

[음식료/미디어]

DS와 음미하는 하반기 전망

하반기 더 좋다나~
완전 럭키 음·미 잭아♫



2024.05.27

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

Con- tents



DS와 흥미하는 하반기 전망

03

Key Charts

음식료 하반기 전망

06

Key Charts

음식료 상반기 리뷰 및 연간전망 점검

음식료 하반기 투자포인트

투자전략

기업분석

-CJ제일제당(097950), 빙그레(005180), 삼양식품(003230), 오리온(271560)

미디어 하반기 전망

45

Key Charts

미디어 상반기 리뷰 및 연간전망 점검

미디어 하반기 투자포인트

투자전략

기업분석

-CJ ENM(035760)

[음식료/미디어] DS와 음미하는 하반기 전망

하반기 더 좋다니~ 완전 럭키 음·미 잡아

장지혜 음식료·미디어 02-709-2336 / jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.27

[음식료] 하반기 전망: 전세계가 K-Food를 좋아한다~ 완전 럭키 음식료잖아~

전세계 K-Food의 열풍 지속되며 중요도 더욱 확대 전망. 하반기 음식료 업종 실적 모멘텀도 긍정적

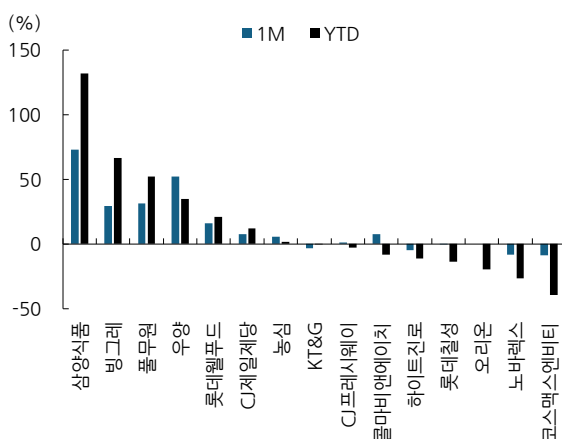
- 1분기 삼양식품 호실적을 통해 K-Food의 인기로 음식료 업체 영업 레버리지 효과와 내수 시장의 한계를 극복할 수 있음 증명
 - K-Food는 글로벌 소비자들의 관심 속 메인 유통 채널 입점, 현지화 상품 라인업 추가, CAPA 확대가 맞물려 지속 성장 전망
- 음식료 업종 비중확대 의견 유지, 최선호주: CJ제일제당, 빙그레 / 관심종목: 삼양식품, 오리온**
- CJ제일제당(097950): K-Food의 SKU를 확대하며 성장하고 있고 비식품 수익 개선도 기대. 밸류에이션 매력 높음
 - 빙그레(005180): 해외 비중은 아직 낮지만 미국을 중심으로 아이스크림과 가공우유 등 수출 품목 확대 및 수익 개선 긍정적
 - 연결 실적에서 해외 비중이 60%를 상회하며 성장 중인 삼양식품(003230)과 오리온(271560)도 주목

[미디어] 하반기 전망: 하반기 갈수록 좋아진대~ 완전 럭키 미디어 잡아♪

광고 업종 상저하고 전망, 하반기 갈수록 CJENM 실적 개선 기대. 이외 콘텐츠 업체는 시장 재편 이루어진 25년 기대

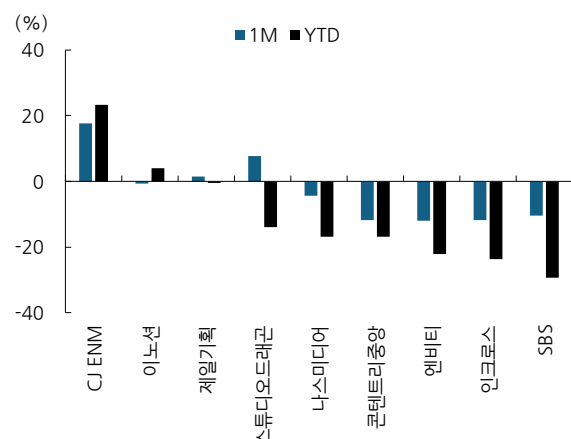
- 최근 24년 한국 GDP 성장률 전망이 상향 조정되고 주요 수출 기업의 실적 호조에 따른 광고비 추가 집행 기대
 - 광고와 콘텐츠 산업에 공통적으로 기회 요인인 OTT 광고는 2분기 이후 본격적인 성장 전망. 관련 밸류체인 주목
- 미디어 업종 비중확대 의견 유지, 최선희주:CJENM/ 관심종목: 나스미디어, 이노션**
- CJENM(035760): 주요 자회사(티빙, 피프스시즌)의 회복으로 실적 턴어라운드 하반기 갈수록 가파를 것으로 전망

그림1 음식료 커버리지 수익률 비교



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가기준

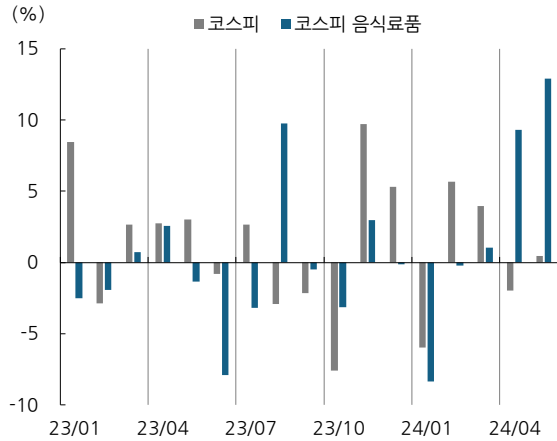
그림2 미디어 커버리지 수익률 비교



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터. 주: 5/24 종가기준

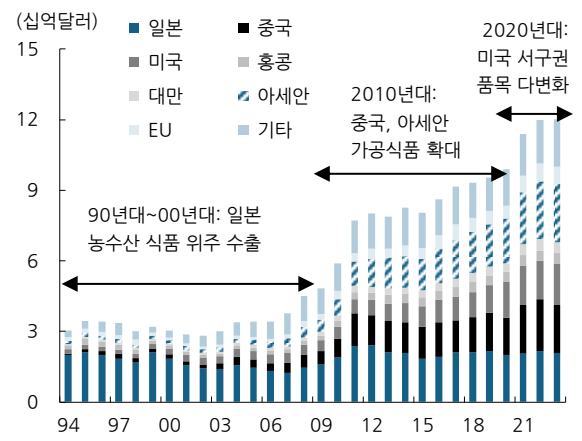
《음식료 Key Charts》

그림3 코스피 음식료품 지수와 코스피대비 상대수익률



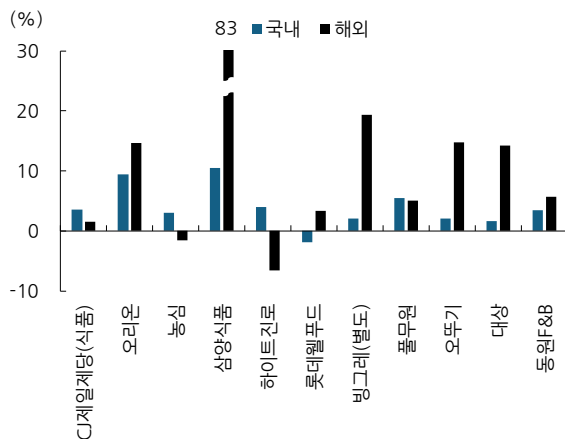
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5월은 5/24 종가기준

그림4 국내 농수산물식품 국가별 수출 실적 추이



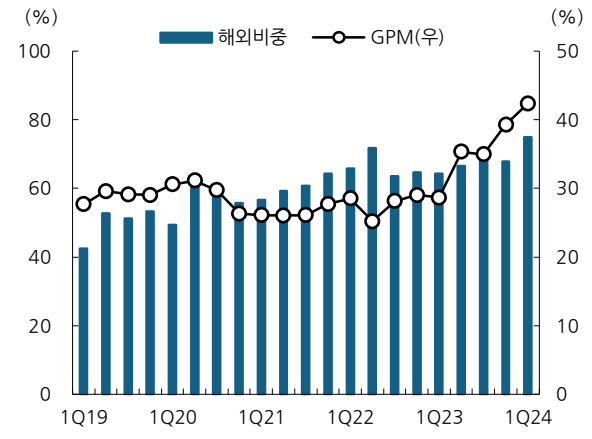
자료: 농림수산물식품부, DS투자증권 리서치센터

그림5 주요 기업 1분기 국내외 YoY 매출성장률



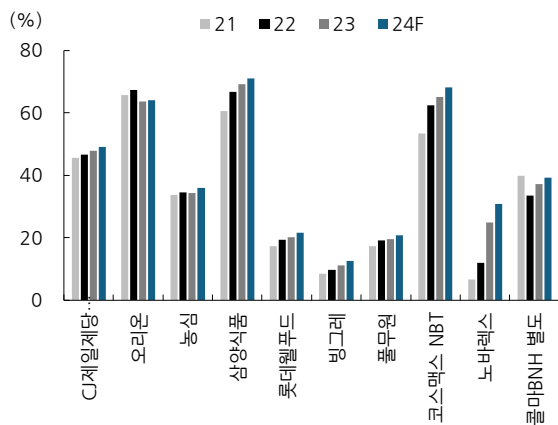
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림6 삼양식품 분기별 해외 매출 비중과 수익성 추이



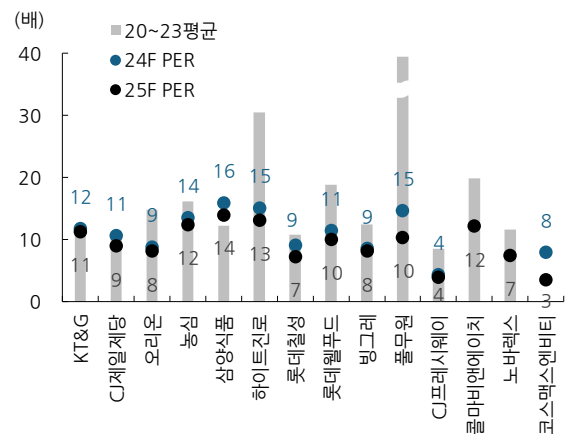
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림7 주요 기업 해외 매출 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

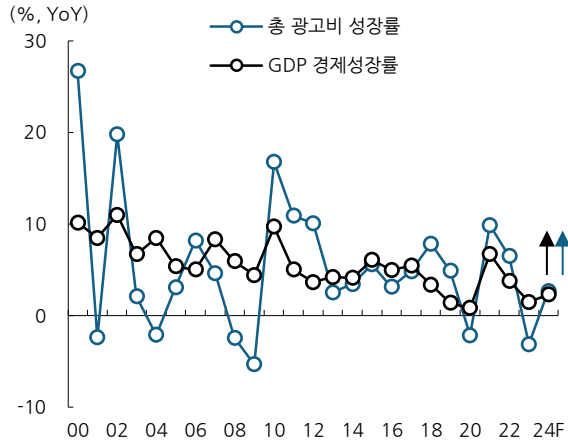
그림8 음식료 커버리지 PER 비교 *컨센스기준



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가 기준

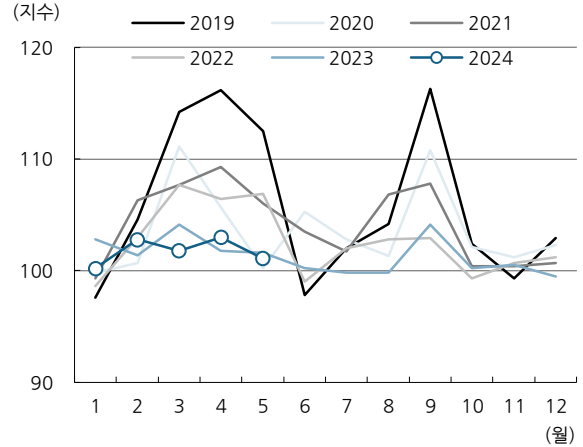
〈미디어 Key Charts〉

그림9 GDP 성장률과 광고 시장 증감률 추이



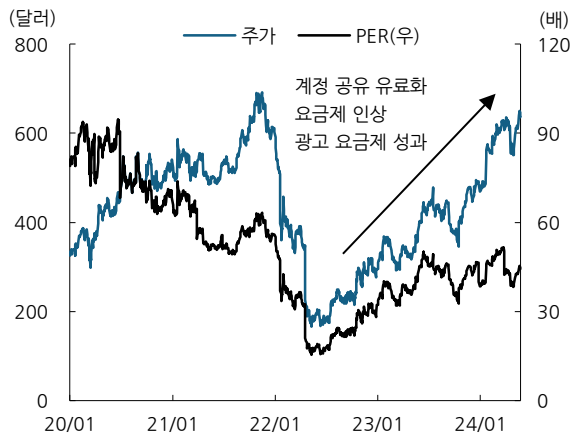
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림10 전월비 광고경기전망지수(KAI)



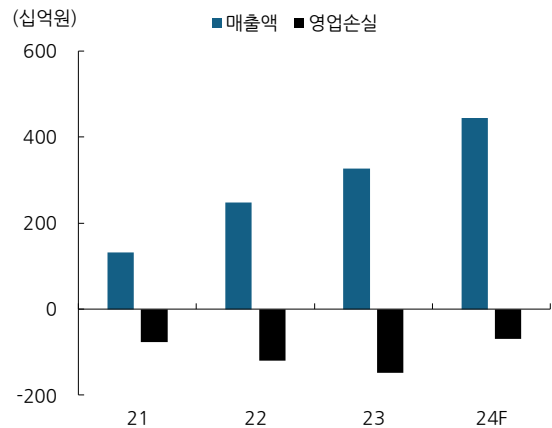
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림11 넷플릭스 주가와 PER 밸류에이션 추이



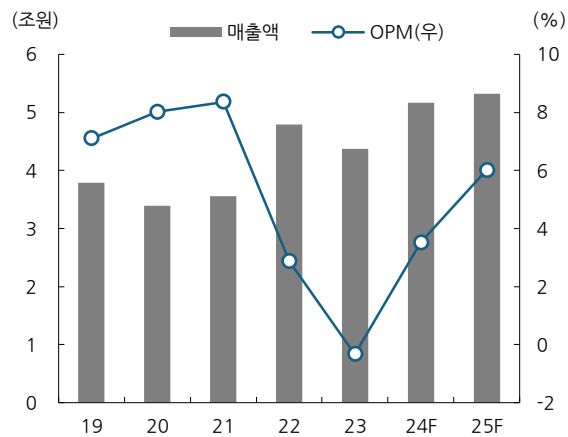
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림12 티빙 실적 추이 및 전망



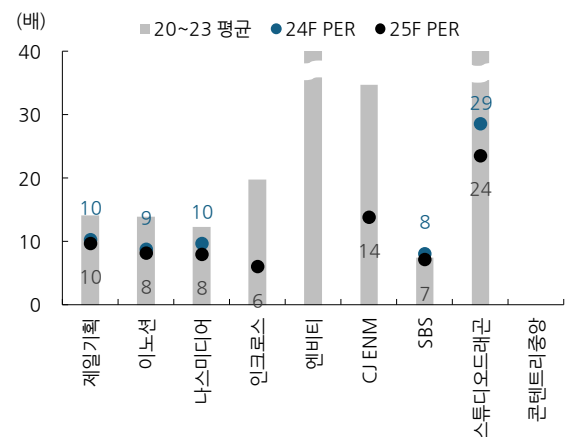
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림13 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망



자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림14 미디어 커버리지 PER 비교 *컨센스기준



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가 및 컨센스기준 PER

[음식료] 하반기 전망 전세계가 K-Food를 좋아한대~ 완전 럭키 음식료 잼아♪

삼양식품이 쏘아올린 음식료 섹터 반등

코스피 음식료 지수는 4월부터 크게 반등해 YTD 수익률 +12.2%를 기록하며 코스피(+1.2%)대비 11% 아웃퍼폼했다. 1분기 역대급 실적 성장을 시현한 삼양식품의 공이 가장 컸는데 삼양식품은 1)미국, 중국 등 전세계로 불닭볶음면 수출이 증가(1분기 +83% YoY)했고 2)마진이 높은 해외 비중이 75%(+11%p)까지 확대되자 3)영업이익률은 20.8%(+11%p)를 기록했다. K-Food의 인기와 글로벌 침투율 상승이 영업 레버리지 효과로 이어지며 국내 음식료 기업들이 내수의 한계를 극복할 수 있음을 증명해낸 것이다.

하반기 K-Food의 열풍 지속되며 중요도 더욱 확대

주요 음식료 업체의 해외 실적은 지속 성장하며 비중 확대가 기대된다. K-Food에 대한 글로벌 소비자들의 관심이 상승하고 다양한 국가의 주요 유통채널에서 한국 가공식품의 SKU를 늘려가고 있기 때문이다. 이와 함께 음식료 기업들은 다양한 현지화 상품 라인업을 추가하고 있다. 삼양식품의 불닭볶음면, 농심의 신라면과 너구리, 빙그레의 바나나맛 우유와 메로나, 오리온의 꼬북칩까지 각각 현지인의 입맛에 맞는 브랜드 확장제품을 출시해 매출을 확대하고 있다. 마지막으로 CAPA 확장을 통해 적극적으로 수요에 대응하며 모멘텀을 확보하고 있다.

최선희주: CJ제일제당, 빙그레 / 관심종목: 삼양식품, 오리온

음식료 업종에 대해 비중 확대 의견을 유지한다. K-Food의 글로벌 관심이 더욱 커지는 가운데 하반기 실적 모멘텀은 더욱 확대될 것이기 때문이다. 음식료 커버리지 10개 기업의 하반기 합산 실적은 매출액 30.1조원(+7% YoY), 영업이익 2.6조원(+21% YoY, OPM 8.3%)으로 상반기 합산 이익 성장률 +18% YoY를 상회할 것으로 전망한다. 이는 K-Food의 성과와 하반기 투입 원가 하락, 전년도 일회성 비용 기저효과, 해외 법인 실적 성장 등이 맞물린 결과이다.

24년 하반기 최선희주는 K-Food 종목 중 밸류에이션 매력에 높은 CJ제일제당과 빙그레로 제시한다. CJ제일제당은 K-Food의 SKU를 확대하며 성장하고 있고 비식품 수익 개선도 기대된다. 빙그레는 절대적인 해외 비중은 낮지만 미국을 중심으로 아이스크림, 가공우유 등 수출 품목이 확대되고 있다. 하반기 기저부담이 존재하고 단기 주가 상승 부담이 있는 삼양식품과 바이오 투자 이후 선폭이 더딘 오리온은 관심종목으로 제시한다.

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.27

비중확대 (유지)

최선희주

CJ제일제당 097950

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	520,000원
상승여력	43.3%

빙그레 005180

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	130,000원
상승여력	43.0%

관심종목

삼양식품 003230

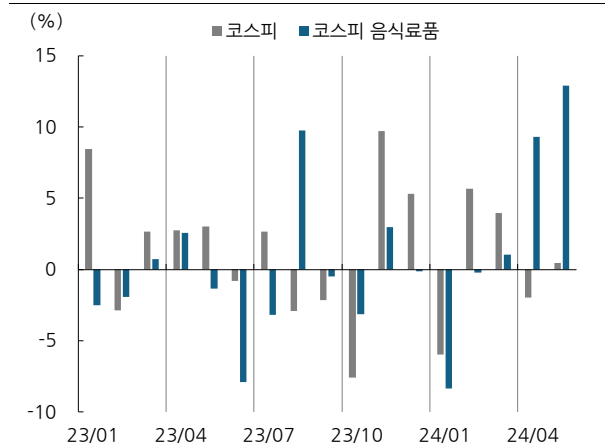
투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	600,000원
상승여력	19.8%

오리온 271560

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	150,000원
상승여력	61.1%

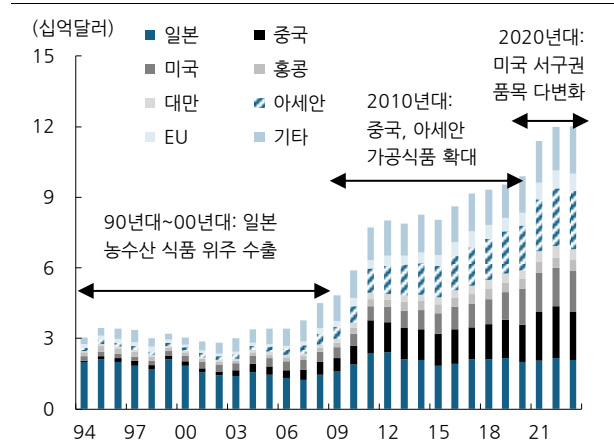
Key Charts

그림15 코스피 음식료품 지수와 코스피대비 상대수익률



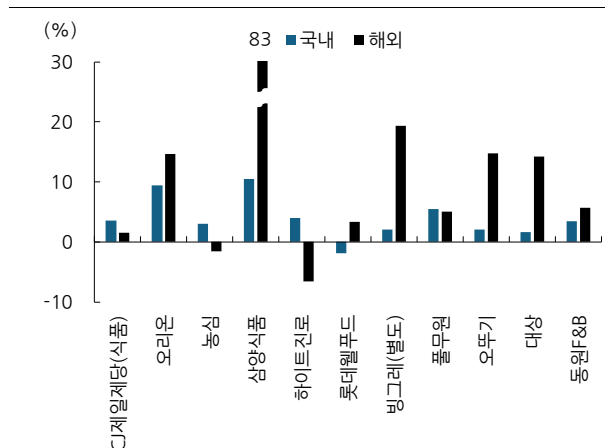
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5월은 5/24 종가기준

그림16 국내 농수산물식품 국가별 수출 실적 추이



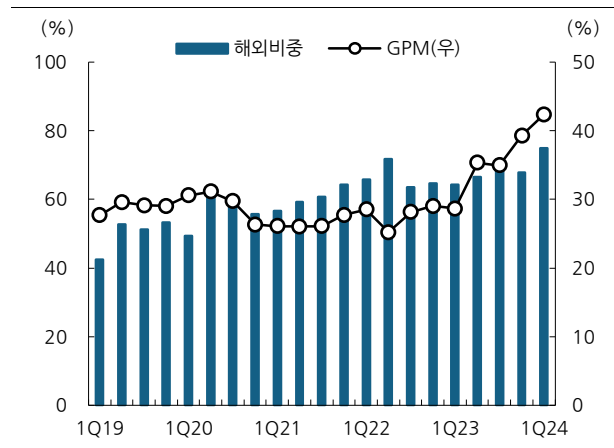
자료: 농림수산물식품부, DS투자증권 리서치센터

그림17 주요 기업 1분기 국내외 YoY 매출성장률



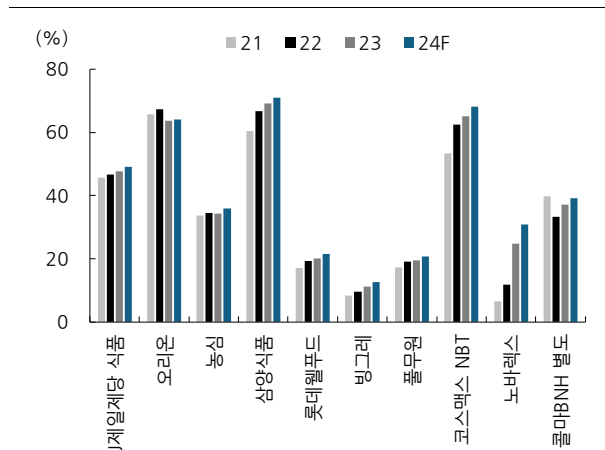
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림18 삼양식품 분기별 해외 매출 비중과 수익성 추이



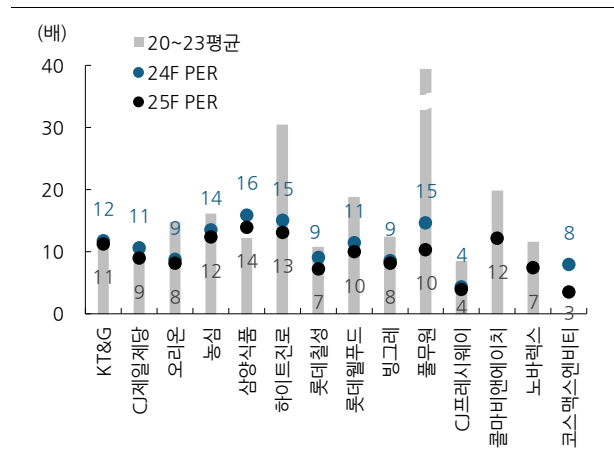
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림19 주요 기업 해외 매출 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림20 음식료 커버리지 PER 비교 *컨센스기준



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가 기준

음식료 상반기 리뷰 및 연간전망 점검

삼양식품이 쏘아올린 음료업종 주가 상승

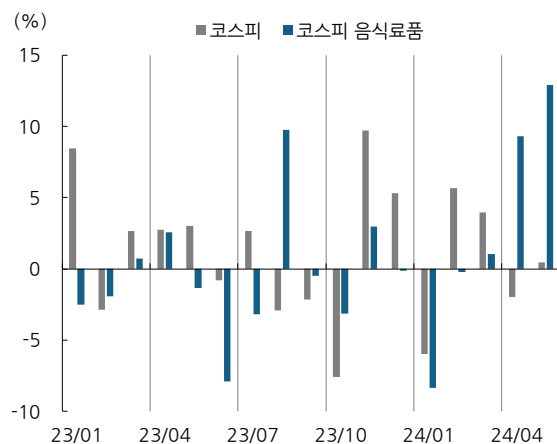
YTD 수익률

코스피 +1.2%

코스피 음료료 +12.2%

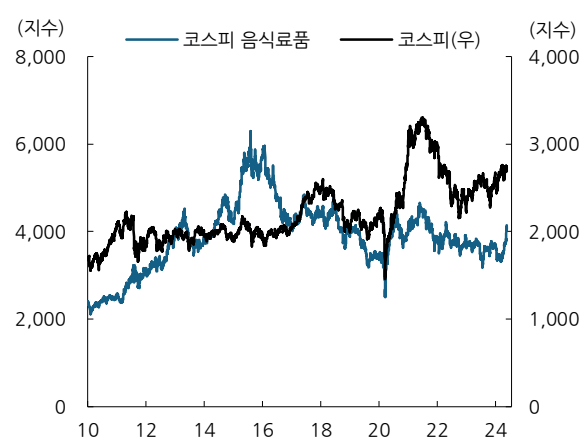
코스피 음식료 지수는 4월부터 크게 반등해 YTD 수익률 +12.2%를 기록하며 코스피(+1.2%)대비 11% 상대수익률을 기록했다. 이러한 반등에는 1분기 역대급 실적 성장을 시현한 삼양식품의 공이 가장 컸다. 삼양식품은 1분기 1)미국, 중국을 비롯해 전세계로 불닭볶음면 수출이 증가(1분기 +83% YoY)하자 2)마진이 높은 해외 비중이 75%(+11%p)까지 확대되며 3)영업이익률 20.8%(+11%p)를 기록했다. K-Food의 인기와 글로벌 침투율 상승이 기업의 실적에 미치는 영업 레버리지 효과와 음식료 기업이 내수의 한계를 극복할 수 있음을 증명해낸 것이다. 이에 따라 K-Food와 관련된 빙그레, 풀무원, CJ제일제당 등도 상승하며 업종 상승을 견인했다.

그림21 코스피 음식료품 지수와 코스피대비 상대수익률



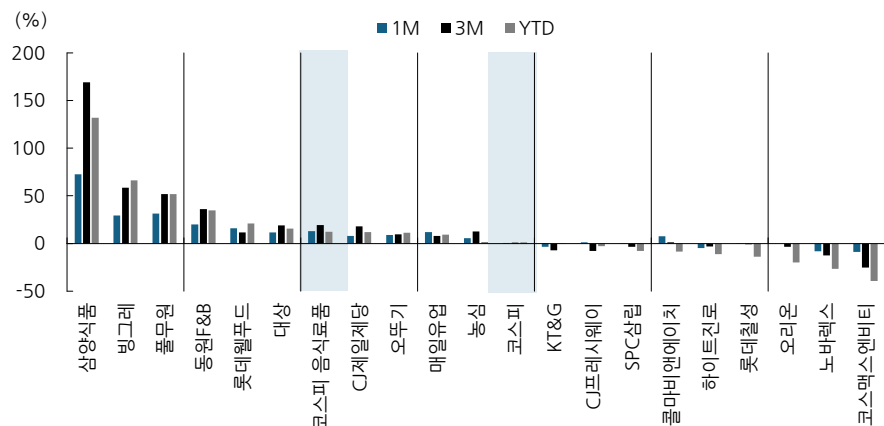
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5월은 5/24 종가기준

그림22 코스피와 코스피 음식료품 지수 차이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림23 주요 음료료 업체 및 지수 수익률 추이(YTD 순)



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가 기준

24년 연간 전망 내용 점검

24년 연간 전망

1) K-Food 중요도 확대

23년 11월 발간한 자료 <판은 커졌고 흐름은 탔다>에서 제시한 음식료 섹터 연간 전망의 주요 내용은 원가 부담 완화 속 섹터 이익 안정성이 높아진 가운데 K-Food의 중요도가 확대될 것이라는 점이었다. 내수 시장은 소비 여력 둔화와 제한적인 가격인상으로 한계가 있지만 가공식품 Q와 주류 업체 판촉비 측면에서 전년비 기저효과를 누릴 것으로 전망했다. 성장의 핵심은 해외 시장으로 K-Food에 대한 인기가 외형 성장을 견인할 것이며 마진이 높은 해외 비중 증가로 수익성 개선을 기대했다.

2) Next에 대한 고민

다만 K-Food의 글로벌 흐름을 어떻게 더 확장하고 가속화할지 Next에 대한 고민이 필요한 시점이라고 판단했다. 1)글로벌 확산의 교두보인 미국에서의 Next Step은 메인스트림 침투율 확대와 CAPA, SKU확대이다. 2)늘어나는 해외 수요에 대응하기 위해서는 국내외 CAPA확대가 필수적이며 주요 음식료 기업들의 CAPEX 사이클도 점점 더 짧아지고 규모가 커지고 있다. 3)새로운 성장동력이 될 인도가 인당 GDP 2천 달러를 돌파하며 본격적인 투자가 필요할 것이다. 4)Next K-Food의 품목은 즉석조리식품, 소스류, 빵류가 될 것이다. 5)마지막으로 국내 건강기능식품 ODM 업체들은 글로벌 ODM으로 Next Step을 밟아가고 있다는 점에 주목했다.

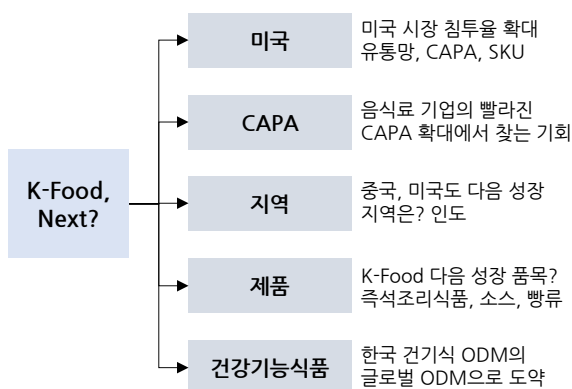
하반기도 전망 유지

1분기 실적을 토대로

종목 선호도는 변경

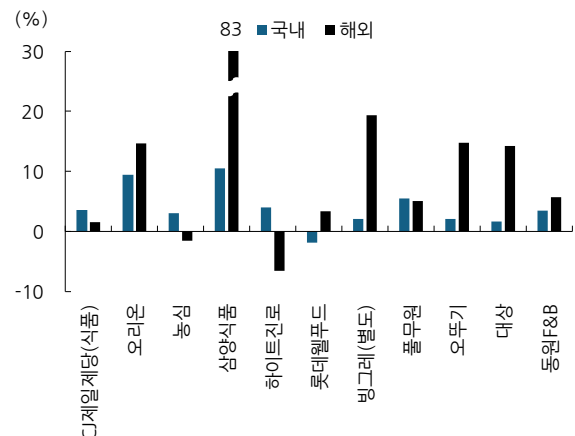
24년 1분기 실적 시즌을 마치고 상반기가 마무리된 현 시점에서 연간 전망의 주요 내용은 동일하게 유지한다. 다만 1분기 당사 예상보다 높은 성장률과 이익률 개선을 증명한 삼양식품과 다른 K-Food 기업들의 성과를 감안해 종목 선호순서를 변경했다. 연간전망에서 우려했던 삼양식품의 기저 부담, CAPA 여력, 밸류에이션은 K-Food의 성장 앞에서 문제가 되지 않았기 때문이다. 다만 최근의 가파른 주가 상승 및 하반기 판촉 비용 증가 가능성, 밸류에이션을 감안해 투자전략을 제시한다.

그림24 K-food 흐름을 가속화하기 위한 Next 고민 주제



자료: DS투자증권 리서치센터

그림25 주요 기업 1분기 국내외 YoY 매출성장률



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

1분기 음식료 업체 실적 뜯어보기

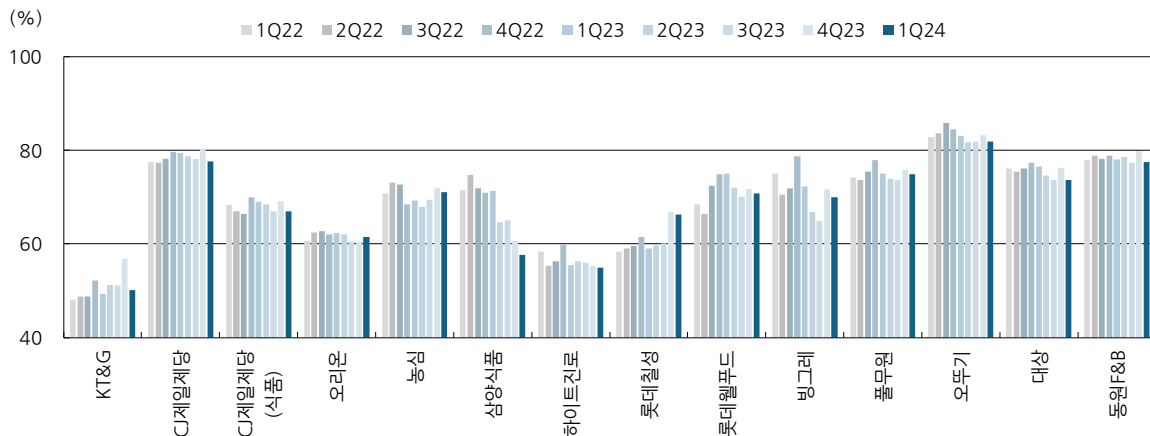
매출원가율 하락

마진 높은 해외 비중 확대

→음식료 업체 수익성 개선

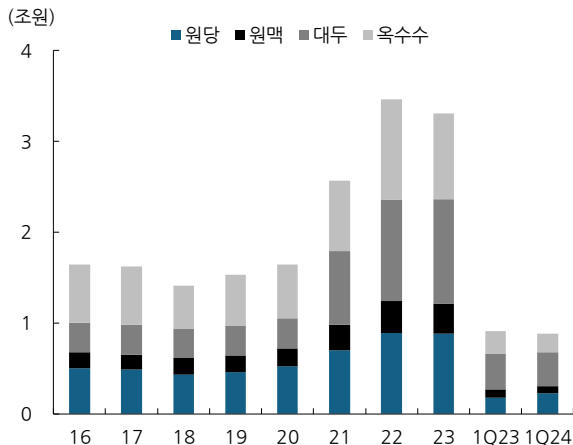
주요 음식료 업체의 1분기 실적은 원가율 하락과 마진이 높은 해외 실적 비중 확대로 수익성 개선이 두드러졌다. 매출 원가율은 평균적으로 -1.4%p 전년비 하락했는데 전년동기 주요 원자재 가격 상승으로 원가부담이 확대되었던 기저 부담도 작용했다. 반면 KT&G와 농심, 롯데칠성음은 전년비 원가율이 상승했는데 각각 앞담배 원가 부담, 해외 실적 축소, 설탕 가격 상승 및 필리핀 자회사 편입 효과로 분석된다. 한편 삼양식품의 원가율 하락이 두드러졌는데 매출의 75%까지 확대된 해외 비중으로 달러 상승 효과가 더해졌기 때문이다. 대규모로 다양한 글로벌 원재료를 매입하고 있는 CJ제일제당의 경우 주요 원재료(원당, 원맥, 대두, 옥수수) 합산 매입액이 1분기 8,870억원으로 전년비 -2% 감소한 것으로 나타났다.

