

2025.01.21

Industry Report

Make K-Food & Contents Great Again





■ Great K

- ✓ 24년 우리나라 전체 수출액은 6,838억 달러(+8% YoY)로 역대 최고 수출 실적 경신. 글로벌 시장 수출 순위 6위로 상승
- ✓ 품목별로는 반도체, 선박 등 주력 품목과 농수산물, 화장품 등 소비재 수출이 증가했고 지역별로는 신흥시장 성장도 확대되며 포트폴리오 다변화, 질적 성장
- ✓ K 수출 유망주에 대한 관심 중요. 본 보고서에서는 글로벌 소비자들의 관심을 받고 있는 K-Food와 Contents에 주목
- ✓ 글로벌 소비자의 한류 소비 실태조사에 따르면 국가별, 인구통계집단별 이용 다양성과 집중도가 상승하고 있고 한류가 한국 제품/서비스 이용에도 영향
- ✓ 이 중 K-Food와 K-Contents는 시너지가 나고 있는데 글로벌 양극화, 소비트렌드 변화에 있어서 기회요인 존재

■ 음식료(비중확대)

- ✓ 25년 음식료 주요 변수는 환율(부정적), 원자재(중립), 내수 PQ(중립), 해외(긍정적)로 해외 비중이 높고 K-Food의 모멘텀을 본유한 음식료 기업을 중심으로 실적 개선 전망
- ✓ K-Food의 성장이 기대되는 이유 5가지
 - 1)생산 능력 확대: 짧아진 CAPA 확대 사이클. 늘어나는 글로벌 수요에 적극 대응
 - 2)브랜드/품질 경쟁력 강화: 점유율 상승
 - 3)글로벌 소비트렌드 적합: 건강한 식단과 채소 위주 식단, 합리적인 가격 이미지
 - 4)지역 확장: 미국을 넘어 유럽으로 확대
 - 5)프랜차이즈 확장: K-치킨, 베이커리 등 글로벌 가맹 사업 확대로 소비자 접점 확대 및 관련 제품 수출 증가
- ✓ 최선호주: 삼양식품, 오리온
- ✓ 차선호주: 빙그레, 교촌에프앤비

■ 미디어(비중확대)

- ✓ 25년 광고는 국내 광고 시장 규모 17.4조 원(+2.7% YoY)으로 전망되는 가운데 방송 광고는 -2% YoY로 부진하나 감소 폭은 축소 전망. 국내 OTT 광고와 해외 광고 확보에서 기회 요인 존재
- ✓ 25년 플랫폼/콘텐츠는 방송사의 드라마 슬롯 확대에 따른 드라마 제작 편수(Q) 증가가 기대되며 적극적인 비용 통제(C)로 제작사 수익성 개선 전망. 플랫폼 또한 제작 비용 통제와 해외 판매 확대로 실적 개선이 기대되
- ✓ 글로벌 OTT 내 K-Contents의 비중이 확대되고 있고 <오징어게임2>를 비롯해 한국 드라마의 글로벌 성과도 견조. 지상파와 글로벌 OTT의 협력이 강화되는 등 K-Contents의 위상 강화
- ✓ 최선호주: 스튜디오드래곤, SBS

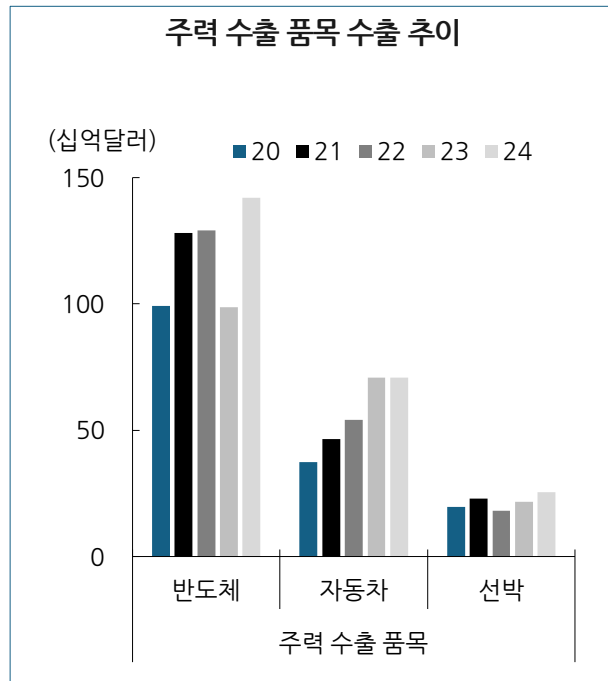
Great K

K수출 유망주: 음식료품, 콘텐츠
한류소비실태
K-Food와 Contents 시너지

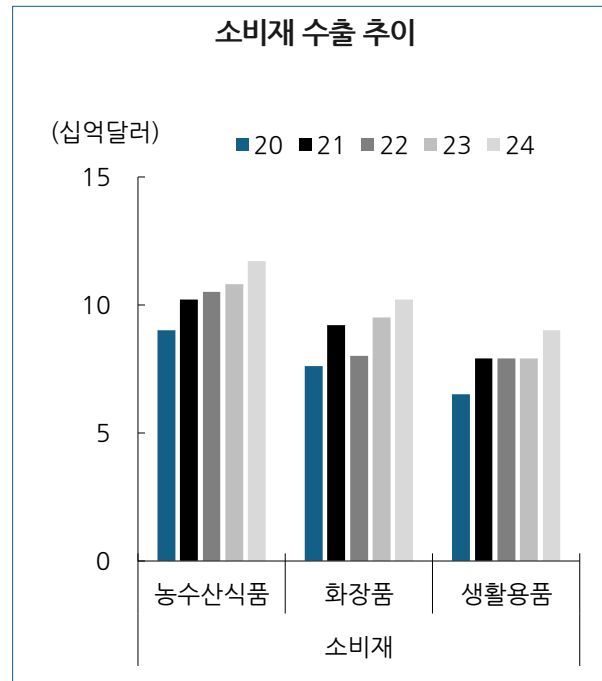


Korea 수출은 포트폴리오와 지역 다변화로 질적 성장

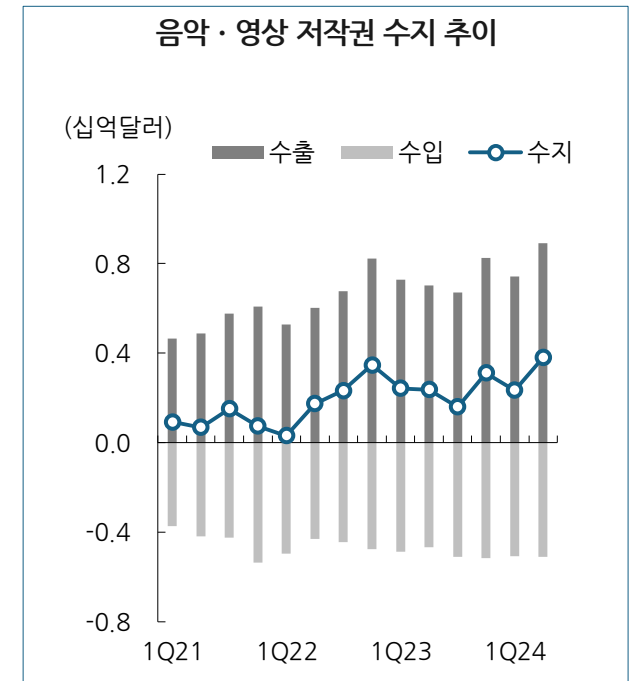
- 24년 한국의 수출은 6,838억 달러(+8.2% YoY)로 역대 최고 수출실적 경신하며 경제 성장 견인. 글로벌 시장 수출 순위 23년 8위→24년 6위로 상승
- 품목별로는 반도체, 선박, 바이오헬스, 컴퓨터 등 주력품목과 농수산물식품, 화장품 등 소비재 수출이 증가하며 수출 포트폴리오 다변화
 - 기존 주력 수출 품목 중 반도체 1,419억 달러(+44% YoY), 선박 256억 달러(+17.6% YoY), 바이오헬스 151억 달러(+13% YoY)를 기록함
 - 농수산물식품은 117억 달러(+8.3% YoY)로 4년 연속 100억 달러 수출 달성. 화장품은 102억 달러(+20% YoY)로 24년 처음 100억 달러 돌파
 - 한편 음악·영상 저작권 수출 금액은 24년 상반기 16억 달러(+14% YoY)로 무역수지 흑자 규모 확대
- 지역별로는 3대 주력 시장(미국, 중국, 아세안)과 중남미, 인도, 중동 등 신흥시장에서 수출이 고르게 증가하며 수출 지역 다변화
 - 24년 주력 시장 수출 금액은 중국 1,330억 달러(+6.6% YoY), 미국 1,278억 달러(+10.5% YoY), 아세안 1,140억 달러(+4.5% YoY) 달성
 - 이외에도 중남미 290억 달러(+17.8% YoY), 중동 197억 달러(+4.8% YoY), 인도 187억 달러(+4.2% YoY) 기록



자료: 산업통상자원부, DS투자증권 리서치센터



자료: 산업통상자원부, DS투자증권 리서치센터



자료: ECOS, DS투자증권 리서치센터

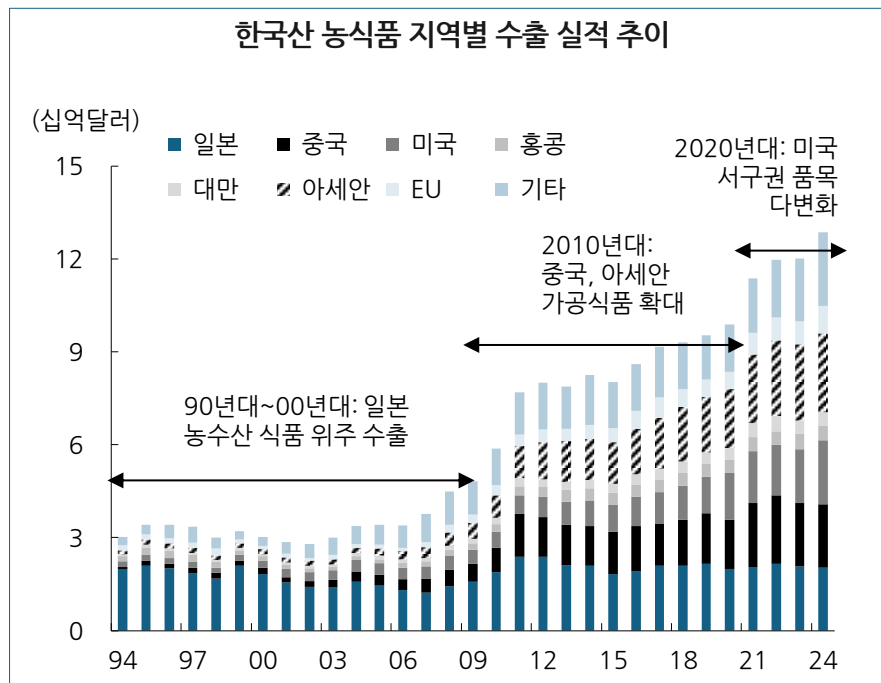
K 수출 유망주 (1) 식품: K-Food의 글로벌 인기 속 품목과 지역 다변화

■ 24년 농림수산물 수출 금액은 128억 달러(+7% YoY)로 역대 최대 실적 경신. K-Food의 글로벌 인기 속 지역과 품목 다변화 중

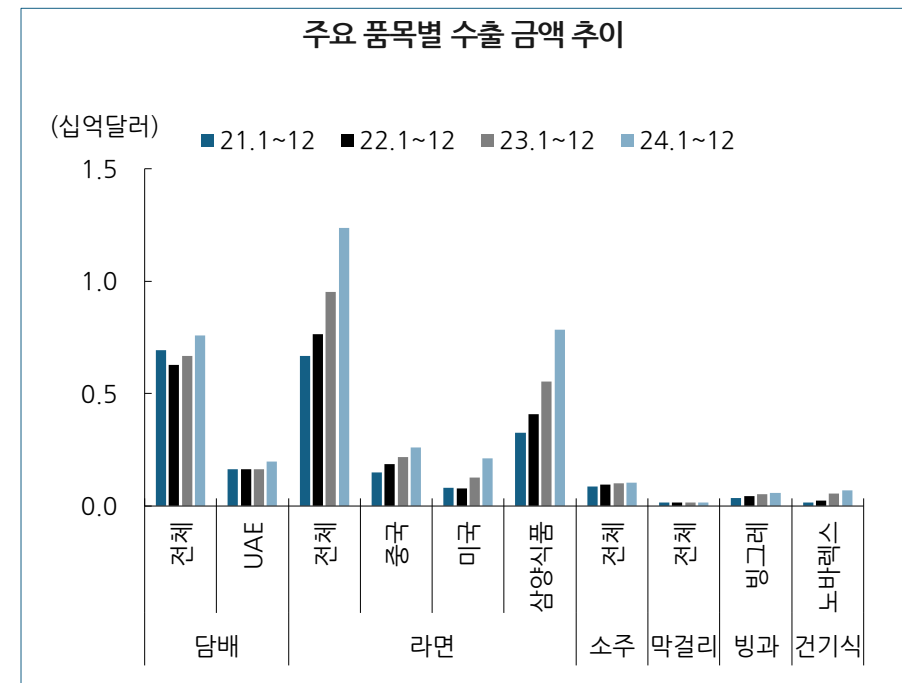
- 농림수산물로 농산물, 축산물, 임산물, 수산물, 가공식품 등을 모두 포함
- 지역별로는 미국향 수출 금액이 20.7억 달러(+19% YoY)로 단일 국가 중 중국과 일본을 제치고 1위 달성. 권역 중 EU는 9억 달러(+23% YoY)로 고성장
- 기존 상위 국가였던 중국과 일본향 수출 금액은 각각 20.4억 달러(-0.4% YoY), 20.3억 달러(-2% YoY)로 부진한 실적 기록

■ 가공 식품 수출은 24년에도 차별적인 라면 수출 성장 속 담배, 건기식, 빙과 등도 견조한 실적 기록

- 24년 라면 전체 수출 금액은 12.3억 달러(+30% YoY)로 역대 최대 실적을 경신. 삼양식품으로 추정되는 라면 수출 금액이 7.8억 달러(+42% YoY)로 성장 견인
- 지역별로 라면 수출 금액은 중국 2.6억 달러, 미국 2.1억 달러로 각각 전년비 +20%, +67% 증가하며 미국향 수출 확대. 이외에도 동남아, 유럽 등으로 수출 성장
- 라면 외에도 국내 담배 수출 금액이 7.5억 달러(+13% YoY)로 중동 및 기타 지역 수출 증가. 빙그레 아이스크림과 가공우유, 노바렉스 중국향 건기식 수출도 견조



