

2H26 Outlook

영업환경 변화 · 중국 · 배당



음식료/담배 Overweight

2H26 Outlook: '영업환경 변화' / '중국' / '배당'

Summary

- ✓ 하반기 중형주 실적 및 가격 매력 부각 전망
- ✓ 전쟁이 촉발한 원가 부담 가시화, 상대적으로 수출주 유리
- ✓ 중국 소비 회복 및 배당 확대 관련 기업에도 주목해야 할 것

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월15일)
오리온(271560)	BUY	220,000원(상향)	141,000원
CJ제일제당(097950)	BUY	370,000원(상향)	228,500원
삼양식품(003230)	BUY	1,800,000원	1,444,000원

목차

1. 투자전략	3
1) 상반기 엄중하게 시작 했지만 주가 부진, 하반기는 중형주에 주목	3
2) 대장의 품격 VS. 레거시의 귀환	6
3) Top Picks 및 관심종목	8
2. 전쟁이 촉발한 영업환경 변화	9
1) 곡물 상승 사이클의 시작	9
2) 중국 돈가 사이클 감안하면, 하반기 아미노산 시황 긍정적	12
3) 인플레이션 우려에도 내수 소비 하방 압력은 낮아 보여	14
4) 수출주는 환율 감안하면 편안	15
3. 중국 소비 회복에 베팅	16
1) 중국 소비, 회복 국면 진입 판단	16
2) 신(新)소비 확산 중심에 서 있는 '간식채널' 재차 주목	17
4. 내수주 주가는 결국 '배당'으로 귀결	20
1) 미국 F&B 업체도 배당으로 주가 하방 방어	20
2) 국내 주요 업체 배당 현황	21
기업분석	24
오리온(271560)	25
CJ제일제당(097950)	29
삼양식품(003230)	33

2026년 5월 19일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 5월 15일

오리온(271560)

BUY | TP 220,000원(상향) | CP 141,000원

C제일제당(097950)

BUY | TP 370,000원(상향) | CP 228,500원

삼양식품(003230)

BUY | TP 1,800,000원 | CP 1,444,000원

음식료/담배

2H26 Outlook: '영업환경 변화' / '중국' / '배당'

하반기 중형주에 주목

하반기는 업종 전반에 마진 스프레드 축소가 불가피하기 때문에 수출 비중이 높은 업체가 유리하다. 이익 가시성이 높은 업체일수록 중장기 배당에 대해서도 적극적이다. 연초 이후 주가 수익률을 보더라도, 오리온/KT&G/삼양식품이 각각 33%/27%/17% 상승하여 업종 지수 대비 초과 상승을 시현했다. 다만, ① 상반기 코스피 내 대형주-중소형주 간 괴리가 큰 폭 벌어진 만큼, 하반기는 코스피 내 중형주 상위권에 위치한 종목들에 주목해야 한다고 판단한다. 참고로, 섹터 내 대형주로 분리되는 종목은 KT&G/삼양식품, 중형주 상위권에 오리온/C제일제당/농심이 위치한다. ② 상대적 밸류에이션 매력에 높기 때문에, ③ 해외를 중심으로 실적 개선이 전망된다면 하반기 좋은 대안이 될 수 있다.

Issue Check: 전쟁이 촉발한 영업환경 변화/ 중국/ 배당

하반기 ① 영업환경 변화, ② 중국 소비 회복, ③ 배당에 주목한다. 첫째, 미국-이란 전쟁이 촉발시킨 유가 급등은 곡물가 상방 압력으로 작용 중이다. 아미노산 가격도 동반 상승세이다. 5월 들어 종전 기대감으로 고점 대비 일부 조정 받기는 했으나, 대체재인 대두박 가격이 상승 추세에 있기 때문에 아미노산도 우상향 흐름을 보일 것이다. 아미노산 중에서도 특히 메치오닌은 주요 업체의 원재료 수급 중단(메탄 등) 기인해 단기 솟티지에 따른 유의미한 평가 상승이 예상된다. 둘째, 하나증권은 지난 3/18 중국전략x음식료 콜라보 자료를 통해 중국 소비 경기가 코로나 이후 가장 의미 있는 회복세를 보여줄 것으로 전망했다. 중국 부동산 충격이 저점을 통과하며 초과 저축 현상이 마무리 되고 있다. 하반기 소매판매 증가 및 돈가 회복에 따른 소비자물가 정상화가 중국 정부의 적극적인 부양정책과 맞물려 시너지를 창출할 것으로 기대한다. 중국 익스포저를 보유한 내수 업체에 대한 투자가 유효한 시점이다. 마지막으로 배당이다. 타 산업 대비 상대적으로 탐라인 성장이 제한적이라도 주가가 상승하지 않는 것은 아니다. 미국 F&B 업체 주가가 배당 확대를 통해 우상향 하고 있음을 상기할 필요가 있다.

Top Picks 및 관심종목

오리온 및 C제일제당을 Top Pick으로 제시한다. 그동안 이익 체력 저하 및 밸류에이션 De-Rating을 경험했던 오리온 및 C제일제당의 이익 정상화 및 수출 성장 회복에 따른 재평가가 기대된다. 오리온은 올해 중국 매출 YoY 두 자리 수 성장이 전망되며, 주주환원 확대 의지도 피력 중이다. C제일제당은 작년 하반기 급격한 바이오 부문 실적 저하를 경험했으나, 바이오 상황이 급변했다. 2Q26부터 바이오 실적 QoQ 개선이 본격화될 것으로 예상된다. 관심종목은 해외 실적이 꾸준한 삼양식품이다.



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

1. 투자전략

1) 상반기 업종하게 시작 했지만 주가 부진, 하반기는 중형주에 주목

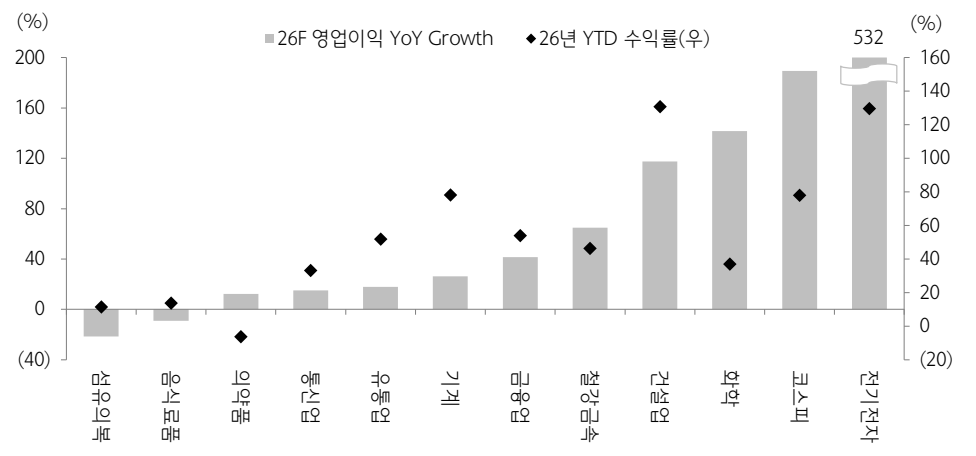
중형주 상위권 실적/밸류 부각 전망

연초 이후, 코스피는 YTD 78% 상승한 반면, 음식료 업종 지수는 15% 상승에 그쳤다. 작년에 이어 올해도 유사한 흐름이다. ① 올해 담배/음식료 업종 영업이익은 YoY 11% 증가할 것으로 추정하나, 타 업종 대비 상대적으로 실적 개선 강도가 약하다. ② 연초 정부 물가관리 기인해 가격 전가력이 약해진 점도 투자심리에 다소 부정적 영향을 미친 것으로 추정된다. ③ 곡물 재고 기간 감안시, 4분기부터는 주요 곡물 투입가가 YoY 상승하기 시작한다. ④ 수급 측면에서는, ETF를 필두로 한 패시브 자금 증가가 대형주 쏠림 현상을 강화시키는 듯하다. 코스피 시가총액이 과거 대비 유의미하게 증가함에 따라 Top 100위(대형주)가 7조원 내외, Top 200위(중형주 상위권)가 2.5조원 내외이다.

하반기는 업종 전반에 마진 스프레드 축소가 불가피하기 때문에 수출 비중이 높은 업체가 유리하다. 이익 가시성이 높은 업체일수록 중장기 배당에 대해서도 적극적이다. 연초 이후 주가 수익률을 보더라도, 오리온/KT&G/삼양식품이 각각 33%/27%/17% 상승하여 업종 지수(15%) 대비 초과 상승을 시현했다. 다만, ① 상반기 코스피 내 대형주-중소형주 간 괴리가 큰 폭 벌어진 만큼, 하반기는 코스피 내 중형주 상위권에 위치한 종목들에 주목해야 한다고 판단한다. ② 상대적 밸류에이션 매력이 높기 때문에, ③ 해외를 중심으로 실적 개선이 전망된다면 하반기 좋은 대안이 될 수 있다. 참고로, 섹터 내 대형주로 분리되는 종목은 KT&G/삼양식품, 중형주 상위권에 오리온/C제일제당/농심이 위치한다.

도표 1. 주요 업종별 연초 이후 주가 상승률 현황

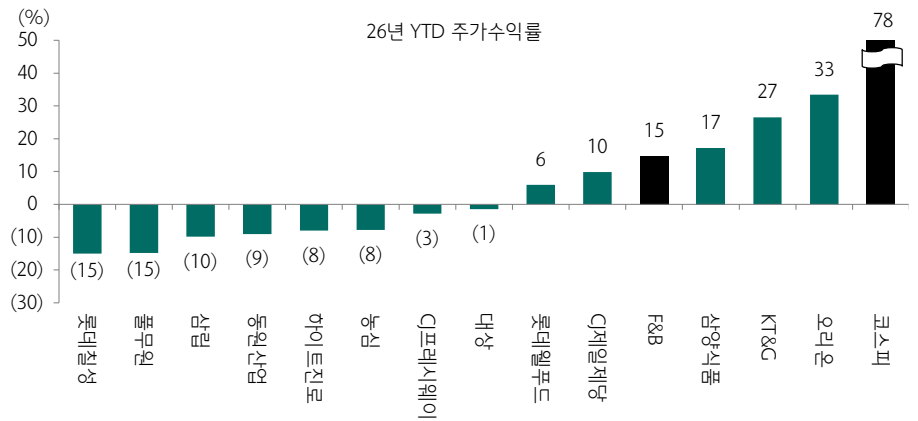
상반기 업종 지수는 큰 폭 언더퍼폼



자료: Quantwise, 하나증권

도표 2. 종목별 YTD 추가 수익률

섹터 내에서는 상대적으로
대형주 수익률 선방



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 주요 업체 연결 매출액/ 영업이익 추정

(단위: 십억원)

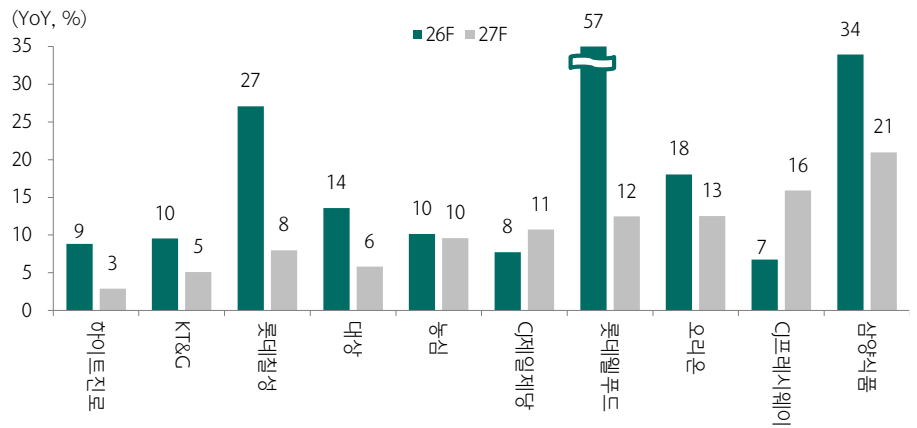
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	25	26F	27F
매출액											
① KT&G	1,491.1	1,547.9	1,826.9	1,713.8	1,703.6	1,647.5	1,921.3	1,700.4	6,579.7	6,972.8	7,251.7
YoY%	15.4	8.7	11.6	10.7	14.3	6.4	5.2	(0.8)	11.4	6.0	4.0
② 삼양식품	529.0	553.1	632.0	637.7	714.4	715.2	740.4	764.5	2,351.8	2,934.5	3,530.6
YoY%	37.1	30.3	44.0	33.2	35.0	29.3	17.2	19.9	36.1	24.8	20.3
③ 오리온	801.8	777.2	828.9	924.6	934.9	856.6	914.4	1,016.6	3,332.4	3,722.5	4,022.5
YoY%	7.1	8.1	7.0	7.3	16.6	10.2	10.3	10.0	7.3	11.7	8.1
④ CJ제일제당	4,362.5	4,322.4	4,532.6	3,976.0	4,027.1	3,881.7	4,196.1	4,136.3	17,193.5	16,241.2	16,942.4
YoY%	(1.8)	(0.2)	(1.9)	(11.2)	(7.7)	(10.2)	(7.4)	4.0	(3.8)	(5.5)	4.3
⑤ 농심	893.0	867.7	871.2	882.4	934.0	927.5	954.3	960.4	3,514.3	3,776.2	3,965.0
YoY%	2.3	0.8	2.4	3.2	4.6	6.9	9.5	8.8	2.2	7.5	5.0
5사 합산	8,077.4	8,068.3	8,691.6	8,134.5	8,314.0	8,028.4	8,726.5	8,578.2	32,971.7	33,647.2	35,712.2
YoY%	4.3	4.0	4.5	(1.1)	2.9	(0.5)	0.4	5.5	2.9	2.0	6.1
영업이익											
① KT&G	285.6	349.9	465.3	242.9	364.5	361.6	484.8	277.3	1,343.7	1,488.3	1,580.9
YoY%	20.7	8.8	11.9	13.0	27.7	3.3	4.2	14.2	13.0	10.8	6.2
② 삼양식품	134.0	120.1	130.9	139.0	177.1	174.5	178.6	171.9	523.9	702.2	849.5
YoY%	67.3	34.2	49.9	59.7	32.2	45.3	36.4	23.7	52.1	34.0	21.0
③ 오리온	131.4	121.5	137.9	167.6	168.1	138.0	160.2	192.7	558.3	659.0	741.5
YoY%	5.0	(0.2)	0.6	4.9	28.0	13.6	16.2	15.0	2.7	18.1	12.5
④ CJ제일제당	246.3	235.1	202.6	138.7	148.5	157.7	262.6	241.5	822.7	810.3	897.9
YoY%	(7.8)	(12.6)	(26.7)	(36.9)	(39.7)	(32.9)	29.6	74.1	(20.3)	(1.5)	10.8
⑤ 농심	56.1	40.2	54.4	33.4	67.4	46.8	53.3	35.1	183.9	202.6	222.0
YoY%	(8.7)	(8.1)	44.6	63.4	20.3	16.4	(2.0)	5.3	12.8	10.1	9.6
5사 합산	853.3	866.7	991.0	721.5	925.7	878.6	1,139.5	918.6	3,432.5	3,862.4	4,291.8
YoY%	10.8	2.5	3.9	2.7	8.5	1.4	15.0	27.3	4.9	12.5	11.1
OPM%	10.6	10.7	11.4	8.9	11.1	10.9	13.1	10.7	10.4	11.5	12.0

기타: CJ제일제당은 물류 부문 제외 수치

자료: 하나증권

도표 4. 종목별 이익 증가율 추정

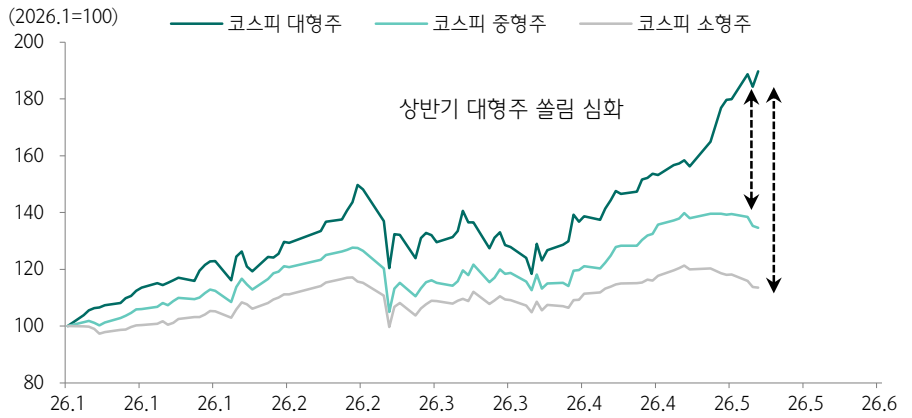
하반기~내년
오리온/CJ제일제당
실적 모멘텀 부각 전망



자료: 하나증권

도표 5. 코스피 시가총액별 수익률 현황

상반기 대형주 쏠림 강화



자료: Quantwise, 하나증권

2) 대장의 품격 VS. 레거시의 귀환

삼양식품 실적 모멘텀
여전히 유효하나,
오리온+CJ제일제당
재평가 기대

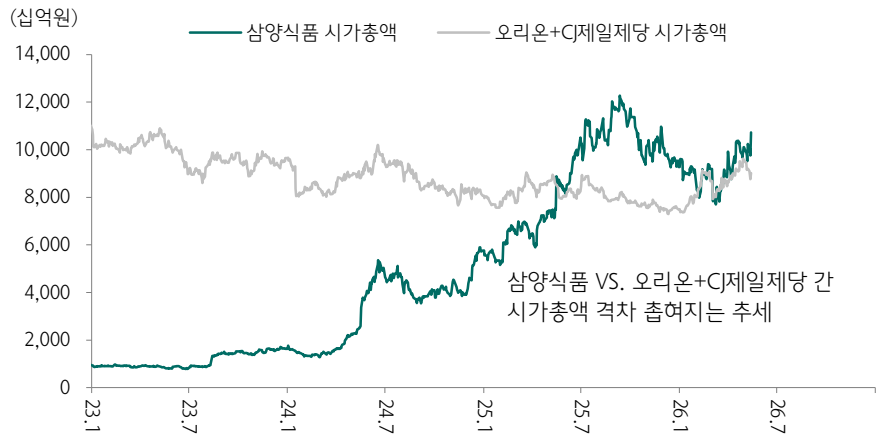
지난 3년 간 삼양식품의 시가총액은 10배 상승했다. 동기간 전통 강자였던 오리온+CJ제일제당의 합산 시가총액은 -10% 감소했다. 동기간 연결 영업이익은 삼양식품이 376% 증가(2023~26F)한 반면, 오리온+CJ제일제당 합산 손익은 11% 증가에 그쳤다.