그림26 주요 음식료 업체 매출원가율 추이



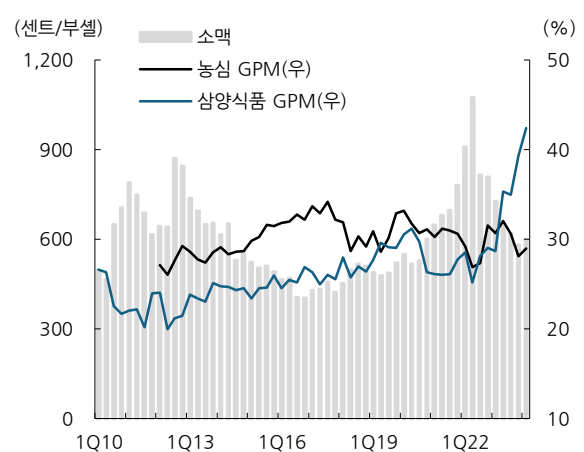
자료: FnGuide, 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림27 CJ제일제당 연결기준 원재료 매입액 추이



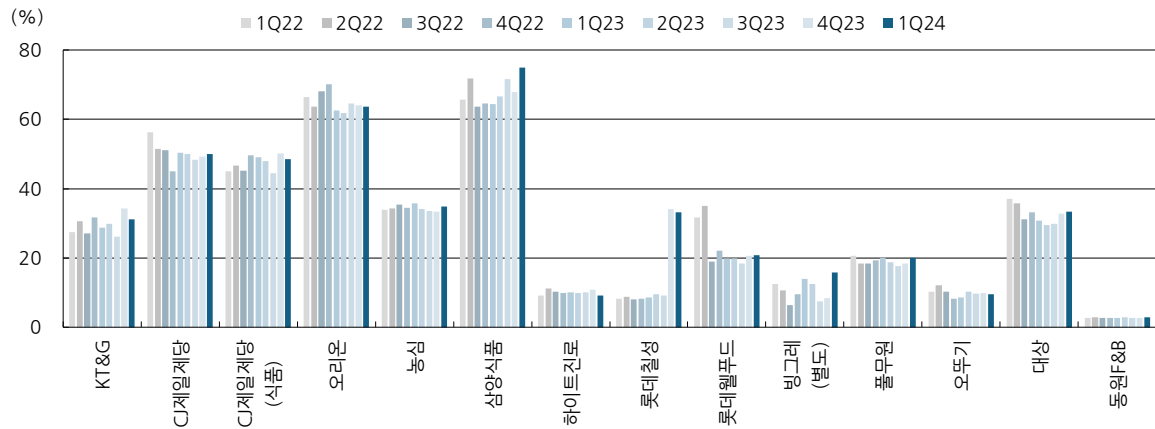
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

그림28 글로벌 소맥가격 주요 라면업체 GPM 추이



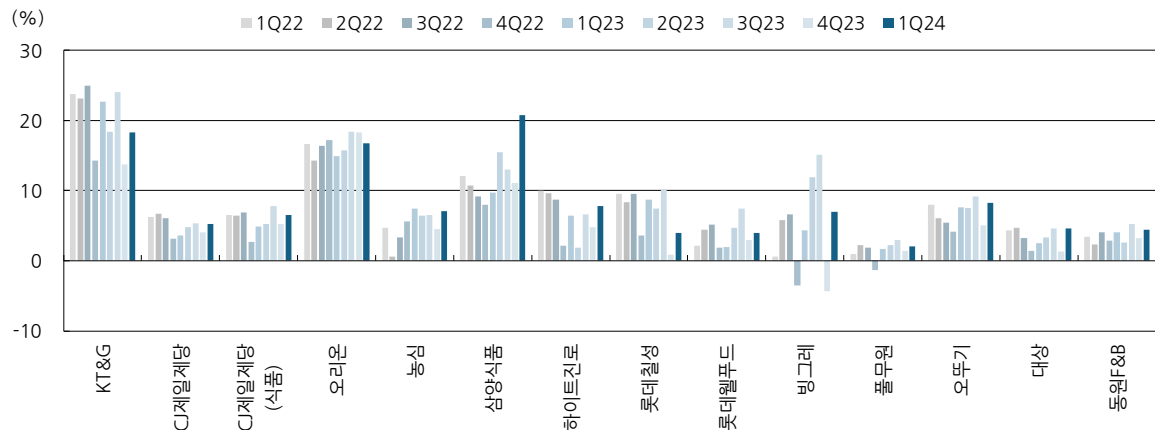
자료: Bloomberg, 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림29 주요 음식료 업체 해외 매출 비중



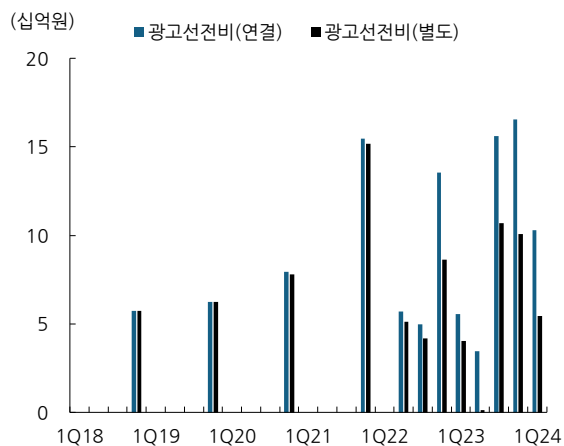
자료: FnGuide, 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림30 주요 음식료 업체 영업이익률 추이



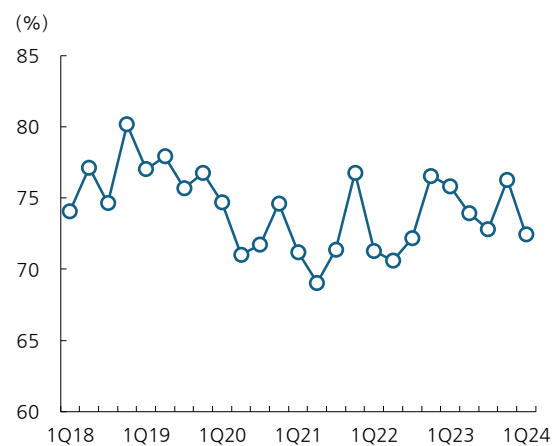
자료: FnGuide, 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림31 삼양식품 광고선전비 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터, 주: 2Q22전은 연간으로만 비용 발표

그림32 CJ제일제당 판관비율 추이

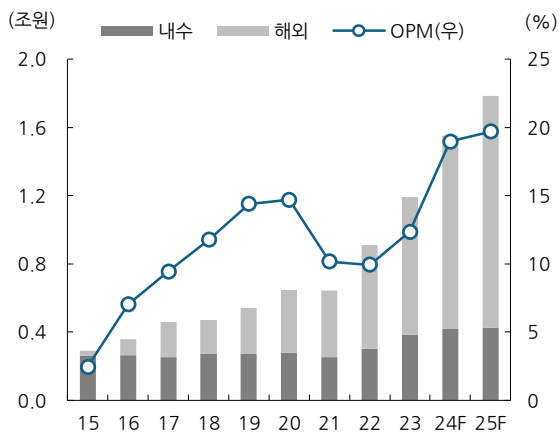


자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

1)라면 1Q24Re 해외 비중 따라 실적 격차 더욱 벌어짐

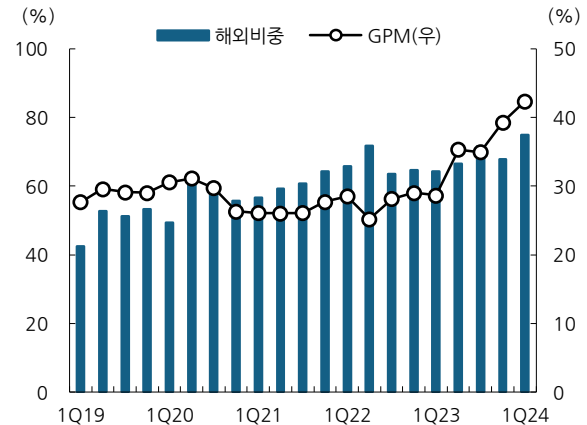
24년 1분기 실적에선 농심과 삼양식품의 차이가 더욱 벌어졌다. 삼양식품의 24년 1분기 실적은 연결기준 매출액 3,857억원(+57% YoY), 영업이익 801억원(+236% YoY, OPM 20.8%)으로 시장기대치(OP 424억원)를 큰 폭으로 상회했다. 마진이 높은 해외 라면 수출 실적이 +83 YoY 성장하며 수익성 개선이 나타났다. 반면 농심의 24년 1분기 실적은 연결기준 매출액 8,725억원(+1.4% YoY), 영업이익 614억원(-3.7% YoY, OPM 7%)으로 시장기대치를 하회했다. 국내는 면/스낵 중심 성장이 이어졌으나 해외는 전년도 높은 기저 부담으로 북미와 중국이 각각 -6% YoY, -18% YoY 감소했고 원가 부담도 영향을 미쳤다. 달러 가치 상승 속 두 업체의 수익성 차이는 해외 비중 차이로 심화되었으며 1분기 삼양식품의 해외 매출 비중은 75%, 농심은 (해외법인+수출) 34%였다. 삼양식품은 2분기에도 전년비 견조한 해외 매출 성장세를 이어갈 것이며 농심은 1분기 대비 2분기, 하반기 갈수록 성장할 전망이다.

그림33 삼양식품 연간 실적 추이 및 전망



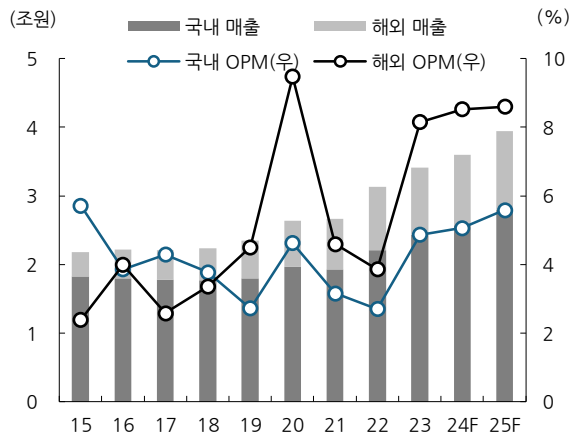
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림34 삼양식품 분기별 해외 매출 비중과 수익성 추이



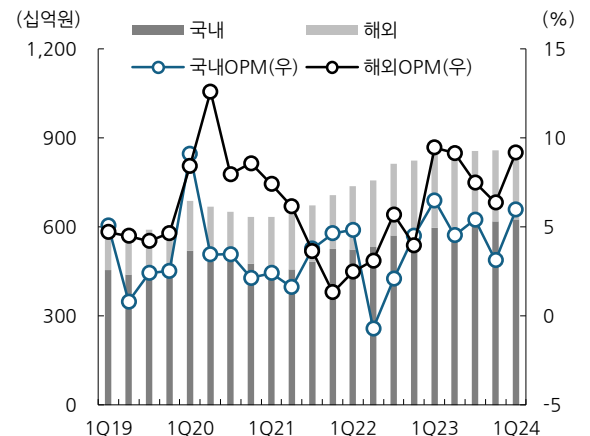
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림35 농심 연간 실적 추이 및 전망



자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

그림36 농심 분기 실적 추이

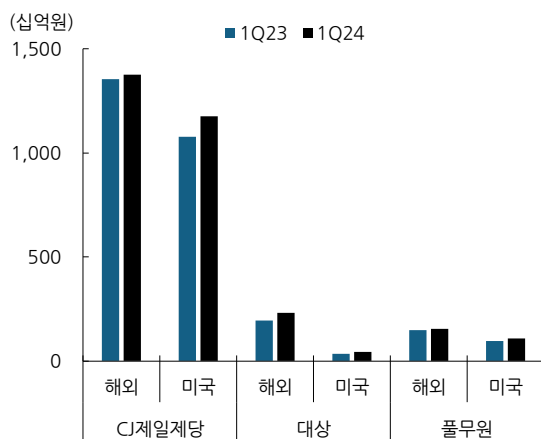


자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

2)가공식품 1Q24Re 해외 미주지역 중심 K-Food 인기 커지며 성장

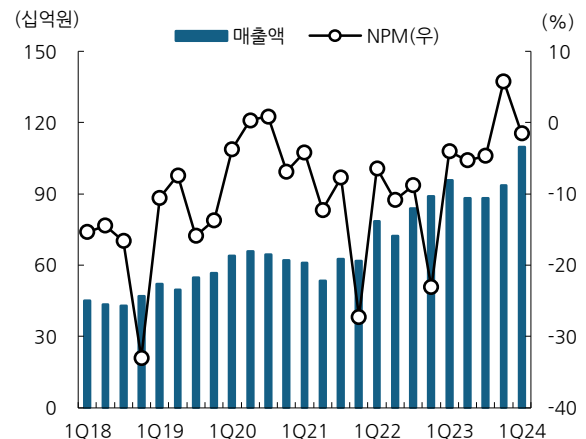
해외 가공식품 매출은 K-Food의 글로벌 인기가 이어지며 미국 중심으로 높은 성장률을 시현했다. 주요 가공식품 업체의 미국 사업 매출액은 CJ제일제당 1조 1,751억 원(+9%), 대상 451억원(+35%), 풀무원 1,098억원(+15%)으로 전체 해외 실적 성장을 견인했다. 1)CJ제일제당의 미국 매출은 전년도 높은 기저 부담에도 피자, 만두, 냉동간편식이 각각 +12%, +12%, +23% 성장했다. 미주 지역 OP는 PPA 차감 전 1,220억원으로 OPM 10.4%(PPA 반영시 9.8%)을 기록했다. B2C만두와 피자는 시장 지위 1위를 지속하고 있고 GSP품목을 늘려가며 성장 중이다. 2)풀무원은 두부가 역대 최고 매출을 기록하며 미국 매출이 +15% 증가했다. 클럽 채널 제품을 확장하고 있으며 길로이 공장 가동으로 원가 개선이 나타나고 있어 긍정적이다. 3)대상의 글로벌 식품 매출액은 2,318억원, 이중 미국 매출은 451억원으로 19%를 차지하고 있다. 대상은 미국에서 김치 외 냉동편의식 매출이 확대되며 성장 중이다.

그림37 주요 가공식품 업체 해외 매출액 추이



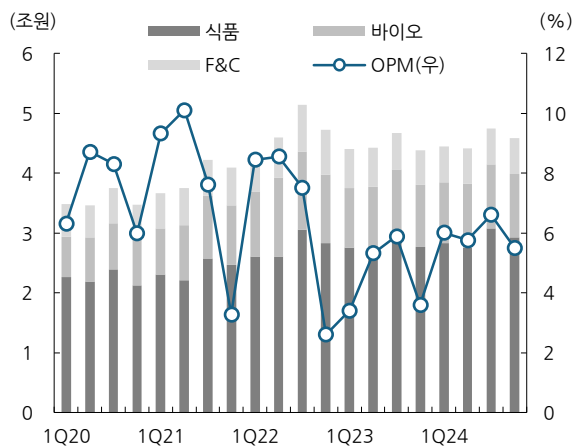
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림38 풀무원 미국 법인 분기 실적 추이



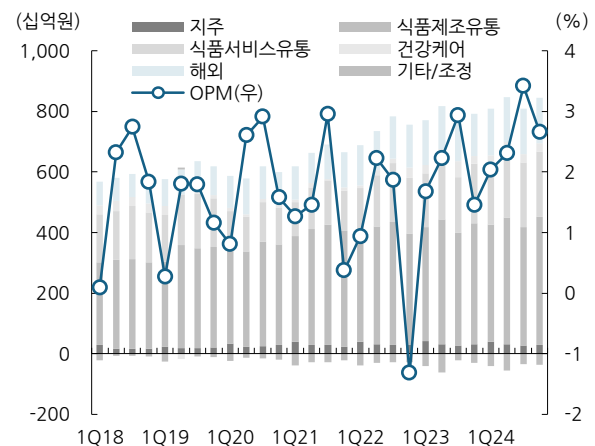
자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

그림39 CJ제일제당(대한통운 제외) 분기 실적 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 추정

그림40 풀무원 분기 실적 추이 및 전망



자료: 풀무원, DS투자증권 리서치센터

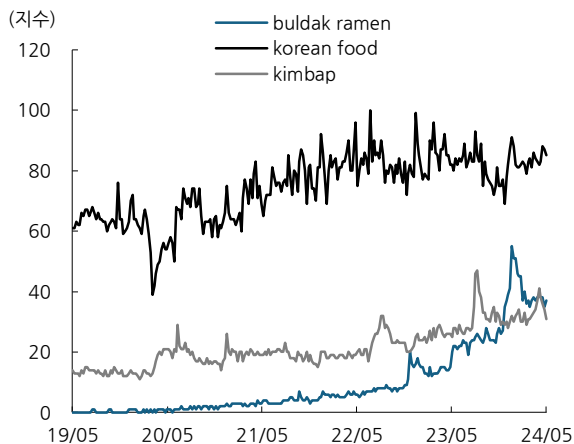
음식료 하반기 투자포인트

투자포인트 1) K-Food 열풍 지속, 중요도 더욱 확대

K-Food 지속 성장 근거
1)한국 제품에 대한 높은 관심 지속되며 각 국가별 메인스트림 진출

주요 음식료 업체의 해외 실적은 지속 성장할 것으로 전망한다. 우선 K-Food에 대한 글로벌 소비자들의 관심이 상승하면서 다양한 국가의 주요 유통채널에서 라면을 비롯한 한국 가공식품의 SKU를 늘려가고 있기 때문이다. 삼양식품의 미국 매출이 고성장한 배경에는 21년 8월 미국에 현지법인을 설립한 후 월마트, 코스트코 등 대형 유통채널에 입점하기 시작했다는 점이 있었다. 농심은 미국 월마트와 코스트코 전 점포 입점에서 나아가 SKU 확대에 힘쓰고 있으며 미국 외에도 호주, 일본, 프랑스 등에서도 메인스트림 입점 효과가 나타나고 있다. CJ제일제당은 미국 주요 유통채널 내 아시안 푸드존의 주요 품목으로 자리잡았다. 이에 따라 국내 농수산물식품의 국가별 수출은 미국 및 서구권으로 지역적 다변화가 뚜렷하게 나타나고 있다.

그림41 구글 검색어 트렌드 추이 - 글로벌



자료: 구글, DS투자증권 리서치센터

그림42 틱톡에서 바이럴 된 삼양식품의 까르보 불닭볶음면



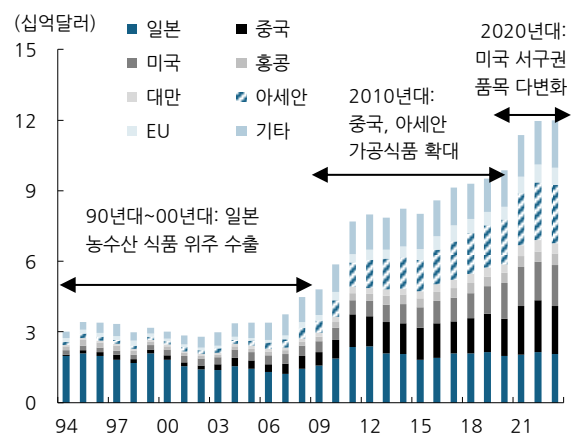
자료: 언론, DS투자증권 리서치센터

그림43 Kroger의 Asian Destination zone에 입점한 CJ제일제당



자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

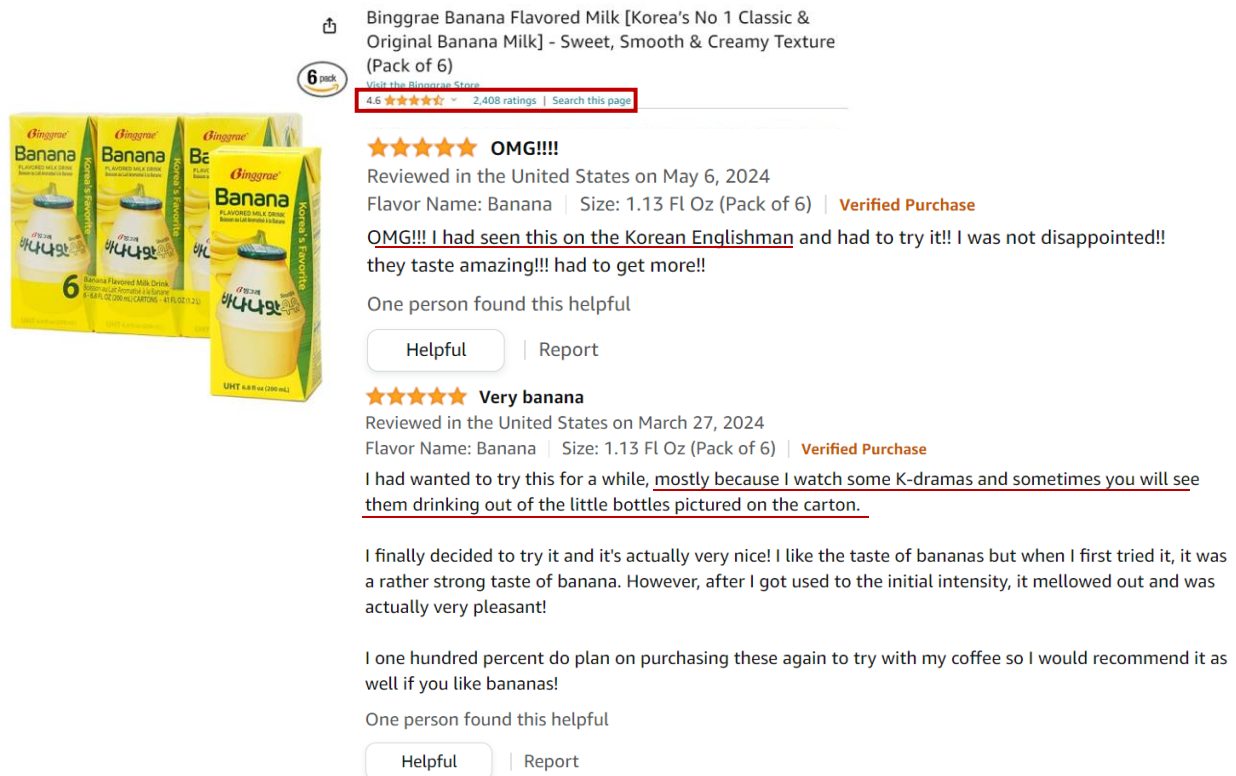
그림44 국내 농수산물식품 국가별 수출 실적 추이



자료: 농림수산물식품부, DS투자증권 리서치센터

특히 최근 미국에서 K-Food 품목이 점점 다양해지고 있다. 미국의 인구구조 변화 및 높은 물가, 한국 콘텐츠에 대한 관심 등이 영향을 미치고 있는 것으로 파악된다. 빙그레는 메로나에 이어 바나나맛 우유 수출이 확대되고 있으며 최근에는 김과 김밥, 떡볶이까지 다양한 품목의 한국 가공식품이 완판되는 등 인기가 높아지고 있다.

그림45 아마존에 올라온 빙그레 리뷰 내용 발췌



Binggrae Banana Flavored Milk [Korea's No 1 Classic & Original Banana Milk] - Sweet, Smooth & Creamy Texture (Pack of 6)

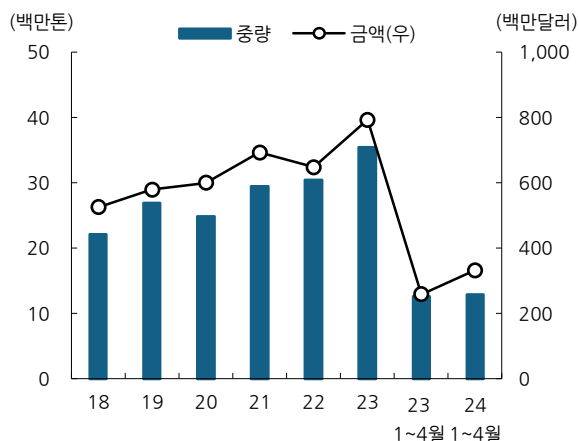
4.6 ★★★★★ 2,408 ratings | Search this page

★★★★★ **OMG!!!**
Reviewed in the United States on May 6, 2024
Flavor Name: Banana | Size: 1.13 Fl Oz (Pack of 6) | **Verified Purchase**
OMG!!! I had seen this on the Korean Englishman and had to try it!! I was not disappointed!! they taste amazing!!! had to get more!!
One person found this helpful
Helpful | Report

★★★★★ **Very banana**
Reviewed in the United States on March 27, 2024
Flavor Name: Banana | Size: 1.13 Fl Oz (Pack of 6) | **Verified Purchase**
I had wanted to try this for a while, mostly because I watch some K-dramas and sometimes you will see them drinking out of the little bottles pictured on the carton.
I finally decided to try it and it's actually very nice! I like the taste of bananas but when I first tried it, it was a rather strong taste of banana. However, after I got used to the initial intensity, it mellowed out and was actually very pleasant!
I one hundred percent do plan on purchasing these again to try with my coffee so I would recommend it as well if you like bananas!
One person found this helpful
Helpful | Report

자료: 아마존, DS투자증권 리서치센터

그림46 김 수출 중량 및 금액 추이



자료: Kati, DS투자증권 리서치센터

그림47 트레이더 조에서 완판된 냉동김밥



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

K-Food 지속 성장 근거

2) 다양한 현지화 노력

두번째로 K-Food는 다양한 국가의 입맛을 사로잡기 위해 새로운 맛 출시, 할랄 인증 취득 등 현지화 노력으로 SKU를 확대하며 지속 성장이 기대된다. 최근 미국에서 인기를 끈 삼양식품의 까르보 불닭볶음면은 오리지널 제품 대비 비교적 덜 매운맛으로 글로벌 소비자의 입맛을 저격하며 성장 중이다. 이외에도 하바네로 불닭볶음면(미주), 야끼소바 불닭볶음면(아시아), 마살라 불닭볶음면(중동) 등 지역 맞춤형 제품을 출시해 시장을 공략하고 있다. 삼양식품보다 메가브랜드를 더 많이 보유한 농심은 해외 시장에 기존 신라면 외에도 너구리, 순라면(채식라면), 짜파게티 등으로 브랜드를 확장하고 다양한 맛을 출시하며 시장 침투율을 높여가고 있다. 빙그레의 바나나맛 우유와 메로나 또한 과일 맛의 우유와 아이스크림으로 니치 마켓을 침투하고 있으며 현지에서 좋아할 향미를 추가한 신제품들을 출시해 판매하고 있다. 오리온 역시 각 국가별 입맛에 맞춘 꼬북칩의 라인업을 확대하며 해외 실적이 성장 중이다.

그림48 삼양식품의 다양한 불닭볶음면 라인업



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림49 농심의 주요 브랜드와 신라면 너구리 브랜드 확장



자료: 농심, 언론, DS투자증권 리서치센터

그림50 빙그레의 바나나맛 우유와 메로나 라인업



자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터

그림51 오리온의 꼬북칩 라인업



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

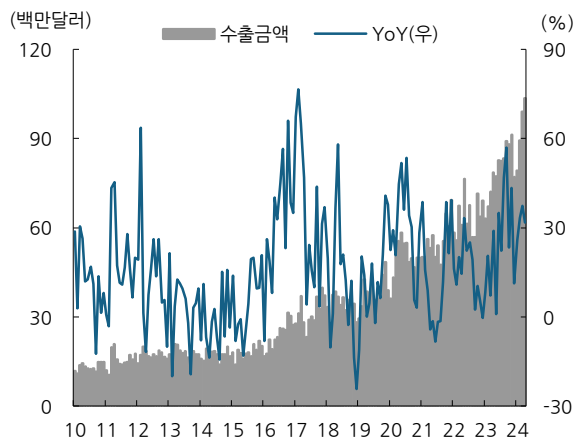
표1 라면 수출 실적 추이

품목	라면 수출										삼양식품 추정	
	금액(천 달러)					YoY(%)					금액	YoY(%)
	전체					전체					수출	수출
	중국	미국	동남아6	기타		중국	미국	동남아6	기타			
2019	463,796	124,049	52,937	98,253	188,557	12.8	33.1	5.7	8.0	6.6	229,686	26.1
2020	598,526	149,437	78,819	107,769	262,501	29.0	20.5	48.9	9.7	39.2	299,049	30.2
2021	668,677	149,927	82,085	119,831	316,834	11.7	0.3	4.1	11.2	20.7	325,381	8.8
2022	765,012	186,842	78,012	132,660	367,498	14.4	24.6	-5.0	10.7	16.0	408,725	25.6
2023	951,317	216,766	125,971	154,635	453,945	24.4	16.0	61.5	16.6	23.5	553,811	35.5
1Q21	156,376	34,944	21,451	25,814	74,167	19.4	2.6	44.5	8.9	27.2	70,139	12.2
2Q21	160,730	33,344	16,781	25,813	84,792	-4.6	-28.4	-24.1	-9.4	18.9	73,400	-15.8
3Q21	156,942	34,812	18,247	32,371	71,512	2.7	-4.2	-18.8	6.9	12.3	80,873	2.5
4Q21	194,598	46,827	25,606	35,833	86,332	33.0	44.2	31.9	41.8	24.8	100,969	43.4
1Q22	181,192	37,527	28,044	33,100	82,521	15.9	7.4	30.7	28.2	11.3	98,388	40.3
2Q22	198,662	51,785	21,300	30,873	94,704	23.6	55.3	26.9	19.6	11.7	105,968	44.4
3Q22	180,954	38,185	14,364	35,797	92,608	15.3	9.7	-21.3	10.6	29.5	93,054	15.1
4Q22	204,204	59,345	14,304	32,890	97,665	4.9	26.7	-44.1	-8.2	13.1	111,315	10.2
1Q23	202,167	49,636	19,733	32,531	100,267	11.6	32.3	-29.6	-1.7	21.5	105,126	6.8
2Q23	238,553	37,675	42,942	44,345	113,591	20.1	-27.2	101.6	43.6	19.9	137,553	29.8
3Q23	254,939	63,364	33,049	41,183	117,343	40.9	65.9	130.1	15.0	26.7	149,790	61.0
4Q23	256,209	66,101	30,247	36,618	123,243	25.5	11.4	111.5	11.3	26.2	161,383	45.0
1Q24	267,846	41,240	45,272	47,250	134,084	32.5	-16.9	129.4	45.2	33.7	163,149	55.2
23/01	62,987	16,000	4,666	9,613	32,708	8.2	81.4	-43.5	-18.6	11.5	32,884	11.6
23/02	67,059	17,950	6,907	9,630	32,572	20.5	45.1	-33.3	-3.6	42.1	34,586	7.3
23/03	72,121	15,686	8,160	13,288	34,987	7.1	-4.0	-13.6	17.5	15.6	37,656	2.6
23/04	78,588	12,456	13,258	14,613	38,261	28.9	11.8	77.6	43.4	19.0	43,448	38.8
23/05	77,246	10,561	13,775	14,161	38,749	1.0	-51.3	85.0	35.9	5.0	43,603	9.7
23/06	82,719	14,658	15,909	15,571	36,581	35.1	-22.6	149.0	51.7	42.7	50,502	44.6
23/07	82,494	20,668	6,634	13,679	41,513	22.3	44.8	11.5	17.8	16.5	46,716	39.4
23/08	83,371	19,907	14,636	12,971	35,857	46.9	65.9	228.8	12.4	24.7	50,526	74.2
23/09	89,074	22,789	11,779	14,533	39,973	57.0	91.3	197.2	14.9	41.7	52,548	72.1
23/10	88,050	23,705	10,186	11,438	42,721	23.4	11.9	94.2	2.7	26.4	54,343	33.9
23/11	91,198	25,794	10,924	13,623	40,857	43.3	47.5	124.6	29.1	33.0	60,184	84.0
23/12	76,961	16,602	9,137	11,557	39,665	11.2	-19.7	117.8	3.2	19.8	46,856	23.2
24/01	79,324	8,221	10,069	14,370	46,664	25.9	-48.6	115.8	49.5	42.7	46,282	40.7
24/02	89,434	13,603	17,129	15,334	43,368	33.4	-24.2	148.0	59.2	33.1	54,524	57.6
24/03	99,030	19,416	18,074	17,546	43,994	37.3	23.8	121.5	32.0	25.7	62,333	65.5
24/04	103,511	24,110	17,466	16,027	45,908	31.7	93.6	31.7	9.7	20.0	65,574	50.9

자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정, 주1: 삼양식품 추정 금액은 서울 성북구, 강원도 원주시, 전라북도 익산시, 경상남도 밀양시에서의 라면 수출 금액 단순 합산

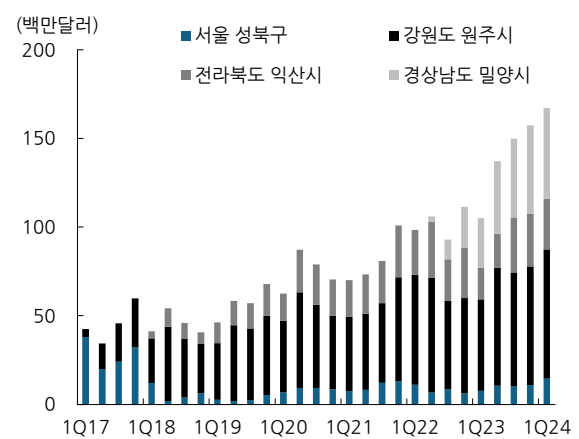
주2: 동남아6는 태국, 말레이시아, 인도네시아, 필리핀, 베트남, 싱가포르 지역의 합산

그림52 국내 라면 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림53 삼양식품 추정 라면 수출 실적 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

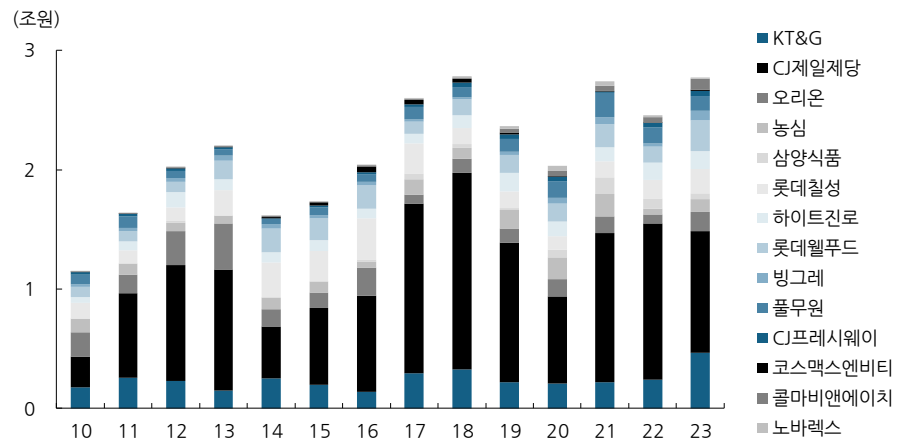
K-Food 지속 성장 근거

3)CAPA 확대로 수요

적극 대응 중

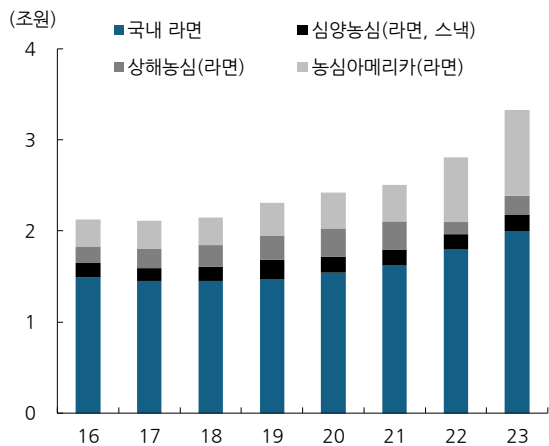
마지막으로 CAPA 확장을 통한 적극적인 수요 대응을 통해 성장이 가능할 것이다. 실제로 주요 음식료 업체들은 늘어나는 해외 수요에 대응하기 위해 CAPA를 확대 중이다. 과거 2011~2013년에도 음식료 기업들의 CAPEX투자가 활발히 이루어졌고 이후 2014~16년 중국을 비롯해 동남아시아 등으로 주요 기업들의 해외 실적 비중이 확대됐다. 이후 꾸준히 투자가 증가하며 미국, 유럽 등으로 지역 커버리지가 확대되었다. 최근에는 음식료업체의 CAPA 투자 사이클이 더욱 짧아지며 해외 수요를 적극 대응 중이다. 특히 라면업체들의 CAPA 투자 확대가 가파르다. 삼양식품은 22년 밀양 1공장을 오픈한 후 가파른 가동률 상승으로 23년 8월 밀양 2공장 투자계획을 밝혔으며 25년 6월 오픈 예정이다. 기존 CAPA의 30%에 해당하는 생산능력을 추가로 확보하게 된다. 농심은 22년 미국 2공장을 오픈한 후 24년 10월 용기면 고속라인을 추가하고 국내 수출 전용 공장 설립을 검토 중이다.