자료: KATI, DS투자증권 리서치센터



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

K 수출 유망주 (2) 음악/영상 콘텐츠: 한국 콘텐츠의 영향력 강화

■ 지식재산권 무역수지도 개선이 나타나는 가운데 음악/영상 저작권의 무역수지도 확대되는 중

- 지식재산권 전체 23년 수출금액은 26.3억 달러(+8% YoY), 무역수지는 1.8억 달러(+흑자전환, 12.9억 달러 개선)
- 지식재산권 전체 24년 상반기 수출금액은 14.2억 달러(+9% YoY), 무역수지는 1.3억 달러(+흑자전환, 3.2억 달러 개선)

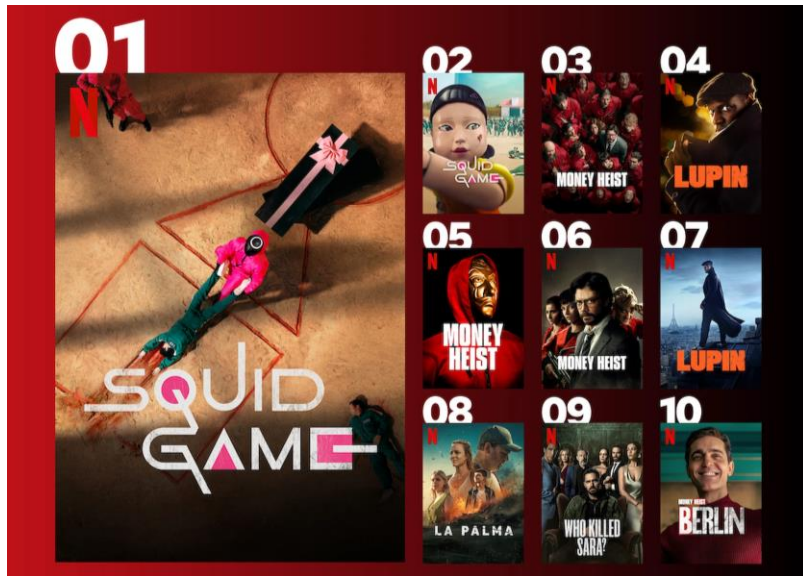
■ 오징어게임 시즌2는 공개 1일 만에 넷플릭스 TV쇼 부문 글로벌 1위 달성. 넷플릭스 비영어 Show 부문 역대 1,2위에 오징어게임 시즌 1,2 등극

- 24년 12월 26일에 공개 첫 주 시청시간만 4.9억 시간 기록했고 시즌 1도 다시 역주행하며 글로벌 Top 10 내 포진

■ 방송 프로그램 수출 실적은 23년 6.7억 달러(+1.8% YoY)를 기록했고 이중 드라마(완성품) 수출 실적은 5.4억 달러 기록

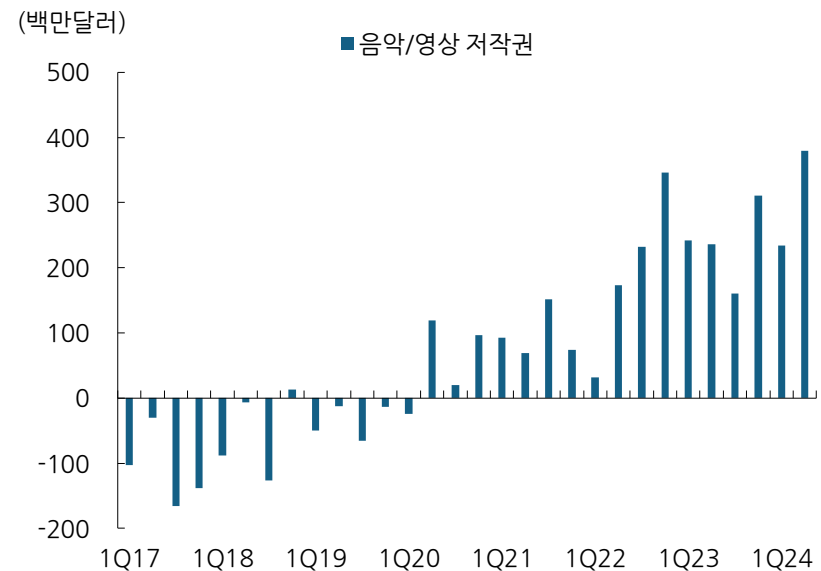
- 드라마와 예능 프로그램 수출은 주요 방송사의 제작비 축소, 드라마 슬랏 축소 등으로 성장률이 둔화된 것으로 추정. 향후 제작 편수 증가에 따른 성장 기대

넷플릭스 역대 최고 시청작품(비영어 Show 부문)



자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

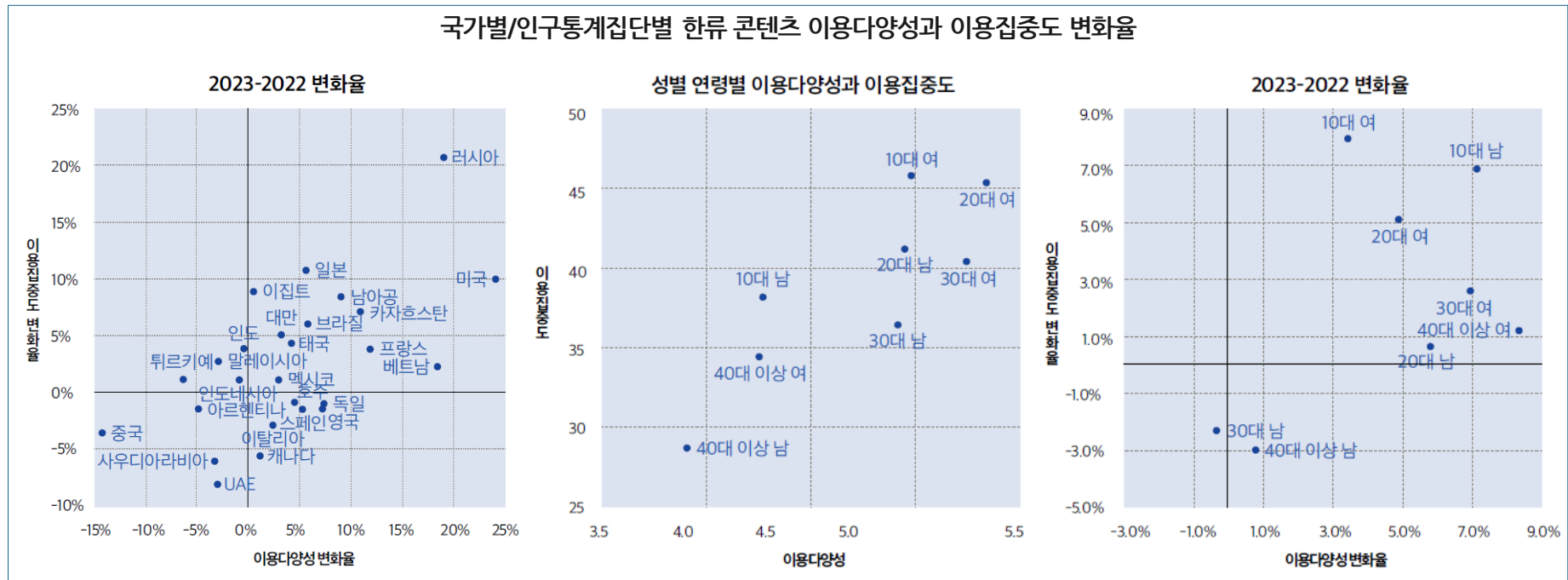
음악/영상 저작권 수출 금액 추이



자료: ECOS, DS투자증권 리서치센터

한류는 지금 (1) 국가별/인구통계집단별 확산

- 한류 콘텐츠 11개(드라마, 예능, 영화, 애니, 출판물, 웹툰, 게임, 패션, 뷰티, 음식)의 이용다양성과 집중도 분석
 - 이용다양성: 응답자가 한국 대중문화 콘텐츠를 다양하게 소비하는 정도. 11개 한류 콘텐츠에 대해 최근 1년 이내 이용 경험이 있다고 답한 것
 - 이용집중도: 특정 한류 콘텐츠를 집중적으로 소비하는 정도. 11개 콘텐츠별로 한국산 소비비율을 질문하여 개인별로 가장 큰 값
- 글로벌 소비자의 한류 콘텐츠 이용은 다각도에서 확대되는 중. 가장 처음으로 많이 접하는 콘텐츠는 한식
- 국가별 한류 콘텐츠 이용다양성과 집중도는 대부분의 국가에서 개선. 22-23년은 러시아와 미국에서 가장 큰 폭의 상승이 나타났음
- 인구통계집단별 한류 콘텐츠 이용다양성과 집중도는 10~30대 여성과 20대 남성 소비 주도
 - 20대 여성은 이용다양성과 집중도 모두 높고, 30대 여성은 다양성은 높으나 집중도가 낮으며, 10대 여성은 집중도는 높고 다양성이 낮았음
 - 남성 중에서는 20대가 다른 연령대에 비해 이용다양성이 전반적으로 높은 영역에 분포



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

한류는 지금 (2) 한류가 한국 제품/서비스 이용에 미치는 영향

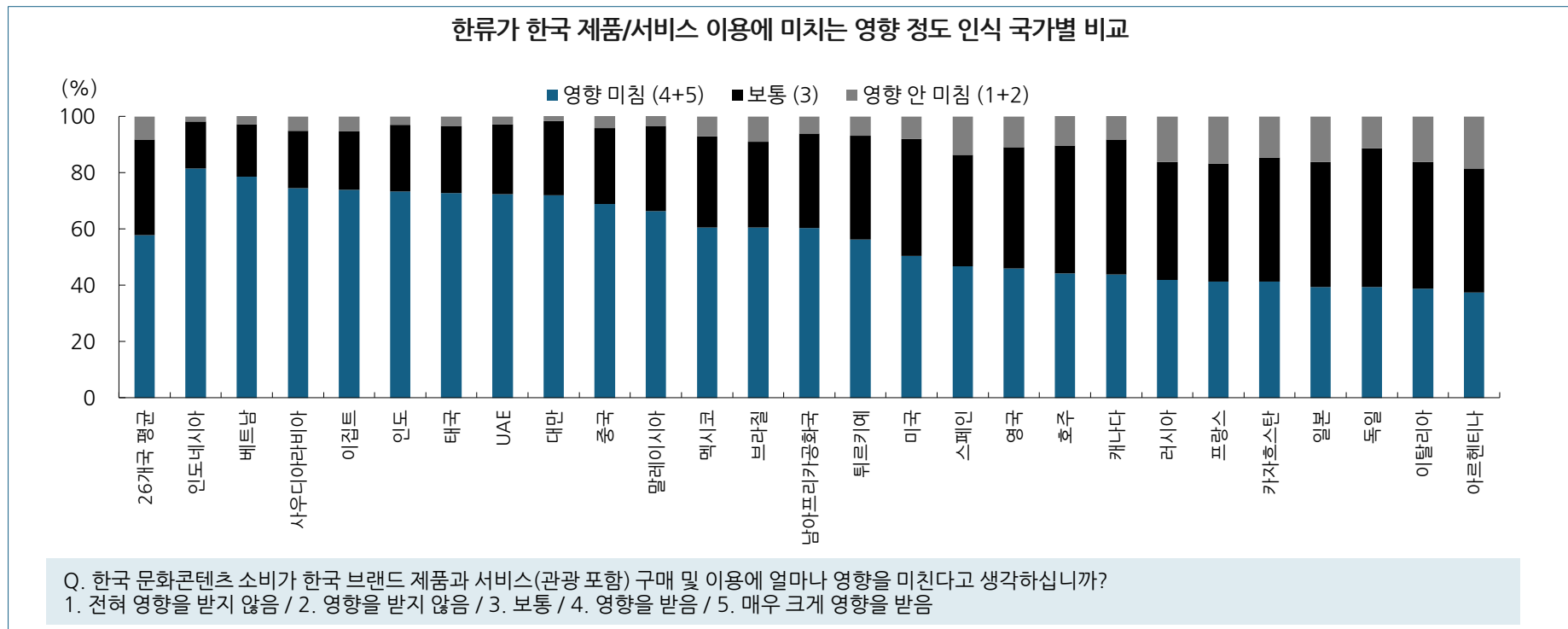
■ 한류가 한국 제품/서비스 이용에 영향을 미친다고 답변. 특히 인도네시아와 베트남, 사우디아라비아 순으로 높았음

- 한류가 한국 제품/서비스 이용에 얼마나 영향을 미치는지 묻자 57.9%가 '영향을 미친다', 33.8%가 '보통'이라고 답함
- 한류 소비의 주 소비층인 여성(59.4%)과 20·30대(각각 61.6%, 60.0%)에서 '영향 미침' 응답률이 높았음

■ 한국산 제품 구매 이유는 1등 품질, 2등 브랜드, 3등 가격이었으며 영화, 방송에 등장은 낮은 수치. 구매 시도에 영향을 미치지만 결정적이진 않음

■ 반복 구매가 이루어지는 것은 제품 경쟁력이 중요. 개별 기업 경쟁력 강화 필수적

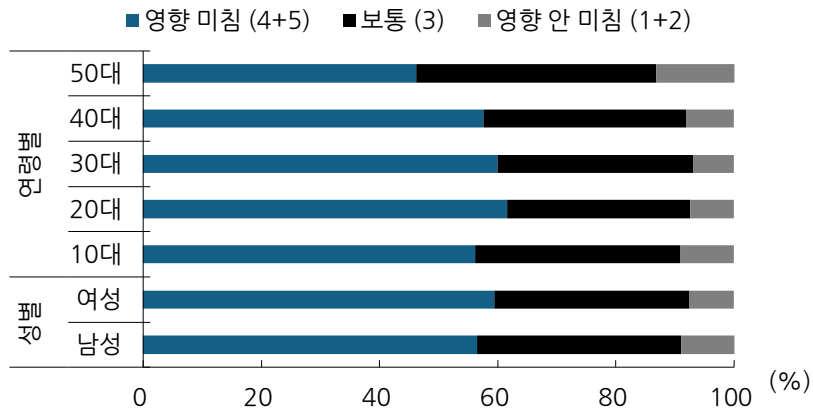
- 음식료 업체들은 내수 시장은 비용 효율화에 힘쓰고 해외 시장 확장을 위해 1)브랜드 마케팅 강화, 2)CAPA 확대, 3)제품 품질 강화 및 현지화에 자원 집중
- 또한 한국 음식료품은 매운맛에 차별점을 가지고 있거나 건강한 식단으로의 강점을 가지고 있어 글로벌 소비 트렌드 변화와 함께 성장 기대



