



2026

봄은 늘 왔으니,
이번 추위도 견뎌보자

OUTLOOK

음식료·담배

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



CONTENTS

[산업분석]

I . Performance & Valuation	5
II . 2026 F&B Outlook	14
III . 2026 F&B Earnings Forecast & Picks	46

[기업분석]

KT&G (033780)	51
삼양식품 (003230)	55
오리온 (271560)	59



산업분석

I . Performance & Valuation

1. 3Q25 F&B Review
2. 3Q25 글로벌 F&B 영업실적 Review
3. Valuation

II .2026 F&B Outlook

1. 내수: 비켜가기 어려운 터프한 환경
2. 해외: 그럼에도 불구하고, 기댈 수 있는 곳
3. 곡물가격: 하향 안정에 무게
4. 원달러 환율: 변동성 지속, 현 레벨에서 일부 조정 예상

III . 2026 F&B Earnings Forecast & Picks

1. 2026 F&B 영업실적 전망
2. F&B Picks

Summary

외형 성장이 터프한 환경,
선별적 대응 흐름 지속

경기침체 장기화로 음식료 업종 관련 국내외 대외변수 개선이 다소 요원한 상황. 코로나19 이후 지속적으로 부담이 되었던 원재료 부담이 팬데믹 이전수준으로 돌아왔으나, 업계 전반의 가동률 증가와 동일한 궤에서의 영업 레버리지 확대 기대를 하기 어렵다는 점에서의 아쉬움 존재

내수경기가 쉽지 않으며 음식료산업 영업실적에도 (-)영향 지속 중. 원가부담 하락은 긍정적이나 26년 또한 물량방어를 위한 비용집행 가능성을 열어둘 필요

미국 등 글로벌 소비악화에 따른 한국 음식료기업의 변동성은 26년에도 이어질 전망. 따라서 1) 현지 경기 및 가격탄력성이 낮은 프리미엄 제품을 보유하거나, 2) 마진 레벨이 높아 일부 비용관련 조정에도 이익 변동이 낮은 기업 중심의 선별적인 흐름 예상

다만 현 상황에서 26년 음식료 업종에 대한 시장의 눈높이는 25년의 분기를 거치며 이미 보수적인 조정을 이어왔음을 감안, 1) 내수에서의 외형 방어와 원재료 안정 흐름이 고려된 마진레벨 확대 정도가 시장 기대치를 상회할 수 있는 기업과 2) 업체별 해외 현지에서의 지배력 강화 속도가 부각되는 업체에 프리미엄 할증을 집중할 가능성

음식료업종 내 상대적으로 견고한 영업실적 흐름을 가진 업체에 대한 매수 선호가 이어질 전망. 단 변동성을 고려시 연간 영업실적 개선정도를 통해 전반적인 윤곽을 가지되, 분기별 단기 대응에 민감한 주가 흐름 예상. 제한적인 외부변수 이슈 및 견조한 해외 지배력 감안, KT&G, 삼양식품, 오리온 추천

그림1. 2026 음식료 Outlook: 원재료가격 부담완화, 해외 개별적 성장 ↔ 국내의 경기둔화



자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

I . Performance & Valuation

1. 3Q25 F&B Review

대외변수 부담,
3Q25 국내외 Q↓, P↓

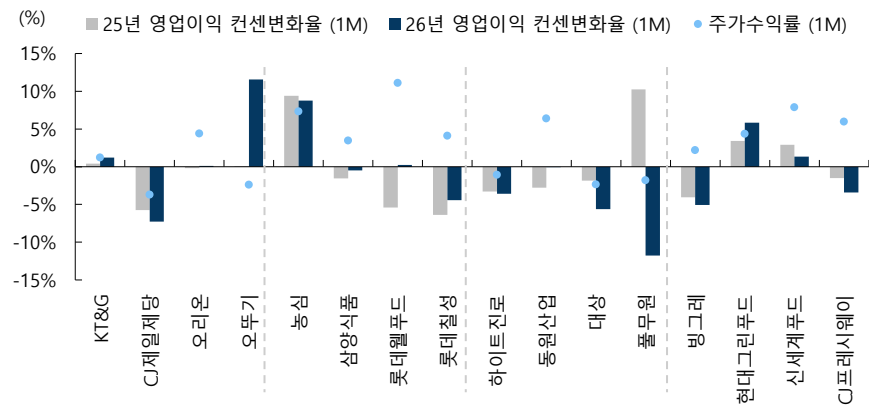
3Q25 영업실적이 마무리되고 4Q25가 진행되면서 25년 연간 눈높이의 세부조정이 진행되는 동시에 26년 흐름을 가늠하는 시기다. 음식료 대형업체의 경우 대부분 국내외 매출액 성장 및 수익성 개선 흐름은 기존과 같이 견조했다. 그러나 계절적 성수기 및 7월 소비쿠폰 효과에 대한 기대, 전년동기 기저관련 성장 예상에도 불구하고 소비악화 영향과 이에 따른 영업실적 등락폭 확대가 지속되었다는 점이 아쉽다.

관련 상황을 반영하는 여타섹터대비 상대적으로 저조한 주가 흐름이 최근까지 이어지고 있다는 점을 감안, 여전히 단기 음식료 업종의 대외변수 개선 가능성에 대한 시장의 시각에는 기대보다 우려가 더욱 크게 녹아있음을 의미한다.

경기 민감도가 낮은 일부 업체를 제외한 대부분 음식료 기업의 3Q25 영업실적에서는 2H24부터 이어져온 외형 및 수익 측면의 이중고가 이어지고 있음을 재차 확인했다. 대다수의 제품군에서 판매량 정체 흐름에 따라 관련 영업 레버리지효과는 제한적이다.

또한 주요 원재료가격 하락이 고공행진을 이어가는 원달러환율에 대한 리스크를 상쇄하고 있으나, 물량 정체 및 소비둔화 타개 전략이 영업실적에 비용으로 반영되면서 국내외 모두 기대치대비 아쉬운 영업실적을 보였다. 특히 영업이익은 다수의 업체에서 눈높이를 하회하는 수준을 시현했으며, 영업실적 발표 전후 일부 기업을 제외시 연간 가이던스 및 시장 추정치 또한 하향 조정되었다.

그림2. 음식료 주요업체 25, 26년 연간 영업이익 컨센서스 변화율 (1M) 및 주가수익률 (1M)



자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

주: 11월 26일 기준

표1. 3Q25 영업실적 발표 전·후 25~26E 연간 영업이익 추정치 조정: 대부분 경기둔화, 비용증가 반영

(십억원)	Δ25E	Δ26E	비고
KT&G	1.1%	4.6%	글로벌 KT&G 결련 및 NGP 수요 상승세 지속, 해외 일반결련 ASP 개선세 유효 및 환율 추정치 조정분 반영
CJ제일제당	-5.6%	-12.3%	해외식품 경쟁심화에 따른 마진하락, 바이오 스페셜티 다운사이클에 따른 조정, 1H25대비 라이신 업황 둔화 반영
오리온	-0.3%	0.6%	환율 일부 조정
삼양식품	0.4%	3.7%	환율 일부 조정
오뚜기	-2.7%	-18.2%	비용상승흐름 반영에 따른 마진조정
농심	8.4%	3.6%	국내 가격인상효과 추가반영
동원산업	-4.8%	-3.0%	해양수산 매출액 및 이익조정분 및 스타키스트 현지 소비둔화관련 조정반영
롯데푸드	-6.8%	-0.6%	원가부담 영향 일부 잔존분 반영관련 마진조정
롯데칠성	-8.1%	-6.0%	국내 음료 및 주류시장 경기둔화 및 원가상승분 반영
하이트진로	-6.9%	-10.3%	주류소비둔화 및 대외변수 불확실성에 따른 마케팅관련 비용 추정치 조정
대성	-0.9%	-11.6%	소재부문 전방산업 둔화 등에 따른 마진 조정분, 1H25대비 라이신 업황 둔화 반영
풀무원	6.8%	-16.8%	25년 국내부문 추가개선분 반영, 26년 성장률 조정 (컨센서스 +57.1% → +22.4% YoY)
빙그레	0.4%	-1.5%	미국 등 비용 상승분 반영

자료: iM증권 리서치본부

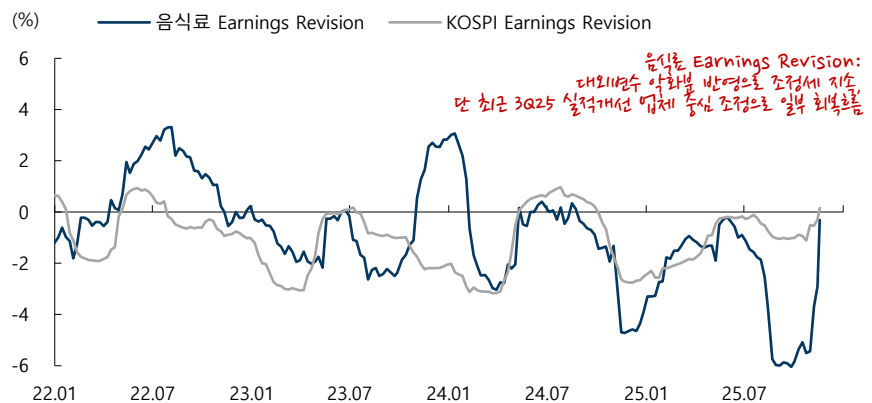
주: 비커버기업 (롯데푸드, 풀무원)은 컨센서스 변화분 반영

Earnings Revision
4Q25 추정치 조정시
일부 조정흐름 시현 가능

음식료 업종의 3Q25 영업실적과 최근 업황을 반영한 전망치 변동에 따라 Earnings Revision Ratio 조정이 이루어지고 있다. 대내외변수 부진 영향으로 추정치를 하향 조정하는 기업보다는 해외성장, 국내외 가격인상 효과 등 소비관련 부정적 흐름에 대한 상쇄 이상의 영업실적 개선을 시현한 업체 위주의 조정에 따라 Earnings Revision Ratio는 시장 조정폭대비 아직 제한적인 수준이나, 최근에 보인 큰 폭의 (-)흐름을 마무리하는 모습이다 ([그림3] 참고).

다만 4Q25 및 26년 영업실적의 경우 대외변수 악화 기조 지속에 따른 시장전반 침체가 재차 고려될 가능성이 열려있으며, 이 경우 전반적인 조정의 방향성은 다시 우하향 흐름을 보일 수 있다. 따라서 급격한 대외변수 회복을 가정하는데 한계를 보일 경우 기존과 비슷한 궤의 영업실적 시현이 예상됨에 따라 4Q25를 포함한 1H26 영업실적 하향 조정 또한 가능성을 염두해 둘 필요가 있다.

그림3. 시장 및 음식료업종 Earnings Revision Ratio 비교



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

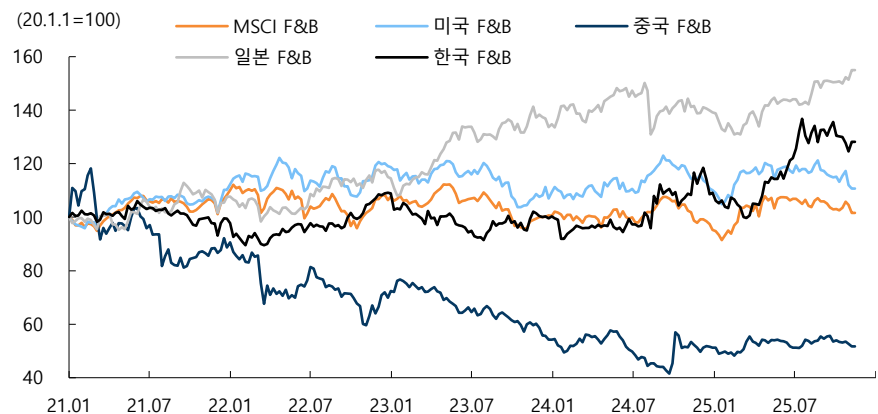
2. 3Q25 글로벌 F&B 영업실적 Review

글로벌, 국내 상황 유사
Q 고전, P 인상 유효성 ↓

글로벌 음식료 업체들의 영업실적도 현지 소비둔화 및 미국 관세와 관련된 국가간 갈등고조 등 정치 경제적으로 복합적인 요인들이 반영되었으며, 추가변동 또한 유사한 흐름을 보이고 있다 ([그림4] 참고).

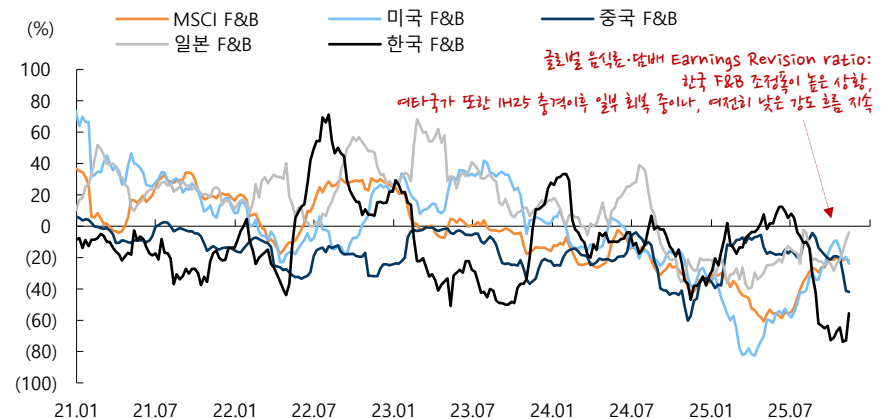
25년 연초 이후 업체별 영업실적에서 지속적으로 확인된 바와 같이 정치적 불확실성에 국가별 소비경기 둔화, 경쟁 심화 및 공급망 이슈 등 다수의 부정적 요소가 반영된 영업실적 등락이 불가피한 상황이었으며, 관련 흐름은 대부분 여전히 현재진행형이다. 미국 관세 이슈로 가격결정력을 보유한 일부 기업의 경우 추가 제품가격 인상을 통한 수익보전 전략을 제시하기도 했으나, 동시에 인상 후 소비 축소에 대한 우려가 물량 하락으로 이어졌음은 여전히 글로벌 경기에 대한 불확실성이 높은 수준임을 보여준다.

그림4. 글로벌 F&B 추가 비교



자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

그림5. 글로벌 F&B Earnings Revision Ratio



자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

중국 음식료업종:
지표부진, 전통 대형주 ↓
단기 유행 브랜드 보유
업체로 관심 이동

중국의 경우 여타지역대비 부진한 주가 흐름이 이어지고 있다. 현지 부동산 침체와 고용 불안, 디스플레이선 우려 등으로 소비 회복이 기대보다 더딘 가운데 음식료 업종 역시 선별적인 회복 양상을 보이는 상황이다. 대형 외국계 및 전통 브랜드 업체는 외형성장 둔화와 마케팅 비용 부담으로 주가가 약세를 보이는 반면, 로컬 스낵, 커피·차 및 저가 외식 브랜드 등 일부 종목에서는 랠리가 시현되고 있다. 중국 정부 정책 또한 부동산에서 자본시장 및 내수 진작으로 축이 이동하고 있으나, 실질 소비개선이 지표로 확인되기 전까지 음식료 업종 전반의 리레이팅은 제한적일 가능성이 높다.

중국 소비재의 경우 주 소비처인 중국 Z세대의 품목별로 절약과 과소비를 오가는 ‘감정소비’ 및 라이브커머스·SNS 바이럴에 민감한 소비 패턴을 보이고 있으며, 팝마트, 신흥 음료 등 단기 유행하는 로컬 브랜드로의 자금 쏠림이 이어지는 중이다. 상대적으로 전통 음식료 및 주류 대형주의 부진한 흐름이 지수 하락으로 연결되는 구조가 최근 업종의 (-)수익률에 반영된 것으로 해석된다.

일본 음식료업종:
상대적 견조한 지수흐름,
내수 실적모멘텀 유지

일본 음식료산업 지수는 등 여타국가대비 견조한 흐름이며, 이는 1) 일본 내수 물가가 상승 중이나 동시에 가계소비를 뒷받침하는 임금이 상승세를 보이고, 2) 기업지배구조 개선 (자사주 매입, 배당 확대) 등 구조적 모멘텀에 더해, 3) 인바운드 회복과 편의점 및 외식채널 호조로 내수 음식료기업의 영업실적 모멘텀이 유지된 결과로 판단한다. 엔화 강세 부담이 일부 수출주에는 역풍으로 작용하고 있으나 원재료 수입비중이 큰 산업 구조상 원가 측면의 완충재로 작용하며 밸류에이션 프리미엄을 지지하고 있다.

최근 일본 Z세대는 장기 불황 경험에 따른 극가성비 중시 경향을 보이는 동시에 편의점 디저트·프리미엄 커피·한정판 스낵 등 소액 ‘작은 사치’ 소비에 지갑을 여는 이중적 패턴을 보이고 있다. 이에 따라 가격전가력과 신제품 기획력이 높은 내수 중심 음식료 기업으로 수요와 밸류에이션 프리미엄이 집중되는 흐름이다.

미국 음식료업종:
대외변수 불확실성 반영
↔밸류에이션 매력도 ↑

미국은 1H25까지 방어주 및 배당주 선호로 높아졌던 음식료 업종의 밸류에이션 부담이 불거진 가운데, 트럼프발 관세·재정 불확실성, 물가 재상승 우려 등으로 장기 금리가 오르면서 필수소비재인 음식료 업종까지 디스카운트가 확대되고 있다. 현지 원가의 재상승 가능성과 비만치료제 등의 이슈로 일부 음식료 기업의 성장성에 대한 의구심 또한 조정요인이다. 단 연초대비 +0.6%의 견조한 흐름은 단기 비용압박에 대한 브랜드 로열티의 해소 가능성과 밸류에이션 매력도 측면에서의 시장 수요로 해석 가능하다.

미국 음식료 소비의 경우 현지 제로 카테고리, 프로틴, 유기농 등 기능성 제품으로 수요가 재편 중이다. 이 과정에서 음식료 전통 대형 브랜드의 판가 인상 여력이 줄어들고 있으며, 주가 또한 동일한 궤의 움직임을 보인다. 틈새 브랜드, 프리미엄 카테고리의 주가 변동성이 확대되는 국면이다.

표2. 음식료·담배 글로벌 및 국내 Peer 기업 3Q25 매출액 및 영업이익 성장률 비교 (1)

(YoY %)	매출액 g	P	Q	OPg	추가 YTD	3Q25 영업실적 내용 요약
종합식품						
CJ제일제당	0.3%			-16.7%	-17.0%	
대상	3.0%			-1.3%	8.9%	
CONAGRA BRANDS	-5.8%	0.6%	-1.2%	-13.5%	-36.1%	- 냉동 디저트, 냉장 휘핑크림, 핫도그, 통조림 토마토, 냉동 대용량 식사 등 여러 카테고리에서 물량기준 점유율을 확대했으나, 인플레이션 압력과 소비자 신중 심리로 인해 Q 감소 - 생산성 개선 효과에도 순매출 감소. 원가에 인플레이션 (-) 영향 반영. - 미국 : 동결식품 전반 물량, 점유율 개선. 냉동채소, 냉동식사(meals), 냉동 가공치킨 점유율 ↑
CAMPBELL SOUP	1.0%	2.0%	-4.0%	-3%	-27.4%	- P: 25년~ 가격인상분 일부 잔존 (RGM·팩/채널 최적화 포함), 영업일수 확대로 방어. 단 수프 등 둔화로 추가 (+) 효과 제한적 - Q: -4%, 2Q25 ERP (Sovos) 전환에 따른 선출고와 카테고리간 볼륨 약화 - 미국: 미국/인마켓에서 Rao's 고가 포지셔닝 회복이 가격믹스에 우호적, 소비 +high로 복귀
KELLANOVA	0.9%	0.9%	-1.4%	-0.6%	3.1%	- P: 가격인상 효과 반영. 북미 -0.9%, 유럽 -2.9% (스낵/시리얼 수요악세 장기화), 남미 +5% (가격인상 효과), AMEA +10.4% (아프리카 환율+가격인상). - Q: 북미 -1.7%, 유럽 -2.1%, 남미 -7.3% (멕시코 시리얼 카테고리 수요 ↓), AMEA +1.1%.
NICHIREI	0.9%	(+)	(+)	-7.9%	-6.5%	- 가공식품 가격 인상 (+ mix 개선), 물류부문 서비스 믹스 개선이 매출 성장 견인 - Q: 가정용 냉동식품 +1%, 상업용 냉동식품 +9% YoY - 일본/글로벌 물류: 재고 증가, 보관·운송 수요 확대에 취급 물동량·보관 톤수 (Q) 증가
KIKKOMAN	0.9%	(+)	(+)	-5.6%	-19.1%	- 일본 고부가 제품인 미린 비중 확대에 매출액, 영업이익 모두 레버리지 확인 - 북미·유럽·아시아/오세아니아 아시아인 푸드 카테고리 확대, 고단가/핵심 SKU 비중 확대 긍정적 - 북미 간장: 가정용·외식용 Q 증가, 산업용 판매 감소. 총합으로 현지통화 기준 매출액 증가
TYSON FOODS	2.2%	6.4%	-1.6%	70.0%	-0.5%	- 전사 평균판매단가 인상이 매출액 성장을 견인했으나 Beef, Pork 물량 감소 및 가공식품 일부 SKU 최적화로 물량 감소 - 영업이익 급감 요인: (1) Beef, Pork 부문 원가 급등, 가동률 하락으로 레버리지 축소 (2) AI, 비용 인플레이션 영향 (3) 일회성 요인(법정 총당금이 4Q 매출 차감 항목으로 반영)
제과						
오리온	7.0%			0.6%	3.6%	
롯데밀푸드	7.3%			-8.9%	9.9%	
NESTLE	3.3%	2.8%	0.5%	n/a	6.7%	- 가격인상에도 신흥국 중심 판매량 증가로 매출방어, 유럽은 물가부담에 따른 수요위축 - 커피, 코코아 등 원재료 인플레이션 지속. 유럽·중국 내 수요회복 둔화 - 중국 Wyeth 분유 사업, 출산을 감소 및 시장 내 경쟁심화로 인해 매출 부진 지속중
PEPSICO	2.6%	4.0%	-3.0%	-8.0%	-3.9%	- 북미음료 등 가격인상에도 물량 약세, 25년 연간 가이던스 +low 유지 - P의 경우 북미음료 +6% (가격인상), 북미식품 +2% (스낵 가성비 프로모션으로 가격 (-) 효과), EMEA +6%, LatAm Foods +4%, Asia Pacific Foods -3%
MONDELEZ INT'L	5.9%	8.0%	-4.6%	-35.5%	-5.4%	- P: 전사 +8.0%p. 유럽 +12.6%, AMEA +9.3%, 라틴아메리카 +8.7% ↔ 북미 +1.5%. 코코아 및 운송비 상승 방어목적 가격조정이 외형성장 견인 / Q: 가격인상으로 수요 감소, 믹스 악화 - 원가 인플레이션, Q 감소로 영업이익 ↓ 코코아가격 상승으로 마진 압박, 제품 믹스 불리
HERSHEY	6.5%	6.0%	(+)	-29.1%	10.3%	- 24~25년 가격인상분 3Q25 반영, 단 2년간 누적된 원가 인상분 부분 상쇄에 그침 - Q 성장 미미, 북미제과 -1% (가격인상 영향), 북미스낵 +11% (판촉 프로모션, 홍보효과 및 신규제품 효과), 인터내셔널 +6% (브라질 +두자리수, 유럽/멕시코 4Q25 물량 3Q25 선반영) - 북미제과 매출액 +5.6%, 24년 가격인상 효과, 물량 일부 하락 - 코코아 등 원재료비 급등, 관세 비용 급증 (3Q25 약 \$65mn), 제품 믹스 악화
MEIJI HOLDINGS	1.0%	(+)	(-)	-7.8%	3.1%	- 가격인상으로 매출액 성장 ↔ 원재료·판매비·R&D/백신 비용부담, 전년대비 일회성 이익 감소 - Food 부문 Q 감소 ↔ 초콜릿·B2B 크림/치즈·중국 유제품 등 물량 성장으로 부분적 Q 상쇄 - 구조적 인플레이션 대응 차원에서 요거트·우유·치즈·초콜릿 등 전반적 가격인상 +222억엔, 물량·원가 부담에도 불구하고 Food 부문 영업이익이 전사 증익에 기여 - 자체 비용 절감(+12억엔)에도 Food부문 코코아, 우유 등 원재료비 증가로 이익 -102억엔
CALBEE	5.5%	(+)	(+)	-31.9%	-6.0%	- 국내·외 모두 물량 증가와 가격/내용량 조정으로 외형성장 ↔ 히로시마 공장 가동에 따른 고정비 증가, 원가 부담, 여름 매출 부진. UK·인니 원가악화 영향으로 이익에 크게 (-) 영향 - 국내·외 판매량 증가, 주력 스낵 카테고리 물량 각각 +4% YoY. 기타 스낵·시리얼도 플러스 성장하며 국내 스낵/시리얼 볼륨 성장 유지 - H1 판매단가 개선 (가격/내용량 조정·믹스 개선) 효과 +32억엔, GPM에 (+) 기여 - 단 폭염으로 고객 트래픽·스낵 수요가 일시 둔화, 전분기대비 가격/내용량 조정 효과 축소

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 추가수익률은 11월 26일 기준. 용이한 비교를 위해 3Q25 및 25년 캘린더 기준으로 정리

표3. 음료·담배 글로벌 및 국내 Peer 기업 3Q25 매출액 및 영업이익 성장률 비교 (2)

(YoY %)	매출액 g	P	Q	OPg	주가 YTD	3Q25 영업실적 내용 요약
담배						
KT&G	11.6%			11.4%	33.1%	
PHILIP MORRIS INT'L	9.4%	5.9%	0.7%	16.7%	30.8%	- 쉐련/Smoke-free의 P 상승이 매출액 성장 기여 - 출하량 쉐련 -3.2%. SFP +16.6%로 SFP가 쉐련 물량감소 상쇄 (미국 ZYN 재가동 효과, 니코틴 파우치/가열 담배로 성인 흡연자 전환 확대) - 미국에서 ZYN 완전한 공급 재개, 단기 재출시 프로모션으로 가격 기여는 하락했으나, 중장기 측면 프리미엄 가격 포지셔닝 유지 계획 - U.S. SFP 출하량 +26.9%. 미국 ZYN의 수익성은 향후 그룹 내 최고 수준 유지할 계획
ALTRIA	-3.0%	(+)	(-)	2.5%	11.6%	- 가격상승 효과에도 25년 연초 이후 가계여력 압박과 전자담배 (무허가 일회용) 시장 확대로 가격 민감도 ↑, 판촉/할인 강화로 전사 매출액 역성장
JAPAN TOBACCO	18.3%	(+)	-0.2%	+29.6%	43.3%	- 아시아(일본/필리핀/대만) 가격인상/프리미엄화, 서유럽(이탈리아/스페인/영국 등) 가격인상, 가격저항으로 물량 감소
라면						
농심	2.4%			44.6%	19.3%	
NISSIN FOODS	1.6%	(+)	(-)	-19.4%	-27.0%	- 일본 내수중심 가격인상과 프리미엄·고마진 제품 비중확대가 매출액 성장 견인 - 원가/환율 (-)영향 (밀, 원당, 기타 원재료, 포장비용 ↑, 엔화절상으로 해외이익 ↓), 일본 내수 원가상승, 저가제품 선호로 마진 ↓, 해외 불륨 ↓으로 영업이익 하락폭 확대 - 일본 내수 일부 제품군 중심 성장, 단 해외 불륨 ↓, 미국 -11.9%, 중국(+홍콩) +1.2%, 아시아 -9.9%, EMEA -2.8% 등
TOYO SUISAN	1.1%	(+)	(-)	-0.1%	3.3%	- 북미·멕시코 인스턴트, 냉동/냉장, 해물, 콜드스토리지 등 가격인상 및 고마진제품 비중 확대에 단위당 수익성 개선 - 일본 내 컵·봉지라면, 냉동면, 아이스크림·저장물류, 도시락·델리 등 판매량 견조. 내수 물량이 해외 감소분을 일부 상쇄했지만, 전체 성장의 대부분은 여전히 P에서 온 구조 - 북미 7월 단가 인상 진행, 다만 경기/물가 부담으로 소비자 가격민감도 ↑, 효과적인 판촉을 충분히 하지 못하며 Q감소 / 미국 인스턴트는 경기·소비심리 위축과 판촉 부족으로 판매량 감소, 일부 냉동 조리식·야채, 가공식품 (포장밥)도 수요 조정 지속 - 멕시코 4월 가격 인상으로 북미보다 먼저 시행. 컵라면은 가격인상 이후에도 판매 견조, 봉지면 또한 물량/매출액 모두 양호. 가격 인상 이후에도 수요가 잘 버텨준 시장으로 판단
주류						
하이트진로	-2.4%			-22.5%	-4.1%	
AB INBEV	0.6%	4.8%	-3.7%	7.4%	13.0%	- 전사 가격효과가 매출액 상승 주도. 브라질 P +6.5%, 멕시코 +mid, 미국 +2.0% 등 매출관리, 프리미엄화 가속화. 불륨 역풍에도 가격·믹스로 수익성 방어 - Q 감소: 중국 -11.4%, 브라질 비수기성 날씨·소비 위축 (총 Vol -7.9%). 미국 STR -2.5%, 업계 대비 방어적인 감소를 보이는 중
BUDWEISER APAC	-8.8%	0.1	-8.6%	-10%	6.7%	- 중국 오프라인 채널 재고조정 여파로 Q -8.6%, 매출액 감소. 단 APAC East 프리미엄화 및 단가 +0.1%, 원재료가격 하락으로 EBITDA 마진 +46bp 개선 - 한국 OB: 23년 관세 감사 관련 customs audit claim으로 23년에 이어 25년 9M 동안 추가 \$18mn 비용 인식(맥아 수입 관련 관세·조세 이슈, 누적 \$84mn)
TSINGTAO	2.9%		(+)	11.4%	-5.5%	- 피크시즌 수요 부진, 칭따오 브랜드 판매량 +4.2%로 전체 판매량 소폭 증가 - 단가 자체는 프로모션, 할인 강화로 역성장 했으나 중고가 이상 제품 비중 43.6%(+2.64%p)로 고급화 진행 지속, 가격 ↓ + 믹스 ↑. 매출액 성장에는 P -0.5%에도 믹스 개선이 긍정적 작용
CARLSBERG	17.8%	2%	-3%	n/a	15.0%	- Britvic 인수 효과로 매출 성장, 다만 소비둔화 기조 이어짐 - 중국/아시아/서유럽 지역 모두 P효과 ↑. 중국, 아시아의 경우 프리미엄 브랜드 성장으로 믹스 개선, 서유럽은 San Miguel 이탈 영향에도 가격 인상과 soft drink 성장으로 단가 유지
음료						
롯데칠성음료	1.3%			16.6%	2.9%	
COCA-COLA	5.0%	6.0%	1.0%	59.0%	16.6%	- 가격효과가 전사 실적 견인. 인플레이션 국면의 과도한 가격인상은 진정되었으나, 팩, 채널 및 브랜드 믹스개선과 선택적 가격조치 겹침 - Q 포함이나 북미에서 제로코카콜라가 지속적인 강세
MONSTER BVG	-2.4%		(+)	5.6%	42.4%	- 매출액 성장을 주도한 건 Q 증가, 다만 마진 개선의 주요 원인은 가격인상 및 제품 믹스 개선 - 프로모션 증가, 알루미늄 캔 단가 상승, 해외 비중 확대가 마진 상쇄 요인 - reported 매출액 +16.8%보다 높은 Q 성장(+17.8%) 기록. 미국 외에서 물량확장과 카테고리 수요 성장, 미국 외 매출 비중 분기기준 43% 달성 → 포트폴리오 글로벌화 되는 구조