그림54 음식료 커버리지 유형자산취득금액 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

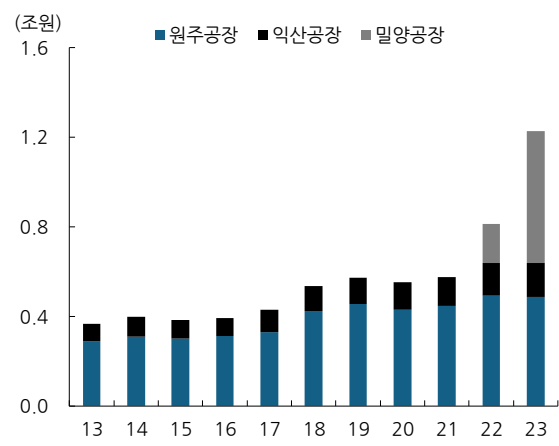
그림55 농심 라면 CAPA 금액 추이



자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

주: 국내 라면 CAPA의 16~20년은 당사 추정치

그림56 삼양식품 라면 CAPA 금액 추이



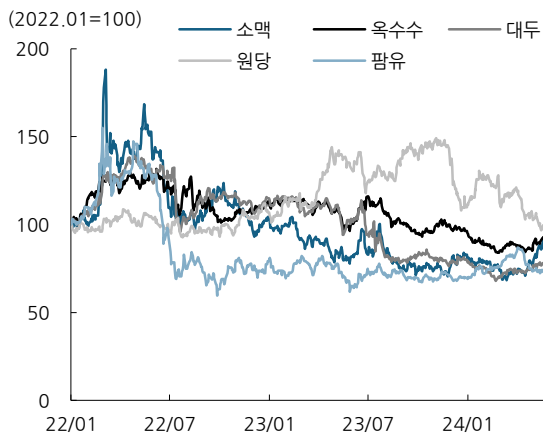
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 2) 투입원가 안정화, 내식 수요 증가로 Q 방어

원자재 및 환율은
부담 요인 있으나
전반적으로 업종에 우호적

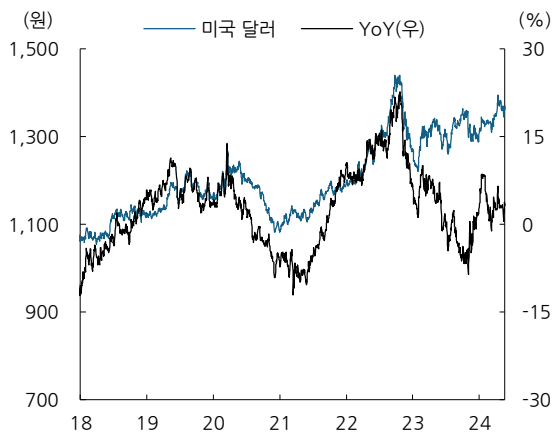
해외 성장 외 음식료 업종 다른 변수는 긍정적으로 작용 중이다. 우선 주요 원자재 투입단가는 23년 하반기부터 하락하기 시작해 24년 1분기 원가 하락에 기여했고 올해 연간으로 원가 부담 완화가 기대된다. 글로벌 주요 곡물 가격은 22년 하반기 하락, 23년 소맥과 팜유는 추가 안정화되었고 원당 가격이 23년 하반기부터 상승해 올해 상반기는 부담이 있으나 역시 다시 안정화되었기 때문이다. USDA의 24/25 새로운 년도의 전망은 소맥과 대두의 생산량은 전년비 증가하고 이중 대두의 재고율은 상승할 것이라고 밝혔다. 소맥은 최근 흑해 긴장과 인도 재고량 감소, 러시아의 작황 우려로 소폭 상승했으나 절대적인 레벨은 우려 수준은 아니다. 원/달러 환율의 상승은 1분기 예상대비 높은 수준을 유지하며 원가 부담을 상승시켰으나 일부 해외 비중이 높은 기업들은 실적 개선이 나타났다.

그림57 주요 곡물가격 추이



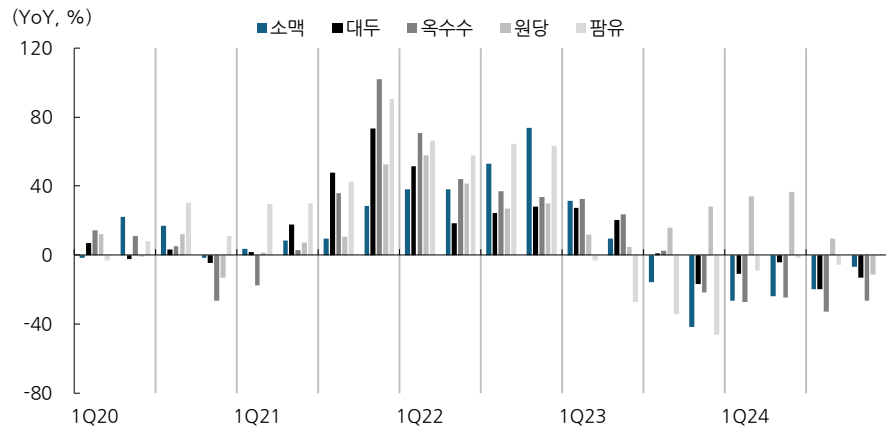
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림58 원/달러 환율 추이



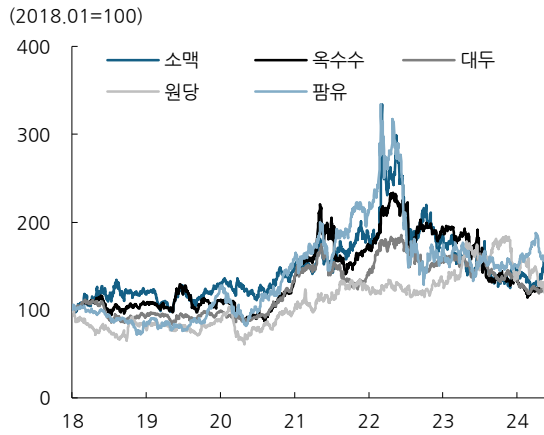
자료: ECOS, DS투자증권 리서치센터

그림59 환율과 투입시점 고려 원자재 투입단가 상승률



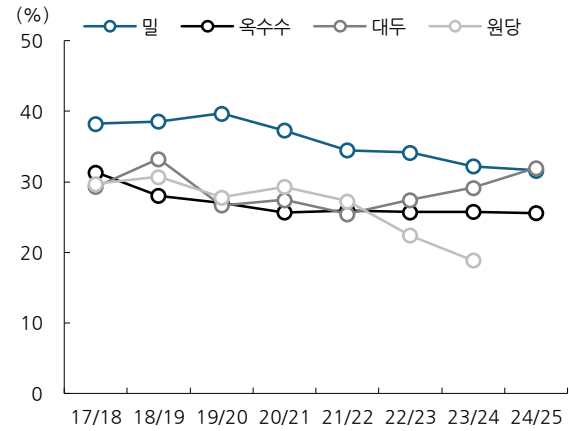
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림60 주요 곡물 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림61 주요 재고율 추이



자료: USDA, DS투자증권 리서치센터

표2 글로벌 주요 곡물 수급동향

(백만톤, %)		17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	YoY	24/25	YoY
밀(소맥)	기초재고	262.8	287.2	281.1	298.2	283.7	273.6	270.4	-1.2	257.8	-4.7
	생산량	762.9	731.0	762.2	775.7	780.4	789.2	787.7	-0.2	798.2	1.3
	수입량	181.0	171.3	188.4	195.4	200.2	212.1	213.7	0.8	209.4	-2.0
	소비량(사료)	146.6	139.3	139.7	158.0	160.7	154.9	160.1	3.3	151.8	-5.2
	소비량(전체)	742.0	734.8	746.7	782.3	791.3	791.9	800.3	1.1	802.4	0.3
	수출량	182.5	173.7	193.9	203.3	202.8	220.7	215.7	-2.3	216.0	0.2
	기말재고	283.7	283.4	296.5	291.6	272.7	270.4	257.8	-4.7	253.6	-1.6
	재고율(%)	38.2	38.6	39.7	37.3	34.5	34.1	32.2	-1.9	31.6	-0.6
옥수수	기초재고	352.0	341.0	322.4	307.5	292.9	313.6	300.9	-4.0	313.1	4.0
	생산량	1,080.1	1,124.9	1,119.6	1,129.0	1,216.1	1,157.9	1,228.1	6.1	1,219.9	-0.7
	수입량	149.9	164.4	167.8	185.3	184.4	173.5	185.8	7.1	184.4	-0.7
	소비량(사료)	672.4	703.9	715.7	723.5	743.3	732.1	760.3	3.8	774.0	1.8
	소비량(전체)	1,090.5	1,144.8	1,135.6	1,143.2	1,198.3	1,170.6	1,215.9	3.9	1,220.8	0.4
	수출량	148.2	181.7	172.3	182.9	206.4	180.4	197.4	9.4	191.1	-3.2
	기말재고	341.6	321.1	306.3	293.3	310.8	300.9	313.1	4.0	312.3	-0.3
	재고율(%)	31.3	28.0	27.0	25.7	25.9	25.7	25.7	0.0	25.6	-0.2
대두	기초재고	94.8	100.7	114.1	94.7	98.6	92.6	100.5	8.6	111.8	11.2
	생산량	342.1	361.0	339.9	368.1	360.5	378.2	397.0	5.0	422.3	6.4
	수입량	153.2	145.9	165.0	165.5	154.5	167.9	170.3	1.5	176.4	3.6
	소비량(사료)	294.6	298.5	312.4	315.1	316.5	315.3	330.0	4.6	345.9	4.8
	소비량(전체)	338.0	344.3	358.4	363.9	366.0	366.0	383.5	4.8	401.7	4.7
	수출량	153.1	148.8	165.1	164.5	154.4	172.1	172.5	0.2	180.2	4.5
	기말재고	99.0	114.5	95.6	99.9	93.1	100.5	111.8	11.2	128.5	15.0
	재고율(%)	29.3	33.3	26.7	27.5	25.4	27.5	29.1	1.7	32.0	2.8
원당	기초재고	42.0	51.7	52.8	47.7	50.2	47.4	39.5	-16.7		
	생산량	194.2	179.2	166.6	180.1	180.6	177.3	183.5	3.5		
	수입량	56.2	53.2	53.7	58.7	56.1	57.5	57.9	0.6		
	소비량(전체)	173.9	172.0	171.3	171.5	173.7	176.0	178.4	1.4		
	수출량	65.8	58.3	53.5	63.9	65.0	66.1	67.4	2.0		
	기말재고	51.7	52.8	47.7	50.2	47.4	39.5	33.7	-14.7		
	재고율(%)	29.7	30.7	27.8	29.3	27.3	22.4	18.9	-3.5		

자료: USDA, DS투자증권 리서치센터

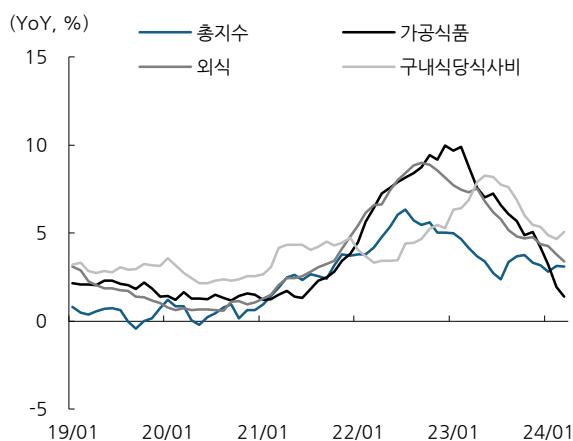
주: 23/24 원당은 23년 11월 전망

내수는 일부 P 인상과 내식 수요 증가로 Q 방어

음식료 업종의 가격인상은 제한적이지만 일부 원가 부담이 크게 상승한 품목 중심으로 나타나고 있다. 식료품 소비자물가는 1~4월 +6~7% YoY대로 상승한 반면 외식 소비자물가는 3~4% YoY대로 상승폭이 전년비 축소됐다. 다만 식료품 중에서도 가공식품의 물가는 24년 1분기 2%대로 하락해 전체 식품 중에서도 가격 측면의 메리트가 생겼고 내식 수요가 증가하며 가공식품의 Q 성장도 나타나고 있다.

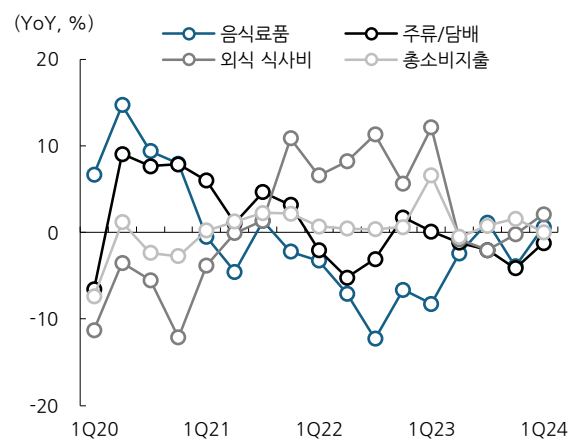
외식업의 경우 22년 리오프닝 이후 회복세를 보였으나 24년 들어선 정체되고 있는 것으로 파악된다. 높아진 외식 물가와 낮아진 소비 여력 때문으로 가구당 월평균 외식 식사비 실질 증감률은 1Q24 +2.1%에 그쳤다. 음식료품 가게 소비금액은 +0.6%를 기록했다. 음식점업 서비스업 생산지수는 24년 2~3월 들어 감소세를 보이고 있으며 외식경기지수도 1분기 79.3%으로 부진했다. 다만 24년 2분기 전망은 소폭 상승하며 회복 기대감을 주고 있다.

그림62 가공식품과 외식 물가 추이



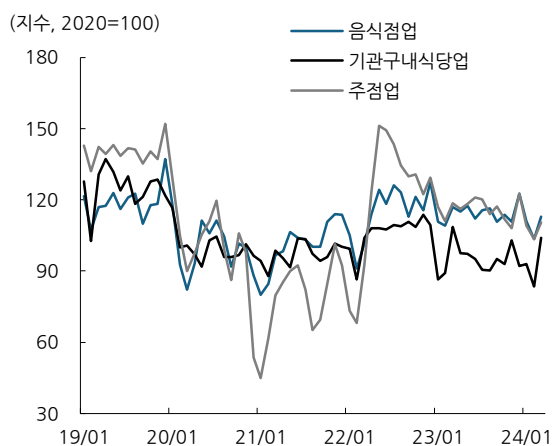
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림63 가구당 월평균 가게수지(실질) 전년동기대비 증감률



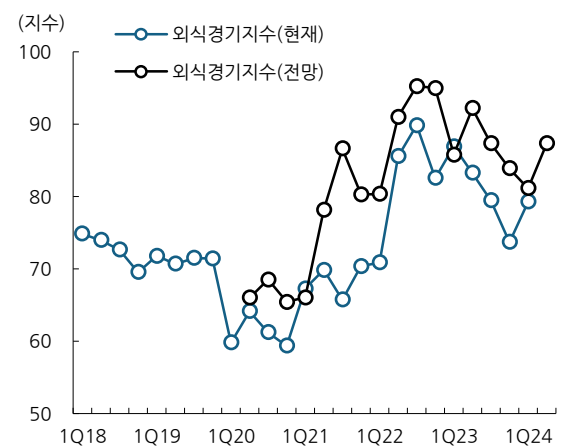
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림64 서비스업 생산지수(불변지수) 월별 추이



자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림65 외식경기 지수 추이 및 전망



자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

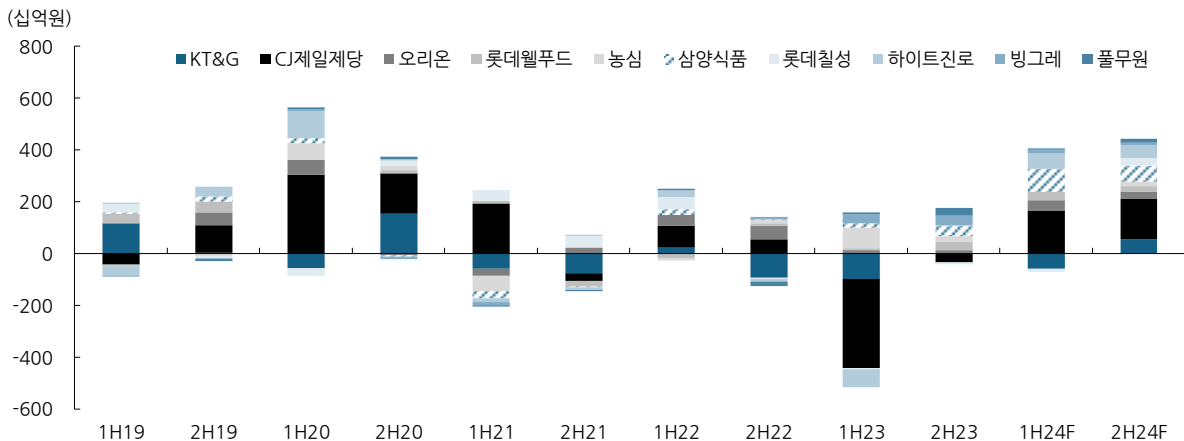
투자전략

24년 하반기 음식료 업종 실적 전망

하반기 이익 성장 지속
K-Food의 인기
+개별 기업 모멘텀 풍부

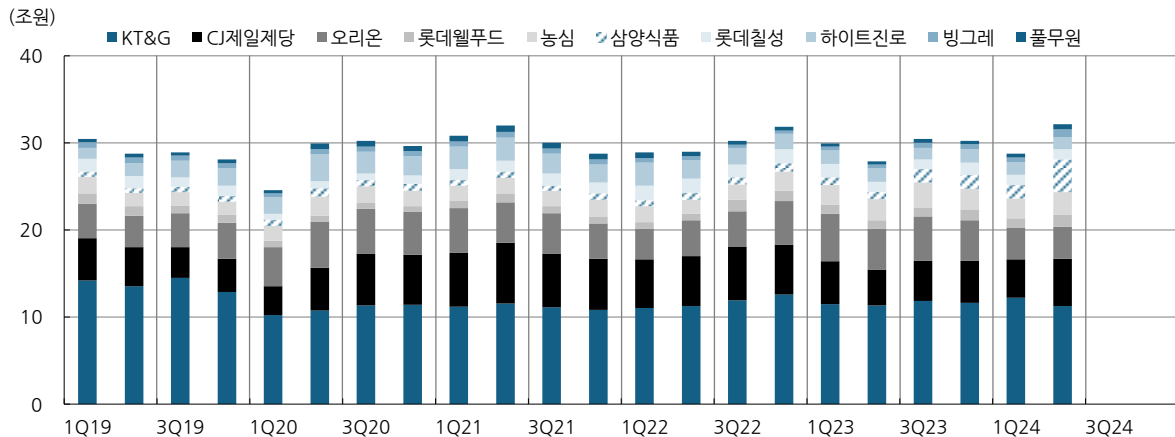
음식료 업종의 실적은 상반기 흐름을 하반기 이어갈 것으로 전망한다. K-Food의 열풍이 지속되며 해외 비중이 확대되고 글로벌 원자재 투입원가 하락, 내식 수요 증가로 가공식품 Q 회복 등이 맞물려 수익성 개선이 기대된다. 음식료 커버리지 10개 기업의 하반기 합산 실적은 매출액 30.1조원(+7% YoY), 영업이익 2.6조원(+21% YoY, OPM 8.3%)으로 상반기 합산 이익 성장률 +18% YoY를 상회할 것으로 전망한다. 이는 K-Food 기업의 성과 외에도 1)하이트진로 등 주류 업체의 판촉비 효율화, 2)롯데칠성, 농심, CJ제일제당의 4분기 일회성 비용에 따른 낮은 기저, 3)하반기 갈수록 원가 부담이 완화되는 KT&G와 4)하반기 갈수록 해외 법인 실적 성장이 기대되는 롯데칠성과 풀무원 등 모멘텀이 풍부하기 때문이다.

그림66 주요 음식료/담배 커버리지 반기 영업이익 증가분



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림67 주요 음식료/담배 커버리지 시가총액 합산 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

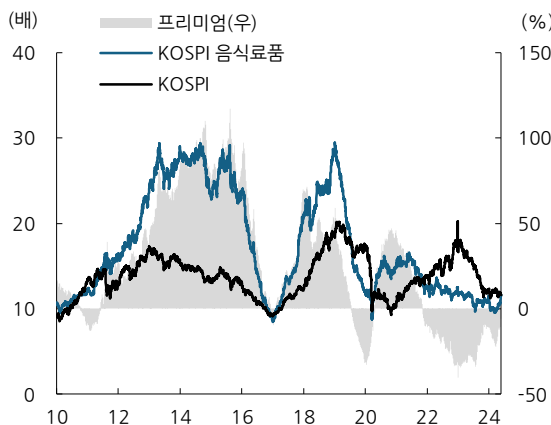
밸류에이션 및 Top Picks

밸류에이션:

KOSPI 음식료 PER 11.6배
목표배수 내수 기업 12배
해외 성장 기업 15~18배

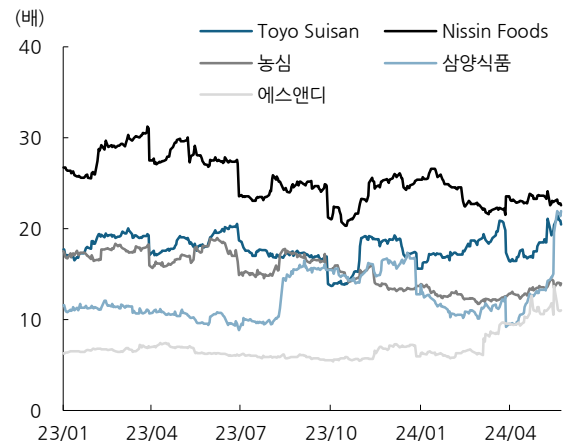
KOSPI 음식료 지수의 12M Fwd PER은 11.6배로 KOSPI와 동일한 수준까지 할인율이 축소됐다. 음식료 평균 배수를 고려해 내수 시장 기반 기업의 목표배수는 12배, 해외 비중이 확대되는 기업은 30~50%의 프리미엄을 적용한 15~18배를 적용했다. 성장이 제한적이고 경쟁이 심화되는 내수의 한계 속에서 해외 비중이 확대되는 기업은 지속적인 매출 성장을 기대할 수 있고 마진 개선에 따른 EPS 상승 폭은 더욱 확대되고 있기 때문에 밸류에이션 프리미엄을 적용했다. 최근 대표 K-Food 품목으로 꼽히는 라면의 경우 일본 라면 업체들이 평균 PER 20배를 받고 있고 미국에서 해당 업체의 점유율을 빼앗으며 성장하고 있어 목표배수가 상승 중이다. 과거에도 오리온이 중국 매출 비중이 확대되며 고성장한 때에 평균적으로 PER 30배를 받았던 것에서 해외 비중 확대 기업에 대한 선호도를 유지한다.

그림68 코스피와 코스피 음식료 지수 PER 프리미엄 추이



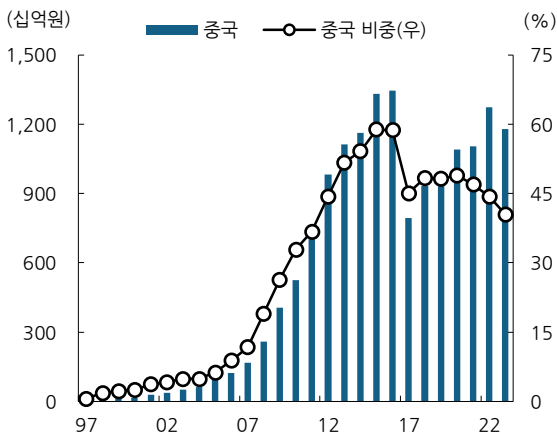
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림69 국내외 라면 업체 PER 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림70 오리온의 중국 매출액 추이 및 연결 실적 내 비중



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림71 오리온 분할전 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

최선후주: CJ제일제당

차선후주: 빙그레

관심종목: 삼양식품,
오리온, 풀무원 등

음식료 업종 Top Pick 순서를 기존과 다르게 변경한다. 최근 주가 상승으로 밸류에이션 매력이 축소된 기업과 예상대비 해외 실적이 가파르게 성장하며 실적 전망치가 상향된 기업의 성과를 반영했다. K-Food의 글로벌 인기와 함께 성장할 수 있는 기업 중심으로 비중확대 의견을 제시하는데 해외 매출 비중이 높은 순서로는 삼양식품, 오리온, CJ제일제당이 있다.

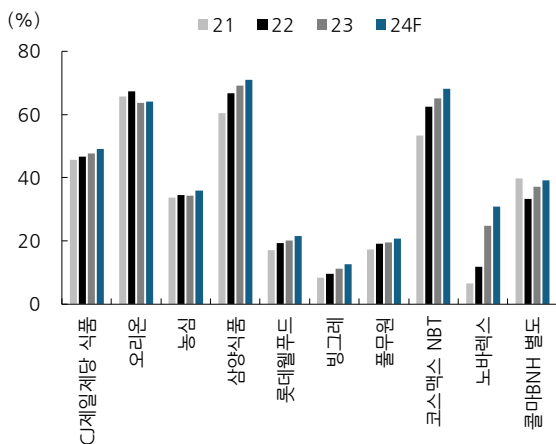
이중 삼양식품은 하반기 갈수록 기저 부담이 상승하고 판관비 증가에 따른 이익 성장률 둔화가 예상되고, 오리온은 밸류에이션 매력이 높지만 바이오 투자 이후センチ 회복이 더딘 상태로 관심종목으로 추천한다. CJ제일제당(097950)은 밸류에이션 매력이 높고 K-Food의 SKU확대에 최적화되어 있으며 비식품 부문의 수익성 개선까지 기대돼 최선후주 의견을 유지한다. 차선후주로는 절대적인 해외 비중이 높진 않지만 최근 미국을 중심으로 아이스크림과 가공우유 수출 성장이 나타나는 빙그레(005180)를 추천한다.

표3 음식료 커버리지 목표주가 산출

	CJ제일제당	빙그레	삼양식품	오리온
Top Pick				
투자의견	매수	매수	매수	매수
시가총액(십억원)	5,464.7	895.5	3,774.0	3,680.8
현재주가(원)	363,000	90,900	501,000	93,100
목표주가(원)	520,000	130,000(상향)	600,000(상향)	150,000(하향)
상승여력	43.3%	43.0%	19.8%	61.1%
목표주가 산출				
12M Fwd EPS (원)	35,210	11,277	33,595	10,647
2024F EPS	33,242	10,748	32,196	10,490
2025F EPS	39,146	12,336	36,393	10,962
Target PER (배)	15	9~12	15~18	18~15

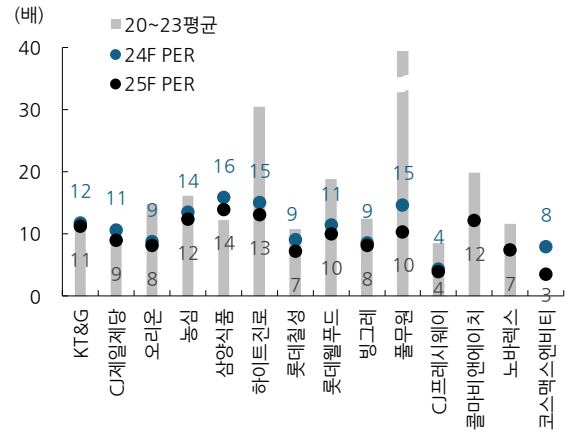
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 시가총액 및 현재주가는 2024.05.24 종가 기준

그림72 주요 기업 해외 매출 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림73 음식료 커버리지 PER 비교 *컨센스기준



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가 기준

Company Analysis

·CJ제일제당 097950

먹고 싶은 K-Food는 여기 다 있다

·빙그레 005180

과일 맛 K-디저트로 전세계가 빙그레

·삼양식품 003230

따라올 수 없는 K-라면의 맛

·오리온 271560

K-스낵에도 Super 이끌림



CJ 제일제당

097950

먹고 싶은 K-Food는 여기 다 있다

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.27

매수(유지)

목표주가(유지)	520,000원
현재주가(05/24)	363,000원
상승여력	43.3%

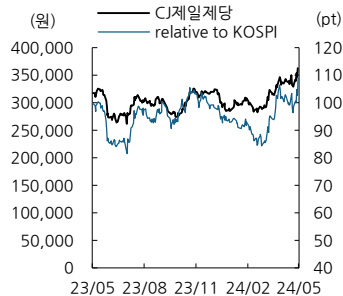
Stock Data

KOSPI	2,687.6pt
시가총액(보통주)	5,465십억원
발행주식수	15,054천주
액면가	5,000원
자본금	82십억원
60일 평균거래량	45천주
60일 평균거래대금	14,450백만원
외국인 지분율	25.2%
52주 최고가	365,500원
52주 최저가	258,000원
주요주주	
CJ(외 9인)	45.5%
국민연금공단(외 1인)	11.1%

추가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	7.7	7.3
3M	17.9	17.1
6M	13.6	6.0

주가차트



2024년 전 사업부 실적 턴어라운드 전망

CJ제일제당의 24년 실적은 연결기준 매출액 29.8조원(+3% YoY), 영업이익 1.6조원(+25% YoY, OPM 5.4%)으로 전망한다. 1분기 식품 부문의 수익성 개선이 두드러졌는데 이는 국내 가공식품 Q회복과 주요 곡물 투입원가 안정화, 미주 지역 내 피자과 만두 시장 지위 1위 기반 판매량 확대가 맞물린 것으로 2분기~하반기까지 이어질 전망이다. 또한 해외 식품은 치킨, 냉동밥 등 GSP 품목 확대와 유럽, 호주 메인스트림 채널 진입으로 성장동력을 추가해나가고 있어 긍정적이다. 비식품은 바이오는 고수익 제품 비중 확대, F&C는 축산 원가 안정화와 베트남과 인니법인 실적 회복으로 점진적인 실적 개선이 기대된다.

