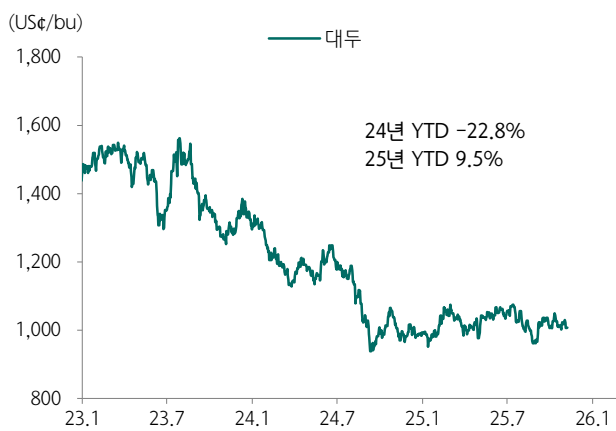
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 10. 소맥 가격 동향



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 11. 대두 가격 동향



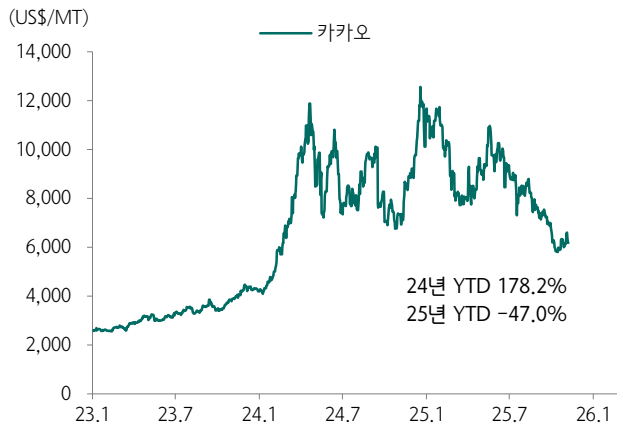
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 12. 원당 가격 동향



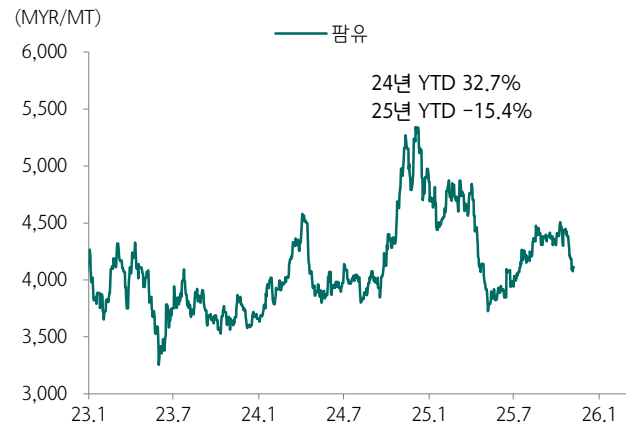
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 13. 카카오 가격 동향



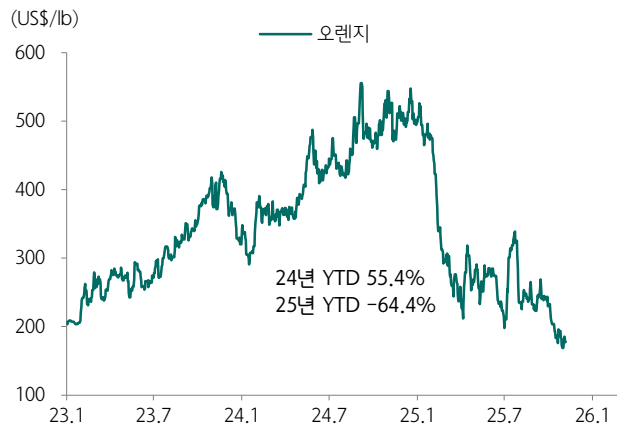
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 14. 팜유 가격 동향



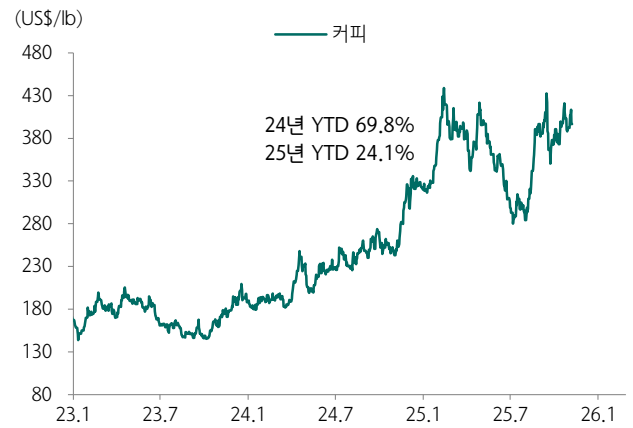
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 15. 오렌지 가격 동향



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 16. 커피 가격 동향



자료: 블룸버그, 하나증권

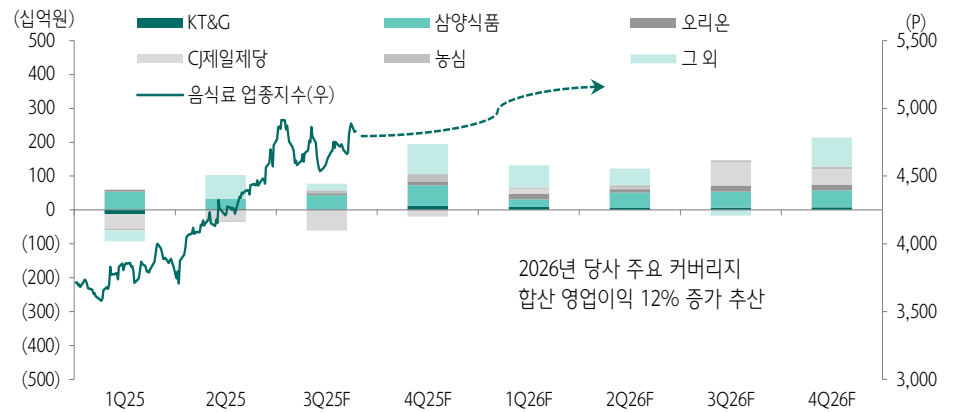
4) 2025년과 다른 점: 고른 이익 개선

업황 개선 기반한
기존 전통 종목의 실적 정상화

2025년 당사 주요 커버리지 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 2.9%, 4.9% 증가에 그칠 전망이다. 2026년 합산 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 3.7%, 12.3% 증가해 업종 기대수익률에 부합할 것으로 예상된다. ① 소비심리 개선 기인한 탐라인 회복, ② 원가 부담 경감으로 업황 스프레드 개선이 기대되는 가운데, ③ 적극적인 해외 사업 확대 기인한 실적 레버지리가 지속될 것으로 예상된다. 따라서, 최근 2년 간 실적 및 주가가 부진했던 오리온, CJ제일제당 등 기존 전통주의 실적 회복도 기대할 수 있겠다. ④ 2025년 일회성비용 집행이 컸던 롯데 그룹주의 실적 모멘텀 확대도 기대된다.

2026년 업종 시황 개선 따른
실적 회복 전망

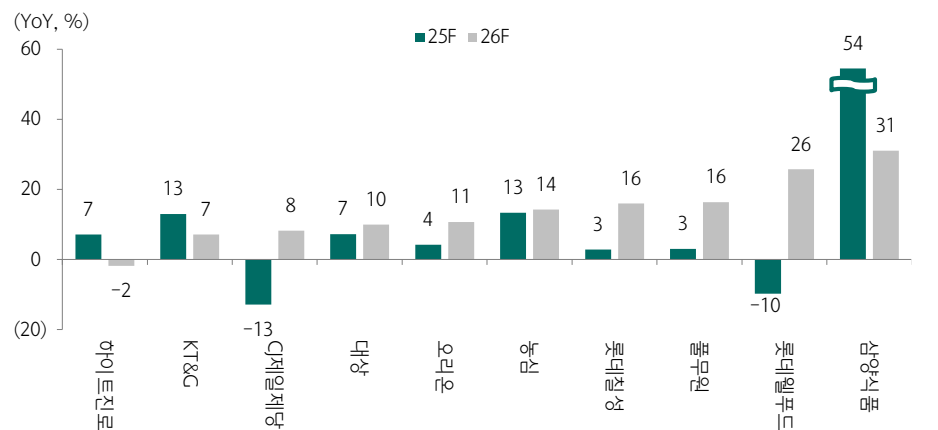
도표 17. 당사 주요 커버리지 합산 영업이익 증감액 추이



출처: 퀀티와이즈, 하나증권

수출주 실적 모멘텀
이어지는 가운데,
롯데그룹 기저효과 부각 전망

도표 18. 업체별 이익 증가율 전망



출처: 퀀티와이즈, 하나증권

2. 이슈 점검

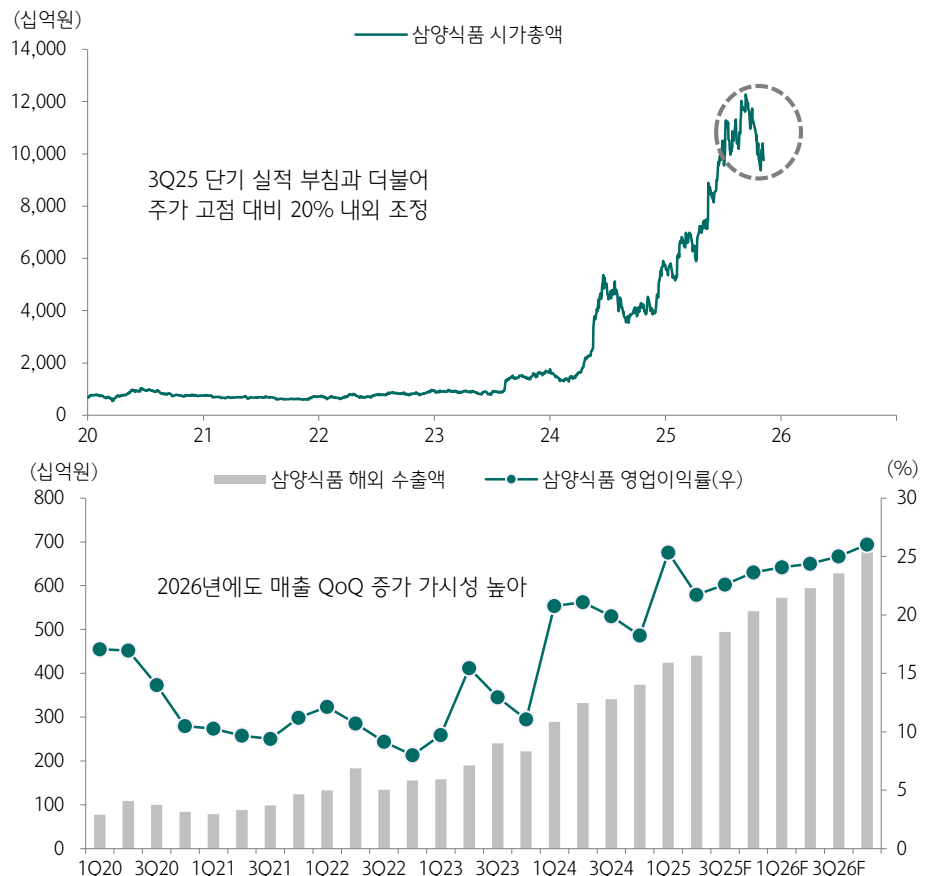
1) 삼양식품 주가 조정 및 글로벌 라면 업체 실적 비교

삼양식품: 단기 실적 부침
따른 조정은 저가 매수 기회

수출 대장주 '삼양식품' 주가가 10월 들어 고점 대비 20% 내외 조정을 받았다. YTD 110% 상승(고점 기준)한 점 감안시 납득 가능한 조정이나, 3분기 실적 부침에 따른 우려가 일부 반영된 듯하다. 3분기는 ① 8월 특근 중단에 따른 일시적인 생산량 감소(월 약 7% 추산)가 있었다. 이는 7월 가동이 시작된 밀양2공장의 가동률 상승 속도 감안시 자연스럽게 해결될 이슈이다. ② 11월, 미주에서의 판가 인상으로 관세 부담도 해소 가능해 보인다. ③ 미주도 소비 둔화에 따라 경쟁 강도가 높아지고 있으나, '불닭'에 대한 브랜드 평판은 상대적으로 견조해 보인다. 2026년에도 해외 매출 QoQ 증가세가 지속될 것으로 판단된다. Capa 증설 속도 감안시, 2027년까지도 실적 가시성이 높다. 이를 감안시 주가는 우상향 기초를 이어갈 것으로 사료된다. 최근 조정은 저가 매수 기회로 판단한다.

도표 19. 삼양식품 주가 VS. 분기 해외 매출 및 OPM

수출액 QoQ 성장이
지속될 것으로 전망되는 바,
최근 주가 조정은 매수 기회



출처: 삼양식품, 쿼티와이즈, 하나증권

‘라면’ 1H25 미주 성과:**삼양 YoY 53.4%****농심 -1.8%****도요 -18.4%****니신 -8.2%**

1H25 미주(북미+남미) 성과를 비교하면, 삼양식품 YoY 53.4%(달러 기준 48% 추산), 농심 -1.8%(달러 기준 -7% 추산), 도요수산 YoY -18.4%(달러 기준 -15% 추산), 니신포드 YoY -8.2%(달러 기준 -5% 추산)이다. 3분기 도요수산 및 니신포드의 해외 매출은 각각 YoY 0.8%, -3.4% 증감하면서 상반기 대비 개선세를 보이고 있다. 물량 감소 폭도 둔화되는 가운데 판가 인상이 주효했다. 참고로, 7월 도요수산 및 농심, 10월 니신포드 및 삼양식품이 10% 내외 판가 인상을 단행한 것으로 파악된다.

<도요수산>

도요수산의 3Q25 누계 해외(미국+멕시코) 라면 매출액 및 영업이익은 각각 1,628억엔(YoY -12.2%), 388억엔(YoY -12.3%)을 기록했다. 분기별 탑라인은 판가 인상이 반영되면서(4월 멕시코, 7월 미주), 1Q/2Q/3Q 각각 YoY -30.2%/-4.7%/0.8%로 개선세를 보이고 있다. OPM도 각각 21.1%/22.9%/26.9%로 QoQ 상승세이다. 3분기 OPM은 YoY 1.9%p 상승해 분기 최대 이익률 시현했다.

3분기만 보면, 미주에서는 내수 소비 부진 및 판가 저항 기인해 YoY -high single 물량 감소가 있었던 것으로 파악된다. 멕시코는 공급가 인상 이후에도 물량 성장세가 지속되고 있다. 다만, 판가 인상 효과 및 전략적 판촉 활동 기인해 손익은 유의미하게 회복되었다.

<니신포드>

니신포드의 3Q25 누계 해외(미국+멕시코+브라질) 라면 매출액 및 영업이익은 각각 1,174억엔(YoY -6.6%), 90억엔(YoY -36.3%)을 시현했다. 분기별 탑라인은 1Q/2Q/3Q 각각 YoY 4.4%/-20.5%/-3.4%을 시현했다. OPM은 각각 10.3%/6.8%/5.7%을 기록했다. 미주에서의 판매량 부진이 이어지고 있는데, 사측은 전반적인 소비 부진 및 한국 업체 대비 경쟁 열위를 원인으로 분석했다. 다만, 2분기 저점으로 연말~2026년 초 점진적 회복을 전망했다. 미주/멕시코에서 10월 단행한 판가 인상이 실적에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대했다.

3분기만 보면, 미주 매출은 달러 기준 YoY -8% 감소했으며, 물량이 YoY -low single 감소한 것으로 추산된다. 미국 내수 소비 부진 및 경쟁 열위 기인해 물량과 수익성이 감소했다. 멕시코 매출은 로컬 통화 기준 YoY -6% 감소했으며, 물량이 -high single 감소한 것으로 추정된다. 브라질 매출은 로컬 통화 기준 YoY 8% 증가했으나, 유통 재고 소진 이슈가 지속되며 물량이 flat 성장에 그쳤다.