삼양식품이 텐버거가 가능했던 이유는 체력 증진 속도가 가팔라지면서 밸류에이션 Re-Rating이 동반 진행되었기 때문이다. 성장주의 밸류에이션 프리미엄이 유지되기 위해서는 QoQ 매출 성장을 지속해야 되는데, 올해 연말 중국 공장 가동 예정 감안시 내년까지 QoQ 매출 성장은 지속될 것으로 사료된다. 삼양식품 현 주가는 27F 16배 내외인데, 지난 3년 간 일본 Peer 주가는 12개월 Fwd PER 평균 14배~19배에서 거래 되었다. 주가 업사이드 여력은 아직 남아있다고 판단한다.

한편, 그동안 이익 체력 저하 및 밸류에이션 De-Rating을 경험했던 오리온+CJ제일제당도 이익 정상화 및 수출 성장 회복에 따른 재평가가 기대된다. 오리온은 2024년 이종 산업 투자 이후 가파른 De-Rating을 경험했다. 그러나 2025년 주당배당금을 대폭 상향 조정하면서 주주환원 확대 가능성을 시사했다. 중국 매출도 올해 YoY 두 자리 수 성장이 전망되는 만큼, 하반기도 실적 개선 및 밸류에이션 회복이 동반 진행될 것으로 판단한다. CJ제일제당은 작년 하반기 급격한 바이오 부문 실적 저하를 경험 중이다. F&C 매각에 따른 역기저도 올해 상반기 실적에 부담으로 작용 중이다. 다만, 바이오 시황 급변 기인해 2Q26부터 바이오 실적 QoQ 개선이 본격화될 것으로 예상된다.

도표 6. 삼양식품 VS. 오리온+CJ제일제당 합산 시가총액 추이

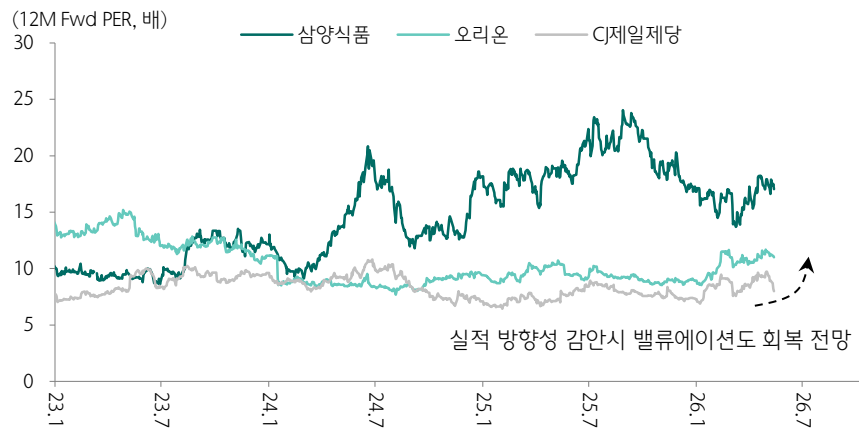
오리온+CJ제일제당 합산시총
삼양식품과 유사



자료: Quantiwise, 하나증권

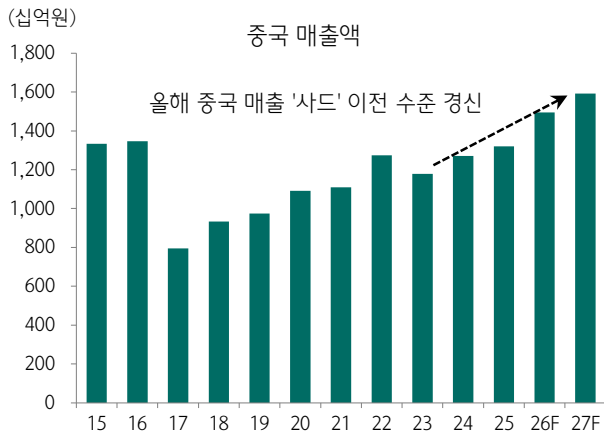
도표 7. 삼양식품/ 오리온/ CJ제일제당 12개월 Fwd PER 추이

밸류에이션 회복 기대



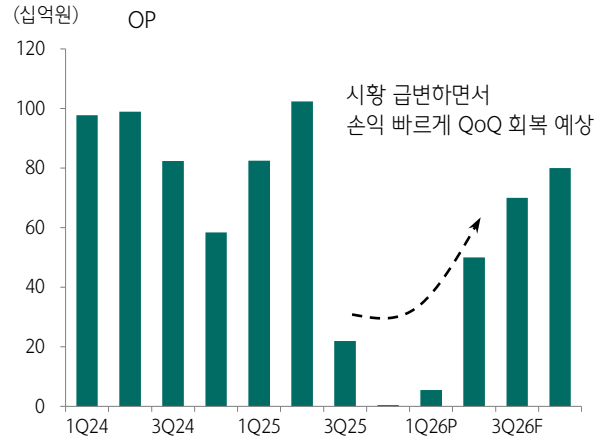
자료: Quantwise, 하나증권

도표 8. 오리온 중국 매출 추이



자료: 오리온, 하나증권

도표 9. CJ제일제당 바이오 부문 손익 추이



자료: CJ제일제당, 하나증권

3) Top Picks 및 관심종목

Top Pick으로
오리온/CJ제일제당 제시
관심종목은 삼양식품

상반기 코스피 내 대형주-중소형주 간 괴리가 큰 폭 벌어진 만큼, 하반기는 코스피 내 중형주 상위권에 위치한 종목들에 주목한다. 상대적 밸류에이션 매력은 높은 가운데, 해외를 중심으로 실적 개선이 전망되기 때문이다. 오리온(BUY, 22만원, 상향), CJ제일제당(BUY, 37만원, 상향)을 Top Pick으로 추천한다. 오리온은 2017년 '사드' 이후 10년 만에 중국 실적 모멘텀이 부각되고 있다. 상반기에 이어 하반기도 긍정적 관점을 유지한다. CJ제일제당은 전쟁이 촉발한 바이오 시황 변화로 바이오 실적 우상향이 예상된다. 내수 경기의 하방 압력이 낮은 만큼, 식품도 점진적 회복이 기대된다. 관심종목은 삼양식품(BUY, 180만원)이다. 해외에서의 꾸준한 성장 감안시 지속적인 업데이트가 필요한 종목이다.

도표 10. 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	200,000	220,000	투자의견 유지, 목표주가 상향
CJ제일제당	BUY	BUY	300,000	370,000	투자의견 유지, 목표주가 상향
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
롯데월드푸드	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
CJ프레시웨이	BUY	BUY	48,000	48,000	투자의견 및 목표주가 유지

자료: 하나증권

2. 전쟁이 촉발한 영업환경 변화

1) 곡물 상승 사이클의 시작

하반기 곡물 투입가
YoY 상승 예상,
부자재는 2Q부터 부담

미국-이란 전쟁이 촉발시킨 유가 급등은 곡물가 상방 압력으로 작용 중이다. 주요 곡물인 옥수수/소맥/대두는 각각 YTD 6.0%/ 31.2%/ 17.2% 상승했다. 기타 원재료 중에서는 팜유가 9.8% 상승했다.

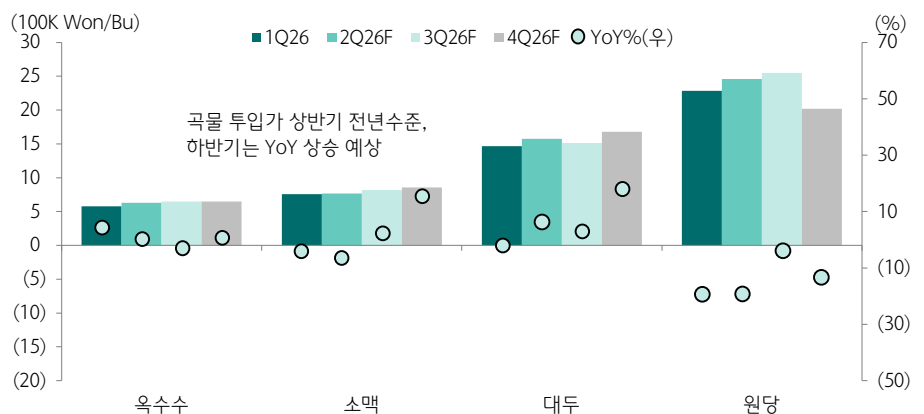
미국 봄 파종을 앞둔 상황에서의 비료 가격이 큰 폭 상승했으며, 물류비 부담도 가격에 전가되는 양상이다. 바이오에탄올 수요 증가 및 에탄올 혼합 연료 판매 확대 논의가 활발해지면서 옥수수 및 대두는 특히 강한 추세를 유지 중이다. 중국의 대두 구매 재개감도 상승을 지지하고 있다. 최근 투기세력의 순매수 포지션도 눈에 띄게 증가했다. 경험적으로 곡물가가 약 2년 주기로 등락을 반복했는데, 이번 하락 사이클 시작점이 3Q23 였다는 점도 주목할 필요가 있겠다.

음식료 업체의 곡물 투입 래깅 시점(5~6개월) 감안시, 연말 갈수록 스프레드 축소가 불가피할 것으로 전망된다. 상반기 주요 곡종 투입가는 고회환을 감안해도 전년 수준이 예상되나, 하반기 소맥/대두 투입가는 YoY 5~15% 상승할 것으로 추산된다. 부자재 가격은 2분기부터 투입가가 상승할 것으로 판단된다. 부자재 가격이 10% 인상된다는 가정하에, 주요 국내 가공 업체의 관련 부담액은 월 15억원(매출액 2~3조원 규모) 내외로 추정한다.

반면, 원당 및 카카오는 상대적 약보합 흐름을 보이다 최근 바닥에서 반등했다. YTD 각각 2.5%, -29.0% 등락했다. 전반적인 수요 감소 영향이 크기 때문에 상승 리스크는 제한적일 것으로 전망한다. 원당은 글로벌 비만치료제 사용 확대로 가파른 수요 둔화를 경험 중이다. 카카오는 2024~25년 대세 상승 이후 서아프리카의 생산량 회복 및 제과 업체의 대체재 사용 증가가 원인이다.

도표 11. 곡물 투입가 전망

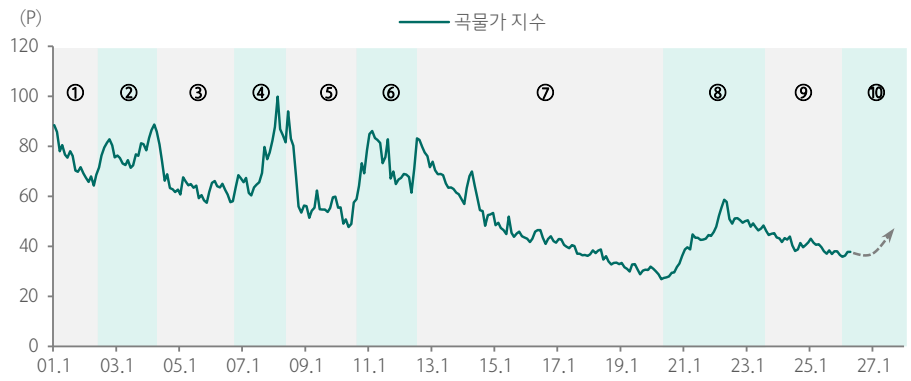
소맥 및 대두 투입가
하반기 갈수록 부담



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 곡물가지수 추이

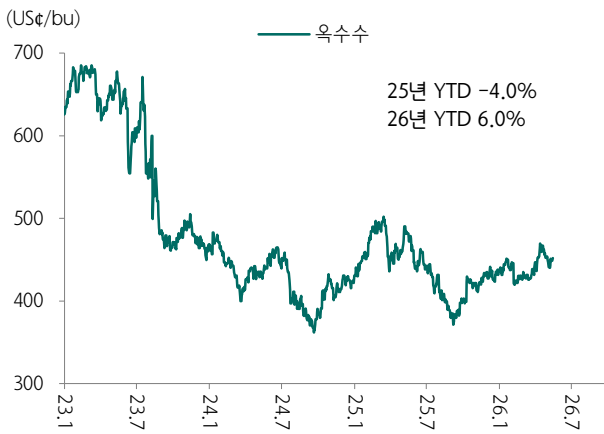
곡물가 약 2년 주기로 등락 반복



구간	시작	종료	상승/하락	기간
1	2000-04-01	2002-04-01	하락	2년 0개월
2	2002-04-01	2004-03-01	상승	1년 11개월
3	2004-03-01	2006-09-01	하락	2년 6개월
4	2006-09-01	2008-05-01	상승	1년 8개월
5	2008-05-01	2010-05-01	하락	2년 0개월
6	2010-05-01	2012-07-01	상승	2년 2개월
7	2012-07-01	2020-06-01	하락	7년 11개월
8	2020-06-01	2023-08-01	상승	3년 2개월
9	2023-08-01	2026-03-01	하락	2년 7개월
10	2026-03-01	-	상승	

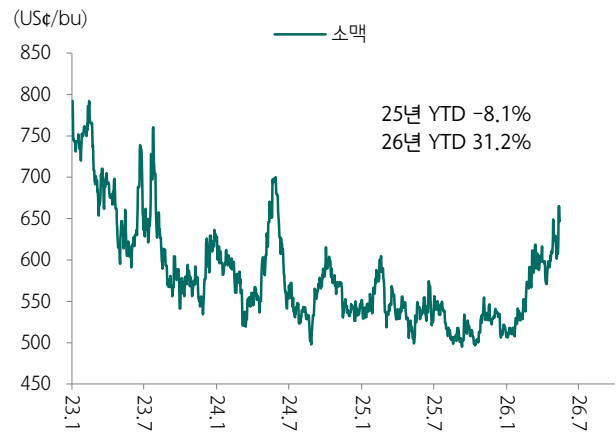
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 옥수수 가격 동향



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 소맥 가격 동향



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 대두 가격 동향



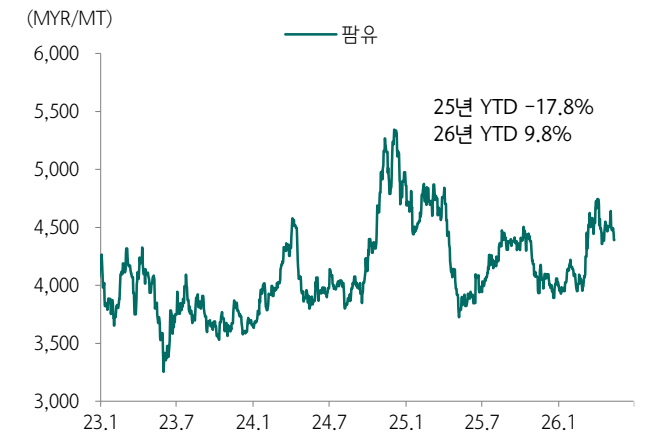
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 원당 가격 동향