한식 한상 차림에서 간단 식사, 간식까지 K-Food 품목 확대

CJ제일제당의 해외 식품 매출은 24년 1분기 1조 3,752억원(+1.6% YoY)으로 식품 매출의 48.6%를 차지했다. 중국 지상귀 매각, 일본 수익 중심 운영으로 매출 성장률이 더뎠던 것으로 미주는 1조 1,751억원(+9% YoY)을 기록했고 유럽 +45%, 호주 +70% 성장했다. 24년 연간 해외 매출은 5.6조원(+4.1% YoY)으로 전망하며 식품 매출에서 해외 비중은 22년 46.7%→24년 48.3%로 확대될 것이다. 해외 식품 매출의 83%에 달하는 미주의 경우 최근 3년간(21~24F) 연평균 +11% 성장 중이다. 피자과 만두 그로서리 시장 1위 점유율을 확대하며 성장할 뿐만 아니라 치킨, 냉동밥, 상온밥, K-소스, 김치, 김, 떡볶이, 튀김류에 이르기까지 다양한 SKU를 확대하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 52만원 유지

목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 15배를 그대로 적용했다. 동사는 K-Food의 대표 주자로 미국, 유럽, 호주 등으로 지역을 다변화하고 SKU를 늘리는 등 성장 모멘텀을 확보해나가고 있다. 또한 셀렉타 매각 등 밸류에이션 저평가 요인이었던 비식품 부문의 비중이 줄어들고 향후 차입금 감소로 이어진다면 추가적인 기업가치 상승이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	26,289	30,080	29,023	29,790	31,119
영업이익	1,524	1,665	1,292	1,616	1,772
영업이익률(%)	5.8	5.5	4.5	5.4	5.7
세전이익	1,218	1,246	732	987	1,152
지배주주지분순이익	613	596	386	496	583
EPS(원)	40,267	39,097	25,759	33,242	39,146
증감률(%)	-10.9	-2.9	-34.1	29.1	17.8
ROE(%)	10.8	9.3	5.6	6.8	7.5
PER(배)	9.6	9.7	12.6	10.9	9.3
PBR(배)	1.0	0.9	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.3	5.1	5.1	5.4	5.1

자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표4 CJ제일제당 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,071.2	7,219.4	7,443.4	7,289.4	7,216.0	7,306.4	7,643.2	7,624.9	30,079.5	29,023.5	29,790.4	31,119.5
YoY	1.3%	-4.0%	-7.1%	-3.7%	2.0%	1.2%	2.7%	4.6%	14.4%	-3.5%	2.6%	4.5%
1. 식품	2,759.6	2,732.2	3,005.9	2,766.6	2,831.5	2,762.8	3,081.8	2,924.2	11,104.2	11,264.3	11,600.3	12,240.7
YoY	5.8%	4.8%	-1.6%	-2.3%	2.6%	1.1%	2.5%	5.7%	16.1%	1.4%	3.0%	5.5%
1-1. 국내식품	1,405.6	1,421.8	1,670.8	1,380.0	1,456.3	1,437.7	1,661.8	1,439.6	5,923.1	5,878.2	5,995.4	6,220.2
YoY	-1.9%	2.3%	-0.2%	-3.3%	3.6%	1.1%	-0.5%	4.3%	13.9%	-0.8%	2.0%	3.7%
1) 가공식품	867.9	841.0	1,054.1	941.8	1,021.7	915.0	1,106.8	979.5	3,656.2	3,704.8	4,022.9	4,247.7
YoY	-4.6%	3.3%	1.3%	5.6%	17.7%	8.8%	5.0%	4.0%	7.8%	1.3%	8.6%	5.6%
2) 소재식품	537.7	580.8	616.7	438.2	434.6	522.7	555.0	460.1	2,266.9	2,173.4	1,972.5	1,972.5
YoY	2.8%	0.9%	-2.7%	-18.1%	-19.2%	-10.0%	-10.0%	5.0%	25.2%	-4.1%	-9.2%	0.0%
1-2. 해외식품	1,354.0	1,310.4	1,335.1	1,386.6	1,375.2	1,325.1	1,420.0	1,484.6	5,181.1	5,386.1	5,604.9	6,020.5
YoY	15.1%	7.7%	-3.4%	-1.4%	1.6%	1.1%	6.4%	7.1%	18.7%	4.0%	4.1%	7.4%
1) 미주	1,077.2	1,036.8	1,091.7	1,175.0	1,175.1	1,097.2	1,158.6	1,237.0	4,035.6	4,380.7	4,667.9	4,923.0
YoY	17.7%	13.1%	1.2%	4.5%	9.1%	5.8%	6.1%	5.3%	19.6%	8.6%	6.6%	5.5%
2) 아태/유럽	276.8	273.6	243.4	211.6	200.1	227.9	261.4	247.5	1,145.5	1,005.4	937.0	1,097.5
YoY	6.0%	-8.7%	-19.9%	-24.7%	-27.7%	-16.7%	7.4%	17.0%	15.8%	-12.2%	-6.8%	17.1%
2. 바이오	991.9	1,046.0	1,058.2	1,038.2	1,021.6	1,062.8	1,071.4	1,066.8	4,854.0	4,134.3	4,222.6	4,305.1
YoY	-8.4%	-20.7%	-19.2%	-9.1%	3.0%	1.6%	1.2%	2.8%	30.1%	-14.8%	2.1%	2.0%
3. Feed & Care	656.6	645.1	609.2	580.8	591.1	590.6	594.5	594.9	2,821.2	2,491.7	2,371.2	2,442.3
YoY	4.8%	-3.5%	-21.4%	-22.8%	-10.0%	-8.4%	-2.4%	2.4%	15.3%	-11.7%	-4.8%	3.0%
4. 물류	2,807.8	2,962.4	2,937.1	3,060.6	2,921.4	3,047.2	3,059.8	3,203.0	12,130.7	11,767.9	12,231.4	12,800.5
YoY	-1.7%	-5.6%	-5.7%	1.2%	4.0%	2.9%	4.2%	4.7%	6.9%	-3.0%	3.9%	4.7%
기타 및 연결조정	-144.8	-166.3	-166.9	-156.7	-155.0	-157.1	-164.3	-163.9	-830.6	-634.7	-640.4	-669.1
영업이익	252.8	344.6	396.0	298.3	375.9	389.4	447.3	403.1	1,664.7	1,291.6	1,615.7	1,771.7
YoY	-42.0%	-31.7%	-18.2%	24.0%	48.7%	13.0%	13.0%	35.2%	9.2%	-22.4%	25.1%	9.7%
영업이익률	3.6%	4.8%	5.3%	4.1%	5.2%	5.3%	5.9%	5.3%	5.5%	4.5%	5.4%	5.7%
1. 식품부문	134.0	142.7	234.1	143.8	184.5	175.6	238.8	167.6	623.8	654.6	766.5	851.7
YoY	-21.0%	-14.9%	11.8%	86.5%	37.7%	23.1%	2.0%	16.5%	12.5%	4.9%	17.1%	11.1%
영업이익률	4.9%	5.2%	7.8%	5.2%	6.5%	6.4%	7.7%	5.7%	5.6%	5.8%	6.6%	7.0%
2. 바이오	63.1	84.3	47.1	56.8	97.8	85.0	75.0	85.3	636.7	251.3	343.2	367.6
YoY	-64.1%	-62.1%	-70.6%	-27.5%	55.1%	0.9%	59.2%	50.3%	34.5%	-60.5%	36.6%	7.1%
영업이익률	6.4%	8.1%	4.5%	5.5%	9.6%	8.0%	7.0%	8.0%	13.1%	6.1%	8.1%	8.5%
3. Feed & Care	-46.7	8.8	-5.9	-42.6	-15.2	-5.9	0.0	-0.5	7.7	-86.4	-21.6	-0.5
YoY	적전	158.8%	적전	적지	적지	적전	적지	적지	-94.9%	적전	적지	적지
영업이익률	-7.1%	1.4%	-1.0%	-7.3%	-2.6%	-1.0%	0.0%	-0.1%	0.3%	-3.5%	-0.9%	0.0%
4. 물류	99.0	112.4	124.8	144.0	109.4	138.2	137.6	154.5	411.8	480.2	539.8	564.9
YoY	30.9%	-3.2%	15.9%	28.2%	10.5%	23.0%	10.3%	7.3%	19.7%	16.6%	12.4%	4.7%
영업이익률	3.5%	3.8%	4.2%	4.7%	3.7%	4.5%	4.5%	4.8%	3.4%	4.1%	4.4%	4.4%
기타 및 연결조정	3.4	-3.6	-4.1	-3.7	-0.6	-3.6	-4.1	-3.7	-15.3	-8.1	-12.1	-12.1
순이익	49.3	127.5	230.8	151.9	154.6	170.8	221.4	188.6	802.7	559.5	735.5	857.9
YoY	-80.1%	-49.6%	2.2%	99.1%	213.5%	34.0%	-4.0%	24.1%	-10.1%	-30.3%	31.5%	16.6%
순이익률	0.7%	1.8%	3.1%	2.1%	2.1%	2.3%	2.9%	2.5%	2.7%	1.9%	2.5%	2.8%

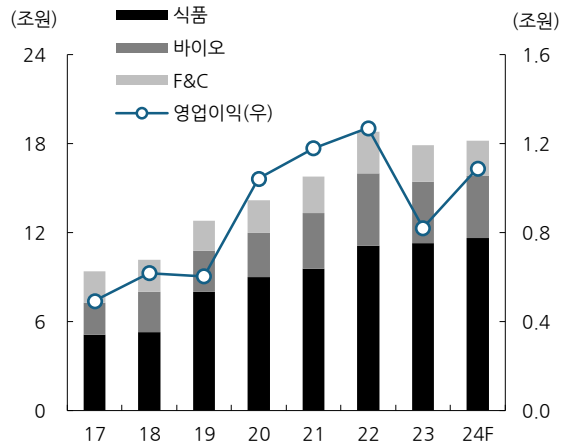
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 CJ제일제당 대한통운 제외 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,408.1	4,423.3	4,673.3	4,385.6	4,444.2	4,416.3	4,747.7	4,585.9	18,779.4	17,890.3	18,194.1	18,988.1
YoY	2.1%	-3.7%	-9.1%	-7.2%	0.8%	-0.2%	1.6%	4.6%	19.3%	-4.7%	1.7%	4.4%
영업이익	150.4	235.8	275.3	158.0	267.1	254.8	313.7	252.4	1,268.2	819.5	1,088.0	1,218.9
YoY	-58.8%	-40.1%	-28.8%	28.2%	77.6%	8.0%	14.0%	59.7%	7.6%	-35.4%	32.8%	12.0%
영업이익률	3.4%	5.3%	5.9%	3.6%	6.0%	5.8%	6.6%	5.5%	6.8%	4.6%	6.0%	6.4%

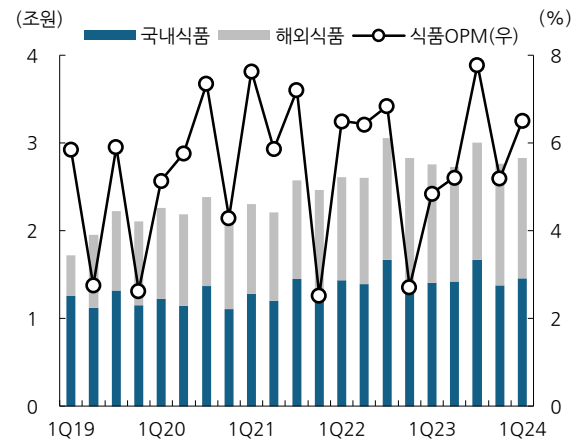
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 추정

그림74 대한통운 제외 CJ제일제당 실적 추이



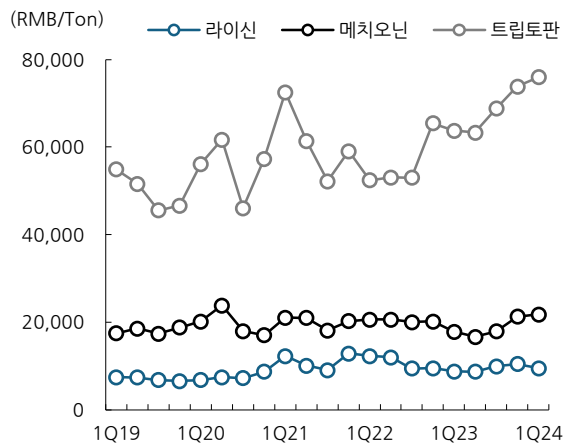
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 추정

그림75 CJ제일제당 식품 실적 추이



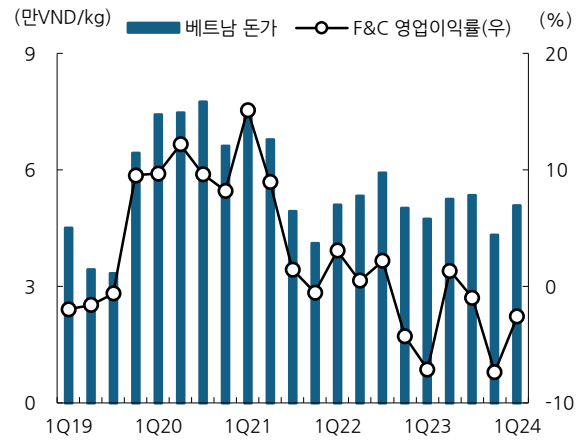
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

그림76 주요 사료용 아미노산 글로벌 판가 추이



자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

그림77 F&C사업부 이익률과 베트남 돈가 추이



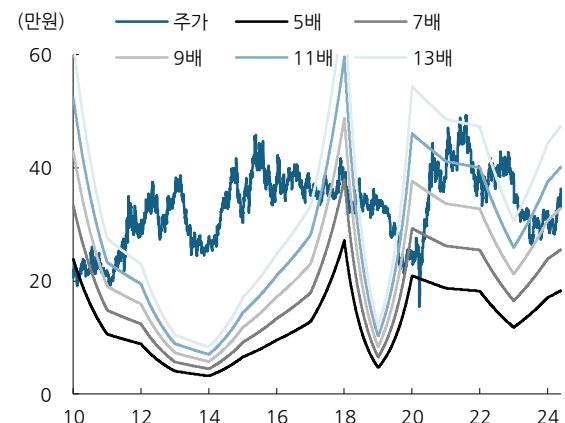
자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

그림78 CJ제일제당 해외 가공식품 라인업



자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

그림79 CJ제일제당 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[CJ 제일제당 097950]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	7,726	9,788	9,580	9,667	10,082	매출액	26,289	30,080	29,023	29,790	31,119
현금 및 현금성자산	1,097	1,797	1,854	1,629	1,700	매출원가	20,507	23,525	22,971	23,326	24,230
매출채권 및 기타채권	2,921	3,136	2,941	2,925	3,053	매출총이익	5,782	6,555	6,053	6,465	6,890
재고자산	2,338	3,201	2,649	2,889	3,016	판매비 및 관리비	4,258	4,890	4,761	4,849	5,118
기타	1,370	1,653	2,137	2,223	2,314	영업이익	1,524	1,665	1,292	1,616	1,772
비유동자산	19,130	20,225	20,023	20,306	20,632	(EBITDA)	2,790	3,068	2,834	2,829	3,009
관계기업투자등	873	730	827	861	896	금융손익	-329	-429	-456	-1,885	-1,883
유형자산	11,161	11,913	11,875	11,989	12,135	이자비용	273	367	515	1,926	1,926
무형자산	4,520	4,658	4,308	4,322	4,339	관계기업등 투자손익	216	32	139	498	498
자산총계	26,856	30,013	29,603	29,973	30,713	기타영업외손익	-194	-22	-243	758	765
유동부채	7,916	9,750	9,556	9,507	9,701	세전계속사업이익	1,218	1,246	732	987	1,152
매입채무 및 기타채무	3,677	4,140	3,314	3,214	3,355	계속사업법인세비용	325	443	173	252	294
단기금융부채	3,663	5,064	4,971	4,971	4,971	계속사업이익	892	803	559	735	858
기타유동부채	575	545	1,270	1,322	1,375	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	8,133	8,735	8,271	8,327	8,386	당기순이익	892	803	559	735	858
장기금융부채	6,346	7,067	6,711	6,711	6,711	지배주주	613	596	386	496	583
기타비유동부채	1,787	1,668	1,560	1,616	1,675	총포괄이익	1,376	916	559	735	858
부채총계	16,049	18,484	17,826	17,834	18,088	매출총이익률 (%)	22.0	21.8	20.9	21.7	22.1
지배주주지분	6,114	6,756	7,152	7,510	7,997	영업이익률 (%)	5.8	5.5	4.5	5.4	5.7
자본금	82	82	82	82	82	EBITDA마진률 (%)	10.6	10.2	9.8	9.5	9.7
자본잉여금	1,116	1,129	1,223	1,223	1,223	당기순이익률 (%)	3.4	2.7	1.9	2.5	2.8
이익잉여금	4,940	5,452	5,731	6,139	6,626	ROA (%)	2.3	2.1	1.3	1.7	1.9
비지배주주지분(연결)	4,693	4,773	4,628	4,628	4,628	ROE (%)	10.8	9.3	5.6	6.8	7.5
자본총계	10,807	11,529	11,780	12,139	12,626	ROIC (%)	6.2	5.5	4.8	5.8	6.2

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,686	1,627	2,445	876	1,245	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	892	803	559	735	858	P/E	9.6	9.7	12.6	10.9	9.3
비현금수익비용가감	1,956	2,328	2,273	486	524	P/B	1.0	0.9	0.7	0.8	0.7
유형자산감가상각비	1,114	1,254	1,380	1,085	1,107	P/S	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
무형자산감가상각비	151	149	162	128	131	EV/EBITDA	5.3	5.1	5.1	5.4	5.1
기타현금수익비용	691	924	287	-2,038	-2,025	P/CF	2.2	2.0	1.9	4.9	4.3
영업활동 자산부채변동	-693	-1,134	-155	-346	-136	배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.7	1.5	1.7
매출채권 감소(증가)	-570	-644	160	16	-128	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-246	-704	366	-240	-126	매출액	8.4	14.4	-3.5	2.6	4.5
매입채무 증가(감소)	236	341	-338	-100	141	영업이익	12.1	9.2	-22.4	25.1	9.7
기타자산 부채변동	-113	-128	-344	-21	-22	세전이익	3.3	2.3	-41.2	34.9	16.6
투자활동 현금	-625	-1,498	-703	-1,012	-1,079	당기순이익	13.5	-10.1	-30.3	31.5	16.6
유형자산처분(취득)	-1,252	-1,309	-1,017	-1,199	-1,253	EPS	-10.9	-2.9	-34.1	29.1	17.8
무형자산 감소(증가)	-96	-115	-135	-141	-148	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	380	-150	194	451	449	부채비율	148.5	160.3	151.3	146.9	143.3
기타투자활동	343	75	255	-122	-127	유동비율	97.6	100.4	100.3	101.7	103.9
재무활동 현금	-1,274	552	-1,658	-88	-96	순차입금/자기자본(x)	79.6	84.4	80.6	79.9	76.2
차입금의 증가(감소)	-100	1,130	-793	0	0	영업이익/금융비용(x)	5.6	4.5	2.5	0.8	0.9
자본의 증가(감소)	-114	-180	-136	-88	-96	총차입금 (십억원)	10,009	12,131	11,682	11,682	11,682
배당금의 지급	114	180	136	88	96	순차입금 (십억원)	8,602	9,731	9,490	9,701	9,616
기타재무활동	-1,060	-398	-728	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-115	700	56	-224	70	EPS	40,267	39,097	25,759	33,242	39,146
기초현금	1,212	1,097	1,797	1,854	1,629	BPS	373,194	412,396	436,576	458,471	488,209
기말현금	1,097	1,797	1,854	1,629	1,700	SPS	1,604,800	1,836,175	1,771,777	1,818,597	1,899,731
NOPLAT	1,117	1,073	987	1,203	1,320	CFPS	173,896	191,092	172,904	74,570	84,331
FCF	1,531	498	1,975	-136	167	DPS	5,000	5,500	5,500	5,500	6,000

자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

빙그레
005180

과일 맛 K-디저트로 전세계가 빙그레

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.27

매수(유지)

목표주가(상향) 130,000원
현재주가(05/24) 90,900원
상승여력 43.0%

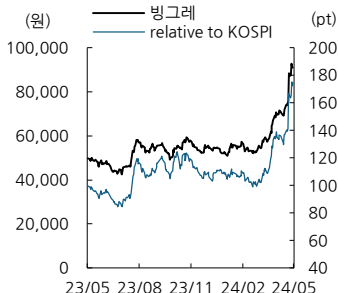
Stock Data

KOSPI 2,687.6pt
시가총액(보통주) 895십억원
발행주식수 9,851천주
액면가 5,000원
자본금 50십억원
60일 평균거래량 117천주
60일 평균거래대금 9,119백만원
외국인 지분율 22.6%
52주 최고가 97,700원
52주 최저가 41,850원
주요주주
김호연(외 4인) 40.9%
자사주(외 1인) 10.3%

추가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	29.5	29.0
3M	58.6	57.9
6M	57.0	49.3

주가차트



2024년 해외 매출 비중 확대와 판촉비 효율화로 수익성 개선 기조 유지

빙그레의 24년 실적은 연결 매출액 1조 4,623억원(+5% YoY), 영업이익 1,350억원(+20% YoY, OPM 9.2%)으로 전망한다. 23년 수익 정상화에 따른 큰 폭의 영업이익 개선 기저 부담으로 실적 성장 폭은 둔화되나 해외 비중의 점진적 확대와 비용 효율화로 1분기에 이어 수익성 개선 기조를 이어갈 것이다. 별도 기준 수출 매출의 비중은 20년 7.8%→22년 9.6%→24년 12.2%로 증가할 전망이다. 특히 미국 법인에서 기존 냉동 제품 외에도 바나나맛 우유 등 냉장 제품으로 카테고리 확대하며 성장하고 있어 긍정적이다. 2분기는 우호적 날씨 영향으로 빙과 및 냉장 내수 매출도 성장할 것으로 전망한다.

과일맛 아이스크림, 가공우유로 글로벌 소비자들을 사로잡다

빙그레의 바나나맛 우유와 메로나의 글로벌 인기가 심상치 않다. 특유의 과일 맛이라는 공통점과 K-콘텐츠에 등장하며 맛있는 디저트로 시장 지위를 확대하고 있다. 메로나는 풍부한 과일맛과 쫄득한 식감으로 인기를 끌고 있다. 미국 코스트코 전 점포에 입점되기 시작하며 미국을 중심으로 해외 매출이 급성장 중이다. 또한 현지인의 입맛에 맞춘 딸기, 망고, 코코넛, 타로, 피스타치오 등 다양한 맛의 메로나를 출시했다. 국내 1위 가공유인 바나나맛 우유 역시 딸기맛이나 초코맛이 대부분인 해외 가공유 시장에서 독보적인 맛으로 인기를 끌고 있으며 한국인의 추억의 상품으로 다양한 콘텐츠에 등장해 관심을 끌었다. 역시 현지인의 입맛에 맞춰 딸기, 메론, 바닐라, 타로, 커피 등으로 라인업을 확대하고 수출용 테트라팩 우유는 모두 할랄인증을 받는 등 글로벌 진출에 박차를 가하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 13만원으로 상향

빙그레의 목표주가 상향은 목표배수를 기존 9배에서 12배로 상향한데 기인한다. 다소 낮은 해외 비중을 반영해 음식료 평균 목표배수 12배 대비 할인했으나 최근 글로벌 유통채널 내 SKU를 늘려가며 성장이 기대되고 해외 비중 확대에 따른 실적 성장을 전망해 목표배수를 상향했다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,147	1,268	1,394	1,462	1,533
영업이익	26	39	112	135	155
영업이익률(%)	2.3	3.1	8.1	9.2	10.1
세전이익	-12	37	111	136	155
지배주주지분순이익	-19	26	86	106	120
EPS(원)	-1,962	2,905	9,751	11,975	13,623
증감률(%)	적전	흑전	235.7	22.8	13.8
ROE(%)	-3.4	4.5	14.2	15.5	15.6
PER(배)	-27.1	13.5	5.6	7.6	6.7
PBR(배)	0.9	0.7	0.8	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.5	3.3	2.4	4.0	3.2

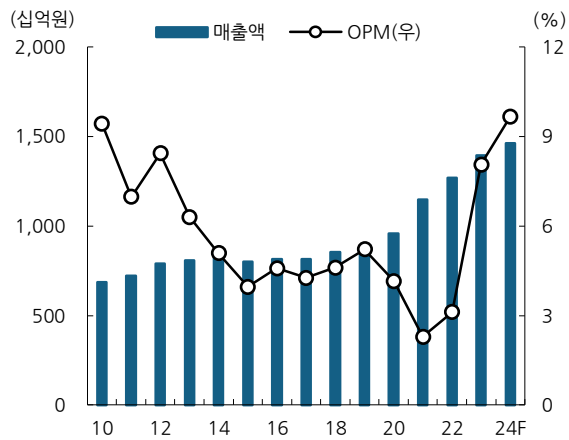
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표1 빙그레 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q23F	4Q23F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	293.5	388.7	434.2	277.8	300.9	414.7	460.2	286.5	1,267.7	1,394.3	1,462.3	1,532.9
YoY	14.8%	6.7%	11.2%	8.1%	2.5%	6.7%	6.0%	3.1%	10.5%	10.0%	4.9%	4.8%
1. 별도	264.7	327.0	354.0	249.7	276.5	347.7	374.2	256.7	1,091.5	1,195.3	1,255.0	1,298.1
YoY	14.4%	8.8%	9.6%	5.5%	4.5%	6.3%	5.7%	2.8%	10.9%	9.5%	5.0%	3.4%
1-1. 냉장품목군	145.7	157.1	157.6	148.1	153.1	165.6	163.0	151.9	573.2	608.5	633.6	652.4
YoY	10.8%	6.8%	6.5%	1.1%	5.0%	5.4%	3.4%	2.6%	5.3%	6.2%	4.1%	3.0%
1) 내수	131.0	140.9	144.6	135.6	133.4	143.7	146.0	136.9	528.3	552.1	560.0	565.6
YoY	9.2%	3.7%	4.0%	1.6%	1.8%	2.0%	1.0%	1.0%	4.7%	4.5%	1.4%	1.0%
2) 수출	14.7	16.3	13.1	12.5	19.7	21.9	17.0	15.0	44.9	56.5	73.6	86.8
YoY	27.6%	43.9%	43.8%	-3.9%	33.9%	35.0%	30.0%	20.0%	13.2%	25.9%	30.3%	18.0%
1-2. 냉동품목군	118.9	169.9	196.4	101.6	123.4	182.0	211.2	104.7	518.3	586.8	621.4	645.6
YoY	19.1%	10.7%	12.3%	12.6%	3.8%	7.2%	7.6%	3.1%	17.9%	13.2%	5.9%	3.9%
1) 내수	96.8	145.4	182.7	93.0	99.2	152.7	195.5	94.9	458.9	517.9	542.2	558.5
YoY	17.5%	9.7%	12.0%	15.1%	2.4%	5.0%	7.0%	2.0%	15.6%	12.9%	4.7%	3.0%
2) 수출	22.1	24.4	13.7	8.6	24.3	29.3	15.7	9.9	59.4	68.8	79.2	87.1
YoY	26.6%	17.7%	16.9%	-8.8%	9.7%	20.0%	15.0%	15.0%	39.2%	16.0%	15.1%	10.0%
2. 연결/조정	28.8	61.7	80.2	28.2	24.3	67.0	86.1	29.8	176.2	199.0	207.2	234.8
YoY	18.3%	-3.3%	18.4%	39.1%	-15.6%	8.6%	7.2%	5.8%	7.8%	12.9%	4.1%	13.3%
1) 해태	33.4	57.9	80.0	27.8	29.7	60.8	84.0	28.3	174.9	199.1	202.8	207.9
YoY	19.0%	10.2%	16.1%	9.7%	-11.1%	5.0%	5.0%	2.0%	9.2%	13.9%	1.9%	2.5%
2) 기타/조정	-4.6	3.8	0.3	0.4	-5.4	6.2	2.1	1.5	1.4	-0.1	4.4	26.9
영업이익	12.7	46.2	65.4	-12.2	21.1	52.4	70.1	-8.4	39.4	112.2	135.0	154.6
YoY	702.7%	119.5%	153.9%	적지	65.2%	13.2%	7.1%	적지	50.2%	184.8%	20.3%	14.5%
영업이익률	4.3%	11.9%	15.1%	-4.4%	7.0%	12.6%	15.2%	-2.9%	3.1%	8.1%	9.2%	10.1%
1. 별도	13.9	34.8	49.0	-5.2	24.9	40.3	52.8	-2.5	38.9	92.6	115.5	130.0
YoY	179.1%	109.1%	143.1%	적지	79.0%	15.7%	7.8%	적지	24.6%	137.8%	24.8%	12.5%
영업이익률	5.2%	10.7%	13.9%	-2.1%	9.0%	11.6%	14.1%	-1.0%	3.6%	7.7%	9.2%	10.0%
2. 연결/조정	-1.1	11.4	16.4	-7.0	-3.8	12.1	17.2	-6.0	0.5	19.6	19.5	24.6
YoY	적지	158.6%	192.9%	적지	적지	5.7%	5.0%	적지	흑전	4043%	-0.8%	26.4%
영업이익률	-4.0%	18.5%	20.4%	-24.8%	-15.7%	18.0%	20.0%	-20.0%	0.3%	9.9%	9.4%	10.5%
순이익	8.7	37.6	52.9	-13.0	18.3	41.4	55.8	-9.6	25.7	86.2	105.9	120.4
YoY	525.4%	169.8%	162.4%	적지	110.6%	9.9%	5.5%	적지	흑전	235.7%	22.8%	13.8%
순이익률	3.0%	9.7%	12.2%	-4.7%	6.1%	10.0%	12.1%	-3.4%	2.0%	6.2%	7.2%	7.9%

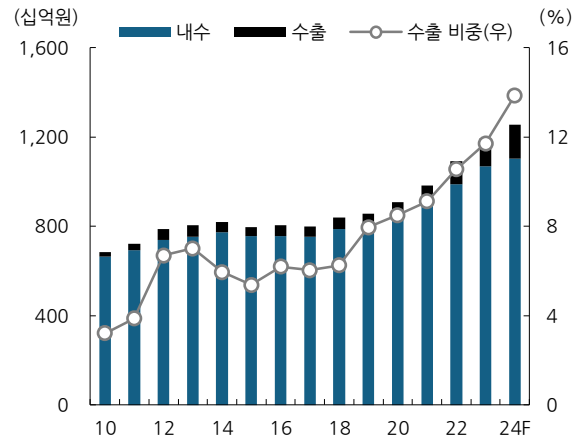
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 빙그레 연결 실적 추이 및 전망



자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 빙그레 수출 비중 확대 추이



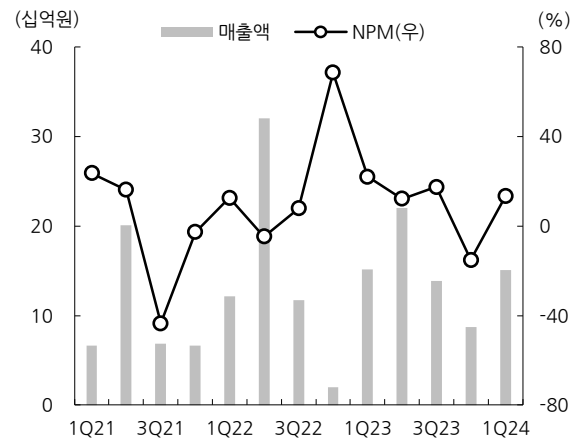
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 빙그레 바나나맛 우유와 메로나 라인업



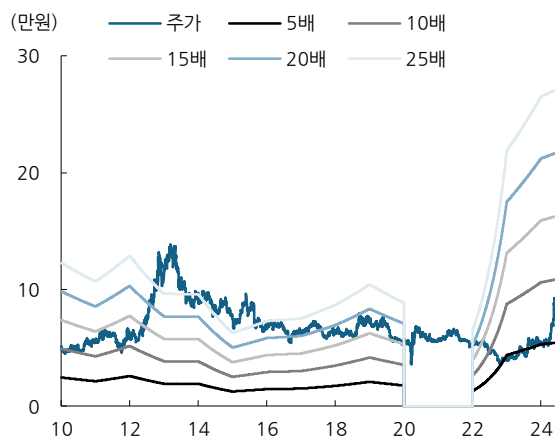
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터

그림4 빙그레 미국 법인 실적 추이



자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터

그림5 빙그레 PER밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림6 빙그레 목표주가 산출내역

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원) *자사주 포함	11,241
2024F EPS	10,748
2025F EPS	12,227
Target PER (배)	12.0
Historical PER(22-23)	12.5
음식료 평균 PER	12.0
목표주가 (원)	130,000
현재주가 (원)	90,900
상승여력	43.0%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 현재주가는 2024.05.24 종가

[빙그레 005180]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	314	315	395	457	553	매출액	1,147	1,268	1,394	1,462	1,533
현금 및 현금성자산	96	79	148	176	258	매출원가	846	932	953	918	928
매출채권 및 기타채권	61	83	85	119	125	매출총이익	302	336	441	544	605
재고자산	74	127	126	125	131	판매비 및 관리비	276	296	329	409	451
기타	82	25	35	37	38	영업이익	26	39	112	135	155
비유동자산	446	454	496	535	545	(EBITDA)	82	98	174	188	210
관계기업투자등	29	26	20	21	22	금융손익	4	3	3	-1	0
유형자산	295	299	353	389	394	이자비용	0	0	2	2	2
무형자산	65	57	48	48	48	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	760	769	891	992	1,098	기타영업외손익	-42	-5	-4	1	1
유동부채	160	152	182	198	207	세전계속사업이익	-12	37	111	136	155
매입채무 및 기타채무	146	134	145	161	168	계속사업법인세비용	8	11	25	30	35
단기금융부채	7	9	15	15	15	계속사업이익	-19	26	86	106	120
기타유동부채	7	10	22	23	23	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	42	41	67	68	69	당기순이익	-19	26	86	106	120
장기금융부채	5	19	32	32	32	지배주주	-19	26	86	106	120
기타비유동부채	37	22	35	35	36	총포괄이익	-18	26	86	106	120
부채총계	202	193	249	266	276	매출총이익률 (%)	26.3	26.5	31.6	37.2	39.5
지배주주지분	558	576	642	726	822	영업이익률 (%)	2.3	3.1	8.1	9.2	10.1
자본금	50	50	50	50	50	EBITDA마진률 (%)	7.1	7.8	12.5	12.9	13.7
자본잉여금	65	65	65	65	65	당기순이익률 (%)	-1.7	2.0	6.2	7.2	7.9
이익잉여금	468	487	554	637	733	ROA (%)	-2.5	3.4	10.4	11.2	11.5
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	-3.4	4.5	14.2	15.5	15.6
자본총계	558	576	642	726	822	ROIC (%)	5.0	6.4	17.7	19.9	21.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	56	-11	178	145	173	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-19	26	86	106	120	P/E	-27.1	13.5	5.6	7.6	6.7
비현금수익비용가감	109	80	92	55	56	P/B	0.9	0.7	0.8	1.2	1.1
유형자산감가상각비	45	48	52	53	55	P/S	0.5	0.3	0.4	0.6	0.6
무형자산상각비	10	11	10	0	0	EV/EBITDA	4.5	3.3	2.4	4.0	3.2
기타현금수익비용	54	21	29	3	1	P/CF	5.8	3.6	3.0	5.5	5.1
영업활동 자산부채변동	-20	-107	0	-17	-4	배당수익률 (%)	2.6	3.8	4.8	3.1	3.3
매출채권 감소(증가)	9	-18	2	-34	-6	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-19	-52	-1	1	-6	매출액	19.6	10.5	10.0	4.9	4.8
매입채무 증가(감소)	-3	-18	-12	15	8	영업이익	-34.1	50.2	184.8	20.3	14.5
기타자산 부채변동	-8	-19	10	0	0	세전이익	적전	흑전	202.1	22.4	14.4
투자활동 현금	-19	19	-98	-93	-66	당기순이익	적전	흑전	235.7	22.8	13.8
유형자산처분(취득)	-55	-28	-84	-88	-61	EPS	적전	흑전	235.7	22.8	13.8
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	35	57	-10	-2	-2	부채비율	36.3	33.6	38.8	36.7	33.5
기타투자활동	2	-9	-3	-3	-3	유동비율	196.2	206.8	216.9	230.4	267.0
재무활동 현금	-24	-24	-12	-23	-25	순차입금/자기자본(x)	-27.6	-11.4	-18.8	-20.6	-28.3
차입금의 증가(감소)	-9	-12	2	0	0	영업이익/금융비용(x)	82.8	140.2	65.6	63.3	72.5
자본의 증가(감소)	-14	-12	-13	-23	-25	총차입금 (십억원)	12	27	48	48	48
배당금의 지급	14	12	13	23	25	순차입금 (십억원)	-154	-65	-121	-150	-233
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	14	-17	69	28	82	EPS	-1,962	2,905	9,751	11,975	13,623
기초현금	82	96	79	148	176	BPS	56,630	58,446	65,129	73,724	83,438
기말현금	96	79	148	176	258	SPS	116,476	128,683	141,537	148,434	155,606
NOPLAT	19	28	87	105	120	CFPS	9,128	10,767	18,090	16,380	17,946
FCF	50	18	80	51	107	DPS	1,400	1,500	2,600	2,800	3,000

자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

삼양식품
003230

따라올 수 없는 K-라면의 맛

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.27

매수(유지)

목표주가(상향) 600,000원
현재주가(05/24) 501,000원
상승여력 19.8%

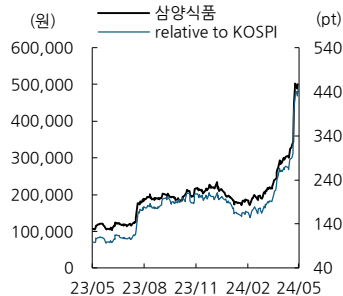
Stock Data

KOSPI	2,687.6pt
시가총액(보통주)	3,774십억원
발행주식수	7,533천주
액면가	5,000원
자본금	38십억원
60일 평균거래량	95천주
60일 평균거래대금	30,203백만원
외국인 지분율	13.3%
52주 최고가	579,000원
52주 최저가	103,100원
주요주주	
삼양내츄럴스(외 9인)	45.2%
국민연금공단(외 1인)	10.0%

추가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	72.8	72.3
3M	169.4	168.6
6M	131.4	123.8

추가차트



2024년 해외 실적 호조 이어지며 라면 대장주로 등극

삼양식품의 24년 실적은 연결기준 매출액 1.5조원(+28% YoY), 영업이익 2,951억원(+100% YoY, OPM 19.3%)으로 전망한다. 동사는 미국, 중국, 동남아, 유럽 등 늘어나는 글로벌 수요를 적극적으로 대응하고 있다. 또한 판매 법인을 통한 적극적인 영업활동 및 유통채널 확대의 효과도 나타나고 있어 긍정적이다. 1분기 실적을 통해 해외 매출 성장이 영업 레버리지 효과로 이어짐을 증명했는데 해외 매출 비중이 1Q23 64%→1Q24 75%로 확대되자 GPM은 28.7%→42.4%, OPM은 9.7%→20.8%로 개선된 것이다. 24년 연간 해외 매출 비중은 73%로 23년 68%대비 상승할 것으로 기대된다.