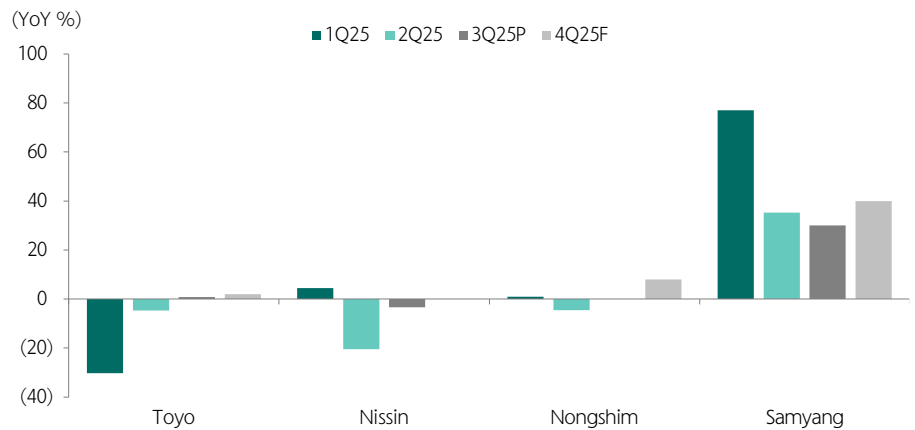
도표 20. 일본 라면업체 실적 요약

분류	실적 요약 코멘트
도요수산	3Q25 미주(미국+멕시코) 매출액 및 영업이익은 각각 601억엔(YoY 0.8%), 162억엔(YoY 8.1%)을 기록 - 내수 부진에 따른 소비 감소가 판가 인상 효과를 일부 상쇄 - 멕시코는 4월 시행한 판가 인상 이후에도 물량 성장세가 이어지고 있어 긍정적 - 연간 가이드언스를 매출액은 기존 대비 100억엔 하향, 영업이익은 40억엔 상향 조정, 주로 해외 라면 부문 조정 - 중장기 해외 라면의 지속적인 성장을 위해 생산 체제를 강화 중
니신푸드	3Q25 미주(미국+멕시코+브라질) 매출액 및 영업이익은 각각 410억엔(YoY -3.4%), 23억엔(YoY -41.9%)을 기록 - 전반적인 미국 소비 부진과 타업체 대비 경쟁 열위에 기인한 물량 감소 영향 - 미국 매출은 달러 기준 YoY -8% 감소했으며, 물량이 YoY -low single 감소 - 멕시코와 브라질 매출은 로컬 통화 기준 각각 YoY -6%, 8% 증감 - 미국은 하반기(25년 4분기 ~ 26년 1분기)에 전년 수준 답라인 회복을 전망

자료: 각 사, 하나증권

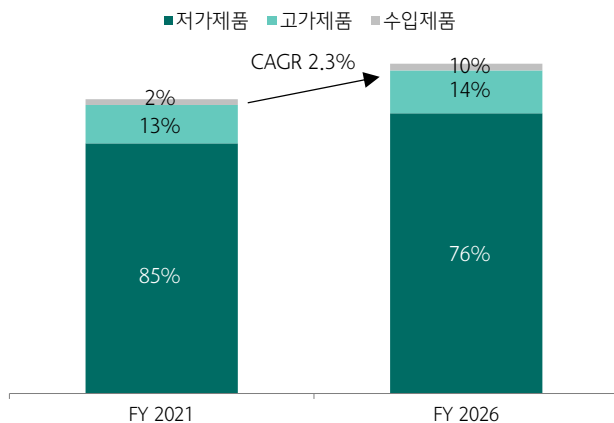
도표 21. 업체별 해외(북미+남미) 매출 성장 추이

판가 인상 기인해
하반기 답라인 회복 전망



자료: 각 사, 하나증권

도표 22. 미주 라면 가격대별 비중 현황



주: 물량 기준

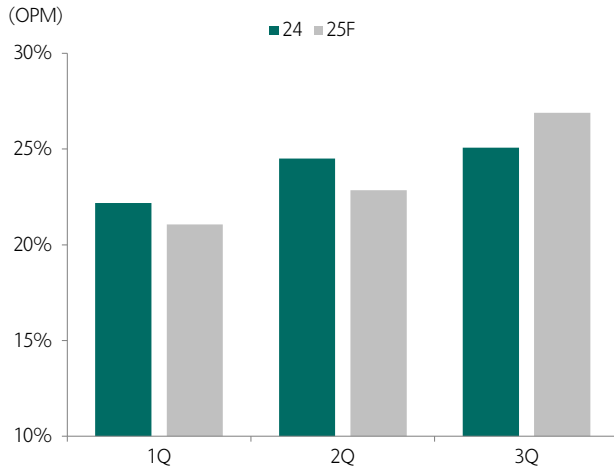
자료: 도요수산, 하나증권

도표 23. 시장 및 니신푸드 미주 물량 성장 추이



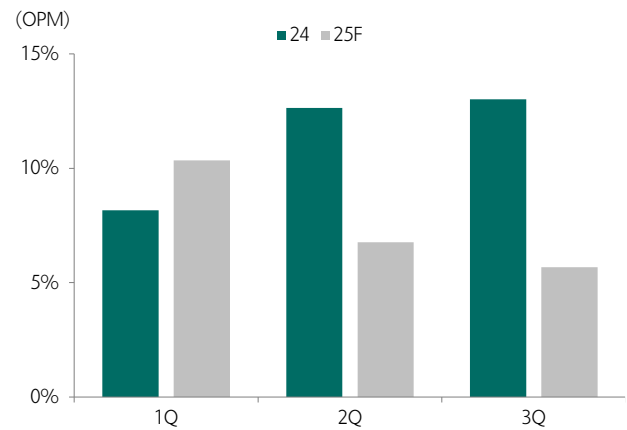
자료: 니신푸드, 하나증권

도표 24. 도요수산: 미주+남미 라면 OPM 추이



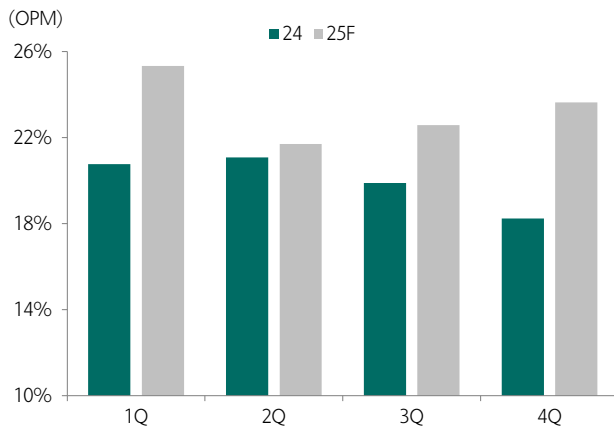
자료: 도요수산, 하나증권

도표 25. 니신푸드: 미주+남미 라면 OPM 추이



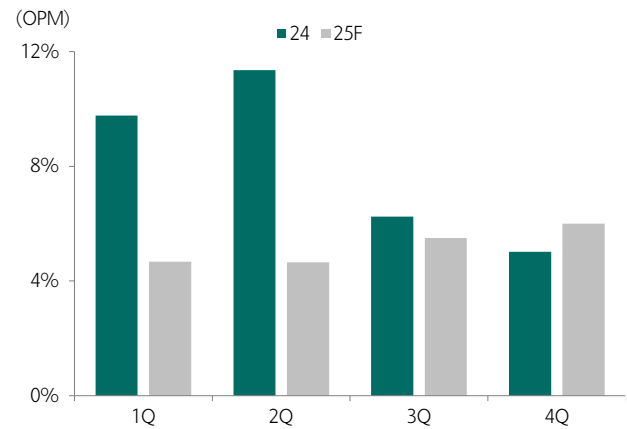
자료: 니신푸드, 하나증권

도표 26. 삼양식품: 전사 OPM 추이



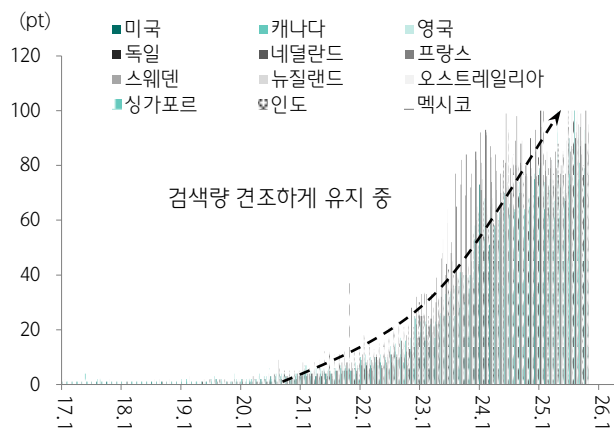
자료: 삼양식품, 하나증권

도표 27. 농심: 미주 OPM 추이



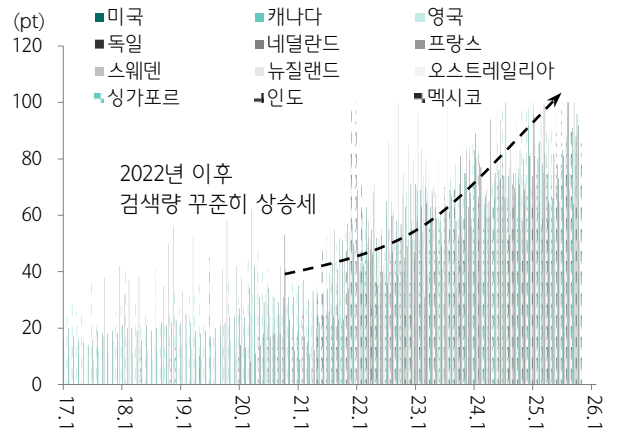
자료: 농심, 하나증권

도표 28. '불닭' 구글트렌드 추이



자료: 구글트렌드, 하나증권

도표 29. '신라면' 구글트렌드 추이



자료: 구글트렌드, 하나증권

2) 주요 카테고리 수출 현황

‘라면’: 여전히 고성장 카테고리	주요 카테고리의 1~9월 누계 YoY 수출 성장률을 살펴보면, 라면 24.5%/ 김 14.0%/ 소스 및 장류 13.5%/ 김치 YoY 3.1% 순이다.
	‘라면’은 여전히 규모 및 성장성 측면에서 압도적이다. 2026년까지도 삼양식품의 Capa 확장에 따른 판매 증가 및 농심 ‘케데헌’ 협업 마케팅 통한 인지도 확대가 기대된다. 언론보도에 따르면, 상대적으로 후발주자인 오뚜기도 지난 8월 미국 코스트코에 제품 입점을 시작한 것으로 파악된다. 오뚜기는 미국에 라면 공장을 신축 중이기도 한데 2027년 완공 예정으로 추산된다.
‘김’ 및 ‘소스 및 장류’: 견조한 성장세	‘김’ 및 ‘소스 및 장류’는 ‘Next 라면’ 가능성이 높은 카테고리이다. ‘김’ 수출액은 올해 10억 달러를 상회할 것으로 추산된다. 지난 5년 간(2019년~2024년) CAGR 14% 증가했다. 언론보도에 따르면, 동원산업/CJ제일제당/대상/오리온 등 주요 업체들도 김 수출 확대를 위한 다양한 방안을 강구 중인 것으로 파악된다.
	‘소스 및 장류’는 올해 1.2억 달러에 달할 것으로 추산된다. 지난 5년 간(2019년~2024년) CAGR 10% 증가했다. ‘고추장’ 및 ‘불고기양념’ 중심으로 수요가 확대되고 있는 것으로 사료된다. 주요 가공식품 카테고리 내에서는 라면 및 김에 이어 세 번째로 규모가 크며, 선점효과가 크다. 최근 삼양식품/농심 등 라면 업체도 신규 카테고리인 ‘소스’에 집중하고 있다. 언론보도에 따르면 더본코리아도 2030년 1천억 수출을 목표로 글로벌 영업을 확대 중인 것으로 파악된다.

도표 30. 카테고리별 수출 실적 현황

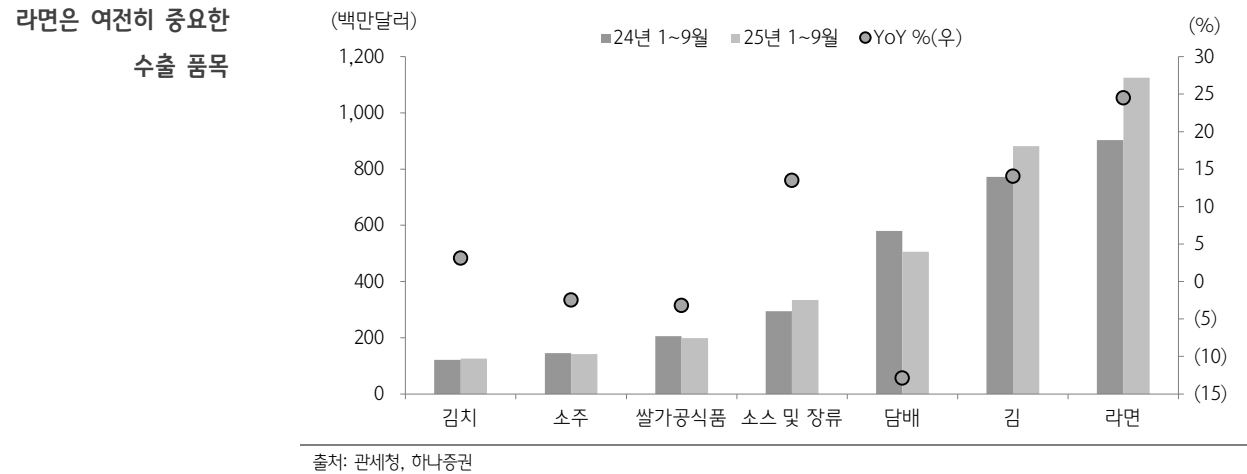
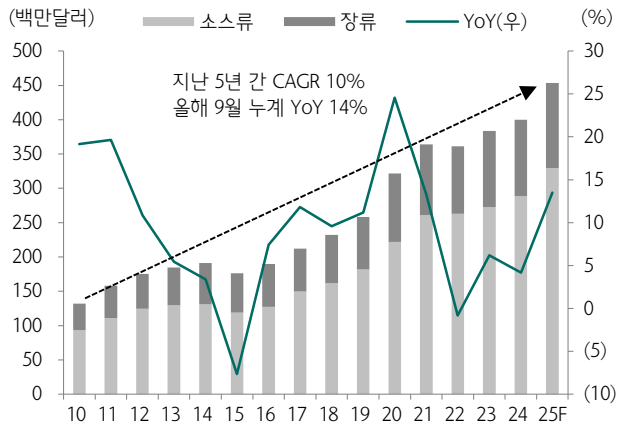
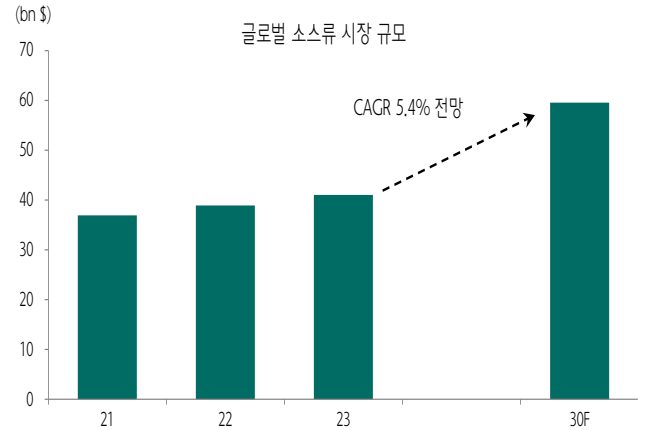