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 팜유 가격 동향



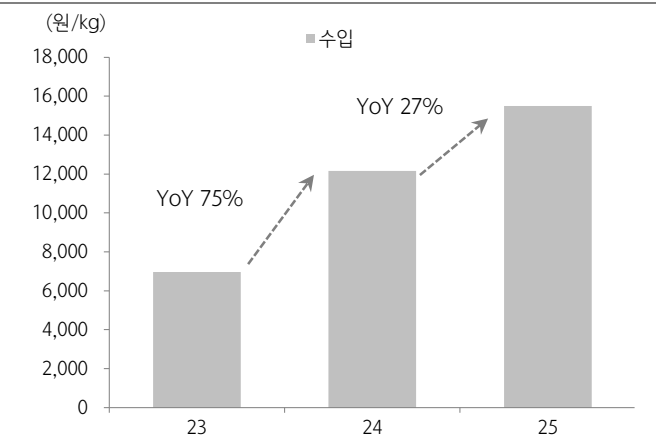
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 카카오 가격 동향



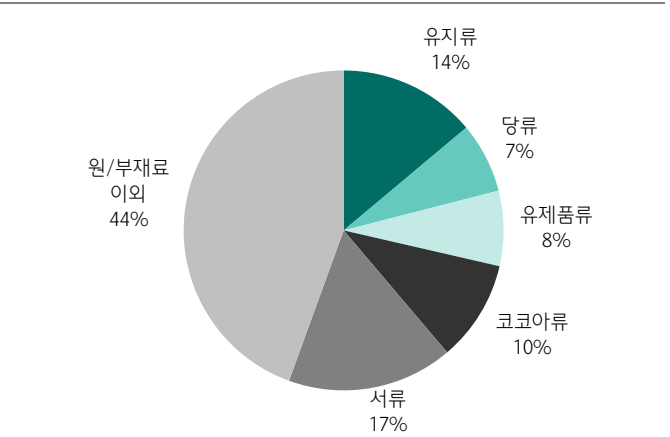
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. 오리온 코코아류(카카오) 매입액 추이



자료: 오리온, 하나증권

도표 20. 오리온 원가 내 코코아류(카카오) 비중



자료: 오리온, 하나증권

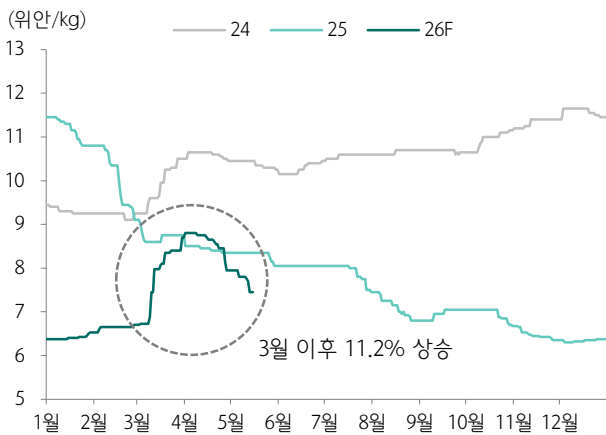
2) 중국 돈가 사이클 감안하면, 하반기 아미노산 시장 긍정적

대두박 가격 상승하면서
대체재인 아미노산도 상승

3월 들어, 중국 아미노산 Spot 가격도 일제히 상승했다. 종전 기대감으로 고점 대비 일부 조정을 받기는 했으나, 곡물가가 중단기 상승 사이클로 전환되었다면, 아미노산도 동일한 흐름이 전개될 공산이 크다. 라이신/메치오닌/트립토판 spot 가격은 3월 이후 각각 11.2%/ 116.7%/ 7.1% 상승했다. 대체재인 대두박 가격이 상승하면서 아미노산 가격이 후행하는 모습이다. 주요 생산업체들은 유가 상승에 따른 제반 비용 부담을 이유로 실제 판가도 약 10% 인상한 것으로 파악된다.

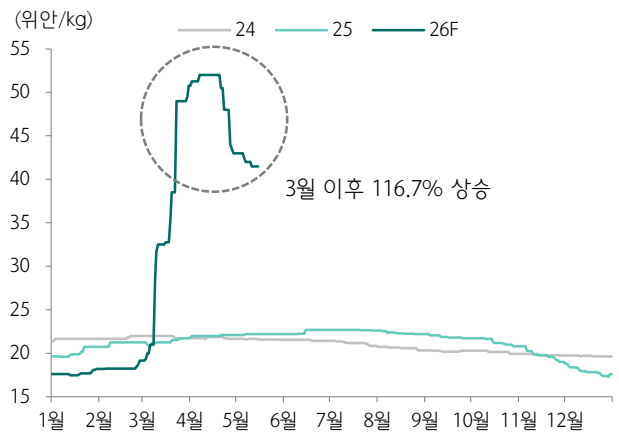
아미노산 중에서도 메치오닌 가격 폭은 상대적으로 유의미했다. DL-메치오닌의 주된 원료인 천연가스 공급이 마비되면서(원료 조달사가 포스마쥬르 선언) 일부 업체의 공장(ex. 에보닉 싱가포르 공장 등)이 섰다운된 것으로 파악된다. 재가동 시점을 예측할 수 없는 상황인 만큼, 중단기 메치오닌은 솟티지 상황이 이어질 가능성이 높아 보인다.

도표 21. 중국 라이신 spot 가격 추이



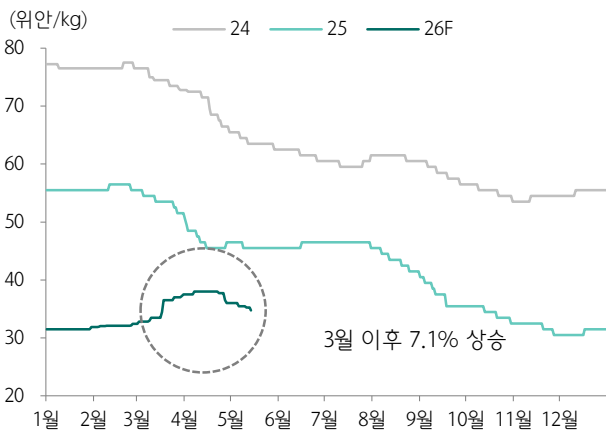
자료: Wind, 하나증권

도표 22. 중국 메치오닌 spot 가격 추이



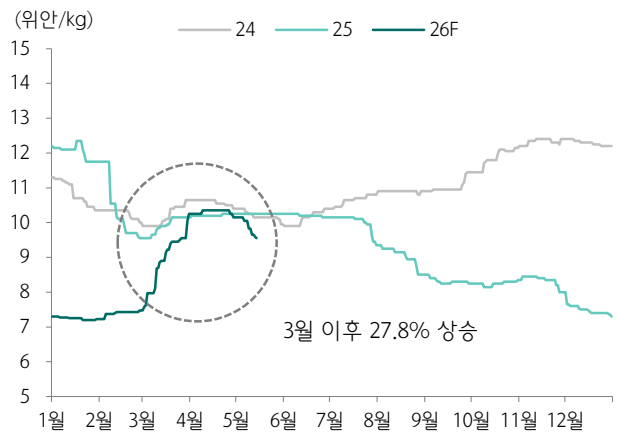
자료: Wind, 하나증권

도표 23. 중국 트립토판 spot 가격 추이



자료: Wind, 하나증권

도표 24. 중국 쓰레오닌 spot 가격 추이



자료: Wind, 하나증권

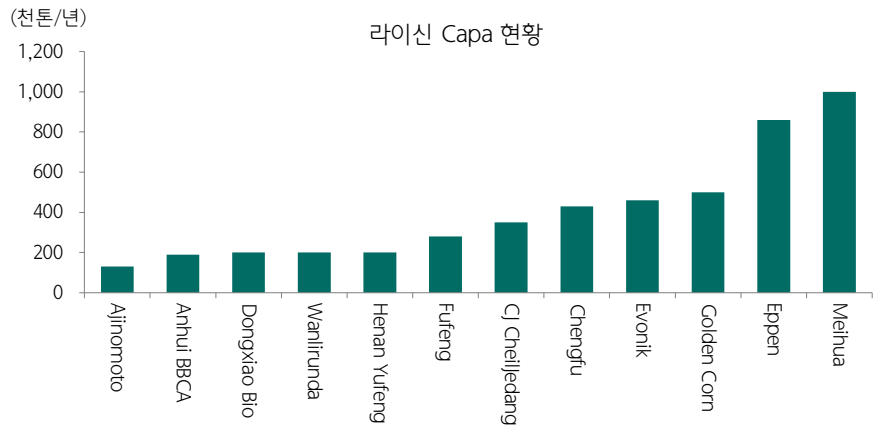
하반기 중국 돈가 사이클
감안시 바이오 시장 긍정적

글로벌 라이신 수요는 약 330만톤으로 추산된다. 지역별 수요는 아태 45%/유럽 30%/북미 및 기타 25%로 파악된다. 글로벌 Capa가 500만톤으로 추정되는 만큼 공급과잉 상태이다. Meihua/ Eppen/ Golden Corn/ Fufeng 등 중국 업체의 생산 Capa 비중이 80% 가까이 차지하고 있는 것으로 추정된다.

중국은 자국 내 돈가 약세 및 유럽의 중국산 라이신 반덤핑 관세 부과(2025년 1월 임시 관세 부과, 7월부터 확정 관세 부과) 기인해 라이신 공급 과잉이 심각했다. 그러나, 하반기 중국 정부의 모든 감축 효과가 가시화될 것으로 전망된다. 소비 측면에서도 부동산 조정 및 성수기(국경절~춘절)에 접어들기 때문에 라이신 판가에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대한다.

도표 25. 업체별 라이신 Capa 현황

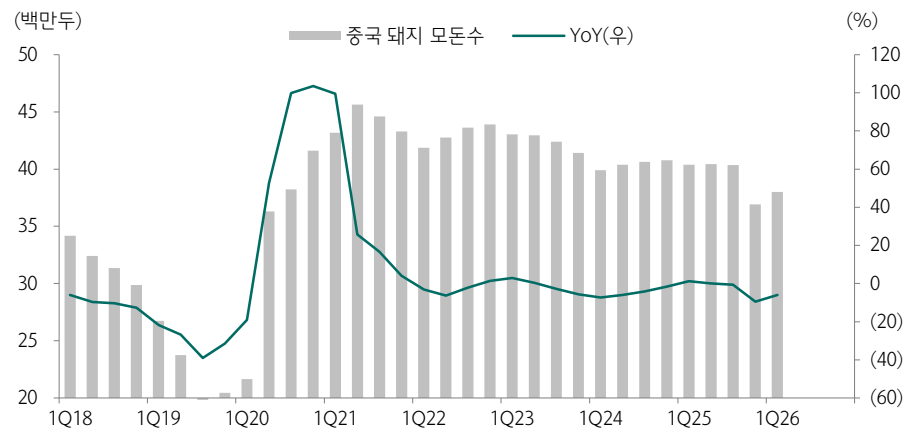
중국 업체들이 상위권 포진



자료: Engormix, 하나증권

도표 26. 중국 모돈 수 추이

중국 정부 감산 노력 가시화



자료: Bloomberg, 하나증권

3) 인플레이션 우려에도 내수 소비 하방 압력은 낮아 보여

기업 체력도 양극화,
다만 전반적인 소비 체력
하방 압력 낮은 듯

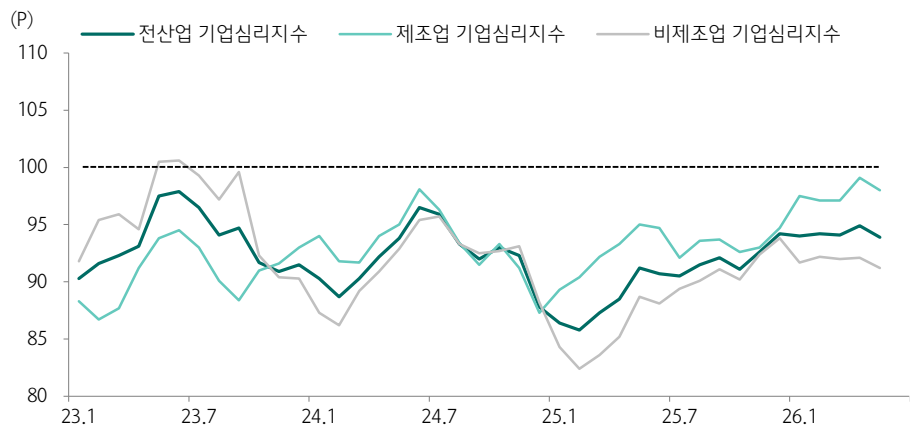
한국은행에 따르면, 4월 기업심리지수(CBSI)는 94.9로 MoM 0.8p 상승했다. 여전히 100보다 낮지만, 지난해 10월 이후 완만한 회복 흐름을 보이고 있다. 다만, 산업별로 격차가 점차 증가하고 있다. 내수 및 서비스업 중심의 비제조업은 수출 비중이 높은 제조업 대비 상대적으로 약세가 강화되고 있다. 4월 제조업 CBSI는 99.1로 MoM 2.0p 상승했으나, 비제조업은 92.1로 MoM 0.1p 상승에 그쳤다.

수출-내수 업체 간 양극화는 확대되는 모습이나 전반적인 소비 심리는 개선되고 있다. 통계청에 따르면 4월 소비자심리지수는 전년동월대비 5.6p 상승한 99.2를 기록했다. 반도체 수출이 이끄는 수출 호조와 정부의 확장 재정 정책으로 하방을 높이면서 우상향 기조를 보이고 있다.

단기 음식료 업체는 고환율-곡물가 상승 기인한 마진 스프레드 축소가 불가피하겠으나, 하반기 갈수록 소비 회복 기조가 뚜렷해 진다면, 가격 전가력을 점차 회복할 것으로 기대한다.

도표 27. 제조-비제조 기업경기실사지수 추이

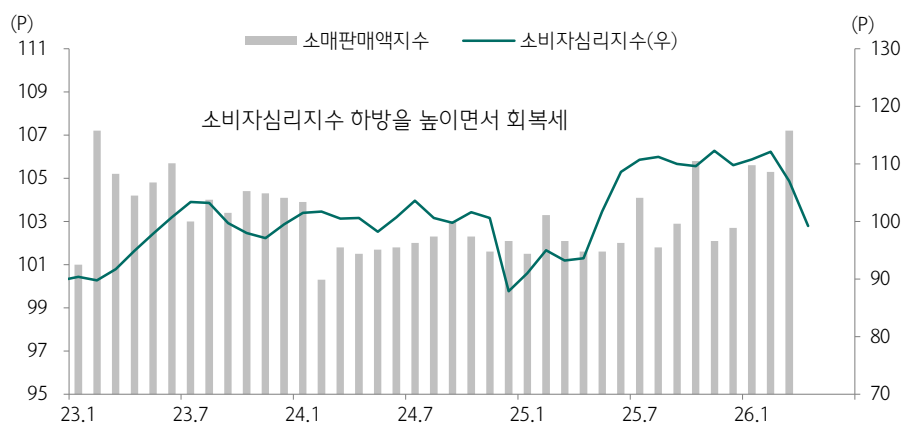
수출-내수 업체 간 양극화 확대



자료: 한국은행, 하나증권

도표 28. 소비자심리지수 VS. 소매판매액지수

소비자심리지수 개선되면서
전반적으로 소매판매도 반등



자료: 통계청, 하나증권

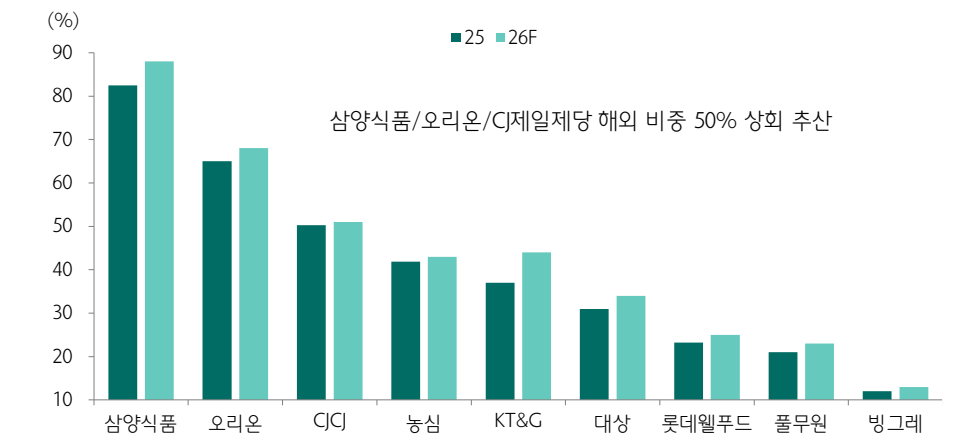
4) 수출주는 환율 감안하면 편안

수출주가 상대적으로 편안

원화 약세 기조가 이어지면서 내수주 대비 수출주는 상대적으로 편안하다. 현 수준 환율이 하반기에 지속된다고 가정하면, 미달러 및 위안화는 원화 대비 각각 5%, 10% 내외 절상 될 것으로 추산된다. 중국 익스포저를 보유한 업체들의 환율 효과는 유의미할 것으로 판단된다. 참고로, 올해 주요 업체의 해외 비중은, 삼양식품 및 오리온이 각각 88%, 68%로 추정된다. 그 뒤로는 CJ제일제당/농심/KT&G가 각각 51%/43%/43%으로 추정된다. 중국 익스포저는 오리온(40%), 삼양식품(28%), 농심(6%) 순으로 높다.