불닭볶음면 다양한 맛과 지역으로 확장 중

삼양식품은 불닭볶음면의 SKU를 확대하며 다양한 인종의 다양한 입맛을 만족시키면서 성장 중이다. 최근 미국에서 인기를 끈 삼양식품의 까르보 불닭은 오리지널 제품 대비 비교적 덜 매운맛과 친숙한 까르보나라의 맛으로 글로벌 소비자의 입맛을 저격하며 성장 중이다. 이외에도 하바네로 불닭볶음면(미주), 야끼소바 불닭볶음면(아시아), 마살라 불닭볶음면(중동) 등 지역 맞춤형 제품을 출시해 시장을 공략하고 있다. 이에 따라 불닭브랜드 수출 금액 중 오리지널 비중은 22년 50%대에서 23년 40%대로 줄어들고 까르보 불닭이 20%대로 성장했으며 기타의 비중도 지속 상승 중이다. 한편 지역적으로도 매출 다변화가 나타나고 있는데 별도기준 국내 매출은 21년 39%→23년 31%로 축소됐고 동기간 중국은 22%→21% 줄었고 미주 10%→16%, 유럽 6%→11%로 확대되고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 60만원으로 상향

목표주가 상향은 목표배수를 기존 15배에서 18배로 상향한데 기인한다. 이는 일본 라면업체의 평균 20배 대비 10% 할인한 배수이다. 동사는 불닭 브랜드의 SKU를 확대하며 국가와 채널 다각화로 실적 성장이 나타나고 있고 25년 CAPA 증설을 통한 모멘텀을 보유하고 있어 업종 내 최고 밸류에이션을 적용했다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	642	909	1,193	1,527	1,730
영업이익	65	90	148	295	338
영업이익률(%)	10.2	9.9	12.4	19.3	19.5
세전이익	72	102	156	311	354
지배주주지분순이익	56	80	126	243	274
EPS(원)	7,480	10,593	16,761	32,196	36,393
증감률(%)	-16.2	41.6	58.2	92.1	13.0
ROE(%)	15.4	18.9	24.8	35.7	29.7
PER(배)	12.7	12.0	12.9	15.6	13.8
PBR(배)	1.8	2.1	2.9	4.8	3.6
EV/EBITDA(배)	9.8	9.8	9.6	11.7	9.8

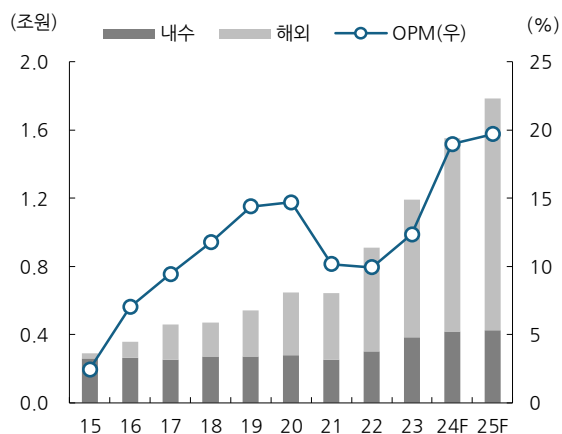
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표2 삼양식품 실적테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	245.6	285.4	335.2	326.7	385.7	384.6	385.0	371.3	909.0	1,192.9	1,526.6	1,729.5
YoY	21.5%	11.8%	58.5%	36.1%	57.1%	34.8%	14.8%	13.6%	41.6%	31.2%	28.0%	13.3%
*지역별												
1. 해외	157.9	189.9	239.8	221.7	289.0	283.1	286.4	265.2	605.7	809.3	1,123.6	1,316.8
YoY	18.9%	3.6%	78.3%	43.0%	83.0%	49.1%	19.4%	19.6%	55.9%	33.6%	38.8%	17.2%
2. 내수	87.6	95.5	95.5	105.0	96.8	101.6	98.6	106.1	303.3	383.6	403.0	412.7
YoY	26.5%	32.6%	23.9%	23.6%	10.4%	6.4%	3.3%	1.0%	19.7%	26.5%	5.1%	2.4%
*법인별												
1. 별도	222.6	272.9	287.5	315.0	300.8	329.9	302.9	331.0	833.2	1,098.0	1,264.5	1,423.7
YoY	19.8%	31.2%	45.0%	30.6%	35.1%	20.9%	5.3%	5.1%	32.1%	31.8%	15.2%	12.6%
2. 연결/조정	22.9	12.4	47.8	11.8	85.0	54.7	82.1	40.3	75.8	94.9	262.1	305.9
YoY	40.0%	-73.7%	259.6%	흑전	270.7%	340.8%	72.0%	242.2%	579.1%	25.1%	176.3%	16.7%
1) 중국	32.6	37.5	81.4	69.9	93.4	93.7	97.6	80.3	128.7	221.3	365.0	427.8
YoY	65.4%	13.1%	109.4%	87.8%	186.2%	150.0%	20.0%	15.0%	흑전	72.0%	64.9%	17.2%
2) 미국	23.2	41.5	49.6	46.5	75.0	78.9	74.3	72.0	62.3	160.8	300.2	354.9
YoY	102.1%	78.3%	363.0%	176.7%	222.5%	90.0%	50.0%	55.0%	흑전	158.1%	86.7%	18.2%
3) 일본	6.2	5.9	5.6	5.9	5.9	5.8	5.5	5.8	20.3	23.6	23.0	24.1
YoY	69.0%	5.8%	60.3%	-22.1%	-5.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	19.5%	16.2%	-2.8%	5.0%
4) 인도네시아				0.5	3.1	4.0	5.0	3.0		0.5	15.1	17.3
YoY								501.7%		흑전	2919.7%	15.0%
5) 조정	-39.1	-72.6	-88.8	-110.9	-92.2	-127.7	-100.4	-120.8	-135.5	-311.4	-441.2	-518.3
영업이익	23.9	44.0	43.4	36.2	80.1	75.8	69.8	69.4	90.4	147.5	295.1	337.6
YoY	-2.6%	61.2%	124.7%	88.3%	235.8%	72.1%	60.8%	91.8%	38.3%	63.2%	100.1%	14.4%
영업이익률	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	19.7%	18.1%	18.7%	9.9%	12.4%	19.3%	19.5%
*법인별												
1. 별도	19.4	43.1	39.5	52.9	64.9	69.2	57.5	66.2	86.2	154.8	257.8	291.7
YoY	-24.2%	96.2%	138.7%	138.7%	234.4%	60.8%	45.7%	25.1%	53.2%	79.6%	66.5%	13.2%
영업이익률	8.7%	15.8%	13.7%	16.8%	21.6%	21.0%	19.0%	20.0%	10.3%	14.1%	20.4%	20.5%
2. 연결/조정	4.5	1.0	4.0	-16.7	15.2	6.6	12.3	3.2	4.1	-7.3	37.4	45.9
YoY	흑전	-81.8%	41.6%	적지	241.7%	572.1%	211.8%	흑전	-54.3%	적전	흑전	22.8%
영업이익률	19.5%	7.9%	8.3%	-141.9%	17.9%	12.0%	15.0%	8.0%	5.5%	-7.7%	14.2%	15.0%
순이익	22.6	34.8	37.8	31.4	66.5	61.9	57.2	56.9	80.3	126.6	242.4	274.0
YoY	17.2%	26.1%	21.1%	135.7%	194.5%	77.5%	51.3%	81%	41.7%	57.7%	91.5%	13.0%
순이익률	9.2%	12.2%	11.3%	9.6%	17.2%	16.1%	14.9%	15.3%	8.8%	10.6%	15.9%	15.8%

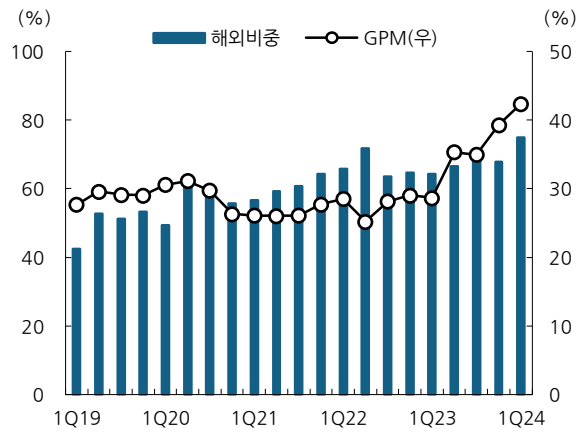
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림7 삼양식품 연간 실적 추이 및 전망



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림8 삼양식품 분기별 해외 매출 비중과 수익성 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

투자의견 매수 유지, 목표주가 상향

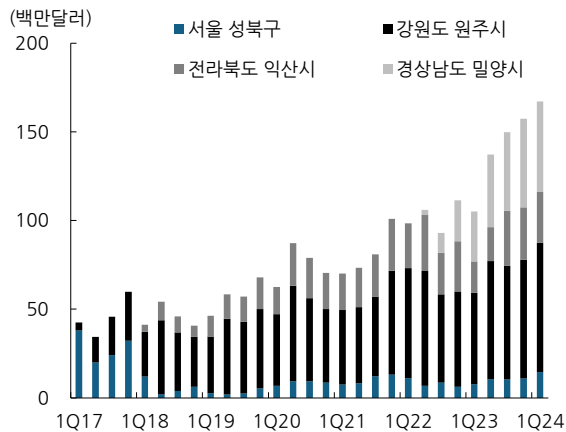
삼양식품의 목표주가를 기존 50만원에서 60만원으로 20% 상향한다. 목표주가 상향은 목표배수를 기존 15배에서 18배로 상향한데 기인한다. 일본 라면업체들의 평균 PER 20배 대비 10%할인 적용한 것으로 최근 미국을 비롯한 글로벌 시장에서 차별적인 성장률을 시현하는 것을 감안해 음식료 내 최고 배수를 적용했다.

표3 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(24.05.17)		추정치변경(24.05.27)		% Gap	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,550.8	1,785.4	1,526.6	1,729.5	-1.6	-3.1
영업이익	294.2	351.9	295.1	337.6	0.3	-4.1
영업이익률	19.0	19.7	19.3	19.5	0.4	-0.2
순이익	237.0	278.9	242.4	274.0	2.3	-1.7
순이익률	15.3	15.6	15.9	15.8	0.6	0.2

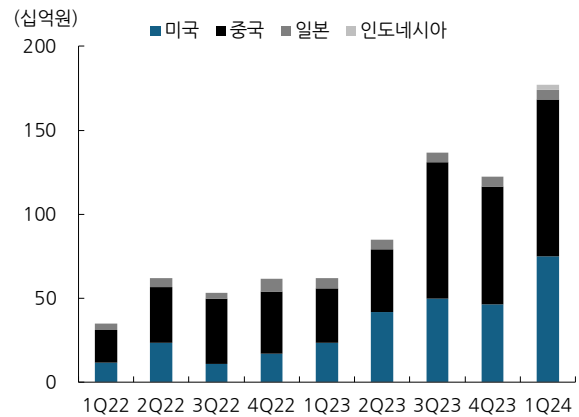
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림9 삼양식품 추정 라면 수출 실적 추이



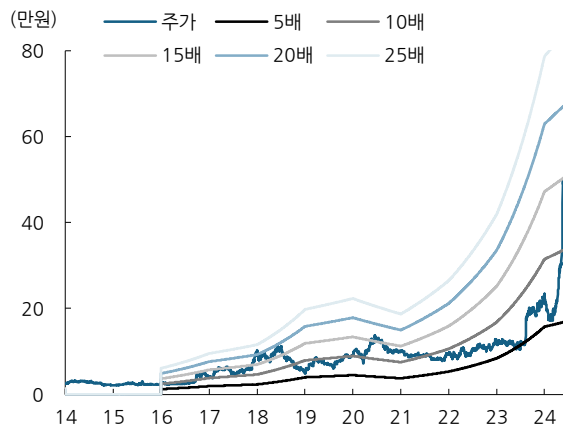
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 삼양식품 해외 법인 실적 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림11 삼양식품 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림12 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	33,595
2024F EPS	32,196
2025F EPS	36,393
Target PER (배)	18.0
Historical PER(20~23)	12.2
일본 라면업체 PER	20.0
목표주가 (원)	600,000
현재주가 (원)	501,000
상승여력	19.8%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2024.05.24 종가

[삼양식품 003230]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	279	354	497	651	885	매출액	642	909	1,193	1,527	1,730
현금 및 현금성자산	114	97	219	349	525	매출원가	471	658	776	902	1,026
매출채권 및 기타채권	58	86	81	100	122	매출총이익	171	251	417	625	703
재고자산	45	110	142	146	178	판매비 및 관리비	105	161	269	329	366
기타	62	61	55	57	60	영업이익	65	90	148	295	338
비유동자산	474	571	672	727	789	(EBITDA)	81	115	180	319	365
관계기업투자등	9	12	10	10	11	금융손익	6	-3	-5	-45	-44
유형자산	421	475	543	586	635	이자비용	0	5	12	46	46
무형자산	6	54	55	64	75	관계기업등 투자손익	0	2	6	18	18
자산총계	753	925	1,169	1,378	1,673	기타영업외손익	1	12	8	43	43
유동부채	182	225	402	381	417	세전계속사업이익	72	102	156	311	354
매입채무 및 기타채무	117	141	175	152	186	계속사업법인세비용	15	22	30	69	80
단기금융부채	53	52	176	176	176	계속사업이익	57	80	127	242	274
기타유동부채	13	32	51	53	55	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	175	245	192	192	193	당기순이익	57	80	127	242	274
장기금융부채	157	231	169	169	169	지배주주	56	80	126	243	274
기타비유동부채	18	14	23	24	25	총포괄이익	56	80	127	242	274
부채총계	357	470	594	573	610	매출총이익률 (%)	26.6	27.6	34.9	40.9	40.7
지배주주지분	390	453	565	793	1,052	영업이익률 (%)	10.2	9.9	12.4	19.3	19.5
자본금	38	38	38	38	38	EBITDA마진률 (%)	12.6	12.7	15.1	20.9	21.1
자본잉여금	12	11	11	11	11	당기순이익률 (%)	8.8	8.8	10.6	15.9	15.8
이익잉여금	339	409	522	749	1,007	ROA (%)	8.6	9.5	12.1	19.0	18.0
비지배주주지분(연결)	5	2	12	12	12	ROE (%)	15.4	18.9	24.8	35.7	29.7
자본총계	396	455	577	805	1,064	ROIC (%)	13.5	13.2	18.6	32.0	32.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	58	48	196	209	265	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	57	0	127	242	274	P/E	12.7	12.0	12.9	15.6	13.8
비현금수익비용가감	20	27	70	11	11	P/B	1.8	2.1	2.9	4.8	3.6
유형자산감가상각비	15	25	32	20	23	P/S	1.1	1.1	1.4	2.5	2.2
무형자산상각비	0	0	0	4	5	EV/EBITDA	9.8	9.8	9.6	11.7	9.8
기타현금수익비용	5	-3	23	-49	-52	P/CF	9.3	35.4	8.3	14.9	13.2
영업활동 자산부채변동	-13	-63	0	-45	-20	배당수익률 (%)	1.1	1.1	1.0	0.4	0.4
매출채권 감소(증가)	-10	-25	0	-18	-22	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-10	-64	-39	-4	-33	매출액	-1.0	41.6	31.2	28.0	13.3
매입채무 증가(감소)	24	15	21	-24	34	영업이익	-31.4	38.3	63.2	100.1	14.4
기타자산 부채변동	-16	10	18	1	1	세전이익	-20.5	41.4	53.3	99.1	13.6
투자활동 현금	-173	-100	-66	-63	-73	당기순이익	-16.6	41.7	57.7	91.5	13.0
유형자산처분(취득)	-139	-87	-43	-63	-72	EPS	-16.2	41.6	58.2	92.1	13.0
무형자산 감소(증가)	-2	8	-3	-13	-15	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-42	10	14	16	16	부채비율	90.3	103.4	102.9	71.2	57.4
기타투자활동	10	-30	-33	-3	-3	유동비율	152.9	157.1	123.7	171.2	212.3
재무활동 현금	125	37	-8	-16	-16	순차입금/자기자본(x)	19.6	37.8	17.8	-3.5	-19.3
차입금의 증가(감소)	131	68	4	0	0	영업이익/금융비용(x)	182.2	18.9	12.1	6.4	7.3
자본의 증가(감소)	-6	-20	-12	-16	-16	총차입금 (십억원)	209	283	344	344	344
배당금의 지급	6	14	12	16	16	순차입금 (십억원)	77	172	103	-28	-205
기타재무활동	0	-10	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	10	-18	122	130	176	EPS	7,480	10,593	16,761	32,196	36,393
기초현금	104	114	97	219	349	BPS	51,824	60,129	74,979	105,301	139,594
기말현금	114	97	219	349	525	SPS	85,229	120,674	158,358	202,656	229,591
NOPLAT	51	71	119	230	262	CFPS	10,209	3,591	26,034	33,600	37,824
FCF	-109	-136	130	146	192	DPS	1,000	1,400	2,100	2,100	2,100

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

오리온
271560

K-스낵에도 Super 이끌림

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.27

매수(유지)

목표주가(하향) 150,000원
현재주가(05/24) 93,100원
상승여력 61.1%

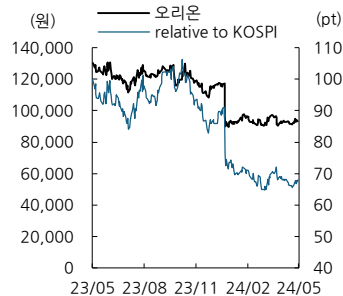
Stock Data

KOSPI 2,687.6pt
시가총액(보통주) 3,681십억원
발행주식수 39,536천주
액면가 500원
자본금 20십억원
60일 평균거래량 253천주
60일 평균거래대금 23,562백만원
외국인 지분율 30.6%
52주 최고가 133,700원
52주 최저가 89,200원
주요주주
오리온홀딩스(외 8인) 43.8%
국민연금공단(외 1인) 8.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.0	-0.4
3M	-3.6	-4.4
6M	-21.5	-29.1

주가차트



2024년 국내외 CAPA확대로 성장 지속 전망

오리온의 24년 실적은 연결기준 매출액 3.2조원(+9% YoY), 영업이익 5,570억 원(+13% YoY, OPM 17.6%)으로 전망한다. 각 국가별 시장 환경에 맞는 채널 확장 전략과 신제품 출시, CAPA 확대로 지속적인 실적 성장이 기대된다. 1)국내 는 매출액 +6%(이하 YoY), 영업이익 +7%로 채널별 특화 제품 확대를 통한 매 대 확대와 판매량 증가에 따른 레버리지 효과가 이어질 전망이다. 2)중국은 매출 액 +11%, 영업이익 +17%로 명절 시점차이에 따른 기저 효과와 젤리 등 신제품 매출 확대, 비용 효율화에 따른 수익성 개선이 기대된다. 3)베트남은 매출액 +11%, 영업이익 +15%로 성장이 기대되는데 경기 회복과 유제품 카테고리 확 대, CAPA 증설이 맞물리며 외형 성장이 기대된다. 4)러시아는 매출액 +7%, 영 업이익 +7%로 역시 CAPA 증설과 카테고리 확대에 따른 성장이 기대된다.

교북칩의 해외 진출 확대와 미국 실적 성장, 인도 확대

오리온의 국내 법인의 수출 매출은 23년 720억원(+12.5% YoY)으로 성장했고 1Q24는 180억원(+20% YoY)을 기록했다. 이중 23년 오리온의 미국 수출 금액 은 280억원으로 절반이 교북칩인 것으로 나타났으며 향후 교북칩 매출이 400억 원까지 성장하면 미국 현지 공장 설립도 고려 중인것으로 파악된다. 미국 플레이 밍 라임맛, 인도의 비건맛, 호주의 스테이크맛, 중국의 마라새우맛 등 현지화를 통해 글로벌 교북칩 매출액은 23년 800억원을 기록했다. 또한 인도에서도 현지 공장 확대로 실적 성장이 기대된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 15만원으로 하향하나 관심종목으로 추천

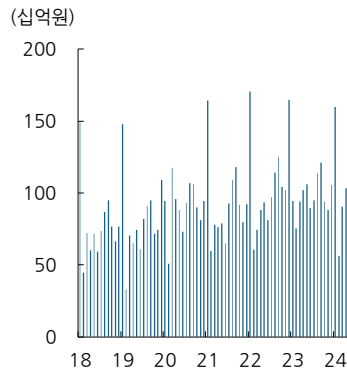
목표주가 하향은 목표배수를 기존 18배에서 15배로 하향한데 기인한다. 바이오 사업 투자 이후 투자심리 회복이 더디고 주요 법인 성장률 둔화를 감안해 밸류 에이션을 하향했다. 다만 여전히 높은 해외 비중을 감안해 음식료 기업 평균 목 표배수 12배대비 프리미엄을 적용했다. 동사의 뛰어난 현금 창출능력과 높은 해 외 실적 비중, 높은 밸류에이션 매력까지 관심종목으로 추천한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,355	2,873	2,912	3,174	3,379
영업이익	373	467	492	557	584
영업이익률(%)	15.8	16.2	16.9	17.6	17.3
세전이익	379	487	520	587	604
지배주주지분순이익	258	392	377	411	424
EPS(원)	6,518	9,926	9,528	10,407	10,732
증감률(%)	-3.7	52.3	-4.0	9.2	3.1
ROE(%)	12.8	16.5	13.9	13.4	12.3
PER(배)	15.9	12.9	12.2	8.9	8.7
PBR(배)	1.9	2.0	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.0	6.7	5.4	3.1	2.6

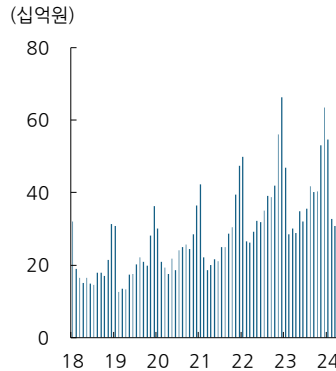
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림13 중국 월매출 추이



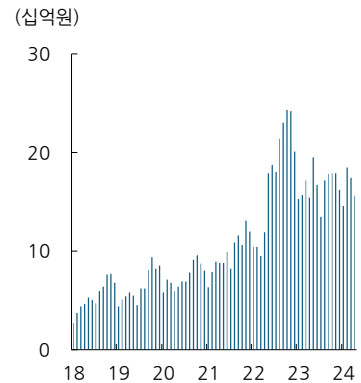
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림14 베트남 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림15 러시아 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표4 오리온 월별 실적 추이

당월(십억원)	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12	24/01	24/02	24/03	24/04
매출액														
한국(오리온)	88.0	90.9	92.8	89.5	89.5	91.9	90.6	93.0	92.5	91.1	93.4	86.0	92.2	95.4
중국(OFC)	94.2	102.0	105.9	89.5	95.0	113.7	120.9	93.9	88.1	105.7	159.8	56.2	90.4	103.3
베트남(OFCV)	30.1	28.8	34.9	32.0	35.6	41.8	40.2	40.3	53.1	63.5	54.6	32.8	30.8	29.5
러시아(OIE)	17.2	15.4	19.5	16.7	13.5	17.2	17.8	17.9	17.9	16.2	14.6	18.5	17.4	15.6
합산	229.5	237.1	253.1	227.7	233.6	264.6	269.5	245.1	251.6	276.5	322.4	193.5	230.8	243.8
YoY														
한국(오리온)	13.8%	18.2%	21.3%	19.8%	18.1%	15.0%	12.8%	13.6%	10.9%	1.3%	15.0%	9.0%	4.8%	5.0%
중국(OFC)	26.4%	15.8%	13.1%	10.4%	-2.0%	-0.1%	-3.3%	-9.9%	-13.5%	-35.9%	69.1%	-25.6%	-4.0%	1.3%
베트남(OFCV)	15.3%	-1.0%	8.4%	0.3%	1.4%	6.9%	3.6%	-3.8%	-5.3%	-4.1%	16.7%	15.5%	2.3%	2.4%
러시아(OIE)	81.1%	29.4%	8.9%	-10.7%	-25.0%	-19.6%	-22.6%	-26.3%	-26.0%	-19.4%	-4.6%	17.8%	1.2%	1.3%
합산	22.5%	15.1%	14.9%	10.3%	3.5%	4.1%	0.9%	-2.9%	-5.2%	-18.9%	35.6%	-2.5%	0.6%	2.8%
YoY(현지통화)														
한국(오리온)	13.8%	18.2%	21.3%	19.8%	18.1%	15.0%	12.8%	13.6%	10.9%	1.3%	15.0%	9.0%	4.8%	5.0%
중국(OFC)	28.5%	15.9%	12.4%	16.3%	6.6%	6.5%	5.3%	-3.2%	-9.3%	-34.7%	68.0%	-25.1%	-1.6%	2.9%
베트남(OFCV)	11.4%	-5.3%	5.3%	0.0%	4.4%	9.0%	11.2%	2.3%	-3.4%	-2.6%	14.5%	14.2%	5.2%	5.8%
러시아(OIE)	20.3%	21.5%	26.2%	28.1%	17.1%	25.8%	29.1%	21.9%	14.0%	10.9%	14.7%	41.3%	19.0%	12.1%
합산														
영업이익														
한국(오리온)	13.8	14.9	16.1	13.6	13.9	14.7	14.3	16.4	15.9	11.8	16.2	12.8	14.9	16.3
중국(OFC)	15.7	17.6	19.5	14.1	16.9	28.5	27.3	19.1	17.5	22.2	33.3	3.9	17.0	21.4
베트남(OFCV)	3.1	3.1	5.8	4.7	6.1	8.2	7.6	8.2	12.5	14.9	10.4	4.5	4.6	3.5
러시아(OIE)	2.9	2.5	3.1	2.1	1.7	2.4	2.6	3.3	3.3	2.8	2.2	2.9	2.7	2.2
합산	35.5	38.1	44.5	34.5	38.6	53.8	51.8	47.0	49.2	51.7	62.1	24.1	39.2	43.4
YoY														
한국(오리온)	13.1%	18.3%	25.8%	29.5%	44.8%	25.6%	19.2%	13.9%	13.6%	31.1%	25.6%	18.5%	8.0%	9.4%
중국(OFC)	46.7%	50.4%	29.1%	58.4%	67.3%	15.9%	9.6%	0.5%	-16.7%	-17.2%	200%	-66.1%	8.3%	21.6%
베트남(OFCV)	-6.1%	-26.2%	7.4%	-4.1%	5.2%	9.3%	-1.3%	0.0%	-3.1%	2.1%	5.1%	32.4%	48.4%	12.9%
러시아(OIE)	142%	19.0%	3.3%	-19.2%	-41.4%	-36.8%	-33.3%	-32.7%	-32.7%	3.7%	-12.0%	0.0%	-7%	-12.0%
합산	29.6%	24.5%	22.6%	28.3%	35.9%	13.0%	6.8%	1.1%	-6.8%	-2.6%	70.6%	-15.7%	10.4%	13.9%
영업이익률														
한국(오리온)	15.7%	16.4%	17.3%	15.2%	15.5%	16.0%	15.8%	17.6%	17.2%	13.0%	17.3%	14.9%	16.2%	17.1%
중국(OFC)	16.7%	17.3%	18.4%	15.8%	17.8%	25.1%	22.6%	20.3%	19.9%	21.0%	20.8%	6.9%	18.8%	20.7%
베트남(OFCV)	10.3%	10.8%	16.6%	14.7%	17.1%	19.6%	18.9%	20.3%	23.5%	23.5%	19.0%	13.7%	14.9%	11.9%
러시아(OIE)	16.9%	16.2%	15.9%	12.6%	12.6%	14.0%	14.6%	18.4%	18.4%	17.3%	15.1%	15.7%	15.5%	14.1%
합산	15.5%	16.1%	17.6%	15.2%	16.5%	20.3%	19.2%	19.2%	19.6%	18.7%	19.3%	12.5%	17.0%	17.8%

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표5 오리온 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	663.8	713.9	766.3	768.4	748.4	751.7	819.6	854.1	2,873.2	2,912.4	3,173.7	3,378.6
YoY	1.6%	13.8%	3.4%	-9.8%	12.7%	5.3%	6.9%	11.2%	22.0%	1.4%	9.0%	6.5%
1. 국내	248.1	273.3	272.0	276.5	271.6	287.7	286.4	291.2	939.1	1,070.0	1,136.9	1,194.6
YoY	12.9%	19.8%	15.3%	8.4%	9.5%	5.3%	5.3%	5.3%	16.3%	13.9%	6.2%	5.1%
2. 중국	264.2	297.4	329.6	287.8	306.4	312.7	352.9	333.7	1,274.9	1,179.0	1,305.8	1,383.4
YoY	-13.4%	13.0%	-1.8%	-22.4%	16.0%	5.2%	7.1%	16.0%	15.3%	-7.5%	10.8%	5.9%
3. 베트남	105.3	95.7	117.6	156.9	118.2	103.0	127.5	177.5	472.9	475.5	526.2	584.2
YoY	2.8%	2.6%	4.0%	-4.4%	12.2%	7.6%	8.4%	13.1%	38.5%	0.5%	10.7%	11.0%
4. 러시아	48.2	51.6	48.5	52.0	50.5	52.3	54.8	56.7	209.8	200.3	214.2	229.3
YoY	59.2%	6.4%	-22.2%	-24.3%	4.8%	1.2%	13.1%	9.0%	79.4%	-4.5%	6.9%	7.1%
5. 기타/조정	-2.1	-4.1	-1.3	-4.8	1.6	-4.0	-2.0	-5.0	-23.5	-12.4	-9.4	-13.0
영업이익	99.1	112.2	140.7	140.3	125.1	124.5	150.3	157.2	466.7	492.4	557.0	583.6
YoY	-8.7%	25.1%	15.6%	-4.3%	26.2%	10.9%	6.8%	12.0%	25.1%	5.5%	13.1%	4.8%
영업이익률	14.9%	15.7%	18.4%	18.3%	16.7%	16.6%	18.3%	18.4%	16.2%	16.9%	17.6%	17.3%
1. 국내	37.5	44.6	42.9	44.1	43.9	45.6	45.2	46.4	140.2	169.1	181.1	190.3
YoY	10.0%	25.7%	29.1%	18.0%	17.1%	2.3%	5.3%	5.2%	7.0%	20.6%	7.1%	5.1%
영업이익률	15.1%	16.3%	15.8%	15.9%	16.2%	15.9%	15.8%	15.9%	14.9%	15.8%	15.9%	15.9%
2. 중국	38.3	51.1	72.7	58.8	54.2	59.4	77.6	66.7	211.5	221.0	258.0	265.7
YoY	-22.6%	43.2%	22.0%	-11.9%	41.5%	16.2%	6.8%	13.5%	26.1%	4.4%	16.8%	3.0%
영업이익률	14.5%	17.2%	22.1%	20.4%	17.7%	19.0%	22.0%	20.0%	16.6%	18.7%	19.8%	19.2%
3. 베트남	16.4	13.6	21.9	35.6	19.4	16.5	24.2	40.8	89.8	87.5	101.0	109.3
YoY	-11.7%	-6.3%	4.4%	-0.3%	18.2%	21.1%	10.6%	14.7%	40.0%	-2.5%	15.3%	8.3%
영업이익률	15.6%	14.2%	18.6%	22.7%	16.5%	16.0%	19.0%	23.0%	19.0%	18.4%	19.2%	18.7%
4. 러시아	8.3	7.7	6.7	9.4	7.8	7.9	8.2	10.2	34.7	32.1	34.2	36.7
YoY	112.3%	-0.1%	-36.7%	-25.2%	-5.2%	3.2%	22.7%	8.5%	106.9%	-7.7%	6.6%	7.3%
영업이익률	17.2%	14.9%	13.8%	18.1%	15.5%	15.2%	15.0%	18.0%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
5. 기타/조정	-1.4	-4.8	-3.6	-7.5	-0.3	-5.0	-5.0	-7.0	-9.6	-17.3	-17.3	-18.4
순이익	77.7	83.5	109.7	114.1	99.8	94.7	114.8	124.8	398.3	385.0	434.0	446.6
YoY	0.6%	17.8%	26.5%	-30.2%	28.4%	13.4%	4.7%	9.3%	51.1%	-3.3%	12.7%	2.9%
순이익률	11.7%	11.7%	14.3%	14.9%	13.3%	12.6%	14.0%	14.6%	13.9%	13.2%	13.7%	13.2%

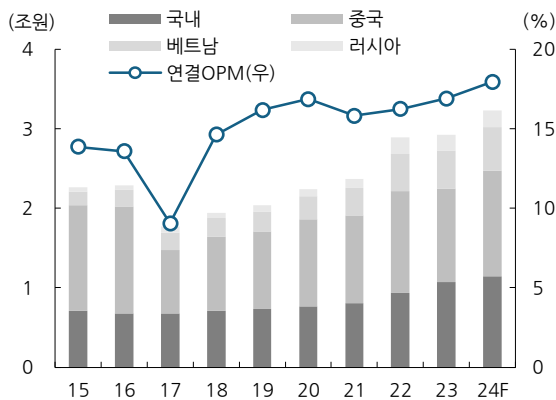
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(24.04.18)		추정치변경(24.05.27)		% Gap	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	3,220.0	3,461.5	3,173.7	3,378.6	-1.4	-2.4
영업이익	578.5	614.0	557.0	583.6	-3.7	-4.9
영업이익률	18.0	17.7	17.6	17.3	-0.4	-0.5
순이익	436.9	462.8	434.0	446.6	-0.7	-3.5
순이익률	13.6	13.4	13.7	13.2	0.1	-0.2

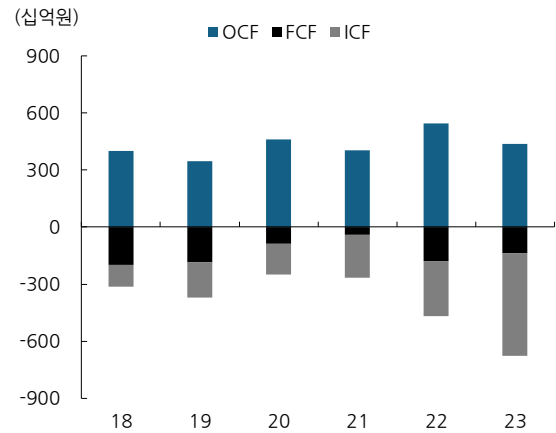
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림16 오리온 연결 실적 추이 및 전망



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림17 오리온 현금흐름 추이



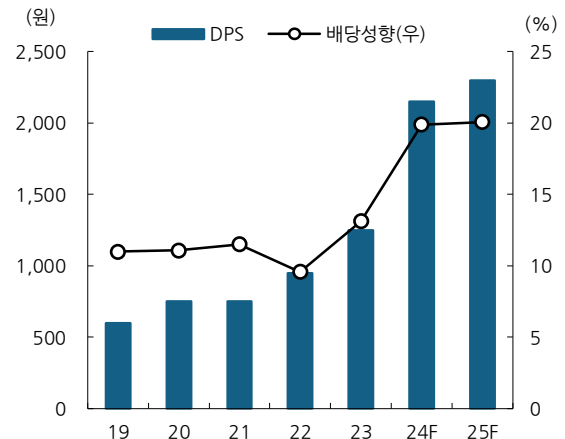
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림18 오리온의 꼬북칩 라인업