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 추가수익률은 11월 26일 기준. 용이한 비교를 위해 3Q25 및 25년 캘린더 기준으로 정리

표4. 음식료·담배 글로벌 및 국내 Peer 기업 3Q25 매출액 및 영업이익 성장률 비교 (3)

(YoY %)	매출액 g	P	Q	OPg	주가 YTD	3Q25 영업실적 내용 요약
유업체						
매일유업	2.3%			23.9%	-0.3%	
ABBOTT LAB	6.9%	(-)	(+)	20.6%	13.2%	- 의료기기 (유기적 +12.5%, CGM +17.2%)와 신항국 EPD, 성인 영양 호조의 실적 기여 ↔ Diagnostics의 COVID 테스트 급감·중국 가격 압박, 유아 영양 부진 - 7월에 25년 연간 COVID 테스트 감소, 미국 관세, 미 정부 해외원조 동결로 10억달러 이상 역풍 언급 (이 중 Diagnostics 7억달러, 관세 관련 2억달러 미만 (대부분 2H25) 가이드언스 제시)
DANONE	0.7%	1.6%	3.2%	n/a	18.5%	- CNAO (중국·북아시아·오세아니아) Q+15.1%로 강한 성장세 - 멕시코 소비 둔화 여파로 남미 Q -2.3%에도 P+6.6%로 인플레이션과 통화약세 상쇄
MORINAGA MILK IND	0.9%	(+)	(-)	18.9%	31.8%	- 일본 내수 Q 부진에도 해외 증가, 전반적인 가격 인상과 고부가가치 제품 (프로바이오틱스, 수출용 분유, MILEI)로 영업실적 성장 - 요거트, 아이스크림, 음료, B2B 등 내수 전 영역 가격인상 단행, 고부가 제품 확대 - 원유 교역가격 6월(유제품용)·8월(음료·발효용) 인상, 커피·코콜라·포장재·에너지 비용도 상승하며 원재료 부담 증가
식자재유통						
신세계푸드	-17.2%			-80.1%	12.2%	
CJ프레시웨이	9.2%			8.3%	50.6%	
SYSCO	1.1%		-2.0%	-5.7%	-0.7%	- 유제품, 육류 원가 +2.1% YoY, 가격전가 노력에도 믹스 및 수요 약화로 판매단가 상승폭 제한 - 미국 푸드서비스 물량 -2.0%, 로컬 -3.5% YoY. 소비심리 악화, 캘리포니아 산물·기상이변 등 외부변수 요인. 국제 판매량 환율과 제외 +2.2% YoY - SYGMA (대형 체인 식자재 공급)은 매출액 +9.5% 성장
외식						
MCDONALD'S	3.0%	(+)	(+)	5.0%	7.1%	- SSSG+3.6%, 미국 +2.4%, IOM+4.3%. 핵심 드라이버는 우호적인 객단가 - 신규 매장수 증가와 기존 매장 트래픽 상승으로 Q (+), 프랜차이즈 마진증가에 따라 이익개선
STARBUCKS	5.5%	(-)	(+)	-78.7%	-5.9%	- 북미 평균 객단가 +1%, 단 대규모 리스토럭처링 비용·노무비/인플레 부담으로 영업이익 ↓ - 인터내셔널·중국 거래는 늘었지만 평균 객단가 각각 -3%, -7%, 판촉 강화 및 가격·채널 믹스 희석이 동반되면서 P 기여는 마이너스 요인으로 작용
RESTAURANT BRANDS INT'L	6.9%	(+)	(+)	14.8%	8.4%	- Tim Hortons 원재료 상승관련 가격전가 및 Burger King 광고기금 기여율 인상 긍정적. 단 RH (BK US 직영) 원가·임금 상승이 마진에 (-)요인 - Tim Hortons: 공급망 매출액이 상품가격 상승으로 증가, 가격 상승/원가 인상 전가 확인 - Burger King: 가맹점 광고기금 기여율 인상으로 광고·기타서비스 매출액 증가, 단가 인상 - RH (Company-owned BK US, Carrols): 소고기 가격, 인건비 상승으로 레스토랑 비용 증가
YUM! BRANDS	8.0%	(+)	(+)	8.0%	14.8%	- Taco Bell·KFC 중심 동일점·점포 수 성장 (SSS+3%, 유닛 +3%)하며 Q ↑ ↔ Pizza Hut 부진 - 부문별 가격 인상으로 단위당 매출액 상승 - 소고기 중심 인플레이션과 임금 및 기타 운영비 상승 부담. 단 마진은 총체적으로 개선
DARDEN RESTAURANTS	10.4%	(+)	(+)	12.3%	-4.0%	- 가격인상폭 인플레이션 이하로 제한, 합리적 가격대 메뉴 강화와 채널 믹스로 수요 유지 - 트래픽 증가, 신규매장 확장으로 Q ↑, SSSG+4.7%, 트래픽 업계 상위. 딜리버리 채널 확대가 Q에 구조적 (+)효과. 미국 Uber Direct 딜리버리 확장으로 젊은 고소득층 유입, 객단가·빈도 ↑ - 소고기 가격급등, 새우 관세가 미국 원가에 직접 충격, 생산성/믹스/효율로 흡수 중
DOMINO'S PIZZA	6.2%	3.3%	2.9%	12.2%	-0.5%	- 미국 식자재 가격상승, 마진 압박요인으로도 작용 - 미국 내 주문건수 증가와 글로벌 매장 순증 214개 (미국 29, 해외 185)가 성장 견인 미국 가맹 +5.3% YoY, 직영점 +3.4% YoY, 미국 가맹점 로열티/수수료 증가와 매장 수 증가 영향
CHIPOTLE MEXICAN GRILL	7.5%	(+)	(+)	0.8%	-44.6%	- 24년에 단행한 가격 인상 효과 발생 - 쇠고기·닭고기 인플레이션 및 신규 도입된 관세 영향으로 원가 상승, 단 가격 인상과 원가 효율화로 매출원가율 -0.6%p YoY - 원가율 개선에도 마케팅/프로모션 비용 증가, 노구 관련 비용, 점포 관련 고정비 비중 상승하며 영업이익률은 하락, OPM 16.9% → 15.9% (-1.0%p YoY)
유통						
WALMART	5.8%	(+)	(+)	-0.2%	18.4%	- eCommerce·멤버십·광고 성장과 트래픽 증가로 Q 성장, 외형성장 기여 - Walmart U.S.: 트래픽과 온라인 물량이 성장의 1/2 기여, Sam's Club U.S.는 트래픽, 유닛 증가로 성장, Int'l은 Flipkart·중국·Walmex 중심으로 Q 증가세 - Sam's Club U.S.의 P 하락에도, 미국 리테일과 Int'l 성장으로 상쇄 - 매출액 성장률 가이드언스 상향 조정. 타깃, 홈플러스 등 동종업체의 이익전망치 하향조정과 상이

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 추가수익률은 11월 26일 기준. 용이한 비교를 위해 3Q25 및 25년 캘린더 기준으로 정리

3. Valuation

음식료 26년 P/E 12.3X,
업체별 실적 모멘텀에
따른 주가 상승여력 유효

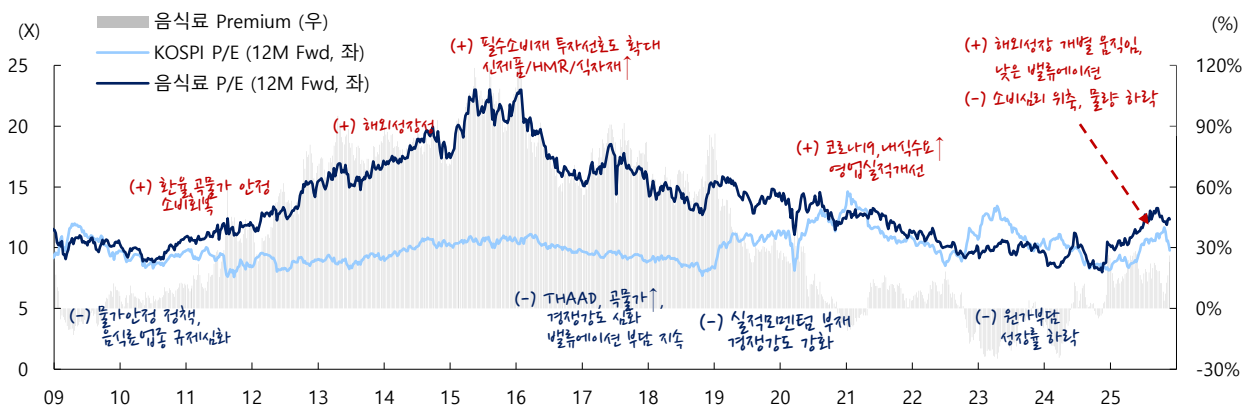
25년 연초 이후 음식료 업종 밸류에이션의 시장대비 할증폭은 20% 수준에서 등락을 보였다 ([그림6] 참고). 다만 2H25에 접어들면서 여타업종대비 낮은 실적기대감에 따라 일부 대형주 및 대외 변동성에 대응할 수 있는 방어주 중심의 주가 회복이 선별적으로 이어지며 프리미엄폭이 조정된 바 있다. 업황개선이 다소 더딘 흐름을 보일 가능성이 높은 상황이나, 현재 음식료 업종의 12M Fwd P/E 12.3X는 여전히 역사적 하단의 레벨에 위치해 있음을 고려, 영업실적 모멘텀 가시화 가능성이 높은 기업의 주가 업사이드에 대한 부담이 낮다.

경기침체 관련 대외변수가 이어지는 흐름을 감안한다면 이익 전망의 단기 극적인 추가 개선을 기대하는 것은 어려우나, 원가 관리가 유효한 구조에 안착한 상황에서 국내 내수 소비의 반등이 반영된 외형 개선과 기업별 해외 현지 지배력 강화 속도를 고려한다면 대외변수 불확실성이라는 할인 요인을 추가적으로 녹여내더라도 주가는 현 수준 이상의 하향 조정 우려는 과도하다는 판단이다.

대외환경에 대한 변동성이 이어지며 지속적으로 조정된 영업실적 성장 전망치 레벨을 고려한다면 밸류에이션 매력도는 여전히 부각된다. 1) 내수에서의 외형 방어와 원재료 안정 흐름이 고려된 마진레벨 확대 정도가 시장 기대치를 상회할 수 있는 기업과 2) 업체별 해외 현지에서의 지배력 강화 속도가 부각되는 업체에 프리미엄 할증을 집중할 가능성이 높다.

필수소비재 특성상 음식료 업종의 주가는 큰 흐름에서의 영업실적 방향성과 높은 양의 상관계수를 보인다는 측면을 고려, 견고한 실적 개선 강도 등을 시험한다면 밸류에이션 추가 할증 또한 기대 가능할 것으로 예상된다.

그림6. 음식료업종의 시장대비 밸류에이션 및 할증폭 추이: 12M Fwd P/E 12.3X



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

II . 2026 F&B Outlook

1. 내수: 비켜가기 어려운 터프한 환경

1) 내수 음식료시장: 소비회복이 간절하다

내수소비 부진 흐름 지속
음식료품 구매,
외식 또한 축소 기조

국내 내수소비의 부진한 흐름이 이어지고 있다. 중장기 측면에서의 인구구조 변화, 가계 자산의 부동산 집중 현상, 산업의 고용 창출능력 약화 흐름에 코로나19와 인플레이션 등 단기 이슈가 맞물려 내수소비는 유례없는 수준의 계단식 하락추세를 보이고 있으며, 최근 그에 더해진 가속화가 부담스러운 수준이다.

고물가 등에 따른 소비심리 위축에 경기전망 또한 하향세가 이어지고 있다. 한국은행이 발표하는 소비자 동향 조사에 따르면 25년 10월 향후 경기전망지수는 94pt로, 7월 민생 소비쿠폰 등의 영향에 따른 회복 기미를 보였음에도 불구하고, 이후 다시 증가폭 조정이 지속 중이다 ([그림8] 참고). 소비지출전망 또한 개선 심리가 반영됨에도 불구하고 전년수준의 움직임을 보이며, 이와 관련한 경기전망 역시 부정적인 요인이 부각되는 상황이다 ([그림9] 참고).

고물가, 고금리에 각 가계에서 음식료품 구매나 외식 축소 경향을 지속하는 등 특히 '먹는 것'을 모두 줄이고 있다. [그림7]과 같이 경상 음식료품 판매액은 20년 이후 지속적으로 성장폭이 축소되고 있으며, 특히 2H24부터 일부 캘린더 효과를 제외할 경우 전년수준의 판매액에 그치고 있음을 알 수 있다. 소매판매액 지수의 기준 시점이 20년이라는 점을 고려, 코로나19 이후 식료품, 음료 및 주류 등 대부분의 음식료품 구매가 적어진 상황이며, 인플레이션을 감안할 때 구매 수량은 이미 감소 구간에 진입했음을 의미한다.

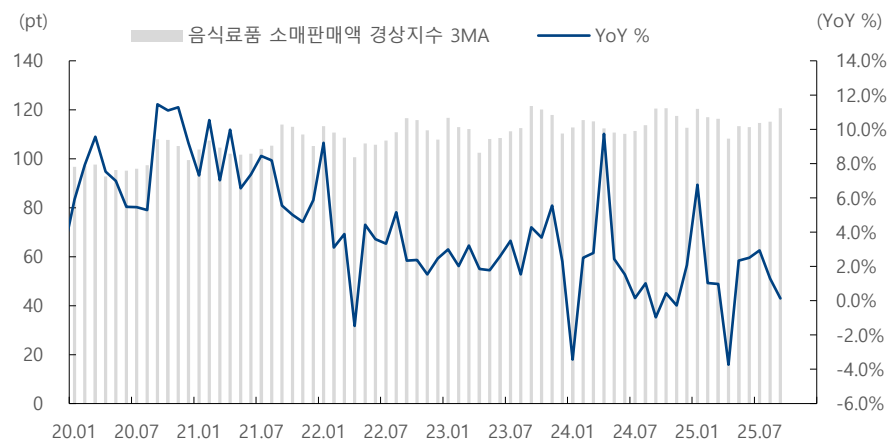
1H25까지 집중적으로 진행된 가격인상과 물가안정 효과에 따라 소매판매액의 일부 회복세를 기대했으나, 3Q25 다시 하락폭이 커졌다. 이는 내수침체의 장기화로 민생회복 소비쿠폰 수혜도 효과가 제한적이었음을 의미한다. 여기에 고환율관련 수입물가 원재료 상승, 미국 관세를 포함한 글로벌 경기 불확실성 잔존까지 고려시 26년에 대한 소비심리가 마냥 장밋빛은 아니라는 것으로 풀이된다.

국내외 음식료 업종의 제한적 성장 구간

실제 연초 이후 3Q25까지 국내 음식료 업체들의 영업실적은 대부분 내수에서 제한적인 외형성장을 시현했다. 정체된 물량 기조와 더불어 가격할인, 판촉 프로모션 증가 등에 의한 마진축소 또한 비켜가기 어려웠다.

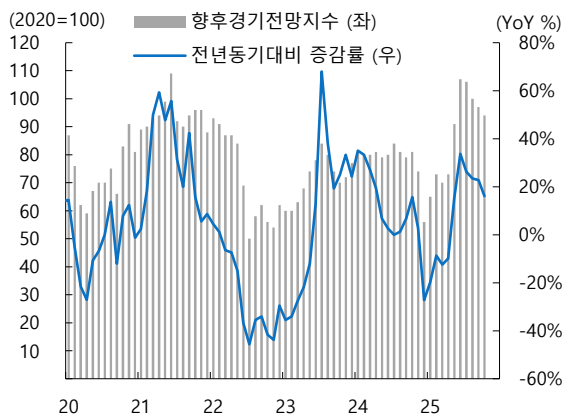
이러한 상황은 비단 국내에 국한되지 않는다. 해외 또한 현지 경기 둔화세가 영업실적으로 드러나는 등 음식료 업체의 경영환경이 전반적으로 악화된 상황이며, 특히 글로벌 업체대비 마진 레벨이 낮은 경우 관련 비용추회에 따른 높은 이익 변동폭까지 보인다.

그림7. 음식료품 소매판매액 3MA: 24년~ 인플레이션 수준 고려시 구매 수량 감소세 지속



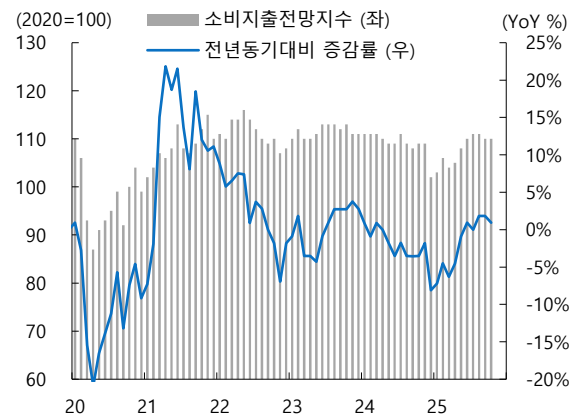
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림8. 향후경기전망지수 10월 94pt, 5월 이후 상승폭 축소



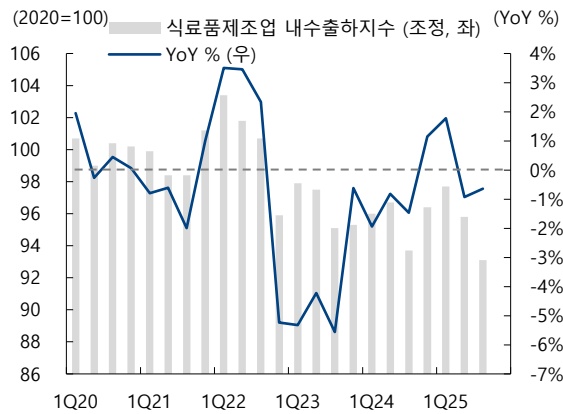
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림9. 소비지출전망지수, 지수 성장률 재차 조정 중



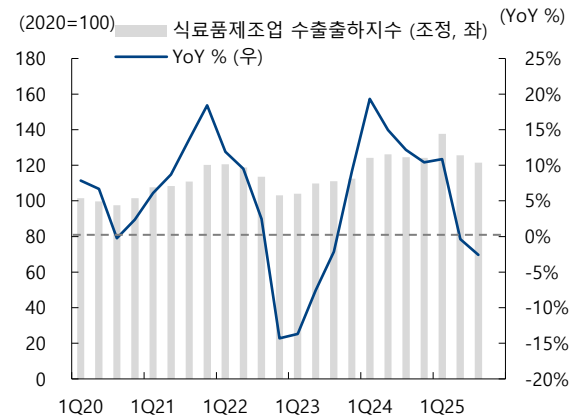
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림10. 식품 내수출하지수



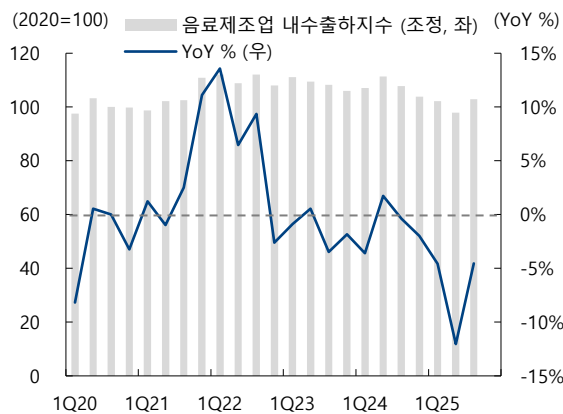
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림11. 식품 수출출하지수



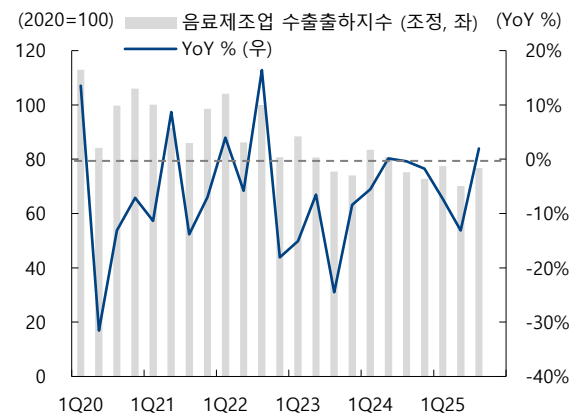
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림12. 음료제조업 내수출하지수



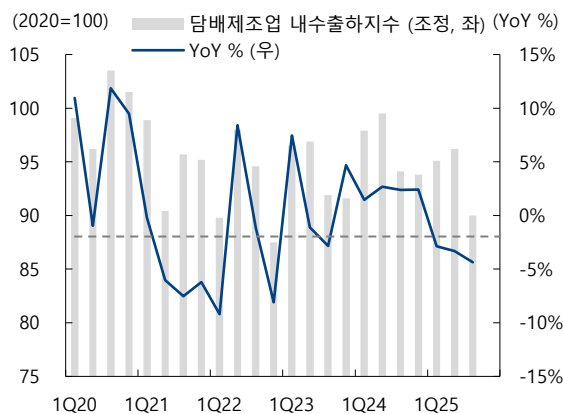
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림13. 음료제조업 수출출하지수



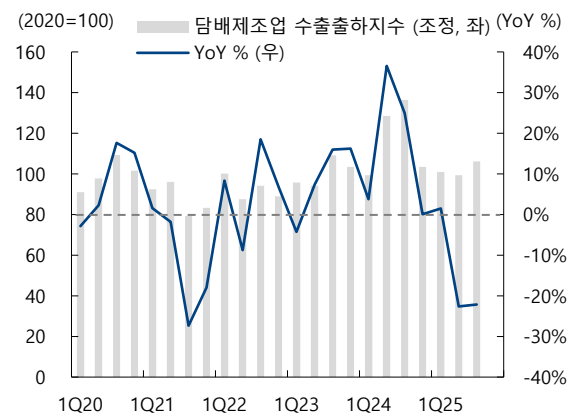
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림14. 담배제조업 내수출하지수



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림15. 담배제조업 수출출하지수



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

식료품 소비지출 실질
성장 제한적,
3Q25~ 확인 필요

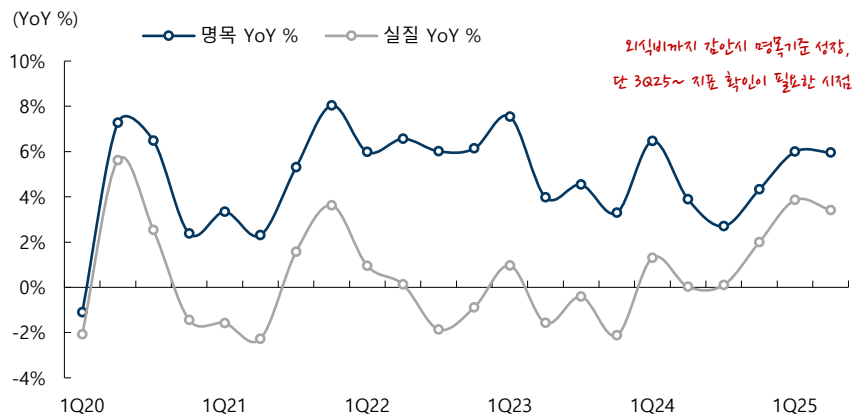
외식을 포함한 소비지출의 명목 성장은 이어지고 있으나, 가격효과를 제외시 실질 성장은 여전히 제한적인 흐름이다. 2Q~3Q25 소비심리 개선 요소에 따른 반등이 외식시장으로 이어져 오랜만에 소비지출 증가세를 이끌어냈으나, 최근 그 효과가 축소되고 있다. 이를 고려한다면 향후 발표될 지표의 증감을 눈높이가 다소 조정될 개연성이 높다는 판단으로, 고물가 및 금리 부담이 필수소비재인 음식료의 구매력에 영향을 미치고 있어, 예상대비 장기화되는 대외변수 상황이 고려되어 단기 급격한 개선을 기대하기 어려운 환경임을 의미한다.

소득 증가세가 둔화하고 고물가가 지속되면 실질적인 형편 및 소비 수준이 개선되는 상황을 기대하기 어렵다. 따라서 적어도 경기침체가 가중되는 단기 시점에서 넓은 범주의 음식료는 필수 소비재임에도 불구하고, 구매력 및 구매빈도가 감소할 수 있음을 보여준다.

시장은 이미 2H24부터 음식료 업체별 영업실적을 통해 관련 이슈를 확인해왔다. 1) 음식료품 내에서 제품의 가격인상은 오히려 대체품으로의 전환을 확대시키는 경향을 보이며, 이에 따라 동일 카테고리 내 고가제품 수요 하락이 눈에 띈다. 경기개선 구간에서 선호되었던 브랜드력이 가지는 프리미엄은 축소되며, 최근 물량 확보를 목적으로 한 할인판매까지 빈번하다. 2) 상대적으로 불황에 강하다는 밸류형 가격 포지션의 제품 또한 물량 성장세는 제한적이다. 이에 따라 원가부담의 가격 전가시에도 물량 변동을 최소화 하도록 할인 및 판촉이 확대되었다. 또한 3) 유통채널 쏠림 현상으로 힘을 장악한 채널향 제조사 마진이 과거대비 축소되면서 일정 선에서의 물량 유지에도 불구하고, 마진이 조정되고 있다.

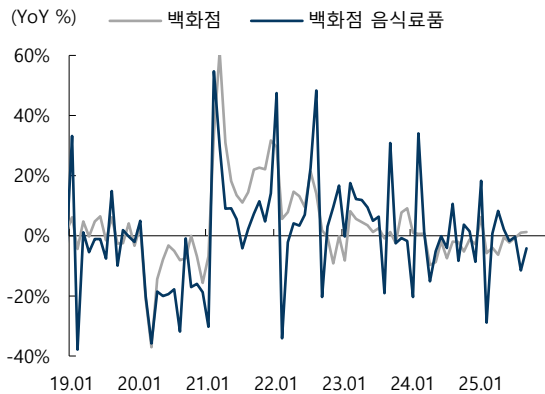
결국 재차 소비가 개선되지 않는다면 장치산업 특성상 음식료 영업실적 내 영업 레버리지 효과를 기대하기 어려우며, 고정비 소화가 어려운 상황은 기업 마진의 추가 압박으로 이어질 수 있다. 원가가 안정되는 국면임에도 불구하고 판관비 증가분이 영업실적에 녹아들 경우 추정치 조정 가능성 또한 배제하기 어렵다.