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

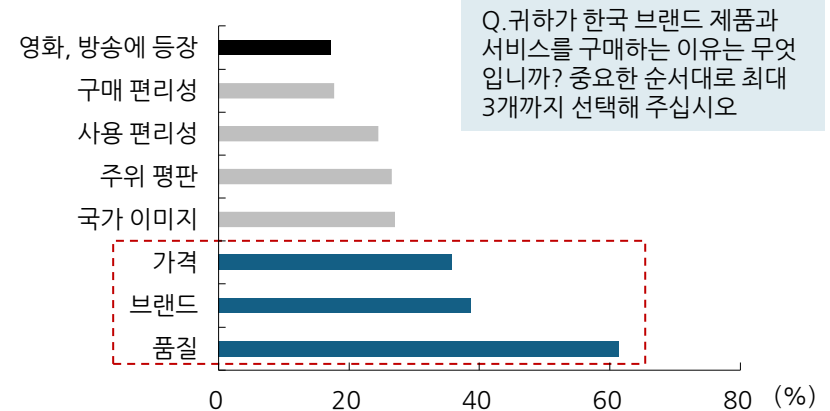
한류는 지금 (2) 한류가 한국 제품/서비스 이용에 미치는 영향

한류가 한국 제품/서비스 이용에 미치는 영향 정도 비교



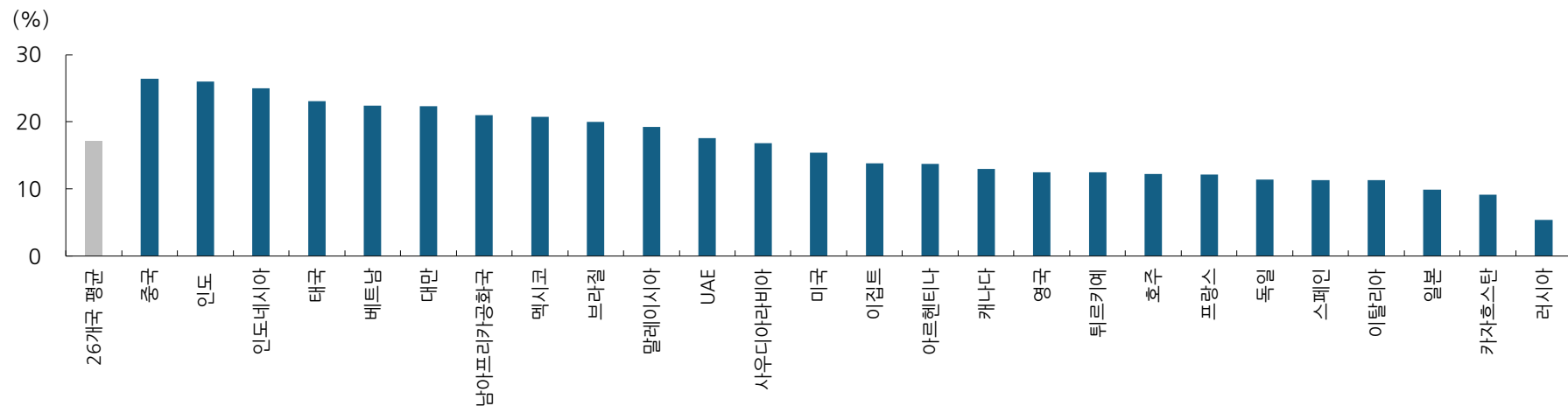
자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

한국산 제품/서비스를 구매하는 이유



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

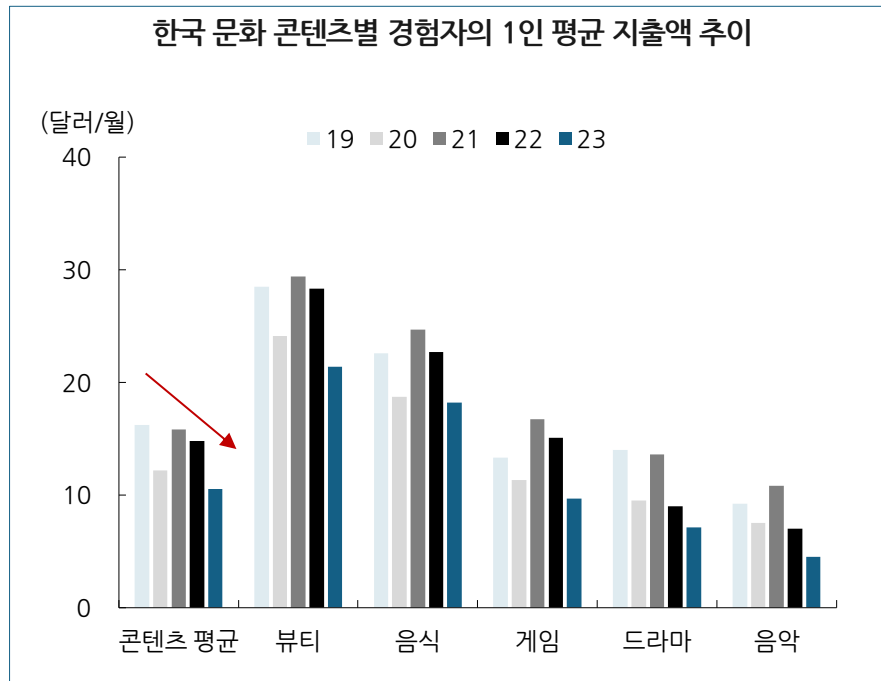
한국산 제품/서비스 구매 이유에 대해 영화, 방송에 등장 선택 비율 국가별 비교



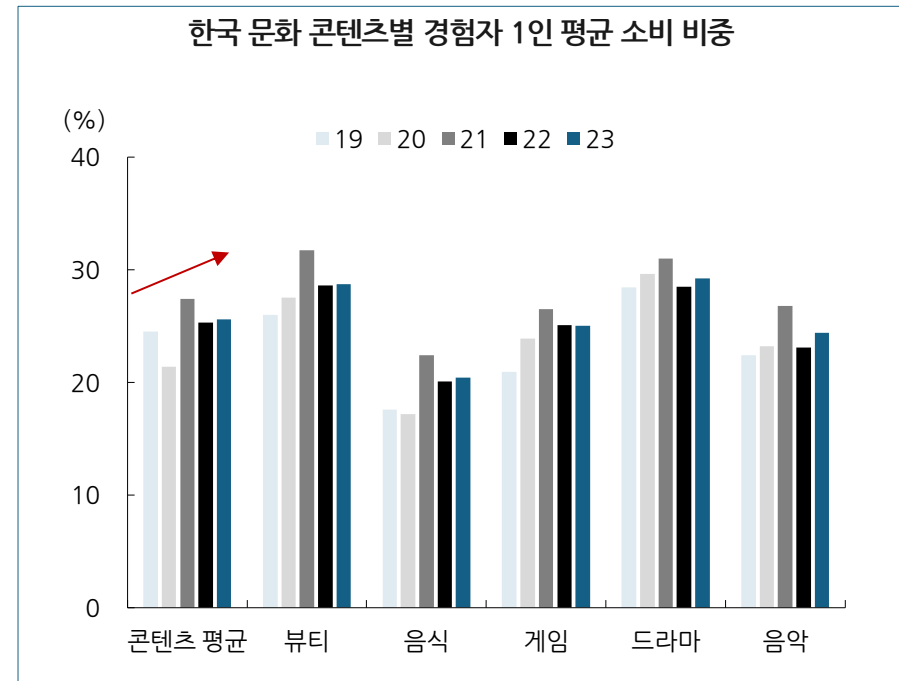
자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

한류는 지금 (3) 팬데믹이 끝난 후 조정은 있었지만...

- **한류 경험자 1인당 한국 문화 콘텐츠 평균 소비시간과 지출액은 23년 전년대비 하락. 팬데믹 후 일상 복귀로 드라마, 게임, 음악 부문 하락이 두드러짐**
 - 한국 문화 콘텐츠별 평균 소비시간은 23년 월평균 11.6시간(전년대비 3.4시간 하락), 지출액은 월평균 10.5 USD(전년대비 4.3 USD 하락)로 나타남
 - 월평균 소비시간은 드라마(16.9시간)와 예능(16.8시간)이 다른 콘텐츠보다 월평균 4~6시간 더 시청했지만 각각 전년대비 4.4시간, 3.9시간 감소
 - 월평균 지출액은 제품 특성상 패션(21.9 USD)과 뷰티(21.4 USD), 음식(18.2 USD) 순으로 지출액이 많았음. 각각 전년대비 -10.5달러, -7달러, -4.5달러 감소
- **다만 전체 콘텐츠 소비량 중 한국이 차지하는 비중은 평균 25.6%로 전년대비 +0.4%p 상승. 한류에 관한 관심은 지속되는 중**
 - 팬데믹으로 집 안에서의 활동이 많아 콘텐츠 소비량이 늘었지만 22년 하반기부터 일상으로 돌아가면서 전체 문화 콘텐츠 소비량 자체가 줄어들음
- **국가별 한국 음식 소비 비중이 높은 순서는 인도네시아, 태국, 베트남 등 동남아 국가였고 지출 금액이 큰 순서는 UAE, 중국, 사우디, 미국 순**
- **국가별 한국 드라마 소비 비중이 높은 순서는 인도네시아, 말레이시아, 베트남 등 동남아 국가였고 지출 금액이 큰 순서는 UAE, 미국, 영국 순**

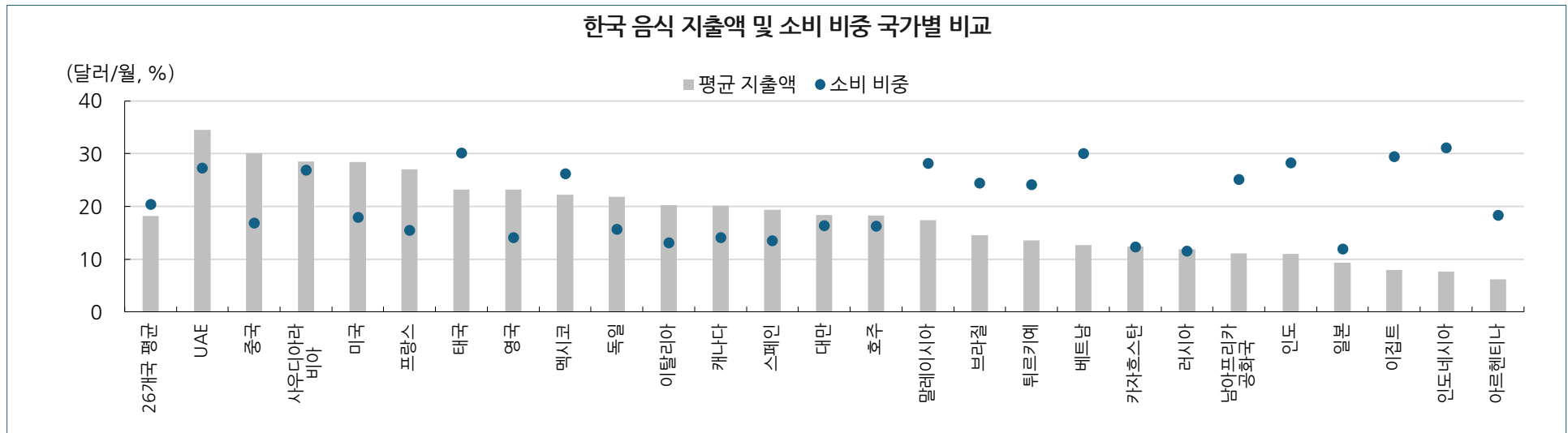


자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

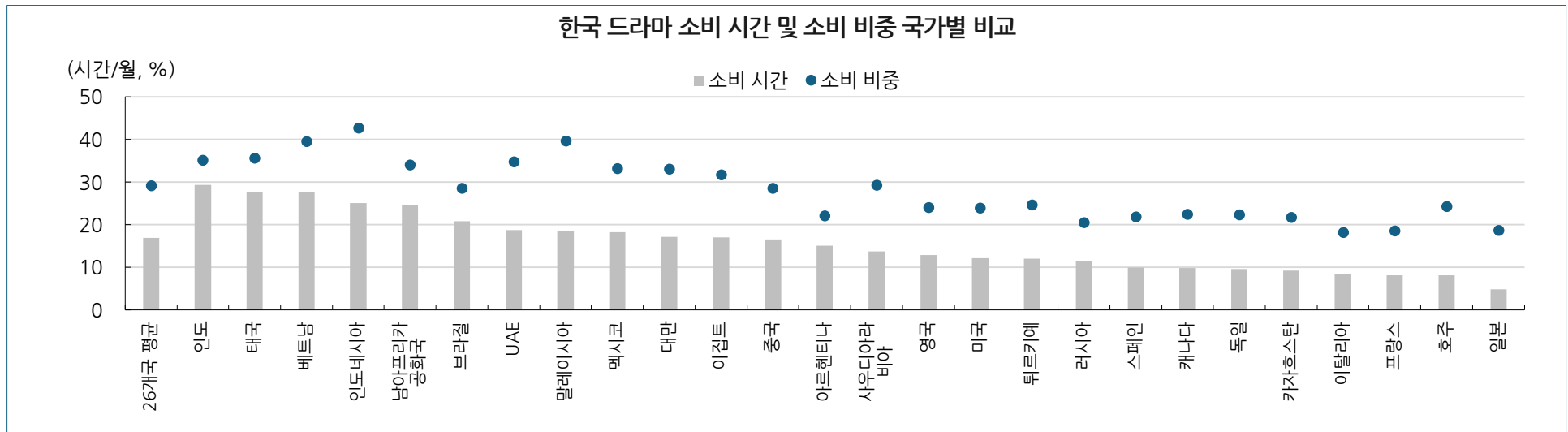


자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

한류는 지금 (3) 팬데믹이 끝난 후 조정은 있었지만...



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

K-Food와 K-Contents의 시너지, 향후 기회 요인은?