도표 31. '소스 및 장류' 수출액 추이



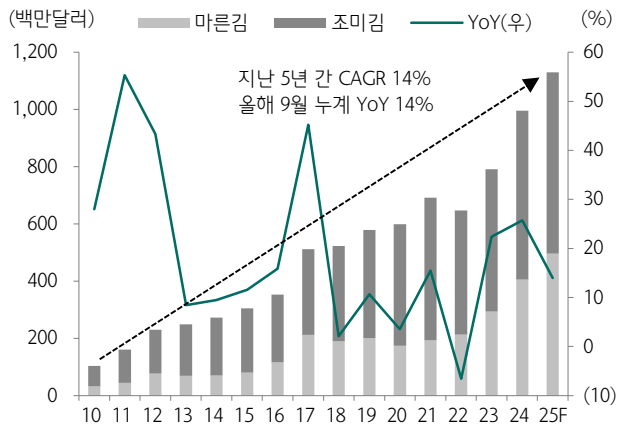
자료: 관세청, 하나증권

도표 32. '글로벌 소스' 시장 55조원 추산



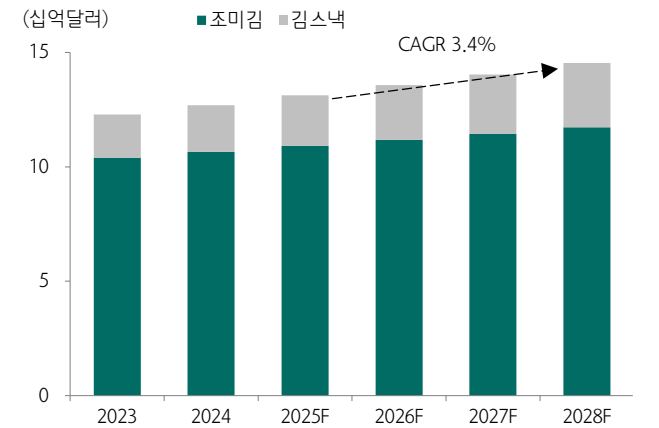
자료: aT, 하나증권

도표 33. '김' 수출액 추이



자료: 관세청, 하나증권

도표 34. '글로벌 김(조미+스낵)' 시장 17조원 추산



자료: 연론보도, 하나증권

도표 35. '김' 관련 주요 업체 뉴스

일자	요약	내용
2025-10-24	• 삼천리그룹이 성경식품 인수 우선협상자로 선정	• 삼천리그룹이 김 제조사인 성경식품 인수를 결정 • 매각 가격은 2000억원 수준으로 추산
2025-10-16	• 동원F&B, 대상 등 김 수출, • 미국 다음 지역으로 유럽 타깃	• 동원 F&B가 이탈리아와 스페인 등 지중해 권역 진출까지 추진 • 대상은 김부각 제품 및 B2B 스시김 공략
2025-09-28	• 광천김 가공공장 MOU 발표	• 고흥군과 광천김이 500억원 규모 MOU 체결 • 최첨단 김 가공공장 조성 목적
2025-09-18	• 오리온, 수협과 김 사업 진출 • '오리온수협' 설립	• 오리온-수협, 300억원씩 출자해 합작법인 설립 • 연내 조미김 공장 착공 예정
2025-07-17	• 김 수출액 첫 10억달러 돌파 전망	• 김 수출액 처음으로 10억달러 돌파 전망, 컨트롤 타워 설립 필요성 대두

자료: 연론보도, 하나증권

3) 제과 업체 유의미한 총마진 개선

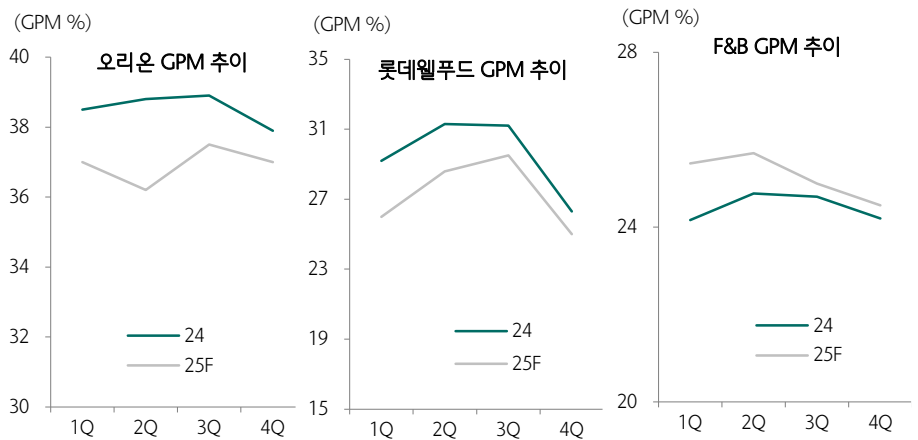
1Q26부터 원가 부담
유의미하게 경감 전망

2025년 가장 큰 폭으로 상승했던 원재료는 '카카오'이다. 2024년 하반기부터 카카오 투입 부담이 유의미하게 증가하면서, 제과 업체들의 마진 훼손이 컸다. 1H25 음식료 업종 매출총마진은 YoY 1%p 개선되었으나, 오리온/롯데웰푸드는 각각 -2%p/-2.9%p 하락했다.

2025년 상반기 톤당 만불까지 상승했던 카카오 가격은 현재 6천불까지 하락했다. 투입 래깅 시점 감안시, 1Q26부터 YoY 부담은 유의미하게 경감될 전망이다. 매출총마진 회복에 따른 이익 레버리지를 기대할 수 있다.

도표 36. 제과 업체 매출총마진 비교

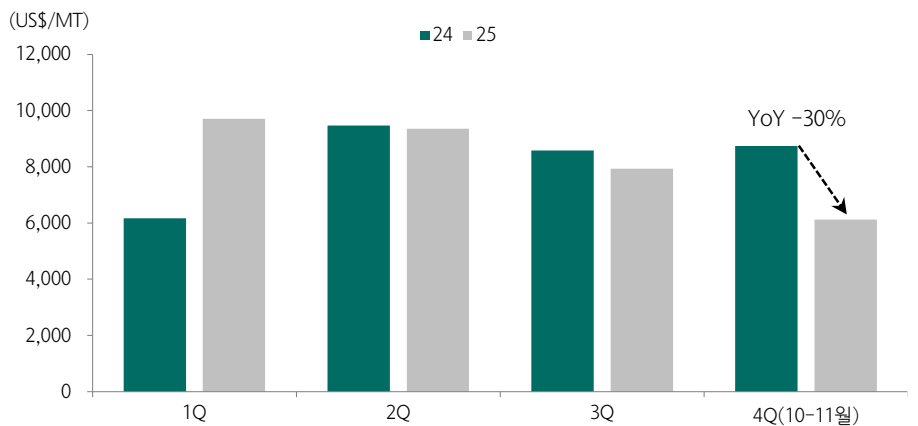
1H25 오리온/롯데웰푸드
총마진
각각 -2%p/-2.9%p 하락



자료: 각 사, 하나증권

도표 37. 카카오 분기 평균 가격 추이

현재 톤당 6천불 수준



자료: 블룸버그, 하나증권

오리온, 중국 회복도 기대 가능

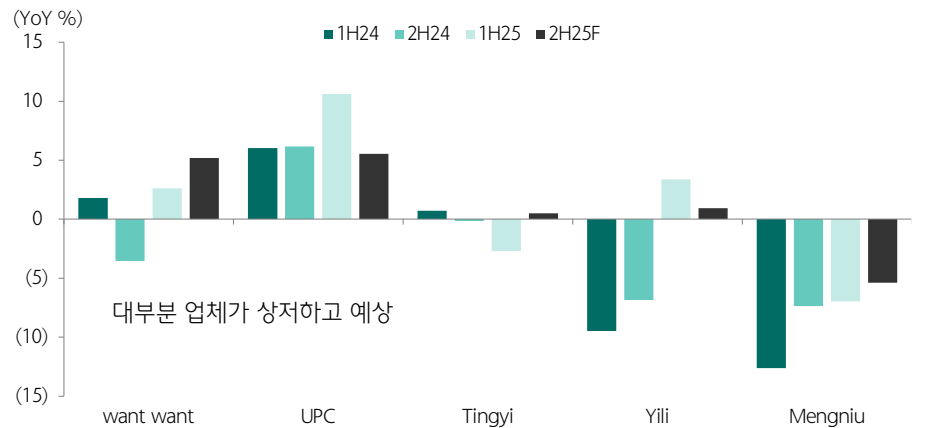
오리온은 중국 회복도 기대할 만하다. 중국의 3분기 GDP 성장률은 YoY 4.8%에 그쳤는데 ‘소비’가 발목을 잡았다. 연간 5% 성장이 녹록치 않아지자, 대내외적으로 내수 소비 확대 필요성을 강조하는 목소리가 커지는 상황이다. 중국 정부도 지난 4중전회에서 ‘내수 시장을 부양해 경제성장의 동력으로 삼겠다’는 목표를 다시 한 번 강조한 만큼 향후 추가 경기 부양책이 제시될 공산이 커 보인다.

오리온 중국 법인은 상반기(4Q24~1H25, 춘절 시점 차이 감안하기 위함) 로컬 통화 기준 4% 내외 성장을 시현한 것으로 파악된다. 동기간 영업마진은 80bp 하락해 수익성 훼손 우려가 컸다. 경쟁사의 춘절 물량 할인 강도가 높아진데다, 카카오 등 주요 원가 부담이 존재했기 때문이다. 하반기 들어, 코코아 등 주요 원재료 뿐만 아니라 부자재에 대한 부담도 경감되고 있는 것으로 파악된다. 3분기 들어 효율적 마케팅 집행 기조가 이어지고 있으며 경쟁 강도도 약화되는 흐름이다. 2H24 경제보상금 집행이 집중되면서 베이스 부담도 낮다.

참고로, 상반기 중국 주요 음식료 업체들도 YoY 1% 내외 매출 성장을 시현했다. 그러나, 하반기~2026년 완전한 실적 회복을 전망했다. ① 추가 부양책이 제시될 가능성이 높고, ② 출혈 경쟁이 완화되고 있는 점이 긍정적이다. ③ 주요 부자재(PET 등) 및 원자재(설탕 등)도 가격 안정화 흐름을 보이고 있어 전반적인 사업 환경은 상반기 대비 우호적일 것으로 전망한다.

도표 38. 주요 중국 음식료 업체 탑라인 성장률 추이

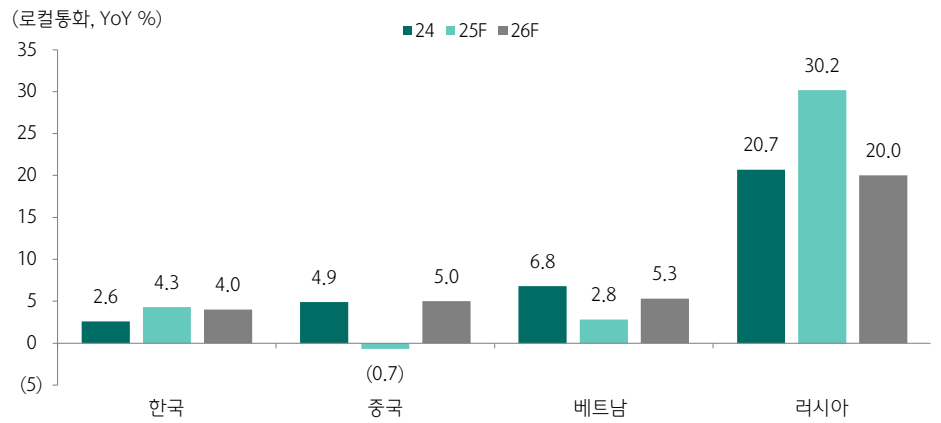
전년 베이스 낮음에도
상반기 부진
하반기 소폭 회복 분위기



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 39. 오리온 법인별 탑라인 성장 전망(로컬 통화 기준)

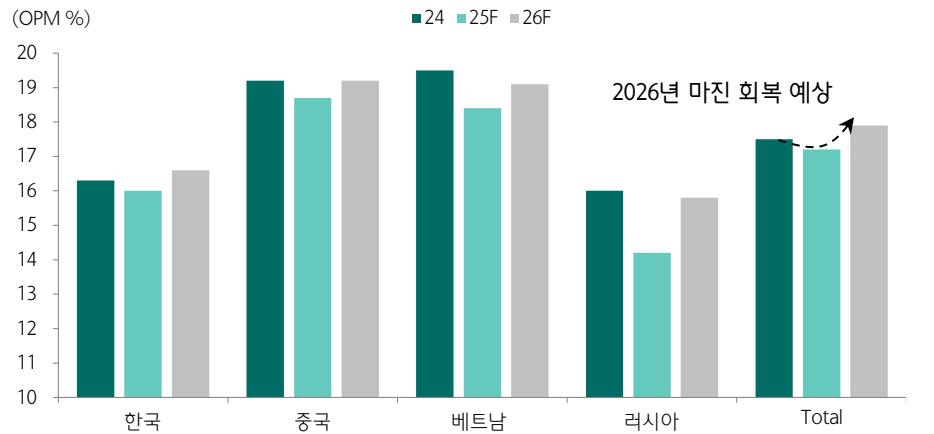
2026년 중국 회복 전망



자료: 오리온, 하나증권

도표 40. 오리온 법인별 영업마진 전망

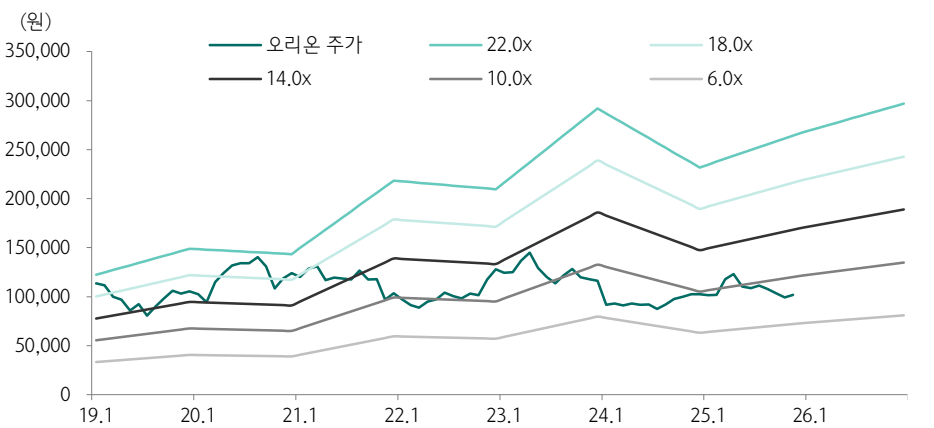
2026년 전 법인 마진 회복 예상



자료: 오리온, 하나증권

도표 41. 오리온 12개월 Fwd PER Band

현 주가 역사적 밴드 하단 위치



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

4) 미뤄졌던 담뱃세 인상

2015년 담뱃값 인상시
KT&G 주가는 1Q15 실적 이후
추세적 상승

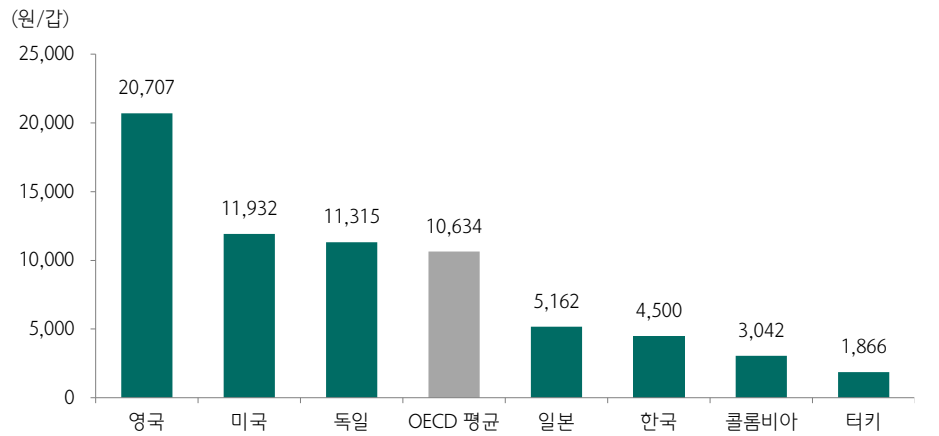
마지막 담뱃세 인상 시점은 2015년 1월이다(국회 통과는 11월 말). 그 이전으로 거슬러 올라가면 2005년이다. 시기적으로 10년에 한 번 꼴로 인상되곤 했다. 2025년 담뱃세 인상 가능성이 높게 예측되었으나 불발되었다. 그동안 물가상승률 감안시, 2026년 인상 가능성은 높아 보인다. 참고로, 한국세무학회는 지난 10년 간 소비자물가지수 변동 분만 고려한 인상 폭을 약 1,000원으로 추산했다.

2015년 담뱃값은 갑당 2,500원→4,500원으로 큰 폭 상승했다. 당시 세수 인상분 제외한 KT&G의 ASP 상승분은 약 51원이었다. 이는 인상 전 대비 7% 상승한 수치이다. 전례 없는 큰 폭의 가격 인상 기인해 2015년 국내 총수요는 YoY -22% 급감했다. 분기별로는 1분기 담배 총수요 감소 폭이 YoY -35%로 가장 컸다. 그러나 일회성 이익(담뱃세 인상에 따른 재고평가차익)이 반영되면서 손익은 시장 기대를 큰 폭 상회했다. 연간으로는 KT&G 단독 영업이익이 YoY 17% 개선되었는데, 일회성 이익(담뱃세 인상에 따른 재고평가차익) 제외시 YoY -9% 감소에 그쳤다.

주가는 1Q15 실적 발표 이후 본격적으로 상승했다. 평가 인상 반영 이후(2015년 1월), 1개월/3개월/6개월 각각 5%/ 18%/ 25% 상승했다.