그림16. 식사비 포함 가구당 월평균 식료품 및 비주류음료 소비지출 증감률



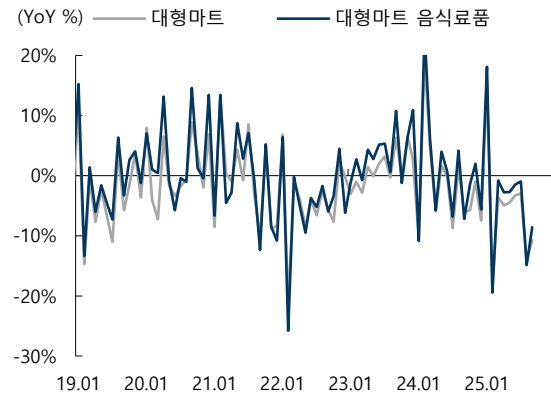
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림17. 백화점 소매판매 불변지수 전년동기대비 증감률



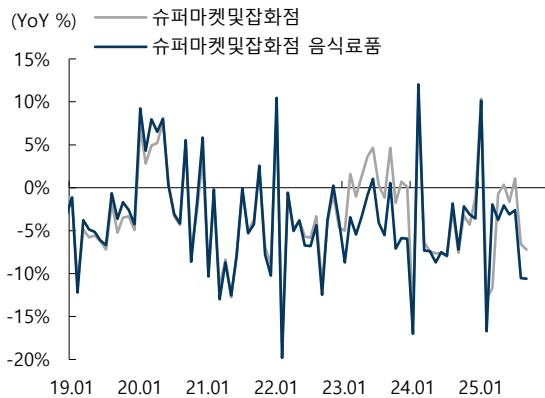
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림18. 대형마트 소매판매 불변지수 전년동기대비 증감률



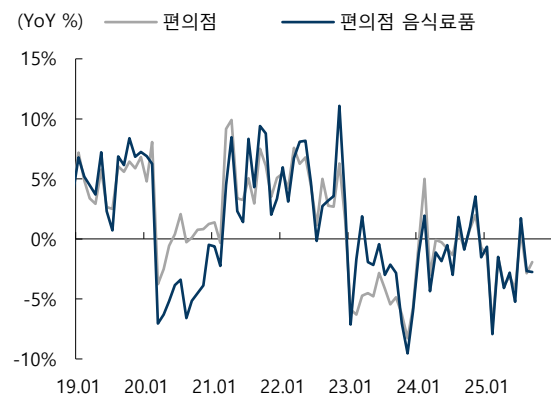
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림19. 슈퍼마켓 및 잡화점 소매판매 불변지수 증감률



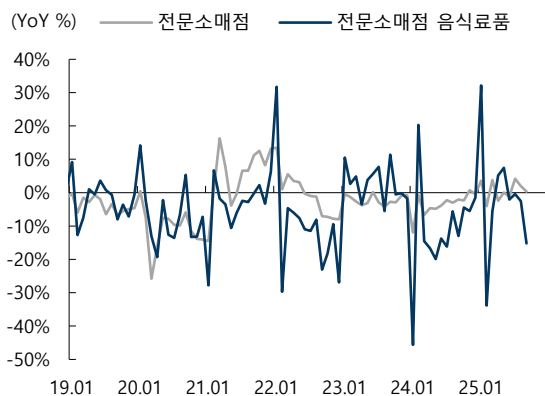
자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림20. 편의점 소매판매 불변지수 전년동기대비 증감률



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

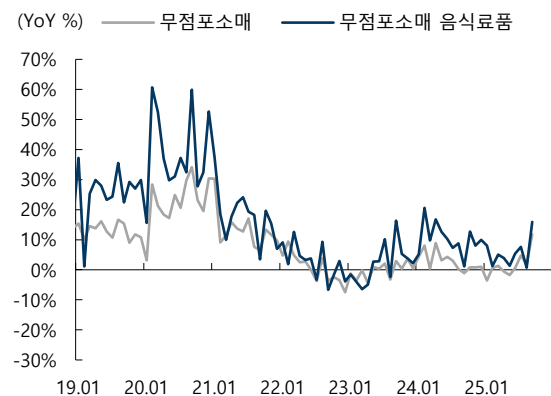
그림21. 전문소매점 소매판매 불변지수 증감률



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

주: 전문소매점=특정 상품을 전문적으로 판매하는 소매점

그림22. 무점포소매 소매판매 불변지수 증감률



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

주: 무점포소매=온라인 인터넷쇼핑+홈쇼핑+방문 및 배달판매

8월 이후 음식료PPI
성장률 조정 조짐

21년 이후 유례없는 수준의 글로벌 공급망 대란과 인플레이션 기조에서 발생한 전반적 비용레벨 상승은 소비자 제품가격 인상으로 이어졌으며, 이는 1H23까지 이어진 바 있다. 이후 시장안착을 보이던 흐름은 1H25 재차 상승폭을 확대하는 모습으로, 기저효과와 경기둔화 이슈가 일부 반영된 총지수 증가를 축소와는 상반된다.

8월 이후 음식료 PPI 성장률 상승폭이 조정 조짐을 보이고 있다 ([그림23] 참고). 성장률 둔화는 비용상승 요인이 이전만큼 강하지 않거나, 가격인상 전가 능력에 일부 제약이 생겼다는 의미로 해석이 가능하며, 특히 PPI 총지수 성장폭이 확대되는 모습과는 반대의 흐름을 보인다는 점은 여타업종대비 음식료 지수의 상승 요인이 제한적임을 뜻한다.

CPI-PPI 상승률 차이↓
최근 시장상황 반영

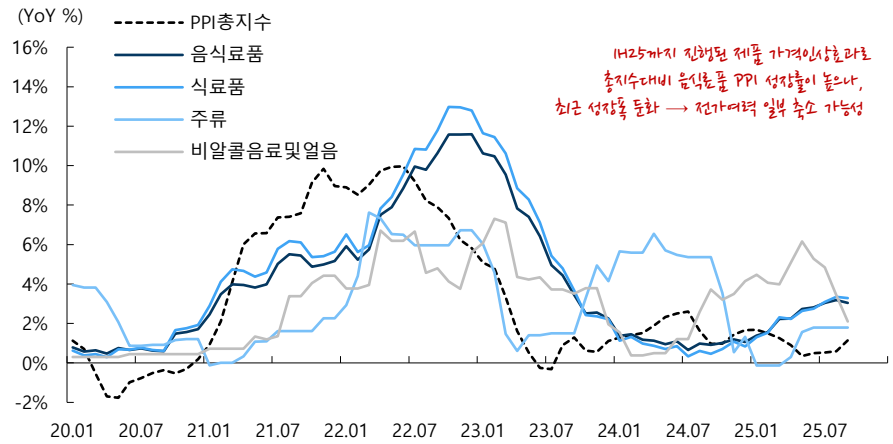
[그림24]와 같이 최근 음식료의 CPI-PPI spread가 유사하게 움직이는, 즉 수요강도 변화가 마진구조 및 기업의 가격전가 흐름에 영향을 미쳐 생산자 가격과 소비자 가격의 구조적 괴리가 줄어드는 상황은 소비자의 수요둔화와 기업의 비용안정이 동시에 발생하기 때문으로 해석이 가능하다.

특히 이러한 흐름에 최근 시장 상황이 반영되었을 가능성에 주목할 필요가 있다. 1) 소비자 수요 변화에 대한 민감도가 높은 음식료품의 경우 수요 둔화시 기업 입장에서는 가격에 강한 드라이브를 걸기 어렵기 때문에 전가 여력이 제한적일 수 있다. 2) 최근 정부의 식품물가 안정과 관련한 관심 확대가 일부 영향을 미치고 있을 가능성 또한 열어두며, 이 경우 역시 음식료품 업계의 가격인상에 일부 제동으로 이어진다.

가격에 대한 소비자 부담이 임계치에 다다르고, 여느 때 보다 물가 안정을 유도하는 강한 외부변수 흐름까지 감안한다면, 일부 비용부담이 감내 범위를 뛰어넘은 제한적인 제품군을 제외 시 단기 내 가격효과가 재차 확대기조로 반등하는 것을 기대하기는 어렵다. 따라서 26년 음식료업의 영업실적 내 가격효과 기여도 또한 전년도와 유사한 낮은 수준을 이어갈 공산이 크다.

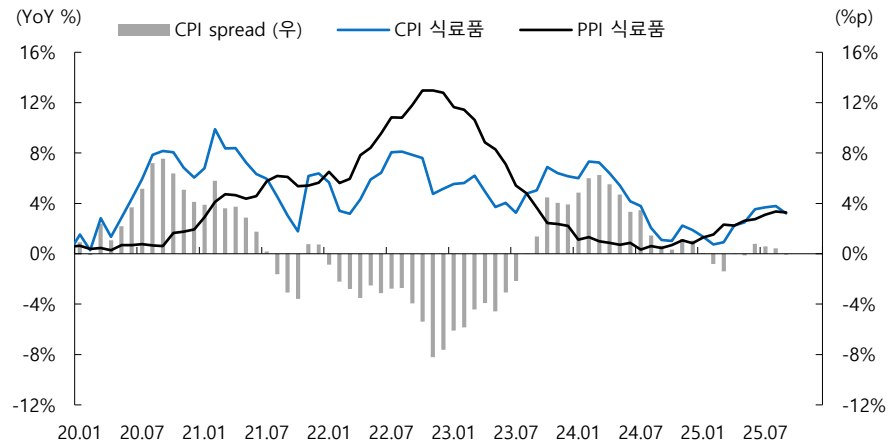
글로벌 음식료 업체 또한 유사한 흐름의 전략을 구사하고 있다. 1) 원가 상승에 대응하는 일부 인상을 제외시 대부분 소비자의 기존대비 높아진 가격민감도에 맞춘 전략을 보이고 있으며, 경쟁력 강화 목적의 가격조정 프로모션 또한 진행중이다. 또한 2) 프리미엄 제품군의 경우 직접적인 인상 보다는 ASP가 높은 제품군 안착에 중점을 두는 등 mixed ASP 상승을 유도하고 있다.

그림23. PPI 성장률: 가격 효과 최근 성장폭 둔화, 전가여력 일부 축소 가능성 염두



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

그림24. CPI-PPI spread: 1H24~ spread 축소구간, 수요둔화와 비용안정이 동시에 발생



자료: KOSIS, iM증권 리서치본부

표5. [참고] 음식료 업체별 제품가격 변동 흐름 - (1) 2024년 1월~

일시	업체	내용	세부사항
24년 1월	PB	가격동결	이마트24, 페트커피, 우유, 생수 등 PB제품 가격 ~24.03 동결
	SPC삼립	철회	12/31 미각제빵소 편의점 판매가 +11.1%, 1/4 해당 제품 가격 원상복귀, 인사가 구매 고객 보상 예정
	CJ제일제당	가격인하	24.02~ 비비고 고등어구이 편의점 판매가 -8.5%, 기존 동봉 소스 제거
24년 2월	빙그레	가격인하/용량	2/5~ 크림치즈 '끼리 포션' 용량 -9%, 가격 -9%
	편의점	가격인하	1/20~ GS25 1974우유 900ml -7.7%, 2입 묽음상품 -11.6%
	농심	가격인하/용량	웰치제로 중량 +20%, 판매가 유지하며 단위당가격 -17.5%, 2/26~ 편의점 입고 예정
	신세계푸드	가격인상	노브랜드 버거, 매뉴 30여종 평균 +3.1%
24년 3월	CJ제일제당	가격인하	4/1~ B2C 밀가루 3종 가격 평균 -6.6%
	대한제분	가격인하	4/1~ B2C 중력분 1kg, 2kg, 2.5kg, 3kg 제품 가격인하, 구체적 인하율 미공개
	삼양사	가격인하	4/1~ B2C 중력분 1kg, 3kg 제품 평균 -6%
	오뚜기	가격인하	24.04~ 식용유가격 평균 -5%
24년 4월	PB	가격인상	24.01 이마트 노브랜드 라면한그릇 5개세트 가격 +220원
	성경식품	가격인상	24.04~ 슈퍼마켓 등 일부 유통채널 김 제품가격 평균 +10%, 24.05~ 대형마트 및 온라인 동일수준 인상 계획
	광천김	가격인상	4/1~ 대부분의 품목 가격 +15~20%.
	대천김	가격인상	24.03~ 김가루 등 제품가격 +20%
	롯데푸드	가격인상	정부 요청에 따라 인상시기 늦춰 6/1~ 가나 마일드 34g, 크런키 34g, 빈츠 102g, 명가찰떡파이 6입 +200원, 초코 빼빼로 54g, 칸초 54g+100원, ABC초코 187g+600원, 구구크러스터 +500원, 티코 +1,000원
	주류	가격인상	7/1~ 인창무역 수입의 가정용 및 업소용 연태고량주 가격 125ml +5.2%, 250ml +6.3%, 500ml +5.8%, 38도 500 +4.7%, 연태레드 +4.5%, 연태블루 +3.9%, 노장 골드 +1.7%
	웅진식품	가격인상	24.05~ 하늘보리, 옥수수수염차, 오곡누룽지 (500ml) 등 편의점 판매가 +200원
24년 5월	동원F&B	가격인하	24.02 동원F&B B2B전용 대용량 1.88kg 참차캔 납품가 -9% 인하
	샘표식품	인상지연	24.05 중 장류 가격인상 목표로 대형마트 등에 공문 보내고 협의 중 검토 끝에 가격인상 시점 늦추기로 결정
	유성물산교역	가격인상	24.03~ 대형마트와 슈퍼마켓 공급 유동골뱅이 가격 +17% 이내 순차 인상
	편의점	가격인하	CU, 24.05 한달간 7개 지방에서 해당 지역 대표 브랜드 병소주 -100원, 페트병 소주 -300원 할인
	CJ제일제당	가격인상	5/2C비비고 들기름김(20봉), CJ명가 재래김(16봉) 대형마트 판매가 +11.1%
	CJ제일제당	가격인상	24.05초~ 올리브유 대형마트 판매가 +33.8%
	샘표식품	가격인상	24.05초~ 올리브유 대형마트 판매가 +30% 이상
			24.06중 간장제품 30종 평균 +7.8%
	사조해표	가격인상	5/16~ 올리브유 제품가격 평균 +30%
	동원F&B	가격인상	24.05 내 올리브유 가격 +30% 예정
			6/1~ 양반 들기름김(식탁20봉) +15.8%, 양반 참기름김(식탁9봉) +14.6% 등 양반김 전 제품 판매가 평균 +15%
	롯데칠성	가격인상	6/1~ 칠성사이다 +4.6%, 델몬트주스 +7.7%, 롯데 주스류 +8.1%, 핫식스 +8.3%, 펄시콜라 +6.9%, 게토레이 +7.3% 등 6개 음료 품목 출고가 평균 +6.9%
24년 6월		가격인하	6/1~ 아이시스 등 생수 일부 품목 출고가 평균 -10.3%
	CJ제일제당	가격인상	24.05초~ 대형마트 판매가 기준 백설 고소함가득 참기름(500ml) +15.0%, 백설 100% 통참깨 참기름(300ml) +15.3%, 고소함가득 참기름(330ml) +15.1% 등
	CJ제일제당	가격인상	7/1~ 편의점 가격 올리브유 가격 최대 +5,000원, 비비고 김 +100원, 숯불갈비맛후랑크 +400원 등
	동원F&B	가격인상	7/1~ 편의점 가격 동원F&B 매실청골뱅이, 자연산골뱅이 각각 +700원, +1,000원, 김 상품 +100~500원
	매일유업	가격인상	7/1~ 편의점 가격 허쉬 드링크 3종 +200원.
	남양유업	가격인상	7/1~ 편의점 가격 17차 +200원
	롯데네슬레	가격인상	네슬레코리아, 7/1~킷렛 제품 4종 편의점 가격 평균 +20%
	몬델리즈	가격인상	7/1~ 밀카밀크초콜렛, 밀카딸기초콜렛, 밀카버블리초콜렛 등 +12.5%, 8/1~ 밀카레오, 밀카무비스켓 등 +100원
	CJ제일제당	가격인하	7/1~ 개별 거래처와 협상해 B2B 설탕제품 가격 -4%
	삼양사	가격인하	7/1~ 하얀 설탕, 갈색 설탕 등 제품 평균 -4%
	대한제당	가격인하	24.07~ B2B 제품 가격 인하 계획
	대상	가격인상	24.07중순~ 청정원 햇살담은 국간장 +5.4% 등 간장 9개 품목 30여개 제품 평균 가격 +6.4%

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부 정리

표6. [참고] 음식료 업체별 제품가격 변동 흐름 - (2) 2024년 7월~

일시	업체	내용	세부사항
24년 7월	롯데네슬레	가격인상	7/1~ 네스카페의 수프리모아메리카노, 수프리모병, 핫초코오리지널 원컵 등 커피와 분말음료 제품 출고가 +7%
	PB	가격인하	7/19~ 이마트 PB 피코크 브랜드 700여개 중 300여개 가격인하, 100여개 상품 -20% 이상
	스타벅스코리아	가격인상	8/2~ 카페 아메리카노 그란데, 벤티 각각 +300원, +600원 등, 원두상품군 가격도 인상. 반면 숏 사이즈 -300원
	스타벅스코리아	가격인상	8/2~ 아메리카노 그란데(473ml) 가격 +300원, 벤티(591ml) 가격 +600원
24년 8월	스타벅스코리아	가격인하	8/2~ 아메리카노 숏(273ml) 가격 -300원
	오뚜기	가격인하	8/1~ 짜슐랭 편의점 판매가 -14.3%, 유통채널 중 편의점 판매제품만 가격인하
	빽다방	가격인상	8/23~ 미숫가루, 아이스티 가격 평균 +11.5%
	국순당	가격인상	9/1~ 백세주(375ml) 편의점 판매가 +500원
	해태제과	가격인하	9/9~ 계란과자, 칼로리바란스, 사루비아 등 비스킷류 3종 판매가격 평균 -6.7%
24년 9월	LG생활건강	가격인상	코카콜라 캔 +4.5~5%, 페트 +2.6~4.3%, 스프라이트 +5.9~9.4%, 파워에이드 페트 +4.5%, 환타오렌지 캔 +7.1%, 토레타 캔 +8.3%, 암바사 캔 +6.7%, 조지아 캔 +7.7%, 갈아만든배, 코코팜포도, 포도봉봉 캔 +6.7% 등
	풀무원	가격인상	녹즙 6종제품 100~300원 인상
	SPC그룹	가격인하	파리바게뜨, 24.09말~ 건강식빵 3종 가격 -200~400원. 배스킨라빈스, 9/23~10/30 아메리카노 가격 -1,900원
	뚜레쥬르	가격인상	선물양과, 우유, 음료 등 제품 51종 가격 평균 +5.6%
	뚜레쥬르	가격인하	후레쉬크림빵, 땅콩크림빵, 완두앙금빵 가격 평균 -6.7%
	파리바게뜨	가격인하	24.09말~ '고식이섬유 1cm 통밀식빵' -8.2%, '귀리가득 홀그레인 오트식빵' -7.7%, '로만밀 식빵' -5.6%
	편의점	가격인상	9/30~ 삼각김밥 가격 최대 +20%
	샘표	가격인상	24.10~ 샘표 크림파스타(430g) +7.2%, 양조간장(500ml) +11.3%
	LG생활건강	가격인상	24.10~ 미닛메이드(180ml) +8.3%, 미닛메이드 정성담은 +7.6%
24년 10월	CJ제일제당	가격인상	컵반 미역구합, 황태국밥, 사골곰탕국밥 등 +14.3%
	오뚜기	가격인하	들기름 2종 평균가격 -10.5%
	매일유업	가격인하	스트링치즈 1종 -10%
	해태제과	가격인하	과자 3종 가격 -6.7%
	오비맥주	가격인상	버드와이저·호가든·스텔라·산토리·구스아일랜드 등 캔500ml +400원, 호가든·스텔라·버드와이저 캔330ml +200원, 버드와이저·스텔라 캔740ml +400원
	맘스터치	가격인상	10/24~ 버거가격 +300원, 치킨가격 +500원, 사이드메뉴가격 +100원 인상
	매일유업	가격인상	상하목장 유기농 아이스크림 3종 +10.4%, 허쉬 핫초코 원컷 +11.1%
	스타벅스코리아	가격인상	아이스음료 11종 톨사이즈 가격 200원씩 인상
24년 11월	신세계푸드	가격인상	이마트 트레이더스 등에서 판매하는 베이글 가격 +29% 인상
	동서식품	가격인상	커피제품 가격 평균 +8.9% 인상. 맥심 모카골드(리필 500g) +1,660원, 맥심 모카골드 커피믹스(2.16kg) +2,250원, 카누 아메리카노(90g) +1,640원, 맥심 티오피(275ml) +110원
	해태제과	가격인상	자유시간(36g) +20%, 포키·홀런볼 +11.8%, 오예스(360g) +10%, 티피(45g) +8.3%, 화이트엔젤(27g) +6.7%, 롤리폴리(62g) +5.9%, 초코픽(45g) +5.9%, 얼초(52g) +3.3%, 버터링딩초코(155g) +2.3% 등
	농심	가격인상	농심켈로그, 12/1~ 시리얼컵4종 +100원, 콘푸로스트 +200원, 칵스초코 +600원 웰치스제로 포도·오렌지 +500원
	동서	가격인상	동서식품, 콘푸라이트 +500원, 오레오오즈 +700원
	농심	가격인상	24.12~ 백산수 출고가 +9.9%. 7년만 가격인상
	해태제과	가격인상	자유시간 +20%, 포키·홀런볼 +11.8%, 오예스 +10%, 티피 +8.3%, 화이트엔젤 +6.7%, 롤리폴리 +5.9%, 초코픽 +5.9%, 얼초 +3.3%, 버터링딩초코 +2.3% 등
24년 12월	오리온	가격인상	초코송이 +20%, 마켓오브라우니 +10%, 톡핑 +6.7%, 오징어땅콩 +6.7% 등 13개 제품가격 평균 10.6% 인상
	동아오츠카	가격인상	25.01~ 포카리스웨트, 나랑드사이다, 오란씨, 데미소다, 오로나민C +100원. 컨피던스 +200원
	동아오츠카	가격인하	이카리아 -200원
	커피빈코리아	가격인상	12/26~ 카페모카, 카페모다B, 더블 초콜릿, 퓨어 더블초콜릿 IB, 하동녹차민트 초콜릿라떼 가격 +200원
24년 12월	머거본	가격인상	25.01~ 100g짜리 제품3종 +1,000원. 40g짜리 제품6종 +300원. 130짜리 제품2종 +500원. 알땅콩캔 +100원

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부 정리

표7. [참고] 음식료 업체별 제품가격 변동 흐름 - (3) 2025년 1월~

일시	업체	내용	세부사항
25년 1월	오뚜기	가격인상	일회용딸기잼 12g +9%, 10kg 딸기잼 +10% 가격인상
	오뚜기	가격인상	25.02~ 컵밥7종 편의점가격 +600원, +12.5% YoY
	대상	가격인상	청정원 샐러드드레싱 등 소스 및 양념류 제품가격 +19.1% 인상. 마요네즈 가격 평균 +9.1%, 후추 +24.9%, 드레싱 +23.4% 인상
25년 2월	음료	가격인상	하이트진로 토닉워터 편의점가격 +100원, 광동옥수수수염차 +200원, 진한헛개차·밀싹보리차 +200원, 썬키스트 +100원, HK헛개수·새싹보리 +300원
	오리온	가격인하	아이서 휴잉캔디, 왕고래밥 가격 -100원
	편의점	가격인상	편의점 PB커피 가격인상, 이마트24 +100원, 세븐일레븐 +100원
	롯데유포드	가격인상	건빙과 26종. 가나마일드(70g) +600원, 크런키(34g) +300원, 초코빼빼로(54g) +200원, 몽셀오리지널12입 +400원, 롯데파인애플(315g) +200원, 빠다코코넛(300g) +200원, 마가렛오리지널(660g) +300원, 월드콘 +200원, 설레임 +200원
	빙그레	가격인상	커피·아이스크림 가격 +200~300원 인상. 아카페라 사이즈업(350ml) +200원, 따옴 +300원, 더위사냥 +200원, 슈퍼콘·붕어싸만코 +200원, 부라보콘·시모나 +200원
	파리바게뜨	가격인상	일부제품가격 평균+5.9% 인상. 가격인상품목 빵 96종, 케이크 25종. 그대로토스트 +2.8%, 소보루빵 ++6.7%, 딸기블라썸케이크 +4.7%
	SPC삼립	가격인상	크림빵 +14.2%(+200원), 포켓몬빵 +20%(+300원), 정통보름달 +12.5%(+200원), 신선한치즈후레쉬빵 +8.7%(+200원)
	뚜레쥬르	가격인상	20여종 제품대상. 스트로베리필드 +100원, 카스텔라도넛 +200원, 아메리카노 +200원
25년 3월	베스킨라빈스	가격인상	3/4~ 아메리카노 가격 +400원 등 커피가격 인상
	네스프레소	가격인상	캡슐커피 가격 개당 +81원
	웅진식품	가격인상	차음료 가격 최대 +10%
	편의점	가격인하	GS25, 2/13~ 리얼프라이스 닭가슴살 -500원, CU, 델라페커피 5종 -100~200원
	롯데유포드	가격인상	3/22~ 7~8종과자로 구성된 소화행택 +1,600원, 마니아팩 +3,000원 인상
	농심	가격인상	라면·스낵브랜드 56개종 17개브랜드출고가 평균+7.2%인상. 신라면 5.3%, 너구리 4.4%, 안성탕면 5.4%, 짜파게티 8.3%, 새우깡 6.7%, 졸병스낵 8.5% 등
	CJ제일제당	가격인상	비비고만두 20여개제품 +5.6%, 수제진한김치만두 +16%, 스팸클래식 +9.8%, 한입속비엔나 +10.1%, 맥스봉 +8.1%, 고메통등심돈카츠 +10%
	오뚜기	가격인상	4/1~ 카레분말 3종(100g) +300원, 백세카레분말(100g) +500원, 스프가격 3종(80g) +300원
	하이트진로	가격인상	수입와인·샴페인 200여종 가격인상. 때탕저, 실버오코 브랜드 일부품목 해당
	오뚜기	가격인상	후추·식초·잼·소스 등 최대 13.6% 인상. 옛날물엿(1.2kg) +500원, 순후추100g +800원, 식초900ml +180원
	오뚜기	가격인상	4/1~ 진라면 10.3%, 오동통면 4.5%, 짜슐랭 8.2%, 진라면 용기 9.1% 인상
	오비맥주	가격인상	4/1~ 주요 맥주제품 출고가 가격 평균 2.9% 인상. 카스 500ml캔은 유지하는 등 일부제품 국한
	매일유업	가격인상	4/1~ 바리스타룰스(250ml) +3.6%, 스트링치즈플레이н +7.4%, 매일두유검은콩 +10.5%, 허쉬드링크 +11.8%
	남양유업	가격인상	4/1~ 초코에몽 출고가 평균 +8.9% 인상
	신세계푸드	가격인상	4/1~ 노브랜드 버거·사이드가격 평균 2.3%인상. 버거단품 및 세트 9종 +200원, 사이드 단품 19종 +100원
	롯데리아	가격인상	4/3~ 65개 메뉴평균가격 +3.3% 인상, 버거 23종 100~400원인상
25년 4월	팔도	가격인상	4/14~ 라면·음료 인상. 팔도비빔면 +4.5%, 왕뚜껍 +7.1%, 남자라면 +6.4%, 비락식혜캔(238ml) +8.3%, 페트(1.5L) +4.4%
	이마트24	가격인상	PB라면 2종 아임e 얼큰e봉지, 컵라면 각각 +9.1%, +6.3% 인상
	JM코리아	가격인상	담배제품 9종 가격 최대 200원 인상. 메비우스LBS 시리즈 +100원, 이스타일 +100원, 카멜블루·필터 +200원
	KT&G	가격인하	컬러형 전자담배 릴 전용스틱 핏 판매가 4,500원에서 4,300원으로 4.4% 인하
	편의점	가격인상	편의점 음료 및 간편식 +100~200원 인상. 매일유업 카페라떼+200원, 허쉬초콜릿드링크 +200원, 스프라이트 +100원, 해태htb 갈아민든배캔 +100원, 오뚜기 뿌셔뿌셔 +100원, 쇠고기육개장 +700원
25년 5월	서울우유	가격인상	5/1~ 54개 제품 가격평균 +7.5% 인상. 흰우유는 제외. 가격인상 대상품목 가공유 23개, 발효유 4개, 주스류 3개, 버터 2개, 생크림 3개, 연유 1개, 치즈류 18개 등 총 54개
	빙그레	가격인상	25.05 말부터 발효유 제품 평균가격 4~5% 순차인상. 요플레 오리지널 멀티 4개입 +5.3%, 닥터캡슐 +4.0%
	하이트진로	가격인상	5/28~ 테라·켈리맥주 출고가 평균 +2.7% 인상 (일부 SKU 한정)
	동서식품	가격인상	5/30~ 평균가격 +9%
	농심	가격인상	6/1~ 라면 이어 스프도 가격인상, 보노스프 4종 +10%
	편의점	가격인하	GS25 아이스아메리카노 가격 300원 인하