■ K-Contents의 인기와 함께 K-Food에 대한 글로벌 관심 증가

- 특히 2020~22년에 걸친 글로벌 팬데믹은 OTT 시청 시간이 늘며 K-Contents 소비가 늘고 내식 수요가 늘어나며 K-Food의 성장을 앞당겼음

■ 가장 한국적인 것이 가장 세계적인 것. 한국에서 잘된 콘텐츠와 음식이 해외에서도 인기를 끌고 있음

- K-Pop도 국내 초동판매량, 빌보드 등 해외 차트 순위를 반영해 홍보하듯 중국에서도 한국 시청률, 넷플릭스 차트 등을 참조해 현지에서의 홍보 전략에 반영

- 24년 인기 콘텐츠인 영화 <파묘>, 예능 <흑백요리사> 역시 글로벌 시청자는 부가적인 요소일 뿐 까다로운 한국 시청자들을 만족시키기 위해 노력한 것

- K-Food 또한 한국인이 좋아하고 추억이 담긴 오래도록 이어온 음식과 제품들이 글로벌 인기를 끌 것으로 전망. 한식당과 한국식 소스 시장도 확대될 전망

■ 기회 요인: 글로벌 양극화 심화 속 여가 소비로 콘텐츠 감상과 비교적 가격 경쟁력을 가진 한국 음식 소비가 늘어날 것으로 기대

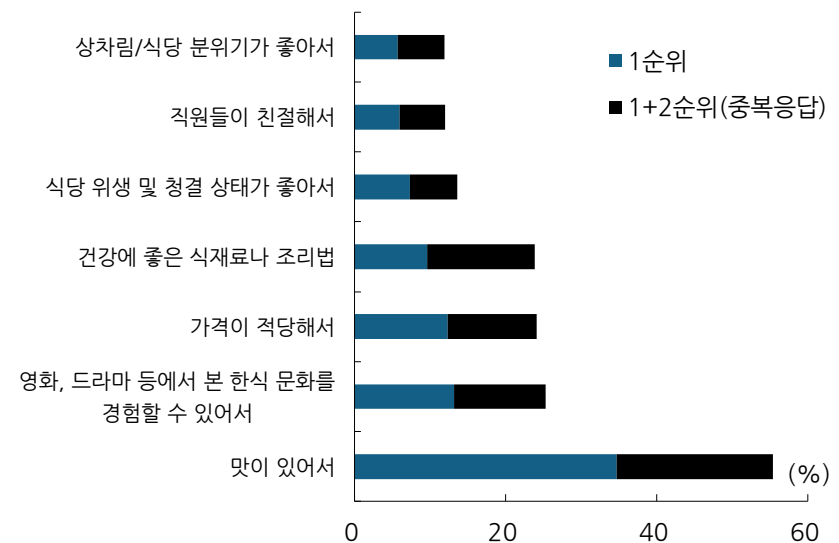
- K-Food는 가공식품의 경우 합리적인 가격, 음식 문화에 있어서는 비교적 건강한 식단으로 주목받고 있어 소비 양극화와 소비 트렌드에 모두 적합

K-Food와 K-Contents의 시너지



자료: 산업자료, DS투자증권 리서치센터

한국 음식 호감 요인



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

Great K-Food

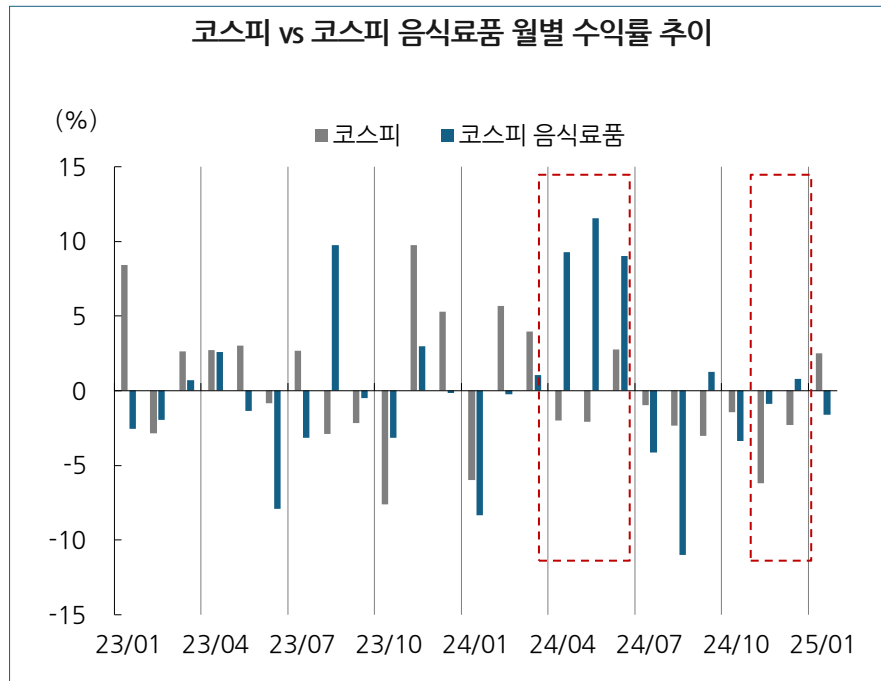
음식료 주요 변수 점검
여전히 중요한 것은 해외 확장
K-Food 성장 이유
투자전략



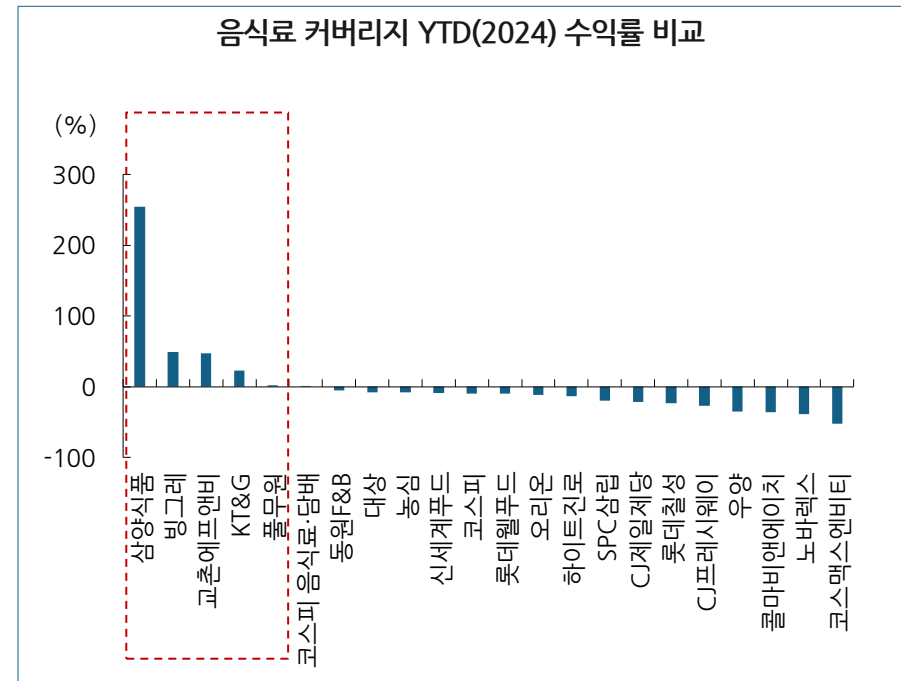
음식료 업종 2024년 Review

음식료 2025년 전망

- 음식료 업종 주가는 K-Food 열풍에 24년 4~6월 시장대비 크게 아웃 퍼폼한 후 하반기 조정. 11~12월은 방어주 역할하며 반등
 - 삼양식품이 1분기부터 독보적인 외형 성장과 수익성 개선을 시현하며 K-Food가 주목받으며 주가 상승
 - 그러나 하반기 들어 내수 소비 부진과 수출 성장 둔화에 대한 우려로 차익실현 매물 나오며 주가 하락
 - 특히 11월 들어 음식료 종목 중에서도 주주 환원(KT&G, 빙그레) 및 저평가&실적주(풀무원, 오리온) 중심으로 주가 반등하며 시장 방어적 면모를 보임
- 2024 YTD 수익률은 코스피(-9.6%)대비 코스피 음식료품 지수(+1.4%)로 아웃 퍼폼
- 2024 YTD 수익률은 삼양식품(+254%), 빙그레(49%), 교촌에프앤비(+47%), KT&G(23%) 순으로 높음
 - 코스피 음식료품 업종 내에서도 종목 간 양극화 심화. 지수 수익률을 상회한 종목은 소수에 불과하며 그 외 종목들은 언더 퍼폼



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

환율: 부담 요인 이지만 해외 실적 성장으로 일부 상쇄

■ 25년 환율은 업종 실적 변수 측면에서 다소 부정적

- 환율 상승세는 완화되었지만 전년비 높은 수준으로 원가 부담 가중
- 원/달러 평균 환율은 23년 1,306원→24년 1,364원→25년 1,433원 전망

■ 수입 의존도가 높은 국내 음식료 기업 특성상 환율 상승 시 원가 부담 가중

- 해외 비중이 높은 경우 매출액에서 환율 상승 효과가 원가 부담 상승을 상쇄
- 주요 기업 원/달러 10% 상승 시 세전/세후 이익에 미치는 영향을 분석한 결과 외화자산이 많은 KT&G의 경우 환율 상승 시 세전이이익 증가가 기대됨

■ 해외 비중이 높은 기업 주목

- 삼양식품, CJ제일제당, KT&G, 오리온 등
- 원가 중 달러 매입액 비중에 따라 비용 부담 차이 존재



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

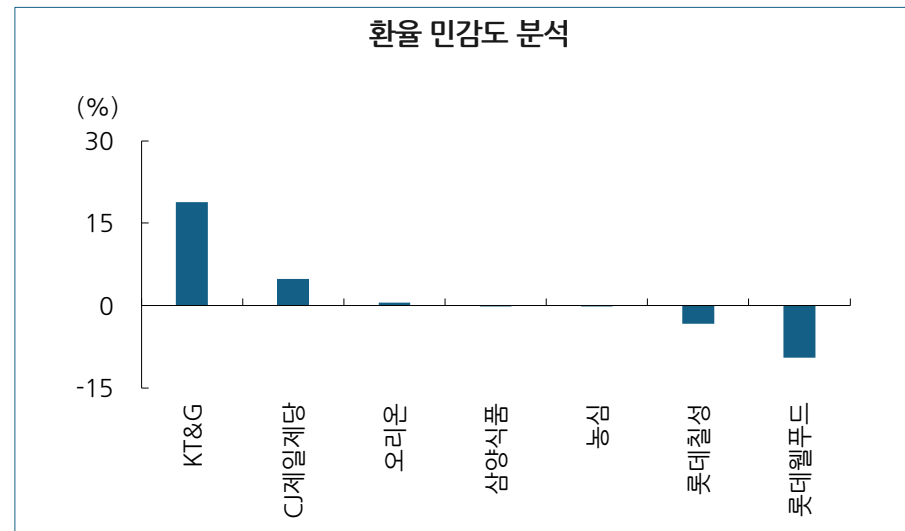
환율 민감도 분석

(십억원)	2023년 실적		원/달러 10% 상승		23년 이익 대비 비중(%)	
	세전이이익	세후이익	세전이이익	세후이익	세전이이익	세후이익
KT&G	1248.4	922.4	235.2		18.8%	
CJ제일제당	732.0	559.5		-18.2		-3.2%
오리온	520.0	385.0	2.8		0.5%	
삼양식품	156.3	126.6		6.1		4.8%
농심	231.1	171.5		-0.4		-0.2%
롯데칠성	207.4	166.5	-0.2		-0.1%	
롯데웰푸드	109.8	67.8	-10.5		-9.5%	

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 각 사 공시 기준 환율 변동에 따른 환위험 예측 결과 차용

환율 민감도 분석



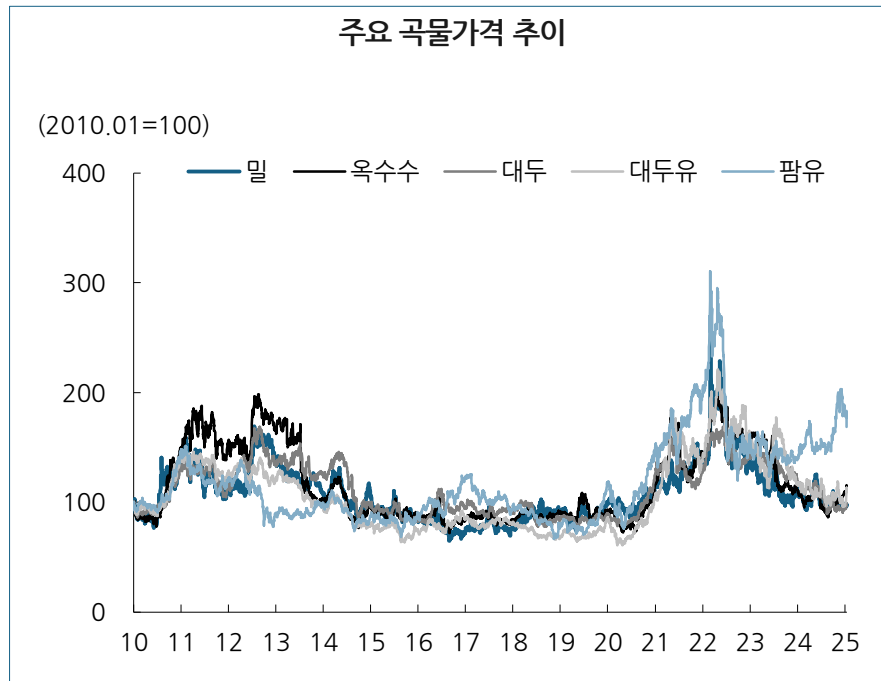
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 각 사 공시 기준 환율 변동에 따른 환위험 예측 결과 차용. 2023년 실적 기준 민감도