도표 42. 주요 국가 갑당 담배 가격

OECD 평균은 갑당 만원 수준

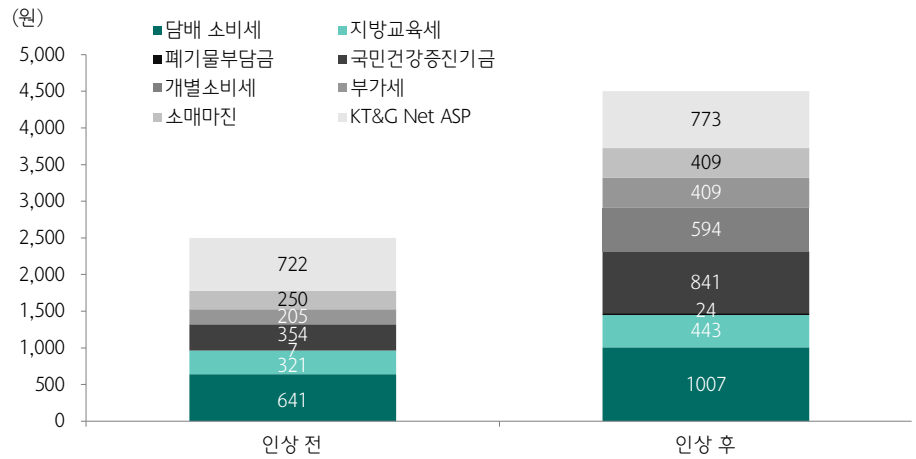


기타: Cigarettes 20 Pack (Marlboro)

자료: Numbeo, 하나증권

갑당 담배가격 80% 인상
VS. KT&G ASP 상승 분 7%
VS. 소매마진 소비자가격 9%

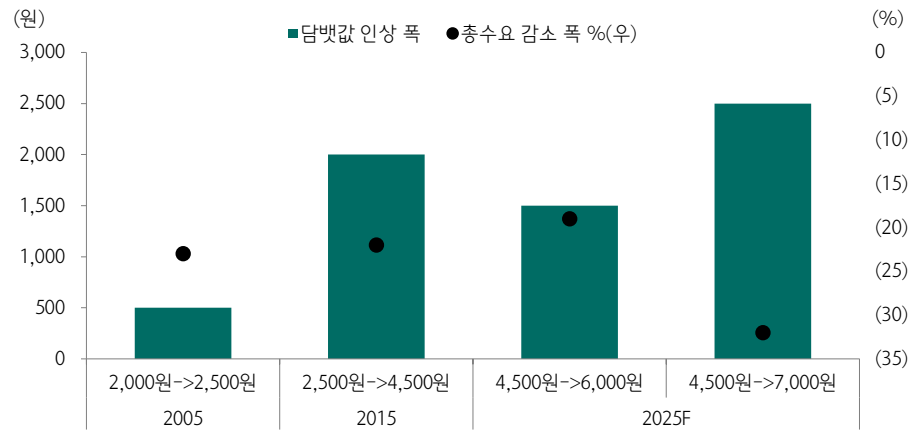
도표 43. 2015년 담뱃세 인상시 세금 구성 내역



자료: 하나증권

전체 대상자의 44% 이상이
인상 필요성에 동의

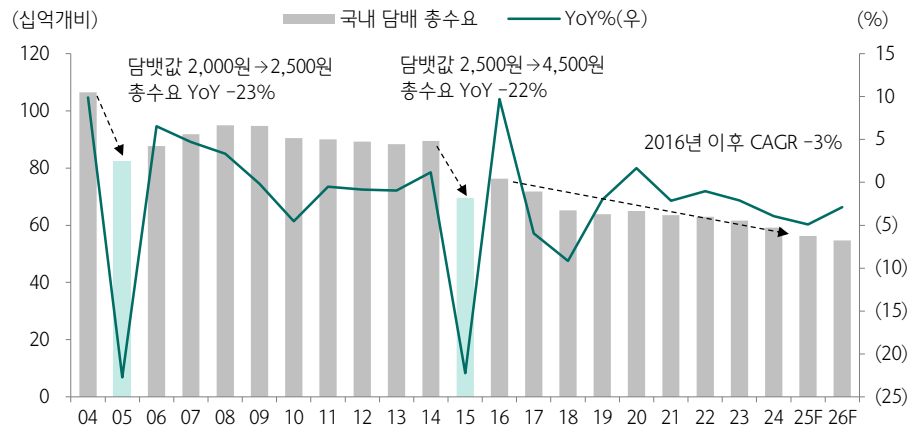
도표 44. 담뱃세 인상 폭에 따른 수요 감소 추정



자료: 한국세무학회, 언론보도, 하나증권

갑당 인상 폭 컸던
2015년 총수요 22% 감소,
2016년 이후 연평균 -3% 감소

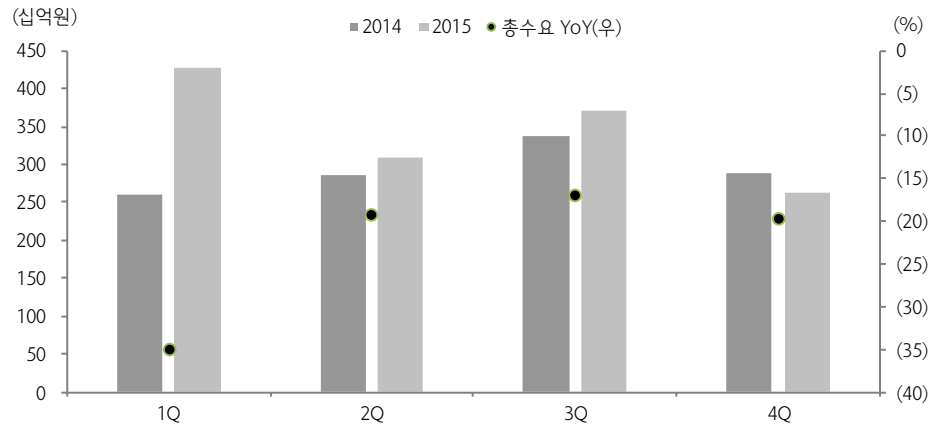
도표 45. 국내 담배 총수요 추이



자료: 기재부, KT&G, 하나증권

도표 46. 2015년 KT&G 분기별 연결 손익

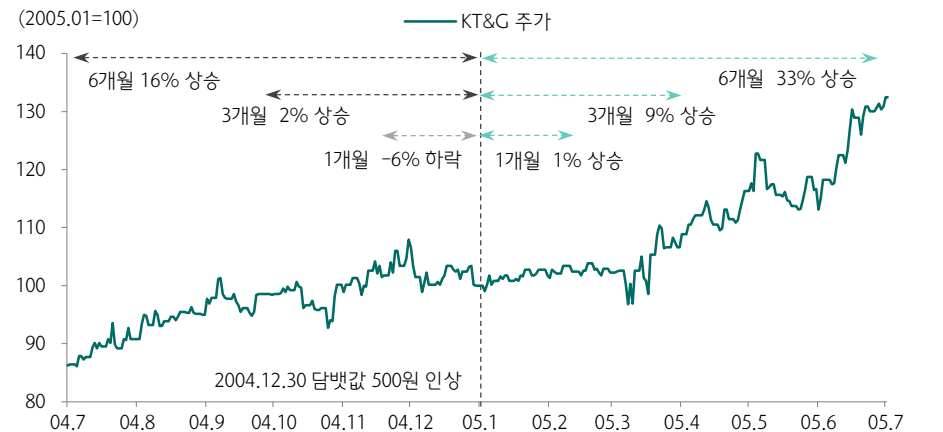
1Q15 총수요 급감에도
일회성이익 기인해 YoY 증익



자료: KT&G, 하나증권

도표 47. 2005년 담뱃값 인상 전후 KT&G 주가 추이

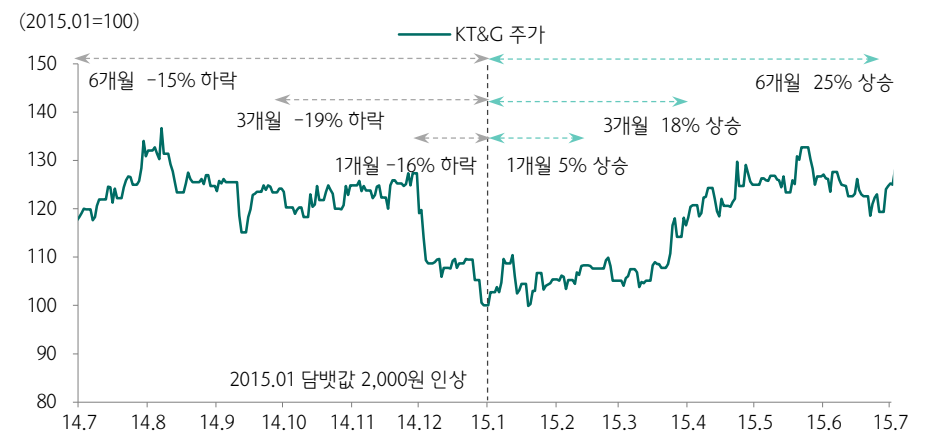
2005년 담뱃값 인상 이후
KT&G 1개월/3개월/6개월 주가
1% / 9% / 33% 상승



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 48. 2015년 담뱃값 인상 전후 KT&G 주가 추이

2015년 담뱃값 인상 이후
KT&G 1개월/3개월/6개월 주가
5% / 18% / 25% 상승



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

3. Top Picks 및 관심종목

‘라면’ 외 선택의 폭 확대

Top Picks: 삼양식품, 오리온
관심종목: KT&G, 롯데웰푸드

2026년은 쌀값이 완화되면서 선택의 폭이 확대될 것이다. 2025년은 삼양식품 및 KT&G, 농심 제외하고 부진한 실적을 시현할 것으로 판단되나, 2026년은 기존 전통 종목인 오리온, CJ제일제당, 롯데그룹주도 유의미한 이익 성장을 보여줄 것으로 추산된다. 기저효과도 크겠지만, 탐라인 회복 및 원가 부담 완화에 따른 업황 회복이 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 대장주 삼양식품과 더불어 오리온을 Top Pick으로 제시한다. 관심종목은 담뱃세 인상 가능성이 있는 KT&G 및 기저효과가 확실한 롯데웰푸드다.

도표 49. 음식료/담배 커버리지 목표주가 변경 내역

종목	투자의견		목표주가		변경 이유
	~에서	~으로	~에서	~으로	
KT&G	BUY	BUY	180,000	180,000	투자의견 및 목표주가 유지
삼양식품	BUY	BUY	1,800,000	1,800,000	투자의견 및 목표주가 유지
오리온	BUY	BUY	155,000	155,000	투자의견 및 목표주가 유지
CJ제일제당	BUY	BUY	350,000	350,000	투자의견 및 목표주가 유지
농심	BUY	BUY	540,000	540,000	투자의견 및 목표주가 유지
동원산업	BUY	BUY	72,000	72,000	투자의견 및 목표주가 유지
하이트진로	BUY	BUY	30,000	30,000	투자의견 및 목표주가 유지
롯데웰푸드	BUY	BUY	200,000	200,000	투자의견 및 목표주가 유지
롯데칠성	BUY	BUY	170,000	170,000	투자의견 및 목표주가 유지
대상	BUY	BUY	35,000	35,000	투자의견 및 목표주가 유지
SPC삼립	BUY	BUY	80,000	80,000	투자의견 및 목표주가 유지
신세계푸드	BUY	BUY	50,000	50,000	투자의견 및 목표주가 유지

자료: 하나증권

도표 50. 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	5.0
	25F	6,465.6	1,342.8	1,021.1	8,406.0	20.8	15.8	16.5	1.5	10.2	10.8	4.3
	26F	6,662.6	1,438.5	1,060.0	8,985.2	21.6	15.9	15.5	1.5	9.5	10.7	4.3
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	2,284.7	532.3	391.0	51,904.5	23.3	17.1	25.2	8.3	16.2	39.1	0.2
	26F	2,801.2	697.6	533.0	70,757.4	24.9	19.0	18.5	5.8	12.0	37.1	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	2.4
	25F	3,296.8	566.2	416.5	10,535.8	17.2	12.6	9.8	1.1	3.9	11.5	2.4
	26F	3,496.5	626.7	480.5	12,152.3	17.9	13.7	8.5	1.0	3.2	12.1	2.4
C제일제당	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	29,484.3	1,353.9	348.2	21,254.3	4.6	1.2	10.8	0.5	6.1	4.4	2.6
	26F	30,139.6	1,465.5	438.5	26,767.9	4.9	1.5	8.6	0.4	5.8	5.3	2.6
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	3,552.1	184.7	165.4	27,188.5	5.2	4.7	16.0	0.9	5.4	6.0	1.2
	26F	3,725.0	211.0	187.1	30,767.1	5.7	5.0	14.1	0.9	4.6	6.5	1.2
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	9,617.3	524.6	312.5	7,488.4	5.5	3.2	6.5	0.7	5.3	10.7	2.5
	26F	10,011.2	565.4	347.4	7,869.1	5.6	3.5	6.2	0.6	4.8	10.8	2.5
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	2,553.2	223.0	119.3	1,674.1	8.7	4.7	11.2	1.1	5.5	10.3	3.7
	26F	2,578.4	219.0	123.7	1,735.7	8.5	4.8	10.8	1.0	5.4	10.0	3.7
롯데유폴드	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	4,206.9	141.6	98.0	10,486.3	3.4	2.3	12.1	0.5	6.1	4.5	2.6
	26F	4,374.5	178.0	111.3	11,956.5	4.1	2.5	10.6	0.5	5.3	5.0	2.6
롯데칠성	24	4,024.5	184.9	59.1	5,878.3	4.6	1.5	19.1	0.8	6.6	4.0	3.0
	25F	4,017.8	190.2	88.6	8,815.6	4.7	2.2	13.4	0.8	6.5	5.8	2.9
	26F	4,188.6	220.5	116.4	11,581.9	5.3	2.8	10.2	0.7	5.9	7.3	2.9
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	4,403.1	189.7	100.7	2,796.5	4.3	2.3	7.6	0.5	4.5	6.9	4.0
	26F	4,515.1	208.5	119.1	3,306.3	4.6	2.6	6.4	0.5	4.1	7.8	4.0
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	9.4	0.8	4.1	9.5	3.5
	26F	3,448.3	96.6	63.6	7,368.1	2.8	1.8	7.0	0.7	3.4	11.8	3.5
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	5.9	0.7	3.3	12.3	1.7
	26F	3,707.3	113.3	58.6	4,935.9	3.1	1.6	5.5	0.6	2.8	11.9	1.7
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	8.5	0.5	4.5	5.8	2.3
	26F	1,499.4	35.3	20.1	5,181.6	2.4	1.3	7.5	0.5	4.1	6.4	2.3

자료: 하나증권

기업분석

삼양식품(003230)	25
오리온(217560)	29
KT&G(033780)	33
롯데웰푸드(280360)	36

2025년 11월 12일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 1,800,000원

현재주가(11.10) 1,306,000원

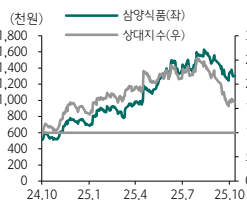
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,073.24
52주 최고/최저(원)	1,630,000/512,000
시가총액(십억원)	9,838.1
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	7,533.0
60일 평균 거래량(천주)	47.8
60일 평균 거래대금(십억원)	68.4
외국인지분율(%)	18.12
주요주주 지분율(%)	
삼양푸드스퀘어 외 6 인	44.98
국민연금공단	9.58

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,328.8	2,946.0
영업이익(십억원)	531.1	698.1
순이익(십억원)	402.7	543.7
EPS(원)	53,553	72,240
BPS(원)	158,408	225,120

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,284.7	2,801.2
영업이익	147.5	344.6	532.3	697.6
세전이익	156.3	351.6	513.7	698.6
순이익	126.3	272.0	391.0	533.0
EPS	16,761	36,106	51,905	70,757
증감율	58.23	115.42	43.76	36.32
PER	12.89	21.19	25.16	18.46
PBR	2.85	7.00	8.27	5.79
EV/EBITDA	9.69	14.87	16.06	11.88
ROE	24.81	39.37	39.10	37.08
BPS	75,884	109,340	157,978	225,468
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300



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

삼양식품 (003230)

2026년에도 함께해

단기 주가 조정, 저가 매수 기회 판단

주가가 10월 들어 고점 대비 20% 내외 조정을 받았다. YTD 110% 증가한 점 감안시 납득 가능한 조정이나, 3분기 실적 부침에 따른 일부 우려도 일부 반영된 듯하다. 3분기는 ① 8월 특근 중단에 따른 일시적인 생산량 감소(월 약 7% 추산)가 있었다. 이는 7월 가동이 시작된 밀양2공장의 가동률 상승 속도 감안시 자연스럽게 해결될 이슈이다. ② 11월, 미주에서의 판가 인상으로 관세 부담도 해소 가능해 보인다. ③ 미주도 소비 둔화에 따라 경쟁 강도가 높아지고 있으나, ‘불닭’에 대한 브랜드 평판은 상대적으로 견조해 보인다. 2026년에도 해외 매출 QoQ 증가세가 지속될 것으로 판단된다. Capa 증설 속도 감안시, 2027년까지도 실적 가시성이 높다. 이를 감안시 주가는 우상향 기조를 이어갈 것으로 사료된다. 최근 조정은 저가 매수 기회로 판단한다.