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부 정리

표8. [참고] 음식료 업체별 제품가격 변동 흐름 - (4) 2025년 6월~

일시	업체	내용	세부사항
25년 6월	광동제약	가격인상	쌍화탕 등 공급가격 약 10% 인상
	한라산	가격인상	한라산1950(375ml) +1,500원(+12.5%)
	편의점	가격인상	7/1~ 편의점 판매 커피, 우유, 술안주 등 평균가격 3~13% 인상
	매일유업	가격인상	상하농원 6월 ~ 동물복지란 판매가 6구 +500원, 10구 +700원, 15구 +800원
	하림	가격인상	하림팻푸드 6/30~ '더리얼'제품군 7종 +1,000원 ~ 5,000원, '밥이보약' 8종 +2,000원 ~ 8,000원
25년 7월	농심	가격인상	쌍화탕 등 공급가격 약 10% 인상
	사조대림	가격인상	8/1~ 편의점에서 판매하는 맛살/후랑크 제품 +100원
	편의점	가격인상	8/1~ 하리보 24종 젤리 +10%
	매일유업	가격인상	초콜릿 가격(킷캣, 리세스 포함) +10% 초반
25년 8월	오뚜기	가격인상	9/1~ B2B 제품(오셰프 불고그버거 소스, 오셰프 간풍기소스, 바베큐소스, 버터후레시 등) 가격 인상
	매일유업	가격인상	9/1~ 편의점 허쉬다크초콜릿틴/크리미초콜릿틴 +20%
25년 9월	교촌	가격인상	9/19~ 쿠팡이츠 허니콤보, 레드콤보, 간장콤보, 반반콤보 가격 +2,000원
	매일유업	가격인상	10/1~ 편의점 바이오 그릭 플레인·그릭파우치 플레인·그릭파우치 허니 가격 2900원→3400원으로 +17.2%
25년 10월	KT&G	가격인상	10/13~ 정관장 뿌리삼 +7.5%, 에브리타임 +4.9%, 홍삼정 +4.7%.
	매일유업	가격인상	11/1~ B2B 판매용 매일 생크림+5.6~10%, 매일 휘핑크림 +5~5.7%
	아모레퍼시픽	가격인상	10/1~ 오설록 가루녹차(40g) +30%
	커피빈코리아	가격인상	10/30~ 만찬박스 단품 +1,000원(+11.2%), 만찬박스 런치세트 +2,000원(+20%)
25년 11월	매일유업	가격인상	11월~ 풀바셋 포르투갈 에그타르트 오리지널 +14.3%
	교촌	가격인상	11월 ~ 배달앱 순살메뉴 가격 +2,000원

자료: 언론보도, iM증권 리서치본부 정리

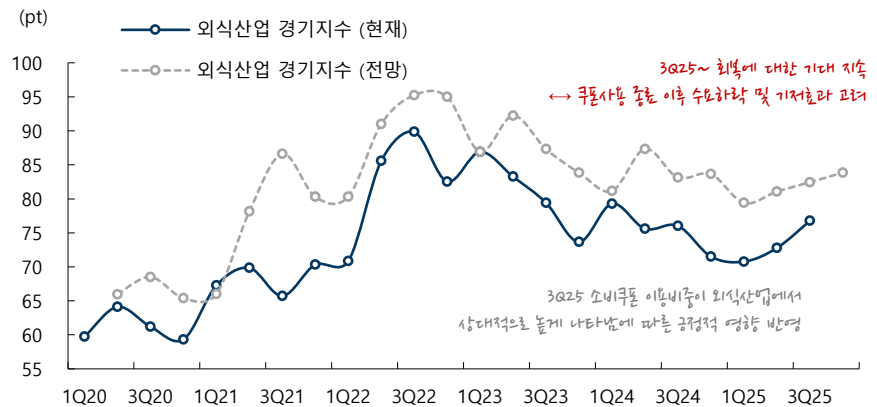
2) 외식: 훈풍이 지속되기를

3Q25 외식경기 개선,
지속성은 확인 필요

7월 이후 정치적 불안정의 해소와 소비쿠폰을 기본으로 한 심리회복은 외식시장에 훈풍을 가져왔다. [그림25]에서, 1Q25 이후 오랜만에 외식산업 경기지수의 유의미한 턴어라운드가 시현되었고, 이는 앞서 언급한 소비쿠폰의 이용이 외식산업에서 상대적으로 높게 나타남에 따른 긍정적 영향이 반영된 것으로 풀이된다. 특히 과거 여타 외식업종대비 제한적인 움직임을 보였던 주점업 또한 경기지수가 유사한 흐름으로 개선되는 모습을 보였다는 점에서 일부 수혜가 있었음으로 풀이 가능하다.

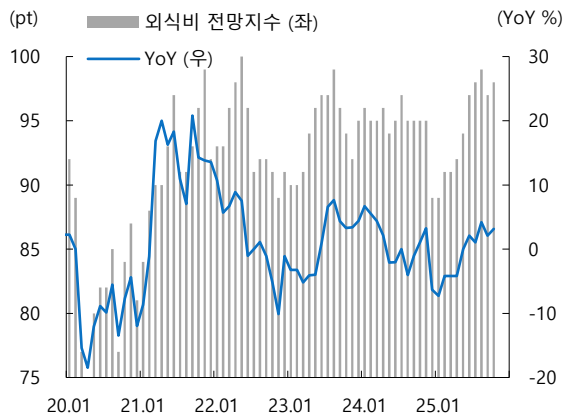
다만 고물가, 고금리, 고환율의 삼중고가 해소되지 않은 상태에서 단기에 그칠 수 있는 대외효과는 외식시장의 회복 추세로 이어지는데 제한이 될 수 있다. 따라서 내수기반 산업 전반으로 확산 여력이 다소 부족할 수 있는, 확인이 필요한 시점에서 관련 영업실적 및 주가 모멘텀의 장기화를 기대하기 보다는, 업황 개선세 혹은 개선 방향성을 이어가기 위한 기업별 외형확대 전략의 실효성이 가시화되는지에 대한 선확인이 필요하다는 판단이다.

그림25. 외식산업 경기지수: 2Q25~ 소비진작 정책 기대반영, 향후 지속성에 대한 확인은 필요



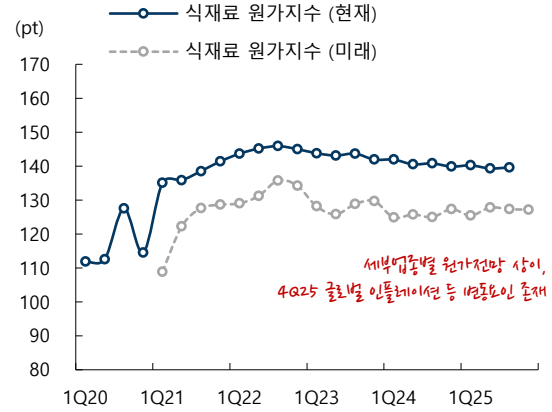
자료: aT, iM증권 리서치본부

그림26. 외식비 전망지수: 100pt 하회, 단 연초이후 일부 개선



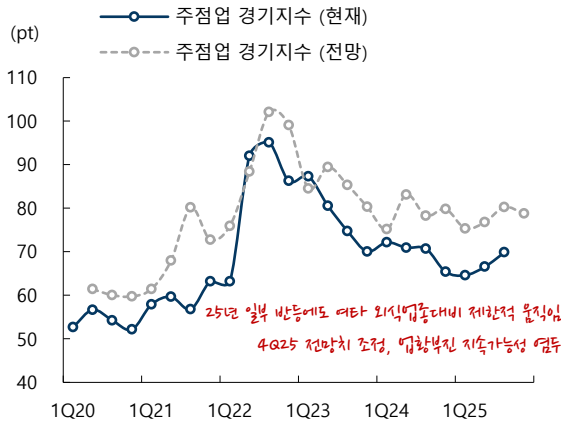
자료: aT, iM증권 리서치본부

그림27. 식재료 원가지수: 일부 변동성 제외, 안정성 유지



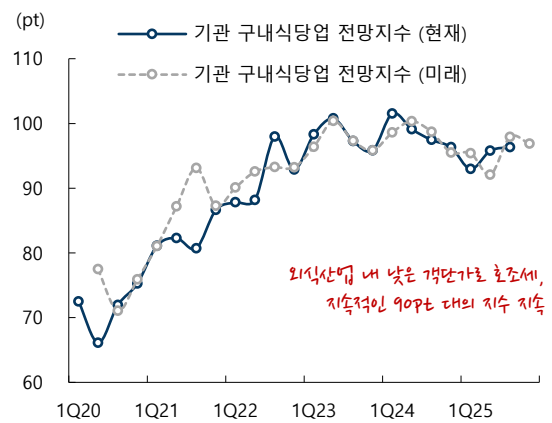
자료: aT, iM증권 리서치본부

그림28. 주점업 경기지수: 4Q25 전망지수 78.8pt, 단기개선 조정



자료: aT, iM증권 리서치본부

그림29. 기관구내식당업 경기지수: 여타업종대비 상대적 호조 지속



자료: aT, iM증권 리서치본부

2. 해외: 그럼에도 불구하고, 기댈 수 있는 곳

1) 미국 관세전쟁, 현재 진행 중

미국 소비경기 둔화,
관세 영향으로 불확실성
추가 확대

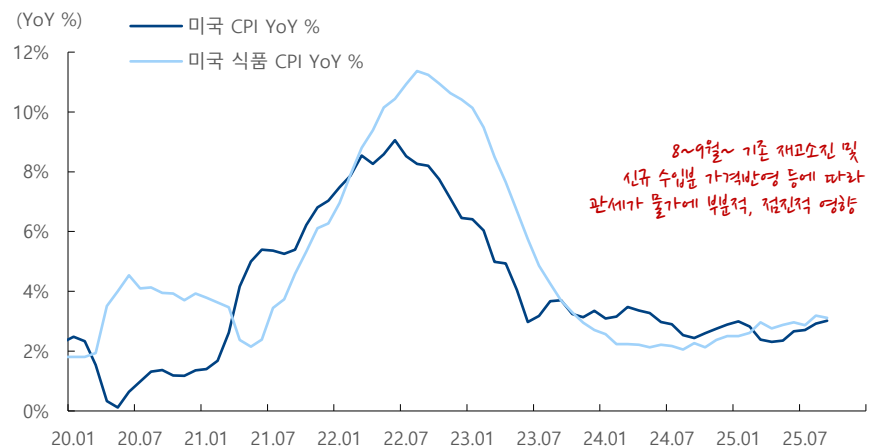
1Q25 이후 소비지출 증가흐름을 보인 바 있는 미국 소비지출은 꾸준한 개선세를 보였으나, 7~8월기준 성장률은 연율기준 약 +2.8% 수준으로 예상치대비 소폭 하향 조정되는 등 상승폭이 일부 둔화되었다. 소비지출 증가분에서 투자 부문의 상향 조정은 반대로 소비기여가 상대적으로 약화되었음을 의미한다.

기존의 흐름의 경우 서비스지출 성장률은 상품지출을 상회했으나 최근 소비지출 내 서비스부문이 상대적으로 둔화되었음은 미국 소비자들이 물가, 금리, 지출 여력 등의 제약에 따라 물품 구매를 우선하거나 이미 상품 구매를 진행함에 따른 서비스 소비 회복이 지연으로 해석 가능하다. 또한 상품가격이 상승하거나 비용이 확대되면서 소비자가 부담을 흡수하고 있을 가능성 또한 존재한다.

실제 1~3Q25 미국 익스포저를 가지는 국내외 음식료 기업의 영업실적 발표에서 대다수의 업체가 소비자의 지출 둔화, 공급망 관련 비용상승, 무역정책 변화 영향 등 복합적인 요인으로 인해 현지 판매량 감소 리스크가 드러났음을 확인했다. 3Q25부터는 관세관련 불확실성까지 추가되었음을 고려, 우려요인은 적어도 1H26까지 이어질 가능성을 염두할 필요가 있다.

세인트루이스 연준에 따르면 25년 8월을 기준으로 관세가 전체 소비지출 인플레이션에서 10.9%를 설명한다고 추정했으며, 관세 충격이 소비자가격으로 부분적 전가되고 있음을 언급한 바 있다. 따라서 8월 미국 식품 CPI 상승률이 기존대비 소폭 확대된 부분 ([그림30] 참고)은 직접적 혹은 간접적 관세영향이 포함된 것으로 해석할 수 있으며, 시기를 고려시 관세 전가 정도는 점진적으로 확대될 가능성에 무게를 둔다.

그림30. 미국 소비자들의 전체 소비대비 음식료품 지출 증가



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

표9. 미국 3Q25 영업실적 및 관세 관련 언급 내용 정리

기업명	3Q25 영업실적 내 북미 판매량, 가격흐름	비용이슈 관련 언급	관세 관련 내용
Campbell's	-가격인상분과 영업일수 증가로 수익 방어 -미국/인마켓에서 Rao's 고가 포지셔닝 회복으로 mixed ASP 개선	공급망/관세 등 비용압박 환경에서 판촉 운용 방어적으로 전개	-26년 EPS 가이드선 중간값 -0.40달러 YoY, 이 중 2/3은 관세관련 영향 -단 생산성 개선, 가격/믹스, 공급업체 협상으로 영향의 60% 수준 상쇄 가능 언급
Kellanova	-P 북미 -0.9% ↔ 남미 +5% YoY -Q 북미 -1.7% ↔ 남미 -7.3% YoY	-adj. GPM -1.6%p YoY, 카테고리 수요 악화와 고비용 동시 발생 ↔ 판매비 축소로 adj. OPM +7.3% YoY	-3Q25 실적 발표에서는 관세 관련 직접적인 언급은 없었으나, 주요 비용 리스크로 원가 상승 언급
Nestle	P 북미 +2.9% ↔ 남미 +8.3% YoY	-구조조정을 통한 비용축소 언급	-25년 OPM 가이드선 16% 이상 -현재 적용중인 관세 (1H25~ 스위스 인상 관세 포함) 반영 -관세로 인한 마진 역풍 발생에도 이익률 16% 이상 유지계획 언급
Hershey	-24~25년 가격인상분 3Q25 실적에 반영, 북미제과 P +7% YoY (단 2년간 누적된 원가 인상분 부분 상쇄 수준) -북미스낵 판촉 프로모션, P-1%, Q+11% YoY	-adj. GPM -8.5%p YoY, 코코아 등 원자재 가격 상승이 마진 하락 요인	-3Q25 높은 원자재 가격 및 관세비용으로 마진 하락. 25년 연간 관세비용 예상치 약 1.6~1.7억달러 가이드선에 반영
Mondelez	-P 북미 +1.5% YoY ↔ 남미 +8.7% YoY -원재료(코코아) 및 운송비 상승 방어를 위한 가격 인상이 외형 성장 견인 -북미 Q -1.8%, 남미 P -4% YoY로 가격 인상에 따른 수요 감소	-코코아가격 상승에 따라 마진 압박 지속 -원가 인플레이션으로 영업이익 하락폭 높은 상황	-USMCA 관련 추가 관세는 전망치에 미반영, 향후 리스크 요인으로만 언급
Coca-cola	-북미 P +6%, 인플레이션 국면의 과도한 인상은 진정. 대용량·고마진 제품, 프리미엄 브랜드 비중확대로 +P효과 유지 -Q: 보험, 북미 제로 코카콜라 지속적 강세	-원재료, 포장재 등 비용 상승으로 일부 이익 증가 상쇄	-3Q25 현 시점에서는 전사 실적에 미치는 영향이 관리 가능한 수준이라 언급
Pepsico	-북미음료 가격인상에도 Q 약세로 25년 연간 가이드선 +low 성장 유지	-마진 개선을 위해 비용구조 공격적 개편 중 -특히 북미 식품부문 고정비 구조적 축소 중 -프로틴·클린 라벨·고섬유 등 혁신 제품으로 고원가를 가격·믹스로 상쇄하도록 설계, 절감한 고정비 일부는 A&M에 재투입해 성장확대 계획	-북미음료 마진 확장 기조 이어지고 있으나 3Q25에 관세 영향으로 일시적 마진 감소
AB InBev	-P: 북미 P +2.0%, 브라질 +6.5% YoY, 멕시코 +mid 등 전반적 가격인상 효과 -Q: 북미 -2.7% YoY, 남미 -6.5% YoY로 소비둔화 환경 일부 방어	-생산성 개선·매출액 증가로 환율 (-)요인 상쇄, 비용 측면이 실적 개선에 기여	
Chipotle	-SSSG +0.3% YoY (P +1.1%, Q -0.8%) -24년 단행한 가격인상 효과 발생, 신규 매장 출점으로 전사 Q (+)	-쇠고기·닭고기 인플레이션, 관세 영향으로 원가 상승 ↔ 가격인상, 비용 효율화로 원가율 개선 -마케팅/프로모션, 점포 관련 고정비 상승으로 OPM 16.9% → 15.9% (-1.0%p YoY)	-관세가 실제 실적에 영향을 준 요인임을 언급
Domino's Pizza	-미국 내 주문건수 증가, 글로벌 매장 순증 -미국 가맹점 로열티/수수료 증가와 매장 수 증가로 P 확대 효과	-미국 식자재 가격상승이 마진 압박요인으로 작용	
Darden Restaurant	-가격인상폭 인플레이션 이하로 제한, Olive garden 낮은가격 기조 유지 -합리적 가격대 메뉴 강화, 채널 믹스 개선	-소고기가격급등, 새우 관세로 원가 영향 -생산성/믹스/효율성 증대로 흡수 유도	-새우 관세로 인한 비용 압박 언급
McDonald's	-미국 SSSG +2.4% YoY -인플레이션, 가성비 이슈에도 P (+) 방어	-프랜차이즈 마진증가에 따라 이익개선	
Altria Group	-가격인상에도 25년~ 가계여력 압박, 전자담배시장 확대에 물량 민감도 상승, 판촉/할인 강화 진행 -결련 출하량 -8.2% YoY, 시장 축소	-가격인상 및 비용절감이 출하량 (-)요인 상쇄	-인상된 관세 부담을 내부 추정치로 반영해 연간 가이드선 구성 -관세 등 매크로 리스크가 소비자 지출과 제품 수요에 영향 줄 수 있다는 점 언급

자료: 각 사, 3Q25 영업실적 컨퍼런스 콜 종합, iM증권 리서치본부

미국 유통사 대응전략:
수요감소 하, 가격안정
우선

미국 유통사들의 경우 관세 인상 초기에는 비용 상승분을 흡수하며 소비자 수요를 유지하는 전략을 취하는 등 소비심리를 고려한 안정에 초점을 맞춰온 바 있다. 그러나 관세 이전 재고가 소진되는 시점에서 더 높은 가격의 재입고가 이루어짐에 따라 이제는 어느정도 소비자에 비용을 전가해야 하는 상황에 직면했다. 다만 수요 감소 환경 하에서 비용 전가는 물량 하락으로 이어짐에 따라 마진구조를 악화 시키는 원인으로 작용할 수 있어, 관련 리스크를 최소화 하기 위한 업체별 인상 지연 움직임이 관찰되고 있다.

최근 Walmart, Costco 등 미국 대형 할인 유통업체는 관세 충격을 비용 효율화로 자체 흡수하며 가격을 상대적으로 안정적으로 유지하는 등 소비자들이 저렴한 가격을 찾는 추세에 대응 중이다. 반면 Target 등 일부 전통 유통업체는 구조적 약점으로 인한 판매 감소를 경험하고 있음에도 불구하고, 가성비가 높은 제품에 대한 수요 확대 흐름에 대응하는 제품구성으로 트래픽 확대를 꾀하고 있다.

결국 저가 대량구매 중심의 대형마트는 관세충격의 완화처 역할을 하고 있으며, 가격 방어력이 낮은 여타 업체는 비용압박이 확대되는 경향을 보이는 상황이다. 특히 12월 성수기에 프로모션 비용이 발생할 경우 마진압박 가중 가능성이 높다는 점을 감안, 제조업체에의 전가 정도가 음식료 업체의 이익률에 직접적인 영향으로 이어질 공산이 크다.

표10. 3Q25 미국 유통업체별 관세대응 전략 언급내용

미국 유통사	관세대응 전략
Costco	- 향후 실적에 영향을 줄 수 있는 여러 리스크 요인 중 하나로 관세를 공식적으로 명시 - 관세 부담을 줄이기 위해 계절 상품 비중을 축소 및 커클랜드 (자체 브랜드) 비중 확대. 특히 건강·미용, 타이어, 매트리스 카테고리에서 수입 제품을 국내산으로 전환하는 소싱 전략 추진 - 관세·인플레이션 압박에도 불구하고 1.5달러 핫도그+음료 콤보, 로티세리 치킨, 커클랜드 화장지 등 트래픽 아이템 가격 동결, 가격 신뢰도 및 수요를 동시에 확보하는 전략 전개
Walmart	- 환율, 글로벌 경제·지정학, 관세·통상정책, 고객 수요, 인플레이션·금리 등이 FY26 실적 가이던스를 흔들 수 있는 변수라고 언급 - 관세 여파로 장바구니 물가 상승 우려와 고용시장 냉각 우려가 커진 가운데 이전에는 월마트를 찾지 않던 고소득층이 신규 고객층으로 유입 - 이에 따라 관세 부담이 실질적 압박이며 월마트는 수입품 약 10%의 가격을 인상했으나, 나머지는 일부 비용을 자체적으로 흡수하여 소비자 가격 충격을 줄이고 있음
Target	- Target은 소비자 심리가 3년 내 최저 수준으로 떨어졌으며, 그 배경으로 일자리 불안·생활비 부담·관세 우려를 동시에 지목. 이로 인해 소비자는 예산을 더 타이트하게 잡고 음식료·뷰티 등 필수 소비재를 우선 구매하며, 기타 카테고리는 가성비 높은 상품 위주로 선택하고 있다고 언급 - 이에 대응해 Target은 수천 개 일상 식품 및 생필품 가격을 인하하며 가격 경쟁력 강화에 나섬 - 특히 4인 가족 기준 20달러 미만 추수감사절 세트 (칠면조 0.79달러/파운드 포함) 등 저가 패키지를 제공해 관세·물가 부담을 느끼는 소비자의 지갑을 방어하는 전략을 추진 중 - 동시에 공급망·원가·가격 정책·프로모션을 조정해 관세로 인한 원가 부담을 상당 부분 상쇄하려는 노력도 병행하고 있음
Kroger	- 관세로 식료품 공급 비용이 오르며 소비자 계층이 소득 수준에 따라 양극화 되는 현상 발생 - 공화당이 추진중인 OBBBA는 최대 규모의 SNAP (저소득층 식비 지원제도) 삭감을 예정 중이며, 약 400만명이 혜택을 잃게 돼 소비가 더욱 어려워질 것으로 전망 - 이에 소비자 부담 대응 위해 '크로거 종이 쿠폰' 프로모션 정책 추진 중
Ahold Delhaize	- 전사적으로 공격적인 가격 인상보다는 고객 가치를 우선시하며 가격 수준을 안정적으로 관리 - 미국: 전략적 가격 인하를 통해 수요를 확보하는 한편, 프로모션 타이밍 조절과 매출 레버리지를 통해 마진 방어 - 유럽: 저가·가성비 라인 유지 및 확대를 통해 합리적 가격대의 건강·편의식 카테고리에서 포지셔닝 강화

자료: 각 사, 3Q25 영업실적 컨퍼런스 콜 및 언론보도 종합, iM증권 리서치본부

2) 겨울보다 일찍 얼어붙은 미국 소비에 대응하기

미국 소비심리 악화,
물가 변동요인 확대 →
음식료 기업 보수적 대응

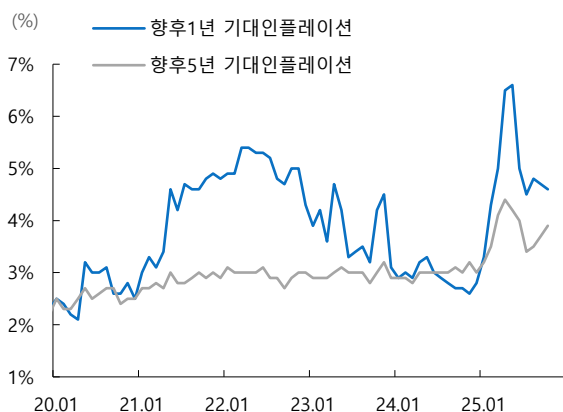
미국 소비자 심리지수는 25년 8월 58.2pt (-3.5% MoM)를 기록하며 하락 전환했으며, 11월 지수의 경우 51.0pt로 7월 단기고점대비 -17.3% 수준의 조정을 시현했다 ([그림32] 참고). 이는 관세정책의 불확실성이 확대됨에 따른 약화 흐름으로 판단하며, 향후 기대인플레이션이 과거치대비 높은 수준을 이어가고 있음을 고려시 물가에 대한 장기 상승 가능성관련 소비자 우려가 반영된 것으로 풀이된다.

향후 미국 음식료 물가의 변동 방향성은 여전히 상방요인과 하방요인이 동시에 존재한다. 1) 음식료 제조업체들의 비용 상승 전가에 따라 제품가격 인상이 상방요인으로 작용하고 있으며, 실제 미국 식료품가격이 전반적인 상승압력을 받고있다. 2) 다만 수요감소로 저가 대체제 선호 대응에 따른 가격조정이 전방위적으로 발생하면서 일부 하향조정 되고 있다는 점은 또한 우려요인이다. 실제 미국 내 소비둔화가 음식료품 저가지향 (trading-down) 소비로 이어지고 있으며, 이에 따라 상승률 일부를 상쇄하는 중이다.

소비자 계층별 물가 체감 차이 또한 확대되고 있다. 고소득층의 경우 프리미엄 제품에 대한 구매성향이 일부 유지되고 있으나, 중상층 이하의 소비자는 저가제품 선택으로 물가 부담을 일부 완화하려는 움직임을 보인다. 이에 따라 최근 음식료 제조업체간 전략의 무게중심 또한 소비감소 대응으로 이동하면서 마케팅 비용 부담이 증가하고 있으며, 이는 mixed ASP 개선 및 마진 상승에 한계로 이어지고 있다.

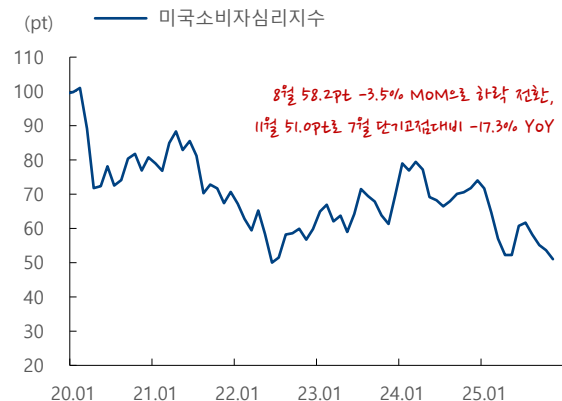
결국 외부변수 불확실성에 의한 소비둔화 흐름이 지속될 경우 기업의 영업전략은 보수적인 초점에 맞춰질 수 밖에 없으며, 한국 기업 또한 경쟁업체의 움직임과 유사한 기조의 시장 대응이 불가피함을 시사한다.