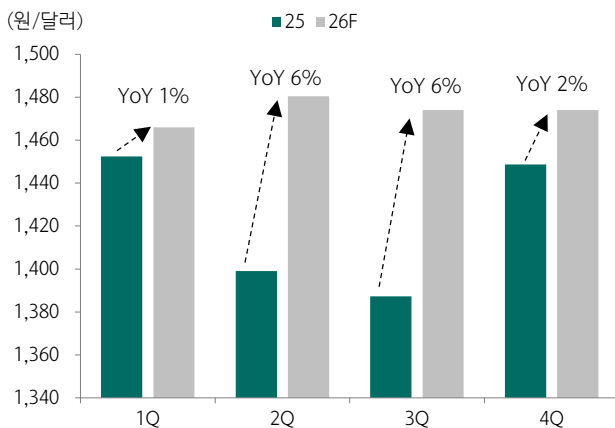
도표 29. 주요 업체 해외 비중 현황

시가총액 클수록
해외 비중 높아



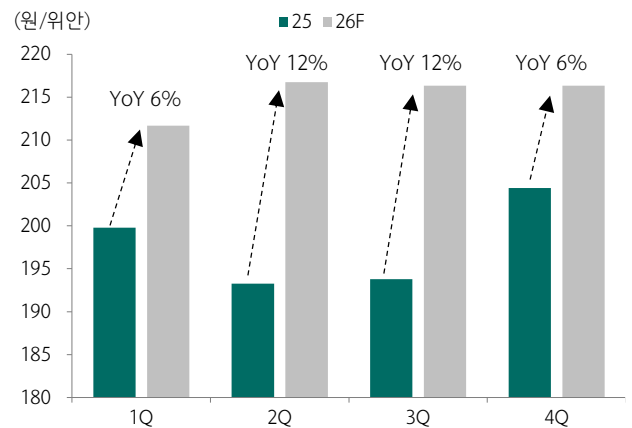
자료: 하나증권

도표 30. 원/달러 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 31. 원/위안 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

2) 신(新)소비 확산 중심에 서 있는 ‘간식 채널’ 재차 주목

간식채널 점포 수 확장은
내년에도 유효

2025년 이후 중국의 신(新)소비 테마 중 하나인 ‘간식 채널’에 재차 주목한다. ‘간식 채널’은 ‘가성비’를 앞세우면서 코로나 이후 급성장 중이다. 언론보도에 따르면 대형 마트 대비 30% 내외 저렴한 것으로 추산된다. 더불어 ‘한입 거리’ 날개 포장 제품을 통해 소비자의 다양성을 존중하되, 이를 무게로 계산하는 방식을 택해 사용자의 편의성을 극대화했다.

Frost & Sullivan 컨설팅 자료에 의하면, 중국 음식료 소매 채널에서 ‘간식 채널’ 비중은 2020년 약 8%→2026년 13%로 5%p 상승했다. 동기간 슈퍼마켓 및 식료품 채널 비중은 각각 -4.9%p, -1.3%p 하락했다. 통계에 따르면, 2020년 말 약 1,800개에 불과했던 간식 채널 수는 2025년 4만 5천 개로 증가한 것으로 추산된다. 올해는 6만개를 상회할 것으로 추정된다. 중국 오프라인 소매가 전반적으로 압박을 받는 상황에서도 나홀로 성장세를 시현 중이다.

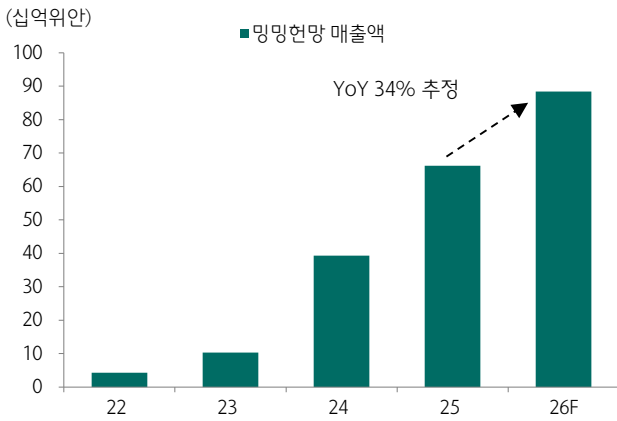
오리온은 ‘간식 채널 특화 제품’을 다양하게 출시하고 있다. 그 결과, 간식 채널 비중은 2020년 2% 내외→2025년 26%까지 큰 폭 상승한 것으로 추산된다. 간식 채널 매출은 지난 5년간 연평균 73% 증가한 것으로 추정된다. 올해 간식 채널 비중은 30% 내외까지 상승할 것으로 예상된다. YoY 두 자리 수 고성장이 당분간 이어질 것으로 전망한다. 삼양식품은 2023년부터 간식 채널로 커버리지를 확대하기 시작했다. 간식 채널 카테고리 초기 견과류/스낵 중심에서 최근 라면/베이커리로 다양해지고 있어 지속적인 수혜가 예상된다.

도표 36. ‘간식 채널’ Player 매장 수 현황

		2021	2022	2023	2024	2025	2026																																																						
밍밍현망	링스현망	800	1,900+	6,585	14,394	21,000+	60,000+ (YoY 15% 내외 추산)																																																						
	자오이밍	350	800+					완천그룹	하오상라이		1,200+	4,726	14,196	18,000+	아디아디		200+	라이유핀		400+	라오포다런		600+	링스유밍				2,500+	3,500+	4,500+	링스유쉬안			700+	1,300+	2,000+	2,000+	탕차오			1,000+	1,500+	2,069	2,300+	아이링스			500+	1,400+	1,800+	2,000+	다이융홍			500+	600+	1,000+	1,000+	이메이푸즈		
완천그룹	하오상라이		1,200+	4,726	14,196	18,000+																																																							
	아디아디		200+																																																										
	라이유핀		400+																																																										
	라오포다런		600+																																																										
링스유밍				2,500+	3,500+	4,500+																																																							
링스유쉬안			700+	1,300+	2,000+	2,000+																																																							
탕차오			1,000+	1,500+	2,069	2,300+																																																							
아이링스			500+	1,400+	1,800+	2,000+																																																							
다이융홍			500+	600+	1,000+	1,000+																																																							
이메이푸즈				500+	1,000+	1,000+																																																							

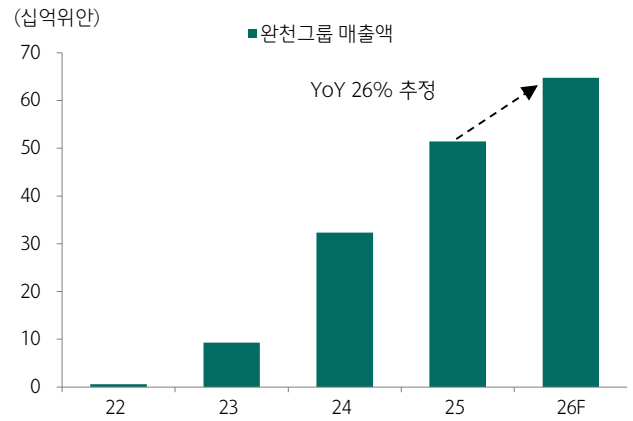
자료: 언론보도 종합, 후위안증권, 하나증권

도표 37. 명명현망 매출액 추이



자료: 명명현망, 하나증권

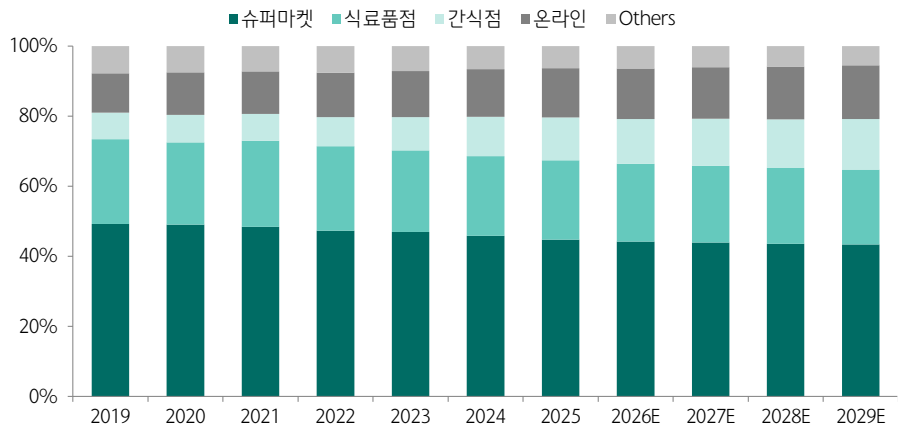
도표 38. 완천그룹 매출액 추이



자료: 완천그룹, 하나증권

도표 39. 중국 음식료 소매 채널 비중 추이

‘간식 채널’ 비중
2020년 약 8%→2026년 13%
로 5%p 상승 추정



주: 'Frost & Sullivan' 리포트 인용
자료: Frost & Sullivan, 언론보도, 하나증권

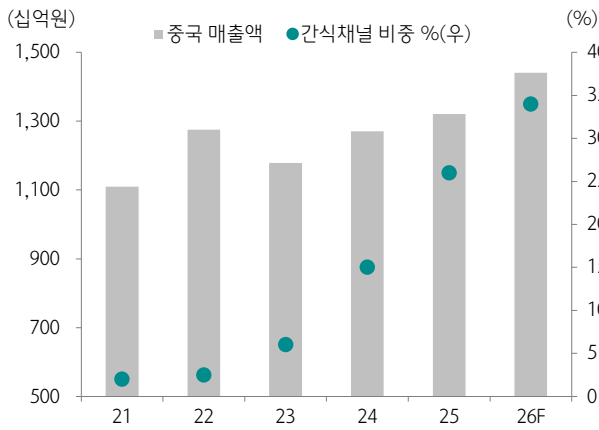
도표 40. 중국 ‘간식 채널’

한입 거리 스낵에서
라면/음료 등 다양한 상품 구비



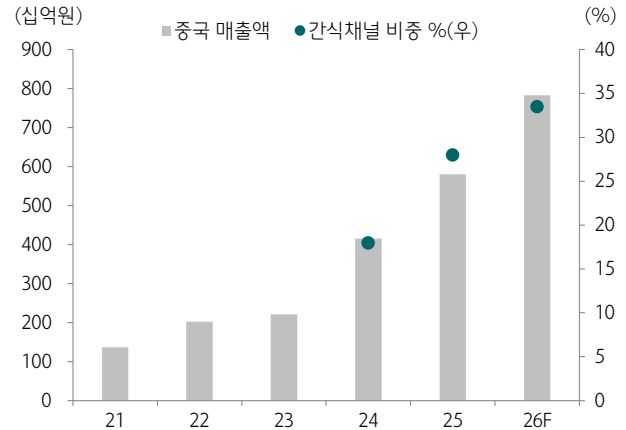
자료: 구글 이미지, 하나증권

도표 41. 오리온 중국 매출 내 '간식 채널' 비중



자료: 오리온, 하나증권

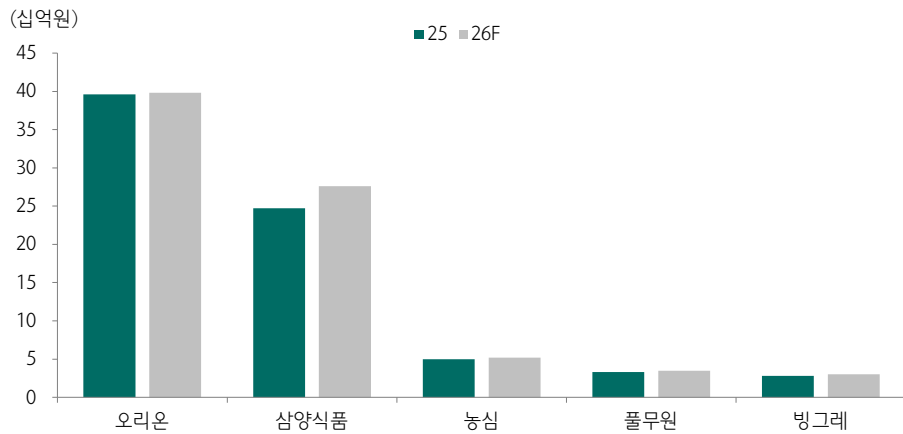
도표 42. 삼양식품 중국 매출 내 '간식 채널' 비중



자료: 삼양식품, 하나증권

도표 43. 주요 업체 중국 매출 비중 현황

오리온/삼양식품
전체 매출 내 중국 비중 유의미



자료: 각 사, 하나증권

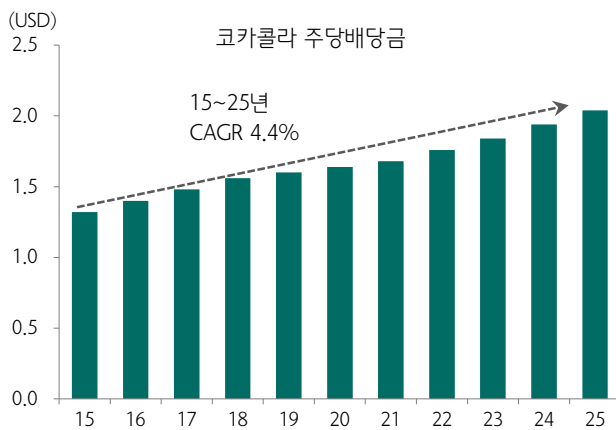
4. 내수주 주가는 결국 '배당'으로 귀결

1) 미국 F&B 업체도 배당으로 주가 하방 방어

미국 F&B 시가배당수익률 4%
하방으로 우상향

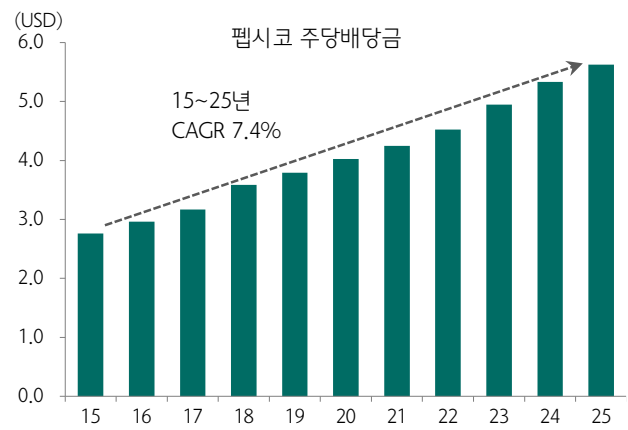
내수 산업이 타 산업 대비 상대적으로 탐라인 성장이 제한적이라도 주가가 상승하지 않는 것은 아니다. 미국 F&B 업체 성장도 빅테크 대비 열위에 있으나, 중장기 주가는 우상향 흐름을 보이고 있다는 점을 상기할 필요가 있다. ① 대규모 Capex 투자 리스크가 제한적인 만큼, ② 영업현금흐름이 우수하며, ③ 이를 주주환원에 적극 활용하면서 주가 하방 경직이 높다. 미국 대표 내수주인, J&J/코카콜라/P&G는 60년 이상 주당배당금을 증액시켜 왔다. 이들은 EPS 평균 증가율인 5% 수준을 매년 증액했다. 이들의 주가는 시가배당수익률 4% 수준을 하방으로 우상향 중이다.