3Q25 Pre: 시장 기대 상회

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5,761억원(YoY 31.3%), 1,302억원(YoY 49.1%)으로 추정한다. 월별 수출액 8천불 후반에서 답보 중인데, 국내 물량 대응 및 8월 기존 공장 특근 중단에 따른 생산 물량 감소 기인한 것으로 파악된다. 다만, 2분기 미국 관세 확정을 앞둔 상황에서 미국 법인으로 재고를 다량 보냈기 때문에 실질적인 수출 실적은 기대를 크게 벗어나지 않을 것으로 사료된다. 현재 밀양2공장 가동률이 빠르게 상승하는 가운데, 9월부터 용기면 한 개 라인이 추가 가동되기 시작한 것으로 파악된다. Capa 확장에 따른 수출 증가세 기조는 이어질 것이다. 하나증권은 3분기 국내 라면 매출액 및 수출액이 각각 YoY 8%, 45% 증가할 것으로 추정한다.

방향성 유효, 2026년에도 함께할 주식

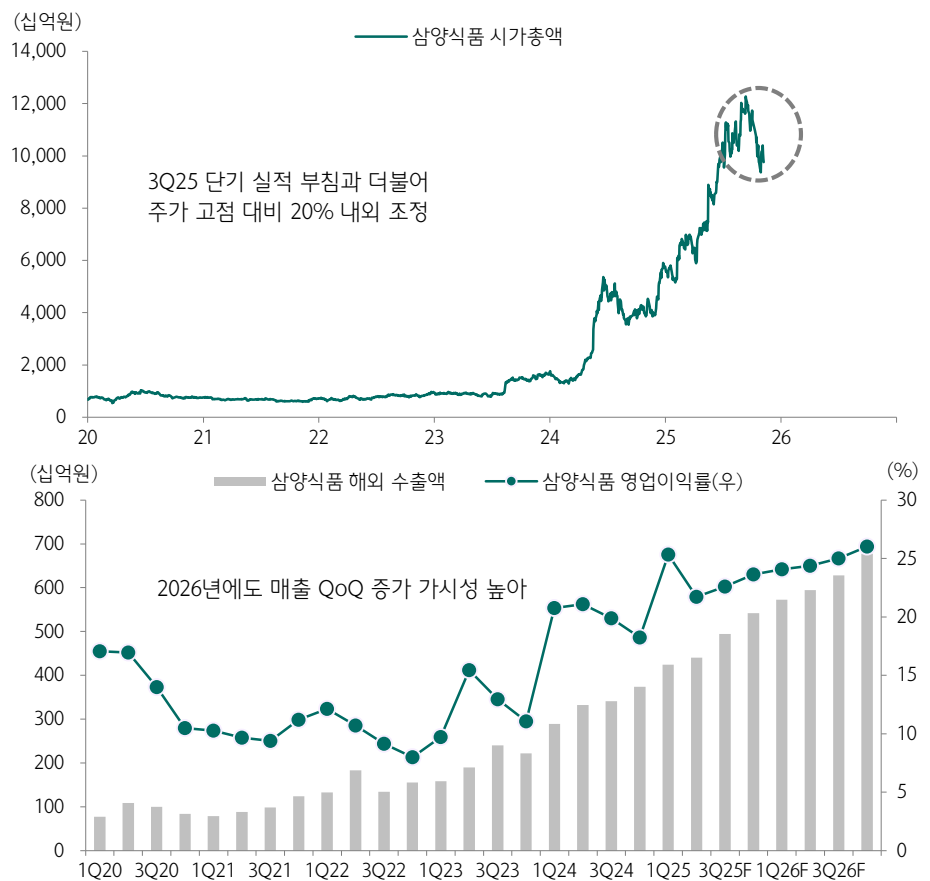
미주 및 중국을 주축으로 글로벌 침투 속도가 여전히 견조하다. 밀양2공장은 내년 상반기 중으로 6개 라인이 풀가동될 것으로 전망한다. 현재는 봉지면 라인 3개 및 용기면 라인 1개가 가동 중인 것으로 파악된다. Capa 확장을 기반으로 올해 및 내년 해외 매출액은 각각 YoY 42.3%, 30.1% 증가한 1.9조원, 2조 4,700억원으로 확대될 것으로 추정한다. 상대적으로 ASP가 높은 해외 비중이 확대되면서 고정비 증가를 상쇄할 것이다. 전사 영업마진도 올해 및 내년 각각 YoY 3.4%p, 1.6%p 상승할 것으로 예상된다.

**삼양식품: 단기 실적 부침
따른 조정은 저가 매수 기회**

최근 조정은 저가 매수 기회로 판단한다. YTD 110% 상승(고점 기준)한 점 감안시 납득 가능한 조정이나, 3분기 실적 부침에 따른 일부 우려도 일부 반영된 듯하다. 3분기는 ① 8월 특근 중단에 따른 일시적인 생산량 감소(월 약 7% 추산)가 있었다. 이는 7월 가동이 시작된 밀양2공장의 가동을 상승 속도 감안시 자연스럽게 해결될 이슈이다. ② 11월, 미주에서의 판가 인상으로 관세 부담도 해소 가능해 보인다. ③ 미주도 소비 둔화에 따라 경쟁 강도가 높아지고 있으나, '불닭'에 대한 브랜드 평판은 상대적으로 견조해 보인다. 2026년에도 해외 매출 QoQ 증가세가 지속될 것으로 판단된다. Capa 증설 속도 감안시, 2027년까지도 실적 가시성이 높다. 이를 감안시 주가는 우상향 기조를 이어갈 것으로 사료된다.

**수출액 QoQ 성장이
지속될 것으로 전망되는 바,
최근 주가 조정은 매수 기회**

도표 1. 삼양식품 주가 VS. 분기 해외 매출 및 OPM



출처: 삼양식품, 퀀티와이즈, 하나증권

도표 2. 삼양식품 실적 추정

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25F	26F
매출액	529.0	553.1	576.1	626.4	652.2	677.4	709.6	762.0	1,728.0	2,284.7	2,801.2
① 국내	77.6	87.6	81.8	84.3	79.9	83.2	81.8	84.3	314.8	331.3	329.2
② 해외	424.0	440.2	494.3	542.1	572.4	594.2	627.8	677.7	1,335.9	1,900.6	2,472.0
YoY	37.1%	30.3%	31.3%	30.8%	23.3%	22.5%	23.2%	21.6%	44.9%	32.2%	22.6%
① 국내	-2.4%	12.6%	8.0%	3.0%	3.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	-11.6%	5.2%	-0.6%
② 해외	46.7%	32.5%	45.0%	45.0%	35.0%	35.0%	27.0%	25.0%	65.1%	42.3%	30.1%
영업이익	134.0	120.1	130.2	148.1	156.9	165.1	177.4	198.2	344.6	532.3	697.6
YoY	67.3%	34.2%	49.1%	69.5%	17.1%	37.5%	36.3%	33.9%	133.6%	54.5%	31.1%
OPM	25.3%	21.7%	22.6%	23.6%	24.1%	24.4%	25.0%	26.0%	19.9%	23.3%	24.9%
세전이익	135.0	104.9	128.5	145.4	157.2	165.4	177.7	198.5	351.6	513.7	698.6
YoY	60.3%	13.6%	61.6%	51.9%	16.5%	57.7%	38.3%	36.6%	124.9%	46.1%	36.0%
(지배)순이익	99.1	84.5	96.3	111.0	116.6	129.4	133.7	153.3	272.0	391.0	533.0
YoY	49.0%	19.8%	63.7%	46.0%	17.6%	53.0%	38.8%	38.1%	115.4%	43.8%	36.3%
NPM	18.7%	15.3%	16.7%	17.7%	17.9%	19.1%	18.8%	20.1%	15.7%	17.1%	19.0%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,284.7	2,801.2	3,400.0
매출원가	776.2	1,004.8	1,204.1	1,456.6	1,751.0
매출총이익	416.7	723.2	1,080.6	1,344.6	1,649.0
판매비	269.2	378.6	548.3	647.0	807.0
영업이익	147.5	344.6	532.3	697.6	842.1
금융손익	(6.5)	(18.5)	(10.3)	10.1	26.1
종속/관계기업손익	5.5	0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.8	25.4	(8.3)	(9.1)	(10.0)
세전이익	156.3	351.6	513.7	698.6	858.2
법인세	29.7	80.4	122.4	166.6	201.3
계속사업이익	126.6	271.3	391.3	532.0	656.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	126.6	271.3	391.3	532.0	656.9
비지배주주지분 순이익	0.3	(0.7)	0.4	(1.1)	(1.3)
지배주주순이익	126.3	272.0	391.0	533.0	658.2
지배주주지분포괄이익	123.9	271.4	392.5	533.5	658.8
NOPAT	119.5	265.8	405.5	531.2	644.5
EBITDA	179.7	390.6	598.6	773.2	927.5
성장성(%)					
매출액증가율	31.23	44.86	32.22	22.61	21.38
NOPAT증가율	67.84	122.43	52.56	31.00	21.33
EBITDA증가율	55.85	117.36	53.25	29.17	19.96
영업이익증가율	63.16	133.63	54.47	31.05	20.71
(지배주주)순이익증가율	58.27	115.36	43.75	36.32	23.49
EPS증가율	58.23	115.42	43.76	36.32	23.48
수익성(%)					
매출총이익률	34.93	41.85	47.30	48.00	48.50
EBITDA이익률	15.06	22.60	26.20	27.60	27.28
영업이익률	12.36	19.94	23.30	24.90	24.77
계속사업이익률	10.61	15.70	17.13	18.99	19.32

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,761	36,106	51,905	70,757	87,372
BPS	75,884	109,340	157,978	225,468	309,572
CFPS	27,072	54,487	77,022	101,414	121,776
EBITDAPS	23,851	51,851	79,470	102,644	123,128
SPS	158,358	229,392	303,289	371,861	451,349
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
주기지표(배)					
PER	12.89	21.19	25.16	18.46	14.95
PBR	2.85	7.00	8.27	5.79	4.22
PCFR	7.98	14.04	16.96	12.88	10.72
EV/EBITDA	9.69	14.87	16.06	11.88	9.31
PSR	1.36	3.33	4.31	3.51	2.89
재무비율(%)					
ROE	24.81	39.37	39.10	37.08	32.77
ROA	12.05	19.67	21.47	22.65	21.69
ROIC	17.84	32.51	40.49	46.84	52.64
부채비율	102.90	92.60	71.43	56.20	46.11
순부채비율	17.79	4.32	(13.35)	(34.52)	(48.60)
이자보상배율(배)	12.08	23.91	35.61	47.06	55.38

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	497.3	682.1	967.2	1,501.5	2,171.6
금융자산	241.5	350.4	530.6	967.6	1,524.9
현금성자산	218.7	334.8	510.1	942.3	1,494.3
매출채권	79.8	136.8	180.9	221.8	269.3
재고자산	142.2	148.0	195.7	240.0	291.2
기타유동자산	33.8	46.9	60.0	72.1	86.2
비유동자산	673.0	912.6	1,080.9	1,157.3	1,239.1
투자자산	10.5	15.8	17.9	19.9	22.2
금융자산	7.3	12.6	13.7	14.7	15.9
유형자산	544.3	749.3	914.2	988.6	1,068.2
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	2,048.2	2,658.8	3,410.7
유동부채	402.0	492.4	572.6	669.8	782.5
금융부채	175.5	132.0	117.0	125.9	136.2
매입채무	106.5	144.7	191.4	234.6	284.8
기타유동부채	120.0	215.7	264.2	309.3	361.5
비유동부채	191.5	274.3	280.8	286.8	293.8
금융부채	168.6	254.2	254.2	254.2	254.2
기타비유동부채	22.9	20.1	26.6	32.6	39.6
부채총계	593.5	766.7	853.4	956.7	1,076.4
지배주주지분	564.8	816.8	1,183.3	1,691.6	2,325.2
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	1,136.3	1,644.7	2,278.3
비지배주주지분	12.0	11.2	11.5	10.5	9.2
자본총계	576.8	828.0	1,194.8	1,702.1	2,334.4
순금융부채	102.6	35.8	(159.5)	(587.5)	(1,134.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.1	357.9	452.1	592.0	709.9
당기순이익	126.6	271.3	391.3	532.0	656.9
조정	49.3	94.0	66.5	65.3	59.1
감가상각비	32.2	46.0	66.3	75.6	85.5
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	(10.3)	(26.4)
영업활동 자산부채변동	(7.8)	(7.4)	(5.7)	(5.3)	(6.1)
투자활동 현금흐름	(23.7)	(214.3)	(226.8)	(136.1)	(135.8)
투자자산감소(증가)	15.1	6.7	(2.1)	(2.0)	(2.3)
자본증가(감소)	(45.0)	(228.5)	(230.0)	(150.0)	(165.0)
기타	6.2	7.5	5.3	15.9	31.5
재무활동 현금흐름	40.6	12.6	(50.1)	(26.1)	(24.9)
금융부채증가(감소)	61.0	42.1	(15.0)	8.9	10.3
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.5)	(10.1)	(10.5)	(10.4)	(10.6)
배당지급	(11.9)	(19.4)	(24.6)	(24.6)	(24.6)
현금의 증감	184.9	156.2	72.0	432.3	551.9
Unlevered CFO	203.9	410.5	580.2	763.9	917.3
Free Cash Flow	123.1	129.5	222.1	442.0	544.9

2025년 11월 12일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 155,000원
현재주가(11.10) 103,400원

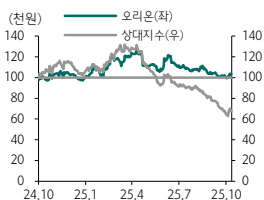
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,073.24
52주 최고/최저(원)	126,900/97,100
시가총액(십억원)	4,088.0
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	39,536.1
60일 평균 거래량(천주)	120.8
60일 평균 거래대금(십억원)	12.7
외국인지분율(%)	32.79
주요주주 지분율(%)	
오리온홀딩스 외 8인	43.80
국민연금공단	9.13

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,308.5	3,520.6
영업이익(십억원)	554.8	615.9
순이익(십억원)	420.9	475.9
EPS(원)	10,460	11,834
BPS(원)	95,583	105,016

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,912.4	3,104.3	3,296.8	3,496.5
영업이익	492.4	543.6	566.2	626.7
세전이익	520.0	692.2	575.7	670.0
순이익	376.6	524.6	416.5	480.5
EPS	9,527	13,269	10,536	12,152
증감율	(4.00)	39.28	(20.60)	15.34
PER	12.19	7.72	9.81	8.51
PBR	1.60	1.17	1.08	0.98
EV/EBITDA	5.51	4.37	3.93	3.17
ROE	13.91	16.57	11.47	12.07
BPS	72,415	87,814	95,851	105,503
DPS	1,250	2,500	2,500	2,500



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

오리온 (217560)

2026년엔 잃을게 없잖아

3Q25 Re: 시장 기대 부합

7~9월 누계 매출액 및 영업이익은 각각 8,303억원(YoY 6.9%), 1,422억원(YoY 1.1%)을 시현했다. 시장 기대치에 부합하는 수치이다. 국가별 매출 성장률은 한국/중국/베트남/러시아가 각각 YoY 4.3%/ 4.7%/ -0.9%/ 44.5%를 시현했다. 로컬 통화 기준 성장률은 중국/베트남/러시아가 각각 YoY 2%/ 2%/ 30%으로 추산된다.