그림31. 미국 기대인플레이션, 단기 및 장기 물가상승 우려 반영



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림32. 미국 소비자심리지수: 8월 하락전환 후 지속 조정 중



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 냉동식품 Case: 저가전략 강화 움직임

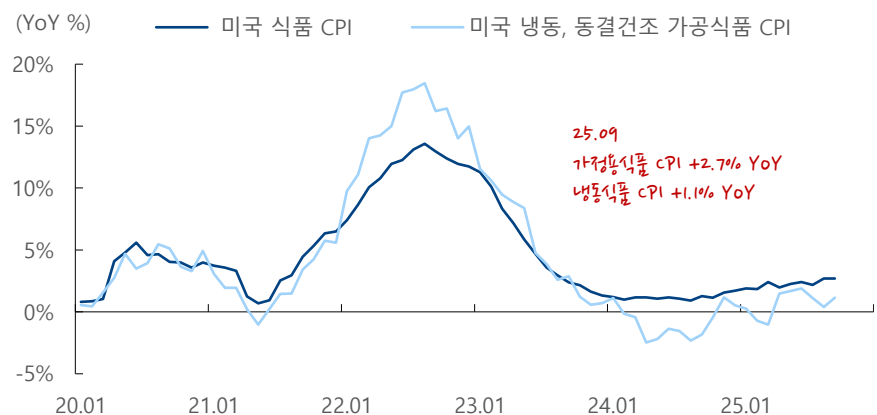
9월 미국 냉동 동결식품 CPI 성장률은 +1.1% YoY를 기록했으며, 24년 이후 지속적으로 전체 식료품 CPI대비 저조한 상승률을 보이고 있다 ([그림33] 참고). 냉동식품 시장 자체의 성장세는 이어지고 있으나, 이는 소비자가 외식을 대체하는 트렌드 이상으로 제품을 선택할 때 가격 민감도가 더욱 커짐에 따라 기업의 가격상승 압력이 약하게 유지되는 경향에서 비롯된다.

특히 냉동 카테고리 중에서도 냉동피자, 식사 대용품 등 저가 제품군의 비중이 커지면서 전체 냉동식품 CPI 상승률이 낮아지는 등 가치형 상품의 판매 확대가 카테고리의 성장률은 낮추는 요인으로 작용하고 있다.

과거 네슬레의 경우 냉동피자 카테고리 내 프리미엄 제품 포트폴리오 강화에 초점을 둔 바 있으며, 원가 상승분 이상의 가격전가 성향에 따라 영업실적 개선세가 지속되었다. 다만 23년 이후의 경우 매출액이 유지되더라도 가격인상으로 판매량 감소를 커버하는 흐름이었으며, 이에 따라 물량기준 시장점유율 하락세가 이어졌다. 반면 쉬완스의 레드바론 브랜드의 경우 상대적으로 냉동피자 내 가성비 포지셔닝을 통해 시장지배력 상승 및 경쟁사와의 격차 확대를 이끌어낸 바 있다.

최근 네슬레는 기존의 프리미엄 및 고가 전략 지속에 따른 가격 부담 문제를 인식하고 이를 개선함으로써 시장 점유율 회복을 노리고 있다. 25년 2월 발표자료를 통해 ‘냉동피자 사업에서 가격 프리미엄을 너무 높게 책정한 부분이 있었으며 이를 조정한다’고 밝히면서, 제품 포트폴리오의 약 95%를 다시 4~6달러 가격대로 맞추는 전략을 사용하고 있다고 언급했다. 이런 가격 재조정은 기존의 고가 지향 정책과 달리 외부변수 흐름을 반영해 소비자 접근성을 높이면서도, 브랜드 라인업의 다양한 레벨을 유지하려는 전략으로 해석할 수 있다.

그림33. 미국 냉동식품 CPI의 제한적 상승률: 기업별 저가전략 및 할인프로모션 움직임 ↑



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

3) 고래 싸움 중, 가장 단단한 새우 등을 찾아라

대미 수출 및 현지법인의
단기 비용 변동성 확대,
제한적 리스크 업체 탐색
필요

미국에 수출하거나 현지 생산시설을 보유한 국내 음식료 업체의 영업실적은 앞서 언급한 미국 소비경기 둔화요인과 관세 등 비용상승 이슈가 영업실적에 반영되는 불편한 영향에 대해 현재 진행형이다.

1) 대미 수출업체의 경우 관세 부과에 따라 제품 경쟁력이 일부 약화되었다. 7월 이후 FOB가격 기준 원가상승 부담에 대한 제품가격 전가가 일부 업체에서 시행되었으나, 음식료 제품의 경우 최근 경기둔화와 맞물린 수요하락에 가격탄력성에 따른 저가품 대체 우려로 대부분의 업체에서 가격조정 시행을 미뤄둔 상태다. 이 영향은 3Q25 영업실적에 일부 드러났으며, 4Q25 성수기 이후 소비 흐름 유지를 확인한 후 재차 기회를 볼 가능성을 고려, 단기 (-)영향의 지속 가능성을 열어둔다.

2) 미국 현지에 생산시설을 보유한 경우 완제품에 대한 관세부담은 제한적이나, 일부 원재료와 관련한 현지 수입 부담이 기존대비 확대되었다. 실제 중국, 베트남 등 이외 국가에서 반제품 수입이 이뤄지는 업체는 해당 국가의 상호관세 수준의 추가 부담이 발생하고 있으며, 단기 소싱처 변경이 어려운 경우 미국 현지에서의 주력제품도 일부 변경하고 있는 상황이다. 이 또한 제품가격 인상으로 원가 상승분을 전가할 필요가 있으나, 물량하락 및 프로모션비용 증가 등 실효성에 대한 우려가 잔존한다.

결국 미국의 관세관련 정책 및 현지 소비에 대한 리스크 요인이 제한적인 음식료 업체는 1) 현 시점에서 변수가 가장 높은 미국 익스포저가 상대적으로 낮거나, 2) 현지 경기 및 가격탄력성이 낮은 프리미엄 제품을 보유한 업체, 또는 3) 높은 마진레벨 및 소싱처 다변화가 용이한 구조 등으로 자체적 비용조정이 가능함에 따른 이익률 유지가 가능한 기업에 국한된다. 단기 대응이 원활하다면 추가적으로 미국 내 시장지배력 확대의 기회가 될 가능성 또한 열어둔다.

음식료 업종의 내수부진
대안: 해외 성장성

26년, 해외 현지 소비둔화 등 다소 우려요인이 존재함에도 불구하고 특히 1H26 내수 음식료 수요에 대한 다소 제한적인 성장 가능성 대비 글로벌 수요 확대 대응 호조에 대한 시각은 여전히 긍정적이며, 관련 이슈가 해당 기업의 주가 상승 동력으로 작용할 가능성을 열어둔다. 긴 시계열에서 접근시 음식료 업종의 밸류에이션 프리미엄 확대 구간은 해외 비중 증가에 따라 내수 성숙기의 저성장 추세와 관련한 우려가 해소되는 시기와 맞물리며, 최근과 같은 내수둔화 구간에서는 물량 돌파구로서의 의미가 더욱 크다. 기대 성장폭 및 파급력의 지속성을 고려한 과거대비 프리미엄 조정에도 불구하고, 여전히 섹터 내 가장 큰 기대요인이다.

국내 음식료 주요업체의 해외 매출액은 코로나19를 기점으로 유의미하게 상승했으며, 이에 따라 실제 음식료 상위 10개 기업의 합산기준 해외비중은 코로나19 이전인 19년 36.3%에서 26년 47.8%까지 증가가 예상된다. 7년 CAGR 기준 해외부문 성장률은 10.2%로, 내수 성장률 2.9%를 크게 상회한다. 또한 20년 이후 업체별 해외대응 목적 설비투자가 진행중이거나 완료되었음을 감안, 추가 가동에 따른 성장폭 확대 기대 역시 여전히 가능하다. 진출지역이 기존의 중국, 미국 이외에 진입장벽이 높았던 유럽까지 확대되고 있다는 점 또한 주목할 필요가 있으며, 이전대비 용이해진 유통망 확보 흐름 또한 현지 확장에 가속도를 더할 전망이다.

다만 최근 기조가 이어지는 대외변수 악화에 따라 해외에서 일부 품목에 대한 경쟁 심화가 기진입 업체에 대한 우려요인으로 대두되고 있음을 고려한다면 외형성장 및 원가하락에 따른 안정에도 마진은 현재 레벨 이하에 그치며 매출을 방어하는 수준에 그칠 공산이 크다.

따라서 기업별 제품의 현지수요 확대 속도 및 대응과 관련된 개별 모멘텀을 찾는 흐름이 26년에도 이어진다는 판단이다. 1) 성숙기 단계의 기진출 업체가 전반적인 소비개선 및 시장성장에 맞춰 지배력을 추가 확장시킨 흐름을 보이거나, 2) 사업 전력의 무게중심이 해외지역으로 확대되는 업체의 경우 기업별 제품 차별화를 통해 신규 시장을 형성하는 케이스 또한 가능하다. 아직 전사 내 해외 비중이 낮더라도 성장률은 두드러질 수 있으며, 모두 영업실적 성장 흐름에 맞춰질 경우 밸류에이션 확장까지 고려한 주가상승 시현이 가능하다.

과거 해외모멘텀이 부각된 업체의 밸류에이션 할증폭은 음식료 업종 평균대비 30~50% 수준이었으며, 현재 음식료 업종 12개월 Fwd P/E 밸류에이션이 12.3X 수준임을 감안, 관련 업체의 밸류에이션 프리미엄 확대 기대가 어렵지 않다. 추가적으로 현지 매출액 증가에 따른 이익개선이 시장의 기대치를 상회한다면 내수시장에서 (-)요인이 존재하더라도 매력도가 재차 추가 확대된다는 측면에서 주가의 추가 상승 또한 기대할 수 있다.

표11. 음식료 10개 업체 해외 매출액 비중 및 성장률 추이 (1)

(십억원)		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
원달려환울	평균기준	1,165.7	1,180.1	1,144.4	1,292.0	1,305.4	1,364.0	1,411.0	1,380.0
	YoY %	5.9%	1.2%	-3.0%	12.9%	1.0%	4.5%	3.4%	-2.2%
KT&G	매출액	4,963.2	5,055.3	5,228.4	5,851.4	5,860.6	5,960.3	6,128.1	6,291.2
	내수	3,985.5	3,851.7	3,991.2	4,140.1	4,100.9	3,875.0	3,681.8	3,677.1
	해외	977.7	1,203.6	1,237.2	1,711.3	1,759.7	2,085.3	2,446.3	2,614.2
	비중 %	19.7%	23.8%	23.7%	29.2%	30.0%	35.0%	39.9%	41.6%
	YoY %	4.2%	23.1%	2.8%	38.3%	2.8%	18.5%	17.3%	6.9%
CJCI (대통제외)	매출액	12,766.8	14,163.8	15,744.4	18,779.4	17,890.5	17,871.0	17,691.9	18,023.6
	내수	5,454.2	5,503.1	5,936.5	6,769.5	6,625.7	6,464.2	6,300.2	6,398.8
	해외	7,312.6	8,660.7	9,807.9	12,009.9	11,264.8	11,406.9	11,391.7	11,624.7
	비중 %	57.3%	61.1%	62.3%	64.0%	63.0%	63.8%	64.4%	64.5%
	YoY %	48.9%	18.4%	13.2%	22.5%	-6.2%	1.3%	-0.1%	2.0%
오리온	매출액	2,023.3	2,229.8	2,355.5	2,873.2	2,912.4	3,104.3	3,331.4	3,522.1
	내수	672.1	704.1	728.2	837.4	953.3	987.0	1,002.7	1,038.9
	해외	1,351.2	1,525.7	1,627.3	2,035.8	1,959.0	2,117.3	2,328.8	2,483.3
	비중 %	66.8%	68.4%	69.1%	70.9%	67.3%	68.2%	69.9%	70.5%
	YoY %	6.1%	12.9%	6.7%	25.1%	-3.8%	8.1%	10.0%	6.6%
롯데월드	매출액	3,631.5	3,576.1	3,737.5	4,110.1	4,067.6	4,047.8	4,219.8	4,388.0
	내수	3,031.5	2,993.5	3,093.7	3,315.0	3,267.1	3,191.1	3,256.1	3,321.2
	해외	600.0	582.5	643.8	795.2	800.5	856.6	963.7	1,069.7
	비중 %	16.5%	16.3%	17.2%	19.3%	19.7%	21.2%	22.8%	24.4%
	YoY %	-8.4%	-2.9%	10.5%	23.5%	0.7%	7.0%	12.5%	11.0%
롯데칠성	매출액	2,429.5	2,258.0	2,506.1	2,841.8	3,224.7	4,024.5	4,024.6	4,191.7
	내수	1,577.4	1,488.1	1,611.1	1,772.0	1,833.3	1,785.2	1,700.6	1,729.2
	해외	852.1	769.9	895.0	1,069.8	1,391.4	2,239.3	2,324.1	2,462.5
	비중 %	35.1%	34.1%	35.7%	37.6%	43.1%	55.6%	57.7%	58.7%
	YoY %	2.2%	-9.6%	16.3%	19.5%	30.1%	60.9%	3.8%	6.0%
오뚜기	매출액	2,359.7	2,595.9	2,739.0	3,183.3	3,454.6	3,539.1	3,677.4	3,694.4
	내수	2,148.7	2,354.9	2,465.4	2,856.8	3,122.0	3,177.7	3,276.2	3,249.2
	해외	211.0	240.9	273.6	326.5	332.5	361.4	401.2	445.3
	비중 %	8.9%	9.3%	10.0%	10.3%	9.6%	10.2%	10.9%	12.1%
	YoY %	6.8%	14.2%	13.6%	19.3%	1.9%	8.7%	11.0%	11.0%
농심	매출액	2,343.9	2,639.8	2,663.0	3,129.1	3,410.6	3,438.7	3,475.5	3,716.9
	내수	1,694.2	1,829.1	1,765.9	2,010.2	2,203.8	2,177.0	2,219.3	2,312.5
	해외	649.8	810.7	897.1	1,118.8	1,206.8	1,261.7	1,256.1	1,404.4
	비중 %	27.7%	30.7%	33.7%	35.8%	35.4%	36.7%	36.1%	37.8%
	YoY %	14.0%	24.8%	10.7%	24.7%	7.9%	4.5%	-0.4%	11.8%
삼양식품	매출액	543.6	648.5	642.0	909.0	1,192.9	1,728.0	2,357.5	2,904.5
	내수	270.8	278.2	253.4	303.3	356.1	314.8	351.3	365.0
	해외	272.8	370.3	388.6	605.7	836.8	1,413.2	2,006.2	2,539.5
	비중 %	50.2%	57.1%	60.5%	66.6%	70.1%	81.8%	85.1%	87.4%
	YoY %	37.4%	35.8%	4.9%	55.9%	38.1%	68.9%	42.0%	26.6%

자료: iM증권 리서치본부

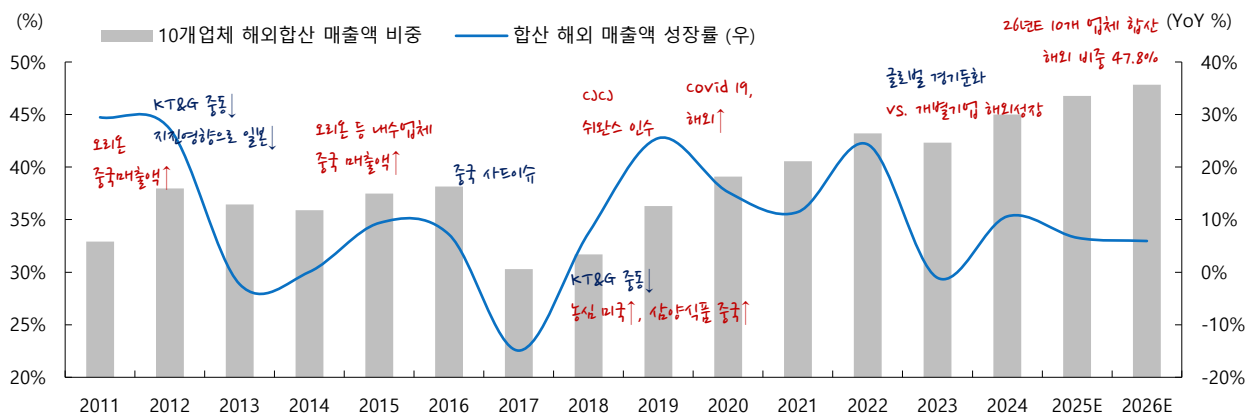
표12. 음식료 10개 업체 해외 매출액 비중 및 성장률 추이 (2)

(십억원)		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
원달려환율	평균기준	1,165.7	1,180.1	1,144.4	1,292.0	1,305.4	1,364.0	1,411.0	1,380.0
	YoY %	5.9%	1.2%	-3.0%	12.9%	1.0%	4.5%	3.4%	-2.2%
하이트진로	매출액	2,035.1	2,256.3	2,202.9	2,497.6	2,520.2	2,599.2	2,535.6	2,563.4
	내수	1,853.8	2,068.0	2,010.1	2,271.2	2,286.0	2,444.3	2,373.2	2,388.1
	해외	181.2	188.3	192.8	226.3	234.2	154.9	162.5	175.3
	비중 %	8.9%	8.3%	8.8%	9.1%	9.3%	6.0%	6.4%	6.8%
	YoY %	-15.7%	3.9%	2.4%	17.4%	3.5%	-33.9%	4.9%	7.9%
대상	매출액	2,964.0	3,113.2	3,470.0	4,084.1	4,107.5	4,255.1	4,425.5	4,382.4
	내수	2,052.5	2,141.8	2,301.9	2,685.9	2,845.0	2,887.6	2,916.5	2,974.8
	해외	911.5	971.4	1,168.2	1,398.2	1,262.5	1,367.5	1,508.9	1,407.6
	비중 %	30.8%	31.2%	33.7%	34.2%	30.7%	32.1%	34.1%	32.1%
	YoY %	11.3%	6.6%	20.3%	19.7%	-9.7%	8.3%	10.3%	-6.7%
빙그레	매출액	878.3	959.1	1,147.4	1,267.7	1,394.3	1,463.1	1,500.6	1,588.9
	내수	794.0	836.4	1,061.8	1,162.1	1,269.1	1,304.5	1,331.5	1,374.3
	해외	84.3	122.7	85.6	105.6	125.2	158.6	169.2	214.6
	비중 %	9.6%	12.8%	7.5%	8.3%	9.0%	10.8%	11.3%	13.5%
	YoY %	27.3%	45.5%	-30.2%	23.4%	18.5%	26.6%	6.7%	26.9%
10개 업체 합산	매출액	36,938.9	39,495.8	42,436.3	49,526.7	50,035.8	52,031.2	53,367.9	55,267.0
	내수	23,534.7	24,048.9	25,219.1	28,123.4	28,862.4	28,608.5	28,409.3	28,829.0
	해외	13,404.1	15,446.9	17,217.1	21,403.3	21,173.3	23,422.6	24,958.6	26,441.0
	비중 %	36.3%	39.1%	40.6%	43.2%	42.3%	45.0%	46.8%	47.8%
	YoY %	25.5%	15.2%	11.5%	24.3%	-1.1%	10.6%	6.6%	5.9%

자료: iM증권 리서치본부

주: 롯데웰푸드는 컨센서스 적용

그림34. 음식료업종 10개업체 합산 해외 매출액 비중 및 성장률 추이



자료: iM증권 리서치본부

3. 곡물가격: 하향 안정에 무게

곡물가 안정 추세,
기조 지속 가능성

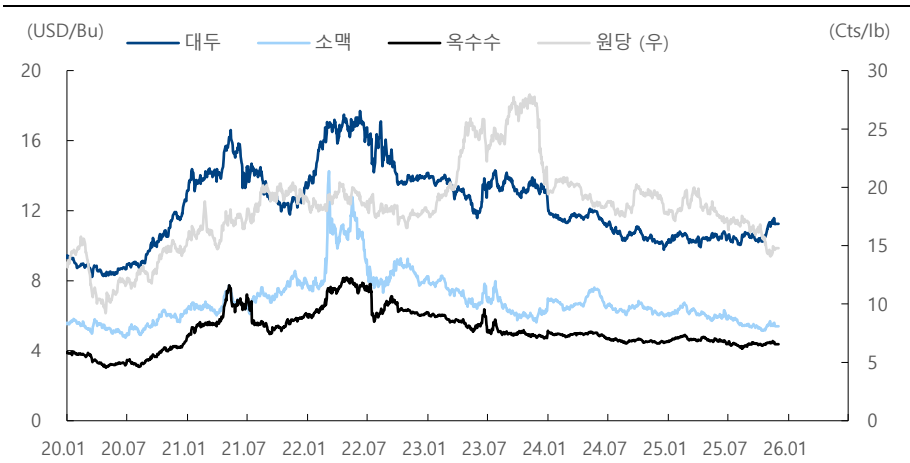
23년 공급망 및 국제정세 등의 이슈에 따라 음식료 업종 이익률에 가장 큰 부담 요인이었던 원부재료 가격은 일부 소프트 커머디티를 제외시 하락 추세를 이어가고 있으며, 이는 1) 무역정책과 관련한 대외변수 및 2) 곡종별 단기 생산·공급 안정 전망에 따른 것으로 풀이된다. 일부 불확실성 잔존에도 불구하고 1H26 주요 곡물 선물가격은 하향 안정이 예상되며, 원재료의 투입 시점을 감안한다면 여전히 기존대비 높은 수준의 환율에도 부담은 점차 축소되는 분위기가 이어질 전망이다.

여타 곡종대비 최근 일부 반등 흐름을 보이는 대두의 경우 10월 말에 도달한 미국-중국 무역 휴전 합의에 대한 이행 의지 차원에서 중국이 2년래 최대 규모의 미국산 대두를 구매하는 등 무역관계 완화 성격의 흐름에 따라 미국 및 글로벌 대두 시장에 수요재개 가능성이 반영된 일부 가격이 반등세를 보이고 있다. 11월 14일 WASDE 데이터 또한 이러한 상황을 반영, 공급 여유분이 다소 줄어드는 방향으로 평가했다. 다만 브라질 등 남미산 공급 상황 및 수요지속, 중국 내 대두 소화물량, 재고율 등에 대한 실제 수급 개선에 대한 불확실성이 존재함을 감안시 다소 제한적인 상승여력을 예상한다. 실제 최근 대두 재고율 상향추정 등을 고려할 때 시장의 대두가격 상승폭과 관련한 리스크를 제한적으로 보고있다는 판단이다.

23~24년 가격 상승세를 지속한 원당 또한 브라질 생산의 예상을 웃도는 강세 및 인도, 태국 등 주요 산지의 양호한 작황에 따라 하방 압력이 강해졌다. 또한 글로벌 설탕 소비 증가세 둔화가 현실화되고 있어 현재의 가격 하향조정 리스크는 당분간 이어질 가능성이 높다.

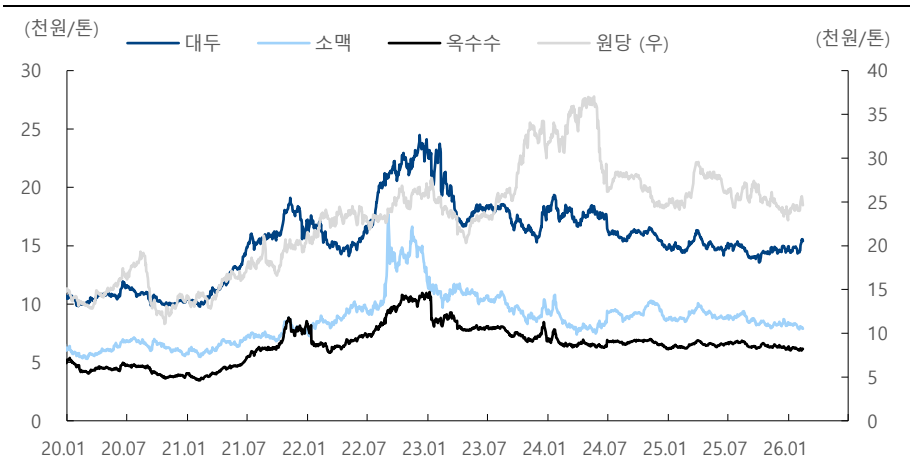
비록 음식료 업체의 영업실적에 여타 요소의 변동성이 복합적으로 반영된다는 점과 물량 감소 등 고정비 부담이 확대될 수 있는 상황임에 따른 불확실성이 존재하나, 가동률 변동이 최소화될 경우 원가 개선은 마진 회복에 (+)효과로 이어질 수 있다는 측면은 긍정적이다.

그림35. 주요 곡물 선물가격: 일부 변동에도 완만한 조정 흐름 지속 예상



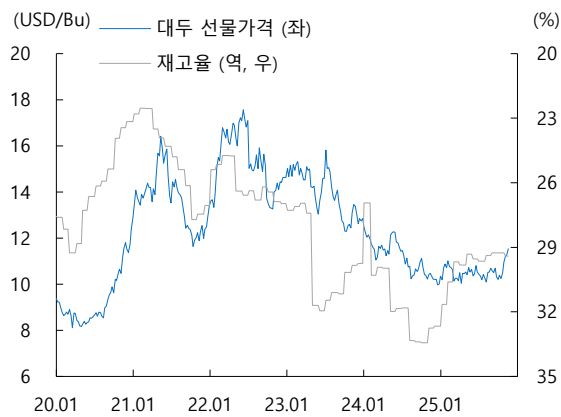
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림36. 곡물 투입가격: lagging 고려시 최소 1H26까지 민감도 및 부담 완화



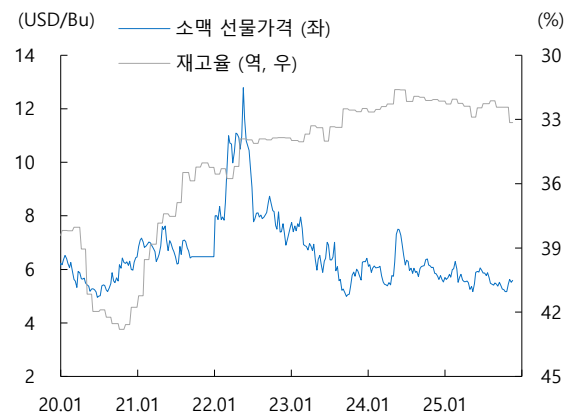
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림37. 대두 선물가격과 재고율 비교



자료: USDA WASDE (11/14) Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림38. 소맥 선물가격과 재고율 비교



자료: USDA WASDE (11/14) Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림39. 옥수수 선물가격과 재고율 비교



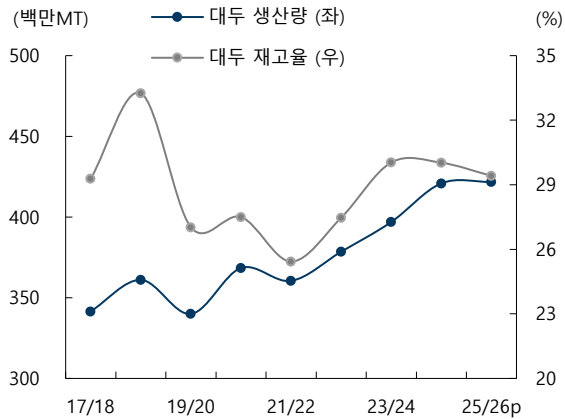
자료: USDA WASDE (11/14) Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림40. 원당 선물가격과 재고율 비교



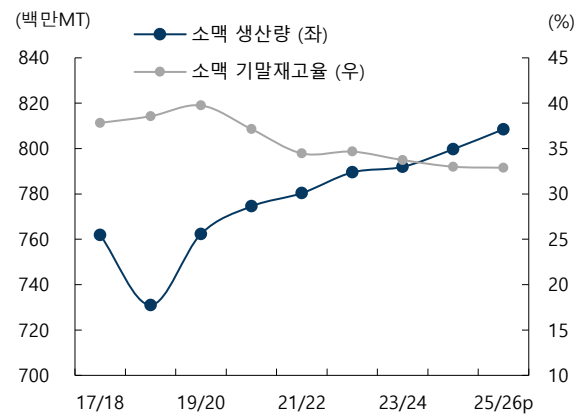
자료: USDA WASDE (5/22) Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림41. 대두 연도별 생산량 및 재고율 비교



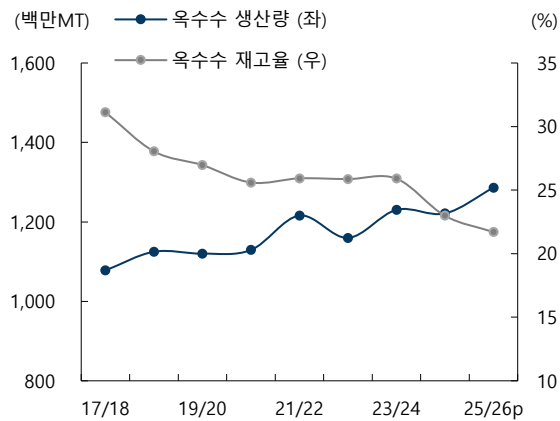
자료: USDA WASDE (11/14) Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림42. 소맥 연도별 생산량 및 재고율 비교



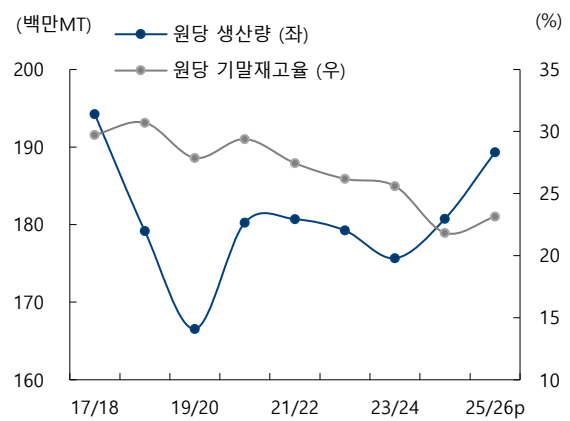
자료: USDA WASDE (11/14) Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림43. 옥수수 연도별 생산량 및 재고율 비교



자료: USDA WASDE (11/14) Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림44. 원당 연도별 생산량 및 재고율 비교



자료: USDA WASDE (5/22) Bloomberg, iM증권 리서치본부

소프트 가격,
2H25 변동성 축소로
26년 투입가 부담 ↓

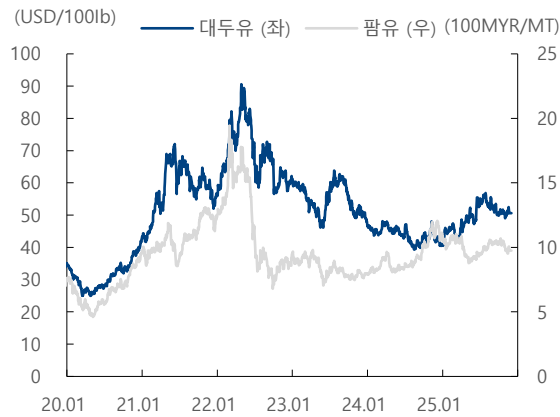
1H25까지 기후변화 및 공급부족, 수출 제한 등에 따른 급등세로 인해 투입원가 상승을 보였던 일부 소프트 커머디티의 경우 최근 빠른 안정 추세를 보이고 있다. 여전히 시장 변동성이 높고 향후 재상승 가능성 또한 열려있으나, 투입가를 고려한다면 1H26 부담 규모는 완효효과를 감안하더라도 전년대비 축소를 예상할 수 있다는 판단이다.