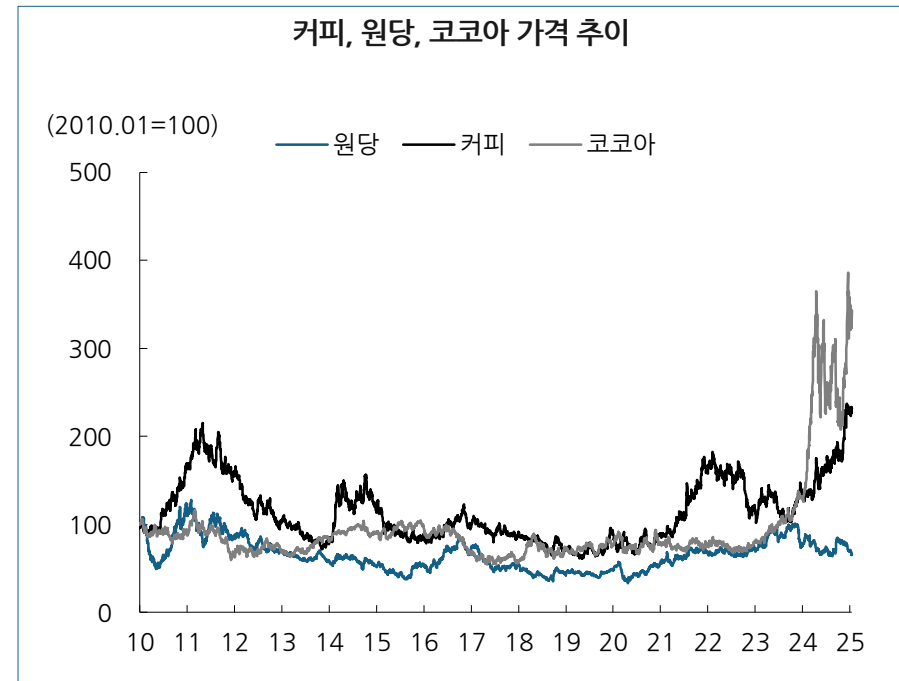
원자재: 주요 곡물 가격은 안정화, 기타 소프트 커머디티는 원가 부담

음식료 2025년 전망

- 25년 원자재 가격은 품목에 따라 원가 부담 차별화. 업종 실적 변수 측면에서 중립적
- 글로벌 주요 곡물 가격(밀, 옥수수, 대두)은 24년 하반기 이후 하향 안정화. 6개월~1년의 시점차를 두고 투입원가로 반영돼 원가 부담 제한적
 - 다만 환율 상승으로 가격 하락 효과 축소. 향후 라니냐로 인한 기상 이변으로 주요 곡물 가격 상승 가능성도 있음
 - 엘니뇨: 코코아, 커피 등 소프트 커머디티의 가격 급등할 가능성이 커짐. 동남아시아, 인도, 중국, 브라질, 아프리카 등지의 가뭄 유발
 - 라니냐: 옥수수, 대두, 밀 등 3대 농산물 가격 급등할 가능성이 커짐. 옥수수와 대두를 공급하는 핵심 생산지 북미에 강추위, 남미에 가뭄 유발
 - 수급 측면에서 주요 곡물의 24/25 재고율은 소맥 32.3%, 옥수수 23.7%, 대두 31.7%로 옥수수 외 안정적 수준 유지 중
- 다만 주요 곡물 이외 팜유, 카카오, 커피 등 기타 소프트 커머디티는 24년 가격 상승으로 25년 원가 부담으로 작용할 전망. 원당 가격은 하락 중



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

원자재: 주요 곡물 가격은 안정화, 기타 소프트 커머디티는 원가 부담

음식료 2025년 전망

■ 24/25 주요 곡물가격 전망은 밀과 옥수수는 재고율이 하락하며 전년비 타이트해짐. 대두는 생산량 증가로 재고율 상승하며 수급 완화

- 밀: 24/25 생산량은 전년비 소폭 증가(+0.3% YoY) 전망되는데 미국과 러시아 증가. 러시아와 우크라이나 전쟁 영향 세계 밀 교역량 감소. 재고율은 32.3%
- 옥수수: 24/25 생산량은 전년비 감소(-1.3% YoY) 전망. 브라질과 아르헨티나 증가에도 미국과 우크라이나를 비롯한 전반적인 생산량 감소. 재고율은 23.7%
- 대두: 24/25 생산량은 전년비 증가(+7.4% YoY) 전망되는데 미국, 브라질, 아르헨티나 증가. 재고율은 31.7%로 전년동기대비 +2.4%p 상승

글로벌 주요 곡물 수급 동향

(백만톤, %)		18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24P (C)	24년 12월(A)	24/25F 25년 1월(B)	차이(B/A)	YoY (B/C)
밀(소맥)	기초재고	287.2	281.1	298.2	283.7	274.0	274.3	267.4	267.5	0.0	-2.5
	생산량	731.0	762.2	775.7	780.4	789.9	791.0	793.0	793.2	0.0	0.3
	수입량	171.3	188.4	195.4	200.2	213.3	221.8	209.6	208.5	-0.5	-6.0
	소비량(사료)	139.3	139.7	158.0	160.7	152.8	159.2	152.6	152.7	0.1	-4.1
	소비량(전체)	734.8	746.7	782.3	791.3	789.6	797.8	802.5	801.9	-0.1	0.5
	수출량	173.7	193.9	203.3	202.8	221.8	221.2	213.7	212.0	-0.8	-4.2
	기말재고	283.4	296.5	291.6	272.7	274.3	267.5	257.9	258.8	0.4	-3.2
	재고율(%)	38.6	39.7	37.3	34.5	34.7	33.5	32.1	32.3	0.1	-1.2
옥수수	기초재고	341.0	322.4	307.5	292.9	314.1	304.7	316.2	317.5	0.4	4.2
	생산량	1,124.9	1,119.6	1,129.0	1,216.1	1,163.4	1,230.0	1,217.9	1,214.4	-0.3	-1.3
	수입량	164.4	167.8	185.3	184.4	173.4	197.1	183.9	183.2	-0.4	-7.1
	소비량(사료)	703.9	715.7	723.5	743.3	735.5	772.0	779.4	778.3	-0.1	0.8
	소비량(전체)	1,144.8	1,135.6	1,143.2	1,198.3	1,172.8	1,217.2	1,237.7	1,238.5	0.1	1.7
	수출량	181.7	172.3	182.9	206.4	180.3	192.0	193.0	191.4	-0.8	-0.3
	기말재고	321.1	306.3	293.3	310.8	304.7	317.5	296.4	293.3	-1.0	-7.6
	재고율(%)	28.0	27.0	25.7	25.9	26.0	26.1	24.0	23.7	-0.3	-2.4
대두	기초재고	100.7	114.1	94.7	98.6	92.9	101.2	112.2	112.4	0.2	11.0
	생산량	361.0	339.9	368.1	360.5	378.2	395.0	427.1	424.3	-0.7	7.4
	수입량	145.9	165.0	165.5	154.5	168.6	178.1	178.2	179.2	0.6	0.7
	소비량(사료)	298.5	312.4	315.1	316.5	315.6	331.2	347.4	349.3	0.5	5.4
	소비량(전체)	344.3	358.4	363.9	366.0	366.7	384.3	403.6	405.5	0.5	5.5
	수출량	148.8	165.1	164.5	154.4	171.8	177.6	182.0	182.0	0.0	2.4
	기말재고	114.5	95.6	99.9	93.1	101.2	112.4	131.9	128.4	-2.7	14.2
	재고율(%)	33.3	26.7	27.5	25.4	27.6	29.2	32.7	31.7	-1.0	2.4

자료: USDA, DS투자증권 리서치센터

내수: 판가 & 소비 흐름 안정적

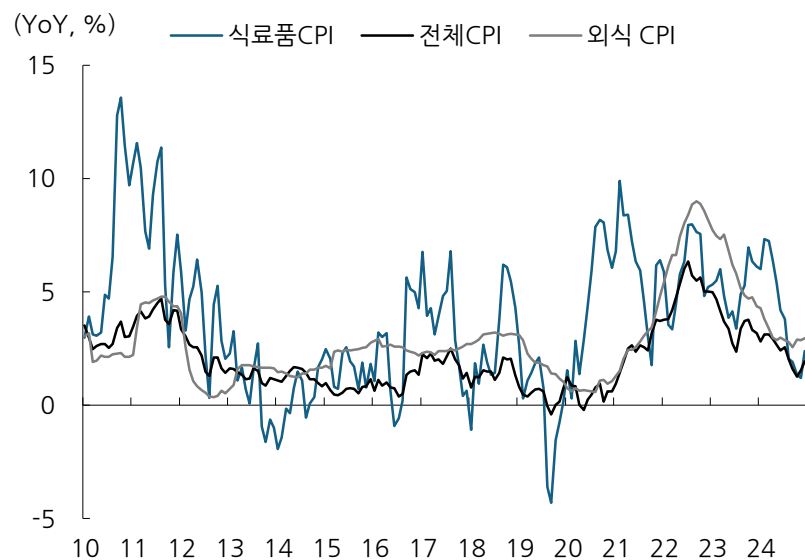
■ 내수 판가(P): 24년 8월 이후 가격 인상은 더욱 보수적으로 진행. 일부 원가 부담 상승 품목만 가격 전가 나타나고 있어 실적 변수 측면 중립적

- 24년 8월 이후 식료품 CPI 상승률은 1~2% 내외로 하향 안정화. 12월 일부 품목 위주 가격 인상 나타나며 상승률 +2.38% YoY로 확대
- 카카오, 커피 등 글로벌 곡물 가격의 급등으로 12월 오리온 13개 초코제품 +10.6%, 동서식품 커피 제품 +9% 가격 인상 발표
- 다만 외식 CPI는 여전히 2~3% 내외의 상승폭을 유지하고 있음. 식재료, 인건비, 관리비 등 비용 부담 증가가 가격인상으로 이어져 소비 둔화 유발

■ 내수 소비(Q): 3Q24 유독 부진했던 국내 소비가 4분기 다소 회복. 다만 25년에도 내수 소비는 부진할 것으로 전망되므로 실적 변수 측면 중립적

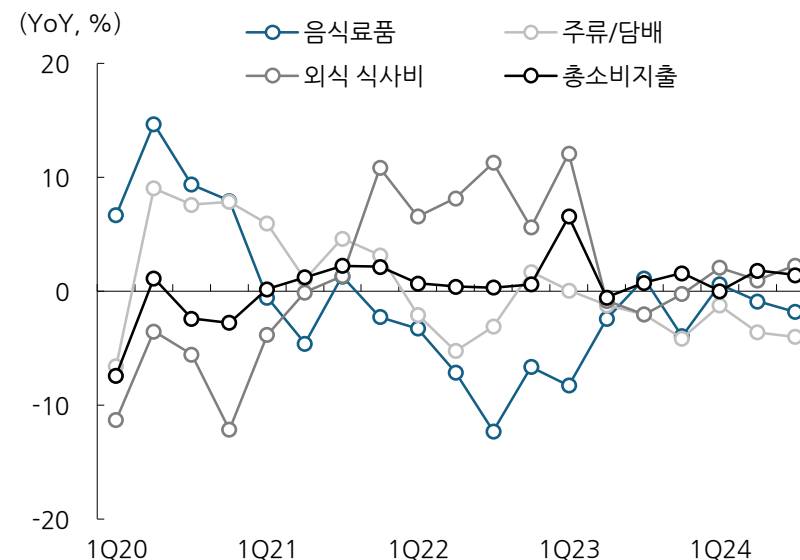
- 오리온의 국내 월매출은 8월 -1.5% YoY, 9월 -2.3% YoY, 10월 +6.2% YoY, 11월 +1.4% YoY로 반등
- 4분기 음식료 기업들의 국내 실적은 다소 회복세. 1) 3분기 재고 소진에 따른 구매 회복, 2) 명절 시점 차이에 따른 기저효과 차이 등
- 가구당 월평균 가계수지(실질) 증감률은 음식료품의 경우 -1.8% YoY, 주류/담배 -4% YoY, 외식 식사비 +1.4% YoY 기록

(P) 소비자물가 증감률 추이



자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

(Q) 가구당 월평균 가계수지(실질) 전년동기대비 증감률



자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

해외: 여전히 중요한 것은 해외 확장

■ 25년에도 음식료 업체의 실적 성장은 결국 해외가 견인할 전망. 가장 중요한 업종 실적 변수

■ K-Food는 지역과 품목 다양성이 확대되며 글로벌 시장 내 침투율을 높여가며 성장 중

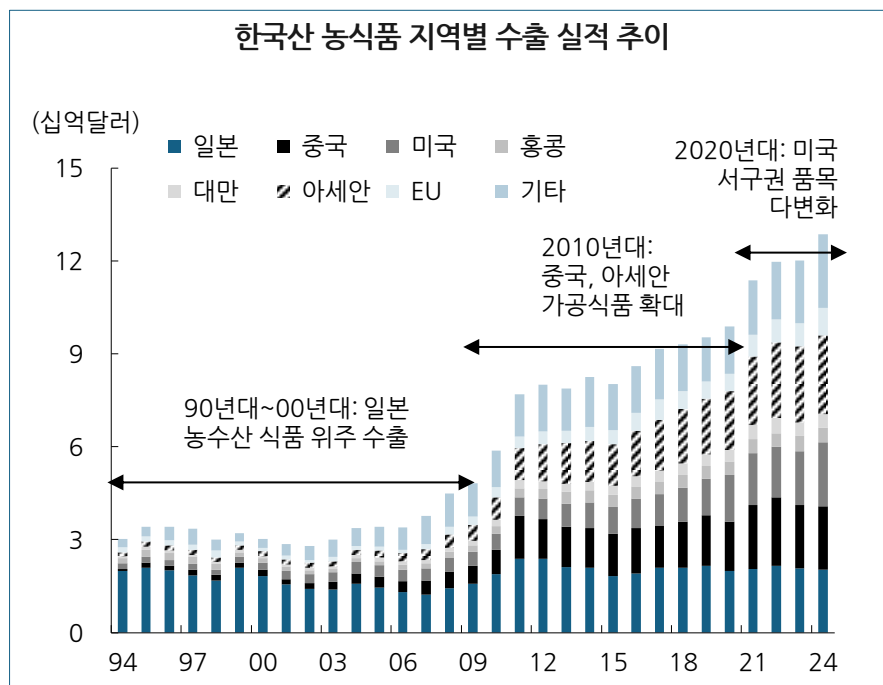
- 한국 농수산물 수출은 1) 1990~2000년대 가까운 일본향으로 수산식품 수출에 집중. 2) 2010년대 중국의 경제 성장과 함께 중국을 중심으로 아세안 지역에 가공식품 수출이 늘었고 3) 2020년대 들어서는 K-콘텐츠의 확산과 함께 미국을 비롯해 서구권으로 지역이 다변화되고 품목도 다양해지고 있음

■ 내수 시장 한계 속에서 주요 음식료 기업들의 해외 비중도 확대되는 중. 마진이 높은 해외 비중이 확대됨에 따라서 이익 레버리지도 긍정적

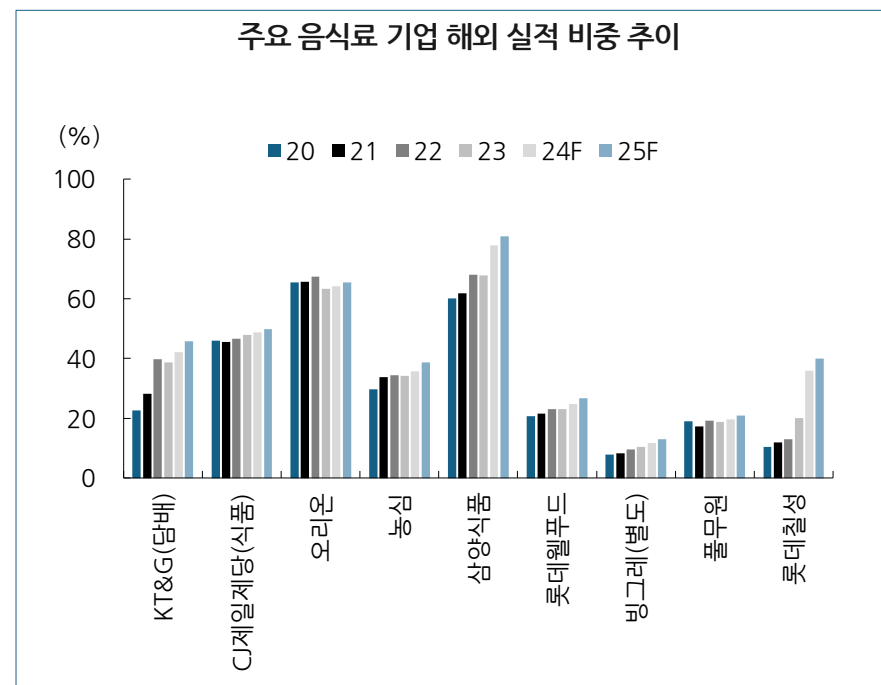
- 독보적으로 해외 매출 비중이 확대되고 있는 삼양식품은 해외 매출 비중이 22년 68%→24년 78%로 확대되며 연결 OPM 22년 9.9%→24년 20.1%로 상승