① 국내 탑라인은 판가인상 효과가 반영되면서 견조했으나, 손익은 전년대비 소폭 감소했다. '참봉어빵' 제품 회수 영향(7~8월 일회성 비용 총 54억 반영)에 기인한다. '참봉어빵'은 9월부터 정상적으로 출고되고 있는 것으로 파악된다. ② 중국은 고성장 채널(간식채널, 온라인) 집중하면서 탑라인을 방어했다. 하반기 국경절 특수 맞이해 신제품 출시를 강화할 것으로 사료된다. 손익 측면에서도 효율적인 마케팅 집행 기조를 이어갈 방침이다. 4분기부터 주요 부자재 단가 하락이 예상되며, 작년 경제보상금 집행이 집중되었다는 점 감안시 유의미한 손익 개선을 기대한다. ③ 베트남은 수출 감소(지정학 이슈) 및 전년 명절 관련 행사 물량 출고 역기저로 매출 성장이 저조했다. 탑라인 부진과 더불어, 코코아 및 유지류 등 원가 부담이 이어지면서 손익은 YoY -10% 감소했다. 9월부터 수출은 정상화된 것으로 파악된다. ④ 러시아는 일부 거래처 재협상 진행에도 불구하고 고성장을 지속 중이다. 코코아, 유지류 등 주요 원재료 및 인건비 증가에도 불구하고 고성장 기인해 YoY 이익 증가세가 이어지고 있다. 참고로, 파이 2개 추가 라인이 4분기 가동될 전망이다.

2026년: 카카오 부담 경감 + 중국 회복 기대

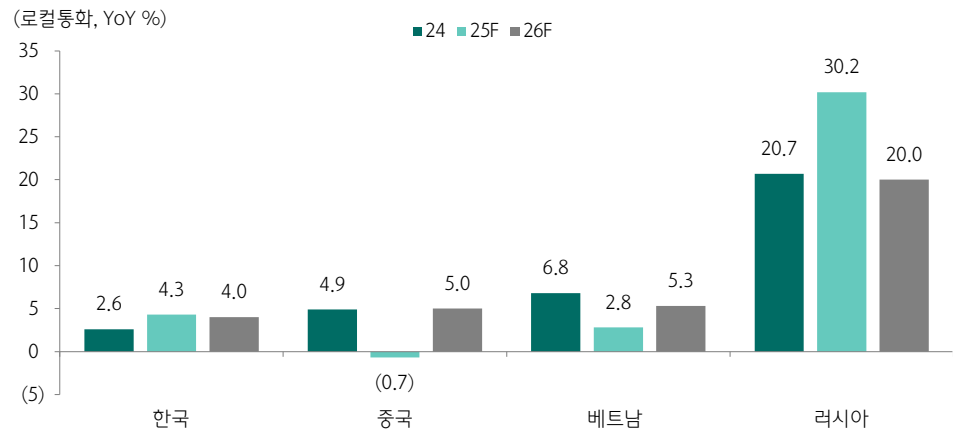
제과 업체들은 2H24부터 카카오 투입 부담이 유의미하게 증가하면서 마진 훼손이 컸다. 1H25 음식료 업종 매출총마진은 YoY 1%p 개선된 반면, 오리온은 -2%p 하락했다. 2025년 상반기 톤당 만불까지 상승했던 카카오 가격은 현재 6천불까지 하락했다. 투입 래깅 시점 감안시, 1Q26부터 YoY 부담은 유의미하게 경감될 전망이다. 매출총마진 회복에 따른 이익 레버리지를 기대할 수 있겠다. 더불어, 2026년 중국 정부의 추가 부양책 기반한 중국 법인 실적 회복을 전망한다. 중국 내 주요 부자재(PET 등) 및 원자재(설탕 등)도 가격 안정화 흐름을 보이고 있어 국내외 모두 원가 부담은 완화가 예상된다. 상기 감안시, 2026년 국가별 탑라인 성장(로컬통화)을 한국/중국/베트남/러시아 각각 YoY 4.0%/5.0%/ 5.3%/20.0%로 추정한다. 연결 손익은 YoY 10.7% 증가할 것으로 전망한다.

주가 바닥 판단

현 주가는 12개월 Fwd PER 8배 내외에서 거래 중으로 밸류에이션도 매력적이다. 잃을 게 없다. 매수 전략을 추천한다.

도표 1. 오리온 법인별 탑라인 성장 전망(로컬 통화 기준)

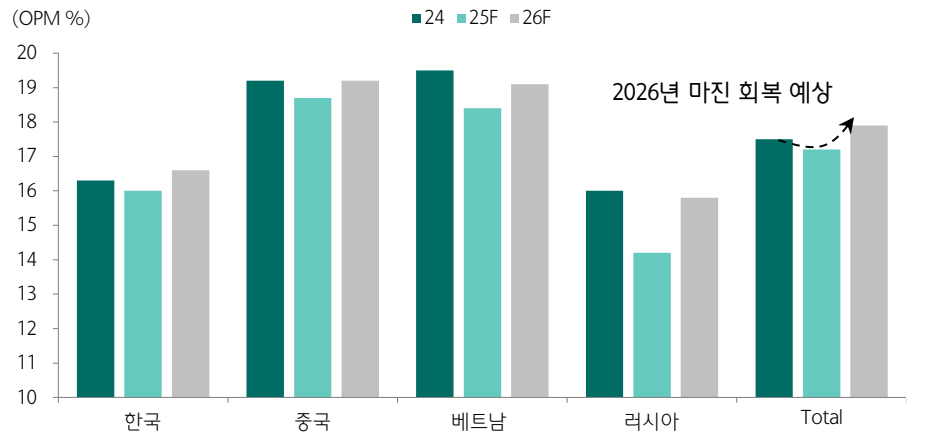
2026년 중국 회복 전망



자료: 오리온, 하나증권

도표 2. 오리온 법인별 영업마진 전망

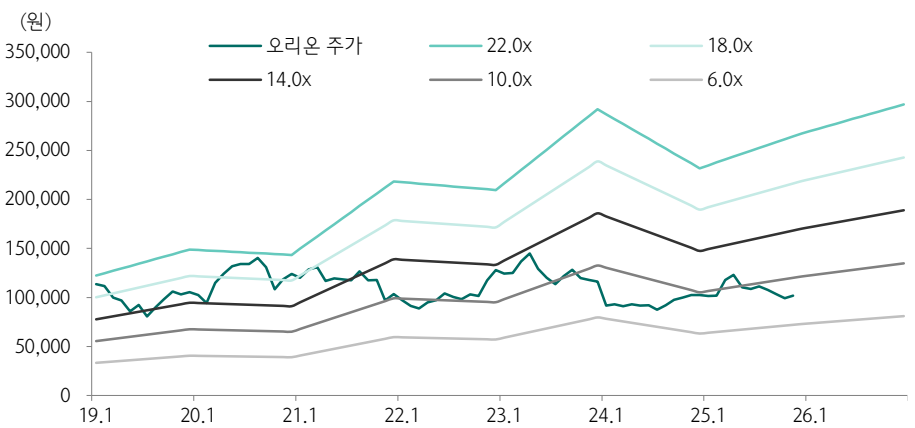
2026년 전 법인 마진 회복 예상



자료: 오리온, 하나증권

도표 3. 오리온 12개월 Fwd PER Band

현 주가 역사적 밴드 하단 위치



자료: 퀀티와이즈, 하나증권

도표 4. 오리온 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25F	26F
매출액	801.8	777.2	829.1	888.7	871.6	809.4	873.2	942.3	3,104.3	3,296.8	3,496.5
국내제과	282.4	291.3	282.7	288.2	293.7	303.0	294.0	299.8	1,097.6	1,144.7	1,190.5
중국제과	328.2	304.8	337.4	324.9	361.0	304.8	347.5	337.9	1,270.1	1,295.3	1,351.2
베트남제과	128.3	102.6	119.9	173.6	129.6	104.7	124.7	182.2	514.5	524.3	541.2
러시아제과	67.2	80.8	89.1	102.1	87.3	97.0	106.9	122.5	230.5	339.2	413.7
YoY	7.1%	8.1%	7.0%	3.1%	8.7%	4.1%	5.3%	6.0%	6.6%	6.2%	6.1%
국내제과	4.0%	4.9%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	2.6%	4.3%	4.0%
중국제과	7.1%	3.0%	4.7%	-6.0%	10.0%	0.0%	3.0%	4.0%	7.7%	2.0%	4.3%
베트남제과	8.5%	4.3%	-1.5%	-1.5%	1.0%	2.0%	4.0%	5.0%	8.2%	1.9%	3.2%
러시아제과	33.0%	64.5%	44.0%	48.0%	30.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.1%	47.2%	22.0%
영업이익	131.4	121.5	142.4	171.0	147.4	131.9	159.7	187.7	543.6	566.2	626.7
국내제과	46.3	48.5	42.4	46.1	48.7	50.9	50.0	48.6	178.5	183.4	198.2
중국제과	56.0	52.3	66.8	66.6	65.0	54.3	69.5	70.9	244.0	241.7	259.7
베트남제과	21.2	14.0	21.6	39.9	22.0	14.7	23.1	43.7	100.2	96.7	103.5
러시아제과	8.6	9.8	11.6	18.4	11.6	12.1	17.1	24.5	36.9	48.3	65.3
YoY	5.0%	-0.2%	3.9%	7.1%	12.2%	8.6%	12.1%	9.8%	10.4%	4.2%	10.7%
국내제과	5.6%	3.9%	-3.2%	4.5%	5.3%	4.9%	17.9%	5.3%	5.7%	2.7%	8.1%
중국제과	3.3%	-6.6%	5.2%	-5.3%	16.1%	3.7%	4.0%	6.5%	10.4%	-1.0%	7.5%
베트남제과	9.2%	-9.1%	-9.4%	-3.9%	3.8%	4.7%	6.9%	9.6%	14.5%	-3.5%	7.0%
러시아제과	9.2%	46.3%	25.6%	39.4%	35.6%	23.7%	47.7%	33.3%	14.8%	30.8%	35.2%
OPM	16.4%	15.6%	17.2%	19.2%	16.9%	16.3%	18.3%	19.9%	17.5%	17.2%	17.9%
국내제과	16.4%	16.7%	15.0%	16.0%	16.6%	16.8%	17.0%	16.2%	16.3%	16.0%	16.6%
중국제과	17.1%	17.2%	19.8%	20.5%	18.0%	17.8%	20.0%	21.0%	19.2%	18.7%	19.2%
베트남제과	16.5%	13.6%	18.0%	23.0%	17.0%	14.0%	18.5%	24.0%	19.5%	18.4%	19.1%
러시아제과	12.8%	12.1%	13.0%	18.0%	13.3%	12.5%	16.0%	20.0%	16.0%	14.2%	15.8%
세전이익	145.0	103.5	149.3	177.9	155.7	140.3	168.0	206.0	692.2	575.7	670.0
YoY	8.3%	-3.3%	5.9%	-42.7%	7.4%	35.6%	12.5%	15.8%	33.1%	-16.8%	16.4%
(지배)순이익	104.3	69.8	106.8	135.5	111.7	95.7	121.4	151.6	524.6	416.5	480.5
YoY	11.2%	-10.4%	7.2%	-46.5%	7.1%	37.1%	13.7%	11.9%	39.3%	-20.6%	15.4%
NPM	13.0%	9.0%	12.9%	15.2%	12.8%	11.8%	13.9%	16.1%	16.9%	12.6%	13.7%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,912.4	3,104.3	3,296.8	3,496.5	3,636.4
매출원가	1,784.9	1,908.2	2,038.3	2,118.1	2,189.1
매출총이익	1,127.5	1,196.1	1,258.5	1,378.4	1,447.3
판매비	635.0	652.6	692.3	751.8	763.6
영업이익	492.4	543.6	566.2	626.7	683.6
금융손익	34.2	182.2	33.1	41.9	52.9
종속/관계기업손익	0.6	(4.6)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.1)	(29.0)	(23.7)	1.3	1.4
세전이익	520.0	692.2	575.7	670.0	737.9
법인세	135.0	159.0	150.8	180.0	194.0
계속사업이익	385.0	533.2	424.8	490.0	543.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	385.0	533.2	424.8	490.0	543.9
비배주주지분 순이익	8.3	8.6	8.3	9.6	10.6
지배주주순이익	376.6	524.6	416.5	480.5	533.3
지배주주지분포괄이익	346.2	658.2	414.4	478.0	530.6
NOPAT	364.5	418.7	417.9	458.4	503.9
EBITDA	649.6	704.0	728.7	786.1	841.5
성장성(%)					
매출액증가율	1.36	6.59	6.20	6.06	4.00
NOPAT증가율	(4.56)	14.87	(0.19)	9.69	9.93
EBITDA증가율	3.39	8.37	3.51	7.88	7.05
영업이익증가율	5.51	10.40	4.16	10.69	9.08
(지배주주)순이익증가율	(4.03)	39.30	(20.61)	15.37	10.99
EPS증가율	(4.00)	39.28	(20.60)	15.34	11.01
수익성(%)					
매출총이익률	38.71	38.53	38.17	39.42	39.80
EBITDA이익률	22.30	22.68	22.10	22.48	23.14
영업이익률	16.91	17.51	17.17	17.92	18.80
계속사업이익률	13.22	17.18	12.89	14.01	14.96

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,527	13,269	10,536	12,152	13,490
BPS	72,415	87,814	95,851	105,503	116,494
CFPS	16,779	17,662	17,832	19,917	21,319
EBITDAPS	16,430	17,807	18,431	19,883	21,284
SPS	73,663	78,519	83,387	88,439	91,977
DPS	1,250	2,500	2,500	2,500	2,500
주기지표(배)					
PER	12.19	7.72	9.81	8.51	7.66
PBR	1.60	1.17	1.08	0.98	0.89
PCR	6.92	5.80	5.80	5.19	4.85
EV/EBITDA	5.51	4.37	3.93	3.17	2.46
PSR	1.58	1.30	1.24	1.17	1.12
재무비율(%)					
ROE	13.91	16.57	11.47	12.07	12.15
ROA	10.93	13.40	9.28	9.84	10.01
ROIC	19.40	21.70	21.38	23.49	26.07
부채비율	19.15	20.55	19.90	19.08	17.93
순부채비율	(37.36)	(30.05)	(34.34)	(39.98)	(45.27)
이자보상배율(배)	136.77	536.21	474.84	515.14	552.41

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,628.2	1,647.4	1,943.9	2,352.3	2,801.7
금융자산	1,132.7	1,114.0	1,377.5	1,751.6	2,177.0
현금성자산	365.8	451.3	674.0	1,005.8	1,401.6
매출채권	191.0	177.3	188.3	199.7	207.7
재고자산	259.7	316.6	336.2	356.6	370.9
기타유동자산	44.8	39.5	41.9	44.4	46.1
비유동자산	1,893.2	2,661.1	2,723.9	2,741.6	2,759.7
투자자산	38.5	737.4	782.8	829.8	862.8
금융자산	5.4	9.2	9.4	9.6	9.7
유형자산	1,658.4	1,701.5	1,722.0	1,695.4	1,683.1
무형자산	53.8	70.1	67.2	64.4	61.8
기타비유동자산	142.5	152.1	151.9	152.0	152.0
자산총계	3,521.4	4,308.4	4,667.8	5,093.9	5,561.4
유동부채	398.9	537.6	567.2	597.9	619.4
금융부채	14.3	14.1	14.9	15.7	16.3
매입채무	122.7	163.2	173.3	183.8	191.2
기타유동부채	261.9	360.3	379.0	398.4	411.9
비유동부채	167.0	196.8	207.4	218.4	226.1
금융부채	14.3	25.8	25.8	25.8	25.8
기타비유동부채	152.7	171.0	181.6	192.6	200.3
부채총계	565.9	734.4	774.6	816.3	845.5
지배주주지분	2,862.4	3,471.2	3,788.9	4,170.6	4,605.1
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
자본조정	621.8	621.8	621.8	621.8	621.8
기타포괄이익누계액	62.5	198.9	198.9	198.9	198.9
이익잉여금	1,560.2	2,032.7	2,350.4	2,732.0	3,166.5
비지배주주지분	93.1	102.8	104.3	107.0	110.8
자본총계	2,955.5	3,574.0	3,893.2	4,277.6	4,715.9
순금융부채	(1,104.1)	(1,074.1)	(1,336.9)	(1,710.1)	(2,134.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	437.0	651.6	594.6	656.9	707.0
당기순이익	385.0	533.2	424.8	490.0	543.9
조정	159.8	49.7	162.6	159.4	157.8
감가상각비	157.2	160.5	162.5	159.4	157.8
외환거래손익	(0.8)	(3.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.6)	9.1	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(116.5)	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(107.8)	68.7	7.2	7.5	5.3
투자활동 현금흐름	(540.5)	(504.9)	(272.9)	(226.2)	(212.4)
투자자산감소(증가)	100.6	(604.3)	(52.2)	(53.9)	(39.8)
자본증가(감소)	(166.5)	(106.9)	(180.0)	(130.0)	(143.0)
기타	(474.6)	206.3	(40.7)	(42.3)	(29.6)
재무활동 현금흐름	(126.9)	(38.1)	(98.0)	(98.0)	(98.2)
금융부채증가(감소)	(89.4)	11.3	0.8	0.8	0.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(0.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(37.6)	(49.4)	(98.8)	(98.8)	(98.8)
현금의 증감	(230.5)	108.6	204.4	331.9	395.8
Unlevered CFO	663.4	698.3	705.0	787.4	842.9
Free Cash Flow	270.5	544.7	414.6	526.9	564.0