도표 44. 코카콜라 주당배당금 추이



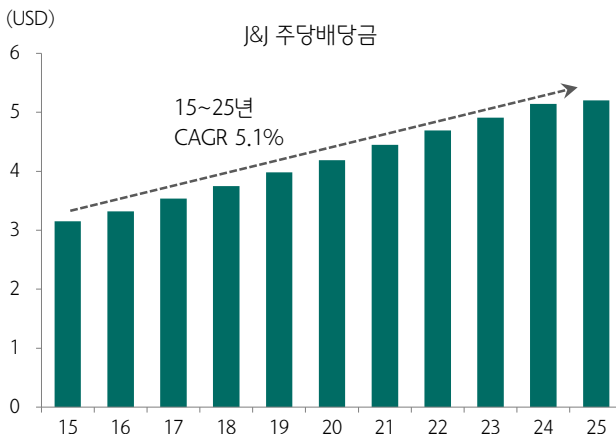
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 45. 펩시코 주당배당금 추이



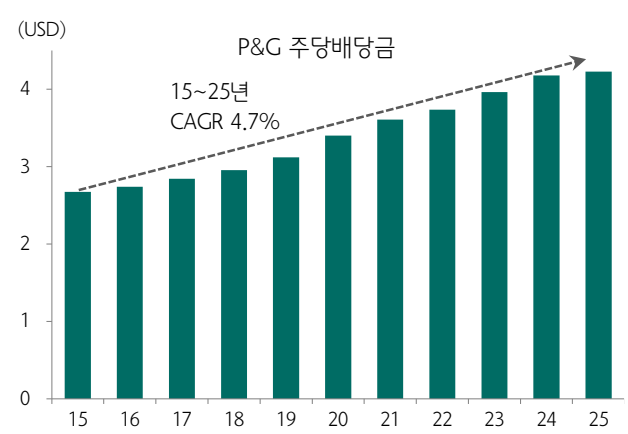
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 46. J&J 주당배당금 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

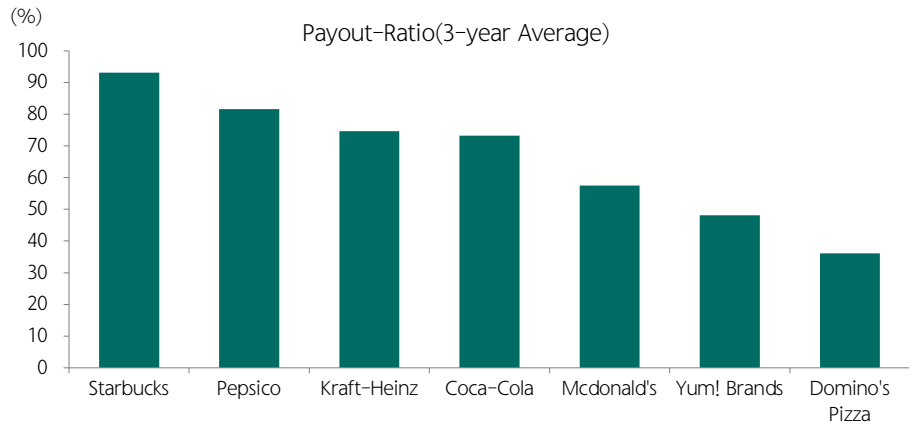
도표 47. P&G 주당배당금 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 48. 미국 F&B 업체 배당성향

글로벌 F&B 배당에 적극적



자료: Bloomberg, 하나증권

2) 국내 주요 업체 배당 현황

섹터 내 배당 확대에
우호적인 업체는,
KT&G/오리온/현대그린푸드

KT&G는 1Q26 실적 발표에서, 하반기 새로운 주주환원 정책을 공시하겠다고 밝혔다. 자사 주 소각/ 글로벌 Peer 배당성향/ 시가배당수익률 종합적으로 고려할 것이라고 말했다. 글로벌 Peer인 PM 및 JT 올해 주주환원율이 대략 70~75% 인데, KT&G는 지난 3년 간 주주환원율이 100%를 상회했다. 그동안은 자사주 매입/소각 및 배당 비중이 거의 유사했으나, 새로운 주주환원 정책에서는 배당을 확대할 것으로 예상된다. 연초 기보유 자사주를 소각하면서 전체 주식 수가 20.2% 감소한 반면, 주가 상승 기인해 시가배당수익률이 3% 수준에 불과하기 때문이다. 연간 순이익 대략 1조원 가정시(올해는 환차익으로 더 클 가능성 높음), 글로벌 Peer 수준으로 배당을 확대하면 2026년 예상 주당배당금은 6,700원~7,200원으로 예상된다. 시가배당수익률은 3.7~4.0%이다. 참고로 이는 PM 및 JT의 시가배당수익률과 유사하다.

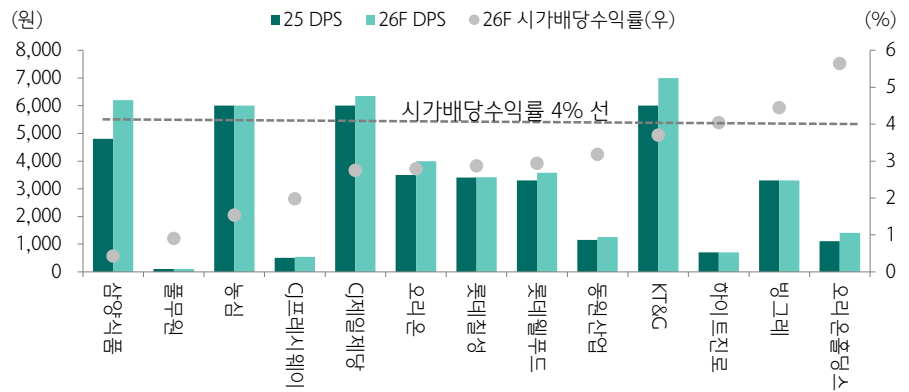
오리온은 올해 섹터 내 가장 유의미한 주가 상승을 시현 중이다. 중국을 필두로 실적 모멘텀이 부각되기도 했지만, 시발점은 배당이었다고 판단한다. 2025년 주당배당금을 전년대비 1천원 상향한 3,500원을 공시했다. 올해도 배당소득분리과세 요건에 부합하는 수준 이상 및 시중 금리를 고려하여 결정하겠다고 밝혔다. 최소 4천원 이상을 기대할 수 있다. 오리온은 중장기 섹터 내에서 가장 배당 확대 가능성이 높은 업체이다. 순현금이 약 1조원 내외를 포함하여 수원 물류센터(약 2,500억원) 등 유동화도 가능한 상황으로 파악된다.

현대그린푸드는 그룹사(현대백화점) 차원에서 주주환원을 강조하고 있다. 올해 약 110만주(발행주식수 대비 3.5%)를 매입 및 소각할 예정인 가운데, 주당배당금도 최소 전년대비 10% 증액(2025년 총 배당금 220억원)할 것으로 사료된다. 2025년 주당배당금은 676원이었는데, 올해는 740원 내외로 추정한다. 시가배당수익률은 3.9%이다.

시가배당수익률이 4% 내외로 추정되는 업체는, 오리온홀딩스/빙그레/하이트진로이다. 오리온홀딩스(26F DPS 1,400원)는 올해 사업사 오리온이 배당을 확대함에 따라 동반 주당배당금 상향 조정이 예상된다. 빙그레(26F DPS 3,300원, 전년 수준 가정) 및 하이트진로(26F DPS 700원, 전년 수준 가정)는 최근 주가 하락 기인해 배당 매력도가 높아졌다.

도표 49. 주요 업체 DPS/시가배당수익률 현황

KT&G는 대표적인 배당주



자료: Quantwise, 각 사, 하나증권

도표 50. 주요 음식료 기업 기업가치 제고 계획 정리

기업명	주주환원 계획
KT&G	<ul style="list-style-type: none"> 2024~27년 현금환원 규모 3.7조원(배당 2.4조원 + 자사주 매입 1.3조원) 발행주식총수 20% 소각 완료 2H26 새로운 주주환원 정책 발표 예정
오리온	<ul style="list-style-type: none"> 2025년 주당 배당금 2,500-> 3,500원으로 상향 배당소득분리과세 요건 부합하도록 2026년 주당 배당금 결정할 것 시중 금리 수준 반영할 것
농심	<ul style="list-style-type: none"> 배당성향 별도 기준 25% 유지 2025년 주당 배당금 5,000원->6,000원으로 상향, 최소 주당 배당금 5,000원 유지
롯데칠성	<ul style="list-style-type: none"> 2028년 주주환원을 30% 이상 목표
롯데월드푸드	<ul style="list-style-type: none"> 5개년 평균 주주환원을 35% 수준 목표
하이트진로	<ul style="list-style-type: none"> 2025~27년 배당성향 25% 이상 목표
동원산업	<ul style="list-style-type: none"> 배당성향 순차적 확대 실시 (20% -> 25% -> 30%) 반기 배당 도입, 연 2회 배당 실시(중간, 기말)

주: 각 사, 언론보도
자료: 하나증권

도표 51. 당사 커버리지 밸류에이션 테이블

	FY	매출액 십억원	영업이익 (지배)순이익 십억원	순이익 십억원	EPS 원	OPM %	NPM %	P/E x	P/B x	EV/EBITDA x	ROE %	Div_Ratio %
KT&G	25	6,579.7	1,343.7	1,090.1	8,973.4	20.4	16.6	15.8	1.7	10.6	11.8	4.2
	26F	6,972.8	1,488.3	1,154.6	10,738.0	21.3	16.6	16.7	1.8	10.7	12.1	3.8
	27F	7,251.7	1,580.9	1,224.2	11,792.7	21.8	16.9	15.2	1.7	10.1	12.2	3.9
삼양식품	25	2,351.8	524.2	389.4	51,697.4	22.3	16.6	23.8	7.4	16.0	37.6	0.4
	26F	2,934.5	702.2	537.6	71,363.7	23.9	18.3	20.2	6.2	13.7	35.8	0.1
	27F	3,530.6	849.5	649.3	86,194.5	24.1	18.4	16.8	4.6	10.9	31.7	0.1
오리온	25	3,332.4	558.3	382.7	9,679.9	16.8	11.5	10.9	1.1	4.2	10.5	3.3
	26F	3,722.5	659.0	496.2	12,549.9	17.7	13.3	11.2	1.3	5.2	12.4	2.8
	27F	4,022.5	741.5	568.7	14,383.7	18.4	14.1	9.8	1.2	4.4	13.0	2.8
C제일제당	25	27,342.6	1,233.6	(571.5)	(34,884.0)	4.5	(2.1)	N/A	0.5	6.4	(7.7)	2.9
	26F	28,370.1	1,328.9	447.7	27,332.4	4.7	1.6	8.4	0.5	6.1	6.2	2.6
	27F	30,142.4	1,477.9	513.2	31,326.6	4.9	1.7	7.3	0.5	5.7	6.7	2.6
농심	25	3,514.3	183.9	170.1	27,970.2	5.2	4.8	15.5	0.9	5.1	6.2	1.4
	26F	3,776.2	202.6	175.8	28,905.4	5.4	4.7	13.8	0.8	3.8	6.1	1.5
	27F	3,965.0	222.0	189.6	31,177.2	5.6	4.8	12.8	0.8	3.3	6.2	1.5
동원산업	25	9,583.7	516.1	367.0	8,795.2	5.4	3.8	4.8	0.5	4.9	11.6	2.7
	26F	10,080.6	554.5	345.1	7,818.0	5.5	3.4	4.9	0.4	4.3	9.4	3.3
	27F	10,483.8	594.4	387.7	8,782.6	5.7	3.7	4.3	0.4	3.8	9.7	3.3
하이트진로	25	2,498.6	172.3	41.5	582.2	6.9	1.7	31.7	1.1	6.5	3.7	3.8
	26F	2,522.8	187.5	99.0	1,389.1	7.4	3.9	12.2	1.0	5.8	8.6	4.1
	27F	2,573.3	193.0	99.8	1,400.7	7.5	3.9	12.1	0.9	5.6	8.3	4.1
롯데유틸푸드	25	4,216.0	109.5	72.3	7,734.2	2.6	1.7	14.8	0.5	6.7	3.3	2.9
	26F	4,401.1	171.8	101.9	11,030.0	3.9	2.3	11.0	0.5	5.7	4.6	2.7
	27F	4,577.1	193.2	114.2	12,406.2	4.2	2.5	9.8	0.5	5.2	5.0	2.7
롯데칠성	25	3,971.1	167.2	47.2	4,697.1	4.2	1.2	29.6	0.9	7.2	3.1	2.4
	26F	4,110.3	212.4	105.0	10,444.9	5.2	2.6	11.3	0.7	6.0	6.7	2.9
	27F	4,233.6	229.4	108.3	10,770.0	5.4	2.6	11.0	0.7	5.6	6.6	2.9
대상	25	4,401.3	169.3	(304.2)	(8,447.1)	3.8	(6.9)	N/A	0.7	4.6	(24.4)	4.0
	26F	4,457.2	192.3	100.2	2,780.7	4.3	2.2	7.5	0.7	4.1	9.1	4.1
	27F	4,594.6	203.5	110.4	3,065.7	4.4	2.4	6.8	0.6	3.8	9.4	4.1
풀무원	25	3,380.2	93.2	18.1	474.7	2.8	0.5	27.3	1.5	6.9	5.9	0.8
	26F	3,537.0	104.2	38.2	1,001.3	2.9	1.1	11.0	1.2	6.2	11.7	0.9
	27F	3,678.5	115.9	50.3	1,319.4	3.1	1.4	8.4	1.0	5.8	13.7	0.9
C프레시웨이	25	3,481.1	101.7	50.1	4,220.7	2.9	1.4	6.3	0.7	3.4	11.5	1.9
	26F	3,745.7	108.5	60.8	5,118.8	2.9	1.6	5.1	0.6	3.0	12.6	1.9
	27F	4,007.9	125.8	74.4	6,268.5	3.1	1.9	4.1	0.5	2.4	13.7	1.9

자료: 하나증권

기업분석

오리온(271560)	25
CJ제일제당(097950)	29
삼양식품(003230)	33

2026년 5월 19일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 220,000원(상향)
현재주가(5.15) 141,000원

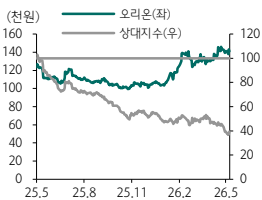
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,493.18
52주 최고/최저(원)	146,000/99,300
시가총액(십억원)	5,574.6
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	39,536.1
60일 평균 거래량(천주)	119.9
60일 평균 거래대금(십억원)	16.1
외국인지분율(%)	37.00
주요주주 지분율(%)	
오리온홀딩스 외 9인	43.81
국민연금공단	9.14

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	3,684.7	3,917.6
영업이익(십억원)	649.5	697.8
순이익(십억원)	487.1	529.8
EPS(원)	12,093	13,111
BPS(원)	104,057	112,994

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,104.3	3,332.4	3,722.5	4,022.5
영업이익	543.6	558.3	659.0	741.5
세전이익	692.2	546.6	692.3	780.1
순이익	524.6	382.7	496.2	568.7
EPS	13,269	9,680	12,550	14,384
증감율	39.28	(27.05)	29.65	14.61
PER	7.72	10.92	11.24	9.80
PBR	1.17	1.10	1.34	1.22
EV/EBITDA	4.37	4.15	5.21	4.40
ROE	16.57	10.51	12.44	13.01
BPS	87,814	96,349	105,400	115,784
DPS	2,500	3,500	4,000	4,400



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

오리온 (271560)

하반기도 ‘오리온’

‘실적’ 및 ‘신뢰’ 회복 원년→ 하반기도 적극적 매수 관점 유지

2017년 오리온 중국 실적은 ‘사드’ 논란으로 YoY -36% 급감했다. 2016년 매출 수준(약 1.3조원)을 회복한 시점이 2025년이였다. 그러나, 2024년 이종 산업 투자를 감행하면서 오히려 당시 주가는 De-Rating 되었다. 올해는 상황이 달라졌다고 판단한다. ① 중국 매출은 YoY high single~10%(로컬 통화 기준) 성장해 역사적 최고치를 경신할 것으로 예상되는 가운데, ② 배당 분리과세 요건에 부합하는 적극적인 주주정책을 지속 고수해 나갈 것으로 사료되기 때문이다. 오리온은 2025년 DPS 3,500원을 공시했고 2026년에도 최소 10% 증액이 예상된다. ③ 중국 외 베트남 및 러시아의 견조한 실적 개선이 이어지는 한편, 인도에서도 가시적 성과를 확인하는 한 해가 될 것이다. ④ 반면, 오리온 현 주가는 역사적 밴드 하단인 12개월 Fwd PER 10배 내외에 불과하다. 하반기에도 적극적인 매수 관점을 유지한다.

