[음식료·담배]
Overweight

피할 수 없다면, 즐길 수 있는 기업을 찾자

Feat. 관세, 미국 소비둔화

iM증권

2025.09.04

In-Depth Report

[음식료/담배]
이경신 2122-9211
ks.lee@imfnsec.com

CONTENTS

[산업분석]

Ⅰ. Summary 4

Ⅱ. 관세 이슈의 시작 5

Ⅲ. 미국 식료품 경기로의 나비효과 7

Ⅳ. 8월부터 시작된 관세 본게임 10

Ⅴ. 한국 음식료 업체의 대응 16

[기업분석]

삼양식품(003230) 24

동원산업(006040) 29

오리온(271560) 34

[산업분석]

Ⅰ. Summary 4

Ⅱ. 관세 이슈의 시작 5

Ⅲ. 미국 식료품 경기로의 나비효과 7

Ⅳ. 8월부터 시작된 관세 본게임 10

Ⅴ. 한국 음식료 업체의 대응 16

Summary

관세 이슈의 시작

- 7월까지 관세 효과는 제한적, 관련 비용 변동분이 소비자 가격으로 전가되는데 까지 시차 발생
- 8월 소비자심리지수 전월대비 -3.5pt, 관세관련 인플레이션 압력 반영. 미국 기대인플레이션 또한 상승하며 관세 우려 표출 → 9월부터 본격 영향 전망

미국 식료품 경기로의 나비효과

- 대외변수 불확실성 및 관련 소비둔화 등 다수의 부정적 요소가 결합되어 전반적 음식료 시장 위축으로 이어짐. 관련 요인은 국내외 업체 영업실적에 반영
- 한국 음식료 업체들의 경우 미국 내 경쟁심화, 할인판매 등 수요 확보를 위한 공격적 프로모션 지속에 따라 일부 기업 제외시 마진레벨에 부담 시현 2H25 추가적으로 발생할 관세요인까지 향후 수익성 추정에 감안될 필요성 대두

8월부터 시작된 관세 본게임

- 8월, 상호관세 협의에 따른 관세대응 시작. 미국 음식료 완제품 및 원부재료 수입가격 상승 예상, 카테고리별 민감도 상이
- 관련 이슈에 따른 물가의 상·하방 요인이 존재하나, 현지 소비둔화가 지속될 경우 기업의 전략은 물량 보전을 위해 보수적인 방향으로 전개될 가능성

한국 음식료 업체의 대응

- 국내 음식료 업체의 1) 완제품 수출가격 및 2) 원부재료관련 비용증가 리스크 노출. 3) 중장기 여타지역 확장으로 보완 가능하나 단기 (-)영향 예상
- 1) 현시점에서 변수가 가장 큰 미국 익스포저가 낮거나, 2) 미국 현지 경기 및 가격 탄력성이 낮은 제품을 보유한, 또는 3) 높은 마진레벨 및 소싱처 다변화가 용이한 구조 등으로 자체적 비용 조정이 가능한 기업에 대한 단기 관련 선호도가 높은 수준이 지속될 전망

제한적인 관세 영향의 국내 음식료 업체 찾기

1) 고성장과 레버리지 효과로 비용 이슈가 상쇄되는 삼양식품과 2) 제한적 관세이슈, 식품성장 동력 확보에 주주환원까지 기대가능한 동원산업 initiate, 3) 미국 성장에 주력하는 오리온 관심

아직 수면위로 온전히 올라오지 않은 관세 영향

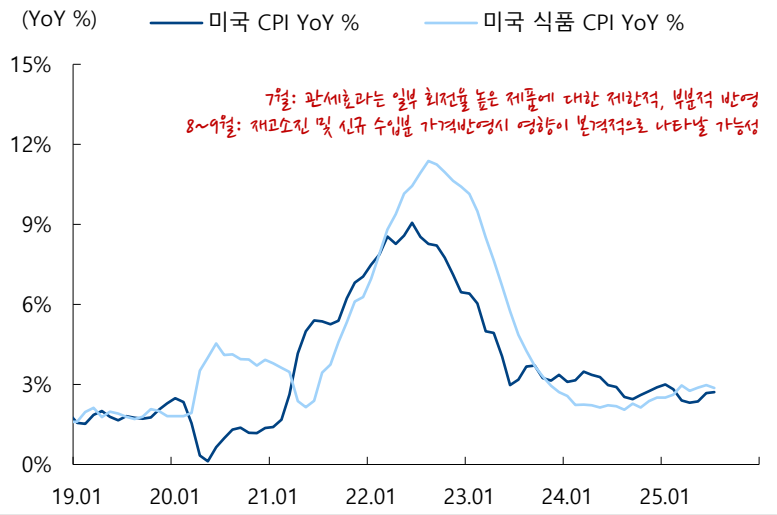
- 25년 1월 미국의 트럼프 2기 행정부가 출범한 이후 다양한 관세조치의 공세적 시행과 적용시점 유예, 예외 상황 등이 거듭되며 글로벌 교역에 혼란이 가중되고 있음

- 단, 기업마다 관세 변동에 대비한 선구매 및 재고 확보가 진행되었으며, 특히 4~7월 예비관세 적용 기간 동안 외생적인 불확실성에 대한 관망 목적으로 부담을 제한적으로 전가함 → 예상대비 미국 소비자 물가는 안정적이었던 것으로 파악

- 7월 미국 소비자물가지수 (CPI)는 +2.7% YoY로, 전월과 오름폭이 동일한 수준이었음
  다만 7월 지표의 경우 최근 본격화된 상호관세 영향이 제한적으로 반영되었음을 감안할 필요

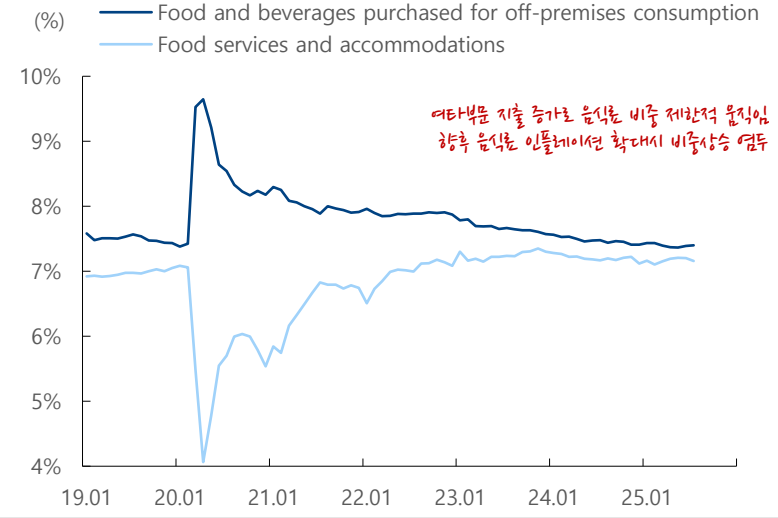
  → 트럼프 2기 정부 관세의 공식적인 발효 시기이나, 변동분이 소비자 가격으로 전가되는데 까지의 시차가 고려되어야 함

<그림1> 미국 CPI: 7월까지 안정, 8월부터 관세영향 반영 가능성



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, iM증권 리서치본부

<그림2> 미국 개인소비지출 내 음식료품 소비 축소 흐름

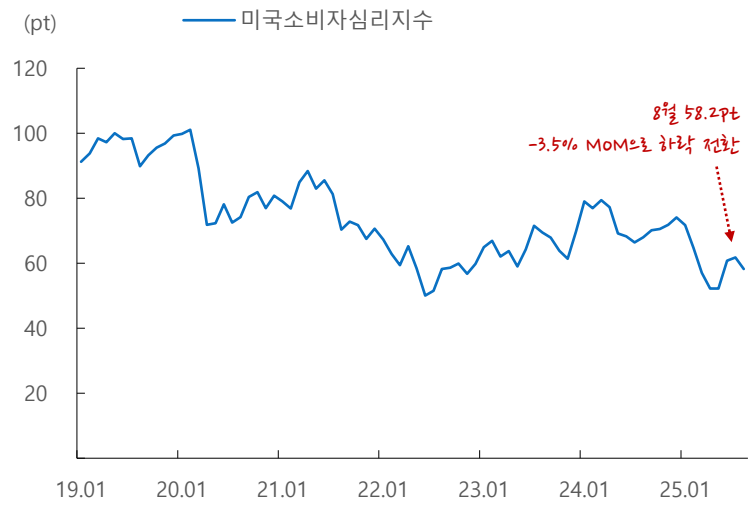


자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, iM증권 리서치본부

관세효과에 대한 음식료 본게임은 9월부터 시작된다

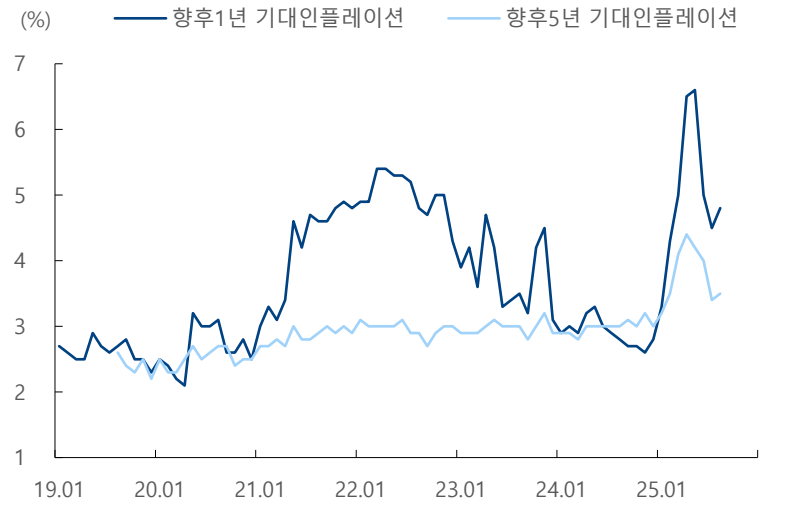
- 주요국-미국 간 관세협상 합의에 따라 기업들 또한 본격적인 대응이 시작됨
  여전히 불확실성은 존재하나, 여타업종대비 최소 필수소비재는 예외사항이 제한적으로, 영향에 대한 윤곽이 어느정도 가늠될 수 있음
- 미국 관세정책의 각종 비용이 본격적으로 반영되는 시점은 9월부터: 관련 기업 및 소비자의 대응이 시작되는 시기
- 8월 미국 소비자심리지수는 58.2pt (전월대비 -3.5pt)를 기록, 관세정책의 불확실성에 따라 25년 연초 이후 악화 흐름
  6~7월 무역 협상 진전, 증시랠리로 일부 반등했으나, 관세부과가 인플레이션 압력으로 이어질 수 있다는 전망에 재차 하락세 시현
- 8월 미국 향후 1년 기대인플레이션은 +4.8%로 7월대비 상승
  5년 기대인플레이션 또한 8월 상승흐름으로 전환 → 트럼프 행정부의 관세정책 지속으로 물가 장기 상승가능성에 대한 소비자 우려로 풀이

<그림3> 8월 미국 소비자심리지수: 6~7월 반등 후 8월 하락전환



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림4> 미국 기대인플레이션 8월 반등세, 물가상승 우려 반영