- 이외에도 절대적으로 해외 매출 비중이 높은 오리온은 베트남과 러시아 중심으로 해외 실적 성장이 기대되고, CJ제일제당, KT&G의 주요 사업부 해외 비중 상승

- 빙그레의 경우 별도 실적 기준 해외 비중이 22년 9.6%→24년 11.7%로 절대적 수준이 높진 않으나 꾸준히 비중이 상승하고 있고 수익성 개선 건인



자료: KATI, DS투자증권 리서치센터



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

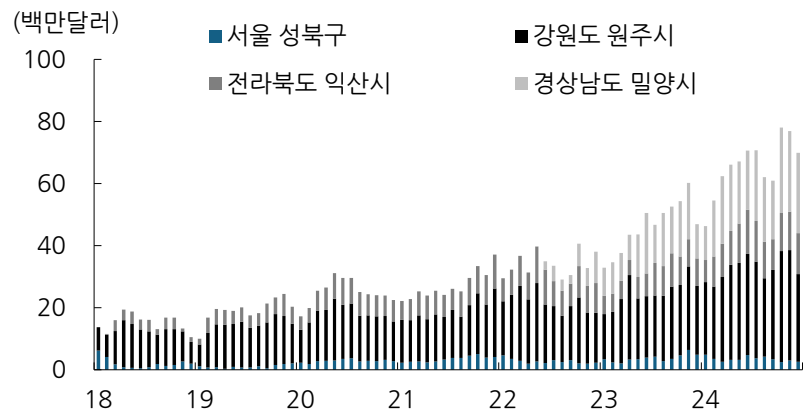
해외: 2024년 음식료품 수출입 결산

음식료 2025년 전망

주요 음식료품 수출입 실적 추이

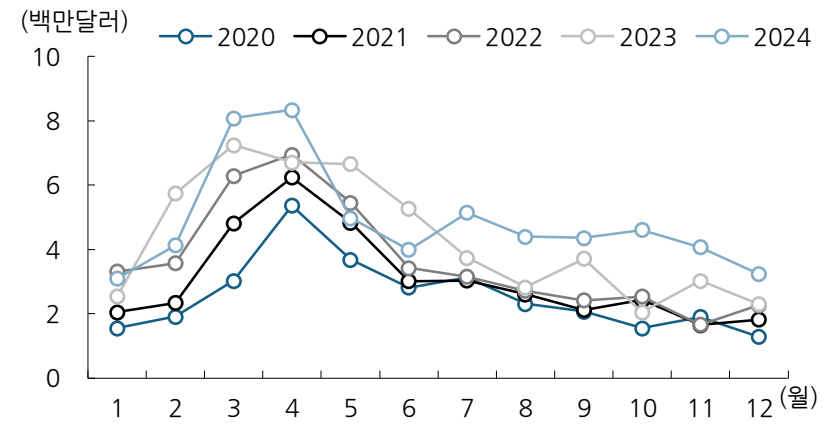
(천달러, %)		24년 12월	23년 12월	YoY	24.1~12	23.1~12	YoY
담배 수출	전체	62,415	50,203	24.3	757,751	667,924	13.4
	UAE	15,461	0	n/a	197,054	162,795	21.0
라면 수출	전체	105,677	76,961	37.3	1,237,072	951,868	30.0
	중국	27,747	16,602	67.1	259,239	216,776	19.6
	미국	17,611	9,137	92.7	210,919	125,971	67.4
	삼양식품 추정	69,830	46,856	49.0	785,209	553,852	41.8
분유	수출 전체	6,440	8,768	-26.6	79,235	76,213	4.0
	수입 전체	7,534	4,963	51.8	83,538	96,762	-13.7
라이신류 수출	전체	8,355	4,689	78.2	83,480	58,049	43.8
소주 수출	전체	13,553	11,243	20.5	103,760	101,696	2.0
막걸리 수출	전체	1,370	1,233	11.1	14,589	14,779	-1.3
빙과 수출	전체	5,123	3,905	31.2	98,766	92,594	6.7
	빙그레 추정	3,235	2,295	41.0	58,414	51,786	12.8
건기식 수출	노바렉스 추정	7,190	5,827	23.4	70,299	56,516	24.4

삼양식품 추정 라면 수출 실적



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

빙그레 추정 아이스크림 수출 실적

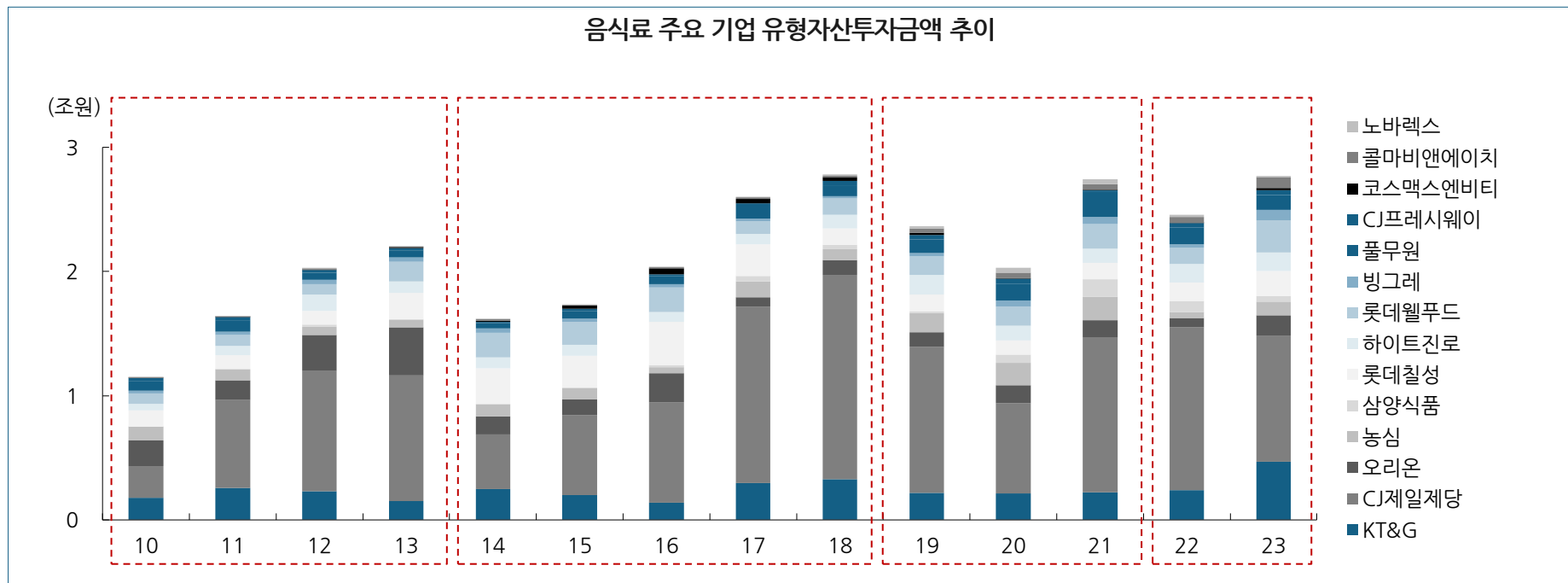


자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

K-Food 성장 (1) 생산 능력 확대: 짧은 CAPA 확대 사이클

음식료 2025년 전망

- 주요 음식료 업체들은 늘어나는 해외 수요에 안정적으로 대응하기 위해 지속적으로 CAPA를 확대, CAPEX 투자 사이클이 짧아지고 있음
 - 2011~13년 음식료 기업들의 CAPEX투자 후 2014~16년 중국/동남아시아향 해외 실적 확대, 16~17년, 19~21년 투자 이후 지역 커버리지 확대
- 특히 글로벌 소비자들의 주목을 받으며 고성장 중인 라면 업체의 투자 사이클이 두드러지게 짧아졌음
 - 1) 삼양식품: 22년 5월 밀양1공장 준공 후 1년 만에 23년 8월 밀양 2공장 투자 계획을 발표했고 이후 24년 12월 중국 공장 투자 계획 발표
 - 2) 농심: 2005년 미국 1공장 설립 후 22년 4월 2공장 준공, 24년 4분기에는 라인 1개 추가 증설. 이후 24년 8월 국내 녹산 수출 전용 공장 투자 계획 발표
- 주요 음식료 기업들의 CAPA 확대는 25년~27년까지 활발히 이루어질 전망. 안정적 물량 공급으로 수요 증가에 적극 대응하며 K-Food 실적 성장 기대
 - 25년: KT&G(튀르키예, 카자흐스탄), 삼양식품(밀양 2공장 6-7월 가동), 오리온(러시아 증설)
 - 26년: KT&G (인도네시아), CJ제일제당(헝가리), 농심(국내 녹산 하반기 가동), 하이트진로(베트남), 27년: CJ제일제당(미국 만두), 삼양식품(중국)

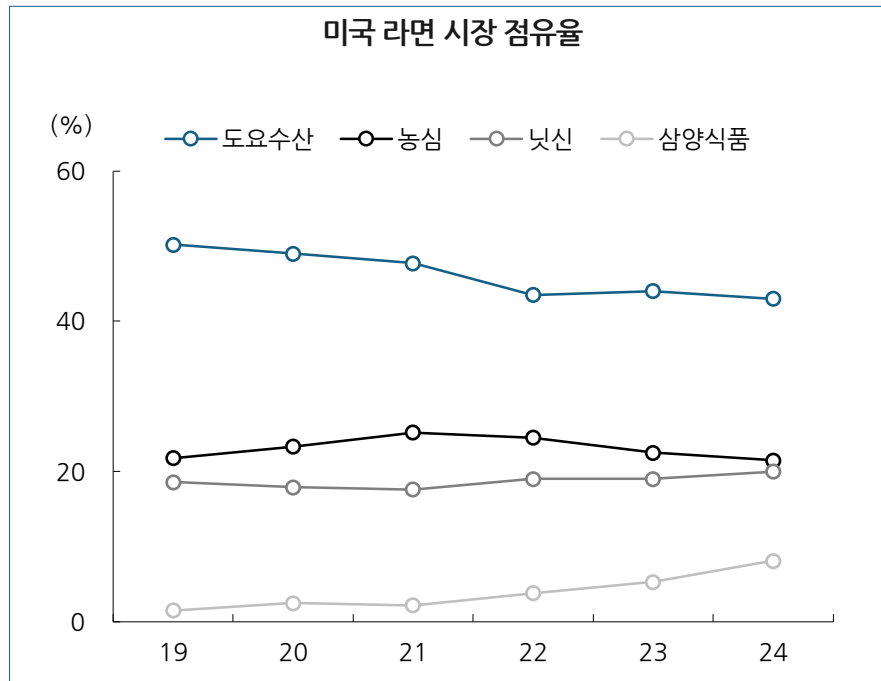


자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

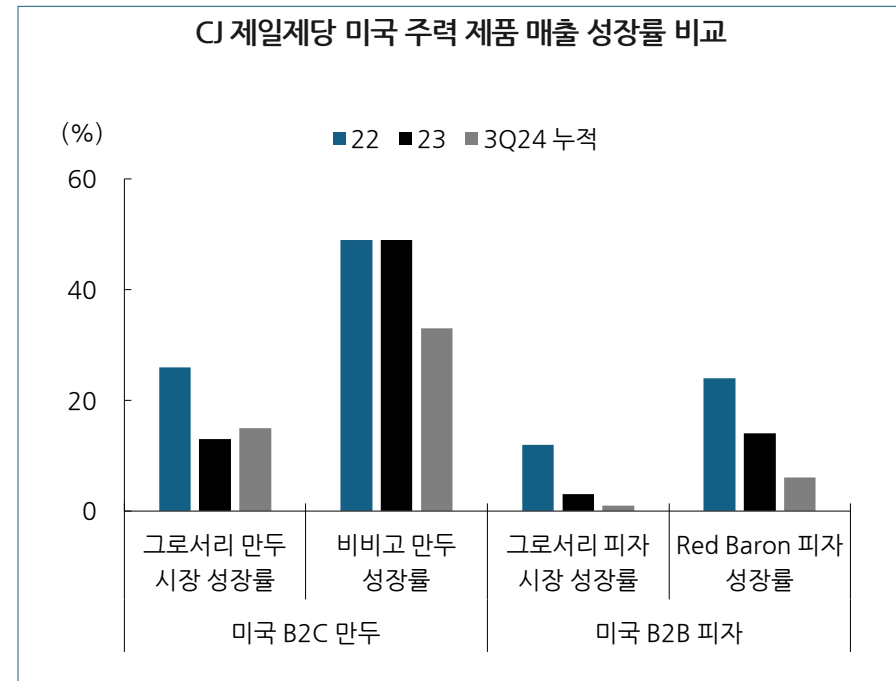
K-Food 성장 (2) 브랜드/품질 경쟁력 강화: 주요 카테고리 내 한국 브랜드 점유율 상승

음식료 2025년 전망

- 주요 음식료 기업들은 주력 제품의 브랜드와 품질 경쟁력 강화하며 시장 점유율 상승 중
- 미국 라면 시장 점유율은 삼양식품을 중심으로 한국 라면(농심+삼양식품)의 점유율 상승 중
 - 한국 라면 업체들은 1) 대형 유통 채널 입점 확대, 2) 현지화 제품 출시, 3) 광고 판촉을 통한 브랜드 경쟁력 강화를 통해 점유율 상승
 - 삼양식품은 월마트, 코스트코로 입점을 확대하고 오리지널에 비해 덜 맵고 파스타와 결합한 까르보 불닭볶음면 수출을 강화. 판매법인 설립 후 판촉 비용 증가
- CJ제일제당 역시 미국 그로서리 만두와 피자 시장 성장률을 상회하는 매출 성장률을 기록하며 점유율 상승 중
 - CJ제일제당은 미국 만두, 피자 점유율 1위를 기록. 시장 점유율은 24년 3분기 누계기준 비비고 만두 42.2%, Red Baron 20.7%
 - 브랜드 파워가 높아지며 만두와 피자 주력 품목 시장 성장률 상회하고 있으며 2위 브랜드와 격차도 확대되는 중