BUY (유지)

목표주가(12M) 180,000원
현재주가(11.10) 139,000원

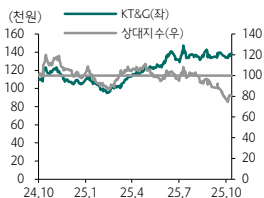
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,073.24
52주 최고/최저(원)	147,200/95,000
시가총액(십억원)	16,662.3
시가총액비중(%)	0.50
발행주식수(천주)	117,976.6
60일 평균 거래량(천주)	363.3
60일 평균 거래대금(십억원)	49.7
외국인지분율(%)	41.15
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	8.30
First Eagle Investment Management, LLC	8.16

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	6,453.5	6,758.4
영업이익(십억원)	1,341.3	1,454.3
순이익(십억원)	1,031.8	1,198.9
EPS(원)	8,445	10,129
BPS(원)	93,134	96,854

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,465.6	6,662.6
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,342.8	1,438.5
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,360.5	1,446.9
순이익	902.7	1,165.7	1,021.1	1,060.0
EPS	6,615	8,975	8,406	8,985
증감율	(10.60)	35.68	(6.34)	6.89
PER	13.14	11.93	16.54	15.47
PBR	1.12	1.31	1.53	1.47
EV/EBITDA	7.55	9.17	9.95	9.27
ROE	9.76	12.66	10.80	10.72
BPS	77,800	81,920	90,655	94,458
DPS	5,200	5,400	6,000	6,200



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

2025년 11월 12일 | 기업분석_기업분석(Report)

KT&G (033780)

2026년도 해외 고성장 전망, 담뱃세 인상 가능성은 덤

3Q25 Re: 좋았다

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 8,269억원(YoY 11.6%), 4,653억원(YoY 11.9%)을 기록했다. KGC 제외한 단독 매출액 및 영업이익은 각각 1조 1,291억원(YoY 13.2%), 2,993억원(YoY -2.4%)을 시현했다. 해외 담배가 여전히 YoY 두 자리 수 고성장을 이어가는 가운데, 국내 궐련 총수요가 명절 시점 차이 기인한 선수요로 견조했다.

① 3분기 KT&G 국내 궐련 매출액은 YoY 3.6% 증가했다. 점유율은 YoY 1.5%p 상승한 68.9%를 기록했다. ② 국내 NGP 총수요도 YoY 7.5% 증가했다. PM 향 NGP 매출도 디바이스 공급 정상화 기인해 1,100억원을 기록했다. 이는 전분기 대비 97.8% 증가한 수치이다. ③ 수출+해외법인 합산 매출은 YoY 25% 증가했다. 수량 및 ASP 개선이 동반되고 있는 것으로 파악된다. ④ 인삼공사도 국내 채널 재편 및 해외 판촉비 집행 효율화 등 기인해 수익성이 유의미하게 개선되었다.

해외 고성장 긍정적

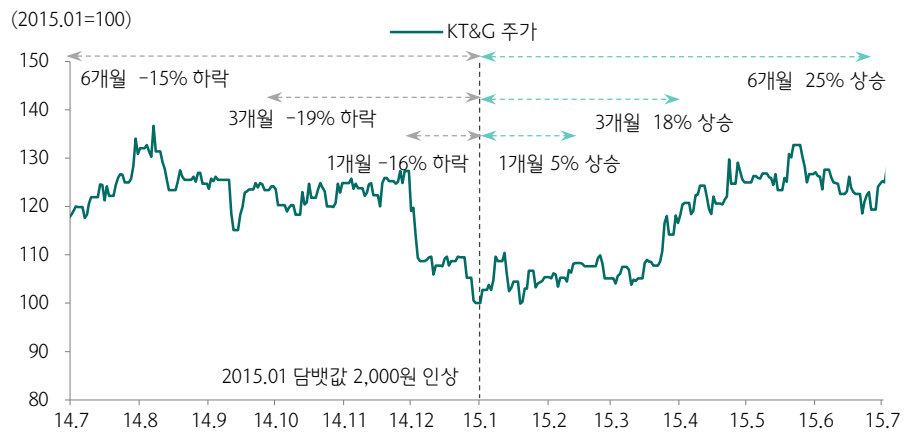
올해 KT&G 해외 담배 매출액은 YoY 30.9% 큰 폭 증가할 것으로 추산된다. 2026년은 YoY 19.9% 증가할 것으로 예상된다. 전년 높은 베이스에도 불구하고 현지 생산 확대를 통해 고성장이 이어질 것으로 기대한다. 카자흐스탄 증설 효과가 본격화되는 한편, 내년은 인도네시아 신공장도 가동될 예정이다. PM 향 NGP 매출액도 3분기 디바이스 공급망 이슈 정상화 기인해 견조한 성장을 시현했다. 2026년 관련 매출은 3,500억원에 육박할 것으로 예상된다.

담뱃세 인상 가능성 열어둘 수 있어

마지막 담뱃세 인상 시점은 2015년 1월이다(국회 통과는 11월 말). 그 이전으로 거슬러 올라가면 2005년이다. 시기적으로 10년에 한 번 꼴로 인상되곤 했다. 2025년 담뱃세 인상 가능성이 높게 예측되었으나 불발되었다. 그동안의 물가 상승 감안시, 2026년 인상 가능성이 높아 보인다. 과거 담뱃세 인상 시기를 복기하면, 단가 총수요 감소에 따른 부침은 있겠으나 중장기 실적 및 주가에는 긍정적인 영향을 미쳤다. 참고로 2015년 담뱃값이 갑당 2,500원→4,500원 인상시, KT&G 주가는 1개월/3개월/6개월 각각 5%/18%/25% 상승했던 경험 이 있다.

도표 1. 2015년 담뭍값 인상 전후 KT&G 주가 추이

2015년 담뭍값 인상 이후
KT&G 1개월/3개월/6개월 주가
5% / 18% / 25% 상승



자료: 퀀타와이즈, 하나증권

도표 2. KT&G 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25F	26F
매출액	1,491.1	1,547.9	1,826.9	1,599.6	1,542.9	1,618.5	1,821.3	1,679.9	5,908.8	6,465.6	6,662.6
①KT&G	917.2	1,046.4	1,129.1	963.0	903.1	1,060.7	1,092.2	985.5	3,704.5	4,055.7	4,041.5
-내수	512.1	548.4	614.8	503.1	497.1	543.2	556.9	528.9	2,208.0	2,178.4	2,126.2
-수출	233.6	281.4	326.3	300.0	305.9	417.5	435.3	356.6	995.6	1,141.3	1,515.3
-부동산 등	171.5	216.6	188.1	160.0	100.0	100.0	100.0	100.0	500.9	736.2	400.0
②KGC	292.7	202.7	335.3	252.6	307.3	212.8	345.4	260.1	1,105.2	1,083.3	1,125.7
③종속회사/기타	281.2	298.8	317.5	384.1	332.4	345.0	383.7	434.3	1,099.0	1,281.6	1,495.4
YoY	15.4%	8.7%	11.6%	2.8%	3.5%	4.6%	-0.3%	5.0%	0.8%	9.4%	3.0%
①KT&G	15.8%	10.8%	13.2%	-0.8%	-1.5%	1.4%	-3.3%	2.3%	3.2%	9.5%	-0.4%
②KGC	10.3%	-11.6%	-7.6%	2.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	-9.7%	-2.0%	3.9%
③종속회사	19.6%	19.4%	15.1%	13.7%	18.2%	15.5%	20.8%	13.1%	4.8%	16.6%	0.0%
영업이익	285.6	349.9	465.3	242.0	317.1	369.7	474.3	277.3	1,188.8	1,342.8	1,438.5
①KT&G	199.0	287.5	299.3	210.0	225.7	304.3	306.2	243.3	981.7	995.8	1,079.6
②KGC	27.6	5.1	74.9	(6.0)	30.7	6.4	74.3	(5.0)	64.4	101.6	106.4
③종속회사	59.0	57.3	91.1	38.0	60.7	59.0	93.8	39.0	142.7	245.3	252.6
YoY	20.7%	8.8%	11.9%	12.5%	11.1%	5.7%	1.9%	14.6%	1.8%	13.0%	7.1%
①KT&G	-4.6%	2.1%	-2.4%	13.7%	13.4%	5.9%	2.3%	15.8%	5.4%	1.4%	8.4%
②KGC	85.2%	TB	22.4%	CR	11.4%	25.2%	-0.9%	CR	-19.5%	57.8%	4.7%
③종속회사	354.6%	31.5%	91.0%	-1.3%	3.0%	3.0%	3.0%	2.6%	-8.3%	71.9%	2.9%
OPM	19.2%	22.6%	25.5%	15.1%	20.6%	22.8%	26.0%	16.5%	20.1%	20.8%	21.6%
①KT&G	21.7%	27.5%	26.5%	21.8%	25.0%	28.7%	28.0%	24.7%	26.5%	24.6%	26.7%
②KGC	9.4%	2.5%	22.3%	-2.4%	10.0%	3.0%	21.5%	-1.9%	5.8%	9.4%	9.4%
③종속회사	21.0%	19.2%	28.7%	9.9%	18.3%	17.1%	24.5%	9.0%	13.0%	19.1%	16.9%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,465.6	6,662.6	6,995.7
매출원가	3,054.4	3,006.8	3,290.1	3,351.3	3,518.8
매출총이익	2,808.2	2,902.0	3,175.5	3,311.3	3,476.9
판매비	1,640.9	1,713.2	1,832.7	1,872.8	1,923.8
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,342.8	1,438.5	1,553.0
금융손익	71.1	73.6	64.4	59.7	79.2
종속/관계기업손익	9.6	19.2	20.3	21.3	22.4
기타영업외손익	0.3	284.1	(67.0)	(72.6)	(100.0)
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,360.5	1,446.9	1,554.6
법인세	318.8	393.7	337.4	384.8	398.0
계속사업이익	929.5	1,172.1	1,023.1	1,062.1	1,156.7
중단사업이익	(7.2)	(7.1)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	922.4	1,165.0	1,023.1	1,062.1	1,156.7
비지배주주지분 손이익	19.7	(0.7)	1.9	2.0	2.2
지배주주순이익	902.7	1,165.7	1,021.1	1,060.0	1,154.5
지배주주지분포괄이익	882.0	1,196.7	1,024.1	1,063.2	1,157.9
NOPAT	869.2	889.9	1,009.8	1,055.9	1,155.5
EBITDA	1,408.4	1,439.1	1,653.5	1,740.6	1,848.8
성장성(%)					
매출액증가율	0.19	0.79	9.42	3.05	5.00
NOPAT증가율	(3.33)	2.38	13.47	4.57	9.43
EBITDA증가율	(5.67)	2.18	14.90	5.27	6.22
영업이익증가율	(7.92)	1.84	12.95	7.13	7.96
(지배주주)순이익증가율	(11.13)	29.13	(12.40)	3.81	8.92
EPS증가율	(10.60)	35.68	(6.34)	6.89	8.91
수익성(%)					
매출총이익률	47.90	49.11	49.11	49.70	49.70
EBITDA이익률	24.02	24.36	25.57	26.12	26.43
영업이익률	19.91	20.12	20.77	21.59	22.20
계속사업이익률	15.85	19.84	15.82	15.94	16.53

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,615	8,975	8,406	8,985	9,786
BPS	77,800	81,920	90,655	94,458	98,889
CFPS	10,706	11,657	13,602	14,748	15,668
EBITDAPS	10,321	11,079	13,612	14,754	15,671
SPS	42,963	45,491	53,224	56,474	59,297
DPS	5,200	5,400	6,000	6,200	6,400
주기지표(배)					
PER	13.14	11.93	16.54	15.47	14.20
PBR	1.12	1.31	1.53	1.47	1.41
PCFR	8.12	9.19	10.22	9.43	8.87
EV/EBITDA	7.55	9.17	9.95	9.27	8.57
PSR	2.02	2.35	2.61	2.46	2.34
재무비율(%)					
ROE	9.76	12.66	10.80	10.72	11.13
ROA	7.20	8.73	7.20	7.21	7.55
ROIC	23.93	20.40	19.46	19.29	20.97
부채비율	37.41	48.80	47.52	46.35	45.58
순부채비율	(11.97)	(3.77)	0.59	(2.68)	(5.18)
이자보상배율(배)	25.54	28.25	23.69	27.03	29.16

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418.4	7,176.3	7,080.4	7,589.0	8,170.6
금융자산	1,735.7	1,914.4	1,323.0	1,656.3	1,941.4
현금성자산	1,032.0	1,136.0	499.0	816.1	1,074.0
매출채권	1,328.6	1,363.2	1,491.7	1,537.1	1,614.0
재고자산	2,763.8	3,101.3	3,393.5	3,496.9	3,671.8
기타유동자산	590.3	797.4	872.2	898.7	943.4
비유동자산	6,354.1	6,748.9	7,352.3	7,376.0	7,465.9
투자자산	2,700.8	2,852.3	3,066.4	3,142.2	3,270.3
금융자산	2,229.4	2,369.9	2,538.6	2,598.3	2,699.2
유형자산	2,096.5	2,664.4	3,080.1	3,050.5	3,031.4
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	14,432.7	14,965.0	15,636.4
유동부채	2,672.4	3,142.9	3,191.5	3,274.0	3,413.4
금융부채	107.8	505.1	323.9	325.0	326.8
매입채무	260.7	352.2	385.4	397.2	417.0
기타유동부채	2,303.9	2,285.6	2,482.2	2,551.8	2,669.6
비유동부채	805.1	1,423.9	1,458.5	1,470.7	1,491.4
금융부채	515.4	1,056.9	1,056.9	1,056.9	1,056.9
기타비유동부채	289.7	367.0	401.6	413.8	434.5
부채총계	3,477.5	4,566.8	4,650.0	4,744.7	4,904.8
지배주주지분	9,174.4	9,239.2	9,664.6	10,113.2	10,636.0
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	9,208.7	9,657.4	10,180.1
비지배주주지분	120.5	119.3	121.2	123.3	125.5
자본총계	9,294.9	9,358.5	9,785.8	10,236.5	10,761.5
순금융부채	(1,112.5)	(352.4)	57.8	(274.4)	(557.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,266.0	822.3	1,179.2	1,307.0	1,369.3
당기순이익	922.4	1,165.0	1,023.1	1,062.1	1,156.7
조정	158.2	22.7	291.9	292.9	293.8
감가상각비	241.1	250.3	310.7	302.1	295.7
외환거래손익	4.5	(327.0)	80.0	86.0	113.8
지분법손익	(9.6)	(19.2)	(20.3)	(21.3)	(22.4)
기타	(77.8)	118.6	(78.5)	(73.9)	(93.3)
영업활동 자산부채변동	185.4	(365.4)	(135.8)	(48.0)	(81.2)
투자활동 현금흐름	(848.3)	(529.7)	(884.2)	(279.6)	(357.7)
투자자산감소(증가)	(255.6)	(12.2)	(193.8)	(54.5)	(105.7)
자본증가(감소)	(472.8)	(767.5)	(700.0)	(250.0)	(257.5)
기타	(119.9)	250.0	9.6	24.9	5.5
재무활동 현금흐름	(363.9)	517.7	(833.7)	(663.5)	(683.1)
금융부채증가(감소)	402.3	938.9	(181.3)	1.1	1.8
자본증가(감소)	0.4	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(45.7)	164.3	(56.7)	(53.3)	(53.2)
배당지급	(720.9)	(586.6)	(595.7)	(611.3)	(631.7)
현금의 증감	53.8	810.2	(1,798.5)	330.3	271.4
Unlevered CFO	1,460.9	1,514.1	1,652.4	1,739.9	1,848.5
Free Cash Flow	793.2	54.7	479.2	1,057.0	1,111.8

2025년 11월 12일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 200,000원
현재주가(11.10) 126,600원

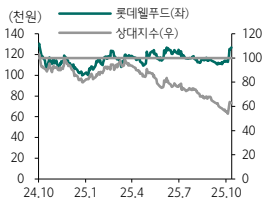
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,073.24
52주 최고/최저(원)	126,600/99,900
시가총액(십억원)	1,178.0
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	9,304.6
60일 평균 거래량(천주)	17.7
60일 평균 거래대금(십억원)	2.0
외국인지분율(%)	13.37
주요주주 지분율(%)	
롯데지주 외 15인	68.58
국민연금공단	7.21

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	4,219.9	4,388.0
영업이익(십억원)	141.4	190.7
순이익(십억원)	88.6	116.3
EPS(원)	9,988	12,903
BPS(원)	247,433	257,163

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,066.4	4,044.3	4,206.9	4,374.5
영업이익	177.0	157.1	141.6	178.0
세전이익	109.8	107.8	129.0	144.6
순이익	70.5	84.6	98.0	111.3
EPS	7,476	8,969	10,486	11,957
증감율	26.05	19.97	16.91	14.03
PER	16.56	12.44	12.07	10.59
PBR	0.56	0.49	0.53	0.51
EV/EBITDA	5.48	5.65	6.04	5.29
ROE	3.46	4.04	4.52	4.96
BPS	220,199	228,737	239,331	248,152
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300



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

롯데웰푸드 (280360)

2026년 편안한 베이스로 출발

기저효과 본격화 전망

작년 하반기부터 이어졌던 실적 부진은 3Q25 기점으로 마무리된 것으로 판단된다. 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 107억원(YoY 4.1%), 216억원(YoY 흑전)으로 추정한다. 2026년 연결 영업이익은 YoY 25.7% 증가한 1,780억원으로 예상한다. 4분기부터, ① 기저효과 및 ② 그동안 실적 부진의 주요 원인이었던 카카오 투입 단가가 점진적으로 하락하면서 원가 부담이 완화될 전망이다. ③ 국내 건빙과는 내수 소비 부진을 타계하고자, 핵심 브랜드 10개를 중심으로 라인업을 확대 중이다. 3분기 실적에서도 칸초 및 뽀빠로, 월드콘 등 Key 브랜드의 판매 호조가 탑라인을 견인했던 것으로 파악된다. ④ 해외 법인 의 견조한 성장세도 이어질 것으로 전망한다. 카자흐스탄 법인 회복 및 인도 건과-빙과 합병 시너지 기인해 2025년 및 2026년 해외 매출액은 각각 YoY 12.6%, 10.0% 증가할 것으로 추정한다.