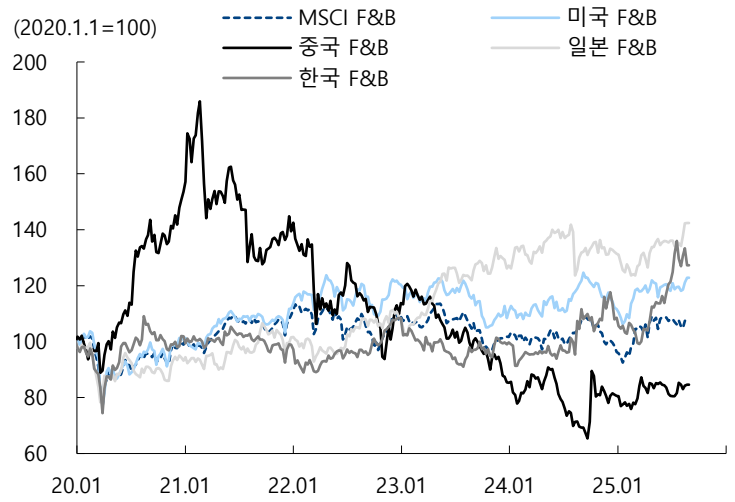


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

1H25 글로벌 F&B 영업실적: 미국 부담 반영

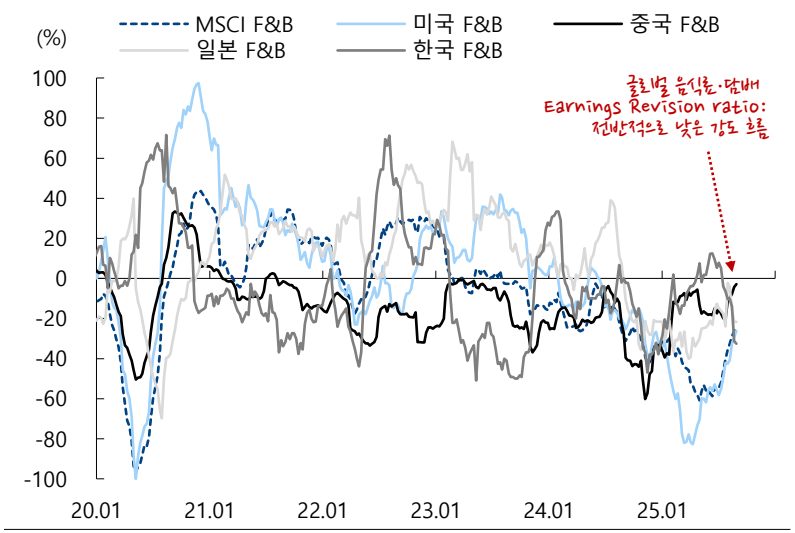
- 25년 연초 이후 글로벌 음식료 업체들은 필수소비재임에도 불구, 정치 경제적 대외요인들에 의한 높은 주가변동을 보임
- 특히 4월 초 예고없이 발표된 미국의 대규모 관세정책 발표는 지수와 동일한 움직임의 음식료 업체 주가 급등락으로 이어졌으며, 국가별 대외변수에 따라 비슷한 양상의 흐름을 시현한 바 있음
- 1H25 업체별 영업실적은 이러한 정치적 불확실성 및 관련 소비경기 둔화에 따라 1) 소비자 지출감소, 2) 공급망관련 비용 상승 및 3) 경쟁심화 등 다수의 부정적 요소가 결합되어 전반적 판매량 축소로 이어짐이 확인됨
- 특히 북미지역에서의 대외 불확실성에 따라 대다수 기업의 25년 연간 매출액 및 수익성 관련 가이던스 하향 조정 케이스가 빈번하게 발생함

<그림5> 글로벌 F&B 주가 비교



자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

<그림6> 글로벌 F&B Earnings Revision Ratio



자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

1H25 글로벌 F&B 영업실적: 우려요인 반영, 2H25도 이어질 가능성

- 관세관련 불확실성을 고려한다면 영업실적을 제한하는 우려요인은 2H25 및 이후까지 이어질 공산이 큰 상황
- 가격결정력을 보유한 기업의 경우 추가 가격인상을 통해 수익보전 계획을 제시했으나, 동시에 소비여건 악화로 인상 후의 판매량 축소 우려를 언급했다는 점은 여전히 경기관련 불확실성이 높음을 시사함

<표1> 미국 1H25 영업실적 내 북미지역 판매량 및 비용이슈와 관련한 언급내용 정리

기업	2Q25 영업실적 내 북미 판매량, 가격흐름	비용 이슈 언급내용	관세 관련 언급내용
Campbell's	미국 가정 내 조리수요 증가로 수프, Rao's 파스타소스 견조, 가격할인에도 물량주도 성장이 외형 확대 견인 스낵은 경쟁심화 등으로 수요 약세	adj. GPM 하락 (-1.1%pYoY) 가격인하효과 및 인플레이션, 공급망 비용 부담	미국 정부의 관세 부과를 리스크 요인으로 지목, 25년 EPS -0.03~0.05달러의 추가 하방 위험 추정 향후 1) 전략적 재고관리, 2) 소싱 및 원가 최적화, 3) 제한적 가격조정 추진
Kellanova	북미 순매출: - 3.8% YoY, Q -3.8% YoY로 가격변화 없음 미국 스낵, 냉동의 장기적인 수요 부진으로 볼륨 감소	adj. OPM -5.6%, 매출감소 및 원가상승으로 인한 이익하락 일부 네트워크 최적화 비용 및 합병비용 포함	
Nestle	북미 organic growth +2.3% YoY, 단Q -1.2% YoY. 냉동식품 점유율 회복세 단 소비 둔화와 가격인상에 따른 단기 탄력성 영향으로 실질 판매량 감소	GPM -0.6%p YoY로 커피, 코코아 가격 상승으로 하락했으나, 가격인상이 모두 상쇄하지 못함. 원재료 인플레이션, 성장 투자 확대, 환율 역풍 복합 작용	
Hershey	북미 초콜릿·캔디 매출 +32.0% YoY, 가격인상효과 +6%반영 재고조정 기저효과 (+13% 등 포함)	코코아 등 원재료 가격상승으로 GPM 조정, -9.7%p YoY. 볼륨 증가·가격 인상·공급망 개선·비용 절감으로 일부 상쇄	2Q 실적 내 추가 관세 비용 2백만달러 발생, 25년 연간 1.7~1.8억달러 예상 25년 완화 가능성 낮으나, 소싱 최적화, 가격 인상, 생산성 개선으로 흡수 계획
Mondelez	북미지역 순매출액 -3.5% YoY, 가격 -1.0%, Q -2.4% 영향 판매량 감소는 스낵·비스킷 부문 소비 둔화 및 카테고리 경쟁 심화에 기인. 가격은 전년 인플레이션에 따른 가격인상 효과가 사라지고 판촉·할인 활동이 늘어난 영향. 전반적으로 수요 부진과 가격 조정이 겹치며 역성장 발생	GPM -6.8%p YoY, 코코아 등 원재료 및 운송비 상승이 비용구조 악화 원인. 저마진제품 확대로 수익성 하락	25년 전망에서 향후 미국·멕시코·캐나다 협정 (USMCA) 관련 관세 변화는 전망치에 반영되지 않았다고 언급 향후 무역·관세 정책은 리스크 요인으로 지목됨
Coca-cola	북미 Q -1% YoY. 경기 불확실성과 저소득층 소비자 압박이 여전히 존재 외식채널과 푸드서비스 고객과의 협업, 브랜드 마케팅 강화로 점유율 개선	북미지역 OP +10% YoY, 가격인상, 비용효율화에서 기인 단 제로슈가, 다이어트콜라 마케팅투자 집행이 부담으로 작용	관세·무역환경이 비용구조에 미치는 영향은 관리 가능한 수준
Pepsico	북미 스낵 매출액 -2% YoY, Q -1.5% YoY. 카테고리 전반 부진, 일부 채널 수요 약세 영향. 북미 음료 Q -4% YoY, 탄산전반 부진 및 저소득층 소비자 위축	볼륨 하락 등에 따라 스낵중심 영업이익 감소 2H25 생산성 프로그램 강화로 많은 비용절감 계획 (공장 2곳 폐쇄, 인력 최적화, ERP 기반 구매절감, 외주 계약 축소 등)	관세영향을 추정치에 반영했으며, 추가 대응책 준비중이라고 언급
AB inBev	업계전반 부진, 총매출액 +2.1% YoY로 가격, 믹스효과 반영	미국 EBITDA +4.2% YoY, 판매량 감소 및 마케팅비용 확대에도 생산성 향상	거시환경 리스크 요인 중 하나로 관세관련 인플레이션 압박 언급
Chipotle	총 매출액 +3.0% YoY에도 거래건수 -4.9% YoY, 매출 증가는 주로 신규매장 개점영향. 기존매장 거래건수 감소	OPM 18.2% (-1.5%p YoY). 판매량 둔화로 고정비 확대, 거래량 감소 및 임금부담 증가	식음료 포장 원가상승 요인 중 하나로 관세 명시. 현실적에 영향은 제한적이나, 향후 공급망 비용 및 소비자가격에 영향을 줄 수 있음
Domino's Pizza	미국 SSSG +3.4% YoY, 배달 및 포장 모두 성장	GPM 개선은 식자재공급망 매출증가 영향에 미국 가맹점 로열티·광고 수익 증가가 더해진 것에서 기인. 직영 GPM -2.0%pYoY, 식자재 가격상승영향	치즈를 포함한 원재료 비용상승 가능성 및 정부의 규제, 무역정책이 비용구조에 영향을 미칠 수 있음을 언급함
Darden Restaurant	Olive Garden SSSG +6.9% YoY, 프로모션 및 배달/포장채널 강세 LongHorn Steakhouse SSSG +6.7% YoY. 단 고급레스토랑 매출감소	물가 상승분이 아직 낮은 수준으로 반영. 인건비는 생산성 개선으로 상쇄	
McDonald's	미국 SSSG +2.5% YoY. 거래건수 감소에도 객단가 상승 가격인상 및 메뉴 믹스 효과주효	프렌차이즈 마진증가에 따라 이익개선	향후 리스크요인에 정부 규제 및 무역정책 변화에 따른 비용구조 영향 언급. 2Q25 미국실적에 직접적으로 관세가 반영되지 않음
Altria Group	궐련 출하량 -10.2% YoY. 담배시장 -8.5% YoY 및 불법담배 확대, 가처분소득 압박 영향	가격인상 및 비용절감에 따라 출하량 감소관련 (-) 요인 상쇄	2Q25 영업실적 내 관세영향은 제한적이나, 25년 가이던스에서 관세관련 물가상승 영향의 반영가능성 언급

자료: 각 사, Bloomberg, iM증권 리서치본부

2Q25 한국 음식료 업체들의 미국, 역시 쉽지 않았다

- 2Q25 한국 음식료 기업들의 미국 영업실적 성과는 업체별 상이한 흐름을 보인 바 있음
- 전반적으로 미국 내 경쟁심화, 할인판매 등 수요 확보를 위한 공격적 프로모션 지속에 따라 일부 업체 제외시 마진레벨에 부담 시현
- 대부분 2H25 현재까지 관련 흐름이 이어지고 있으며, 추가적으로 발생할 관세요인까지 향후 수익성 추정에 감안될 필요성에 대해 언급함

<표2> 2Q25 한국 음식료 업체의 미국 영업실적 관련 코멘트 정리

기업	2Q25 미국관련 영업실적 및 내용
CJ제일제당	미국 (CJFOOD+쉬완스) 현지성장률 -0.2% YoY (FX +2.4% YoY) 디저트 가동중단으로 2H25까지 고정비 상승. 주요제품 경쟁심화 관련 2H25 비용지출 가능성 언급
농심	미국 원화기준 매출액 -3.8% YoY 현지기준 1) 판매량은 일부 성장 중이나 2) 에누리 지속에 따라 매출액 영향 2Q25~ 툼바 등 신제품 투입. 효과는 채널별 투입속도를 감안시 점진적 증가 예상 3Q25 신제품 투입에 따른 비용투입 계획 언급 7월 전채널 및 전제품에 대해 10% 초반의 가격인상 진행, 에누리 측면 고려시 일부 반영될 것
삼양식품	미국 현지성장률 +33.3% YoY 관세 변동에 따라 6월 여타지역 물량을 미국에 선공급한 바 있으나 여전히 수요 견조한 것으로 파악
풀무원	미국 현지성장률 -3.6% YoY 25년 경기둔화 예상에 따라 1H25 미국 클럽향 물량 조정, 24년 높은 베이스로 조정폭이 확대됨 3Q25부터 PB, 두부매출 확대, 누들제품 등을 통한 매출 본격화 계획
빙그레	미국 성장률 +32.6% YoY, 냉동중심 견조한 상황 지속 관세관련 선재고 구축보다는 현지 소비에 따른 성장으로 파악 보통 상반기에 수출 물량이 나가는 경향 존재

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

8월, 상호관세 협의에 따른 관세대응 시작

- 7월 말 미국과 관세협상을 거치면서 국가별 상호관세율, 적용시기 확정
- 미국이 한국에 대해 부과하는 관세율은 당초 예정되었던 25%에서 15% 수준으로 합의
- 단 비교적 성공적인 합의에도 불구하고 평균 관세율은 기존 한미 FTA에 따른 무관세기조 대비 큰 폭으로 상승