자료: 산업자료, DS투자증권 리서치센터

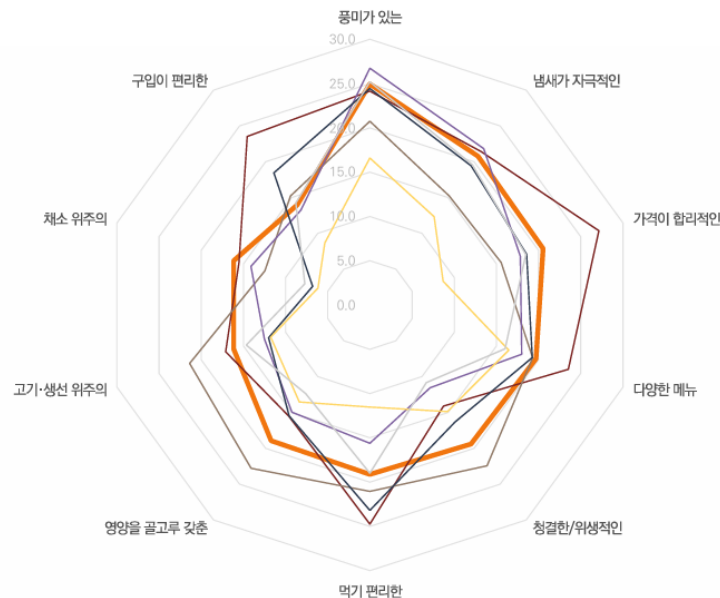
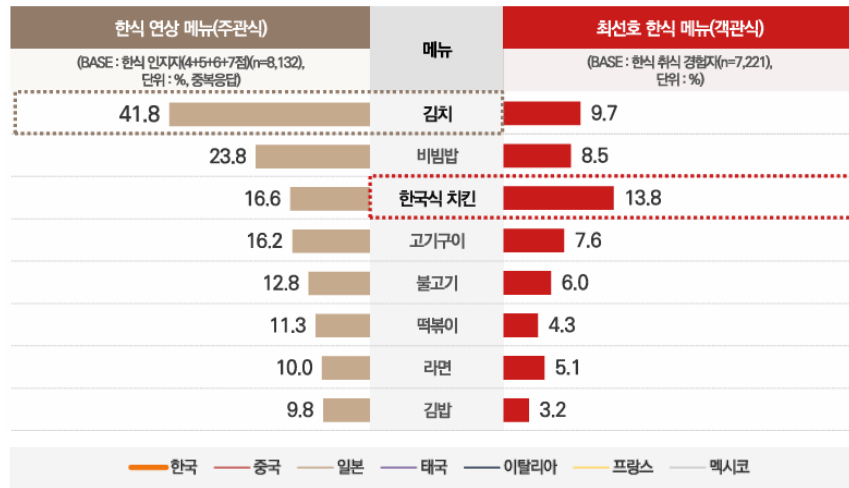


자료: CJ제일제당, DS투자증권 리서치센터

K-Food 성장 (3) 글로벌 소비 트렌드 적합

음식료 2025년 전망

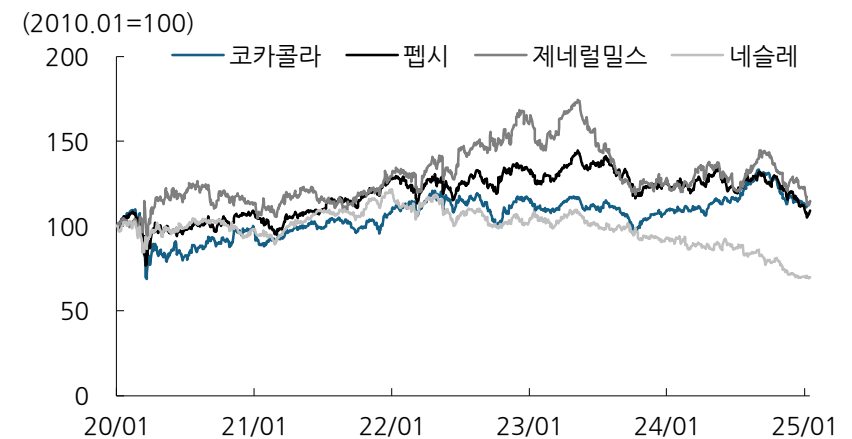
한식 연상 메뉴와 최선호 메뉴 비교, 경쟁 음식과 이미지 비교



자료: 농림축산식품부, 한식진흥원, DS투자증권 리서치센터

- 한식 대표 연상 메뉴는 김치, 최선호 메뉴는 차킨
- 국가별 음식 기능적 이미지 비교 결과 한식은 채소 위주의 건강한 이미지
 - 한국 음식은 반찬과 쌀 밥 등으로 채소 위주의 식단이라는 인식이 강했음
 - 가격이 합리적인 이미지는 중국 음식에 이어 2번째, 영양을 골고루 갖춘, 청결한/위생적인 이미지는 일본 음식에 이어 2번째 순위
 - 대체로 한국 음식이 최근 글로벌 소비트렌드(건강, 채식)에 적합함을 의미
- 최근 미국 주요 음식료 기업들의 주가는 부진
 - 미국에서 비만 치료제, 건강한 식습관에 대한 소비자들의 관심이 증가
 - 고설탕, 고칼로리 제품에 대한 소비가 둔화되고 미국 정부의 가공식품 규제가 강화될 것임을 우려하며 음식료 기업들의 주가 하락

미국 주요 음식료 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

K-Food 성장 (4) 지역 확장: 미국을 넘어 유럽으로

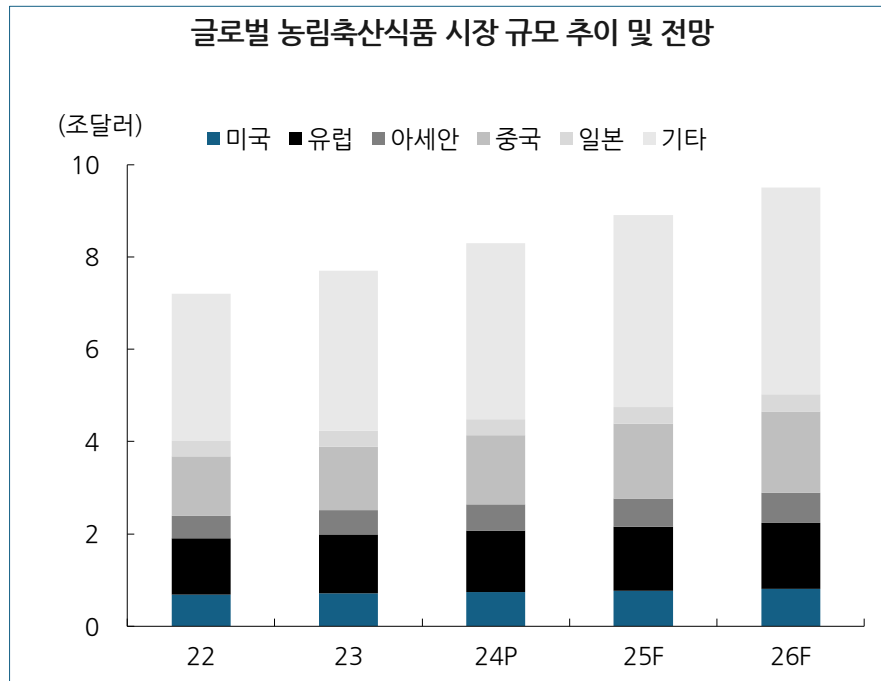
음식료 2025년 전망

■ 한국 가공식품 수출은 과거 일본, 중국, 아시아 국가에서 미국과 유럽 등 다양한 국가로 확대되는 중

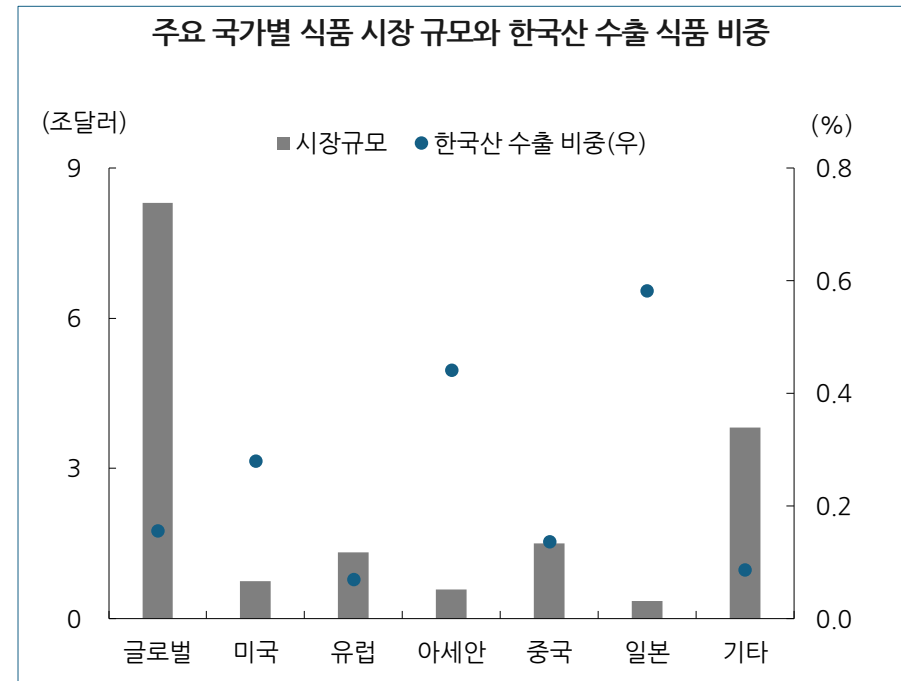
- 글로벌 농림축산식품 시장 규모는 22년 7.2조 달러에서 24년 8.3조 달러로 추정, 26년 9.5조 달러로 성장 전망
- 24년 기준 주요 국가 식품 시장 규모는 미국 7,414억 달러, 유럽 1.3조 달러, 아세안 5,749억 달러, 중국 1.5조 달러, 일본 3,494억 달러, 기타 3.8조 달러 기록
- 24년 기준 주요 국가의 글로벌 시장 내 비중은 미국 9%, 유럽 16%, 아세안 7%, 중국 18%, 일본 4%, 기타 46% 차지

■ 한국의 글로벌 농림수산물 수출 규모는 24년 129억 달러(+7% YoY)로 전체 시장 규모의 0.15% 차지. 해외 현지 공장 판매 매출 포함 시 더 높을 것

- 24년 주요 국가별 농림수산물 수출 규모는 미국 20억 달러(+19% YoY), 유럽 9억 달러(+23% YoY)로 서구권 지역 식품 수출이 두드러짐
- 기존 주력 시장이었던 아세안 25억 달러(+3% YoY), 중국 20억 달러(-0.4% YoY), 일본 20억 달러(-2% YoY)로 성장 주춤
- 주요 국가의 시장 규모 대비 한국산 수출 실적 비중은 미국 0.28%, 유럽 0.07%로 아세안 0.44%, 일본 0.58% 대비 낮은 수준으로 성장 잠재력 높음



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

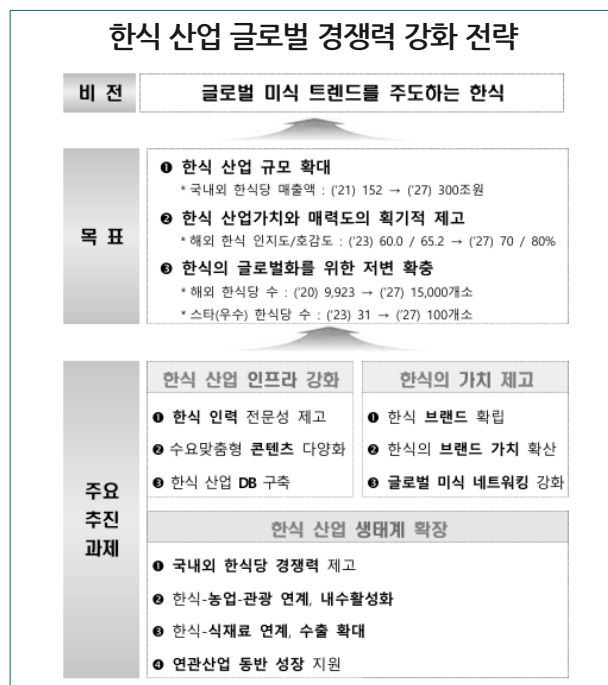
K-Food 성장 (5) 글로벌 K-Food 관심 증가 속 프랜차이즈 확장

■ 농림축산식품부 24년 2월 <한식 산업 글로벌 경쟁력 강화 전략> 발표. 국내외 한식당 매출액 21년 152조원 → 27년 300조원으로 확대 목표

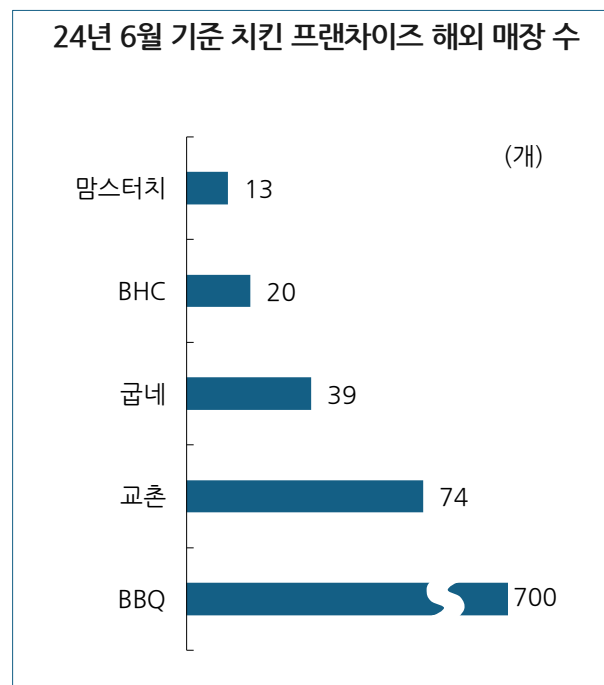
- 한식의 글로벌화를 위한 저변 확충. 해외 한식당 수는 20년 9,923개→27년 15,000개로 늘리고 이중 미쉐린급 스타(우수) 한식당을 100개소 육성 목표
- 한식 산업 인프라를 강화하고 한식 브랜드 가치 확산, 글로벌 미식 네트워킹 강화를 통해 한식의 가치 제고 목표
- 발표문화, 전통한식, 제철밥상, 유행한식 테마의 K-미식벨트 조성을 통한 미식 관광 활성화 및 한국 음식관광 인지도 제고를 위한 K-컬처 연계 홍보