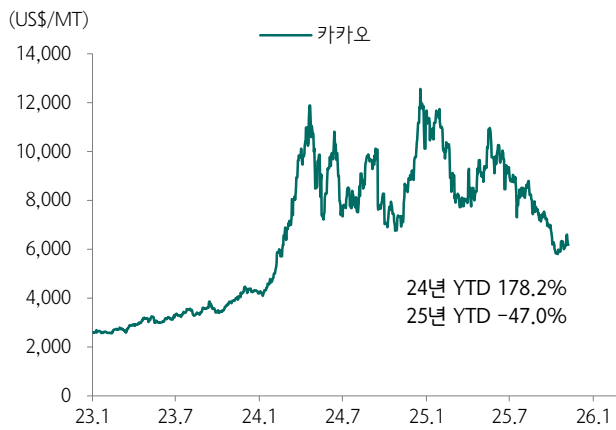
3Q25 Re: 국내 회복 긍정적

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 1,568억원(YoY 7.3%), 693억원(YoY -8.9%)을 기록했다. 시장 기대에는 하회했으나, 당사 추정치에는 부합했다. 국내 ERP 관련 일회성비용이 약 100억원 반영된 것으로 파악된다. 일회성비용 제거시, 손익은 전년대비 5.6% 증가했다. 카카오 등 주요 원재료 원가 부담이 이어졌으나, 내수 및 해외 탑라인 성장이 이를 상쇄했다. ① 국내(건과+빙과+베이커리) 매출은 YoY 6.9% 증가했다. 건과/빙과/베이커리 매출액이 각각 YoY 3.9%/9.4%/16.9% 성장했다. 국내 건과 판가 인상 효과 및 건빙과 적극적인 신제품 출시(이름 각인 '칸초', 저당 '월드콘' 등), 제빵 콜라보 확대(티니핑 등)가 주효했다. 다만, 수익성은 일회성 비용 및 카카오 등 원가 부담이 이어지면서 YoY 하락세가 이어졌다. ② 푸드 매출은 YoY 6.2% 증가했다. 유지 매출이 대두유 시세 상승에 따른 판가 인상 효과 기인해 큰 폭 증가(YoY 16.3%)하면서 탑라인 성장을 견인했다. 유가공 및 HMR 매출은 YoY 감소 추세가 이어졌다. ③ 해외 제과 매출액은 YoY 12.3% 증가했다. 카자흐스탄 및 파키스탄 법인 매출이 각각 YoY 10.8%, 11.0% 증가하면서 전사 성장을 견인했다.

2026년, 편안한 베이스

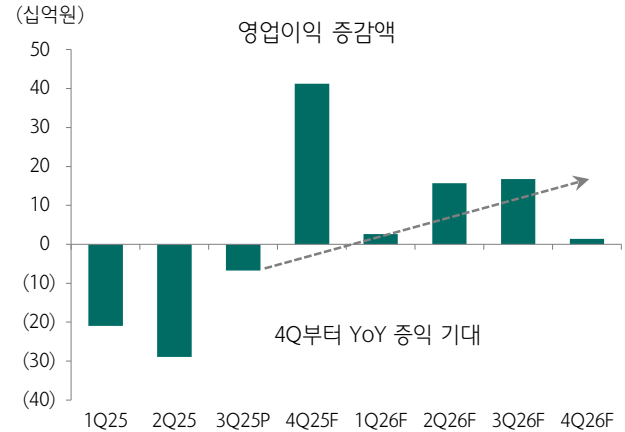
2026년은 기저효과 및 원가 부담 완화 등 기인해 유의미한 손익 개선이 전망된다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 11배 거래 중으로 밸류에이션도 매력적이다.

도표 1. 카카오 가격 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 2. 연결 영업이익 증감액 추이



자료: 롯데유통, 하나증권

도표 3. 롯데유통 연결 실적 전망

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25F	26F
매출액	975.1	1,064.3	1,156.8	1,010.7	1,015.8	1,112.0	1,199.9	1,046.8	4,044.3	4,206.9	4,374.5
① 제과	416.4	479.7	560.1	420.0	424.1	494.0	573.1	426.8	1,837.8	1,876.2	1,918.0
-건과	284.6	262.3	283.7	297.5	290.3	267.5	289.4	303.4	1,104.4	1,128.1	1,150.6
-빙과	100.6	181.8	243.2	87.0	102.6	190.9	250.5	87.9	610.0	612.6	631.9
-베이커리	31.2	35.6	33.2	35.5	31.2	35.6	33.2	35.5	123.4	135.5	135.5
② 푸드	332.5	342.8	365.5	333.7	337.5	348.2	371.3	338.9	1,353.2	1,374.5	1,395.9
③ 해외	230.0	243.9	233.5	257.0	254.2	269.8	255.5	281.1	856.7	964.4	1,060.6
YoY	2.5%	1.9%	7.3%	4.1%	4.2%	4.5%	3.7%	3.6%	-0.5%	4.0%	4.0%
① 제과	-0.5%	-1.8%	6.9%	3.2%	1.9%	3.0%	2.3%	1.6%	0.3%	2.1%	2.2%
② 푸드	-0.9%	0.9%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.8%	1.6%	1.6%
③ 해외	16.6%	11.2%	12.3%	10.7%	10.5%	10.6%	9.4%	9.4%	7.0%	12.6%	10.0%
영업이익	16.4	34.3	69.3	21.6	19.0	50.0	86.0	23.0	157.1	141.6	178.0
YoY	-56.1%	-45.8%	-8.9%	TB	16.0%	45.6%	24.2%	6.3%	-11.3%	-9.9%	25.7%
OPM	1.7%	3.2%	6.0%	2.1%	1.9%	4.5%	7.2%	2.2%	3.9%	3.4%	4.1%
① 제과+푸드	10.1	25.6	62.9	14.6	12.0	39.0	77.0	17.0	110.4	113.2	133.3
② 해외	9.0	12.7	9.7	10.0	10.0	14.0	12.0	9.0	59.3	41.4	47.7

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,066.4	4,044.3	4,206.9	4,374.5	4,549.5
매출원가	2,934.7	2,848.8	3,020.6	3,127.8	3,239.2
매출총이익	1,131.7	1,195.5	1,186.3	1,246.7	1,310.3
판매비	954.7	1,038.4	1,044.7	1,068.7	1,111.5
영업이익	177.0	157.1	141.6	178.0	198.8
금융손익	(56.4)	(36.8)	(34.5)	(33.4)	(31.0)
종속/관계기업손익	(0.9)	0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(9.9)	(13.4)	21.9	0.0	0.0
세전이익	109.8	107.8	129.0	144.6	167.8
법인세	42.1	25.8	32.6	35.5	46.7
계속사업이익	67.8	82.0	96.4	109.1	121.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	67.8	82.0	96.4	109.1	121.1
비배주주지분 순이익	(2.8)	(2.6)	(1.6)	(2.2)	(2.4)
지배주주순이익	70.5	84.6	98.0	111.3	123.5
지배주주지분포괄이익	50.7	107.1	93.0	105.2	116.8
NOPAT	109.2	119.5	105.8	134.3	143.4
EBITDA	367.7	361.0	351.3	394.0	413.1
성장성(%)					
매출액증가율	26.94	(0.54)	4.02	3.98	4.00
NOPAT증가율	14.11	9.43	(11.46)	26.94	6.78
EBITDA증가율	38.23	(1.82)	(2.69)	12.15	4.85
영업이익증가율	57.47	(11.24)	(9.87)	25.71	11.69
(지배주주)순이익증가율	50.00	20.00	15.84	13.57	10.96
EPS증가율	26.05	19.97	16.91	14.03	11.02
수익성(%)					
매출총이익률	27.83	29.56	28.20	28.50	28.80
EBITDA이익률	9.04	8.93	8.35	9.01	9.08
영업이익률	4.35	3.88	3.37	4.07	4.37
계속사업이익률	1.67	2.03	2.29	2.49	2.66

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,476	8,969	10,486	11,957	13,275
BPS	220,199	228,737	239,331	248,152	258,291
CFPS	41,285	42,806	37,590	42,359	44,411
EBITDAPS	38,973	38,263	37,588	42,346	44,399
SPS	431,010	428,663	450,102	470,146	488,952
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,300
주기지표(배)					
PER	16.56	12.44	12.07	10.59	9.54
PBR	0.56	0.49	0.53	0.51	0.49
PCFR	3.00	2.61	3.37	2.99	2.85
EV/EBITDA	5.48	5.65	6.04	5.29	4.81
PSR	0.29	0.26	0.28	0.27	0.26
재무비율(%)					
ROE	3.46	4.04	4.52	4.96	5.29
ROA	1.70	1.98	2.23	2.48	2.68
ROIC	4.15	4.41	3.73	4.66	4.94
부채비율	95.98	95.01	93.55	91.71	89.61
순부채비율	35.35	40.14	37.89	35.21	30.12
이자보상배율(배)	3.65	2.94	2.63	3.30	3.69

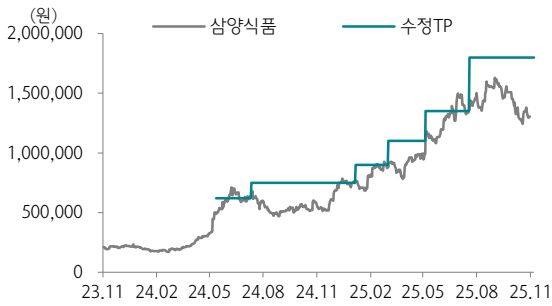
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,488.9	1,428.7	1,491.2	1,563.3	1,697.0
금융자산	607.8	490.4	516.2	550.6	644.9
현금성자산	499.1	322.1	342.0	370.5	458.5
매출채권	350.7	301.5	313.7	326.2	339.2
재고자산	481.2	567.1	590.0	613.5	638.0
기타유동자산	49.2	69.7	71.3	73.0	74.9
비유동자산	2,710.2	2,913.0	2,946.7	2,984.2	2,973.5
투자자산	105.6	112.5	115.9	119.4	123.1
금융자산	59.5	64.0	65.5	67.0	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	372.0
자산총계	4,199.1	4,341.7	4,437.9	4,547.5	4,670.6
유동부채	932.1	1,056.1	1,077.0	1,098.6	1,121.2
금융부채	449.8	539.7	540.6	541.5	542.4
매입채무	167.2	169.8	176.6	183.7	191.0
기타유동부채	315.1	346.6	359.8	373.4	387.8
비유동부채	1,124.4	1,059.3	1,067.9	1,076.8	1,086.1
금융부채	915.4	844.4	844.4	844.4	844.4
기타비유동부채	209.0	214.9	223.5	232.4	241.7
부채총계	2,056.5	2,115.3	2,144.9	2,175.4	2,207.2
지배주주지분	2,054.1	2,134.8	2,203.6	2,285.6	2,379.9
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	637.7	719.8	814.1
비지배주주지분	88.5	91.6	89.3	86.4	83.3
자본총계	2,142.6	2,226.4	2,292.9	2,372.0	2,463.2
순금융부채	757.4	893.8	868.8	835.3	741.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	453.0	285.6	316.1	355.9	363.7
당기순이익	67.8	82.0	96.4	109.1	121.1
조정	288.2	281.3	222.3	249.5	245.4
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	34.6	33.5	31.1
영업활동 자산부채변동	97.0	(77.7)	(2.6)	(2.7)	(2.8)
투자활동 현금흐름	(236.5)	(385.1)	(208.7)	(239.8)	(187.8)
투자자산감소(증가)	119.0	82.3	(4.1)	(4.2)	(4.4)
자본증가(감소)	(324.6)	(315.8)	(240.0)	(250.0)	(200.0)
기타	(30.9)	(151.6)	35.4	14.4	16.6
재무활동 현금흐름	3.1	(61.0)	(82.2)	(82.2)	(82.2)
금융부채증가(감소)	71.9	19.0	0.8	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)	(29.2)	(29.2)
현금의 증감	219.6	(160.5)	(38.7)	28.4	88.1
Unlevered CFO	389.5	403.9	351.3	394.1	413.2
Free Cash Flow	128.4	(30.2)	76.1	105.9	163.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

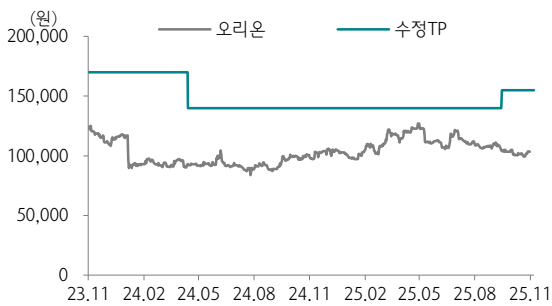
삼양식품



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.30	BUY	1,800,000		
25.5.16	BUY	1,350,000	-4.86%	10.96%
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%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

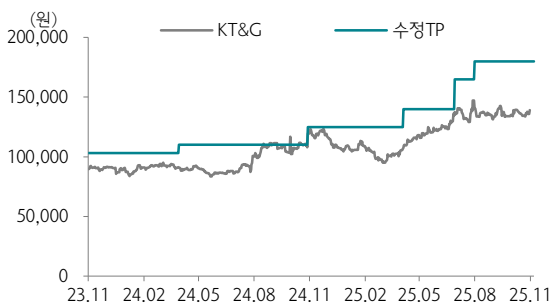
오리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.25	BUY	155,000		
25.4.24	1년 경과		-	-
24.4.24	BUY	140,000	-28.90%	-12.93%
23.10.10	BUY	170,000	-37.77%	-23.53%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

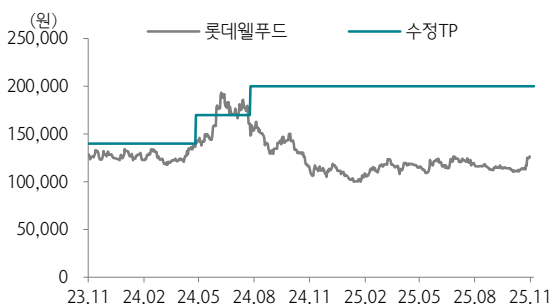
KT&G



날짜	투자 의견	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%
24.3.2	1년 경과		-	-
23.3.2	BUY	103,000	-15.81%	-9.71%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데월드



날짜	투자 의견	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%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 12일 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2025년 11월 12일 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 09일