달라진 ‘중국’ 체력, 연중 호실적 이어질 것

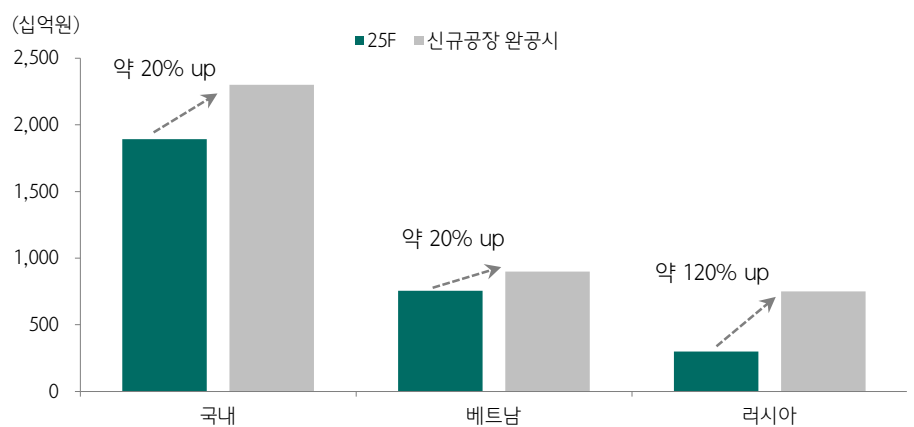
오리온의 올해 실적 개선 Key는 중국이다. 중국은 올해 매출 1.4조원을 상회하여 역사적 매출을 경신할 것으로 전망한다. 약 10년 만에 두 자리 수 탑라인 성장이 가능해 보인다. 고성장 중인 간식 및 온라인 채널에서의 보폭 확대가 고무적이다. ‘간식 채널’은 ‘가성비’를 앞세우면서 코로나 이후 급성장 중이다. 하반기도 간식 채널 주요 Player 상장이 예정되어 있다는 점을 감안시, 올해~내년도 간식 채널 점포 수 확장은 유효해 보인다. 오리온의 간식 채널 항 매출은 지난 5년 간 연평균 73% 성장했다. 간식 채널 비중은 2020년 2% 내외→ 2025년 26%까지 큰 폭 상승한 것으로 추산된다. 올해는 35%까지 상승할 것으로 추정된다. 손익 측면에서는 2Q25 출혈 경쟁 기인한 기저효과 및 ‘카카오’ 등 원재료 부담 완화가 긍정적이다. 하반기 갈수록 중국 내 CPI 정상화와 내수 부양책이 맞물리면서 내수 소비에 긍정적 영향을 미칠 것으로 사료된다.

올해 실적도 좋지만,
‘주주환원’도 강화 전망

2017년 오리온 중국 실적은 ‘사드’ 논란으로 YoY -36% 급감했다. 2016년 매출 수준(약 1.3조원)을 회복한 시점이 2025년이였다. 그러나, 2024년 이종 산업 투자를 감행하면서 오히려 당시 주가는 De-Rating 되었다. 올해는 상황이 달라졌다고 판단한다. ① 중국 매출은 위안화 기준 YoY 7~10%(한화 기준 11~14%) 성장해 역사적 최고치를 경신할 것으로 예상되는 가운데, ② 배당 분리과세 요건에 부합하는 적극적인 주주정책을 지속 고수해 나갈 것으로 사료되기 때문이다. 오리온은 2025년 DPS 3,500원을 공시했고 2026년에도 최소 10% 증액이 예상된다. ③ 중국 외 베트남 및 러시아의 견조한 실적 개선이 이어지는 한편, 인도에서도 가시적 성과를 확인하는 한 해가 될 것이다. ④ 반면, 오리온 현 주가는 역사적 밴드 하단인 12개월 Fwd PER 10배 내외에 불과하다. 적극적인 매수 관점을 유지한다.

완공시, 현재 Capa 대비
30% 생산 증대 효과 추산

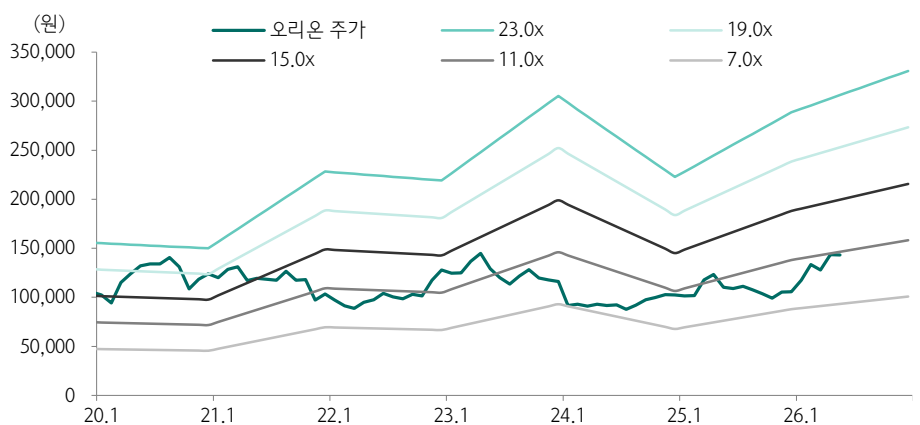
도표 1. 오리온: 신규설비 투자 완공시 Capa 추정



자료: 오리온, 하나증권

현 주가 역사적 밴드 하단 위치

도표 2. 오리온 12개월 Fwd PER Band



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 오리온 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	25	26F	27F
매출액	801.8	777.2	828.9	924.6	934.9	856.6	914.4	1,016.6	3,332.4	3,722.5	4,022.5
국내제과	282.4	291.3	282.6	289.5	283.4	303.0	288.3	301.1	1,145.8	1,175.7	1,222.8
중국제과	328.2	304.8	337.3	350.3	409.7	344.4	384.6	399.4	1,320.7	1,538.0	1,638.0
베트남제과	128.3	102.6	120.5	186.7	151.3	109.8	131.4	196.0	538.1	588.5	623.8
러시아제과	67.2	80.8	89.6	101.9	90.5	99.4	110.2	120.2	339.4	420.2	537.9
YoY	7.1%	8.1%	7.0%	7.3%	16.6%	10.2%	10.3%	10.0%	7.3%	11.7%	8.1%
국내제과	4.0%	4.9%	4.3%	4.5%	0.4%	4.0%	2.0%	4.0%	4.4%	2.6%	4.0%
중국제과	7.1%	3.0%	4.7%	1.4%	24.8%	13.0%	14.0%	14.0%	4.0%	16.5%	6.5%
베트남제과	8.5%	4.3%	-1.0%	5.9%	17.9%	7.0%	9.0%	5.0%	4.6%	9.4%	6.0%
러시아제과	33.0%	64.5%	44.7%	47.7%	34.7%	23.0%	23.0%	18.0%	47.3%	23.8%	28.0%
영업이익	131.4	121.5	137.9	167.6	168.1	138.0	160.2	192.7	558.3	659.0	741.5
국내제과	46.3	48.5	42.1	49.8	48.4	50.9	46.1	48.8	186.8	194.2	204.2
중국제과	56.0	52.3	67.0	66.5	79.9	60.6	76.9	79.1	241.7	296.5	327.6
베트남제과	21.2	14.0	21.3	39.6	26.6	15.4	24.3	47.0	96.1	113.3	124.8
러시아제과	8.6	9.8	11.7	16.6	14.2	12.1	14.9	19.8	46.6	61.0	85.0
YoY	5.0%	-0.2%	0.6%	4.9%	28.0%	13.6%	16.2%	15.0%	2.7%	18.1%	12.5%
국내제과	5.6%	3.4%	-3.8%	13.6%	4.5%	4.9%	9.5%	-2.1%	4.7%	4.0%	5.2%
중국제과	3.3%	-6.6%	5.4%	-5.4%	42.8%	15.9%	14.9%	18.9%	-0.9%	22.7%	10.5%
베트남제과	9.2%	-9.1%	-10.7%	-4.5%	25.3%	9.8%	14.3%	18.7%	-4.0%	17.9%	10.1%
러시아제과	9.2%	46.3%	26.9%	25.8%	65.8%	23.7%	27.2%	19.6%	26.2%	30.9%	39.3%
OPM	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	18.0%	16.1%	17.5%	19.0%	16.8%	17.7%	18.4%
국내제과	16.4%	16.7%	14.9%	17.2%	17.1%	16.8%	16.0%	16.2%	16.3%	16.5%	16.7%
중국제과	17.1%	17.2%	19.8%	19.0%	19.5%	17.6%	20.0%	19.8%	18.3%	19.3%	20.0%
베트남제과	16.5%	13.6%	17.6%	21.2%	17.6%	14.0%	18.5%	24.0%	17.9%	19.3%	20.0%
러시아제과	12.8%	12.1%	13.1%	16.3%	15.7%	12.2%	13.5%	16.5%	13.7%	14.5%	15.8%
세전이익	145.0	103.5	144.2	154.0	176.4	146.4	168.6	201.0	546.6	692.3	780.1
YoY	8.3%	-3.3%	2.3%	-50.4%	21.7%	41.5%	16.9%	30.5%	-21.0%	26.7%	12.7%
(지배)순이익	104.3	69.8	102.7	105.9	126.9	99.9	121.5	147.9	382.7	496.2	568.7
YoY	11.2%	-10.4%	3.0%	-58.2%	21.6%	43.0%	18.4%	39.7%	-27.0%	29.6%	14.6%
NPM	13.0%	9.0%	12.4%	11.5%	13.6%	11.7%	13.3%	14.5%	11.5%	13.3%	14.1%

자료: 하나증권

도표 4. 목표주가 22만원 도출

(단위: 원)

	27F	비교
(지배)EPS	14,400	
Target PER(배)	15	역사적 밴드 중단 값
목표주가	220,000	

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,912.4	3,104.3	3,332.4	3,722.5	4,022.5
매출원가	1,784.9	1,908.2	2,109.1	2,300.3	2,464.4
매출총이익	1,127.5	1,196.1	1,223.3	1,422.2	1,558.1
판매비	635.0	652.6	665.1	763.1	816.6
영업이익	492.4	543.6	558.3	659.0	741.5
금융손익	34.2	182.2	21.3	29.1	34.2
종속/관계기업손익	0.6	(4.6)	(27.5)	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.1)	(29.0)	(5.5)	4.2	4.3
세전이익	520.0	692.2	546.6	692.3	780.1
법인세	135.0	159.0	156.0	190.7	205.2
계속사업이익	385.0	533.2	390.6	501.6	574.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	385.0	533.2	390.6	501.6	574.9
비배주주지분 순이익	8.3	8.6	7.9	5.5	6.3
지배주주순이익	376.6	524.6	382.7	496.2	568.7
지배주주지분포괄이익	346.2	658.2	450.7	492.0	563.9
NOPAT	364.5	418.7	399.0	477.5	546.5
EBITDA	649.6	704.0	722.9	848.3	937.3
성장성(%)					
매출액증가율	1.36	6.59	7.35	11.71	8.06
NOPAT증가율	(4.56)	14.87	(4.71)	19.67	14.45
EBITDA증가율	3.39	8.37	2.68	17.35	10.49
영업이익증가율	5.51	10.40	2.70	18.04	12.52
(지배주주)순이익증가율	(4.03)	39.30	(27.05)	29.66	14.61
EPS증가율	(4.00)	39.28	(27.05)	29.65	14.61
수익성(%)					
매출총이익률	38.71	38.53	36.71	38.21	38.73
EBITDA이익률	22.30	22.68	21.69	22.79	23.30
영업이익률	16.91	17.51	16.75	17.70	18.43
계속사업이익률	13.22	17.18	11.72	13.47	14.29

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,527	13,269	9,680	12,550	14,384
BPS	72,415	87,814	96,349	105,400	115,784
CFPS	16,779	17,662	18,619	21,562	23,816
EBITDAPS	16,430	17,807	18,284	21,456	23,706
SPS	73,663	78,519	84,289	94,154	101,741
DPS	1,250	2,500	3,500	4,000	4,400
주가지표(배)					
PER	12.19	7.72	10.92	11.24	9.80
PBR	1.60	1.17	1.10	1.34	1.22
PCFR	6.92	5.80	5.68	6.54	5.92
EV/EBITDA	5.51	4.37	4.15	5.21	4.40
PSR	1.58	1.30	1.25	1.50	1.39
재무비율(%)					
ROE	13.91	16.57	10.51	12.44	13.01
ROA	10.93	13.40	8.59	10.31	10.82
ROIC	19.40	21.70	20.13	22.43	24.07
부채비율	19.15	20.55	17.55	17.76	17.38
순부채비율	(37.36)	(30.05)	(32.75)	(31.49)	(34.97)
이자보상비율(배)	136.77	536.21	37.62	45.71	49.46

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	1,628.2	1,647.4	1,867.0	1,995.6	2,338.0
금융자산	1,132.7	1,114.0	1,317.4	1,381.8	1,674.8
현금성자산	365.8	451.3	311.4	258.6	461.6
매출채권	191.0	177.3	182.0	203.3	219.7
재고자산	259.7	316.6	321.4	359.0	388.0
기타유동자산	44.8	39.5	46.2	51.5	55.5
비유동자산	1,893.2	2,661.1	2,731.6	3,030.4	3,152.3
투자자산	38.5	737.4	756.4	844.4	912.0
금융자산	5.4	9.2	33.8	37.2	39.8
유형자산	1,658.4	1,701.5	1,716.0	1,929.4	1,986.1
무형자산	53.8	70.1	90.2	87.7	85.2
기타비유동자산	142.5	152.1	169.0	168.9	169.0
자산총계	3,521.4	4,308.4	4,598.7	5,026.0	5,490.3
유동부채	398.9	537.6	498.2	550.1	590.0
금융부채	14.3	14.1	14.2	15.9	17.2
매입채무	122.7	163.2	145.8	162.9	176.0
기타유동부채	261.9	360.3	338.2	371.3	396.8
비유동부채	167.0	196.8	188.3	207.7	222.7
금융부채	14.3	25.8	21.8	21.8	21.8
기타비유동부채	152.7	171.0	166.5	185.9	200.9
부채총계	565.9	734.4	686.5	757.8	812.7
지배주주지분	2,862.4	3,471.2	3,808.7	4,166.5	4,577.1
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	251.8	251.8	251.8
이익잉여금	1,560.2	2,032.7	2,317.1	2,674.9	3,085.5
비지배주주지분	93.1	102.8	103.5	101.6	100.5
자본총계	2,955.5	3,574.0	3,912.2	4,268.1	4,677.6
순금융부채	(1,104.1)	(1,074.1)	(1,281.3)	(1,344.0)	(1,635.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	437.0	651.6	537.3	700.6	778.2
당기순이익	385.0	533.2	390.6	501.6	574.9
조정	159.8	49.7	216.7	189.2	195.8
감가상각비	157.2	160.5	164.6	189.2	195.7
외환거래손익	(0.8)	(3.4)	(2.1)	0.0	0.0
지분법손익	(0.6)	9.1	27.5	0.0	0.0
기타	4.0	(116.5)	26.7	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(107.8)	68.7	(70.0)	9.8	7.5
투자활동 현금흐름	(540.5)	(504.9)	(564.2)	(612.5)	(415.1)
투자자산감소(증가)	100.6	(602.6)	110.2	(95.3)	(75.0)
자본증가(감소)	(166.5)	(106.9)	(122.6)	(400.0)	(250.0)
기타	(474.6)	204.6	(551.8)	(117.2)	(90.1)
재무활동 현금흐름	(126.9)	(38.1)	(102.6)	(136.7)	(156.8)
금융부채증가(감소)	(89.4)	11.3	(3.8)	1.7	1.3
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)	(138.4)	(158.1)
현금의 증감	(230.5)	108.6	(129.5)	(81.3)	203.0
Unlevered CFO	663.4	698.3	736.1	852.5	941.6
Free Cash Flow	270.5	544.7	414.8	300.6	528.2

2026년 5월 19일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

목표주가(12M) 370,000원(상향)
현재주가(5.15) 228,500원

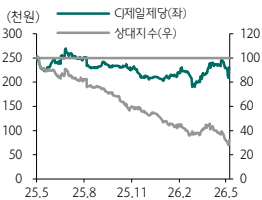
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,493.18
52주 최고/최저(원)	269,500/190,000
시가총액(십억원)	3,439.9
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	77.4
60일 평균 거래대금(십억원)	17.2
외국인지분율(%)	17.46
주요주주 지분율(%)	
CJ외 7인	45.50
국민연금공단	7.81

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	28,498.2	29,673.0
영업이익(십억원)	1,297.2	1,468.4
순이익(십억원)	550.9	645.3
EPS(원)	24,105	28,841
BPS(원)	460,160	484,405

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	27,239.7	27,342.6	28,370.1	30,142.4
영업이익	1,452.1	1,233.6	1,328.9	1,477.9
세전이익	573.5	64.9	840.4	977.5
순이익	132.3	(571.5)	447.7	513.2
EPS	8,074	(34,884)	27,332	31,327
증감율	(65.73)	적전	흑전	14.62
PER	31.64	(5.96)	8.36	7.29
PBR	0.53	0.48	0.50	0.47
EV/EBITDA	6.24	6.40	6.09	5.74
ROE	1.76	(7.67)	6.19	6.74
BPS	485,169	437,008	458,468	483,922
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000



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

CJ제일제당 (097950)

오랜 기다림 끝, '매수'로 대응할 시점

1분기 희망을 보다

연결 매출액 및 영업이익은 각각 7조 1,111억원(YoY -1.4%), 2,381억원(YoY -28.5%)을 시현했다. 물류 제외한 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4조 271억원(YoY -7.7%), 1,485억원(YoY -39.7%)을 기록했다. 손익은 시장 기대를 소폭 하회 했으나, 2분기부터 실적 개선 가능성을 시사했다. ① 국내 가공 매출은 선물세트 반영 효과 및 신제품 판매 호조 기인해 YoY 9% 증가했다. 대부분은 선물세트 반영 효과에 기인하나, 경쟁사 대비 아웃퍼폼한 성장률이다. 내수 소비의 하방 압력이 낮다는 전망 감안시, 중단기 경쟁사 대비 매출 회복 탄력도가 강할 수 있다. ② 바이오 매출은 YoY 10.4% 증가했다. 라이신을 포함 주요 아미노산 판가가 QoQ 상승하면서 탑라인 성장은 시장 기대를 상회했다. 아미노산 판가의 QoQ 상승세는 연내 이어질 것으로 예상되는 만큼 1분기 저점으로 가파른 체력 회복이 기대된다.