25년 연초대비 56% 이상 조정세를 보이는 코코아 가격은 수요약화 및 공급회복 양 측에서의 안정요인이 존재한다. 수요의 경우 대형 제과업체의 투입가 상승 및 가격 전가에 따른 소비자 부담이 글로벌 수요위축으로 이어지고 있으며, 실제 글로벌 코코아 가공량 감소 또한 확인된다. 공급측면에서 23/24 시즌부터 보였던 서아프리카의 코코아 생산량 하락은 25/26 시즌의 기상여건 개선 및 신규 재배면적 증가로 공급 회복조짐을 보이고 있으며, 주요 산지의 정부 지원금 인상 등이 코코아 수확 및 판매를 촉진함에 따라 공급우려 완화 기대가 발생했다. 2H24~1H25 가격 급등과 관련한 투기적 포지션 또한 축소되고 있다는 점을 고려 가격 과열의 안정은 당분간 흐름을 유지할 가능성이 높다는 판단이다.

1H25 하락세에도 불구하고 7월 이후 재차 오름세를 보인 커피 가격의 경우 최근 추가 상승이 제한된 횡보 흐름을 보이고 있다. 6월 브라질 생두 수출감소와 관련한 병목 및 8월 미국의 브라질산 커피에 대한 50% 관세부과 충격으로 수출에 불확실성이 반영된 가격 급등이었으나, 지난 11월 20일 미국정부가 브라질산 식품 및 농산물에 대한 관세 면제 조치를 발동했으며, 이 중 커피가 포함되어있음을 고려한다면 점차 안정세를 보일 가능성에 무게를 둔다.

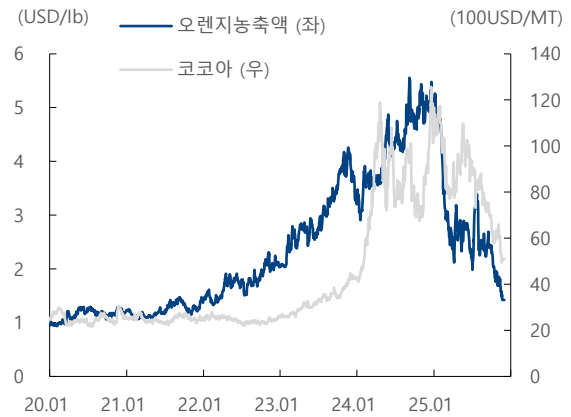
아라비카 가격 상승으로 대체재 측면에서 동반 상승세를 보여왔던 로부스타 커피 또한 베트남 생산회복 전망 및 브라질 로부스타 생산 안정, 재고 확대에 따라 재차 가격안정 조짐을 보이고 있다. 업체별 재고 소진시기 및 환율 감안 시 1H26 이후 투입단가 하락으로 이어질 공산이 크다.

그림45. 대두유, 팜유 선물가격



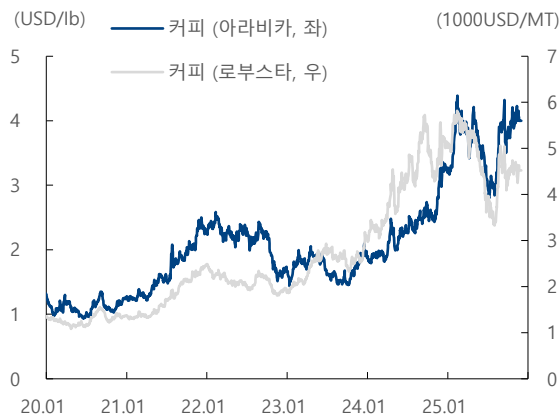
자료: Thomson Reuters, iM증권 리서치본부

그림46. 오렌지농축액, 코코아 선물가격



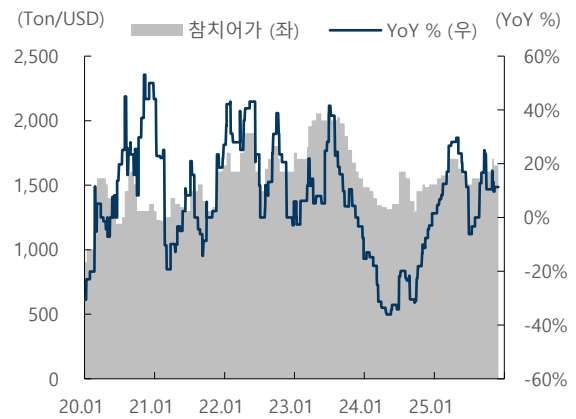
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림47. 커피 (아라비카, 로부스타) 가격



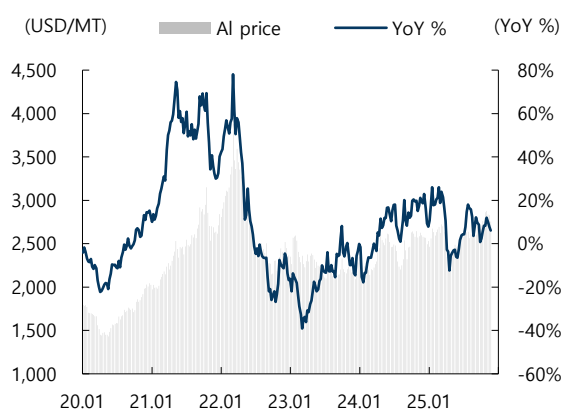
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림48. 참치 (Skipjack Tuna) 가격



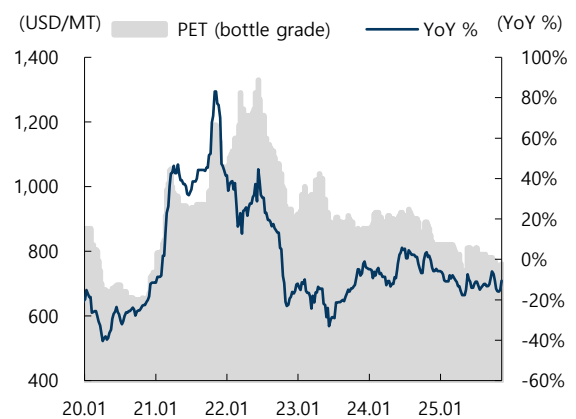
자료: Bloomberg, Atuna, iM증권 리서치본부

그림49. 부재료 가격변동 - 알루미늄



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림50. 부재료 가격변동 - PET



자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

원재료 투입가격 하락,
외형 유지시 마진 부담
완화

[표13]에서 알 수 있듯이 국내 주요 음식료 소재 및 가공업체의 경우 대부분 과거대비 안정적인 원재료 비용 감소 흐름이 이어지고 있다. 환율상승에도 불구하고, 투입가격과 관련한 부담은 하락하고 있으며, 26년 또한 최근과 유사한 흐름이 이어질 전망이다. 다만 매출총이익률의 변동은 매출액 영향까지 고려되어야 하며, 가동률 하락에 따른 고정비 부담 확대시 원재료 가격안정과 관련한 개선이 일부 상쇄될 가능성을 열어둔다.

따라서 외형이 견조하게 유지되는 업체의 경우 원가부담 축소에 따른 마진 개선이 영업실적에의 긍정적 흐름으로 이어질 개연성이 높다.

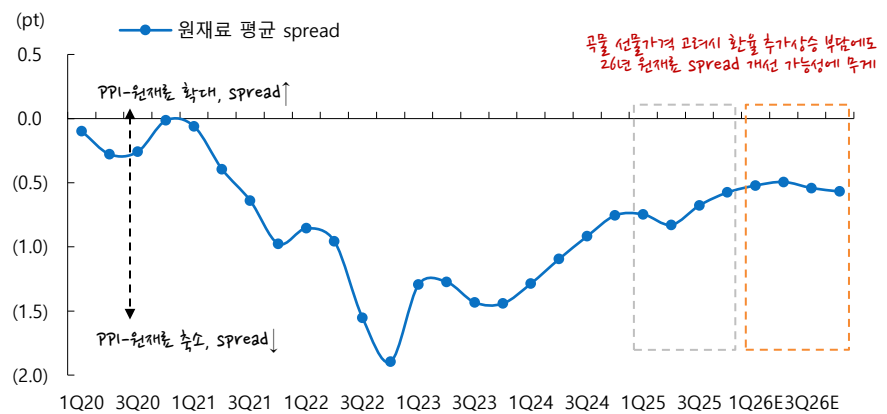
표13. 주요 음식료 소재·가공 업체의 원재료 수입 규모 및 매출액대비 비중, 매출총이익률 비교: 매출 방어 업체의 원가 개선흐름

기업명	원재료	원재료 매입액 (십억원)				매출액대비 원재료 매입액 비중 (%)				GPM (%)			
		2023	2024	3Q24	3Q25	2023	2024	3Q24	3Q25	2023	2024	3Q24	3Q25
CJ제일제당	원맥	331.3	311.2	228.1	197.3	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	20.9%	22.1%	22.4%	21.6%
	원당	855.8	860.6	663.1	591.8	2.9%	2.9%	3.0%	2.7%				
	옥수수	944.5	788.1	600.4	639.4	3.3%	2.7%	2.7%	2.9%				
	대두	1,143.0	910.6	934.6	587.2	3.9%	3.1%	4.3%	2.7%				
농심	소맥분 외	1,052.5	1,098.2	777.4	854.6	30.9%	31.9%	30.1%	32.5%	30.4%	28.1%	28.5%	28.8%
SPC삼립	원맥	143.2	138.9	97.1	108.6	4.2%	4.1%	3.8%	4.3%	15.6%	15.8%	15.7%	14.3%
샘표식품	탈지대두, 대두, 소맥	20.0	18.6	14.2	12.8	5.4%	4.7%	4.7%	4.3%	17.5%	35.8%	33.8%	38.3%
삼양사	원맥, 원당, 옥수수	707.2	645.8	493.2	495.3	26.7%	24.2%	24.3%	25.3%	20.9%	19.1%	19.3%	19.2%
사조동아원	원맥	299.3	284.4	217.1	205.0	44.1%	41.9%	42.1%	61.9%	11.9%	14.1%	14.4%	13.2%
	소맥	21.9	20.8	16.4	13.8	3.2%	3.1%	3.2%	4.2%				
	옥수수	60	53.9	39.4	46.5	8.8%	7.9%	7.6%	14.0%				
	대두	30.4	31.3	24.0	22.5	4.5%	4.6%	4.7%	6.8%				
팜스코	옥수수	257.1	231.6	168.9	178.4	13.9%	14.7%	15.0%	15.5%	11.0%	14.4%	15.4%	15.6%
	대두	84	91.2	65.6	68.8	4.5%	5.8%	5.8%	6.0%				
선진	옥수수 외	786.4	608.8	461.2	559.0	41.3%	36.2%	37.0%	40.1%	16.1%	19.3%	19.5%	21.1%
대한제분	원맥	283.3	249.5	184.3	180.5	19.7%	18.2%	18.2%	17.6%	17.9%	20.3%	20.5%	19.8%
대한제당	원당	447.8	424.5	329.1	249.7	33.6%	30.9%	32.3%	24.3%	10.5%	9.8%	10.6%	11.4%
	소맥	29.8	27.7	22.1	19.3	2.2%	2.0%	2.2%	1.9%				
	옥수수	71.6	48.2	36.3	37.1	5.4%	3.5%	3.6%	3.6%				
	대두	25.2	20.8	15.9	17.2	1.9%	1.5%	1.6%	1.7%				

자료: DART, iM증권 리서치본부

주: 3Q24, 3Q25 매출액 및 원재료 매입액 (누적)은 투입시점 고려시 당 연도 및 분기 영업실적과 일부 시점 차이가 존재할 가능성
매출총이익률 또한 원재료가격 이외의 변수 작용

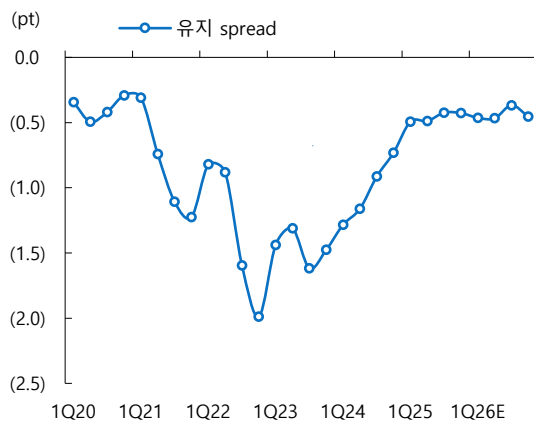
그림51. 원재료 평균 스프레드 방향성 추이



자료: Bloomberg, KOSIS, iM증권 리서치본부

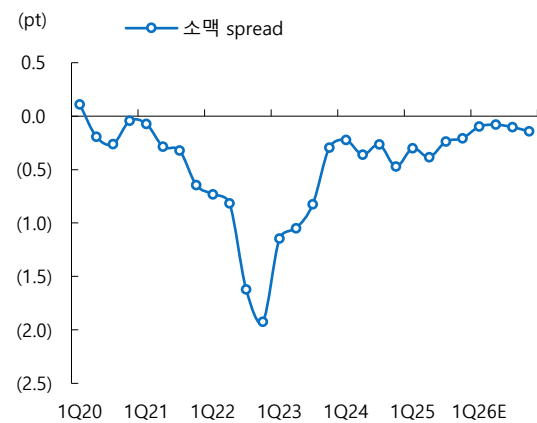
주: PPI지수는 최근 수준 (25.10)에서 지속된다고 가정

그림52. 주요 곡물 예상 스프레드 - 유지



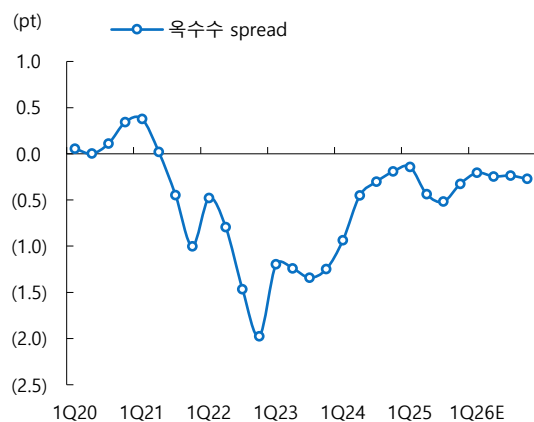
자료: Bloomberg, KOSIS, iM증권 리서치본부

그림53. 주요 곡물 예상 스프레드 - 소매



자료: Bloomberg, KOSIS, iM증권 리서치본부

그림54. 주요 곡물 예상 스프레드 - 옥수수



자료: Bloomberg, KOSIS, iM증권 리서치본부

그림55. 주요 곡물 예상 스프레드 - 원당



자료: Bloomberg, KOSIS, iM증권 리서치본부

4. 원달러 환율: 변동성 지속, 현 레벨에서 일부 조정 예상

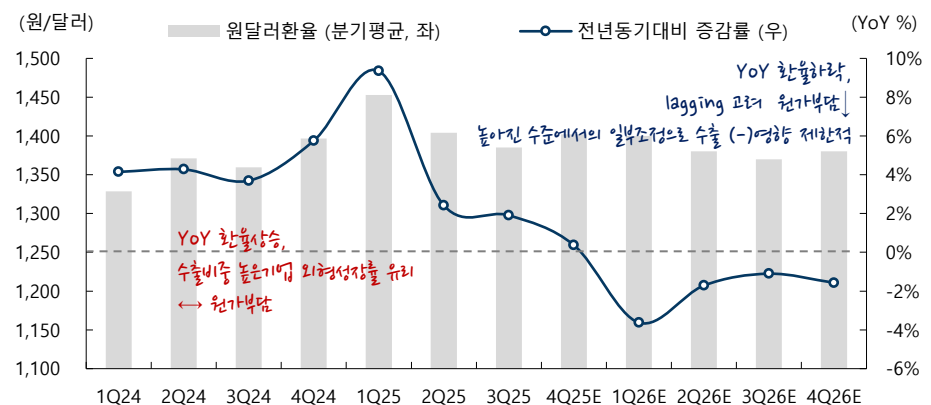
원달러환율 상승세 지속,
26년 일부 조정예상에도
변동성 이어질 가능성

원달러 환율은 21년 이후 높은 등락과 함께 지속적으로 상승세를 이어가는 흐름이다. 특히 2H25의 경우 기존의 하락전환 예상과 달리 추가 약세를 보이고 있으며, 이에 따라 음식료 업체간 원재료 가격 하락에 따른 부담 감소에도 불구하고, 투입가격 측면에서의 개선폭을 일부 축소할 바 있다.

전통적으로 원화 약세는 내수 중심의 원재료 수입의존도가 높은 음식료 업종 영업실적에 (-)요인으로 작용하나, 최근 일부 원재료를 제외한 주요 곡물가격의 하향 안정화 흐름이 지속되고 있어 환율관련 상승 부담을 낮추며, 해외 익스포저가 높은 업체의 환산손익에 긍정적 효과를 더한다는 측면에서 기존과 다른 주가 흐름을 보인다.

iM증권 리서치본부 추정 26년 연평균 원달러환율은 1,380원으로, -2.2% YoY 수준이다. 환율 급변동 환경을 고려시 예상대비 시기 및 정도에 대한 향후 추가 조정 여지가 존재하나, 최근 국내외 이슈에 따른 환율의 추가 상승 시기 및 등을 감안한다면 제한적인 수준에서의 움직임 가능성을 열어둔다. 다만 원달러 환율의 일부 조정 가능성에도 업체별 해외부문에 대한 성과는 현지 통화 기준의 평가가 이루어 질 것으로 예상하며, 특히 높은 마진 흐름을 유지하는 기업의 견조한 주가 레벨이 예상되는 등 시장의 평가는 업체별로 상이할 전망이다.

그림56. 2026E 전년동기대비 원달러환율 일부 조정흐름 예상, 단 변동성은 지속



자료: BOK, iM증권 리서치본부 하우스 추정치

기업별 26년 계획환율 확인 필요

다만 환율 및 원가 흐름에 대한 예상만으로 업체별 영업실적 추정치가 개선될 가능성은 다소 제한적이다. 최근 음식료 산업의 영업실적 변동은 외형성장 정도와 동일한 궤를 보이며, 특히 물량의 제한적인 성장에 따라 영업 레버리지효과가 축소되거나 할인판매, 판촉행사 등 기타비용의 증가세가 시장 기대치를 넘어서는 것에 의한다.

따라서 제한적인 환경에서 환율과 원부재료 가격 흐름대비 여타 비용이 확대되는 경우 개선폭의 상쇄 가능성이 높아진다. 따라서 원가부담 축소와 관련한 영업실적 추정치 상향조정 여지를 가늠하기 위해서는 최소 2H25 대외변수 개선 및 관련 외형확장 효과에 대한 확인이 선제적으로 이루어질 필요가 있다는 판단이다.

높은 환율 변동에 따라 업체별 사업계획이 수정될 가능성을 고려, 25년대비 적용 환율에 대한 방향성 검토가 필요하다. 26년 연초 시장에 제시될 가이드언스에 따라 1H26 및 이후에 대한 영업실적 눈높이 조정으로 이어질 수 있기 때문이다.

1) 사업 계획 원달러 환율이 1,450원 이상의 수준으로 설정된다면 26년 음식료 기업 입장에서 원가 및 관련 리스크를 확대 예상하는 보수적인 전략을 보일 가능성이 높다. 이에 따른 원가압박이 전제된 포트폴리오 조정이 이루어질 것으로 예상하나, 해외비중이 높은 경우 환산손익을 감안한 성장성 및 마진레벨에 추가 (+)효과를 반영할 가능성이 높다. 2) 1,400원 이하의 계획을 설정했으나 1H26 환율 조정폭이 현수준에서 제한적으로 움직일 경우 제 해외부문 영업실적이 가이드언스대비 확대될 공산이 크다. 다만 원재료는 예상대비 부담이 지속될 수 있음을 고려, 향후 업체별 민감도 확인이 요구된다.

표14. 주요 진출지역 분기 평균 환율 추이: 2026 현재 레벨에서 일부 조정 수준 예상

(원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
원/미국달러	1,328.5	1,370.9	1,359.4	1,396.8	1,452.7	1,404.0	1,385.3	1,402.0	1,400.0	1,380.0	1,370.0	1,380.0
원/중국위안	184.6	188.9	189.2	194.0	199.3	194.0	193.5	196.9	198.9	197.1	195.7	196.6
원/일본엔	896.1	880.3	908.1	916.2	953.6	970.6	939.7	932.8	930.2	932.4	925.7	938.8
원/유로	1,443.1	1,475.9	1,491.7	1,489.1	1,529.3	1,589.4	1,619.3	1,640.3	1,638.0	1,614.6	1,602.9	1,600.8
원/베트남동	5.4	5.4	5.4	5.5	5.7	5.4	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
원/러시아루블	14.6	15.1	15.3	13.9	15.6	17.3	17.2	16.7	16.3	15.5	15.1	14.5
원/미국달러 YoY %	4.1%	4.3%	3.7%	5.8%	9.3%	2.4%	1.9%	0.4%	-3.6%	-1.7%	-1.1%	-1.6%
원/중국위안	-0.9%	0.8%	4.7%	6.3%	8.0%	2.7%	2.3%	1.5%	-0.2%	1.6%	1.1%	-0.2%
원/일본엔	-7.0%	-8.2%	0.0%	2.5%	6.4%	10.3%	3.5%	1.8%	-2.5%	-3.9%	-1.5%	0.6%
원/유로	5.5%	3.1%	4.4%	4.8%	6.0%	7.7%	8.6%	10.2%	7.1%	1.6%	-1.0%	-2.4%
원/베트남동	0.0%	-3.4%	-1.1%	1.8%	5.5%	0.0%	-2.8%	-4.5%	-7.7%	-2.6%	0.0%	0.0%
원/러시아루블	-16.0%	-6.7%	9.6%	-2.2%	6.4%	14.7%	12.5%	19.7%	4.5%	-10.6%	-12.5%	-13.0%

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 베트남, 러시아 환율추정은 Bloomberg 컨센서스이며, 이외는 iM증권 분기평균 추정치 기준임

III. 2026 F&B Earnings Forecast & Picks

1. 2026 F&B 영업실적 전망

26년 합산기준 추정치

매출액 +3.6% YoY

영업이익 +9.8% YoY

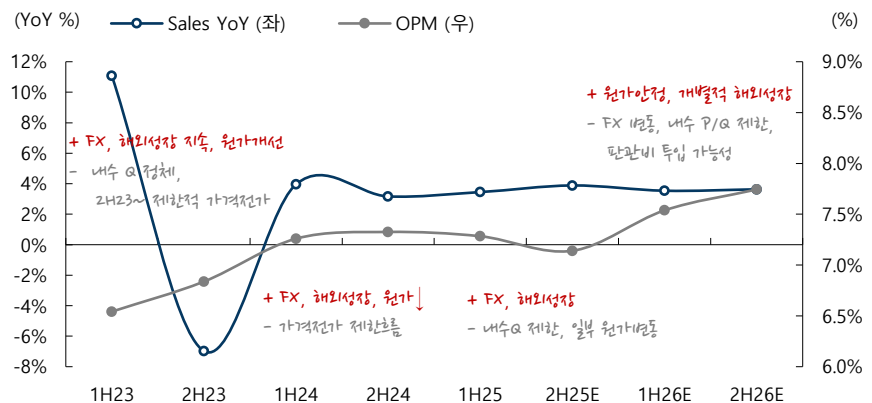
iM증권 커버리지 13개 음식료업체의 합산기준 26년 영업실적 성장률은 매출액 +3.6% YoY, 영업이익 +9.8% YoY로 전망하며, 1H26, 2H26 영업이익 성장률은 각각 +7.2%, +12.4% YoY 수준이 예상된다. 외형성장대비 이익개선이 두드러지나, 베이스효과 및 4분기에 예상되는 계절적 비수기 및 비용투입 등의 정상화가 반영되었음을 고려할 필요가 있음에 따라 2H26 영업실적 추정치에 대한 변동 가능성을 열어둔다.

경기침체가 장기화되면서 음식료 업종 관련 대외변수 개선이 다소 요원한 상황이다. 코로나19 이후 지속적으로 부담이 되었던 원재료 부담이 팬데믹 이전수준으로 돌아왔으나, 업계 전반의 가동률 증가와 동일한 궤에서의 영업 레버리지 확대 기대를 하기 어려운 상황이 아쉽다.

다만 현 상황에서 26년 음식료 업종에 대한 시장의 눈높이는 25년의 분기를 거치며 이미 보수적인 조정을 이어왔음을 감안, 1) 내수에서의 외형 방어와 원재료 안정 흐름이 고려된 마진레벨 확대 정도가 시장 기대치를 상회할 수 있는 기업과 2) 업체별 해외 현지에서의 지배력 강화 속도가 부각되는 업체에 프리미엄 할증을 집중할 가능성이 높다.

단 현상황에서 국내외 외형성장의 키펙터가 판매량에 집중되어 있다는 점을 감안시 업체별 물량 확대 목적의 판관비 지출 규모에 대한 전략 확인이 필요하며, 자체 조절이 용이한 기업일수록 수익성은 여타업체대비 차별화를 보일 전망이다.

그림57. 26E F&B: 외형 방어로 원가안정 시현가능한 업체 찾기



자료: iM증권 리서치본부 주: iM증권 리서치본부 음식료·담배 13개 업체 합산 영업실적 기준

2. F&B Picks

음식료업종 내 상대적으로 견고한 영업실적 흐름을 가진 업체에 대한 매수 선호가 이어질 전망이다. 단 변동성이 높은 최근 상황을 고려시 연간 영업실적 개선정도를 통해 전반적인 윤곽을 가지되, 분기별 단기 대응에 민감한 주가 흐름을 보일 것으로 판단한다.

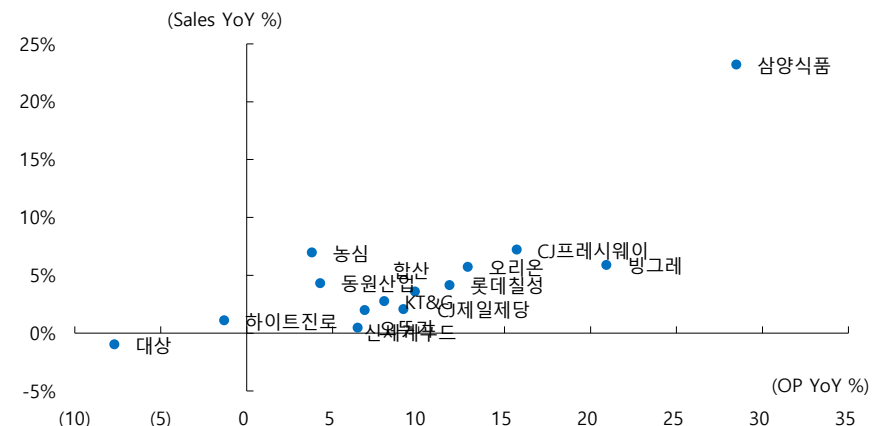
대형주:
KT&G, 삼양식품, 오리온
외부변수 이슈 제한,
견조한 해외 지배력

현상황에서 1H26 영업실적에 모멘텀을 가지는 업체는 KT&G, 삼양식품, 오리온이다. 국내외 경기둔화에도 불구하고, 현지 성장률이 견고하다는 점을 고려시 환율변동 관련 리스크가 제한적이다. 명절시점과 관련한 캐런더효과 또한 유효하며, 여타업체의 외형 유지를 위한 비용투입 가능성과 달리 높은 마진레벨에 따라 관련 민감도를 낮춘다는 점에서 여타 동종업체대비 높은 프리미엄이 가능할 전망이다.