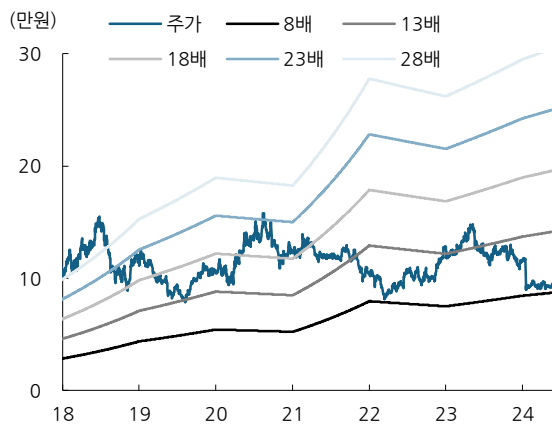
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림19 오리온의 DPS 및 배당수익률 추이 및 전망



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림20 오리온 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림21 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	10,647
2024F EPS	10,490
2025F EPS	10,962
Target PER (배)	15.0
Historical PER(20~23)	14.8
라면 Target PER	12.0
목표주가 (원)	150,000
현재주가 (원)	91,100
상승여력	64.7%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2024.05.24 종가

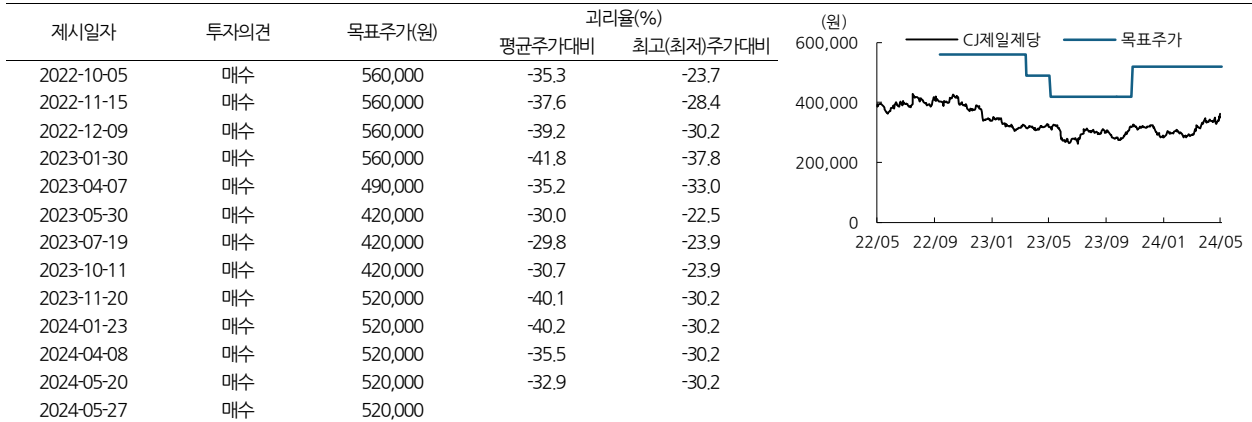
[오리온 271560]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,146	1,470	1,628	2,000	2,358	매출액	2,355	2,873	2,912	3,174	3,379
현금 및 현금성자산	550	610	366	662	956	매출원가	1,409	1,782	1,785	1,933	2,071
매출채권 및 기타채권	191	224	212	240	254	매출총이익	946	1,091	1,127	1,240	1,307
재고자산	208	235	260	275	292	판매비 및 관리비	573	625	635	683	724
기타	196	402	790	822	856	영업이익	373	467	492	557	584
비유동자산	1,974	1,901	1,893	1,996	2,007	(EBITDA)	523	628	650	716	749
관계기업투자등	48	53	39	40	42	금융손익	9	23	36	65	68
유형자산	1,774	1,668	1,658	1,751	1,755	이자비용	6	4	4	1	1
무형자산	57	55	54	56	56	관계기업등 투자손익	0	1	1	0	0
자산총계	3,120	3,372	3,521	3,995	4,365	기타영업외손익	-3	-4	-9	-35	-48
유동부채	522	556	399	443	468	세전계속사업이익	379	487	520	587	604
매입채무 및 기타채무	268	361	304	346	367	계속사업법인세비용	115	88	135	153	157
단기금융부채	171	104	14	14	14	계속사업이익	264	398	385	434	447
기타유동부채	83	91	80	84	87	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	306	176	167	173	180	당기순이익	264	398	385	434	447
장기금융부채	83	14	14	14	14	지배주주	258	392	377	411	424
기타비유동부채	223	162	153	159	165	총포괄이익	420	398	385	434	447
부채총계	828	732	566	617	647	매출총이익률 (%)	40.2	38.0	38.7	39.1	38.7
지배주주지분	2,211	2,554	2,862	3,286	3,625	영업이익률 (%)	15.8	16.2	16.9	17.6	17.3
자본금	20	20	20	20	20	EBITDA마진률 (%)	22.2	21.9	22.3	22.6	22.2
자본잉여금	598	598	598	598	598	당기순이익률 (%)	11.2	13.9	13.2	13.7	13.2
이익잉여금	847	1,218	1,560	1,922	2,261	ROA (%)	8.9	12.1	10.9	10.9	10.1
비지배주주지분(연결)	82	85	93	93	93	ROE (%)	12.8	16.5	13.9	13.4	12.3
자본총계	2,293	2,639	2,955	3,379	3,718	ROIC (%)	14.9	21.7	20.7	22.2	22.6

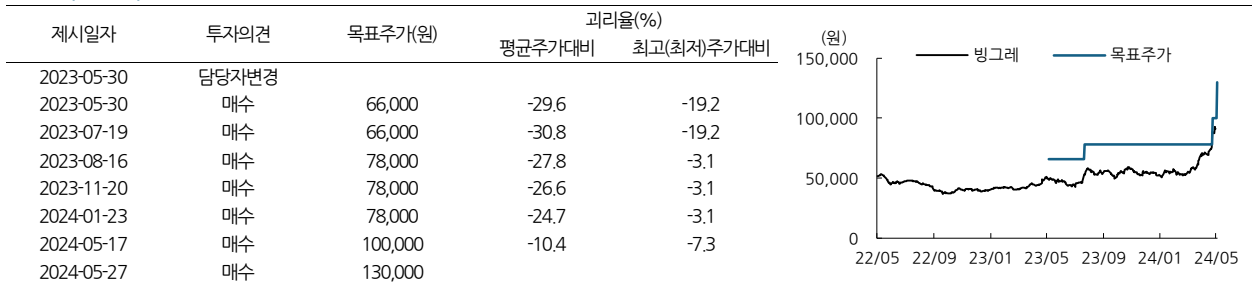
현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	405	546	451	638	588	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	264	398	385	434	447	P/E	15.9	12.9	12.2	8.9	8.7
비현금수익비용가감	274	248	66	203	149	P/B	1.9	2.0	1.6	1.1	1.0
유형자산감가상각비	146	157	154	155	161	P/S	1.7	1.8	1.6	1.2	1.1
무형자산상각비	4	5	3	4	4	EV/EBITDA	7.0	6.7	5.4	3.1	2.6
기타현금수익비용	125	77	-98	44	-17	P/CF	7.6	7.8	10.2	5.8	6.2
영업활동 자산부채변동	-59	16	0	1	-8	배당수익률 (%)	0.7	0.7	1.1	2.3	2.5
매출채권 감소(증가)	-12	-32	9	-27	-15	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-14	-30	-30	-16	-17	매출액	5.6	22.0	1.4	9.0	6.5
매입채무 증가(감소)	3	35	-24	41	21	영업이익	-0.9	25.1	5.5	13.1	4.8
기타자산 부채변동	-36	43	45	2	2	세전이익	-4.6	28.4	6.8	12.8	2.9
투자활동 현금	-227	-292	-557	-292	-209	당기순이익	-4.0	51.1	-3.3	12.7	2.9
유형자산처분(취득)	-139	-75	-166	-247	-164	EPS	-3.7	52.3	-4.0	9.2	3.1
무형자산 감소(증가)	-4	-1	-2	-7	-4	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-39	-215	-372	-32	-34	부채비율	36.1	27.8	19.1	18.3	17.4
기타투자활동	-45	-1	-17	-6	-6	유동비율	219.6	264.4	408.2	450.9	504.0
재무활동 현금	-40	-177	-138	-49	-85	순차입금/자기자본(x)	-18.8	-33.2	-37.4	-42.4	-47.3
차입금의 증가(감소)	-10	-147	-101	0	0	영업이익/금융비용(x)	58.4	106.2	136.8	862.4	903.6
자본의 증가(감소)	-30	-30	-38	-49	-85	총차입금 (십억원)	255	118	29	29	29
배당금의 지급	30	30	38	49	85	순차입금 (십억원)	-431	-877	-1,104	-1,432	-1,758
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	183	59	-244	296	294	EPS	6,518	9,926	9,528	10,407	10,732
기초현금	367	550	610	366	662	BPS	55,925	64,594	72,400	83,102	91,682
기말현금	550	610	366	662	956	SPS	59,578	72,674	73,663	80,274	85,456
NOPLAT	259	382	365	412	432	CFPS	13,610	16,350	11,405	16,115	15,061
FCF	252	370	-106	346	379	DPS	750	950	1,250	2,150	2,300

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

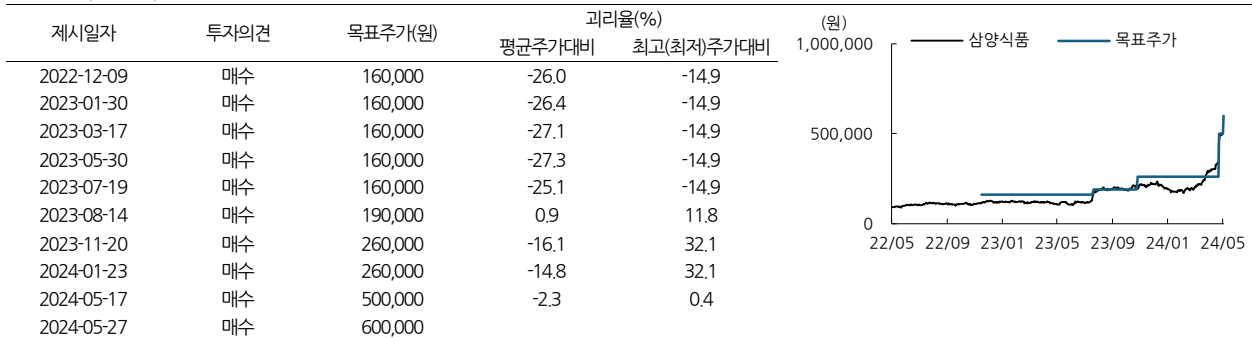
C제일제당 (097950) 투자의견 및 목표주가 변동추이



빙그레 (005180) 투자의견 및 목표주가 변동추이



삼양식품 (003230) 투자의견 및 목표주가 변동추이



오리온 (271560) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-06-15	매수	130,000	-21.0	-15.4	
2022-08-03	매수	130,000	-22.1	-15.4	
2022-09-21	매수	140,000	-25.0	-16.1	
2022-10-19	매수	140,000	-23.9	-16.1	
2022-12-09	매수	160,000	-21.5	-12.3	
2022-12-21	매수	160,000	-21.0	-12.3	
2023-01-30	매수	160,000	-19.9	-12.3	
2023-03-08	매수	160,000	-16.8	-12.3	
2023-04-07	매수	180,000	-35.0	-17.9	
2023-05-17	매수	180,000	-37.9	-24.9	
2023-05-30	매수	180,000	-38.4	-27.3	
2023-06-21	매수	180,000	-39.0	-27.3	
2023-07-19	매수	180,000	-39.7	-27.8	
2023-08-21	매수	180,000	-40.3	-27.8	
2023-10-18	매수	180,000	-42.6	-27.8	
2023-11-20	매수	180,000	-44.5	-33.2	
2023-12-20	매수	180,000	-46.2	-34.6	
2024-01-18	매수	180,000	-48.2	-45.7	
2024-01-23	매수	180,000	-48.2	-45.7	
2024-03-06	매수	180,000	-48.4	-46.0	
2024-04-18	매수	180,000	-48.6	-47.3	
2024-05-27	매수	150,000			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

[미디어] 하반기 전망 하반기 갈수록 좋아진대~ 완전 럭키 미디어 잭아♪

상반기 부진한 업황에 미디어 섹터 종목간 차별화 심화

미디어 기업의 상반기 주가 흐름은 전반적으로 부진한 가운데 종목간 차별화도 심화됐다. 당사 커버리지 중 가장 높은 YTD 수익률을 기록한 CJ ENM(+23%)은 1분기부터 실적 턴어라운드 시작되며 주가가 상승했지만 나머지 커버리지는 광고 업종 전반의 더딘 회복세와 콘텐츠 제작사의 실적 부진으로 수익률 하락이 컸다. 5/24 종가 기준 코스피 대비 높은 YTD 수익률을 기록한 종목은 CJ ENM, 이노션이 유일했으며 가장 많이 하락한 종목은 SBS(-29%)였다.

상저하고 흐름의 광고와 하반기 갈수록 실적 개선이 기대되는 CJ ENM

우선 광고 업종은 상저하고의 흐름으로 주요 업체 실적 회복이 기대된다. 최근 24년 한국 GDP 성장률 전망이 상향 조정되고 있고 주요 수출 기업의 실적 호조에 따른 광고비 추가 집행이 기대된다. 주요 K-Food 기업은 하반기 국내외 광고 선전비 집행이 늘어날 수 있다고 밝혔고 제일기획은 1분기 삼양식품의 해외 마케팅을 수주해 비계열 광고주 매출 총이익 성장에 기여했다고 발표했다.

또한 올해 광고와 콘텐츠 산업에 공통적으로 중요한 기회 요인은 OTT 광고의 성장이다. 광고 산업에는 새로운 매체의 등장, 플랫폼은 수익 성장, 콘텐츠 제작사는 투자금액 증가를 기대할 수 있기 때문이다. 국내에서 광고 요금제를 출시한 OTT 넷플릭스와 티빙의 광고 수익 증가는 2분기부터 본격화될 것으로 전망하며 관련 밸류체인 업체의 실적 성장이 기대된다.

최선희주: CJ ENM / 관심종목: 나스미디어, 이노션

미디어 업종 투자의견과 종목 선호 순서는 기존과 동일하게 유지한다. 업종 최선희주는 CJ ENM, 관심종목은 나스미디어와 이노션을 제시한다. 하반기 광고 경기 회복에 따라 주요 광고 회사들의 실적 개선이 기대되며 밸류에이션 매력도 높아 상반기의 주가 하락을 되돌릴 것으로 전망한다. 특히 OTT 광고 시장이 2분기 본격적으로 성장하며 관련 밸류체인 내 기업의 성장이 기대된다.

콘텐츠/플랫폼은 주요 자회사(티빙, 피프스시즌)의 회복으로 실적 턴어라운드가 가파를 것으로 전망하는 CJ ENM을 추천한다. 이외에는 시장 재편이 이루어진 25년을 타겟으로 스튜디오드래곤과 콘텐츠리중앙을 추천한다. 특히 콘텐츠리중앙은 25년 자회사 투자 PPA비용 부담 완화, 미국 제작사 Wiip의 딜리버리 작품 수 증가 등이 기대된다.

장지혜 미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.27

비중확대 (유지)

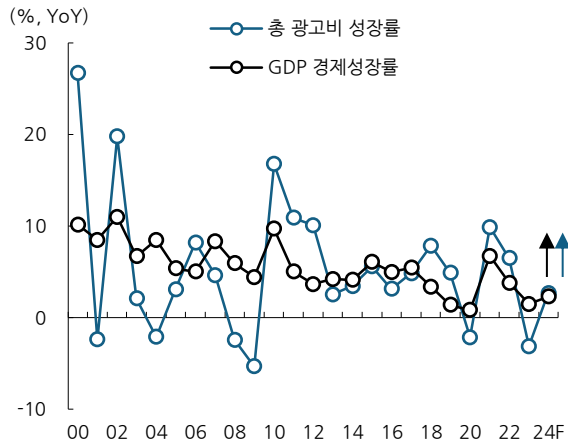
최선희주

CJ ENM 035760

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	110,000원
상승여력	36.3%

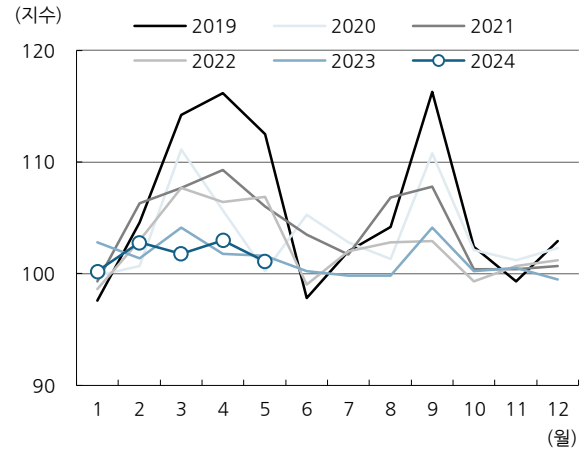
Key Charts

그림22 GDP 성장률과 광고 시장 증감률 추이



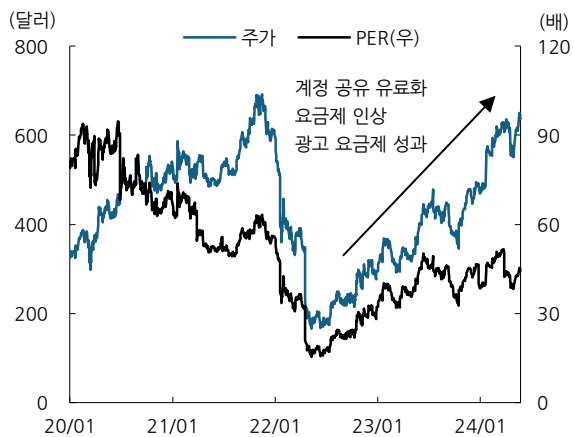
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림23 전월비 광고경기전망지수(KA)



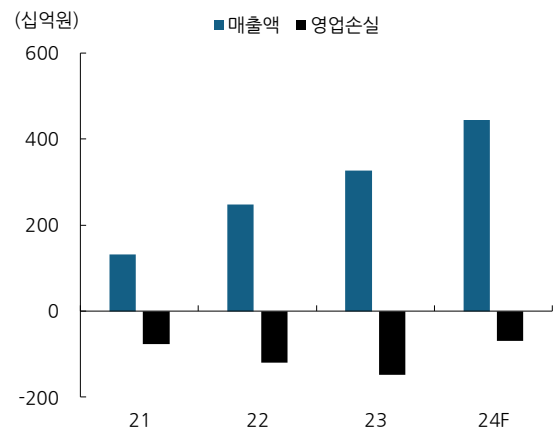
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림24 넷플릭스 주가와 PER 밸류에이션 추이



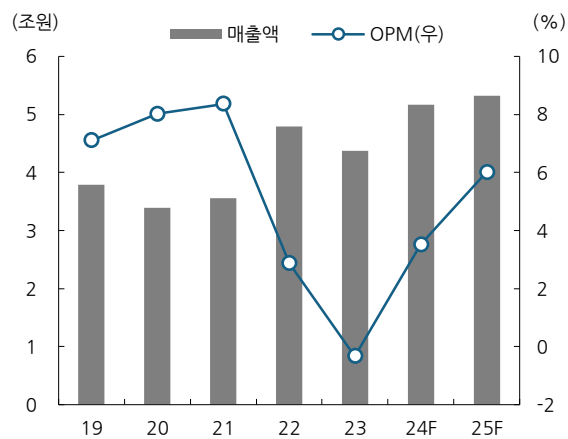
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림25 티빙 실적 추이 및 전망



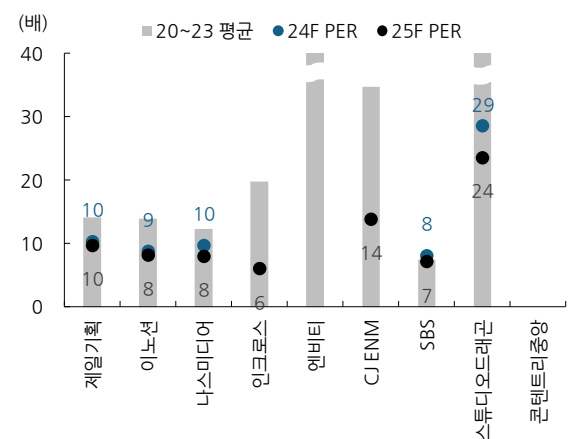
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림26 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망



자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림27 미디어 커버리지 PER 비교 *컨센스기준



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가 및 컨센스기준 PER

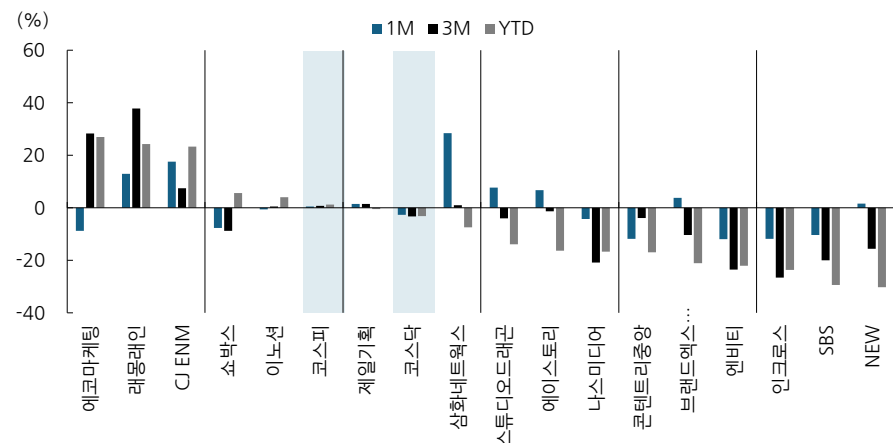
미디어 상반기 리뷰 및 연간전망 점검

상반기 미디어 업종 주가는 종목간 차별화 심화

실적 턴어라운드 기대되는
CJENM 제외 종목 부진
수익률 차별화 심화

미디어 기업의 상반기 주가 흐름은 전반적으로 부진한 가운데 종목간 차별화도 심화됐다. 당사 커버리지 중 가장 높은 YTD 수익률을 기록한 CJ ENM(+23%)은 1분기부터 실적 턴어라운드가 시작되며 주가가 상승했지만 나머지 커버리지는 광고 업종 전반의 더딘 회복세와 콘텐츠 제작사의 실적 부진으로 수익률 하락이 컸다. 그나마 캡티브를 보유하고 있고 비계열과 해외로 성장이 가능했던 종합광고대행사(이노션, 제일기획)는 방어주의 역할을 지켰다.

그림28 주요 미디어 기업 수익률 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가 기준

24년 연간 전망 내용 점검

24년 연간 전망

- 1)광고: 실적 차별화
- 2)콘텐츠: 수익성 개선

24년 2월 발간한 자료 <판은 커졌고 기회는 온다>에서 제시한 미디어 섹터 연간 전망 주요 내용은 1)광고: 매체, 광고주, 해외 모멘텀의 차이에 따라 광고 회사의 실적도 차별화될 것, 2)콘텐츠: 업종 전반의 수익성 개선 노력과 함께 시장 재편, 콘텐츠 다양성(웹툰, 애니메이션), 해외 투자 확대의 변화와 기회를 맞이할 것으로 전망했다. 23년 낮은 기저로 커버리지 합산 수익성 개선이 두드러질 것으로 전망했다.

하반기도 전망 유지
종목 선호도 유지

24년 1분기 실적 시즌을 마치고 상반기가 마무리된 현 시점에서 연간 전망의 주요 내용과 종목 선호도를 동일하게 유지한다. 1분기 국내 광고 시장 회복은 더뎠고 주요 콘텐츠 제작사의 제작 물량 감소가 나타났지만 CJ ENM은 티빙의 MAU증가와 콘텐츠 경쟁력 회복, 피프스 시즌의 순익개선 등으로 올해 실적 턴어라운드의 시작을 증명했기 때문이다.

1분기 미디어 업체 실적 뜯어보기

1)콘텐츠/플랫폼 1Q24Re 플랫폼은 콘텐츠 경쟁력 회복하며 수익성 개선

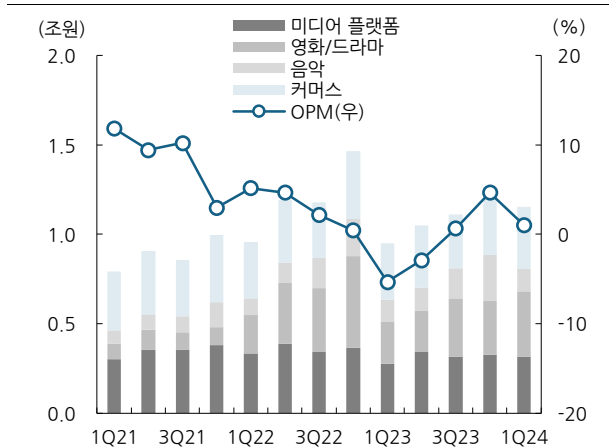
24년 1분기 콘텐츠/플랫폼 회사의 실적은 전년비 수익성 개선이 두드러졌다. 플랫폼은 방송 광고가 부진했으나 콘텐츠 경쟁력 회복으로 주요 지표 성장이 나타났고 콘텐츠 제작사는 제작편수 부진을 글로벌 OTT 선판매 및 ASP상승으로 방어했다.

1)CJ ENM의 미디어 플랫폼 매출은 +13% YoY로 TV광고는 -2.7% YoY 감소했으나 티빙의 MAU 증가와 비용 효율화, 콘텐츠 시청률 및 화제성 회복에 따른 판매 수수료 증가로 외형 성장 및 수익성 개선이 나타났다. 영화/드라마는 프리미엄 콘텐츠 판매 성과가 나타났는데 특히 피프스시즌의 작품 딜리버리가 시작되며 손익개선이 나타났다. 2)SBS(별도)는 광고수익이 -15.5% YoY 감소했고, 드라마 경쟁력 하락으로 국내 판권 유통도 감소했다. 3)스튜디오드래곤은 Q감소(회차 -37% YoY)에도 불구하고 <눈물의 여왕>등 대작과 높은 시청률 기반 편성 매출 증가, 신작 전회차의 선판매로 매출 감소폭을 -9%로 방어했고 수익성 개선(1Q23 10.2%→1Q24 11.2%)도 나타났다. 4)콘텐츠리중앙 역시 캡티브 방영작 전체를 글로벌 OTT에 선판매하며 방송부문 매출 +10% YoY, 영업손실은 전년비 95억원 축소시켰다.

넷플릭스와 디즈니의 수익성 개선

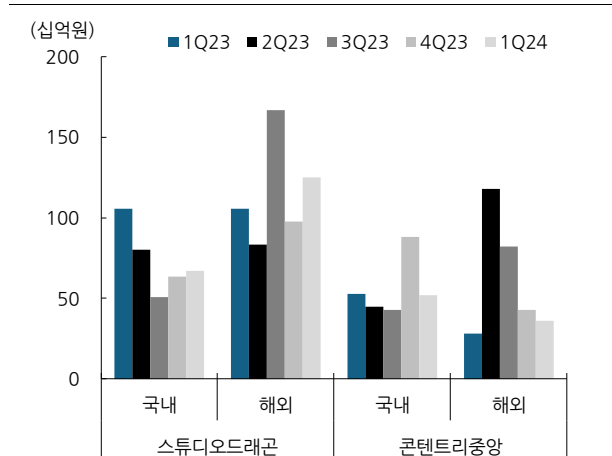
한편 24년 1분기 글로벌 OTT 플랫폼을 보유한 넷플릭스와 디즈니의 실적도 수익성 개선이 두드러졌다. 1)넷플릭스는 연결기준 매출액 93.7억 달러(+15% YoY), 영업이익 26.3억 달러(+54% YoY, OPM 28.1%)를 기록했으며 당분기 가입자 순증은 +932만명 QoQ으로 컨센서스(480만명)을 큰 폭으로 상회했다. 2)디즈니는 연결기준 매출액 221억달러(+1.2% YoY), 영업이익 38.5억 달러(+17% YoY, OPM 17.4%), 디즈니+(Hotstar 제외) 가입자 순증은 +630만명 QoQ을 기록했다. 특히 디즈니+를 포함한 DTC 사업부 실적이 영업이익 첫 흑자를 시현했다.

그림29 CJ ENM 연결 실적 추이



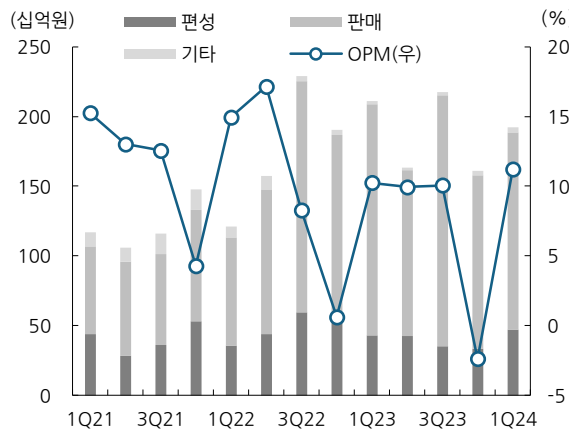
자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

그림30 스튜디오드래곤과 콘텐츠리중앙 방송 국내외 매출액



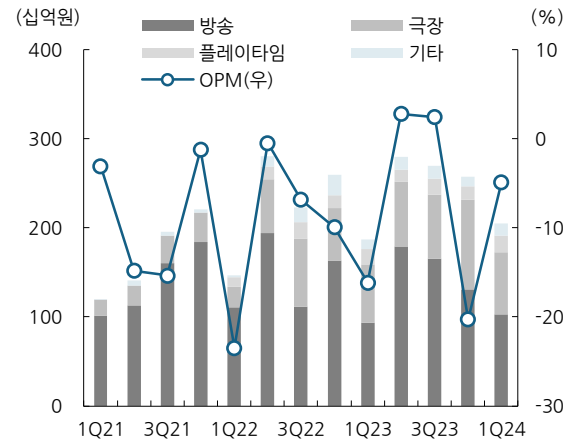
자료: 스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

그림31 스튜디오드래곤 연결 실적 추이



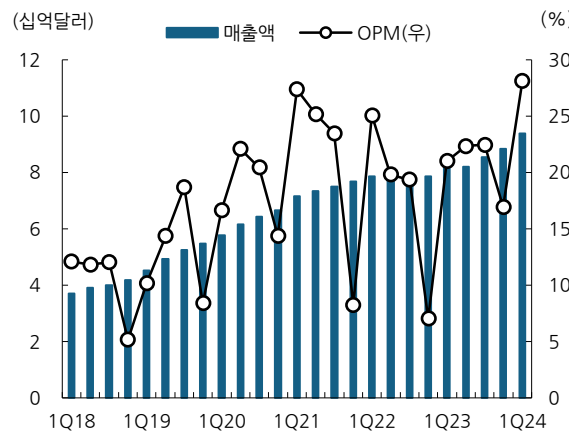
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림32 콘텐츠리중앙 연결 실적 추이



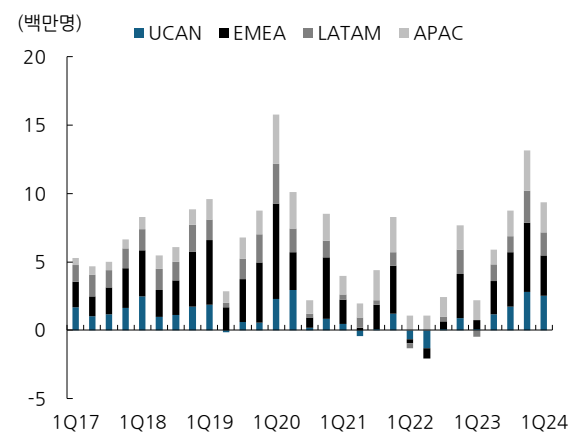
자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

그림33 넷플릭스 분기 연결 실적 추이



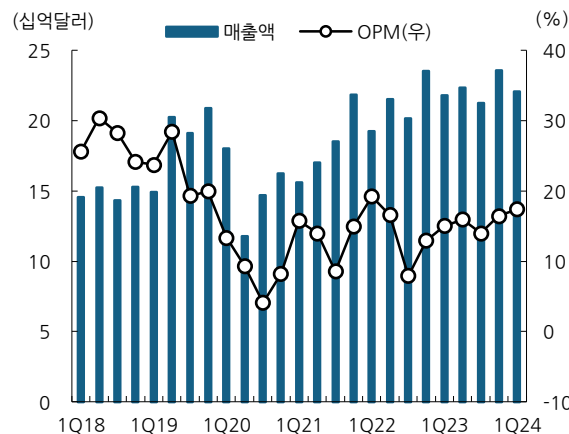
자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

그림34 넷플릭스 지역별 가입자 수 순증 추이



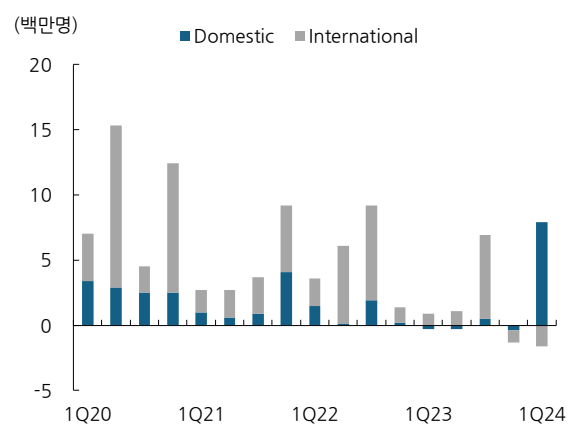
자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

그림35 디즈니 분기 연결 실적 추이



자료: Disney, DS투자증권 리서치센터

그림36 디즈니+ 가입자 수 순증 추이(Hotstar제외)



자료: Disney, DS투자증권 리서치센터

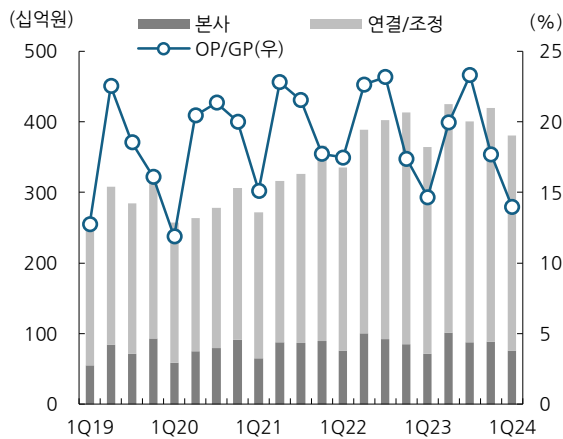
2)광고 1Q24Re

종합광고대행사 선방
미디어랩 부진

종합광고대행사의 실적은 부진한 광고 시장 속에서도 선방했다. 주요 광고주의 마케팅 집행 기초의 차이가 있었으나 해외, 비계열 광고 증가세가 유지되며 실적 호조가 나타났다. 1)제일기획의 경우 주요 광고주의 마케팅 예산 효율화 기초가 유지되었으나 비계열 광고주 매출총이익이 +10% YoY 증가하며 전체 실적 내 비중이 28%로 확대됐다. 2)이노션은 주요 계열 광고주의 CES 2024 행사 참여와 미주 및 유럽, 웰컴 등 해외 지역 실적 호조가 이어지며 외형성장이 두드러졌다. 비계열 광고주 매출총이익도 +15% YoY 증가하며 비중은 28%를 기록했다.