- 8월 29일 미국 연방순회 항소법원, 7:4 결정으로 트럼프의 국제비상경제권법 (IEEPA)을 근거로 부과한 관세를 위법으로 판단
- 법원은 트럼프 행정부가 미국 대법원에 상고할 기회를 주기 위해 10월 14일까지 관세 유지 조치 허용
- 다만, 대법원 판결과 별개로 트럼프 행정부의 관세 드라이브가 상당기간 이어질 가능성을 염두, 관세의 근거가 되는 법적 옵션 존재

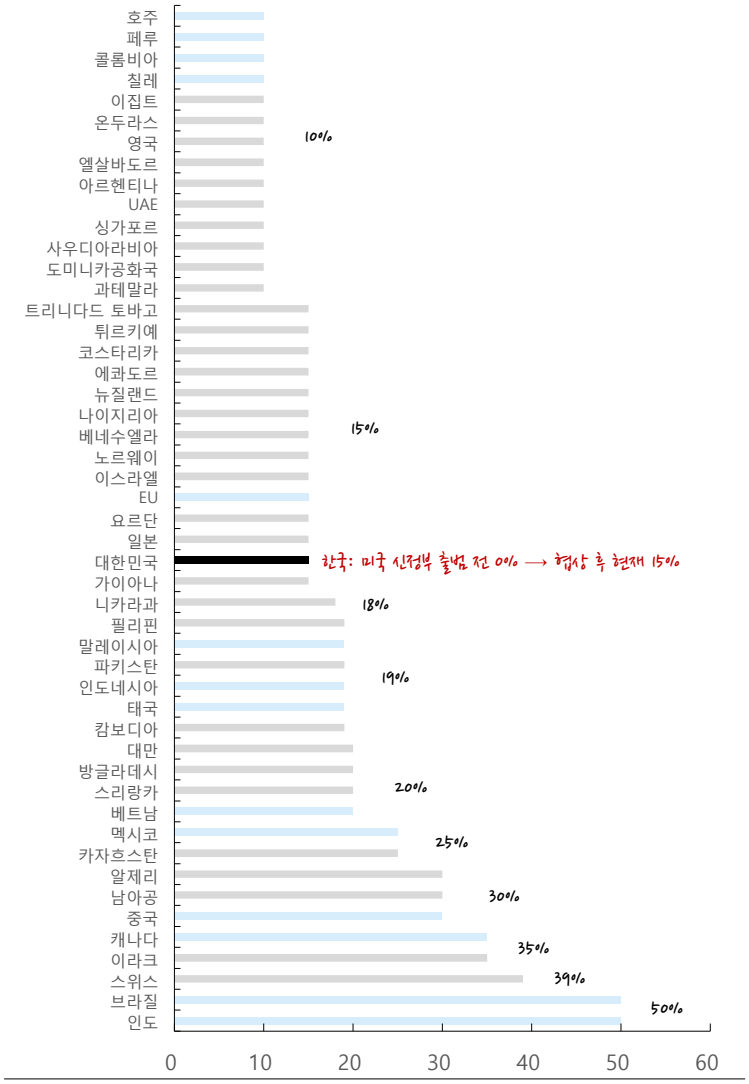
  → 기업들의 불확실성이 확대되는 구간, 미국 내 경제활동 위축 또한 지속될 가능성에 초점

<표3> 미국 음식료 산업 부문별 수입 의존도

부문	주요 공급국	미국 수입 의존도	비고
커피	브라질, 콜롬비아, 베트남	거의 전량 수입	수입 대체 어려움
카카오	코트디부아르, 가나, 에콰도르, 네덜란드(재가공)	거의 전량 수입	수입 대체 어려움
과일	멕시코, 칠레, 코스타리카, 에콰도르	계절, 품목별 상이	
채소	멕시코, 캐나다, 네덜란드	계절, 품목별 상이	
팜유, 식물성 유지류	인도네시아, 말레이시아	전량 수입	가공식품 원재료 비용 상승, 식물성 유지류 전반 압박
치즈, 유제품	EU (프랑스, 이탈리아, 네덜란드), 뉴질랜드, 캐나다	특정 치즈, 유제품 의존도 높음	
곡물	캐나다, EU, 남미	낮음 (미국 자체생산 우위)	
설탕	멕시코, 브라질 등	20~25% (쿼터 중요)	감미료 가격 상승, 가공식품 제조 비용 증가
간편식, 가공식품	캐나다, 멕시코, EU, 아시아 (중국, 베트남)	15~20%	가공식품 가격 상승, 소비자 선택 제한
포장재	캐나다, 중국, 한국, 일본, EU	30~40% 음료용 캔)50%	음료/캔 포장 원가 상승, 소매가 반영 압박

자료: iM증권 리서치본부

<그림7> 국가별 상호관세율 비교



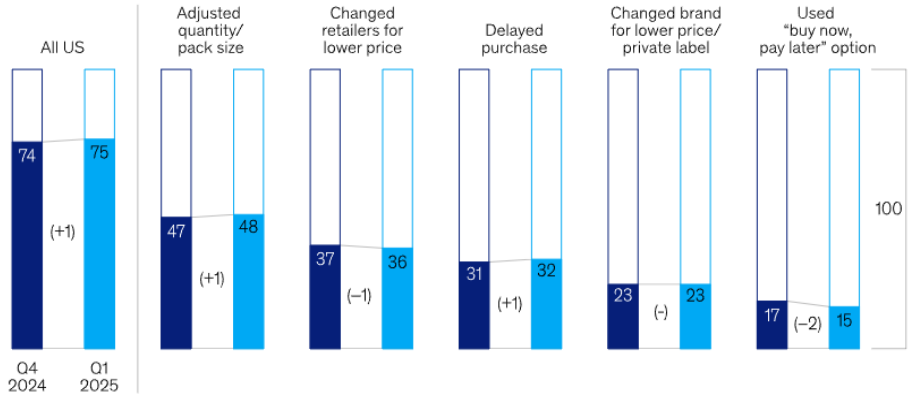
자료 : 미국 백악관, iM증권 리서치본부
주: 중국, 캐나다, 멕시코는 펜타닐관세, 브라질, 인도는 추가관세 합산 반영

관세관련, 향후 미국 음식료 물가의 상방요인 vs. 하방요인

- 미국 음식료 물가의 변동요인:
  1) 하방요인: 수요감소, 대체제 선호 대응에 따른 가격조정 ↔ 2) 상방요인: 음식료 제조업체들의 비용상승 전가에 따른 제품가격 인상
- 실제 미국 식료품가격은 전반적인 상승압력을 받고 있으며, 이는 CPI 중 식료품부문의 오름세로 확인이 가능함
- 다만 소비둔화가 겹침에 따른 저가지향 (trading-down) 소비는 상승률 일부를 상쇄하는 요인으로 작용 중
- 소비자 계층별 물가 체감 차이 확대 중:
  중산층 이하 소비자의 저가제품 선택으로 물가 부담을 일부 완화하려는 움직임 ↔ 고소득층의 경우 프리미엄 제품에 대한 구매성향 유지
- 단, 최근 기업 전략의 무게중심이 소비감소 대응으로 이동하면서 마케팅비용 부담 증가, mixed ASP 개선 및 마진상승에 한계

  → 결국 외부변수 불확실성에 의한 소비둔화 흐름이 지속될 경우 기업의 영업전략 또한 보수적인 초점이 맞춰질 수 밖에 없음

<그림8> 25년 초 미국 소비자 중 75%의 다운그레이드 소비 경험



자료: McKinsey ConsumerWise Global Sentiment Survey (25.02, n = 4,000), iM증권 리서치본부
주: 지난 3개월 내 제품소비에서 유통업체간 가격비교, 저가브랜드/PB제품 선호, 쿠폰사용, 소비연기 등 Trading down 소비경험 유무

<표4> 미국 내 음식료 제조 및 유통 업체의 관세인상 관련 예상 리스크 언급내용 정리

기업	상승 가능 품목 및 영향 범위	부담 및 대응 전략
Walmart	식료품 (바나나, 아보카도, 커피 등) 등 광범위	- 관세로 인한 비용상승을 흡수하는데 한계, 인상 불가피 - 일부 상품 가격을 인상하기 시작했으며 '전례없는' 수준이 될 것이라고 언급함 - 미국 전역에 4,000개 이상의 매장을 보유, 관세로 인한 가격 인상은 소비자 물가에 직접적인 영향 가능 - 단 트럼프 대통령은 이를 비판하며 비용을 소비자에게 전가하지 말 것을 요구함
Kraft Heinz	커피 등	- 커피 원두 가격 상승과 관세로 인한 비용 증가로 인해 공급업체에 가격 인상 시 60일 사전 통보 요청 - 커피부문의 매출 비중은 3%에 불과하나 수익성에 중요 역할 - 가격 인상은 저가 커피 브랜드에 특히 민감하게 작용 가능
J.M. Smucker	잼 및 스프레드류 (EU 수입 제품)	- EU로 수출 시 24% 이상의 높은 관세로 인해 미국산 잼 수출 제한. 현재 미국 정부에 상호적인 관세 부과 요청 - 미국 내에서는 관세로 인한 직접적인 원가 상승보다는 EU 시장에서의 경쟁력 약화가 주요 이슈로 부각
Mondelez	쿠키, 크래커 등 스낵류	- 미국 판매량의 13%가 멕시코에서 생산. 현재 관세영향 최소화를 위해 USMCA 준수 공급망을 활용하고 있으며 일부 제품 및 원재료 조달처 다변화 중 - 관세로 인한 생산비용 증가 (원가 +6%p)로 가격인상 가능성 언급 - 그러나 이미 몇년간 인플레이션으로 소비자들이 구매를 줄이는 상황으로, 추가적인 가격 인상은 판매에 부정적인 영향을 미칠 수 있음
Diageo	테킬라, 캐나다산 위스키 등 주류	- 멕시코산 데킬라, 캐나다산 위스키 관세 (미국 매출 22% 비중)로 인해 1.5억달러의 수익 감소 예상 - 가격 인상, 판촉 활동 축소, 투자 재조정 등 고려 중. 단 시간이 소요될 것으로 예상 - 관세로 인한 비용 증가를 상쇄하기 위한 전략을 모색 중이며, 미국 내 재고를 사전 확보하는 등 공급망 전략도 검토하고 있음
Constellation Brands	맥주 (모델로, 코로나), 알루미늄 캔, 와인 등	- 캔 등 25% 관세로 연간 최대 10억달러 비용증가 예상 - 특히 멕시코에서 수입하는 맥주와 알루미늄 캔에 대한 관세가 주요 부담으로 작용 - 히스패닉 소비자층의 소비 감소와 이민 정책 강화로 인해 매출에 부정적인 영향이 발생하고 있음 - 중기 재무전망 하향조정, 가격인상 및 비용절감 전략 모색 중
Conagra Brands	식품 전반 (포장재 포함)	- 포장재 비용 증가로 인해 제품가격 인상 가능성 - 다양한 식품 브랜드를 보유하고 있으며, 포장재 비용 상승은 전체 제품 라인에 영향을 미칠 수 있음
Coca-Cola	알루미늄 캔, 원액 등	- 알루미늄 캔은 25%의 관세에 따라 현재 조달처를 조정하고 있으며, 플라스틱 병으로 전환 고려 중
PepsiCo	음료 및 스낵류 전반	- 아일랜드 생산 농축액에 10% 관세 부과로 연간 1.9억달러의 추가비용 발생 - 관세로 인한 비용 증가로 인해 재무 전망 하향 조정 언급
Campbell's	수프 등 통조림 제품	- 캐나다산 철강, 알루미늄에 25% 관세부과, 카놀라유 등 포장 및 원재료 비용 증가 - 통조림 제품은 포장재 비용에 민감함. 따라서 관세로 인한 비용 상승은 제품 가격에 직접적인 영향 가능 - 단 최근 대내외변수를 고려, 25년 EPS 성장률 조정
Tyson Foods	육류제품 전반	- 미국 내 주요 육류 생산업체로서, 관세로 인한 비용 상승은 전체 제품 라인에 영향을 미칠 수 있음 - 비용전가 목적 제품가격 인상 가능성
General Mills	시리얼, 스낵 등 식품 전반	- 다양한 식품 브랜드를 보유하고 있으며, 관세로 인한 비용 상승이 수익성에 영향을 미칠 수 있음 - 캐나다산 귀리 수입에 25% 관세부과로 원재료 비용이 상승했으며, 수프 등 제품의 캔포장에 사용되는 철강 또한 관세로 인해 포장비용이 증가함 - 여기에 캐나다가 미국 제품에 대한 보복관세를 부과함에 따라 General Mills의 캐나다 수출 제품에 대한 비용이 증가됨 - 향후 비용전가 목적 제품가격 인상 가능성 언급