중소형주:
내수 개선신호 확인시
대응 필요

예상대비 견조한 내수소비 회복속도가 시현될 경우 상대적으로 내수 익스포저가 높은 업체의 영업 레버리지 효과가 두드러질 수 있으며, 밸류에이션 매력도가 고려된 유의미한 주가 상승까지 이어질 수 있다는 판단이다. 이는 내식, 외식 모두에 영향을 미칠 수 있음을 감안, 빙그레, CJ프레시웨이 등 중소형주의 높은 주가 민감도를 기대해볼만 하다.

그림58. 2026 음식료·담배 커버리지 기업 매출액 및 영업이익 성장률



자료: iM증권 리서치본부

표15. 음식료/담배 커버리지 13개 종목 2026 Outlook & Valuation 요약 (1)

(십억원)		1H26E	2H26E	Valuation	2026 Outlook
KT&G (033780)	매출액	3,144.1	3,464.3	P/E	내수 결련 시장지배력 지속, 가격변동 이슈 발생시 (+)효과 기대
	YoY %	3.5%	2.1%	13.8X	글로벌 생산기지 확보, 원재료 등 공급채널 및 수요처 확보시 향후 글로벌 추가 기대 가능
	영업이익	708.2	742.4	P/B	부동산 보유부지 개발사업에 따른 실적 성장. 비핵심부문 매각 계획대로 지속, 주주환원 연결
	YoY %	11.5%	4.9%	1.5X	건기식은 1) 국내 실수요 감소 지속, 2) 해외 외형성, 미국 등 마케팅에도 전반적 수익방어 예상
CJ제일제당 (097950)	매출액	14,694.0	15,377.1	P/E	가공 P 제한적, 물량 일부 성장 예상하나 25년대비 마진레벨 개선수준에 따른 조절 가능성
	YoY %	1.7%	2.4%	7.3X	해외가공: 미국 시장경쟁 악화관련 비용투입 지속가능성, 단 지배력 유지 예상. 신규시장 성장
	영업이익	666.9	768.2	P/B	바이오: 스페셜티 다운사이클 마무리가 변수. 1H26 베이스 부담 지속가능
	YoY %	-2.3%	21.4%	0.4X	대한통운, F&C 제외시 이익성장 1H26 -10.2%, 2H26 +33.1% YoY 예상
오리온 (271560)	매출액	1,682.6	1,839.6	P/E	한국 시장 내 성장 및 점유율 개선세 긍정적, 원재료부담 완회시 이익개선 추가 가능
	YoY %	6.6%	5.0%	8.7X	중국 내수소비 둔화에도 건조한 흐름 예상, 1Q26 춘절물량 추가에 따른 (+)효과 기대
	영업이익	291.9	323.1	P/B	베트남 스낵, 파이 고성장 및 쌀과자, 양산빵 등 카테고리 효과 및 마진레벨 유지
	YoY %	15.5%	10.6%	1.0X	러시아 라인 추가효과, 신규공장 착공으로 서유럽 대응 계획. 미국 중심 수출 고성장 지속 예상
오뚜기 (007310)	매출액	1,820.2	1,874.2	P/E	주요제품 중심의 전반적인 외형 흐름 견조할 전망
	YoY %	-0.1%	1.1%	10.8X	라면 안정적인 시장성장 지속, 가격인상 효과 1H26까지 유지 가능
	영업이익	107.1	92.0	P/B	25년 경쟁강도 심화, 판관비 집행확대관련 베이스효과로 일부 개선 기대, 2H) 1H
	YoY %	4.4%	9.0%	0.6X	최근 투자중인 미국, 베트남 등 해외 중장기 비중확대 가능성 유효. 미국공장 가동 2H26 예상
농심 (004370)	매출액	1,874.3	1,842.6	P/E	내수라면 가격인상 효과 1H26까지 지속 가능성. 물량 제한에도 마진 (+)효과
	YoY %	7.0%	6.9%	13.3X	스낵 시장점유율 견조, 신제품 추가로 가동률 확대 긍정적
	영업이익	105.6	106.8	P/B	미국 판매량의 경우 신라면브랜드 확장의 여타브랜드 상쇄가 변수. 일부 프로모션 가능성 염두
	YoY %	9.8%	-1.5%	0.9X	중국 베이스효과, 수출 정상화 등 여타지역 안정화 예상
삼양식품 (003230)	매출액	1,391.0	1,513.5	P/E	1H26 밀양 제2공장 가동률 상승 더해지며 이익성장 예상, 1H26 +29.8% YoY 전망
	YoY %	28.5%	18.7%	17.9X	중국 집중으로 27년 공장가동 대응 지속, 최근 설비투자 상향조정 (6개라인+2개추가)
	영업이익	330.0	344.6	P/B	미국 관세관련 비용전가 마무리, 2H25 가격인상 진행 및 제한적 물량저항, 성장세 유지 가능
	YoY %	29.9%	27.2%	5.8X	여타 브랜드 인큐베이팅 목적 비용 가능성에도 주요제품 레버리지로 상쇄 가능성
롯데칠성 (005300)	매출액	2,078.7	2,112.9	P/E	음료 비수기, 소비둔화, 가격저항 및 대체제 이동 등으로 외형조정 가능성 일부 지속 가능
	YoY %	4.1%	4.2%	9.2X	단 파키스탄, 미얀마, 필리핀 등 이익기여 확대, 1Q26 및 4Q26 베이스효과 기대
	영업이익	101.1	111.4	P/B	주류 베이스부담 및 경기둔화 효과, 소비개선 확인 필요
	YoY %	15.7%	8.5%	0.7X	일부 제품 포트폴리오 변경으로 타개 가능성 염두
동원산업 (006040)	매출액	4,872.3	5,125.2	P/E	개별 해양수산 어획량 관련 일부 불확실성 존재, 단 2H25 낮은 베이스 감안시 (+)성장 예상
	YoY %	4.2%	4.5%	6.0X	식품부문 대외변수 악화에도 마진방어, 해외확장 전략 가시화 기대. 홈푸드 중심 성장세 유효
	영업이익	255.7	296.6	P/B	시스템적 전방산업 악화 영향의 경우 단기 급격한 개선은 어려우나, 추가 조정가능성 제한
	YoY %	-1.1%	9.4%	0.6X	건설, 물류 안정으로 전년대비 변동폭 축소 예상
하이트진로 (000080)	매출액	1,266.7	1,296.8	P/E	내수 소주 견조한 물량흐름, 수출 증가하면서 소주부문 성장률 확대 기조 유지
	YoY %	0.6%	1.6%	11.3X	내수 맥주는 시장침체 영향 지속, 비용투입시 마진 부담 가능성 염두
	영업이익	117.4	87.2	P/B	필라이트 등 고성비 제품에 대한 시장선호 지속 가능성
	YoY %	-7.7%	8.9%	1.0X	베트남공장 26년 완공 예정, 현지 소주 생산으로 수요 대응 예상

자료: iM증권 리서치본부

주: Valuation은 2026년 기준

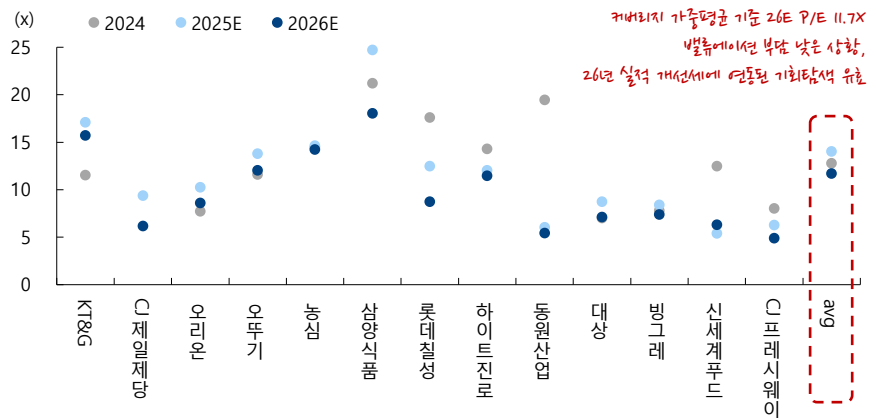
표16. 음식료/담배 커버리지 13개 종목 2026 Outlook & Valuation 요약 (2)

(십억원)		1H26E	2H26E	Valuation	2026 Outlook
대상	매출액	2,163.1	2,219.3	P/E	식품 내수 감소, 주요제품 가격인상에도 소비침체, 경쟁심화 영향 지속 가능
(001680)	YoY %	-2.0%	0.0%	6.4X	글로벌 김치, 김, 편의식, 소스 중심으로 성장세 지속하나 미국 관세영향 등 일부 비용이슈 존재
	영업이익	81.9	81.7	P/B	소매 라이신 배 단 최근 관세조정으로 및 주문감소 영향으로 2Q25 조정
	YoY %	-16.5%	3.3%	0.5X	인도네시아 대체당 가격경쟁력 상승에 따른 판매량 및 마진감소 흐름 지속
빙그레	매출액	763.0	825.8	P/E	냉장 내수 악화 영향 일부 지속, 소비개선에 따른 판매량 증가 가능성
(005180)	YoY %	6.3%	5.5%	7.7X	냉동 및 해태아이스크림 가동률 상승시 레버리지 효과 확대. 2~3Q26 계절적 성수기
	영업이익	51.8	71.9	P/B	냉장, 냉동 물량수준에 따른 비용변동성 존재, 견조한 외형 확인시 마진 레버리지 가능
	YoY %	28.6%	16.0%	0.8X	미국 등 해외 개선 지속 가능성. 일부 수출관련 비용증가는 현지소비 확인 후 가격대응 예상
신세계푸드	매출액	741.3	768.1	P/E	단체급식 제외로 영업실적 조정 (연간 260억원), 외식/베이커리/제조/유통 체계로 변화
(031440)	YoY %	1.5%	2.4%	5.2X	사업매각 관련 양수도대금 (1,200억원) 투자관련 윤곽 드러날 가능성
	영업이익	20.9	22.2	P/B	전반적 소비침체 이슈 지속되나, 수익중심 경영 지속 가능성
	YoY %	-2.0%	16.8%	0.5X	제조 스타벅스향 베이커리 포함, 그룹사 및 외부 온라인 수요확대 흐름 반영
CJ프레시웨이	매출액	1,809.5	1,970.1	P/E	식자재유통 외식 저가수요 증가 수요. 급식식자재 성장
(051500)	YoY %	7.6%	6.9%	5.2X	솔루션사업 + 온라인 플랫폼 최적화 확인 중으로 전략조정 진행, 26년에 대한 윤곽 드러날 전망
	영업이익	48.5	66.8	P/B	단체급식 주요 경로 경쟁력 강화, 악화부문 디마케팅 및 효율화 진행 중
	YoY %	27.5%	8.4%	0.6X	최근 전사 수익성 개선목적 선별수주 진행. 인건비 등 비용증가분 상쇄
음식료·담배	매출액	38,300.7	40,229.4		1H26, 2H26 영업이익 성장률은 각각 +7.2%, +12.4% YoY 수준 예상
OVERWEIGHT	YoY %	3.5%	3.6%		외형성장대비 이익개선폭이 크나, 배이스효과 및 4분기 비용투입 등 정상화 반영 고려 필요
	영업이익	2,887.1	3,115.1		현재 국내외 외형성장 키워터는 판매량, 물량 확대 목적의 판관비 지출 규모관련 확인 요구
	YoY %	7.2%	12.4%		밸류에이션에 대한 매력도 존재, 선별적으로 실적 모멘텀과 맞물린 주가상승으로 이어질 것

자료: iM증권 리서치본부

주: Valuation은 2026년 기준

그림59. 커버리지 가중평균 기준 26E P/E 11.7X, 실적 개선에 연동된 기회탐색 유효



자료: iM증권 리서치본부



기업분석

KT&G (033780)

삼양식품 (003230)

오리온 (271560)

KT&G (033780)

2025.11.27

담배사업부 성장 지속 예상, 알파도 기대

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

2026 Outlook

KT&G의 26년 연결기준 매출액과 영업이익 성장률은 각각 +2.8%, +8.0% YoY로 추정한다. 국내외 궐련, NGP 등 담배사업 전반의 호조가 이어질 전망으로, 대외환경관련 보수적인 가정을 감안한 추가 실적 추정치 상향조정 가능성이 열려있다.

국내의 경우 일반 궐련 및 NGP의 견고한 시장지배력이 이어질 전망이다. 궐련시장 총수요의 하향조정 흐름은 유지될 개연성이 높으나, KT&G의 경우 상대적으로 견조한 물량 시현을 예상함에 따라 시장지배력 확대 흐름을 이어갈 공산이 크다. NGP는 침투율 확대에 따라 경쟁심화에도 시장과 동일한 궐련의 물량성장이 유효하며, 제품 포트폴리오 내 상위제품의 시장지배력 확대 기초 또한 긍정적이다. 최근 넓은 범위에서의 담배관련 규제가 재정비되는 분위기를 감안, 세율 변화 등의 가능성과 관련 변동에 대한 추후 확인이 필요하다. 수출 및 해외법인 궐련은 전년동기 높은 베이스 효과에도 불구하고 대부분의 지역에서 물량 성장 및 직·간접적 가격 상승을 보일 전망이다. 글로벌 NGP의 경우 1H25까지 이어졌던 디바이스 공급 이슈가 해소되었음을 감안한 베이스효과가 기대되며, 러시아 제품 출시 등으로 매출액 기여도 추가 확대가 예상된다. 26년 이후 계획된 신규 플랫폼 출시에 따른 글로벌 점유율 추가 상승 시현 가능성도 여전히 유효하다. 환율상승에도 불구하고 원재료 부담이 낮아지는 기조에 진입했음을 고려, 향후 마진개선에 대한 추가 여력 또한 열려둔다.

부동산사업은 중소형 보유부지 개발사업의 진행률에 따른 일부 등락이 가능하나, 비핵심부문 관련 사업 포트폴리오 비중축소 및 주주환원 기조는 이어질 전망이다. 건식식사업부문은 국내 소비경기 위축 및 해외 비용효율화에 따른 매출감소 영향이 이어지고 있으나, 전년동기대비 수익방어가 유효했다. 해외 효율화 흐름이 2H25까지 지속됨을 감안, 향후 신규 유통망 확보 등에 따른 재차 확대 가능성을 열어둔다.

투자의견 BUY, 목표주가 175,000원 유지

담배부문 고성장에 따른 기대치 이상의 영업실적 시현은 구조적 체력개선 흐름을 의미하며, 건식식 및 부동산 부문에서의 수익개선까지 고려, 여타 소비재 업체대비 두드러진 성장 흐름이 돋보일 가능성에 무게를 둘 필요가 있다. 예상치 이상의 수준으로 구체화된 25년 주주환원 제고 이행계획이 향후 지속될 가능성까지 감안한다면 불확실한 대외변수를 상쇄하는 훌륭한 투자처로서의 역할이 이어질 전망이다.

Buy (Maintain)

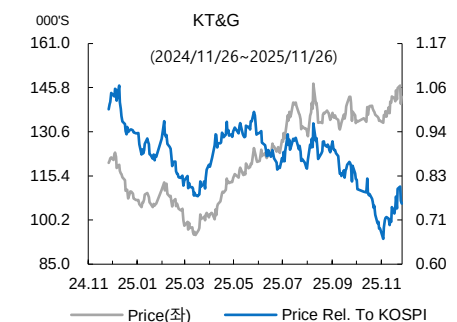
목표주가(12M)	175,000원(유지)
종가(2025.11.26)	142,600원
상승여력	22.7 %

Stock Indicator

자본금	955십억원
발행주식수	11,798만주
시가총액	16,823십억원
외국인지분율	42.1%
52주 주가	95,000~147,200원
60일평균거래량	352,054주
60일평균거래대금	48.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.5	3.7	14.1	18.9
상대수익률	4.1	-20.9	-35.7	-38.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	5,909	6,431	6,608	7,048
영업이익(십억원)	1,189	1,343	1,451	1,574
순이익(십억원)	1,166	1,012	1,101	1,190
EPS(원)	8,975	7,562	8,228	8,890
BPS(원)	73,700	71,931	74,998	78,553
PER(배)	11.9	18.9	17.3	16.0
PBR(배)	1.5	2.0	1.9	1.8
ROE(%)	12.7	10.7	11.2	11.6
배당수익률(%)	5.0	4.2	4.3	4.5
EV/EBITDA(배)	9.0	9.1	9.2	7.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. KT&G 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	1,491.1	1,547.9	1,826.9	1,565.3	1,555.0	1,589.0	1,868.4	1,595.9	5,908.8	6,431.2	6,608.4
담배사업부문	988.0	1,090.5	1,232.3	1,079.8	1,076.3	1,187.2	1,328.4	1,150.4	3,905.6	4,390.6	4,742.2
NGP	159.0	196.1	279.1	223.4	195.2	217.4	255.9	228.0	783.9	857.6	896.5
국내	138.5	140.1	168.3	153.5	147.6	149.7	155.7	150.0	559.0	600.4	603.0
해외	20.5	56.0	110.8	69.9	47.6	67.7	100.2	78.0	224.9	257.2	293.5
컬런	822.7	877.3	970.8	853.8	878.2	967.3	1,069.9	919.7	3,099.5	3,524.6	3,835.1
국내	373.6	408.3	446.6	384.3	359.5	399.7	437.2	376.2	1,649.2	1,612.8	1,572.7
해외	449.1	469.0	524.2	469.5	518.7	567.5	632.7	543.5	1,450.3	1,911.8	2,262.4
반제품	6.3	17.2	(17.6)	2.5	2.8	2.6	2.6	2.6	22.1	8.4	10.7
건기식사업부문	314.4	220.6	359.8	264.6	309.5	226.3	368.4	274.5	1,301.6	1,159.4	1,178.7
국내	247.0	161.6	304.7	183.0	242.1	163.2	307.7	184.9	925.1	896.3	897.9
해외	67.4	59.0	55.1	81.5	67.4	63.1	60.6	89.7	376.5	263.0	280.8
부동산사업부문	100.4	143.8	146.1	131.8	76.7	77.2	78.1	77.3	361.3	522.1	309.3
개발	72.1	116.1	117.9	105.0	50.0	50.0	50.0	50.0	246.8	411.1	200.0
임대	16.7	16.7	17.6	16.8	16.7	17.2	18.1	17.3	74.0	67.8	69.3
자회사	11.6	10.9	10.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	40.5	43.1	40.0
기타사업부문	88.3	93.0	88.7	89.1	92.6	98.3	93.5	93.7	340.3	359.1	378.1
YoY %	15.4%	8.7%	11.6%	0.6%	4.3%	2.7%	2.3%	2.0%	0.8%	8.8%	2.8%
담배사업부문	15.3%	10.2%	17.6%	6.8%	8.9%	8.9%	7.8%	6.5%	7.9%	12.4%	8.0%
NGP	-9.8%	-0.8%	44.5%	3.1%	22.8%	10.9%	-8.3%	2.1%	0.6%	9.4%	4.5%
국내	6.5%	2.0%	7.5%	13.7%	6.6%	6.9%	-7.5%	-2.3%	7.6%	7.4%	0.4%
해외	-55.6%	-7.3%	202.7%	-14.4%	132.1%	20.8%	-9.6%	11.6%	-13.5%	14.4%	14.1%
컬런	21.9%	11.3%	14.1%	8.6%	6.7%	10.3%	10.2%	7.7%	10.0%	13.7%	8.8%
국내	-2.4%	-4.8%	3.6%	-5.5%	-3.8%	-2.1%	-2.1%	-2.1%	-1.7%	-2.2%	-2.5%
해외	53.9%	30.6%	24.9%	23.7%	15.5%	21.0%	20.7%	15.8%	27.3%	31.8%	18.3%
건기식사업부문	1.9%	-16.8%	-11.3%	-17.9%	-1.6%	2.6%	2.4%	3.8%	-6.6%	-10.9%	1.7%
부동산사업부문	122.1%	78.6%	48.3%	-3.9%	-23.6%	-46.3%	-46.5%	-41.3%	-34.7%	44.5%	-40.8%
연결 영업이익	285.6	349.9	465.4	242.3	321.5	386.8	475.7	266.7	1,188.8	1,343.1	1,450.7
담배사업부문	252.9	321.8	371.8	232.2	279.8	368.0	398.5	253.1	1,084.1	1,178.7	1,299.5
건기식사업부문	18.2	6.2	71.5	1.8	31.7	7.0	65.5	3.5	97.7	97.7	107.7
부동산사업부문	10.4	17.7	20.7	6.6	7.7	9.3	9.4	7.7	(4.9)	55.4	34.0
기타사업부문	4.1	4.1	1.4	1.8	2.3	2.5	2.3	2.3	11.4	11.4	9.5
YoY %	20.7%	8.7%	11.4%	14.0%	12.6%	10.5%	2.2%	10.1%	1.8%	13.0%	8.0%
담배사업부문	22.4%	1.7%	11.0%	2.7%	10.6%	14.4%	7.2%	9.0%	11.0%	8.7%	10.3%
건기식사업부문	-20.9%	흑전	3.9%	-75.8%	74.1%	12.9%	-8.4%	98.2%	-16.1%	0.0%	10.3%
부동산사업부문	300.0%	510.3%	63.0%	흑전	-26.3%	-47.7%	-54.7%	17.3%	적전	흑전	-38.5%
OPM %	19.2%	22.6%	25.5%	15.5%	20.7%	24.3%	25.5%	16.7%	20.1%	20.9%	22.0%
담배사업부문	25.6%	29.5%	30.2%	21.5%	26.0%	31.0%	30.0%	22.0%	0.0%	0.0%	0.0%
건기식사업부문	5.8%	2.8%	19.9%	0.7%	10.2%	3.1%	17.8%	1.3%	7.5%	8.4%	9.1%
부동산사업부문	10.4%	12.3%	14.2%	5.0%	10.0%	12.0%	12.0%	10.0%	-1.4%	10.6%	11.0%

자료: KT&G, iM증권 리서치본부

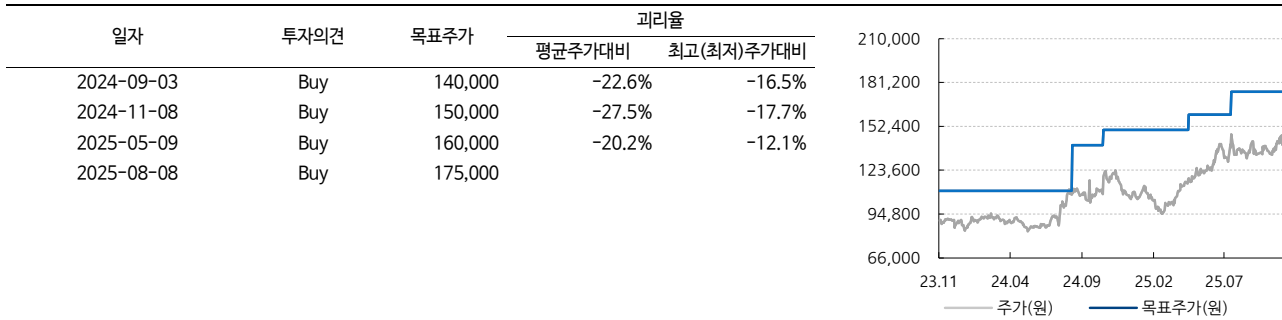
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,176	8,198	8,174	8,880	매출액	5,909	6,431	6,608	7,048
현금 및 현금성자산	1,136	1,611	1,323	1,532	증가율(%)	0.8	8.8	2.8	6.6
단기금융자산	778	856	942	1,036	매출원가	3,007	3,290	3,371	3,595
매출채권	1,895	2,063	2,120	2,261	매출총이익	2,902	3,141	3,238	3,453
재고자산	3,101	3,375	3,468	3,699	판매비와관리비	1,713	1,798	1,787	1,879
비유동자산	6,749	5,020	5,516	5,460	연구개발비	60	65	67	72
유형자산	2,664	921	1,402	1,331	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	180	180	180	180	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	13,925	13,218	13,691	14,340	영업이익	1,189	1,343	1,451	1,574
유동부채	3,143	2,984	3,046	3,220	증가율(%)	1.8	13.0	8.0	8.5
매입채무	352	649	784	1,029	영업이익률(%)	20.1	20.9	22.0	22.3
단기차입금	288	72	72	72	이자수익	116	104	20	20
유동성장기부채	184	21	21	21	이자비용	42	61	8	8
비유동부채	1,424	452	452	452	지분법이익(손실)	19	17	6	6
사채	808	-	-	-	기타영업외손익	284	-98	-	-
장기차입금	214	50	50	50	세전계속사업이익	1,566	1,342	1,529	1,652
부채총계	4,567	3,436	3,498	3,672	법인세비용	394	326	428	463
지배주주지분	9,239	9,626	10,036	10,512	세전계속이익률(%)	26.5	20.9	23.1	23.4
자본금	955	997	997	997	당기순이익	1,165	1,049	1,101	1,190
자본잉여금	535	535	535	535	순이익률(%)	19.7	16.3	16.7	16.9
이익잉여금	8,783	9,097	9,477	9,922	지배주주귀속 순이익	1,166	1,012	1,101	1,190
기타자본항목	-1,031	-1,031	-1,031	-1,031	기타포괄이익	30	30	30	30
비지배주주지분	119	156	156	156	총포괄이익	1,195	1,079	1,132	1,220
자본총계	9,358	9,782	10,192	10,668	지배주주귀속총포괄이익	1,195	1,079	1,132	1,220

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	822	981	1,147	1,222	주당지표(원)				
당기순이익	1,165	1,049	1,101	1,190	EPS	8,975	7,562	8,228	8,890
유형자산감가상각비	219	222	122	222	BPS	73,700	71,931	74,998	78,553
무형자산상각비	31	31	31	31	CFPS	10,901	9,456	9,374	10,781
지분법관련손실(이익)	19	17	6	6	DPS	5,400	6,000	6,200	6,400
투자활동 현금흐름	-530	209	201	193	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-768	-176	-176	-176	PER	11.9	18.9	17.3	16.0
무형자산의 처분(취득)	1	1	1	1	PBR	1.5	2.0	1.9	1.8
금융상품의 증감	-82	-78	-86	-94	PCR	9.8	15.1	15.2	13.2
재무활동 현금흐름	-293	-1,965	-766	-789	EV/EBITDA	9.0	9.1	9.2	7.9
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	608	-808	-	-	ROE	12.7	10.7	11.2	11.6
자본의증감	-	42	-	-	EBITDA이익률	24.4	24.8	24.3	25.9
배당금지급	-587	-588	-698	-721	부채비율	48.8	35.1	34.3	34.4
현금및현금성자산의증감	104	475	-288	208	순부채비율	-4.5	-23.8	-20.8	-22.7
기초현금및현금성자산	1,032	1,136	1,611	1,323	매출채권회전율(x)	3.2	3.2	3.2	3.2
기말현금및현금성자산	1,136	1,611	1,323	1,532	재고자산회전율(x)	2.0	2.0	1.9	2.0

자료 : KT&G, iM증권 리서치본부

KT&G 투자의견 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

삼양식품 (003230)

2025.11.27

상반기엔 항상 놀라운 실적을 보였다 #again

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

2026 Outlook

삼양식품의 26년 연결기준 매출액과 영업이익 성장률은 각각 +23.2%, +28.5% YoY로 추정한다. 지역별 원활한 해외수출이 여전히 두드러지며, 특히 주요국가 중심의 기대치를 상회하는 성장률이 부각된다. 특히 25년 미국 관세 및 일부 비용반영 이슈가 원가상승에 영향을 미쳤음에도 불구하고 22% 수준의 마진레벨을 시현하는 등 시장 기대치 수준의 영업이익이 가능했음을 고려, 4Q25 현재 밀양2공장 생산량이 추가 증가함에 따라 26년 비용 상쇄 이상의 원가 효율관련 기대 또한 유효한 시점이다.