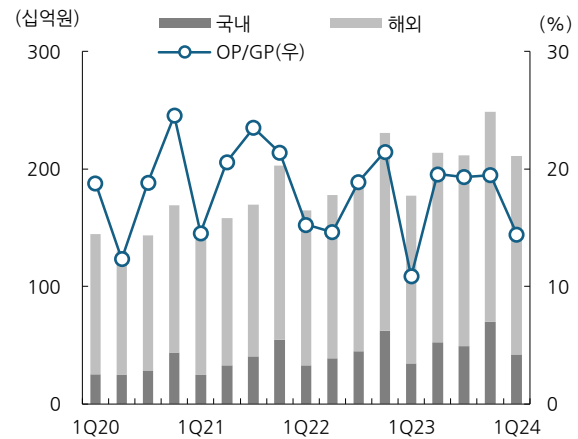
한편 미디어랩사의 실적은 전년도 낮은 기저에도 전반적으로 부진했다. DA 광고 부진 속 주요 광고주의 보수적 광고비 지출과 OTT등 신규 매체의 성장과 기존 매체의 경쟁력 약화가 혼재되며 실적 부진이 나타났다.

그림37 제일기획 연결 매출총이익 및 이익률 추이



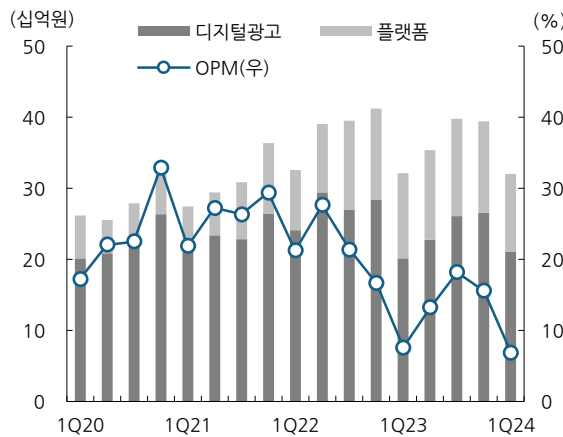
자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터

그림38 이노션 연결 매출총이익 및 이익률 추이



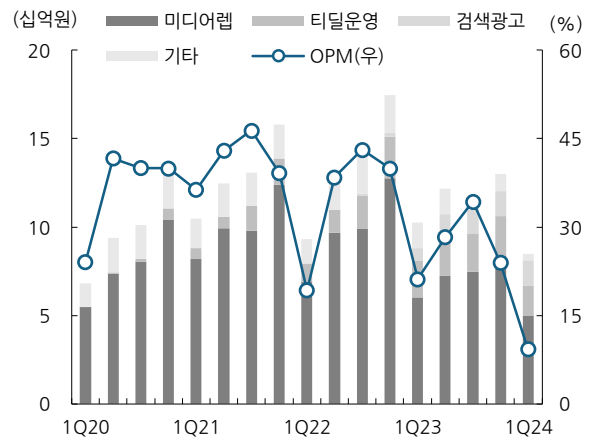
자료: 이노션, DS투자증권 리서치센터

그림39 나스미디어 연결 매출액 및 이익률 추이



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림40 인크로스 연결 매출액 및 이익률 추이



자료: 인크로스, DS투자증권 리서치센터

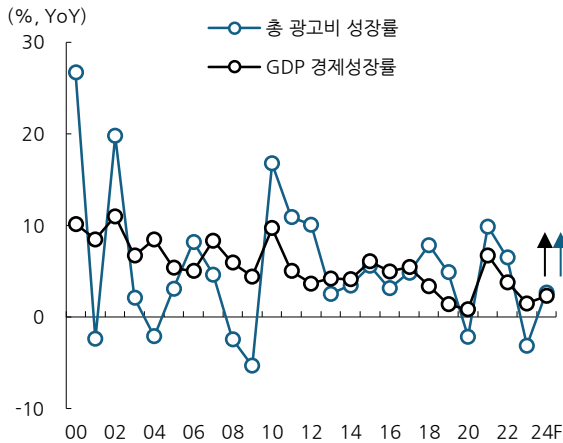
미디어 하반기 투자포인트

투자포인트 1) 광고는 상저하고로 하반기 기대

23년 국내 총광고 -3.1%
24년 국내 총광고 +2.7%
GDP 전망 상향으로 기대

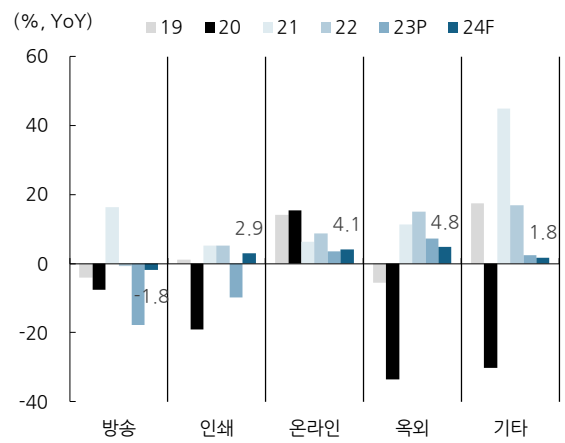
한국방송광고진흥공사(이하 kobaco)는 23년 국내 총광고비 시장을 16조원으로 전년비 -3.1% 감소한 것으로 추정했고 24년은 16.4조원(+2.7% YoY)으로 전망했다. 글로벌 경기에 대한 불안요소가 사라지지 않은 상태에서 24년 광고시장도 큰 폭의 회복은 어려울 것으로 전망했고 실제로 상반기까지는 광고 시장은 전반적으로 부진했다. 다만 GDP와 상관관계가 높은 광고 시장의 특성상 24년 한국 GDP 성장률 전망이 상향 조정되고 있어 하반기 갈수록 광고 시장의 회복이 기대된다. 실제로 종합광고경기전망지수(KAI)는 24년 5월 101.1로 전월대비 상승전망이 유지되고 있다. 한편 동향지수는 4월 105.9로 전월 전망대비 우호적으로 발표되었고 전년 동기 대비 지수는 온라인-모바일에서 상승세를 보이고 있다.

그림41 GDP 성장률과 광고 시장 증감률 추이



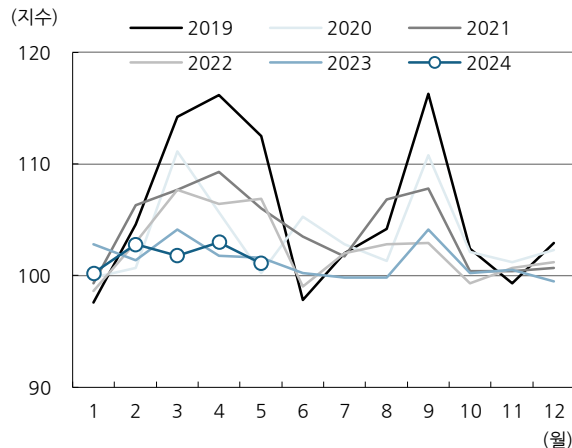
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림42 국내 광고 매체별 성장률 추이 및 전망



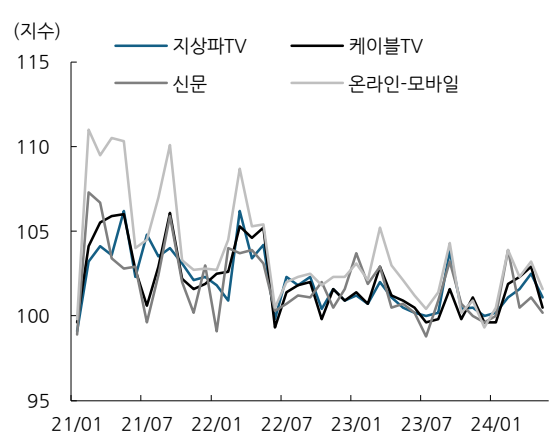
자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림43 전월비 광고경기전망지수(KAI)



자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

그림44 매체별 전월비 광고경기전망지수(KAI)



자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

표7 광고경기전망지수

(지수)	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12	24/01	24/02	24/03	24/04	24/05
종합														
동향(MoM)	105.0	102.8	100.0	99.1	108.4	106.7	103.2	99.6	98.9	99.8	101.9	103.7	105.9	
전망(MoM)	101.8	101.6	100.2	99.8	99.8	104.1	100.2	100.5	99.5	100.2	102.8	101.8	103.0	101.1
전망(YoY)	97.1	101.2	101.4	98.9	96.8	106.4	100.0	102.0	100.5	98.8	98.9	99.3	100.2	100.4
동향(MoM)														
지상파TV	104.3	101.7	100.0	99.3	102.1	103.9	103.2	101.8	101.8	100.5	101.8	103.9	105.0	
케이블TV	103.0	102.4	100.7	100.7	102.7	104.2	103.9	100.7	99.3	99.8	102.5	103.9	103.6	
종합편성TV	101.8	101.4	99.1	99.8	101.6	101.2	101.1	100.7	101.2	100.5	102.3	102.7	102.8	
라디오	102.3	100.3	99.6	100.9	100.9	101.9	100.7	101.6	100.2	99.6	100.2	101.2	102.8	
신문	103.0	100.7	99.8	99.5	102.1	102.8	101.3	101.1	100.2	101.1	101.4	102.7	103.0	
온라인/모바일	102.5	102.9	101.8	101.3	110.4	103.9	102.3	100.5	100.0	100.4	104.7	104.5	106.0	
전망(MoM)														
지상파TV	101.1	100.5	100.2	100.0	100.2	103.8	100.4	100.5	100.0	100.2	101.1	101.6	102.5	101.1
케이블TV	101.2	100.9	100.5	99.6	99.8	101.6	99.8	101.1	99.6	99.6	101.9	102.3	102.9	100.5
종합편성TV	100.9	100.9	99.7	100.0	99.5	101.1	100.2	100.4	100.4	100.0	101.4	101.4	101.4	100.9
라디오	99.8	100.4	100.3	99.5	99.5	101.1	100.5	100.7	100.0	100.2	103.0	100.9	102.0	99.8
신문	100.5	100.7	100.2	98.8	100.9	103.2	100.7	100.0	99.6	100.0	103.9	100.5	101.1	100.2
온라인/모바일	103.0	102.1	101.2	100.4	101.4	104.3	100.2	100.9	99.3	100.5	103.9	102.3	103.2	101.6
전망(YoY)														
지상파TV	99.6	101.6	101.0	100.5	100.0	102.5	101.1	101.4	100.9	100.4	100.0	100.0	102.0	100.9
케이블TV	101.2	101.4	101.6	101.2	100.0	102.3	102.5	100.9	100.2	99.5	99.6	99.8	101.8	100.2
종합편성TV	100.7	101.2	101.4	100.7	100.0	101.8	100.9	101.3	100.5	100.4	100.4	100.0	101.2	99.8
라디오	100.7	101.1	101.4	99.5	100.9	101.4	100.9	99.8	100.9	100.5	100.4	100.5	100.7	100.5
신문	99.1	102.1	100.5	99.3	99.5	100.9	100.2	100.5	100.4	99.8	98.9	98.8	100.0	99.6
온라인/모바일	100.2	102.7	102.9	101.4	101.3	109.3	100.7	103.0	102.3	100.0	99.5	101.1	100.7	101.4

자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

해외 실적 호조 기업 중심 광고비 집행 증가 전망

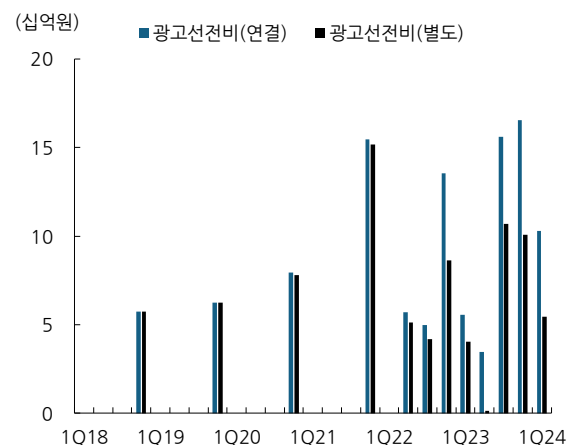
광고 시장은 상저하고로 하반기 갈수록 국내 주요 수출 기업들의 실적 성장에 따른 광고비 집행이 증가하며 성장할 것으로 전망한다. 실제로 음식료 기업 중 수출 비중 확대로 실적 성장이 기대되는 기업들은 2분기~하반기 국내외 광고 선전비 집행이 늘어날 수 있다고 밝혔다. 1분기 제일기획은 삼양식품의 해외 마케팅을 수주해 비계열 광고주 매출총이익 성장에 기여했다고 밝혔다.

그림45 제일기획의 1분기 매출총이익 성장 기여 광고주



자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터

그림46 삼양식품 광고선전비 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터, 주: 2Q22전은 연간으로만 비용 발표

투자포인트 2) OTT 광고 효과는 2분기부터 드러날 것

OTT 광고 시장 성장은
광고와 콘텐츠 기회요인

올해 광고와 콘텐츠 산업에 공통적으로 중요한 기회 요인은 OTT 광고의 성장이다. 국내외 OTT는 최근 늘어나는 콘텐츠 제작비 부담과 성장 속도 둔화에 맞서 다양한 수익화 전략을 펼치고 있다. 광고 요금제 역시 그 일환으로 기존 요금제의 가격을 인상하는 한편, 보다 저렴한 광고 요금제를 출시해 구독자 이탈을 막고 신규 수입원으로 광고 수익을 얻는 것이다. 콘텐츠 산업에는 OTT의 수익 개선이 콘텐츠 투자 증가로 이어지고 추가 수익의 가능성을 열어주기 때문에 중요하다.

실제로 최근 넷플릭스의 실적은 글로벌 계정 공유 유료화, 요금제 인상 → 광고 가입자 증가로 이어져 가입자수 증가 및 수익성 개선이 나타나고 있다. 한국에서는 23년 11월부터 계정 공유를 유료화하며 본격적으로 OTT 광고 시장의 서막을 열었다.

표8 넷플릭스 한국 멤버십 요금 비교

구분	광고형 스탠다드	스탠다드	프리미엄
월 요금	5,500원	13,500원	17,000원
영상 화질	Full HD	Full HD	UHD
콘텐츠 제한	일부 제한	무제한	무제한
저장	가능	가능	가능
동시 접속 가능인원	2명	2명	4명
계정 추가 가능여부	불가능	1명 가능(월 5,000원 추가)	2명 가능(월 5,000원 추가)

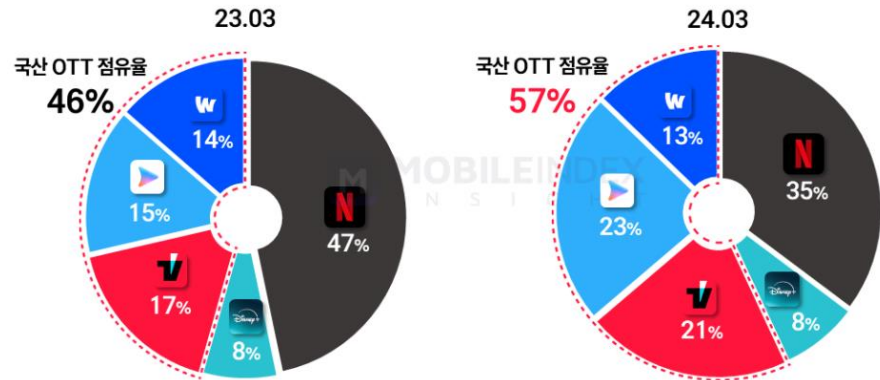
자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

티빙의 광고 요금제 효과
2분기부터 실적 기여

국내 OTT 티빙도 24년 3월 광고 요금제를 출시하며 시장 개화에 기여하고 있다. 특히 티빙은 2024~26년 3년간 1,350억원(연간 450억원) 규모로 KBO리그 중계권을 독점 계약하면서 3월 KBO개막 후 MAU가 급증했고, 이들이 프로모션 기간 종료 후 광고 요금제 가입자로 전환되는 시점인 2분기 티빙의 광고 수익 성장과 함께 국내 OTT 광고 시장이 본격 성장할 전망이다. 티빙의 유료 가입자 수는 23년말 400만명을 돌파한 후 24년 1분기 430만명을 초과, MAU는 690만명에 도달한 것으로 파악된다. 이러한 속도라면 올해 목표인 유료 구독자 500만명, MAU 1,000만명 달성도 순조로울 것으로 전망한다.

티빙의 실적은 매출액은 22년 2,476억원(+88% YoY)→23년 3,264억원(+32% YoY)→24년 4,446억원(+36% YoY)으로 성장할 것으로 전망한다. 이중 광고 수익은 24년 연간 300억원 규모로 추정한다. 영업손실은 22년 -1,190억원→23년 -1,479억원으로 적자폭이 확대됐는데 24년은 2분기부터 반영되는 요금제 인상 효과와 광고 가입자 전환에 따른 광고 수익 증가로 적자폭 축소가 기대된다. 24년 1분기 티빙의 영업적자는 -385억원이었고 점차 축소돼 4분기 흑자전환을 전망한다.

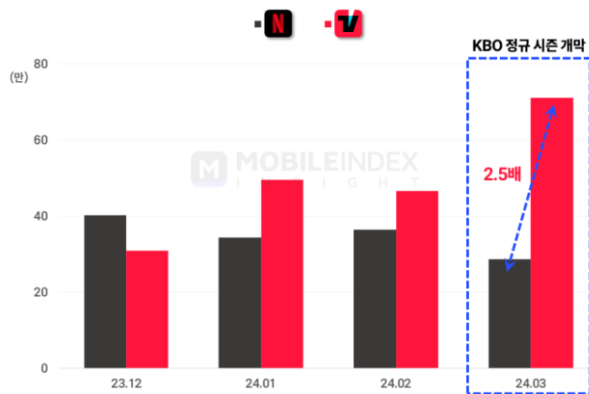
그림47 국내 OTT 앱 사용자 점유율(중복 사용자 포함)



자료: 아이지아이웍스, DS투자증권 리서치센터

주: 점유율 기준은 MAU 200만 이상 국내 서비스 OTT 앱의 해당 월MAU 합산. AOS + iOS 합산 기준

그림48 넷플릭스, 티빙 월간 신규 설치 건 수 추이



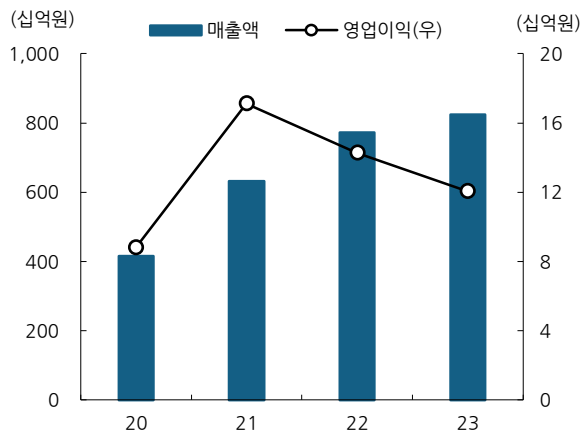
자료: 아이지아이웍스, DS투자증권 리서치센터, 주: AOS + iOS 합산 기준

그림49 쿠팡플레이 월 사용자 수 추이



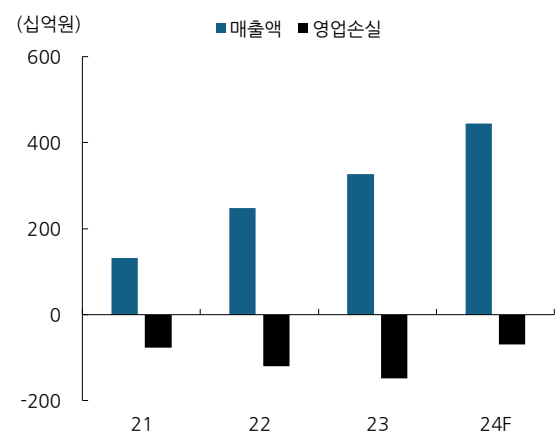
자료: 아이지아이웍스, DS투자증권 리서치센터, 주: AOS + iOS 합산 기준

그림50 넷플릭스 코리아 실적 추이



자료: 넷플릭스코리아, DS투자증권 리서치센터

그림51 티빙 실적 추이 및 전망



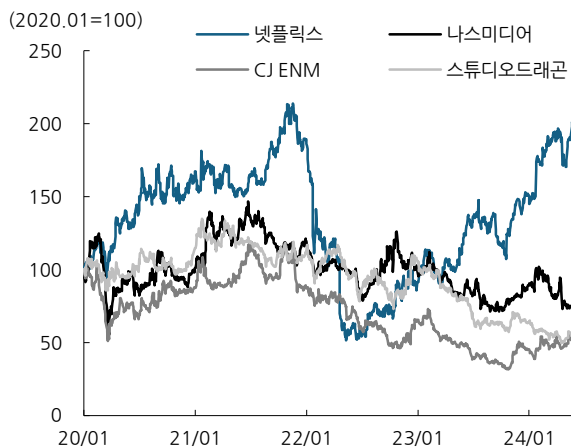
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터 추정

OTT광고 상품을 판매할 미디어렙사도 긍정적

또한 OTT 광고 시장의 성장은 디지털 광고 특히 동영상 광고 상품을 판매하는 미디어렙사(나스미디어, 인크로스)의 실적 성장으로 이어질 것이다. 특히 국내에서 넷플릭스의 광고 판매를 독점계약한 미디어렙 나스미디어의 실적 성장이 기대된다. 넷플릭스의 국내 MAU는 24년 4월 기준 1,129만명에 달하고 콘텐츠 경쟁력 등을 고려했을 때 OTT 플랫폼 중에서도 광고주의 선호도가 가장 높을 것으로 기대된다. 나스미디어는 넷플릭스를 통한 OTT 광고 집행 경험을 통한 선도적 시장지위를 확보해 향후 국내 OTT 광고 시장 성장의 수혜가 기대된다.

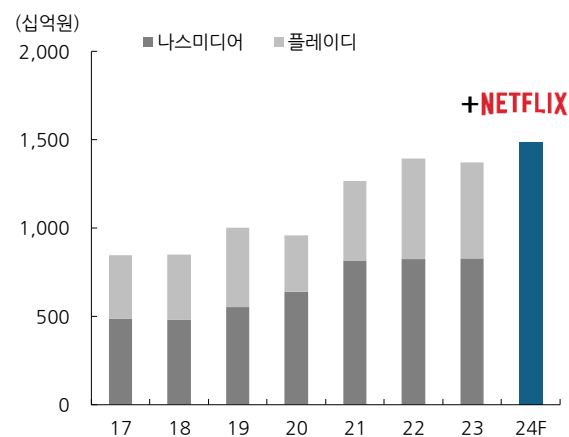
한편 OTT 광고는 기존 온라인 동영상 광고 단가 대비 높은 광고 단가를 형성하고 있어 미디어렙사의 실적 성장에도 긍정적이다. 넷플릭스의 기본 광고 단가는 유튜브 셀렉트 라인업이나 스마트미디어렙(주요 방송사 VOD 온라인유통사)의 SMR베스트보다 높은데 타겟팅 적용 시 최소 10%에서 최대 200%까지 할증이 된다.

그림52 넷플릭스와 국내 미디어 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림53 나스미디어의 연결 취급고 추이



자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

그림54 나스미디어의 넷플릭스 광고 상품

	AD Info.	타기팅 항목	할증률	출시일	비고
노출 디바이스	커넥티드TV, 태블릿, 모바일, 데스크톱	민감 콘텐츠 디타기팅	X	2022.11	-
노출 콘텐츠	제휴 콘텐츠 및 넷플릭스 오리지널 영화/시리즈	첫시청 노출 (First Impression)	200%	2022.11	최소 4주 이상 (28일 이상)
소재 길이	15초, 20초, 30초	콘텐츠 장르 (3개 이상)	15%	2023.01	드라마 / 코미디 / 로맨스 / 액션 / 호러 / 다큐 / 판타지 중 택3*
		넷플릭스 TOP10	40%	2023.02	'민감 콘텐츠 디타기팅' 과 중복 적용 불가
단가 (CPM)	15초: 52,000원 20초: 55,000원 30초: 65,000원	성·연령	25%	2023.03	최소 2개의 연속된 그룹 선택 가능 *타기팅 그룹: 18~24, 25~34, 35~49, 50~54, 55~64, 65+
		지역	10%	2023.03	'시/도' 만 가능
소재 비율	16:9	콘텐츠 장르 (1개)	20%	2023.04	드라마 / 코미디 / 로맨스 / 액션 / 호러 / 다큐 / 판타지 중 택1
소재 화질	1080p(FHD) ※ 2023년 4월 기준 화질 개선	스폰서십 그룹	200%	2024	예정
Skip 가능여부	불가	영화 예고편	50%	2024	예정

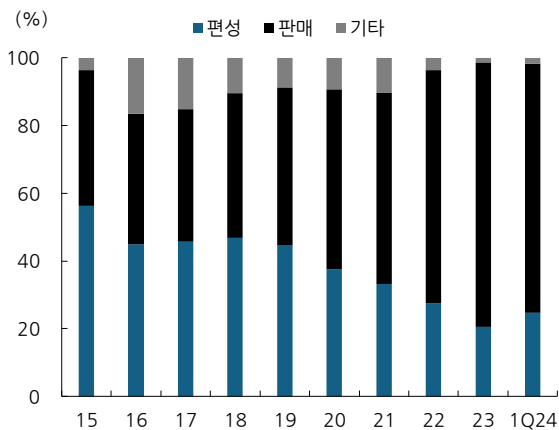
자료: 나스미디어, DS투자증권 리서치센터

투자포인트 3) 콘텐츠 투자시기는 25년! 변화는 진행 중

어려운 시장 환경 속
경쟁력을 높여가는 제작사

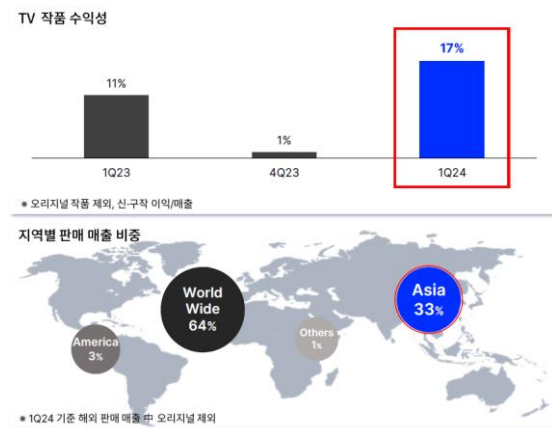
콘텐츠 제작사들은 어려운 시장 환경 속에서 콘텐츠 경쟁력에 기반해 글로벌 OTT 대상 협상력을 높여가며 리콥율이 상승하고 있고 해외 판매 다각화 등 유통전략을 고도화해 TV 채널 의존도를 낮추고 있다. 스튜디오드래곤 역시 편성 매출 비중은 지속해서 줄어드는 대신 국내외 OTT 판매 다각화로 판매 매출 비중이 19년 47%→21년 57%→23년 78%로 상승하고 있다. 한편 1Q24는 방영 회차 감소(-19회 YoY)에도 높은 시청 성과를 기반으로 편성 매출도 성장했다. 콘텐츠리중앙은 캡티브 채널의 한계를 극복하기 위해 선판매 후편성 전략, 국내 OTT 오리지널 작품의 해외 유통 등 신규 유통전략으로 유통 매출이 성장했으며 수익성 개선이 나타나고 있다. 이렇듯 24년까지는 방송 채널 슬랏 감소로 주요 콘텐츠 제작사의 외형 부진은 불가피하나 해외 판매 및 유통전략으로 수익성 개선이 기대된다.

그림55 스튜디오드래곤 주요 사업부별 매출 비중 추이



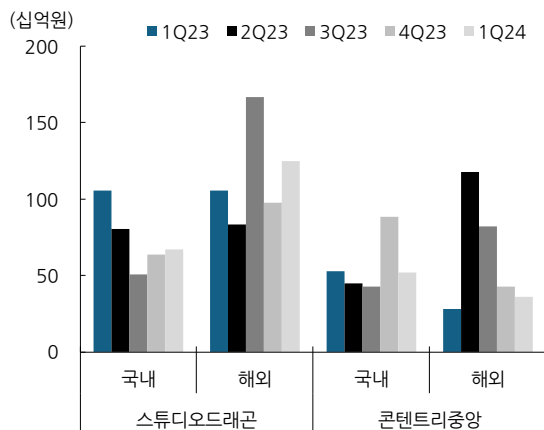
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 추정

그림56 스튜디오드래곤 주요 전략



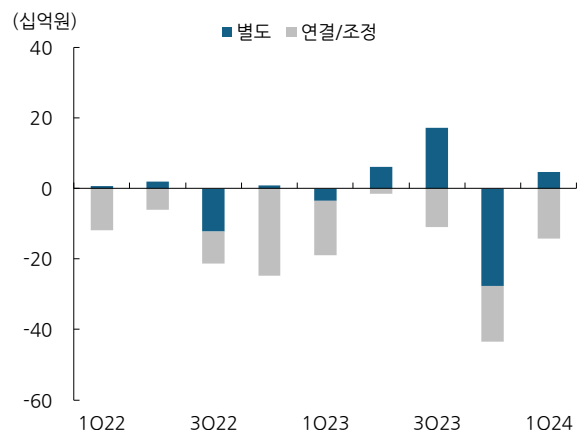
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림57 스튜디오드래곤과 콘텐츠리중앙 방송 국내외 매출액



자료: 스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

그림58 콘텐츠리중앙 SLI 별도와 연결/조정 영업이익 추이



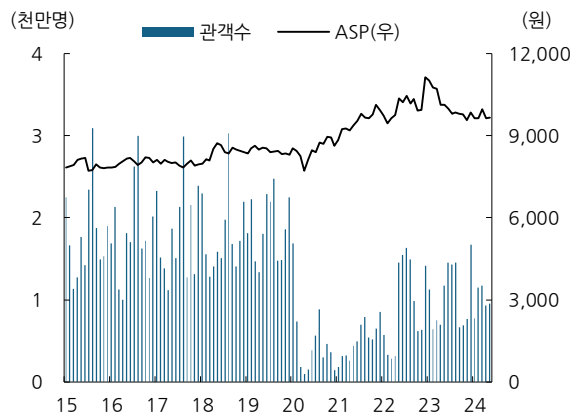
자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

표9 국내 박스오피스 추이

DATE	총 관객수 및 매출액(십억원, 만명, 원)							YoY(%)		
	한국영화		외국영화		전체			전체		
	매출액	관객수	매출액	관객수	매출액	관객수	ASP	매출액	관객수	ASP
2019	970.8	11,562.2	943.2	11,105.7	1,914.0	22,667.9	8,443.6	5.5	4.8	0.7
2020	350.4	4,046.2	160.0	1,906.2	510.4	5,952.4	8,574.3	-73.3	-73.7	1.5
2021	173.4	1,822.0	411.1	4,231.1	584.5	6,053.1	9,656.8	14.5	1.7	12.6
2022	631.0	6,279.3	529.2	5,001.2	1,160.2	11,280.5	10,285.1	98.5	86.4	6.5
2023	598.4	6,075.1	663.0	6,438.5	1,261.4	12,513.6	10,080.3	8.7	10.9	-2.0
1Q22	42.7	449.8	70.9	729.2	113.6	1,179.0	9,632.0	52.0	44.6	5.2
2Q22	182.9	1,796.2	156.4	1,519.5	339.3	3,315.6	10,234.7	204.0	179.3	8.8
3Q22	281.1	2,748.8	143.6	1,362.0	424.6	4,110.9	10,329.5	115.6	102.5	6.5
4Q22	124.3	1,284.4	158.3	1,390.6	282.7	2,675.0	10,567.2	40.4	32.4	6.1
1Q23	79.8	761.1	193.3	1,753.7	273.1	2,514.8	10,861.6	140.5	113.3	12.8
2Q23	132.4	1,343.5	202.3	1,980.9	334.7	3,324.3	10,068.1	-1.4	0.3	-1.6
3Q23	168.2	1,738.9	180.4	1,811.3	348.6	3,550.2	9,820.5	-17.9	-13.6	-4.9
4Q23	218.0	2,231.6	86.9	892.7	304.9	3,124.3	9,759.6	7.9	16.8	-7.6
1Q24	191.5	1,988.3	110.3	1,102.5	301.8	3,090.8	9,764.8	10.5	22.9	-10.1
23/01	44.9	446.5	79.1	678.6	124.1	1,125.0	11,028.4	123.1	96.8	13.4
23/02	13.4	127.2	55.6	514.9	69.1	642.1	10,753.4	123.1	96.2	13.7
23/03	21.5	187.5	58.6	560.2	80.0	747.6	10,703.6	196.2	167.0	10.9
23/04	16.9	173.1	53.8	524.2	70.7	697.3	10,138.1	132.4	123.5	4.0
23/05	21.6	228.9	97.3	945.8	118.9	1,174.7	10,120.3	-21.1	-19.3	-2.3
23/06	93.9	941.4	51.2	510.9	145.1	1,452.3	9,992.3	-8.3	-6.2	-2.2
23/07	31.6	332.7	108.4	1,095.4	140.0	1,428.1	9,805.6	-17.8	-12.3	-6.3
23/08	91.0	939.2	52.4	517.2	143.3	1,456.4	9,842.6	-5.9	-2.6	-3.3
23/09	45.6	467.0	19.7	198.7	65.3	665.7	9,804.3	-35.9	-32.5	-5.1
23/10	42.1	429.8	25.3	260.3	67.4	690.0	9,769.4	9.5	11.3	-1.6
23/11	41.1	431.7	32.1	332.6	73.2	764.3	9,578.6	15.4	19.9	-3.7
23/12	134.7	1,370.2	29.6	299.9	164.3	1,670.0	9,838.4	4.2	17.8	-11.6
24/01	45.0	462.9	29.7	312.3	74.7	775.2	9,633.8	-39.8	-31.1	-12.6
24/02	66.2	696.7	44.4	449.2	110.5	1,145.9	9,647.6	60.1	78.4	-10.3
24/03	80.3	828.7	36.3	341.0	116.6	1,169.7	9,966.3	45.7	56.5	-6.9
24/04	63.6	659.2	26.4	274.3	90.0	933.5	9,636.9	27.3	33.9	-4.9
24/05	62.6	652.1	29.6	301.5	92.2	953.5	9,666.4	-22.5	-18.8	-4.5