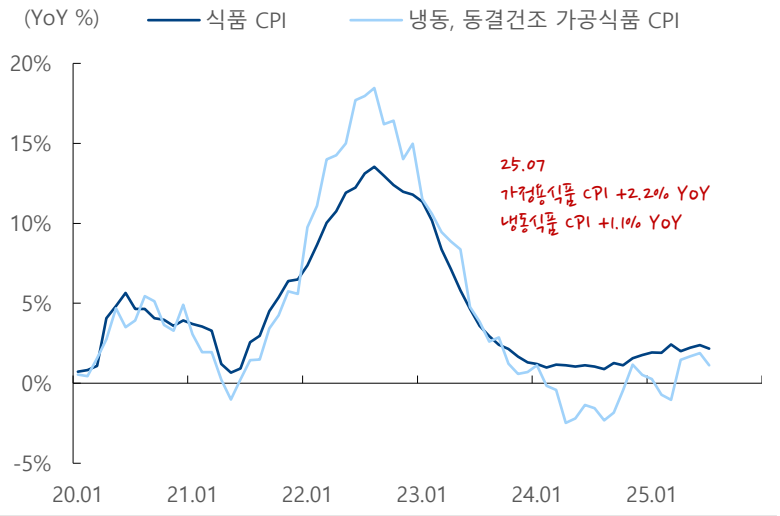
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 냉동식품 Case: 기존 업체별 소비양극화 대응 차별화 → 최근 저가전략 강화 움직임

- 7월 미국 냉동 동결식품 CPI는 전월대비 +0.1%, 전년동월대비 +1.1% 상승
- 이는 전체 식료품 CPI (+2.2% YoY) 대비 낮은 상승률 → 외식을 대체하는 트랜드에 더해 제품가격 민감도가 더 커졌음을 의미

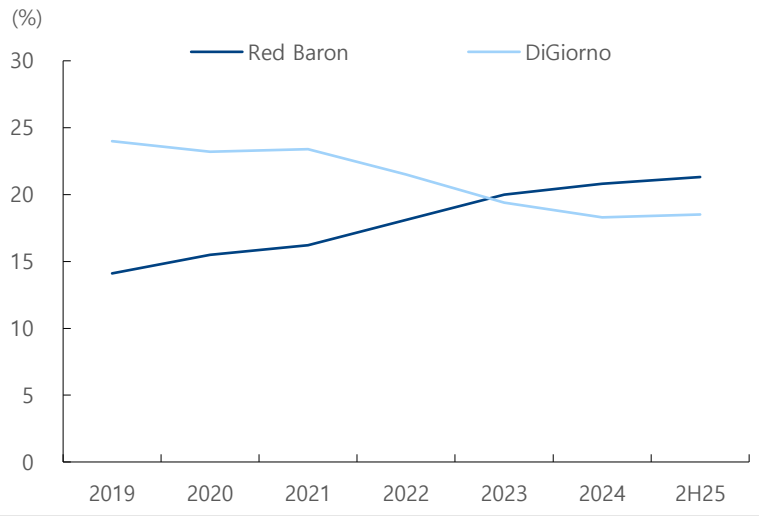
- 과거 네슬레는 냉동피자 카테고리 내 프리미엄 제품 강화에 초점, 원가 상승분에 대한 가격전가 성향이 높았음. 단 매출액 유지에도 판매량 감소 및 점유율 하락세 지속됨
- 쉬완스 레드바론의 경우 상대적 가성비 포지셔닝으로, 제한적 가격인상을 활용해 시장지배력 상승 및 격차 확대
- 1H25 네슬레는 10년 만에 가격이 조정된 냉동피자 신제품 출시, 판촉 및 할인 확대로 소비자 접점 확대 중. 원가 상승분은 효율화 및 글로벌 공급망 조절을 통해 상쇄하려는 전략으로 수정

<그림9> 미국 냉동식품 CPI의 제한적 상승률: 저가전략 움직임↑



자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

<그림10> 쉬완스-네슬레 냉동피자 점유율 흐름



자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

미국 유통사 또한 '안정적 가격' vs. '인상 대응'

- 미국 유통사들의 경우 관세 인상 초기에는 비용 상승분을 흡수하며 수요 유지 전략을 취하는 등 소비심리를 고려한 안정에 초점을 맞춰온 바 있음
- 그러나 관세 이전 재고가 소진되는 시점에서 더 높은 가격의 재입고가 이루어짐에 따라 소비자에 비용을 전가해야 하는 상황에 직면
- 수요 감소 리스크에 직면해 있는 상황에서 비용 전가는 물량 하락으로 이어짐에 따라 마진구조를 악화 시키는 원인으로 작용할 수 있어, 업체별 인상을 최소화 하려는 움직임이 관찰됨
- 최근 Walmart, Costco 등 대형 할인 유통업체는 관세 충격을 흡수하며 가격을 상대적으로 안정적으로 유지, 소비자들이 저렴한 가격을 찾는 추세에 대응 중. 반면 Target 등 일부 전통 유통업체는 구조적 약점으로 인한 판매 감소를 경험하고 있음
- 결국 저가 대량구매 중심 대형마트는 관세충격의 완화처 역할 ↔ 가격 방어력이 낮은 여타 업체는 비용압박 확대. 성수기 프로모션 비용 발생시 마진 압박 가중

<표5> 미국 유통업체별 관세대응 전략 언급내용 정리

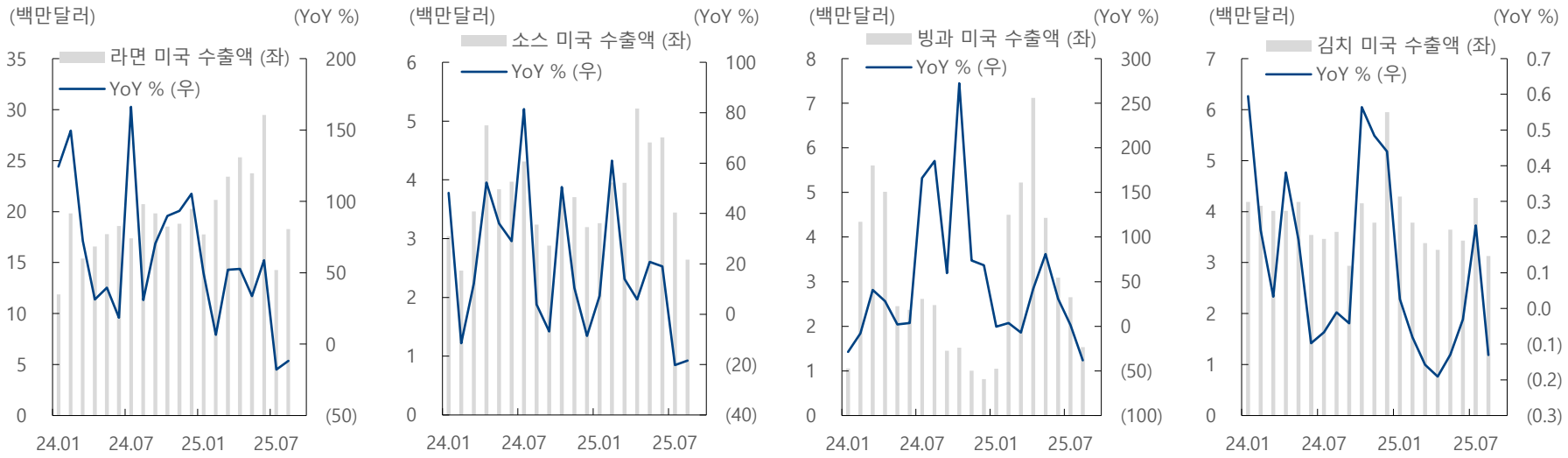
미국 유통사	관세대응 전략
Costco	- 관세부담을 최소화하기 위해 미국 내 조달 확대, 재고의 전략적 재배치 등을 이용해 식료품 가격을 안정적으로 유지 - 원자재 가격 모니터링으로 조달 전략을 유연하게 조정하는 중 - 가성비 중심 대표상품을 'loss leader'로 활용한 고객유입 안정화
월마트	- 인플레이션에 따라 예상대비 높은 매출액을 보이고 있으나, 비용압박 발생으로 수익 악화 - 관세 관련 일부 제품가격 인상은 불가피하나 자체적으로 흡수 중이며, 낮은 가격 지속을 위해 노력하고 있음. 저가 이미지 유지 및 필수제품 가격안정 실행을 통해 시장 내 우위 지속 - 다만 관세효과가 등교 시즌에 더욱 강하게 나타날 수 있음을 언급하며 추가적 가격압박 가능성 예고 - 특정 품목 가격인상 시 저소득층과 중산층 고객들이 더 저렴한 품목으로 구매를 줄이거나 구매를 포기하는 현상 관찰 언급
Target	- 수입 의존도가 높은 구조 (매출액의 50% 수준이 수입물품에 기반), 비필수소비재 비중이 높은 상황, 매출에 부정적 - 관세영향을 상쇄하기 위한 약 8%의 가격인상 필요
Kroger	- 신선식품 (과일, 채소 등)에 대한 관세 영향을 면밀히 모니터링 중 - 다만 미국 내 조달비중이 높아 수입품에 대한 노출이 다른 소매업체대비 적기 때문에 상대적으로 낮은 영향이 예상
Ahold Delhaize	- 관세로 인한 인플레이션 압박으로 공급업체와의 가격 협상이 긴박하게 진행되고 있으며, 이로 인한 회사 이익에의 부담 언급 - 외식가격 증가에 따라 내식 소비 선호현상이 확대되면서 판매량에 긍정적이나, 이익 압박은 지속되는 상황

자료: 각 사, Bloomberg, iM증권 리서치본부

한국 음식료 업체, 선재고 확보 등 대응 진행 중

- 현지 재고 소진 속도 등을 감안할 때 관세 영향의 영업실적 반영은 빠르면 3Q25 일부, 4Q25 부터 나타나기 시작할 것
- 불확실성 축소 및 완만한 영향을 위해 한국 음식료 업체들의 선재고 충당 흐름은 2Q25부터 시작, 8월의 경우 대부분 수출량 조정 흐름을 시현함
- 단 음식료 제품의 경우 소비 및 유통기한이 짧아 운송에 필요한 시간 등이 고려된 제한적인 재고 선확보를 보임
- 9월 이후 재고량 및 가격조정이 반영된 출하 흐름 예상 → 변동 초기 비용반영이 가격조정을 앞설 수 있어 단기 영업실적에의 변동을 고려할 필요
- 4Q25 성수기 및 1Q26 비수기의 미국 음식료 소비레벨 및 관련 마케팅 전략에 대한 면밀한 관심 필요

<그림11> 24.01~25.08 일부 음식료 품목의 미국 수출액 흐름



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부
주: 8월 수치는 잠정치 기준

한국 음식료 수출 업체들의 영향 정리

1. 완성품 수출 (한국 → 미국 판매법인, 딜러): 가격전가 or 비용 상승분에 대한 여타비용 효율화로 상쇄

– 가격인상으로 대응 (단 미국 물가상승 및 수요하락시 마진압박) or 비용 상승분 감내 (딜러, 거래처와 협상)

* 경쟁사 생산기지 위치 및 관세에 따른 전략 수정 필요

2. 반제품 수출 (미국 생산법인에 원부재료 조달): 수출비용 증가

– 한국에서 미국 수출시 15% 이상의 영향 발생 → 원가상승 → 인상 or 감내

– 중국, 베트남 등 이외 국가에서 수출시 해당국가의 상호관세 수준의 추가부담 발생 → 소싱처 변경, 미국 현지 주력제품 변경 필요

3. 여타국가로 수출 확장, 미국 (-)요인 보완

– 현지 수출거점 확보 등에 충분한 시간 필요

– 대미수출 위축 흐름이 여타국 시장 축소로 이어질 경우 전환 효과 대비 리스크 확대 가능

→ 결국 미국의 관세관련 정책에 대한 리스크 요인이 제한적인, 단기 관련 선호도가 높은 음식료 업체는

1) 현시점에서 변수가 가장 큰 미국 익스포저가 낮거나,
2) 미국 현지 경기 및 가격 탄력성이 낮고, 브랜드 로열티 높은 제품을 보유한, 또는
3) 높은 마진레벨 및 소싱처 다변화가 용이한 구조 등으로 자체적 비용 조정이 가능함에 따라 마진레벨 유지가 가능한 기업에 국한될 전망