바이오 회복 속도는 예상보다 빠를 듯

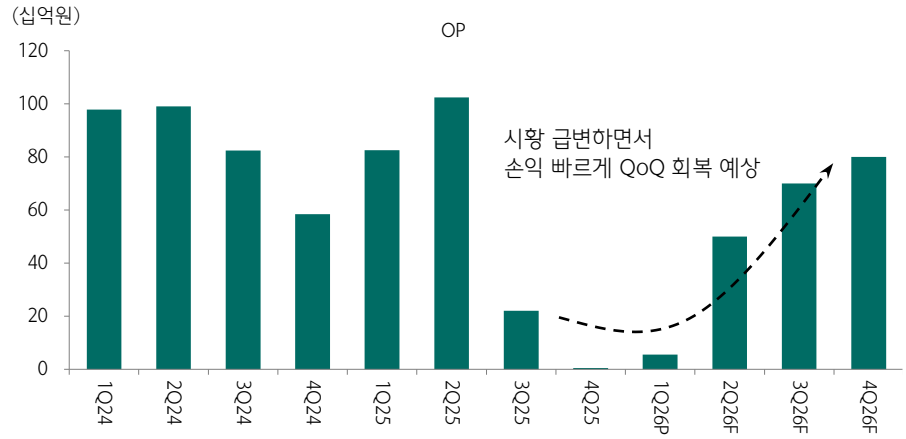
바이오 손익 개선 속도가 기존 당사 예상보다 빠를 듯하다. 전쟁이 촉발한 ① 곡물가 상승에 따른 아미노산 판가 전가, ② 경쟁사 메치오닌 공급망 이슈 따른 CJ제일제당의 중단기 반사수혜, ③ 유럽에 이은 북미의 중국산 라이신 반덤핑 관세 부과(3월부터 잠정 관세 부과, 7월 확정 관세 부과 예상)에 따른 판가 인상 및 판매량 증가가 기대되기 때문이다. 더불어, ④ 하반기 중국 돈가 및 소비 회복에 따른 라이신 판매 증가 가능성도 긍정적이다. 상기 감안시, 2분기 바이오 부문은 500억원 내외 이익 기여가 가능할 것으로 추정한다. 연간으로는 2,000억원~2,500억원 이익 기여가 가능할 것으로 예상한다. 바이오 시황 개선에 따른 손익 회복 기인해 2분기 연결 영업이익은 2,757억원(YoY -21.9%, OPM 4.0%)으로 추정한다. 하반기는 전년 기저효과와 더해져 유의미한 YoY 증익 기초가 전망된다.

매수로 대응할 시점

전쟁 기인해 시황이 급변하면서 CJ제일제당의 바이오 부문 손익은 예상대비 빠르게 회복할 것으로 전망된다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 8배에 불과하다. 실적 우상향 기초 감안시 매수로 대응할 시점으로 판단한다.

바이오 손익
빠르게 개선 전망

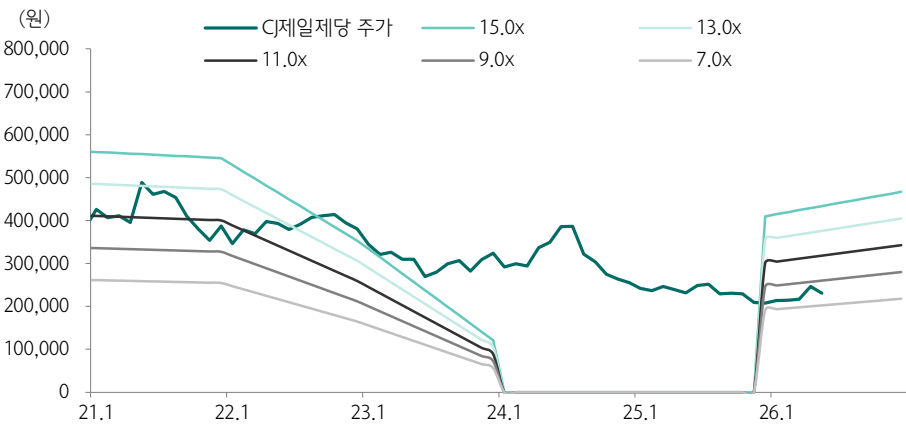
도표 1. 바이오 영업이익 추이



자료: CJ제일제당, 하나증권

현 주가 역사적 밴드 하단 위치

도표 2. CJ제일제당 12개월 Fwd PER Band



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. CJ제일제당 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	25	26F	27F
매출액	7,208.5	7,237.2	7,439.5	7,005.7	7,111.1	6,866.8	7,204.8	7,187.4	28,890.8	28,370.1	30,142.4
① 소재	438.9	477.9	487.6	428.3	408.2	468.4	477.9	419.7	1,832.8	1,774.2	1,738.7
② 가공	2,485.7	2,209.6	2,496.4	2,497.9	2,642.8	2,289.6	2,614.9	2,621.3	9,689.6	10,168.6	10,677.0
③ 바이오	895.4	1,079.8	979.4	979.4	988.7	1,123.8	1,103.3	1,095.3	3,934.0	4,311.1	4,526.7
④ F&C	542.5	555.3	469.2	-	-	-	-	-	1,567.0	-	-
⑤ 물류	2,992.6	3,048.4	3,066.6	3,177.1	3,214.5	3,120.0	3,170.0	3,200.0	12,284.7	12,704.5	13,200.0
YoY	-0.1%	0.0%	0.3%	-6.5%	-1.4%	-5.1%	-3.2%	2.6%	-1.6%	-1.8%	6.2%
① 소재	1.0%	-7.0%	-5.0%	-2.0%	-7.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-3.5%	-3.2%	-2.0%
② 가공	3.7%	0.8%	1.5%	3.8%	6.3%	3.6%	4.7%	4.9%	2.5%	4.9%	5.0%
③ 바이오	-12.4%	2.2%	-8.4%	-7.8%	10.4%	4.1%	12.7%	11.8%	-6.5%	9.6%	5.0%
④ F&C	-8.2%	-2.6%	-18.9%	-	-	-	-	-	-32.1%	-	-
⑤ 물류	2.4%	-0.4%	3.1%	0.5%	7.4%	2.3%	3.4%	0.7%	1.4%	3.4%	3.9%
영업이익	333.2	353.1	346.5	295.9	238.1	275.7	410.6	404.5	1,328.7	1,328.9	1,477.9
① 소재+가공	128.6	90.1	168.5	138.3	143.0	107.7	192.6	161.5	525.5	604.8	658.0
② 바이오	82.5	102.4	22.0	0.5	5.5	50.0	70.0	80.0	207.4	205.5	239.9
③ F&C	35.1	42.6	12.0	-	-	-	-	-	89.7	-	-
④ 물류	85.4	115.2	147.9	159.6	92.1	120.0	150.0	165.0	508.1	527.1	590.0
YoY	-11.4%	-7.9%	-16.7%	-21.6%	-28.5%	-21.9%	18.5%	36.7%	-14.4%	0.0%	11.2%
① 소재+가공	-30.3%	-33.7%	4.5%	-0.1%	11.2%	19.5%	14.3%	16.8%	-15.3%	15.1%	8.8%
② 바이오	-15.6%	3.4%	-73.3%	-99.1%	-93.3%	-51.2%	218.2%	15900.0%	-38.6%	-0.9%	16.7%
③ F&C	TB	24.9%	-63.3%	-	-	-	-	-	20.1%	-	-
④ 물류	-21.9%	-8.1%	4.4%	3.4%	7.8%	4.2%	1.4%	3.4%	-4.3%	3.7%	11.9%
OPM	4.6%	4.9%	4.7%	4.2%	3.3%	4.0%	5.7%	5.6%	4.6%	4.7%	4.9%
① 소재+가공	4.4%	3.4%	5.6%	4.7%	4.7%	3.9%	6.2%	5.3%	4.6%	5.1%	5.3%
② 바이오	9.2%	9.5%	2.2%	0.1%	0.6%	4.4%	6.3%	7.3%	5.3%	4.8%	5.3%
③ F&C	6.5%	7.7%	2.6%	-	-	-	-	-	5.7%	-	-
④ 물류	2.9%	3.8%	4.8%	5.0%	2.9%	3.8%	4.7%	5.2%	4.1%	4.1%	4.5%

주: 4Q25부터 F&C 부문 제외한 수치를 단순 합산하여 2025년 연간 매출/손익 산출
자료: 하나증권

도표 4. 목표주가 37만원 도출

(단위: 원)

	27F	비고
(지배)EPS	31,300	
Target PER(배)	12	업종 평균 Multiple
목표주가	370,000	

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	29,023.5	27,239.7	27,342.6	28,370.1	30,142.4
매출원가	22,970.9	21,085.2	21,434.6	22,360.1	23,661.8
매출총이익	6,052.6	6,154.5	5,908.0	6,010.0	6,480.6
판매비	4,761.0	4,702.5	4,674.4	4,681.1	5,002.7
영업이익	1,291.6	1,452.1	1,233.6	1,328.9	1,477.9
금융손익	(451.7)	(528.1)	(380.3)	(501.3)	(511.4)
종속/관계기업손익	19.6	25.5	27.9	0.0	0.0
기타영업외손익	(127.5)	(376.0)	(816.3)	12.7	11.0
세전이익	732.0	573.5	64.9	840.4	977.5
법인세	172.6	321.4	237.4	243.4	293.2
계속사업이익	559.5	252.1	(172.5)	597.0	684.2
중단사업이익	0.0	93.8	(244.5)	0.0	0.0
당기순이익	559.5	345.9	(417.0)	597.0	684.2
비배주주지분 손이익	173.5	213.7	154.5	149.2	171.1
지배주주순이익	385.9	132.3	(571.5)	447.7	513.2
지배주주지분포괄이익	405.0	695.8	(649.0)	732.9	840.0
NOPAT	987.1	638.3	(3,276.2)	944.1	1,034.5
EBITDA	2,833.7	3,010.2	2,865.7	2,988.8	3,114.8
성장성(%)					
매출액증가율	(3.51)	(6.15)	0.38	3.76	6.25
NOPAT증가율	(7.99)	(35.34)	적전	흑전	9.58
EBITDA증가율	(7.64)	6.23	(4.80)	4.30	4.22
영업이익증가율	(22.41)	12.43	(15.05)	7.73	11.21
(지배주주)순이익증가율	(35.24)	(65.72)	적전	흑전	14.63
EPS증가율	(35.24)	(65.73)	적전	흑전	14.62
수익성(%)					
매출총이익률	20.85	22.59	21.61	21.18	21.50
EBITDA이익률	9.76	11.05	10.48	10.54	10.33
영업이익률	4.45	5.33	4.51	4.68	4.90
계속사업이익률	1.93	0.93	(0.63)	2.10	2.27

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	23,559	8,074	(34,884)	27,332	31,327
BPS	442,682	485,169	437,008	458,468	483,922
CFPS	172,898	190,977	170,872	177,924	183,920
EBITDAPS	172,979	183,753	174,936	182,451	190,138
SPS	1,771,710	1,662,824	1,669,102	1,731,826	1,840,012
DPS	5,500	6,000	6,000	6,000	6,000
주가지표(배)					
PER	13.75	31.64	(5.96)	8.36	7.29
PBR	0.73	0.53	0.48	0.50	0.47
PCFR	1.87	1.34	1.22	1.28	1.24
EV/EBITDA	6.77	6.24	6.40	6.09	5.74
PSR	0.18	0.15	0.12	0.13	0.12
재무비율(%)					
ROE	5.55	1.76	(7.67)	6.19	6.74
ROA	1.29	0.44	(1.91)	1.49	1.66
ROIC	4.70	3.02	(15.21)	4.43	4.86
부채비율	151.33	146.45	157.50	152.76	148.53
순부채비율	80.56	85.04	91.10	82.72	74.93
이자보상비율(배)	2.51	2.89	2.52	2.76	3.06

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	9,580.2	9,000.0	8,869.1	9,671.6	10,592.9
금융자산	2,191.9	1,937.2	1,417.1	1,988.1	2,510.0
현금성자산	1,853.6	1,301.8	1,039.0	1,595.7	2,093.2
매출채권	2,733.2	3,176.7	2,919.0	3,028.7	3,217.9
재고자산	2,649.4	2,520.5	2,181.9	2,263.9	2,405.3
기타유동자산	2,005.7	1,365.6	2,351.1	2,390.9	2,459.7
비유동자산	20,026.0	21,133.7	20,875.7	20,768.6	20,777.2
투자자산	1,122.0	1,051.3	1,100.5	1,122.8	1,161.2
금융자산	816.1	714.3	721.9	729.9	743.8
유형자산	11,875.4	12,376.2	12,348.6	12,371.7	12,485.7
무형자산	4,308.3	4,846.4	4,546.9	4,394.4	4,250.6
기타비유동자산	2,720.3	2,859.8	2,879.7	2,879.7	2,879.7
자산총계	29,606.3	30,133.7	29,744.8	30,440.2	31,370.2
유동부채	9,555.6	10,311.7	10,433.3	10,581.5	10,837.0
금융부채	4,971.3	6,402.7	5,648.6	5,659.1	5,677.2
매입채무	2,169.4	1,915.7	1,884.9	1,955.8	2,077.9
기타유동부채	2,414.9	1,993.3	2,899.8	2,966.6	3,081.9
비유동부채	8,270.7	7,595.1	7,760.3	7,815.5	7,910.7
금융부채	6,710.9	5,932.3	6,291.2	6,291.2	6,291.2
기타비유동부채	1,559.8	1,662.8	1,469.1	1,524.3	1,619.5
부채총계	17,826.3	17,906.8	18,193.6	18,397.0	18,747.7
지배주주지분	7,151.5	7,847.6	7,058.6	7,410.1	7,827.2
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,222.8	1,304.4	1,295.8	1,295.8	1,295.8
자본조정	(193.2)	(178.0)	(190.1)	(190.1)	(190.1)
기타포괄이익누계액	308.6	908.0	845.3	845.3	845.3
이익잉여금	5,731.5	5,731.2	5,025.7	5,377.3	5,794.3
비지배주주지분	4,628.4	4,379.3	4,492.6	4,633.1	4,795.3
자본총계	11,779.9	12,226.9	11,551.2	12,043.2	12,622.5
순금융부채	9,490.3	10,397.9	10,522.7	9,962.2	9,458.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,444.8	2,255.3	2,481.6	2,671.5	2,719.9
당기순이익	559.5	345.9	(417.0)	597.0	684.2
조정	2,040.2	2,585.3	2,941.7	2,074.3	2,035.4
감가상각비	1,542.1	1,558.1	1,632.1	1,659.9	1,636.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(139.5)	(21.1)	(19.1)	0.0	0.0
기타	637.6	1,048.3	1,328.7	414.4	398.6
영업활동 자산부채변동	(154.9)	(675.9)	(43.1)	0.2	0.3
투자활동 현금흐름	(702.7)	(1,103.5)	(1,526.8)	(1,307.9)	(1,594.5)
투자자산감소(증가)	4,329.8	4,096.8	4,328.1	(31.1)	(47.2)
자본증가(감소)	(1,124.2)	(1,000.9)	(1,630.5)	(1,330.5)	(1,607.1)
기타	(3,908.3)	(4,199.4)	(4,224.4)	53.7	59.8
재무활동 현금흐름	(985.9)	158.1	(1,026.4)	(568.0)	(561.0)
금융부채증가(감소)	(449.0)	652.8	(395.3)	10.5	18.2
자본증가(감소)	93.9	81.6	(8.6)	0.0	0.0
기타재무활동	(542.6)	(488.1)	(502.3)	(482.3)	(483.0)
배당지급	(88.2)	(88.2)	(120.2)	(96.2)	(96.2)
현금의 증감	756.2	1,309.9	(71.6)	(2,116.0)	497.5
Unlevered CFO	2,832.3	3,128.5	2,799.2	2,914.7	3,012.9
Free Cash Flow	1,320.5	1,254.4	851.1	1,140.9	1,112.9