자료: KOBIS, DS투자증권 리서치센터, 주: 24/05는 5/1~24일 누적

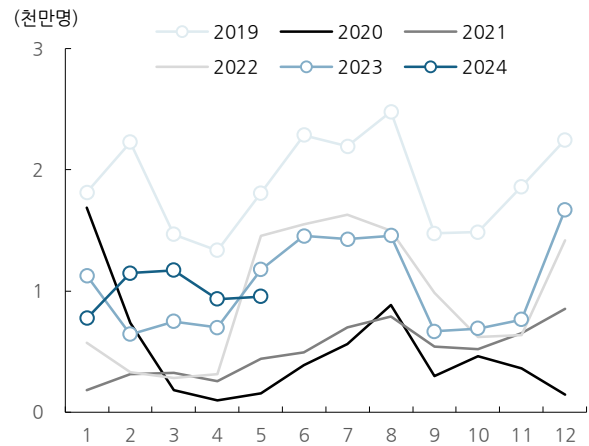
그림59 국내 박스오피스와 ASP추이



자료: KOBIS, DS투자증권 리서치센터

주: 24/05는 5/1~24일 누적

그림60 국내 박스오피스 영화관람객 수 추이



자료: KOBIS, DS투자증권 리서치센터

주: 24/05는 5/1~24일 누적

표10 2024년 넷플릭스 한국 콘텐츠 라인업

구분	작품명	제작	공개예정	출연
시리즈	1 선산	와우포인트, 영화사레드피터	2024.01.19	김현주, 박희순, 박병은, 류경수
	2 살인자 o난감	쇼박스, 랫츠필름	2024.02.09	최우식, 손석구, 이희준
	3 닭강정	스튜디오N, 플러스미디어엔터테인먼트	2024.03.15	류승룡, 안재홍, 김유정
	4 기생수: 더 그레이	클라이맥스 스튜디오, 와우포인트	2024.04.05	전소니, 구교환, 이정현
	5 종말의 바보	아이엠티브이	2024.04.26	안은진, 유아인, 전성우, 김윤희
	6 The 8 Show	매그넘나인, 스튜디오N, 롯데컬처웍스	2024.05.17	류준열, 천우희, 박정민
	7 하이라키	스튜디오드래곤	2024.06.07	노정의, 이채민, 김재원, 지혜원
	8 돌풍	스튜디오드래곤, 팬엔터테인먼트	2024.07	설경구, 김희애
	9 아무도 없는 숲속에서	SLL, 스튜디오플로우	2024.08	김윤석, 윤계상, 고민시, 이정은
	10 Mr. 플랑크톤	베이스스토리, 하이지음스튜디오	4Q24	우도환, 이유미, 오정세, 김해숙
	11 트렁크	프로젝트 318, 지티스트	4Q24	서현진, 공유
시리즈 시즌제	12 오징어 게임 시즌2	퍼스트맨스튜디오	4Q24	이정재, 이병헌, 공유, 위하준
	13 스위트홈 시즌3	스튜디오드래곤, 스튜디오N, 시우컴퍼니	2024.07	송강, 이진욱, 이시영, 고민시
	14 경성크리처 시즌2	글앤그림미디어, 카카오엔터, 스튜디오드래곤	3Q24	박서준, 한소희, 이무생, 배현성
	15 지옥 시즌2	클라이맥스 스튜디오, 와우포인트, 미드나잇	4Q24	김현주, 김성철, 김신록, 홍의준
영화	16 황야	클라이맥스 스튜디오, 빅픽처픽처스, 노바필름	2024.01.26	마동석, 이희준, 이준영, 노정의, 안지혜
	17 로기완	용필름, 하이지음스튜디오	2024.03.01	송중기, 최성은
	18 무도실무관	클라이맥스 스튜디오, 세븐오식스	3Q24	김우빈, 김성균
	19 대홍수	환상의 빛	4Q24	김다미, 박해수
	20 전,란	모호필름, 세미콜론 스튜디오	4Q24	강동원, 박정민, 차승원, 김신록, 진선규
예능	21 성+인물: 네덜란드, 독일 편	스튜디오 모닥	2024.02.20	신동엽, 성시경
	22 피지컬:100 시즌2	스튜디오27, 갤럭시코퍼레이션(Studio27)	2024.03.19	-
	24 슈퍼리치 이방인	미스틱스토리	2024.05.07	조세호, 뱀뱀, 미미
	23 미스터리 수사단	TEO	2024.06.18	이용진, 존박, 이은지, 이혜리, 카리나
	25 더 인플루언서	카카오엔터테인먼트	3Q24	-
	26 무명요리사(가제)	스튜디오슬램	3Q24	백종원 외
	27 좀비버스 시즌2	카카오엔터테인먼트	4Q24	-
	28 솔로지옥 시즌4	시작 컴퍼니	4Q24	-

자료: 넷플릭스, DS투자증권 리서치센터

표11 2024년 디즈니 한국 콘텐츠 라인업

구분	작품명	제작	공개예정	출연
시리즈	1 길러들의 소핑몰	메리크리스마스, 프로젝트오니온	2024.01.17	이동욱, 김혜준, 서현우
	2 로얄로더	슬링샷스튜디오, 네오엔터테인먼트	2024.02.28	이재욱, 이준영, 홍수주
	3 지배종	아카데미, 에이스팩토리, 블리츠웨이스튜디오	2024.04.10	주지훈, 한효주, 이희준, 이무생
	4 삼식이 삼촌	슬링샷스튜디오	2024.05.15	송강호, 변요한, 이규형, 진기주, 서현우
	5 화인가 스캔들	스튜디오앤뉴, 태원엔터테인먼트	2024 하반기	김하늘, 정지훈
	6 폭군	스튜디오앤뉴	2024 하반기	조운수, 차승원, 김선호, 김강우
	7 트리거	키이스트	2024 하반기	김혜수, 정성일, 주종혁
	8 강남 바-사이드	사나이픽처스, 플러스웬	2024 하반기	조우진, 지창욱, 하윤경
	9 조명가게	미스터로맨스, 무빙픽처스컴퍼니	2024 하반기	주지훈, 박보영
예능	10 더존: 버터야 산다 시즌3	스튜디오 가온	2024 하반기	유재석, 권유리, 덕스

자료: 디즈니, DS투자증권 리서치센터

표12 2024년 국내외 주요 영화 개봉

한국 영화				외국 영화			
No	작품명	개봉일정	주요 출연진	No	작품명	개봉일정	주요 출연진
1	외계+인 2부	01.10	류준열, 김태리, 김우빈	1	왕카	01.31	티모시 샬라메
2	시민덕희	01.24	라미란, 엄혜란, 공명	2	아가일	02.07	헨리 카빌, 브라이스 달라스
3	데드맨	02.07	조진웅, 김희애	3	툰 파트2	02.28	티모시 샬라메, 쟈데아 콜먼
4	도그데이즈	02.07	윤여정, 유해진, 김유진	4	패스트 라이브즈	03.06	그레타 리, 유태오
5	파묘	02.22	최민식, 김고은, 유해진	5	가여운 것들	03.06	엠마스톤
6	뎃글부대	03.27	손석구, 김성철	6	마담 웹	03.13	다코타 존슨, 시드니 스위니
7	범죄도시4	04.24	마동석, 김무열	7	쿠팡팬더4	04.10	잭 블랙
8	그녀가 죽었다	05.15	변요한, 신혜선, 이엘	8	고스트버스터즈	04.17	폴 러드, 핀 울프하드
9	하이재킹	06.21	하정우, 여진구, 성동일	9	스턴트 맨	05.01	라이언 고슬링, 에밀리 블런트
10	탈주	7월	이제훈, 구교환	10	흑성탈출: 새로운 시대	05.08	오웬 티그, 프레야 앨런
11	하얼빈		현빈, 박정민, 조우진	11	퓨리오사	05.22	안야 테일러 조이
12	리볼버		전도연, 지창욱, 임지연	12	인사이드 아웃2	06.12	-
13	베데랑2		황정민, 정해인	13	데드폴3	07.24	라이언 레이놀즈
14	모럴 헤저드		이제훈, 유해진	14	조커2	10월	호아킨 피닉스, 레이디 가가
15	아마존 활명수		류승룡, 진선규	15	시빌 워		커스틴 던스트, 케일리 스패니
16	대도시의 사랑법		김고은, 노상현	16	글래디에이터2		덴젤 워싱턴, 베리 키오건
17	보고타		송중기, 이희준	17	미키17		로버트 패틴슨, 토니 콜렛
18	크로스		황정민, 엄정아, 전해진	18	발레리나		키아누 리브스
19	1승		송강호, 박정민				

자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터
주: 투자/배급사의 일정에 따라 작품 라인업 변동 될 수 있음

표13 주요 채널별 방영중 드라마(5/24 기준)

채널	요일	드라마	방영일자	제작사
KBS1	월~금	수지맞은 우리	2024.03.25~	몬스터유니온, 삼화네트웍스
KBS2	일일	피도 눈물도 없이	2024.01.22~	몬스터유니온, 마이네스트컴퍼니
	월화	함부로 대해줘	2024.05.13~	판타지오
	토일	미녀와 순정남	2024.03.23~	래몽레인
MBC	월~금	용감무쌍 용수정	2024.05.06~	MBC C&I
tvN	토일	출업	2024.05.11~	스튜디오드래곤, 제이에스픽처스
	월화	선재 업고 튀어	2024.04.08~	CJ ENM, 스튜디오S, 본팩토리
MBN	토일	세자가 사라졌다	2024.04.13~	스튜디오 지담, 초록밤미디어, 슈퍼북
JTBC	토일	히어로는 아닙니다만	2024.05.04~	글앤그림미디어, SL, 드라마하우스 스튜디오
	수목	비밀은 없어	2024.05.01~	키이스트
Disney +	수	삼식이 삼촌	2024.05.15~	슬링샷스튜디오
ENA	월화	크래시	2024.05.13~	에이스토리, KT스튜디오지니

자료: DS투자증권 리서치센터

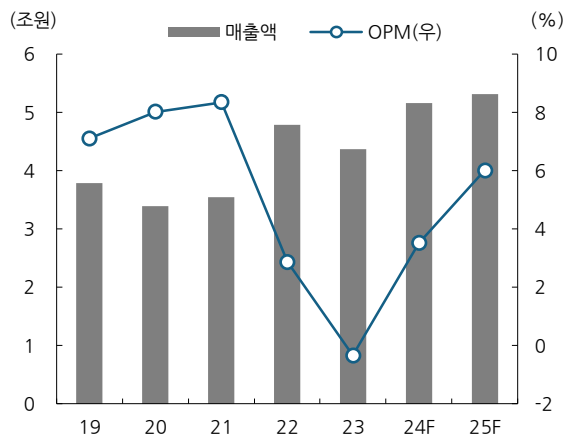
투자전략

최선호주: CJ ENM

차선호주: 나스미디어,
이노션

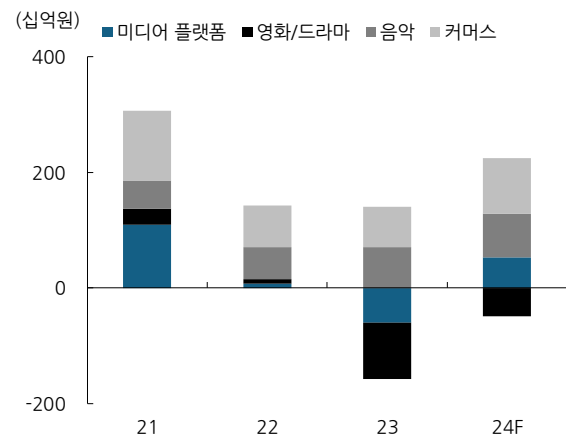
미디어 업종은 투자의견과 종목 선호순서를 기존 전망과 그대로 유지한다. 업종 최선호주는 CJ ENM, 관심종목은 나스미디어, 이노션이다. 하반기 광고 경기 회복에 따라 주요 광고 회사들의 실적 개선이 기대되며 밸류에이션 매력도 높아 상반기의 주가 하락을 되돌릴 것으로 전망한다. 특히 OTT 광고 시장이 2분기 본격적으로 성장하며 관련 밸류체인 내 기업의 성장이 기대된다. 콘텐츠/플랫폼은 주요 자회사의 회복으로 실적 턴어라운드 가파를 것으로 전망하는 CJ ENM(035760) 외에는 시장 재편이 이루어진 25년을 타겟으로 스튜디오드래곤과 콘텐츠리중앙을 추천한다. 특히 콘텐츠리중앙은 25년 자회사 투자 PPA비용 부담 완화, 미국 제작사 Wiip의 딜리버리 작품 수 증가 등으로 실적 턴어라운드 기대된다.

그림61 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망



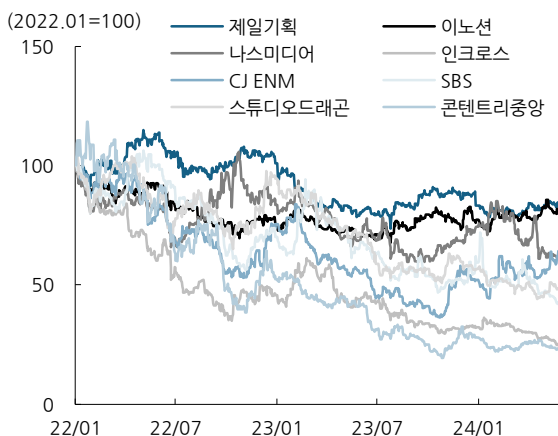
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림62 CJ ENM 부문별 영업이익 추이



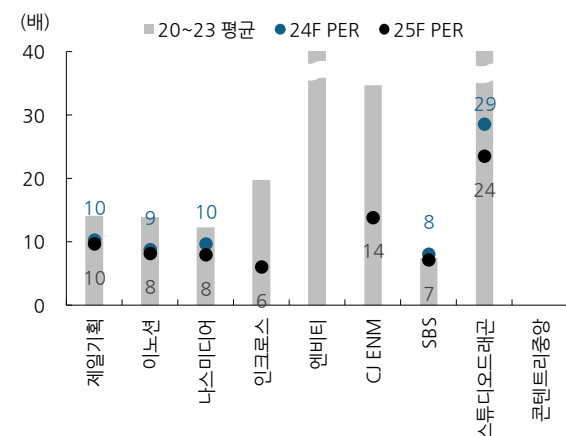
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림63 미디어 커버리지 주가 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림64 미디어 커버리지 PER 비교 *컨센스기준



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/24 종가 및 컨센스기준 PER

Company Analysis

•CJ ENM 035760

하반기 갈수록 실적은 더 좋아진다



CJ ENM
035760

하반기 갈수록 실적은 더 좋아진다

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.27

매수(유지)

목표주가(유지)	110,000원
현재주가(05/24)	89,000원
상승여력	23.6%

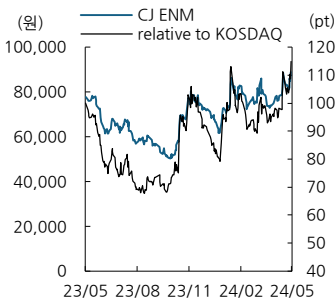
Stock Data

KOSDAQ	839.4pt
시가총액(보통주)	1,952십억원
발행주식수	21,929천주
액면가	5,000원
자본금	111십억원
60일 평균거래량	97천주
60일 평균거래대금	7,721백만원
외국인 지분율	14.6%
52주 최고가	89,500원
52주 최저가	49,500원
주요주주	
CJ(외 6인)	42.7%
자사주(외 1인)	5.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	17.6	20.2
3M	7.4	10.7
6M	14.8	11.8

주가차트



2024년 티빙과 피프스시즌 실적 개선되며 턴어라운드 전망

CJ ENM의 24년 실적은 연결 매출액 5.2조원(+18% YoY), 영업이익 1,863억원(흑전 YoY, OPM 3.6%)으로 전망한다. 실적 턴어라운드는 최근 2년간 실적 악화의 주요 요인이었던 자회사 티빙과 피프스시즌(FS)의 실적 개선에 기인할 것이다. 실제로 24년 1분기 티빙과 FS의 합산 영업적자는 -551억원으로 전년동기 -800억대비 250억원 적자를 축소했다. 2분기부터 수익개선세는 더욱 가파를 것으로 전망한다. 티빙의 요금제 인상 및 MAU 증가와 광고 수익 확대가 2분기부터 실적 개선에 기여할 것이며 FS의 딜리버리 작품 수는 1분기 2편에서 24년 연간 25편을 목표로 하반기 갈수록 확대될 것이기 때문이다.

티빙 실적 개선이 기대되는 이유

티빙의 24년 실적은 매출액 4,446억원(+36% YoY), 영업적자 -685억원(적자축소, OPM -15.4%)으로 전망한다. 티빙의 유료 가입자 수는 23년말 400만명을 돌파한 후 24년 1분기 430만명을 초과, MAU는 동기간 583만명에서 690만명으로 증가했다. 이러한 속도라면 올해 목표 MAU 1,000만명 달성도 순조로울 것으로 전망한다. 24년 2분기부터 기존 요금제 평균 +15% 가격인상과 광고요금제 가입자 증가, 연간 300억원 규모의 광고 수익 등을 감안하며 2분기부터 티빙의 적자폭 축소가 가파를 것으로 전망하며 25년 연간 흑자전환이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 11만원 유지

CJ ENM의 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가는 NOPLAT을 활용한 SOTP 밸류에이션으로 산출했다. 각 사업부별 목표배수는 미디어플랫폼 28배, 음악 15배, 커머스 8배를 적용했다. 다만 수익 변동성이 큰 영화/드라마는 주요 자회사인 스튜디오드래곤과 피프스시즌의 지분가치를 30% 할인해 대신 산정했다. CJ ENM은 24년과 25년에 걸쳐 미디어 업종 내 가장 뚜렷한 실적 회복세를 시현할 것으로 전망하며 향후 재무구조 개선에 따른 기업가치 상승도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,552	4,792	4,368	5,162	5,317
영업이익	297	137	-15	186	309
영업이익률(%)	8.4	2.9	-0.3	3.6	5.8
세전이익	296	-328	-335	7	149
지배주주지분순이익	193	-120	-316	-20	84
EPS(원)	8,822	-5,793	-15,238	-963	4,038
증감률(%)	239.8	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	5.4	-3.3	-9.3	-0.6	2.6
PER(배)	15.7	-18.1	-4.7	-92.4	22.0
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	4.6	3.2	3.9	4.2	3.8

자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표14 CJ ENM 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	949.0	1,048.9	1,110.9	1,259.6	1,154.1	1,195.1	1,313.1	1,499.3	4,792.2	4,368.4	5,161.6
YoY	-0.9%	-12.0%	-5.7%	-14.0%	21.6%	13.9%	18.2%	19.0%	34.9%	-8.8%	18.2%
1. 미디어 플랫폼	277.9	342.8	314.3	327.1	314.2	368.5	354.1	371.2	1,427.6	1,262.0	1,408.0
YoY	-16.6%	-11.6%	-8.3%	-10.2%	13.1%	7.5%	12.7%	13.5%	2.7%	-11.6%	11.6%
1) TV 광고	80.2	113.2	89.0	82.7	78.1	109.8	86.3	81.1	508.4	365.2	355.3
2) 수신료	67.0	66.5	66.4	60.7	74.1	73.1	73.0	66.8	258.5	260.5	286.9
3) 기타	130.6	163.0	158.9	183.7	162.0	185.5	194.8	223.4	660.7	636.3	765.7
티빙	71.8	76.7	78.0	99.9	83.4	107.8	113.8	139.6	247.6	326.4	444.6
2. 영화/드라마	236.1	229.6	326.2	300.1	366.4	317.5	451.0	444.1	1,424.3	1,092.0	1,578.9
YoY	9.2%	-32.2%	-8.7%	-41.4%	55.2%	38.3%	38.2%	48.0%	260.0%	-23.3%	44.6%
1) 콘텐츠 판매	168.7	190.3	287.2	236.1	326.0	285.2	415.4	400.7	1,134.9	882.2	1,427.2
스튜디오드래곤	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	90.2	160.4	145.7	480.2	588.9	537.5
피프스시즌	15.0	76.3	97.4	158.9	170.5	190.0	250.0	250.0	699.6	347.6	860.5
2) 영화/공연	43.8	8.6	17.3	26.1	18.9	7.8	13.8	13.0	177.3	95.7	53.5
3) 기타	23.6	30.7	21.8	38.0	21.4	24.6	21.8	30.4	112.1	114.1	98.2
3. 음악	119.0	130.8	170.0	256.7	125.8	142.5	185.7	280.5	585.0	676.5	734.4
YoY	31.2%	14.2%	0.5%	21.8%	5.7%	8.9%	9.2%	9.3%	50.9%	15.6%	8.6%
1) 음반/음원	25.0	28.1	27.0	37.6	22.2	29.5	28.3	39.4	120.3	117.7	119.6
2) 콘서트	18.0	20.9	24.0	71.5	17.6	23.0	26.4	78.7	122.4	134.5	145.7
3) 기타	76.0	81.8	119.0	147.6	86.0	89.9	130.9	162.3	342.4	424.3	469.1
4. 커머스	316.1	345.7	300.3	375.7	347.8	366.7	322.3	403.5	1,355.3	1,337.9	1,440.3
YoY	-0.4%	-1.7%	-2.9%	-0.3%	10.0%	6.1%	7.3%	7.4%	-1.7%	-1.3%	7.7%
1) TV	120.1	115.1	107.4	118.9	115.9	110.2	105.9	115.0	492.5	461.5	447.0
2) 디지털	160.7	181.2	158.9	198.4	186.9	197.1	168.7	218.4	726.4	699.1	771.1
3) 기타	35.3	49.5	34.0	58.5	45.0	59.4	47.7	70.1	136.4	177.3	222.2
영업이익	-50.3	-30.4	7.4	58.7	12.3	33.2	43.8	96.9	137.4	-14.6	186.3
YoY	적전	적전	-71.0%	787.6%	흑전	흑전	491.7%	65.1%	-53.7%	적전	흑전
영업이익률	-5.3%	-2.9%	0.7%	4.7%	1.1%	2.8%	3.3%	6.5%	2.9%	-0.3%	3.6%
1. 미디어 플랫폼	-34.3	-29.9	1.9	2.3	-3.5	8.0	15.0	33.0	7.8	-59.9	52.5
YoY	적전	적전	흑전	흑전	적지	흑전	694.2%	1344.5%	-92.9%	적전	흑전
영업이익률	-12.3%	-8.7%	0.6%	0.7%	-1.1%	2.2%	4.2%	8.9%	0.5%	-4.7%	3.7%
2. 영화/드라마	-40.7	-31.1	-20.4	-5.3	-17.8	-15.0	-11.7	-4.6	7.1	-97.5	-49.1
YoY	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	-73.5%	적전	적지
영업이익률	-17.2%	-13.6%	-6.2%	-1.8%	-4.9%	-4.7%	-2.6%	-1.0%	0.5%	-8.9%	-3.1%
3. 음악	8.1	12.0	15.5	35.4	4.8	13.5	18.6	39.3	55.7	70.9	76.1
YoY	-43.2%	-1.1%	-46.3%	6155%	-41.0%	12.5%	20.1%	11.0%	12.3%	27.3%	7.3%
영업이익률	6.8%	9.2%	9.1%	13.8%	3.8%	9.5%	10.0%	14.0%	9.5%	10.5%	10.4%
4. 커머스	17.5	18.7	7.1	26.0	26.2	25.7	20.9	28.2	72.4	69.3	101.1
YoY	35.5%	-4.2%	22.9%	-24.1%	49.7%	37.2%	196.7%	8.7%	-39.7%	-4.4%	46.0%
영업이익률	5.5%	5.4%	2.4%	6.9%	7.5%	7.0%	6.5%	7.0%	5.3%	5.2%	7.0%
순이익	-88.9	-123.2	-52.3	-132.3	-34.8	-18.8	-8.2	20.9	-176.8	-396.8	-40.9
YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지
순이익률	-9.4%	-11.7%	-4.7%	-10.5%	-3.0%	-1.6%	-0.6%	1.4%	-3.7%	-9.1%	-0.8%

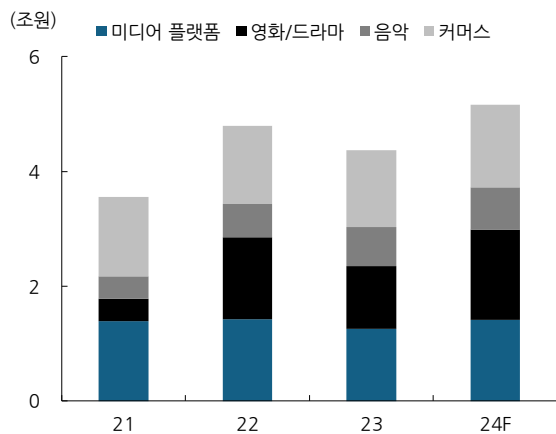
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터 추정

표15 CJ ENM 법인별 실적 추이

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
연결 매출액	3,789.7	3,391.2	3,552.4	4,792.2	4,368.4
별도	3,157.1	2,718.3	2,841.6	3,010.2	2,639.6
스튜디오드래곤	468.7	525.7	487.1	697.9	753.1
티빙	-	15.5	131.5	247.6	326.4
피프스시즌	-	-	-	699.6	347.6
이외/조정	163.9	131.7	92.1	136.9	301.6
연결 영업이익	269.4	272.1	296.9	137.4	-14.6
별도	287.1	250.4	323.2	238.2	159.3
스튜디오드래곤	28.7	49.1	52.6	65.2	55.9
티빙	-	-6.1	-76.2	-119.2	-142.0
피프스시즌	-	-	-	-44.0	-65.5
이외/조정	-46.4	-21.3	-2.6	-2.9	-22.3
연결 순이익	58.6	65.6	227.6	-176.8	-396.8
별도	319.7	168.4	203.8	80.7	26.5
스튜디오드래곤	26.4	29.6	39.0	50.6	30.1
티빙	-	-4.5	-59.5	-124.9	-152.3
피프스시즌	-	-	-	-69.2	-117.9
이외/조정	-287.5	-127.9	44.2	-113.9	-183.2

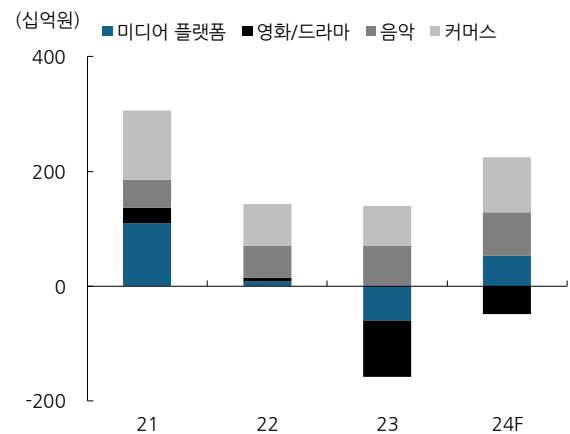
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터, 주: CJ ENM과 별도 법인으로 구분된 이후의 실적으로 실제 사업부의 수익과 다름

그림65 CJ ENM 사업부별 매출 추이 및 전망



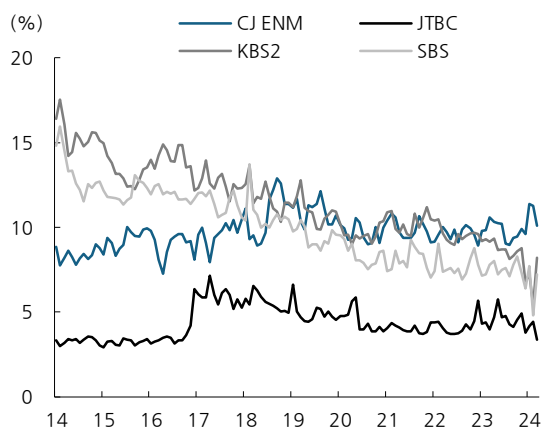
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터 추정

그림66 CJ ENM 사업부별 영업이익 추이 및 전망



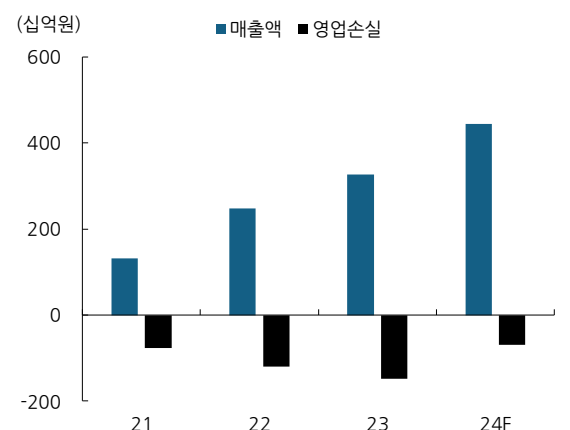
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터 추정

그림67 주요 TV채널 시청률 추이



자료: CJ ENM, Nielsen, DS투자증권 리서치센터

그림68 티빙 실적 추이 및 전망



자료: 아이지아이웍스, DS투자증권 리서치센터, 주: AOS + iOS 합산 기준

그림69 CJ ENM의 1분기 주요 성과



자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림70 CJ ENM의 2분기 주요 라인업

채널 · 티빙	FIFTH SEASON
[드라마] <ul style="list-style-type: none"> 〈선재 업고 튀어〉 (tvN) : 김혜윤, 변우석 〈졸업〉 (tvN) : 정려원, 위하준 〈플레이어 2: 꿈들의 전쟁〉 (tvN) : 송승헌, 오연서, 아시안 〈나는 대놓고 선데렐라를 꿈꾼다〉 (TVING) : 표예찬, 이준영 [예능] <ul style="list-style-type: none"> 〈밥이나 한잔해〉 (tvN) : 김희선, 이수근, 이은지, 영훈 〈백패커 2〉 (tvN) : 백종원, 이수근, 허경환, 안보현, 고경표 〈지라의 뽀빠뽀빠〉 (tvN) : 이은지, 미미, 아영지, 안유진 〈지금, 이 순간〉 (tvN STORY) : 윤종신, 백지영 〈I-LAND 2 : N/a〉 (Mnet) : 송강, 태양, 24, 비비엔, 모니카, 라정 〈여고추리반 3〉 (TVING) : 박지윤, 정도연, 재재, 비비, 최예나 〈2024 KBO 리그〉 (TVING) 	[드라마] <ul style="list-style-type: none"> 〈Severance S2〉 (AppleTV+) Directed by Ben Stiller, Aoife McArdle/Starring Adam Scott, Britt Lower 〈Lady in the Lake〉 (AppleTV+) Produced by Alma Har'el /Starring Natalie Portman, David Corenswet [다큐멘터리] <ul style="list-style-type: none"> 〈Going Varsity in Mariachi〉, 〈Omnivore〉, 〈Aum〉
공연	음악
<ul style="list-style-type: none"> 〈어쩌면 해피엔딩〉 (6월 ~ 9월) 예스24 스테이지 	[음반 · 음원] <ul style="list-style-type: none"> 〈ZEROBASEONE〉, 〈JO1〉, 〈ME:I〉, 〈Kep1er〉, 〈IS-SUE〉 등 드라마 및 Mnet 예능 OST [콘서트 · 컨벤션] <ul style="list-style-type: none"> 〈KCON JAPAN 2024〉, 〈월드다제이페스티벌〉 등 〈ME:I〉, 〈임영웅〉, 〈RIIZE〉 등

자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

[CJ ENM035760]

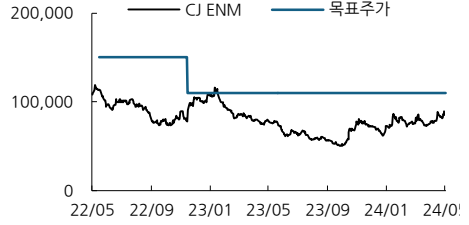
재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	2,660	3,108	2,782	2,742	2,502	매출액	3,552	4,792	4,368	5,162	5,317
현금 및 현금성자산	1,287	1,134	1,033	688	416	매출원가	1,918	3,043	2,851	3,369	3,468
매출채권 및 기타채권	897	1,299	1,127	1,391	1,400	매출총이익	1,635	1,749	1,517	1,793	1,849
재고자산	85	97	116	136	137	판매비 및 관리비	1,338	1,611	1,532	1,606	1,540
기타	390	579	507	528	549	영업이익	297	137	-15	186	309
비유동자산	5,280	7,224	7,168	7,550	7,907	(EBITDA)	813	1,431	962	1,060	1,247
관계기업투자등	2,450	2,332	2,161	2,249	2,340	금융손익	-8	-68	-138	-658	-657
유형자산	1,112	1,267	1,353	1,350	1,348	이자비용	23	91	173	666	666
무형자산	1,322	2,768	2,857	3,122	3,356	관계기업등 투자손익	95	-185	90	451	451
자산총계	7,941	10,332	9,950	10,292	10,409	기타영업외손익	-88	-213	-272	27	46
유동부채	2,323	4,269	3,401	3,784	3,833	세전계속사업이익	296	-328	-335	7	149
매입채무 및 기타채무	880	1,224	1,052	1,397	1,406	계속사업법인세비용	68	-151	62	48	45
단기금융부채	1,129	2,358	1,391	1,391	1,391	계속사업이익	228	-177	-396	-41	105
기타유동부채	313	687	957	996	1,037	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,414	1,719	2,371	2,375	2,379	당기순이익	228	-177	-396	-41	105
장기금융부채	1,046	1,286	1,905	1,905	1,905	지배주주	193	-120	-316	-20	84
기타비유동부채	369	433	466	470	474	총포괄이익	344	-177	-396	-41	105
부채총계	3,737	5,988	5,772	6,159	6,212	매출총이익률 (%)	46.0	36.5	34.7	34.7	34.8
지배주주지분	3,777	3,552	3,239	3,194	3,257	영업이익률 (%)	8.4	2.9	-0.3	3.6	5.8
자본금	111	111	111	111	111	EBITDA마진률 (%)	22.9	29.9	22.0	20.5	23.5
자본잉여금	2,538	2,413	2,456	2,456	2,456	당기순이익률 (%)	6.4	-3.7	-9.1	-0.8	2.0
이익잉여금	1,334	1,180	852	832	895	ROA (%)	2.7	-1.3	-3.1	-0.2	0.8
비지배주주지분(연결)	426	792	939	939	939	ROE (%)	5.4	-3.3	-9.3	-0.6	2.6
자본총계	4,203	4,344	4,178	4,133	4,196	ROIC (%)	10.1	3.0	-0.3	-25.5	4.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	782	1,651	1,449	464	597	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	228	-177	-397	-41	105	P/E	15.7	-18.1	-4.7	-92.4	22.0
비현금수익비용가감	619	1,662	1,846	422	470	P/B	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6
유형자산감가상각비	64	74	77	-10	-10	P/S	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
무형자산상각비	452	1,220	899	883	948	EV/EBITDA	4.6	3.2	3.9	4.2	3.8
기타현금수익비용	102	340	545	-1,640	-1,657	P/CF	3.6	1.5	1.1	5.1	3.4
영업활동 자산부채변동	-32	351	0	83	23	배당수익률 (%)	1.5	n/a	n/a	1.1	1.3
매출채권 감소(증가)	-59	-143	253	-264	-9	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-26	-17	-26	-20	-1	매출액	4.8	34.9	-8.8	18.2	3.0
매입채무 증가(감소)	20	78	9	344	9	영업이익	9.1	-53.7	적전	흑전	66.1
기타자산 부채변동	34	433	-236	23	24	세전이익	107.4	적전	적지	흑전	2,040.8
투자활동 현금	-727	-3,007	-1,185	-809	-848	당기순이익	246.7	적전	적지	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-173	-189	-98	12	13	EPS	239.8	적전	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-697	-1,518	-1,367	-1,148	-1,183	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	214	-144	218	359	355	부채비율	88.9	137.8	138.2	149.0	148.0
기타투자활동	-71	-1,156	61	-32	-34	유동비율	114.5	72.8	81.8	72.5	65.3
재무활동 현금	957	1,203	-364	0	-21	순차입금/자기자본(x)	15.9	52.5	51.6	60.4	65.9
차입금의 증가(감소)	944	1,036	-408	0	0	영업이익/금융비용(x)	13.2	1.5	-0.1	0.3	0.5
자본의 증가(감소)	-54	-44	43	0	-21	총차입금 (십억원)	2,175	3,644	3,296	3,296	3,296
배당금의 지급	54	44	0	0	21	순차입금 (십억원)	669	2,280	2,158	2,498	2,765
기타재무활동	68	211	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,018	-154	-101	-345	-272	EPS	8,822	-5,793	-15,238	-963	4,038
기초현금	270	1,287	1,134	1,033	688	BPS	172,252	161,984	147,691	145,663	148,535
기말현금	1,287	1,134	1,033	688	416	SPS	161,994	218,533	199,203	235,377	242,466
NOPLAT	228	100	-11	-1,090	217	CFPS	38,588	67,740	66,066	17,402	26,193
FCF	87	-1,170	263	-345	-251	DPS	2,100	n/a	n/a	1,000	1,200

자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

CJ ENM (035760) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-06-08	담당자변경				
2022-06-08	매수	150,000	-39.9	-24.1	
2022-12-09	매수	110,000	-30.1	5.6	
2023-07-12	매수	110,000	-37.0	-19.1	
2024-01-26	매수	110,000	-28.9	-19.1	
2024-02-14	매수	110,000	-28.5	-19.1	
2024-05-13	매수	110,000	-23.4	-19.1	
2024-05-27	매수	110,000			



투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이전 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.