<표6> CJ제일제당 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025E	1H24	1H25
매출액 (대통제외)	17,871.0	17,955.5	8,775.6	8,684.9
미국 매출액	4,713.8	4,938.9	2,290.0	2,359.0
한국 수출 (추정)	235.7	246.9	114.5	118.0
미국 매출비중	26.4%	27.5%	26.1%	27.2%
영업이익 (대통제외)	1,019.6	965.4	532.0	477.4
미국 수출원가 대응금액 추정	108.9		58.6	50.5
미국 수출액대비 %	46.2%		51.2%	42.8%
15% 상승시 이익부담액 추정	16.3		8.8	7.6
영업이익대비 %	1.6%		1.7%	1.6%

자료: CJ제일제당, DART, iM증권 리서치본부

<표7> 오리온 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025E	1H24	1H25
매출액	3,104.3	3,348.2	1,467.7	1,578.9
미국 매출액	40.0	53.0	24.0	34.0
미국 매출비중	1.3%	1.6%	1.6%	2.2%
영업이익	543.6	554.1	246.8	252.8
미국 수출원가 대응금액 추정	4.7		2.8	7.5
미국 수출액대비 %	11.7%		11.6%	22.0%
15% 상승시 이익부담액 추정	0.7		0.4	1.1
영업이익대비 %	0.1%		0.2%	0.4%

자료: 오리온, DART, iM증권 리서치본부
주: 수출원가 대응금액은 현지 판매법인에 적용된 원가대응 금액을 제한적으로 표시함

CJ제일제당

- 미국 매출액 비중은 대통제외 27.5%, 이 중 95% 현지생산 (oem 포함)
- 한국에서의 수출액은 미국 매출액 대비 5% 수준이며, 수출품목은 햇반 및 GSP 일부 품목에 한정
  베트남에서 미국으로 수출 품목 (만두제품 중 일부) 존재하나, 전체 매출액 비중의 1% 미만으로 영향 제한적
- 현지 생산제품 원재료의 경우 90% 이상 현지 조달. 일부 미국 외 조달분이 있으나 선재고 확보에 따라 단기 부담은 낮음
- 미국에서 캐나다로 수출하는 제품이 일부 존재하나 비중 미미
- 관세영향에 따른 일부 부담 상승 가능성에도 규모대비 영향은 낮은 수준일 전망
  단, 향후 현지 소비둔화 대응에 따른 마케팅 등 비용상승 가능성 염두

오리온

- 미국 매출액 비중은 0.5% 수준, 현지 판매법인 (ORION F&B US inc.) 및 한국에서의 직수출 형태 활용
- 전량 한국에서 완제품 형태로 수출하는 형태
- 4~7월 예비관세 10% 일괄 적용, 8/7 부터 일괄 15% 적용 중
- 다만 FMCG 특성상 제품가격 상승시 소비감소 가능성 염두
  이에 따라 일차적으로 딜러 및 거래처 협상 고려 중이며, 신제품의 경우 신규 책정된 가격 정책 활용 예정
- 향후 단일품목 수출액 추가 확대시 추가 생산관련 고려 계획

<표8> 농심 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025E	1H24	1H25
매출액	3,438.7	3,553.6	1,733.2	1,751.6
미국 매출액	533.1	531.7	265.0	259.9
한국 수출 (추정)	83.4	87.7	41.5	39.3
미국 매출비중	15.5%	15.0%	15.3%	14.8%
영업이익	163.1	183.8	105.1	96.2
미국 수출원가 대응금액 추정	70.5		40.2	34.1
미국 수출액대비 %	84.5%		91.9%	86.7%
15% 상승시 이익부담액 추정	10.6		6.0	5.1
영업이익대비 %	6.5%		5.7%	5.3%

자료: 농심, DART, iM증권 리서치본부

<표9> 오뚜기 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025E	1H24	1H25
매출액	3,539.1	3,663.7	1,742.8	1,822.8
미국 매출액	85.8	103.0	42.9	52.6
미국 매출비중	2.4%	2.8%	2.5%	2.9%
영업이익	222.0	192.1	134.8	102.6
미국 수출원가 대응금액 추정	27.1		10.4	19.8
미국 수출액대비 %	31.6%		24.3%	37.7%
15% 상승시 이익부담액 추정	4.1		1.6	3.0
영업이익대비 %	1.8%		1.2%	2.9%

자료: 오리온, DART, iM증권 리서치본부

농심

- 미국 매출액 비중 15%, 현지 생산법인 존재
- 한국에서의 완제품 수출액은 미국 매출액 대비 15% 수준으로 추정, 생생우동 등 현지 생산되지 않는 일부 품목으로 한정되어 있음
- 현지 생산제품 원재료의 경우 대부분 현지 조달. 단, 스프는 한국에서 수출 형태로 조달되며, 소스류의 수출관세는 MFN 고려된 20% 수준
- 팜유의 경우 인도네시아/말레이시아에서 수출. 두 국가의 대미국 상호관세는 19%로 합의됨 (0% → 19%)
- 3Q25 미국 제품의 가격인상 (10% 초반) 진행에 따라 비용부담 일부 보완, 효과는 4Q25부터 가시화 가능성
  단 현지 소비둔화 이슈 및 채널확장 목적 비용 출회 지속 가능성 염두

오뚜기

- 미국 매출액 비중은 전사대비 3% 수준, 현지 판매법인 활용
- 수출 품목은 대부분 라면, 일부 밥류 포함. 현재 한국에서 수출 형태로 대응 중
- 미국 생산시설 투자 진행 중, 가시화 1H26 예상
  단 이전까지 현지 저변 확대 목적의 프로모션 지속 가능성

<표10> 삼양식품 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025E	1H24	1H25
매출액	1,728.0	2,279.1	810.2	1,082.1
미국 매출액	388.7	550.6	182.6	264.7
미국 매출비중	22.5%	24.2%	22.5%	24.5%
영업이익	344.6	513.8	169.6	254.1
미국 수출원가 대응금액 추정	336.0		150.4	236.0
미국 수출액대비 %	86.4%		82.4%	89.2%
관세 부담시 이익부담액 추정	50.4		22.6	35.4
영업이익대비 %	14.6%		13.3%	13.9%

자료: 삼양식품, DART, iM증권 리서치본부

삼양식품

- 미국 매출액 비중 24% 수준, 전량 한국에서 완제품 형태로 수출 중
- 미국까지 운송에 2개월 소요분 감안, 3Q25의 경우 7~8월은 수출 라면에 보편관세 10% 적용, 9월 15% 적용에 따라 일부 (-)요인 발생
  → 4Q25 제품가격 전가 가능. 다만 라면의 개당가격에서 관세 추가와 관련된 가격전가를 고려한다면 물량저항은 제한적일 가능성
- 최근 소스 수출 및 저변확대 목적 비용투입 진행중. 소스류의 수출관세는 MFN 고려된 20% 수준

<표11> 빙그레 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025E	1H24	1H25
매출액	1,463.1	1,509.0	708.3	718.1
미국 매출액	80.4	100.7	46.2	62.3
미국 매출비중	5.5%		6.5%	8.7%
영업이익	131.3	104.8	66.0	40.3
미국 수출원가 대응금액 추정	51.2		33.4	45.0
미국 수출액대비 %	63.7%		72.3%	72.2%
관세 부담시 이익부담액 추정	7.7		5.0	6.7
영업이익대비 %	5.9%		7.6%	16.7%

자료: 빙그레, DART, iM증권 리서치본부

빙그레

- 미국 매출액 비중은 전사대비 9% 수준, 전량 한국에서 수출 형태로 진행
- 빙과류의 경우 기존 MFN 관세가 17% 였음을 고려, 상호관세 효과까지 32%의 부담 발생
- 7월까지 미국 수출 호실적, 현지 소비 대응. 단 2H25 영향 미치는 정도에 대한 파악 계획. 일부 비수기 진입 구간임을 고려시 26년 영향 반영 예상
- 현지 소비경기 둔화 감안한 가격정책 고려 계획
- 현재 성수기 물량을 고려해 일부 oem 생산중임을 고려, 향후 물류비 및 관세 등 손익계산 후 외주생산 확대 가능성 또한 염두

<표12> 동원산업 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025C	1H24	1H25
매출액	8,944.2	9,428.7	4,384.7	4,677.9
Starkist 매출액	140.9	168.5	58.5	78.6
동원F&B 매출액	29.0		16.2	22.0
미국 매출비중	1.9%		1.7%	2.2%
영업이익	501.3	561.5	194.8	258.5
미국 수출원가 대응금액 추정	28.7		16.1	20.2
미국 수출액대비 %	98.8%		99.4%	92.0%
15% 상승시 이익부담액 추정	4.3		2.4	3.0
영업이익대비 %	0.9%		1.2%	1.2%

자료: 동원산업, DART, iM증권 리서치본부
주: 수출원가 대응금액은 동원F&B 현지 판매법인에 적용된 원가대응 금액을 제한적으로 표시함

<표13> 하이트진로 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025E	1H24	1H25
매출액	2,599.2	2,580.5	1,286.4	1,259.3
미국 매출액	65.2		29.0	28.9
미국 매출비중	2.5%		2.3%	2.3%
영업이익	208.2	225.3	116.6	127.2
미국 수출원가 대응금액 추정	48.6		18.5	21.2
미국 수출액대비 %	74.5%		63.8%	73.5%
관세 부담시 이익부담액 추정	10.6		4.8	4.6
영업이익대비 %	5.1%		4.1%	3.6%

자료: 하이트진로, DART, iM증권 리서치본부

동원산업

- 미국 매출액 비중 2.2%, 미국 Starkist 및 동원F&B 판매법인 형태
- Starkist의 경우 참치 원재료 중 70% 수준을 사모아에서 조달, 미국령이기 때문에 관세영향 없음. 경쟁사 (태국, 베트남 소싱) 대비 원가에서 상대우위
  일부 원재료의 경우 에콰도르 등에서 조달 (관세영향 존재), 이와 관련한 판가 조정 계획
- 동원F&B: 김, 컵 떡볶이, 소스 등 수출
- 중장기적으로 미국 내 생산기지에 대한 계획 존재

하이트진로

- 미국 매출액 비중은 전사대비 4% 수준, 전량 한국에서 수출 형태로 진행
- 소주 85%, 맥주 15% 수준
- 소주의 경우 상호관세 15% 적용
  맥주는 알루미늄 관세 후속조치에 따라 4월 4일부터 25% 관세 부과되고 있음

<표14> 대상 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025E	1H24	1H25
매출액	4,255.1	4,418.4	2,098.7	2,206.5
미국 매출액	178.7		123.2	141.4
미국 매출비중	4.2%		5.9%	6.4%
영업이익	177.0	191.0	92.1	98.1
미국 수출원가 대응금액 추정	95.9		48.3	62.3
미국 수출액대비 %	53.7%		39.2%	44.1%
15% 상승시 이익부담액 추정	14.4		7.2	9.3
영업이익대비 %	8.1%		7.9%	9.5%

자료: 대상, DART, iM증권 리서치본부

대상

- 미국 매출액 비중 6.4%, 식품 내 9% 수준
- 현지 생산법인 (럭키푸즈)이 존재하나, Capa 감안 현재 대부분 수출로 대응 중
- 주요 수출품목은 김치, 일부 장류 포함
- 관세와 관련된 부담은 제품가격 조정이나 현지 거래처와 협상을 통한 조정으로 대응할 계획

<표15> 풀무원 미국 관세부과 관련 부담상승 예상액 추정

(십억원)	2024	2025C	1H24	1H25
매출액	3,213.7	3,390.8	1,562.3	1,632.6
미국 매출액	438.8		211.6	213.7
한국 수출 (추정)	131.7		63.5	64.1
미국 매출비중	13.7%		13.5%	13.1%
영업이익	91.8	93.7	32.5	30.8
미국 수출원가 대응금액 추정	92.2		44.4	44.9
미국 수출액대비 %	21.0%		21.0%	21.0%
15% 상승시 이익부담액 추정	13.8		6.7	6.7
영업이익대비 %	3.2%		3.2%	3.2%

자료: 풀무원, DART, iM증권 리서치본부

풀무원

- 미국 매출액 비중은 전사대비 13.5% 수준
- 두부는 전량 현지조달 (매출비중 55%), 나머지 중 일부 수출 대응
- 두부 원재료는 미국, 캐나다 등에서 소싱 중으로, 관세에 따라 유연하게 대응 가능
- 중국 등 여타지역에서의 원재료 소싱이 필요한 제품은 조정 가능성, 현지 원재료로 생산 가능한 제품 위주의 마케팅 집중 계획
- 미국 현지 소비둔화를 감안할 때 가격인상은 부정적, 제품으로 대응 예정