2026년 5월 19일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (유지)

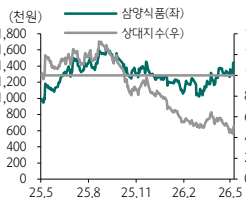
목표주가(12M) 1,800,000원
현재주가(5.15) 1,444,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,493.18
52주 최고/최저(원)	1,630,000/991,000
시가총액(십억원)	10,877.7
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	7,533.0
60일 평균 거래량(천주)	58.6
60일 평균 거래대금(십억원)	73.2
외국인지분율(%)	15.19
주요주주 지분율(%)	
삼양푸드스퀘어 외 6 인	44.98
국민연금공단	10.40

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	3,053.6	3,638.7
영업이익(십억원)	724.6	867.8
순이익(십억원)	556.2	661.3
EPS(원)	73,592	87,402
BPS(원)	234,810	317,310

Stock Price**Financial Data**

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,728.0	2,351.8	2,934.5	3,530.6
영업이익	344.6	524.2	702.2	849.5
세전이익	351.6	516.9	711.1	854.0
순이익	272.0	389.4	537.6	649.3
EPS	36,106	51,697	71,364	86,194
증감율	115.42	43.18	38.04	20.78
PER	21.19	23.81	20.23	16.75
PBR	7.00	7.39	6.21	4.63
EV/EBITDA	14.87	16.01	12.31	9.77
ROE	39.37	37.59	35.76	31.66
BPS	109,340	166,650	232,514	311,908
DPS	3,300	4,800	6,200	7,400



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

삼양식품 (003230)**내년도 실적 가시성은 높아 보인다****1Q26 Re: 호실적 발표**

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 7,144억원(YoY 35.0%), 1,771억원(YoY 32.2%, OPM 24.8%)을 시현했다. 시장 기대를 소폭 상회한 호실적이다. 국내 및 해외 매출액은 각각 YoY 38.6%, 38.0% 증가했다. 해외는 미주/중국/유럽이 고르게 고성장을 시현했다. 미국 매출은 YoY 37.0% 증가한 1,853억원을 시현한 것으로 파악된다. 중국 매출은 YoY 36.0% 증가한 1,713억원을 기록한 것으로 파악된다. 그 밖에 유럽 773억원(YoY 214.2%), 일본 99억원(YoY 34.3%), 인니 76억원(YoY 65.4%) 매출 기여를 시현한 것으로 추산된다. 국가별 수출 매출 비중은 미국 32%/중국 30%/유럽 13%/기타 23% 이다. 국내 매출은 전년 기저(Capa 부족으로 수출 대응 위함) 및 신제품 판매 호조(‘우지 라면’ 100억원 내외 기여) 기인해 YoY 38.6% 증가했다. 매출총마진이 YoY -3.9%p 하락했는데, 원가 개정 변경(판관비→매출 원가로 반영)에 따른 착시이다. 전년과 동일 기준 적용시 총마진은 YoY 1.7%p 개선된 것으로 추정된다.

2분기도 해외 매출 고성장 전망

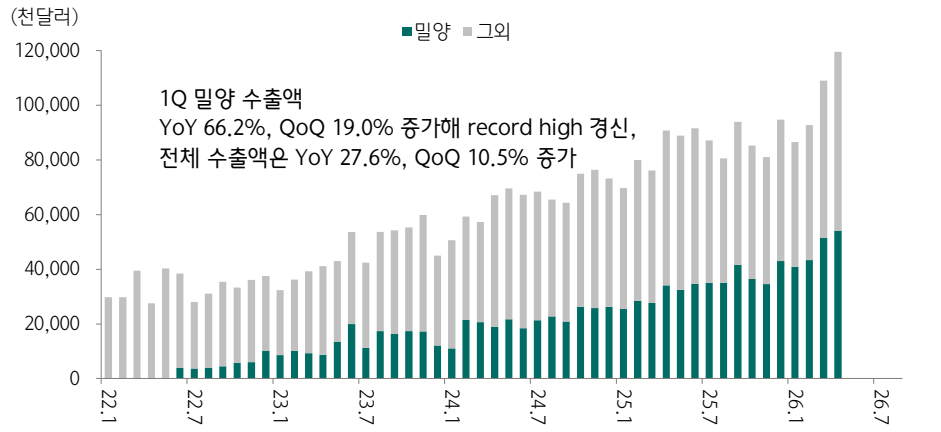
2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7,152억원(YoY 29.3%), 1,745억원(YoY 45.3%)으로 추정한다. 밀양2공장 가동 속도가 가팔라지면서 실적 기여도가 커지고 있다. 관세청 자료에 따르면, 밀양 수출액은 올해 들어 MoM 증가세를 보이고 있어 2분기도 YoY 고성장이 이어질 것으로 판단한다. 2분기 해외 매출 성장률은 1분기와 유사할 것으로 추정한다. 올해 연간 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2조 9,345억원(YoY 24.8%), 7,022억원(YoY 34.0%)으로 추정한다. 해외 비중은 작년 80.1%→올해 86%로 상승할 것으로 추정한다. 연말 중국 공장 시가동이 예정되어 있는 만큼 해외 비중 확대는 당분간 유효하다.

내년까지 실적 가시성 높아

성장주의 밸류에이션 프리미엄이 유지되기 위해서는 QoQ 매출 성장을 지속해야 되는데, 올해 연말 중국 공장 가동 예정 감안시 내년까지 QoQ 매출 성장은 지속될 것으로 사료된다. 삼양식품 현 주가는 16배 내외인데, 지난 3년 간 일본 Peer 주가는 12개월 Fwd PER 평균 14배~19배에서 거래 되었다. 주가 업사이드 여력은 아직 남아있다고 판단한다.

도표 1. 삼양식품 수출 추이

밀양 수출액 MoM 증가세



자료: 관세청, 하나증권

도표 2. 삼양식품 실적 추정

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	25	26F	27F
매출액	529.0	553.1	632.0	637.7	714.4	715.2	740.4	764.5	2,351.8	2,934.5	3,530.6
① 국내	77.6	87.6	92.0	102.6	107.5	99.0	92.0	102.6	359.8	401.1	409.1
② 해외	424.0	440.2	510.6	509.1	585.0	616.2	648.4	661.9	1,883.8	2,511.5	3,121.5
YoY	37.1%	30.3%	44.0%	33.2%	35.0%	29.3%	17.2%	19.9%	36.1%	24.8%	20.3%
① 국내	-2.4%	12.6%	21.4%	25.4%	38.6%	13.0%	0.0%	0.0%	14.3%	11.5%	2.0%
② 해외	46.7%	32.5%	49.8%	36.2%	38.0%	40.0%	27.0%	30.0%	41.0%	33.3%	24.3%
영업이익	134.0	120.1	130.9	139.0	177.1	174.5	178.6	171.9	523.9	702.2	849.5
YoY	67.3%	34.2%	49.9%	59.1%	32.2%	45.3%	36.4%	23.7%	52.1%	34.0%	21.0%
OPM	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	24.8%	24.4%	24.1%	22.5%	22.3%	23.9%	24.1%
세전이익	135.0	104.9	138.0	138.7	201.2	172.8	171.9	165.2	516.5	711.1	854.0
YoY	60.3%	13.6%	73.6%	44.9%	49.1%	64.8%	24.5%	19.2%	46.9%	37.7%	20.1%
(지배)순이익	99.1	84.5	110.2	95.6	144.6	134.9	130.8	127.4	389.4	537.6	649.3
YoY	49.0%	19.8%	87.2%	25.7%	45.9%	59.5%	18.7%	33.2%	43.2%	38.0%	20.8%
NPM	18.7%	15.3%	17.4%	15.0%	20.2%	18.9%	17.7%	16.7%	16.6%	18.3%	18.4%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,351.8	2,934.5	3,530.6
매출원가	776.2	1,004.8	1,298.8	1,525.9	1,818.3
매출총이익	416.7	723.2	1,053.0	1,408.6	1,712.3
판매비	269.2	378.6	528.8	706.4	862.9
영업이익	147.5	344.6	524.2	702.2	849.5
금융손익	(6.5)	(18.5)	(3.3)	(5.3)	2.6
종속/관계기업손익	5.5	0.2	0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	9.8	25.4	(4.3)	14.2	2.0
세전이익	156.3	351.6	516.9	711.1	854.0
법인세	29.7	80.4	128.2	174.0	205.3
계속사업이익	126.6	271.3	388.7	537.1	648.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	126.6	271.3	388.7	537.1	648.7
비배주주지분 손익	0.3	(0.7)	(0.8)	(0.5)	(0.6)
지배주주순이익	126.3	272.0	389.4	537.6	649.3
지배주주지분포괄이익	123.9	271.4	393.5	537.7	649.5
NOPAT	119.5	265.8	394.2	530.4	645.2
EBITDA	179.7	390.6	587.9	779.3	940.7
성장성(%)					
매출액증가율	31.23	44.86	36.10	24.78	20.31
NOPAT증가율	67.84	122.43	48.31	34.55	21.64
EBITDA증가율	55.85	117.36	50.51	32.56	20.71
영업이익증가율	63.16	133.63	52.12	33.96	20.98
(지배주주)순이익증가율	58.27	115.36	43.16	38.06	20.78
EPS증가율	58.23	115.42	43.18	38.04	20.78
수익성(%)					
매출총이익률	34.93	41.85	44.77	48.00	48.50
EBITDA이익률	15.06	22.60	25.00	26.56	26.64
영업이익률	12.36	19.94	22.29	23.93	24.06
계속사업이익률	10.61	15.70	16.53	18.30	18.37

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,761	36,106	51,697	71,364	86,194
BPS	75,884	109,340	166,650	232,514	311,908
CFPS	27,072	54,487	81,694	105,319	125,132
EBITDAPS	23,851	51,851	78,048	103,446	124,877
SPS	158,358	229,392	312,197	389,551	468,685
DPS	2,100	3,300	4,800	6,200	7,400
주기지표(배)					
PER	12.89	21.19	23.81	20.23	16.75
PBR	2.85	7.00	7.39	6.21	4.63
PCFR	7.98	14.04	15.07	13.71	11.54
EV/EBITDA	9.69	14.87	16.01	12.31	9.77
PSR	1.36	3.33	3.94	3.71	3.08
재무비율(%)					
ROE	24.81	39.37	37.59	35.76	31.66
ROA	12.05	19.67	20.54	21.84	21.15
ROIC	17.84	32.52	34.20	35.74	38.67
부채비율	102.90	92.60	72.74	54.33	44.29
순부채비율	17.79	4.32	9.84	(10.25)	(24.66)
이자보상비율(배)	12.08	23.91	34.73	42.99	54.21

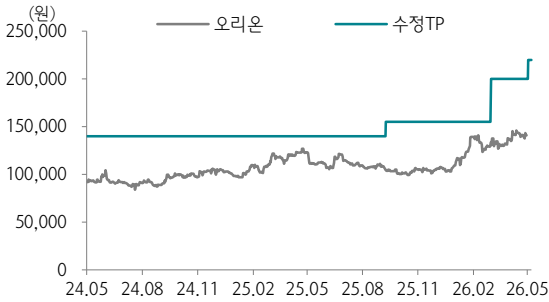
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	497.3	682.1	878.2	1,261.6	1,793.6
금융자산	241.5	350.4	379.1	640.6	1,048.0
현금성자산	218.7	334.8	332.8	590.1	993.1
매출채권	79.8	136.8	185.2	231.1	278.0
재고자산	142.2	148.0	245.0	305.7	367.8
기타유동자산	33.8	46.9	68.9	84.2	99.8
비유동자산	673.0	912.6	1,318.3	1,465.7	1,618.4
투자자산	10.5	15.8	18.2	20.0	21.9
금융자산	7.3	12.6	14.9	16.0	17.1
유형자산	544.3	749.3	1,073.9	1,223.4	1,378.5
무형자산	55.5	57.9	67.7	62.5	58.1
기타비유동자산	62.7	89.6	158.5	159.8	159.9
자산총계	1,170.3	1,594.8	2,196.5	2,727.3	3,411.9
유동부채	402.0	492.4	555.5	583.4	663.1
금융부채	175.5	132.0	164.0	119.4	124.9
매입채무	106.5	144.7	129.6	161.8	194.6
기타유동부채	120.0	215.7	261.9	302.2	343.6
비유동부채	191.5	274.3	369.5	376.8	384.2
금융부채	168.6	254.2	340.1	340.1	340.1
기타비유동부채	22.9	20.1	29.4	36.7	44.1
부채총계	593.5	766.7	925.0	960.1	1,047.3
지배주주지분	564.8	816.8	1,255.3	1,751.5	2,349.6
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.4	11.4	79.5	79.5	79.5
자본조정	(6.8)	(6.8)	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.3	4.6	8.8	8.8	8.8
이익잉여금	522.2	769.9	1,129.5	1,625.6	2,223.7
비지배주주지분	12.0	11.2	16.2	15.7	15.1
자본총계	576.8	828.0	1,271.5	1,767.2	2,364.7
순금융부채	102.6	35.8	125.1	(181.1)	(583.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.1	357.9	309.3	591.2	708.5
당기순이익	126.6	271.3	388.7	537.1	648.7
조정	49.3	94.0	114.4	82.3	88.6
감가상각비	32.2	46.0	63.7	77.1	91.2
외환거래손익	1.1	(12.9)	7.4	0.0	0.0
지분법손익	(5.5)	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0
기타	21.5	61.1	43.6	5.2	(2.6)
영업활동 자산부채변동	(7.8)	(7.4)	(193.8)	(28.2)	(28.8)
투자활동 현금흐름	(23.7)	(214.3)	(479.0)	(219.9)	(234.7)
투자자산감소(증가)	15.1	6.9	14.6	(1.9)	(1.9)
자본증가(감소)	(45.0)	(228.5)	(449.0)	(220.0)	(242.0)
기타	6.2	7.3	(44.6)	2.0	9.2
재무활동 현금흐름	40.6	12.6	152.4	(97.5)	(56.7)
금융부채증가(감소)	61.0	42.1	118.0	(44.7)	5.5
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	68.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.5)	(10.1)	(3.8)	(11.4)	(11.0)
배당지급	(11.9)	(19.4)	(29.8)	(41.4)	(51.2)
현금의 증감	184.9	156.2	(17.2)	169.4	403.0
Unlevered CFO	203.9	410.5	615.4	793.4	942.6
Free Cash Flow	123.1	129.5	(139.7)	371.2	466.5

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

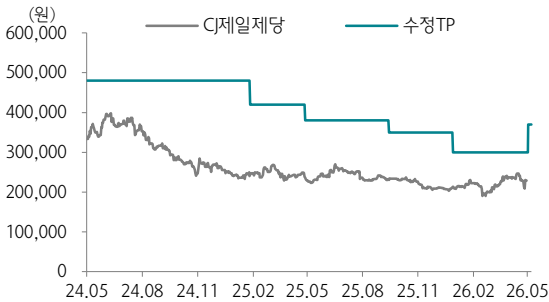
오리온



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.19	BUY	220,000		
26.3.18	BUY	200,000	-32.01%	-27.00%
25.9.25	BUY	155,000	-28.09%	-9.03%
25.4.24	1년 경과		-	-
24.4.24	BUY	140,000	-28.90%	-12.93%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

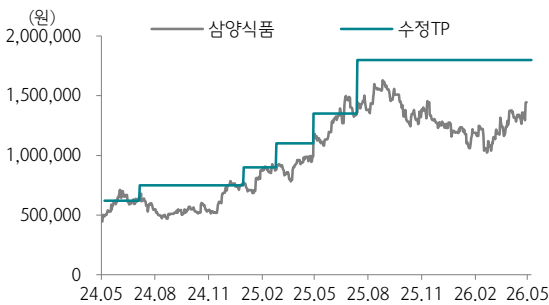
C제일제당



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.19	BUY	370,000		
26.1.14	BUY	300,000	-26.76%	-17.83%
25.9.30	BUY	350,000	-37.35%	-32.29%
25.5.14	BUY	380,000	-36.48%	-29.08%
25.2.12	BUY	420,000	-41.27%	-36.07%
24.7.12	1년 경과		-	-
23.7.12	BUY	480,000	-34.70%	-17.08%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼양식품



날짜	투자이건	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%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 19일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2026년 5월 19일 현재 해당회사의 유가증권들 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 투자이건 비율공시

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

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.26%	2.74%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 16일