해외의 경우 중국 및 미국 중심의 고성장이 유의미할 전망이다. 밀양2공장에서도 수출이 진행되고 있으며 월 capa 기준 가동률이 50%를 상회하는 등 꾸준히 증가하는 상황을 감안, 26년 기여도 확대가 기대된다. 1) 중국은 현재 온오프라인 모두 확장흐름이 이어지고 있으며, 커버지역 확대 또한 유의미하다. 최근 4분기의 춘절대비 물량관련 선재고가 1분기 매출액으로 시현되면서 외형 및 마진레벨에 기대치 이상의 (+)흐름을 보였음을 감안, 26년 또한 유사한 흐름이 예상된다. 2) 미국의 경우 2H25 관세이슈가 발생에도 불구, 제품가격 인상 및 환율 상승 효과가 유효했다. 최근 대형 리테일의 점포당 매출액이 여전히 견조한 상승 추세라는 점을 고려, 현지 소비둔화 우려가 무색한 성장이 지속될 것으로 예상된다. 3) 현재 유럽법인은 영국, 이탈리아 등 다지역에 걸친 현지 리테일 진출을 보이고 있으며, 베이스를 고려시 26년에도 고성장세가 이어질 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 180만원 유지

매 분기 글로벌 경기둔화 영향이 무색한 확장 흐름을 시현하고 있으며, 26년에 대한 기대 또한 유효하다. 주력 지역인 중국, 북미에 유럽 등 다변화된 성장세와 더불어 외형성장에 맞춘 레버리지 효과는 글로벌 경쟁사 중 가장 높은 수준의 영업이익률로 이어지고 있다. 과거대비 외형확대에 따라 일부 비용이 발생함에도 불구하고 동종업체대비 상단에 위치하는 마진레벨로 충분히 커버가 가능하다는 점은 여타업체의 수요둔화를 고려한 수동적 대응과 달리 주체적 전략 집행이 가능한, 돋보이는 시장지위를 의미한다. 수출 흐름을 고려할 때 성장세와 같은 궤에서의 견조한 주가 상승을 기대할 수 있다는 판단이다.

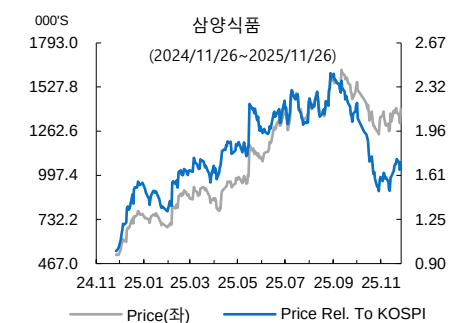
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,800,000원(유지)
증가(2025.11.26)	1,396,000원
상승여력	28.9 %

Stock Indicator	
자본금	38십억원
발행주식수	753만주
시가총액	10,516십억원
외국인지분율	18.2%
52주 주가	519,000~1,630,000원
60일평균거래량	51,289주
60일평균거래대금	72.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.9	-7.0	25.1	169.0
상대수익률	8.4	-31.6	-24.7	111.8

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,728	2,357	2,904	3,285
영업이익(십억원)	345	525	675	773
순이익(십억원)	272	414	566	645
EPS(원)	36,106	54,907	75,134	85,667
BPS(원)	108,436	159,795	231,381	313,501
PER(배)	21.2	25.4	18.6	16.3
PBR(배)	7.1	8.7	6.0	4.5
ROE(%)	39.4	40.9	38.4	31.4
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	14.7	17.3	12.9	10.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 삼양식품 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	529.0	553.1	632.0	643.4	684.0	707.0	757.0	756.5	1,728.0	2,357.5	2,904.5
수출	424.0	440.2	510.5	518.6	563.8	584.0	628.0	625.4	1,335.9	1,893.3	2,401.2
중국법인	122.0	125.6	184.6	160.5	169.8	173.0	217.5	187.5	411.1	592.7	747.8
미국법인	132.7	132.0	155.6	156.5	168.2	171.2	199.5	191.0	388.7	576.8	729.8
일본법인	7.4	8.7	7.9	9.4	8.0	9.1	8.7	10.2	26.4	33.5	35.9
인니법인	4.6	6.9	6.4	6.3	6.2	7.9	7.4	7.1	13.5	24.2	28.7
유럽법인	24.6	50.1	52.4	57.0	59.0	62.6	65.5	72.4	32.7	184.1	259.6
기타	132.7	116.9	103.5	128.9	152.6	160.1	129.4	157.3	463.5	482.0	599.4
내수	77.6	87.6	92.0	94.1	87.6	89.3	92.9	95.0	314.8	351.3	365.0
기타	27.5	25.3	29.4	30.6	32.6	33.7	36.0	36.0	77.3	112.9	138.3
YoY %	37.1%	30.3%	44.0%	34.4%	29.3%	27.8%	19.8%	17.6%	44.9%	36.4%	23.2%
수출	46.7%	32.5%	49.8%	38.7%	33.0%	32.7%	23.0%	20.6%	65.1%	41.7%	26.8%
중국법인	31.6%	33.3%	60.1%	47.4%	39.2%	37.7%	17.8%	16.8%	85.8%	44.2%	26.2%
미국법인	56.1%	35.2%	62.6%	41.7%	26.7%	29.7%	28.2%	22.1%	143.2%	48.4%	26.5%
일본법인	25.4%	38.1%	28.2%	18.0%	7.9%	4.9%	8.9%	7.7%	11.4%	26.9%	7.3%
인니법인	48.4%	68.3%	129.5%	80.0%	35.0%	15.0%	15.0%	13.0%	2600.0%	79.4%	18.3%
유럽법인	n/a	n/a	1841.7%	90.0%	140.0%	25.0%	25.0%	27.0%	n/a	463.1%	41.0%
기타	29.7%	-10.1%	-12.4%	14.0%	15.0%	37.0%	25.0%	22.0%	14.7%	4.0%	24.4%
내수	-2.4%	12.6%	21.4%	15.0%	13.0%	2.0%	1.0%	1.0%	-11.6%	11.6%	3.9%
연결 영업이익	134.0	120.1	130.9	140.0	165.2	164.8	169.0	175.6	344.6	525.0	674.6
YoY %	67.2%	34.2%	49.9%	59.8%	23.3%	37.2%	29.1%	25.4%	133.6%	52.4%	28.5%
OPM %	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	24.2%	23.3%	22.3%	23.2%	19.9%	22.3%	23.2%

자료: 삼양식품, iM증권 리서치본부

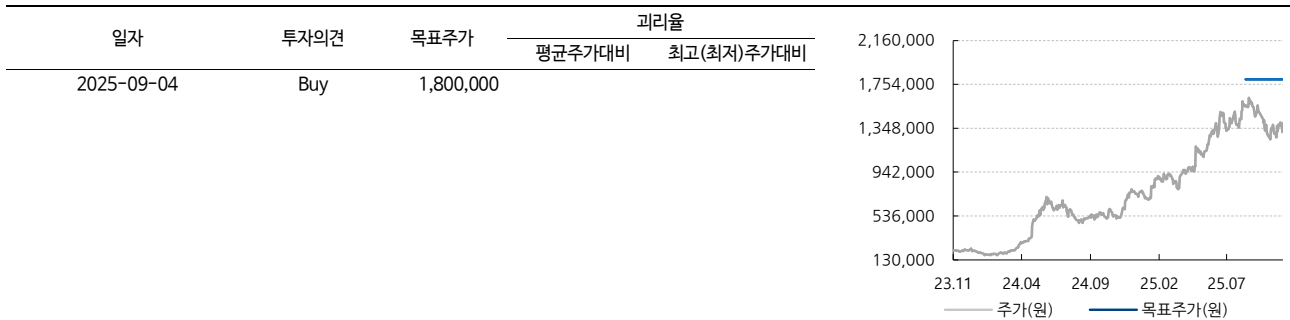
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	682	1,119	1,689	2,316	매출액	1,728	2,357	2,904	3,285
현금 및 현금성자산	335	691	1,177	1,744	증가율(%)	44.9	36.4	23.2	13.1
단기금융자산	16	16	16	16	매출원가	1,005	1,300	1,566	1,771
매출채권	138	165	203	230	매출충이익	723	1,058	1,339	1,514
재고자산	148	202	249	281	판매비와관리비	379	533	664	742
비유동자산	913	1,002	1,035	1,075	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	748	837	868	907	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	58	59	60	61	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,595	2,121	2,724	3,391	영업이익	345	525	675	773
유동부채	492	594	660	712	증가율(%)	133.6	52.4	28.5	14.5
매입채무	145	175	171	117	영업이익률(%)	19.9	22.3	23.2	23.5
단기차입금	78	100	100	100	이자수익	10	1	4	4
유동성장기부채	25	25	25	25	이자비용	14	-	-	-
비유동부채	274	314	314	314	지분법이익(손실)	0	0	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	25	-6	20	20
장기차입금	211	250	250	250	세전계속사업이익	352	526	700	798
부채총계	767	908	974	1,026	법인세비용	80	114	136	156
지배주주지분	817	1,204	1,743	2,362	세전계속이익률(%)	20.3	22.3	24.1	24.3
자본금	38	38	38	38	당기순이익	271	412	563	642
자본잉여금	11	11	11	11	순이익률(%)	15.7	17.5	19.4	19.5
이익잉여금	770	1,157	1,697	2,317	지배주주귀속 순이익	272	414	566	645
기타자본항목	-7	-7	-7	-7	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	11	10	7	4	총포괄이익	271	412	563	642
자본총계	828	1,214	1,750	2,365	지배주주귀속총포괄이익	271	412	563	642

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	358	499	646	744	주당지표(원)				
당기순이익	271	412	563	642	EPS	36,106	54,907	75,134	85,667
유형자산감가상각비	46	63	77	88	BPS	108,436	159,795	231,381	313,501
무형자산상각비	-	0	0	0	CFPS	42,216	63,235	85,388	97,259
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-	DPS	3,300	3,500	3,500	3,500
투자활동 현금흐름	-214	-184	-154	-134	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-228	-200	-170	-150	PER	21.2	25.4	18.6	16.3
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	7.1	8.7	6.0	4.5
금융상품의 증감	7	-	-	-	PCR	18.1	22.1	16.3	14.4
재무활동 현금흐름	-35	18	-46	-46	EV/EBITDA	14.7	17.3	12.9	10.6
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	25	-	-	-	ROE	39.4	40.9	38.4	31.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	22.6	24.9	25.9	26.2
배당금지급	-19	-25	-26	-26	부채비율	92.6	74.8	55.7	43.4
현금및현금성자산의증감	116	356	485	567	순부채비율	-4.5	-27.3	-46.7	-58.5
기초현금및현금성자산	219	335	691	1,177	매출채권회전율(x)	15.7	15.5	15.8	15.2
기말현금및현금성자산	335	691	1,177	1,744	재고자산회전율(x)	11.9	13.5	12.9	12.4

자료 : 삼양식품, iM증권 리서치본부

삼양식품 투자이견 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

오리온 (271560)

2025.11.27

캘린더 효과를 더한 1H26 기대

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

2026 Outlook

오리온의 26년 연결기준 매출액과 영업이익 성장률은 각각 +5.7%, +12.9% YoY로 추정한다. 글로벌 소비경기 둔화로 주요지역의 외형성장이 다소 제한적인 수준이나, 어려운 환경이 무색한 높은 마진이 지속되고 있다. 러시아의 고성장세는 여전히 유의미하며, 영업 레버리지 효과에 따라 원가부담에도 불구하고, 이익레벨이 견조하다. 춘절효과가 더해진 1H26 영업실적 성장세 또한 기대된다.

한국 매출액 성장률은 +3.8% YoY가 예상된다. 신제품 출시와 주요 채널형 물량 확대를 통해 경기영향을 최소화하는 흐름이 이어지고 있으며, 경쟁사대비 침체된 시장대응 목적 불륨 확대 전략이 유의미하다. 미국 등 수출물량 증가세가 또한 견조하며, 기여도가 점차 확대될 전망이다.

중국 매출액 성장률은 +6.2% YoY로 추정한다. 전반적인 소비경기 둔화에도 오리온의 경우 간식점 등 고성장채널 및 신규채널 전용제품으로 성장을 이어가고 있어 신제품 이외의 시장 대응 비용과 관련한 영향이 제한적이다. 1Q26의 경우 캘린더효과를 감안한 추가성장 기대 또한 가능하다.

환율효과를 제외한 베트남 매출액은 +5.8% 수준으로 추정한다. 일부 시장 경쟁강도 상승에도 불구하고, 여전히 내수 신제품 중심 흐름이 견조하다. 25년 조정폭이 높았던 수출의 정상화에 따른 추가성장 가능성 또한 열어둔다.

러시아의 경우 26년 환율 조정폭이 -11.2% YoY 수준으로 예상되는 등 (-)요인이 존재함에도 불구하고, 현지 성장률은 20%대 이상으로 여전히 눈에 띈 전망이다. 최근 현지 파이라인 추가 투자가 이뤄졌음을 감안, 현지소비에 대한 대응 확장 속도까지 고려한다면 현 추정치는 다소 보수적인 수준임을 감안할 필요가 있다. 향후 추가 공장동까지 현실화된다면 대외상황까지 고려, 26년 이후 러시아 내수뿐 아니라 서유럽 등 근접지역에 대한 추가 커버 확대 가시화가 예상된다.

투자 의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

여타 경쟁업체대비 경기악화 영향에도 전 지역이 상대적으로 순항 중이며, 원가상승 이슈에도 높은 레버리지 효과에 따라 마진레벨의 흔들림이 적다는 데에 초점을 맞출 필요가 있다. 주요 지역의 현지 제과시장 성장률이 다소 낮아진 상황은 아쉬우나, 견조한 지배력 및 높은 마진레벨을 유지하는 흐름은 괄목할만하다. 캘린더 (+)효과까지 기대되는 1H26을 감안, 추가성장 가시화시 밸류에이션 조정분의 회복세 기대가 가능하다는 판단이다

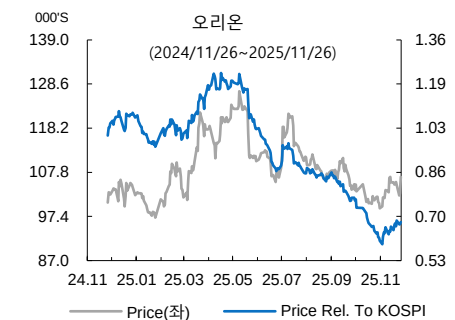
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000원(유지)
증가(2025.11.26)	106,700원
상승여력	50.0 %

Stock Indicator	
자본금	20십억원
발행주식수	3,954만주
시가총액	4,219십억원
외국인지분율	32.9%
52주 주가	97,100~126,900원
60일평균거래량	170,024주
60일평균거래대금	17.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	-0.7	-4.0	6.0
상대수익률	4.9	-25.3	-53.8	-51.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,104	3,331	3,522	3,731
영업이익(십억원)	544	545	615	652
순이익(십억원)	525	396	471	498
EPS(원)	13,269	10,004	11,919	12,607
BPS(원)	87,799	98,885	111,585	124,774
PER(배)	7.7	10.7	9.0	8.5
PBR(배)	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	16.6	10.7	11.3	10.7
배당수익률(%)	2.4	2.3	2.6	2.8
EV/EBITDA(배)	4.2	4.4	3.9	3.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 오리온 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	801.8	777.2	828.9	923.6	864.3	818.3	871.1	968.4	3,104.3	3,331.4	3,522.1
한국	282.4	291.3	282.6	283.1	295.1	300.2	294.6	293.4	1,097.6	1,139.5	1,183.3
국내	248.0	258.8	248.9	246.9	259.2	264.0	261.4	254.3	987.0	1,002.7	1,038.9
수출	23.3	23.7	20.9	26.2	25.9	26.3	23.2	29.1	85.8	94.1	104.5
중국	328.2	304.8	337.3	366.3	353.6	322.1	363.3	380.3	1,270.1	1,336.6	1,419.4
베트남	128.3	102.6	120.5	173.9	130.7	107.9	129.9	187.3	514.5	525.4	555.8
내수	116.4	92.8	110.6	158.1	118.1	97.7	119.4	170.7	466.6	477.8	505.9
수출	11.9	9.8	10.0	15.9	12.5	10.2	10.5	16.6	47.9	47.5	49.9
러시아	67.2	80.8	89.6	103.5	87.7	90.6	86.2	110.8	230.5	341.1	375.4
YoY %	7.1%	8.1%	7.0%	7.2%	7.8%	5.3%	5.1%	4.9%	6.6%	7.3%	5.7%
한국	4.0%	4.9%	4.3%	2.2%	4.5%	3.1%	4.2%	3.6%	2.6%	3.8%	3.8%
국내	1.7%	4.6%	-3.2%	3.5%	4.5%	2.0%	5.0%	3.0%	3.5%	1.6%	3.6%
수출	21.3%	3.3%	2.1%	13.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	17.6%	9.7%	11.0%
중국	7.1%	3.0%	4.7%	6.0%	7.7%	5.7%	7.7%	3.8%	7.7%	5.2%	6.2%
베트남	8.5%	4.3%	-1.0%	-1.3%	1.8%	5.2%	7.8%	7.7%	8.2%	2.1%	5.8%
내수	6.9%	5.6%	1.7%	-1.9%	1.5%	5.2%	8.0%	8.0%	7.4%	2.4%	5.9%
수출	28.2%	-6.7%	-23.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	16.5%	-0.7%	5.0%
러시아	33.0%	64.5%	44.7%	50.1%	30.6%	12.1%	-3.8%	7.1%	15.1%	48.0%	10.0%
영업이익	131.4	121.5	137.9	154.2	150.5	141.4	159.5	163.6	543.6	544.9	615.0
한국	46.3	48.5	42.1	40.8	48.6	53.0	50.1	42.5	178.5	177.8	194.1
중국	56.0	52.3	67.0	70.9	68.1	58.9	75.8	73.7	243.9	246.1	276.5
베트남	21.2	14.4	21.3	29.4	21.9	16.8	21.5	31.6	100.1	86.3	91.8
러시아	8.6	9.7	11.7	15.9	12.4	13.8	13.1	16.9	36.9	45.9	56.1
YoY %	5.0%	-0.2%	0.6%	-3.4%	14.6%	16.4%	15.7%	6.1%	10.4%	0.2%	12.9%
한국	5.6%	3.4%	-3.8%	-6.9%	4.9%	9.1%	19.0%	3.9%	5.7%	-0.4%	9.2%
중국	3.2%	-6.5%	5.4%	0.9%	21.6%	12.7%	13.2%	4.0%	10.4%	0.9%	12.3%
베트남	9.2%	-6.4%	-10.7%	-29.1%	3.3%	16.7%	1.2%	7.2%	14.5%	-13.8%	6.3%
러시아	9.2%	44.6%	26.9%	20.9%	45.3%	42.0%	11.9%	5.7%	14.8%	24.2%	22.3%
OPM %	16.4%	15.6%	16.6%	16.7%	17.4%	17.3%	18.3%	16.9%	17.5%	16.4%	17.5%
한국	16.4%	16.7%	14.9%	14.4%	16.5%	17.6%	17.0%	14.5%	16.3%	15.6%	16.4%
중국	17.1%	17.1%	19.8%	19.4%	19.2%	18.3%	20.9%	19.4%	19.2%	18.4%	19.5%
베트남	16.5%	14.0%	17.6%	16.9%	16.8%	15.5%	16.6%	16.8%	19.5%	16.4%	16.5%
러시아	12.8%	12.0%	13.1%	15.4%	14.2%	15.2%	15.2%	15.2%	16.0%	13.5%	15.0%

자료: 오리온, iM증권 리서치본부

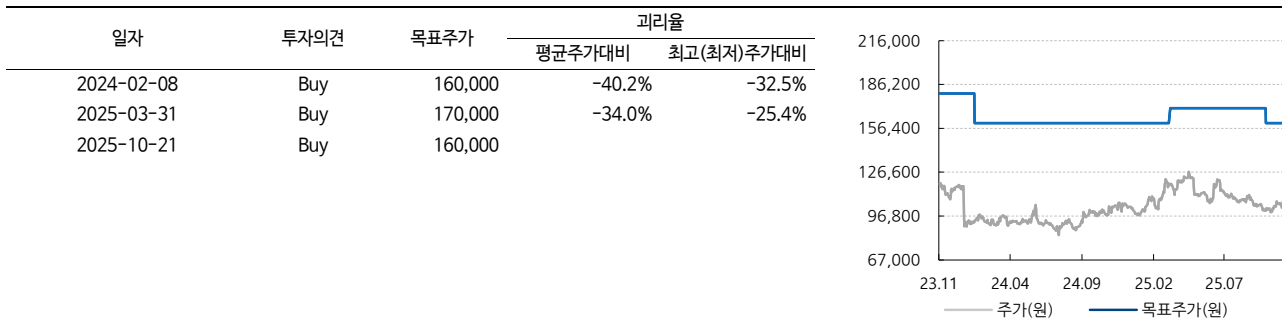
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,647	1,665	1,706	1,800	매출액	3,104	3,331	3,522	3,731
현금 및 현금성자산	451	459	485	558	증가율(%)	6.6	7.3	5.7	5.9
단기금융자산	663	663	663	663	매출원가	1,908	2,095	2,163	2,293
매출채권	190	166	146	127	매출충이익	1,196	1,237	1,360	1,438
재고자산	317	346	378	412	판매비와관리비	653	692	745	786
비유동자산	2,661	3,127	3,608	4,069	연구개발비	1	1	1	1
유형자산	1,702	1,619	1,553	1,466	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	70	70	71	71	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,308	4,791	5,314	5,870	영업이익	544	545	615	652
유동부채	538	575	589	615	증가율(%)	10.4	0.2	12.9	6.0
매입채무	163	154	110	68	영업이익률(%)	17.5	16.4	17.5	17.5
단기차입금	1	-	-	-	이자수익	31	30	24	24
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	3	4	4
비유동부채	197	197	197	197	지분법이익(손실)	-5	-5	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-29	-12	4	4
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	692	552	638	675
부채총계	734	772	786	812	법인세비용	159	150	159	169
지배주주지분	3,471	3,910	4,412	4,933	세전계속이익률(%)	22.3	16.6	18.1	18.1
자본금	20	20	20	20	당기순이익	533	403	478	506
자본잉여금	598	598	598	598	순이익률(%)	17.2	12.1	13.6	13.6
이익잉여금	2,033	2,329	2,690	3,070	지배주주귀속 순이익	525	396	471	498
기타자본항목	622	622	622	622	기타포괄이익	142	142	142	142
비지배주주지분	103	110	117	125	총포괄이익	675	544	620	648
자본총계	3,574	4,019	4,529	5,058	지배주주귀속총포괄이익	675	544	620	648

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	652	418	447	486	주당지표(원)				
당기순이익	533	403	478	506	EPS	13,269	10,004	11,919	12,607
유형자산감가상각비	157	162	165	167	BPS	87,799	98,885	111,585	124,774
무형자산상각비	3	3	3	3	CFPS	17,327	14,183	16,180	16,911
지분법관련손익(이익)	-5	-5	-	-	DPS	2,500	2,500	2,800	3,000
투자활동 현금흐름	-506	-469	-459	-439	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-107	-130	-120	-100	PER	7.7	10.7	9.0	8.5
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	1.2	1.1	1.0	0.9
금융상품의 증감	104	-	-	-	PCR	5.9	7.5	6.6	6.3
재무활동 현금흐름	-70	-110	-110	-122	EV/EBITDA	4.2	4.4	3.9	3.6
단기금융부채의증감	-	1	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	16.6	10.7	11.3	10.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	22.7	21.3	22.2	22.0
배당금지급	-56	-99	-99	-111	부채비율	20.5	19.2	17.3	16.1
현금및현금성자산의증감	85	8	26	73	순부채비율	-31.1	-27.9	-25.4	-24.1
기초현금및현금성자산	366	451	459	485	매출채권회전율(x)	15.4	18.7	22.6	27.3
기말현금및현금성자산	451	459	485	558	재고자산회전율(x)	10.8	10.1	9.7	9.4

자료 : 오리온, iM증권 리서치본부

오리온 투자이건 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

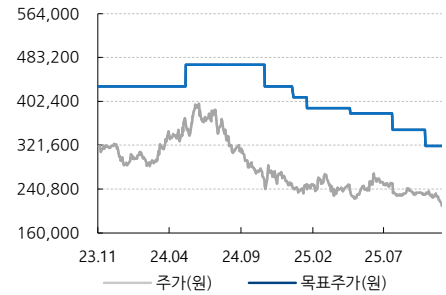
- Overweight (비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

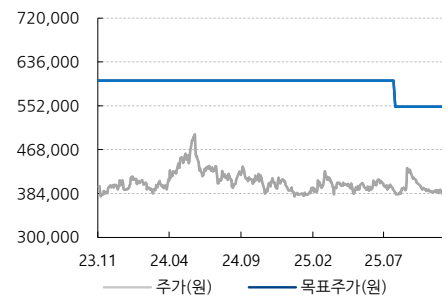
CJ제일제당 투자의견 및 목표주가 변동추이

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	-33.4%	-30.9%
2025-10-21	Buy	320,000		



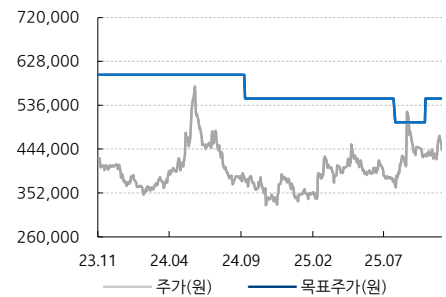
오뚜기 투자의견 및 목표주가 변동추이

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



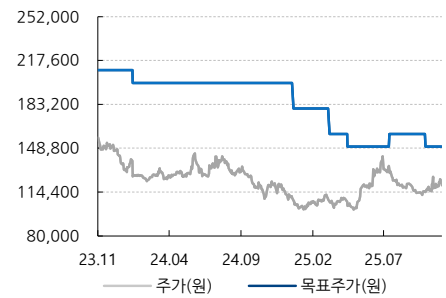
농심 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-02	Buy	550,000	-30.7%	-17.5%
2025-08-18	Buy	500,000	-13.0%	4.4%
2025-10-21	Buy	550,000		



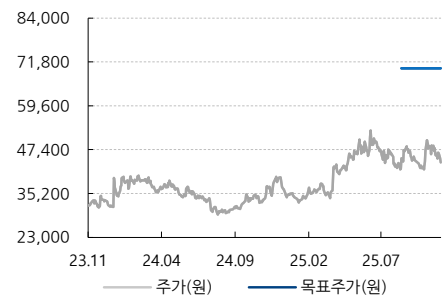
롯데칠성 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-06	Buy	200,000	-36.6%	-27.6%
2025-01-13	Buy	180,000	-41.1%	-37.7%
2025-03-31	Buy	160,000	-33.3%	-31.4%
2025-05-08	Buy	150,000	-20.0%	-5.0%
2025-08-05	Buy	160,000	-25.3%	-18.4%
2025-10-21	Buy	150,000		



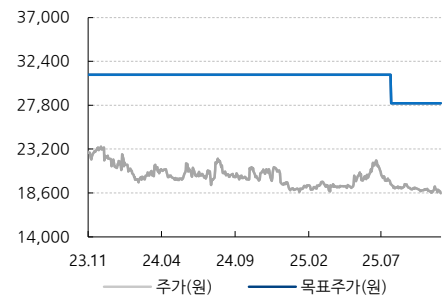
동원산업 투자의견 및 목표주가 변동추이

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



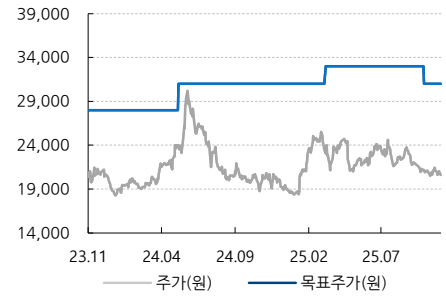
하이트진로 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-08-14	Buy	28,000		



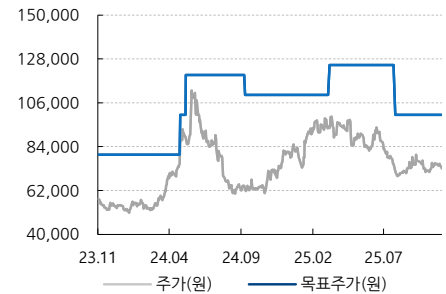
대상 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-29	Buy	31,000	-28.6%	-2.6%
2025-03-31	Buy	33,000	-31.1%	-25.2%
2025-10-21	Buy	31,000		



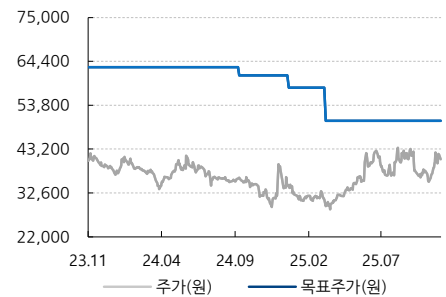
빙그레 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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		



신세계푸드 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-02	Buy	61,000	-44.6%	-35.2%
2025-01-13	Buy	58,000	-45.1%	-40.3%
2025-03-31	Buy	50,000		



CJ프레시웨이 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-02	Buy	33,000	-45.5%	-40.2%
2025-01-13	Buy	32,000		