[기업분석]

삼양식품 (003230)

동원산업 (006040)

오리온 (271560)

삼양식품(003230)

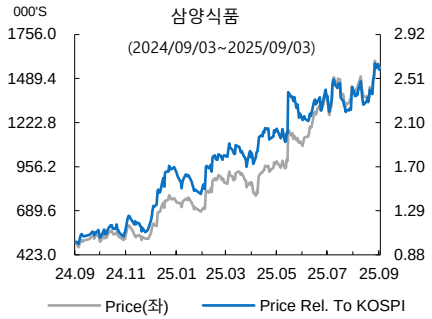
고성장과 레버리지 효과로 관세이슈 제한, 모범적인 해답 보유

Buy(Initiate)

목표주가(12M)	1,800,000원(신규)
종가(2025.09.03)	1,556,000원
상승여력	15.7 %

Stock Indicator	
자본금	38십억원
발행주식수	753만주
시가총액	11,721십억원
외국인지분율	18.8%
52주 주가	470,000~1,597,000원
60일평균거래량	46,982주
60일평균거래대금	65.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.9	43.8	80.9	210.0
상대수익률	6.8	25.8	55.2	190.5



[투자포인트]

■ 글로벌 경기둔화 영향이 제한적인 확장 흐름 지속, 주력 지역인 북미, 중국 및 최근 확장세가 높은 유럽 등 다변화된 성장세와 더불어 외형성장에 맞춘 레버리지 효과 부각. 영업이익률은 글로벌 경쟁사 중 가장 높은 수준

■ 25.07 밀양2공장 증설완료 및 가동시작에 따라 25년 생산가능 capa는 24년대비 30.3% 증가. 단 생산시간 등을 고려할 때 수요에 따른 추가 생산이 가능한 상황으로, 글로벌 수요 대응이 이전대비 원활해질 전망. 25년 연말까지 계단식 물량확장 예상

■ 선재고효과를 감안할 때 미국 관세영향의 9월 이후 영업실적 반영 가능성이 존재함에도 불구, 현지 수요 및 브랜드 로열티 감안시 유효한 수준의 가격인상 진행에 대해 긍정적으로 판단. 여타업체의 수요둔화를 고려한 수동적 대응과 달리 주체적 전략 집행이 가능한 시장지위가 돋보이는 구간

■ 삼양식품에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 180만원으로 커버리지 개시
Target multiple 24.3X, 음식료 업체의 해외성장 부각시 적용되는 20X에 여전히 유효한 성장성을 감안한 20% 수준의 할증 적용

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,728	2,279	2,766	3,122
영업이익(십억원)	345	520	649	742
순이익(십억원)	272	421	545	621
EPS(원)	36,106	55,925	72,380	82,381
BPS(원)	108,436	160,813	229,645	308,478
PER(배)	21.2	27.8	21.5	18.9
PBR(배)	7.1	9.7	6.8	5.0
ROE(%)	39.4	41.5	37.1	30.6
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	16.6	19.6	15.1	12.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표1> 삼양식품 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	**385.8**	**424.4**	**439.0**	**478.9**	**529.0**	**553.1**	**595.9**	**601.0**	**1,728.0**	**2,279.1**	**2,765.6**
수출	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	440.2	484.2	485.3	1,335.9	1,833.6	2,291.3
중국법인	92.7	94.2	115.3	108.9	122.0	125.6	144.2	127.6	411.1	519.4	610.2
미국법인	85.0	97.6	95.7	110.4	132.7	132.0	134.9	151.0	388.7	550.6	695.7
일본법인	5.9	6.3	6.2	8.0	7.4	8.7	8.2	9.9	26.4	34.2	38.4
인니법인	3.1	4.1	2.8	3.5	4.6	6.9	5.2	6.3	13.5	23.0	26.4
유럽법인	0.0	0.0	2.7	30.0	24.6	50.1	59.4	61.5	32.7	195.6	285.2
기타	102.3	129.9	118.2	113.1	132.7	116.9	132.4	128.9	463.5	510.8	635.4
내수	79.5	77.7	75.8	81.8	77.6	87.6	83.4	87.2	314.8	335.6	342.6
기타	17.3	14.5	22.3	23.1	27.5	25.3	28.4	28.6	77.3	109.8	131.7
YoY %	**57.1%**	**48.7%**	**30.9%**	**46.5%**	**37.1%**	**30.3%**	**35.8%**	**25.5%**	**44.9%**	**31.9%**	**21.3%**
수출	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	32.5%	42.0%	29.8%	65.1%	37.3%	25.0%
중국법인	184.4%	151.2%	39.9%	58.3%	31.6%	33.3%	25.1%	17.2%	85.8%	26.3%	17.5%
미국법인	266.4%	136.9%	93.3%	140.5%	56.1%	35.2%	40.9%	36.8%	143.2%	41.7%	26.4%
일본법인	-4.8%	5.0%	8.8%	37.9%	25.4%	38.1%	31.7%	24.1%	11.4%	29.5%	12.3%
인니법인	n/a	n/a	n/a	600.0%	48.4%	68.3%	85.0%	80.0%	2600.0%	70.2%	15.0%
유럽법인	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2100.0%	105.0%	n/a	498.2%	45.8%
기타	6.6%	23.5%	15.7%	12.3%	29.7%	-10.1%	12.0%	14.0%	14.7%	10.2%	24.4%
내수	-7.6%	-12.6%	-9.8%	-15.8%	-2.4%	12.6%	10.0%	6.5%	-11.6%	6.6%	2.1%
기타	961.0%	123.5%	94.4%	195.2%	58.7%	74.2%	27.2%	23.8%	181.6%	42.1%	19.9%
영업이익	**80.1**	**89.5**	**87.3**	**87.7**	**134.0**	**120.1**	**130.6**	**135.1**	**344.6**	**519.8**	**648.9**
YoY %	235.8%	103.1%	101.1%	142.3%	67.2%	34.2%	49.5%	54.1%	133.6%	50.9%	24.9%
OPM %	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	21.7%	21.9%	22.5%	19.9%	22.8%	23.5%

자료 : 삼양식품, iM증권 리서치본부

<표2> 삼양식품 목표주가: Target multiple 24.3X 적용, 적정주가 180만원

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
지배주주순이익	67.2	56.3	79.8	126.3	272.0	421.3	545.2
EPS (원)	8,922.1	7,479.1	10,592.0	16,762.2	36,106.4	55,924.9	72,379.5
EPSG (%)	12.9%	-16.2%	41.6%	58.3%	115.4%	54.9%	29.4%
PER							
High	15.4	13.6	12.2	13.5	21.7	28.6	22.1
Avg	11.9	11.9	9.7	8.8	12.3	19.2	14.8
Low	8.0	10.3	7.7	6.2	4.7	12.2	9.5
End	11.3	12.7	12.0	12.9	21.2	28.0	21.6
target PER (X)							24.3
Fair Price (원)							1,756,700
목표주가 (원)							**1,800,000**
현재주가 (09/03, 원)							1,556,000
Upside (%)							15.7%

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	682	1,104	1,649	2,243
현금 및 현금성자산	335	688	1,157	1,696
단기금융자산	16	16	16	16
매출채권	138	160	194	219
재고자산	148	195	237	267
비유동자산	913	1,004	1,040	1,085
유형자산	748	839	874	917
무형자산	58	59	60	61
자산총계	1,595	2,108	2,689	3,328
유동부채	492	574	639	687
매입채무	145	155	149	92
단기차입금	78	100	100	100
유동성장기부채	25	25	25	25
비유동부채	274	314	314	314
사채	-	-	-	-
장기차입금	211	250	250	250
부채총계	767	888	953	1,000
지배주주지분	817	1,211	1,730	2,324
자본금	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11
이익잉여금	770	1,165	1,684	2,279
기타자본항목	-7	-7	-7	-7
비지배주주지분	11	9	7	4
자본총계	828	1,221	1,737	2,327

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,728	2,279	2,766	3,122
증가율(%)	44.9	31.9	21.3	12.9
매출원가	1,005	1,219	1,480	1,670
매출총이익	723	1,060	1,286	1,452
판매비와관리비	379	540	637	710
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	345	520	649	742
증가율(%)	133.6	50.8	24.9	14.4
영업이익률(%)	19.9	22.8	23.5	23.8
이자수익	10	1	4	4
이자비용	14	-	-	-
지분법이익(손실)	0	0	-	-
기타영업외손익	25	7	20	20
세전계속사업이익	352	534	674	767
법인세비용	80	114	131	150
세전계속이익률(%)	20.3	23.4	24.4	24.6
당기순이익	271	419	543	617
순이익률(%)	15.7	18.4	19.6	19.8
지배주주귀속 순이익	272	421	545	621
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	271	419	542	617
지배주주귀속총포괄이익	271	419	542	617

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	358	496	630	715
당기순이익	271	419	543	617
유형자산감가상각비	-	61	74	83
무형자산상각비	-	0	0	0
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-
투자활동 현금흐름	-214	-184	-154	-134
유형자산의 처분(취득)	-228	-200	-170	-150
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0
금융상품의 증감	7	-	-	-
재무활동 현금흐름	-35	18	-46	-46
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	25	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-19	-25	-26	-26
현금및현금성자산의증감	116	353	469	538
기초현금및현금성자산	219	335	688	1,157
기말현금및현금성자산	335	688	1,157	1,696

주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	36,106	55,925	72,380	82,381
BPS	108,436	160,813	229,645	308,478
CFPS	36,106	63,976	82,142	93,396
DPS	3,300	3,500	3,500	3,500
Valuation(배)				
PER	21.2	27.8	21.5	18.9
PBR	7.1	9.7	6.8	5.0
PCR	21.2	24.3	18.9	16.7
EV/EBITDA	16.6	19.6	15.1	12.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	39.4	41.5	37.1	30.6
EBITDA이익률	19.9	25.5	26.1	26.4
부채비율	92.6	72.7	54.9	43.0
순부채비율	-4.5	-26.9	-46.0	-57.4
매출채권회전율(x)	15.7	15.3	15.7	15.2
재고자산회전율(x)	11.9	13.3	12.8	12.4

자료 : 삼양식품, iM증권 리서치본부

삼양식품 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-04	Buy	1,800,000		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

동원산업(006040)

제한적 관세이슈, 식품성장 동력 확보에 주주환원까지

Buy(Initiate)

목표주가(12M)	70,000원(신규)
종가(2024.09.02)	42,150원
상승여력	66.1 %

Stock Indicator	
자본금	36십억원
발행주식수	4,415만주
시가총액	1,861십억원
외국인지분율	5.0%
52주 주가	27,068~52,700원
60일평균거래량	53,335주
60일평균거래대금	2.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	-9.0	20.1	51.4
상대수익률	-5.5	-26.9	-5.6	31.9

[투자포인트]

■ 동원F&B 합병 완료에 따라 식품부문이 강화된 비즈니스 포트폴리오 구축
글로벌 식품부문 구축에 따라 기존에 미국 스타키스트 - 한국 가공식품으로 나뉘어져 있던 식품사업을 아우르는 장기 비전 제시 가능한 체제로 변화
미국 내 가공식품 사업 확장을 위한 계획 구체화 중, 추진속도 감안시 단기 가시화 가능성에 무게

■ 반기 배당 550원 지급 실시, 배당성향의 순차확대 계획 제시 (현재 10% 중후반 수준 → 점진적으로 30%까지 확대). 배당 상향가능성에 대한 긍정적 흐름을 고려, 주주환원 측면에서의 매력 또한 부각

■ 동원산업에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시
사업부문별 Weighted Target multiple 적용 (EV/EBITDA 5.2X), 식품사업 (식품가공유통)의 해외 확장이 가시화될 경우 할증폭 추가 가능성을 열어 둘 필요

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	8,944	9,429	9,782	10,153
영업이익(십억원)	501	556	569	590
순이익(십억원)	75	352	380	397
EPS(원)	1,905	9,759	10,538	11,031
BPS(원)	77,623	88,095	99,245	110,789
PER(배)	19.4	4.3	4.0	3.8
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	2.7	11.8	11.3	10.5
배당수익률(%)	3.0	2.8	3.1	3.3
EV/EBITDA(배)	6.1	2.7	2.2	1.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표1> 동원산업 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
동원산업 연결 매출액	**2,241.9**	**2,142.9**	**2,339.1**	**2,220.4**	**2,319.3**	**2,358.6**	**2,468.1**	**2,282.7**	**8,944.2**	**9,428.7**	**9,782.0**
해양수산	359.3	280.4	270.8	302.2	343.2	287.8	276.6	280.6	1,212.7	1,188.2	1,241.0
식품가공유통	1,555.0	1,451.9	1,652.1	1,450.5	1,595.4	1,532.9	1,656.5	1,455.5	6,109.4	6,240.3	6,415.4
포장소재	325.6	358.8	363.1	347.1	352.4	382.2	383.0	359.9	1,394.6	1,477.4	1,533.1
물류	348.0	346.4	354.0	344.5	336.3	362.9	364.6	351.3	1,392.9	1,415.2	1,461.2
기타	99.3	71.5	90.2	113.8	100.8	139.0	135.3	170.7	374.7	545.7	589.8
연결조정	(445.2)	(366.2)	(391.0)	(337.6)	(408.9)	(346.0)	(348.0)	(335.3)	(1,540.1)	(1,438.2)	(1,458.5)
YoY %	**-1.0%**	**-2.5%**	**-1.9%**	**5.6%**	**3.5%**	**10.1%**	**5.5%**	**2.8%**	**0.0%**	**5.4%**	**3.7%**
해양수산	16.3%	-15.6%	-11.5%	-4.0%	-4.5%	2.6%	2.1%	-7.1%	-3.9%	-2.0%	4.4%
식품가공유통	2.4%	-0.2%	-0.6%	1.9%	2.6%	5.6%	0.3%	0.3%	0.8%	2.1%	2.8%
포장소재	-5.1%	2.6%	13.0%	12.8%	8.2%	6.5%	5.5%	3.7%	5.5%	5.9%	3.8%
물류	5.5%	1.5%	2.6%	0.2%	-3.3%	4.8%	3.0%	2.0%	2.4%	1.6%	3.2%
동원산업 영업이익	**110.0**	**84.8**	**174.4**	**132.1**	**124.8**	**133.6**	**169.7**	**128.3**	**501.3**	**556.5**	**569.4**
해양수산	74.5	1.7	24.7	26.6	99.7	13.8	19.3	17.5	127.6	150.2	149.9
식품가공유통	80.3	57.0	104.9	73.0	90.8	74.4	109.3	76.7	315.3	351.3	356.1
포장소재	17.7	31.4	28.3	18.4	14.4	26.2	24.9	17.1	95.8	82.6	85.7
물류	6.6	8.8	6.8	11.0	7.7	14.6	12.8	10.5	33.2	45.6	45.9
기타	(1.4)	(10.1)	14.2	4.9	2.8	6.3	6.8	6.0	7.7	21.9	22.7
연결조정	(67.7)	(4.1)	(4.6)	(1.8)	(90.5)	(1.7)	(3.4)	0.5	(78.2)	(95.2)	(90.8)
YoY %	**-6.2%**	**-17.1%**	**12.9%**	**45.6%**	**13.5%**	**57.7%**	**-2.7%**	**-2.9%**	**7.9%**	**11.0%**	**2.3%**
해양수산	25.7%	-97.1%	6.1%	187.6%	33.7%	689.9%	-21.8%	-34.4%	-15.8%	17.7%	-0.2%
식품가공유통	20.4%	0.2%	14.8%	25.2%	13.1%	30.5%	4.2%	5.1%	15.4%	11.4%	1.4%
포장소재	-9.1%	15.7%	24.5%	34.5%	-19.1%	-16.5%	-12.1%	-6.9%	15.4%	-13.8%	3.8%
물류	-61.1%	-44.4%	-40.0%	14.0%	17.8%	65.8%	88.1%	-4.3%	-38.2%	37.6%	0.5%
기타	적지	적지	72.0%	169.2%	흑전	흑전	-52.4%	21.1%	-161.7%	184.8%	3.7%
OPM %	**4.9%**	**4.0%**	**7.5%**	**6.0%**	**5.4%**	**5.7%**	**6.9%**	**5.6%**	**5.6%**	**5.9%**	**5.8%**
해양수산	20.7%	0.6%	9.1%	8.8%	29.0%	4.8%	7.0%	6.2%	10.5%	12.6%	12.1%
식품가공유통	5.2%	3.9%	6.4%	5.0%	5.7%	4.9%	6.6%	5.3%	5.2%	5.6%	5.6%
포장소재	5.4%	8.7%	7.8%	5.3%	4.1%	6.9%	6.5%	4.7%	6.9%	5.6%	5.6%
물류	1.9%	2.5%	1.9%	3.2%	2.3%	4.0%	3.5%	3.0%	2.4%	3.2%	3.1%
기타	-1.4%	-14.1%	15.8%	4.3%	2.8%	4.6%	5.0%	3.5%	2.1%	4.0%	3.9%

자료 : 동원산업, iM증권 리서치본부

<표2> 동원산업 목표주가: Weighted Target multiple 적용 (EV/EBITDA 5.2X), 적정주가 70,000원

(십억원)	내용	비고
A) 영업가치		
EBITDA	894.9	26년 추정치
영업이익	569.4	
유무형상각비	325.6	
적용배수	5.2	사업부별 국내외 peer 평균 조정 반영 (표3 참고)
합계	4,684.7	
B) 비영업가치		
1 상장사 보유지분 가치	0.0	동원시스템즈의 경우 영업가치에 포함
2. 비상장사 가치	0.0	투자목적 출자, 경영참여 및 사업유지용 비상장사 가치 제외
3. 부동산 가치	400.0	
합계	400.0	
C) 순차입금	2,000.0	
D) Sum-of-parts value (A+B-C)	3,084.7	
주식수 (천주)	44,148	
주당가치 (원)	69,872	
Target Price (원)	**70,000**	

자료 : iM증권 리서치본부

<표3> 동원산업 영업가치 세부사항

(십억원)	OP	D&A	EBITDA	Multiple	Value
해양수산	65.8	48.1	113.9	4.5	512.4
식품가공유통	358.9	123.3	482.2	5.6	2,700.3
포장소재	85.6	96.5	182.1	5.0	910.5
물류	45.9	56.0	101.8	5.0	509.2
기타	13.2	1.7	15.0	3.5	52.3
합계	569.4	325.6	894.9	5.2	4,684.7

자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,168	3,901	4,397	4,934
현금 및 현금성자산	356	955	1,353	1,787
단기금융자산	189	189	189	189
매출채권	1,103	1,163	1,206	1,252
재고자산	1,372	1,446	1,500	1,557
비유동자산	3,990	3,900	3,849	3,775
유형자산	2,487	2,389	2,332	2,249
무형자산	412	414	416	418
자산총계	7,158	7,801	8,247	8,708
유동부채	2,421	2,662	2,706	2,752
매입채무	515	445	340	206
단기차입금	773	-	-	-
유동성장기부채	390	400	400	400
비유동부채	1,491	1,500	1,500	1,500
사채	815	850	850	850
장기차입금	376	350	350	350
부채총계	3,912	4,162	4,206	4,252
지배주주지분	2,796	3,173	3,575	3,991
자본금	36	36	36	36
자본잉여금	1,625	1,625	1,625	1,625
이익잉여금	2,138	2,447	2,779	3,126
기타자본항목	-1,056	-1,056	-1,056	-1,056
비지배주주지분	450	465	465	465
자본총계	3,246	3,639	4,040	4,456

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,944	9,429	9,782	10,153
증가율(%)	0.0	5.4	3.7	3.8
매출원가	7,338	7,737	8,033	8,337
매출총이익	1,606	1,692	1,749	1,815
판매비와관리비	1,105	1,136	1,180	1,226
연구개발비	14	15	15	16
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	501	556	569	590
증가율(%)	7.9	11.0	2.3	3.6
영업이익률(%)	5.6	5.9	5.8	5.8
이자수익	28	21	22	22
이자비용	120	105	107	105
지분법이익(손실)	-39	0	0	0
기타영업외손익	-189	-7	-2	-2
세전계속사업이익	196	471	487	509
법인세비용	82	105	107	112
세전계속이익률(%)	2.2	5.0	5.0	5.0
당기순이익	114	367	380	397
순이익률(%)	1.3	3.9	3.9	3.9
지배주주귀속 순이익	75	352	380	397
기타포괄이익	69	69	69	69
총포괄이익	182	435	448	466
지배주주귀속총포괄이익	182	435	448	466

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	421	736	768	791
당기순이익	114	367	380	397
유형자산감가상각비	-	271	281	290
무형자산상각비	15	15	16	16
지분법관련손실(이익)	-39	0	0	0
투자활동 현금흐름	135	-219	-203	-189
유형자산의 처분(취득)	-321	-305	-290	-275
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0
금융상품의 증감	357	-	-	-
재무활동 현금흐름	-858	-18	-214	-217
단기금융부채의증감	-	950	-	-
장기금융부채의증감	-297	35	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-47	-44	-43	-47
현금및현금성자산의증감	-282	599	399	434
기초현금및현금성자산	638	356	955	1,353
기말현금및현금성자산	356	955	1,353	1,787

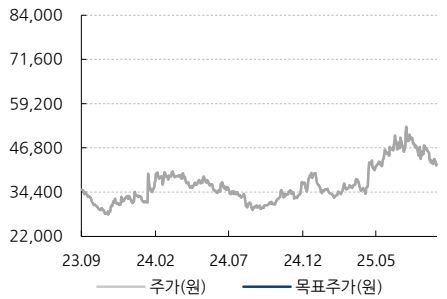
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	1,905	9,759	10,538	11,031
BPS	77,623	88,095	99,245	110,789
CFPS	2,292	17,712	18,759	19,528
DPS	1,100	1,200	1,300	1,400
Valuation(배)				
PER	19.4	4.3	4.0	3.8
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	16.1	2.4	2.2	2.2
EV/EBITDA	6.1	2.7	2.2	1.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.7	11.8	11.3	10.5
EBITDA이익률	5.8	8.9	8.8	8.8
부채비율	120.5	114.4	104.1	95.4
순부채비율	55.7	12.6	1.4	-8.4
매출채권회전율(x)	8.1	8.3	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	6.7	6.7	6.6	6.6

자료 : 동원산업, iM증권 리서치본부

동원산업 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-04	Buy	70,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

오리온(271560)

다음 성장 주력지역은 미국

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	170,000원(유지)
종가(2025.09.03)	108,200원
상승여력	57.1 %

Stock Indicator	
자본금	20십억원
발행주식수	3,954만주
시가총액	4,278십억원
외국인지분율	32.0%
52주 주가	87,300~126,900원
60일평균거래량	134,151주
60일평균거래대금	14.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	-2.3	6.2	20.6
상대수익률	-3.3	-20.3	-19.5	1.1

[투자포인트]

■ 글로벌 소비둔화에도 불구한 지역별 견조한 성장흐름 유지
한국, 베트남의 경우 내수 소비악화로 침체가 지속되는 시장 내에서 지배력의 추가확장세가 두드러짐
중국 또한 오프라인 소비감소에도 간식점 채널 중심 성장 유효. 간식점 채널 비중은 24년 6% → 현재 20%대 중후반까지 확대
러시아는 40%대의 고성장세가 지속되고 있으며, 120%를 상회하는 공장 가동률 고려시 추가 증설대응 또한 단기 시장흡수로 이어질 것

■ 미국 확장 채비 완료. 24년 조직정비 등 현지법인 확충 후 최근 메인 채널 중심으로 주요제품 입점 원활. 관세 이슈에도 불구하고 부담레벨을 낮출 수 있는 비용구조가 돋보일 전망. 1H25 매출액 300억원 이상임에 따라 전용 생산체계 투자 필요한 상황. 글로벌 내 가장 다변화된 생산법인 현황 감안시 효율적 대응 예상

■ 원가상승 이슈에도 불구한 높은 레버리지 효과에 따라 마진레벨까지 흔들림이 제한적임에 초점을 맞출 필요. 주요 성장 지역에 미국이 자리잡을 경우 재차 밸류에이션 할증폭 확대로 이어질 전망

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,104	3,348	3,524	3,711
영업이익(십억원)	544	554	616	650
순이익(십억원)	525	406	472	497
EPS(원)	13,269	10,263	11,938	12,573
BPS(원)	87,799	98,944	111,563	124,618
PER(배)	7.7	10.5	9.1	8.6
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	16.6	11.0	11.3	10.6
배당수익률(%)	2.4	2.5	2.7	2.9
EV/EBITDA(배)	4.2	4.4	4.0	3.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표1> 오리온 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	**748.4**	**719.3**	**774.9**	**861.8**	**801.8**	**777.2**	**856.5**	**912.7**	**3,104.3**	**3,348.2**	**3,523.5**
한국	271.6	277.8	271.1	277.1	282.4	291.3	302.4	283.1	1,097.6	1,159.2	1,207.1
국내	243.9	247.3	257.2	238.6	248.0	258.8	268.8	246.9	987.0	1,022.5	1,059.7
수출	19.2	22.9	20.5	23.2	23.3	23.7	23.6	26.2	85.8	96.8	107.4
중국	306.4	295.8	322.3	345.6	328.2	304.8	346.6	351.9	1,270.1	1,331.4	1,400.1
베트남	118.2	98.4	121.7	176.2	128.3	102.6	137.6	187.1	514.5	555.6	600.8
내수	108.9	87.9	108.7	161.1	116.4	92.8	123.9	171.3	466.6	504.4	547.0
수출 (MENA,Asia)	9.3	10.5	13.0	15.1	11.9	9.8	13.7	15.9	47.9	51.2	53.8
러시아	50.5	49.1	61.9	69.0	67.2	80.8	72.8	93.8	230.5	314.6	327.1
YoY %	**12.7%**	**0.8%**	**1.1%**	**12.2%**	**7.1%**	**8.1%**	**10.5%**	**5.9%**	**6.6%**	**7.9%**	**5.2%**
한국	9.5%	1.6%	-0.4%	0.2%	4.0%	4.9%	11.5%	2.2%	2.6%	5.6%	4.1%
국내	9.2%	3.5%	3.4%	-1.5%	1.7%	4.6%	4.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%
수출	24.6%	10.9%	26.5%	12.1%	21.3%	3.3%	15.0%	13.0%	17.6%	12.7%	11.0%
중국	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	3.0%	7.5%	1.8%	7.7%	4.8%	5.2%
베트남	12.2%	2.8%	3.5%	12.3%	8.5%	4.3%	13.0%	6.2%	8.2%	8.0%	8.1%
내수	12.0%	1.4%	2.2%	11.8%	6.9%	5.6%	14.0%	6.3%	7.4%	8.1%	8.5%
수출 (MENA,Asia)	14.4%	16.5%	15.7%	18.7%	28.2%	-6.7%	5.0%	5.0%	16.5%	7.0%	5.0%
러시아	4.8%	-4.9%	27.6%	32.6%	33.0%	64.5%	17.7%	36.0%	15.1%	36.5%	4.0%
연결 영업이익	**125.1**	**121.7**	**137.1**	**159.7**	**131.4**	**121.5**	**149.3**	**152.0**	**543.6**	**554.1**	**616.0**
한국	43.8	46.9	43.8	43.9	46.3	48.5	51.7	40.8	178.5	187.4	198.5
중국	54.2	55.9	63.5	70.3	56.0	52.3	67.0	68.1	243.9	243.3	272.8
베트남	19.4	15.3	23.8	41.5	21.2	14.4	23.0	31.7	100.1	90.3	99.4
러시아	7.8	6.7	9.2	13.2	8.6	9.7	9.6	14.4	36.9	42.3	48.8
YoY %	**26.2%**	**8.4%**	**-2.5%**	**13.8%**	**5.0%**	**-0.2%**	**8.9%**	**-4.8%**	**10.4%**	**1.9%**	**11.2%**
한국	17.1%	5.8%	2.0%	-0.4%	5.6%	3.4%	18.1%	-6.9%	5.7%	5.0%	5.9%
중국	41.5%	9.3%	-12.7%	19.6%	3.2%	-6.5%	5.5%	-3.2%	10.4%	-0.3%	12.2%
베트남	18.2%	13.6%	8.5%	16.7%	9.2%	-6.4%	-3.6%	-23.7%	14.5%	-9.9%	10.1%
러시아	-5.2%	-12.9%	37.5%	38.8%	9.2%	44.6%	3.9%	9.5%	14.8%	14.4%	15.4%
OPM %	**16.7%**	**16.9%**	**17.7%**	**18.5%**	**16.4%**	**15.6%**	**17.4%**	**16.7%**	**17.5%**	**16.5%**	**17.5%**
한국	16.1%	16.9%	16.2%	15.8%	16.4%	16.7%	17.1%	14.4%	16.3%	16.2%	16.4%
중국	17.7%	18.9%	19.7%	20.3%	17.1%	17.1%	19.3%	19.3%	19.2%	18.3%	19.5%
베트남	16.5%	15.6%	19.6%	23.6%	16.5%	14.0%	16.7%	16.9%	19.5%	16.2%	16.5%
러시아	15.5%	13.6%	14.9%	19.1%	12.8%	12.0%	13.2%	15.4%	16.0%	13.4%	14.9%

자료 : 오리온, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,647	1,665	1,704	1,790
현금 및 현금성자산	451	460	484	548
단기금융자산	663	663	663	663
매출채권	190	166	146	127
재고자산	317	346	378	412
비유동자산	2,661	3,127	3,608	4,069
유형자산	1,702	1,619	1,553	1,466
무형자산	70	70	71	71
자산총계	4,308	4,792	5,312	5,859
유동부채	538	574	588	612
매입채무	163	153	110	64
단기차입금	1	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	197	197	197	197
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	734	771	785	808
지배주주지분	3,471	3,912	4,411	4,927
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598
이익잉여금	2,033	2,332	2,689	3,064
기타자본항목	622	622	622	622
비지배주주지분	103	109	117	124
자본총계	3,574	4,021	4,527	5,051

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,104	3,348	3,524	3,711
증가율(%)	6.6	7.9	5.2	5.3
매출원가	1,908	2,089	2,161	2,276
매출총이익	1,196	1,259	1,363	1,435
판매비와관리비	653	705	747	785
연구개발비	1	1	1	1
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	544	554	616	650
증가율(%)	10.4	1.9	11.2	5.5
영업이익률(%)	17.5	16.5	17.5	17.5
이자수익	31	30	24	24
이자비용	1	3	4	4
지분법이익(손실)	-5	-5	-	-
기타영업외손익	-29	-13	4	4
세전계속사업이익	692	561	639	673
법인세비용	159	149	160	168
세전계속이익률(%)	22.3	16.8	18.1	18.1
당기순이익	533	412	479	505
순이익률(%)	17.2	12.3	13.6	13.6
지배주주귀속 순이익	525	406	472	497
기타포괄이익	142	142	142	142
총포괄이익	675	554	621	646
지배주주귀속총포괄이익	675	554	621	646

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	652	418	453	481
당기순이익	533	412	479	505
유형자산감가상각비	157	162	165	167
무형자산상각비	3	3	3	3
지분법관련손실(이익)	-5	-5	-	-
투자활동 현금흐름	-506	-469	-459	-439
유형자산의 처분(취득)	-107	-130	-120	-100
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0
금융상품의 증감	104	-	-	-
재무활동 현금흐름	-70	-110	-118	-126
단기금융부채의증감	-	1	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-56	-99	-107	-115
현금및현금성자산의증감	85	9	24	64
기초현금및현금성자산	366	451	460	484
기말현금및현금성자산	451	460	484	548

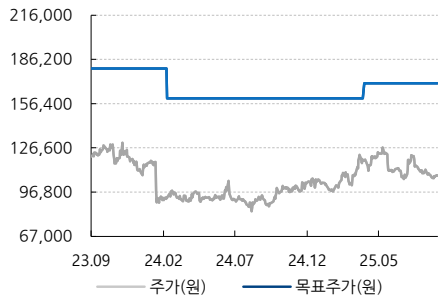
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	13,269	10,263	11,938	12,573
BPS	87,799	98,944	111,563	124,618
CFPS	17,327	14,442	16,199	16,877
DPS	2,500	2,700	2,900	3,100
Valuation(배)				
PER	7.7	10.5	9.1	8.6
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR	5.9	7.5	6.7	6.4
EV/EBITDA	4.2	4.4	4.0	3.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.6	11.0	11.3	10.6
EBITDA이익률	22.7	21.5	22.3	22.1
부채비율	20.5	19.2	17.3	16.0
순부채비율	-31.1	-27.9	-25.3	-24.0
매출채권회전율(x)	15.4	18.8	22.6	27.2
재고자산회전율(x)	10.8	10.1	9.7	9.4

자료 : 오리온, iM증권 리서치본부

오리온 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-08	Buy	160,000	-40.2%	-32.5%
2025-03-31	Buy	170,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

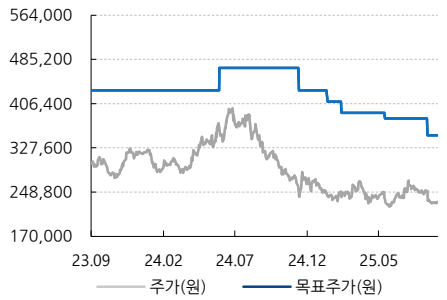
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급-공시 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

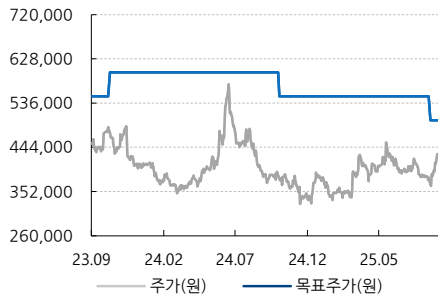
CJ제일제당 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-29	Buy	470,000	-28.8%	-15.3%
2024-11-13	Buy	430,000	-38.9%	-33.8%
2025-01-13	Buy	410,000	-41.1%	-39.0%
2025-02-11	Buy	390,000	-36.8%	-31.2%
2025-05-14	Buy	380,000	-35.4%	-29.1%
2025-08-12	Buy	350,000		



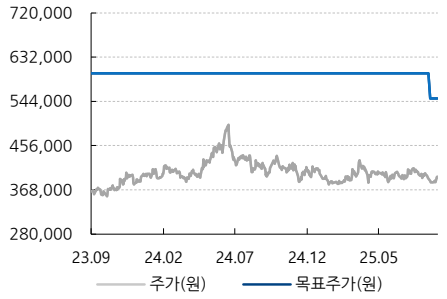
농심 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-10	Buy	600,000	-30.6%	-4.2%
2024-10-02	Buy	550,000	-30.7%	-17.5%
2025-08-18	Buy	500,000		



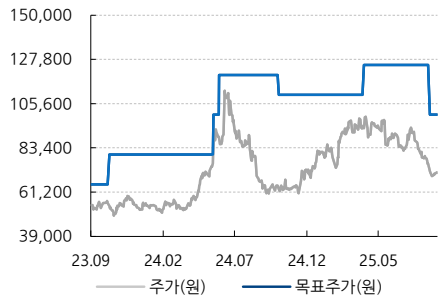
오뚜기 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-08-18	Buy	550,000		



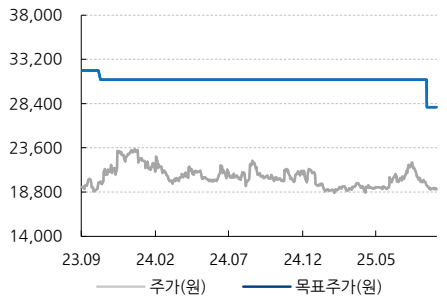
빙그레 투자의견 및 목표주가 변동추이

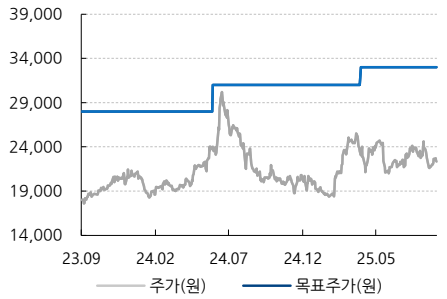
일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-10	Buy	80,000	-29.2%	-5.5%
2024-05-17	Buy	100,000	-10.4%	-7.3%
2024-05-29	Buy	120,000	-32.1%	-6.6%
2024-10-02	Buy	110,000	-29.1%	-10.7%
2025-03-31	Buy	125,000	-29.5%	-20.8%
2025-08-18	Buy	100,000		



하이트진로 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-10	Buy	31,000	-32.1%	-24.4%
2025-08-14	Buy	28,000		



대상 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-29	Buy	31,000	-28.6%	-2.6%
2025-03-31	Buy	33,000