■ 내수 시장의 한계 속 글로벌 K-Food 선호가 늘어나자 외식 프랜차이즈 기업들은 해외 확장에 속도를 내고 있음. K-치킨, 베이커리, 분식 등

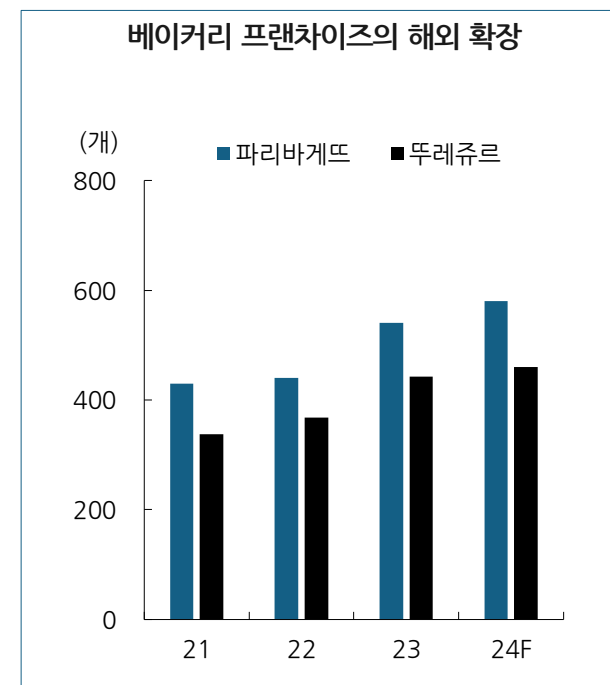
- 치킨: 치킨 프랜차이즈들은 해외 매장 수 증가에 속도. 치킨 선호가 높은 미국, 아시아 지역 집중. 선두주자인 BBQ 포함 주요 브랜드 해외 매장 수는 800여개
- 베이커리: 다양한 품목과 부드럽고 달콤한 맛의 K-베이커리 특성에 파리바게뜨와 뚜레쥬르의 합산 해외 매장 수는 21년 767개→24년 1,040개로 증가
- 이외에도 떡볶이(두끼), 김밥(리김밥), 핫도그(명랑핫도그) 등 다양한 한국식 프랜차이즈 기업들이 해외 매장 수 확장에 집중



자료: 농림축산식품부, DS투자증권 리서치센터



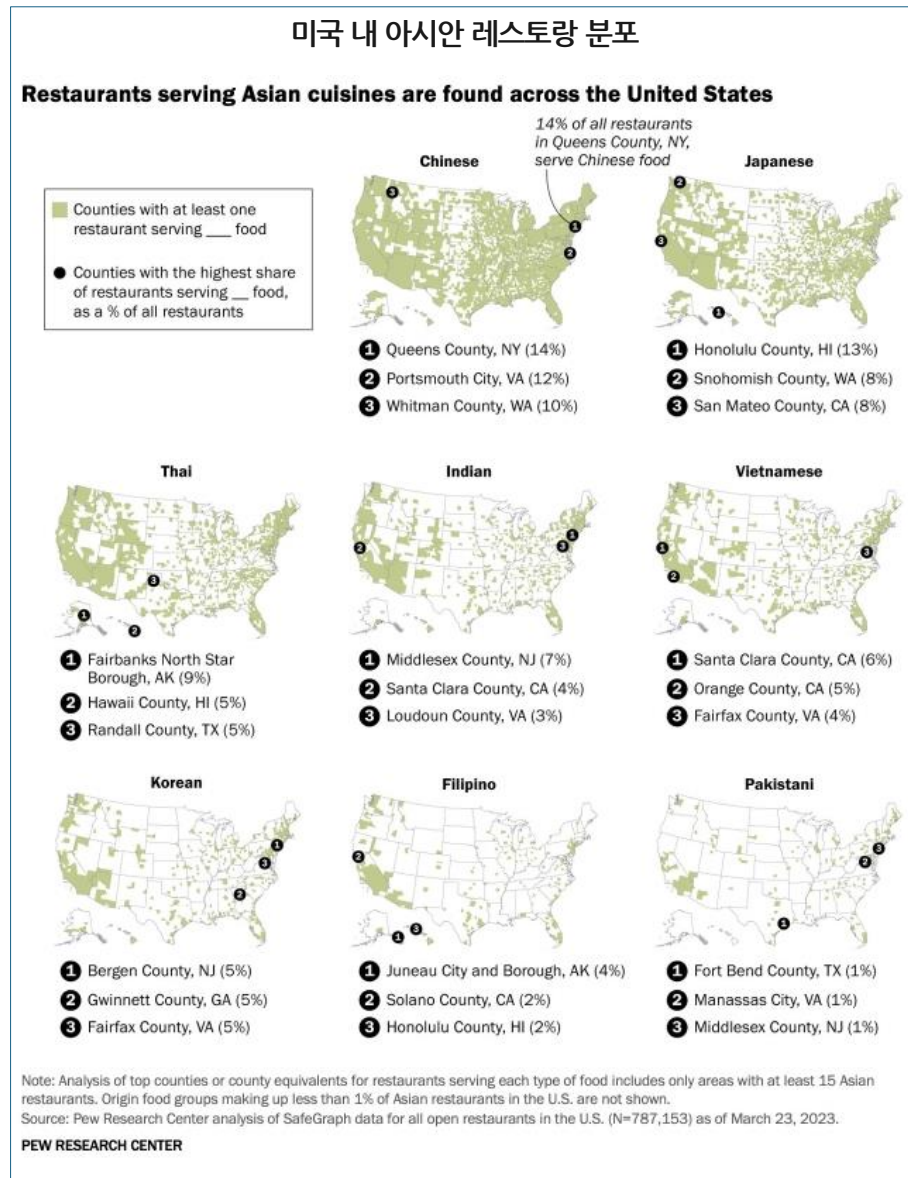
자료: 각 사, 언론, DS투자증권 리서치센터



자료: 각 사, 언론, DS투자증권 리서치센터

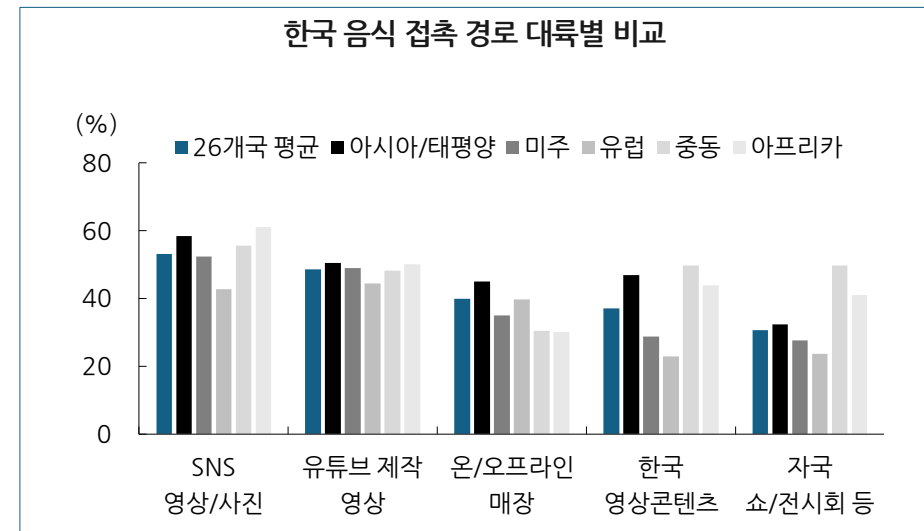
K-Food 성장 (5) 글로벌 K-Food 관심 증가 속 프랜차이즈 확장

음식료 2025년 전망



자료: KOFICE, PEW Research center, DS투자증권 리서치센터

- 23년 미국 내 아시안 레스토랑의 비중은 12%, 이중 한식당 6%에 불과
 - 퓨리서치 센터에서 미국 전체 78만 개 식당을 대상으로 조사한 결과 아시안계 레스토랑은 12%를 차지. 이중 70%가 중식, 일식, 태국식 레스토랑이 차지
 - 전체 아시안계 식당에서 중식(39%), 일식(28%), 태국식(11%), 인도식(7%), 베트남식(7%), 한식(6%) 순으로 많았음
 - 미국 내 아시안 레스토랑은 아시아인이 많이 살고 있는 일부 주에 집중
- 미국 내 한식당 수의 지역 편차가 크고 그 수도 제한적으로 절대적인 접근성이 떨어짐. 다만 성장 잠재력이 높고 가공식품 등을 통한 경험 증가
 - 외식을 통해 한식을 접할 수 있는 경로가 한정적인 대신 가공식품을 통해 집에서 한식을 경험하는 유인이 생김
 - 미디어를 통한 간접 경험이 늘고 한국 식재료나 밀키트 등 선택의 폭이 커짐



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

음식료 커버리지 실적 추정 Table (1)

음식료 2025년 전망

(십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2022	2023	2024F	2025F
KT&G	매출액	1,395.7	1,336.0	1,689.5	1,441.4	1,292.3	1,423.8	1,636.3	1,489.7	1,399.8	5,851.4	5,862.6	5,850.9	6,170.7
	YoY	-0.5%	-5.7%	4.0%	2.5%	-7.4%	6.6%	-3.1%	3.3%	8.3%	11.9%	0.2%	-0.2%	5.5%
	영업이익	316.5	246.1	406.7	198.0	236.6	322.0	417.8	242.2	275.4	1,267.7	1,167.3	1,217.2	1,323.4
	YoY	-4.9%	-24.9%	0.3%	-1.7%	-25.3%	30.8%	2.7%	22.3%	16.4%	-5.3%	-7.9%	4.3%	8.7%
CJ제일제당	영업이익률	22.7%	18.4%	24.1%	13.7%	18.3%	22.6%	25.5%	16.3%	19.7%	21.7%	19.9%	20.8%	21.4%
	매출액	7,071.2	7,219.4	7,443.4	7,289.4	7,216.0	7,238.7	7,414.3	7,546.1	7,451.4	30,079.5	29,023.5	29,455.0	30,500.4
	YoY	1.3%	-4.0%	-7.1%	-3.7%	2.0%	0.3%	-0.4%	3.5%	3.3%	14.4%	-3.5%	1.5%	3.5%
	영업이익	252.8	344.6	396.0	298.3	375.9	383.6	416.2	394.5	411.3	1,664.7	1,291.6	1,567.4	1,695.7
오리온	YoY	-42.0%	-31.7%	-18.2%	24.0%	48.7%	11.3%	5.1%	32.3%	9.4%	9.2%	-22.4%	21.4%	8.2%
	영업이익률	3.6%	4.8%	5.3%	4.1%	5.2%	5.3%	5.6%	5.2%	5.5%	5.5%	4.5%	5.3%	5.6%
	매출액	663.8	713.9	766.3	768.4	748.4	719.3	774.9	853.3	775.6	2,873.2	2,912.4	3,095.7	3,261.8
	YoY	1.6%	13.8%	3.4%	-9.8%	12.7%	0.8%	1.1%	11.1%	3.6%	22.0%	1.4%	6.3%	5.4%
농심	영업이익	99.1	112.2	140.7	140.3	125.1	121.7	137.1	160.6	133.4	466.7	492.4	544.6	584.0
	YoY	-8.7%	25.1%	15.6%	-4.3%	26.2%	8.4%	-2.6%	14.4%	6.6%	25.1%	5.5%	10.6%	7.2%
	영업이익률	14.9%	15.7%	18.4%	18.3%	16.7%	16.9%	17.7%	18.8%	17.2%	16.2%	16.9%	17.6%	17.9%
	매출액	860.4	837.5	855.9	856.7	872.5	860.7	850.4	888.3	930.5	3,129.1	3,410.6	3,476.3	3,683.1
삼양식품	YoY	16.9%	10.8%	5.3%	4.0%	1.4%	2.8%	-0.6%	3.7%	6.6%	17.5%	9.0%	1.9%	5.9%
	영업이익	63.8	53.7	55.7	38.9	61.4	43.7	37.6	41.8	63.0	112.2	212.1	187.8	211.6
	YoY	85.8%	1162.5%	103.9%	-15.9%	-3.7%	-18.7%	-32.5%	7.4%	2.7%	5.7%	89.1%	-11.4%	12.7%
	영업이익률	7.4%	6.4%	6.5%	4.5%	7.0%	5.1%	4.4%	4.7%	6.8%	3.6%	6.2%	5.4%	5.7%
하이트진로	매출액	245.6	285.4	335.2	326.7	385.7	424.4	439.0	436.4	448.4	909.0	1,192.9	1,687.5	2,038.7
	YoY	21.5%	11.8%	58.5%	36.1%	57.1%	48.7%	30.9%	33.6%	16.2%	41.6%	31.2%	41.5%	20.8%
	영업이익	23.9	44.0	43.4	36.2	80.1	89.5	87.3	83.0	92.0	90.4	147.5	339.8	418.6
	YoY	-2.6%	61.2%	124.7%	88.3%	235.8%	103.1%	101.0%	129.5%	14.8%	38.3%	63.2%	130.3%	23.2%
롯데칠성	영업이익률	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	21.1%	19.9%	19.0%	20.5%	9.9%	12.4%	20.1%	20.5%
	매출액	603.5	641.6	654.4	620.8	621.1	665.2	685.7	644.9	631.0	2,497.6	2,520.2	2,620.8	2,682.9
	YoY	3.4%	-1.0%	-0.5%	2.0%	2.9%	3.7%	4.8%	3.9%	1.6%	13.4%	0.9%	4.0%	2.4%
	영업이익	38.7	11.9	43.5	29.8	48.4	68.2	70.2	39.5	48.9	190.6	123.9	222.9	232.0
롯데칠성	YoY	-33.4%	-80.9%	-23.7%	128.2%	25.0%	472.6%	61.5%	32.5%	1.2%	9.5%	-35.0%	79.8%	4.1%
	영업이익률	6.4%	1.9%	6.6%	4.8%	7.8%	10.3%	10.2%	6.1%	7.8%	7.6%	4.9%	8.5%	8.6%
	매출액	679.8	796.2	830.4	918.4	936.9	1,099.2	1,065.0	963.3	978.1	2,841.7	3,224.7	4,068.7	4,261.8
	YoY	8.5%	4.5%	5.9%	37.3%	37.8%	38.1%	28.3%	4.9%	4.4%	13.4%	13.5%	26.2%	4.7%
롯데칠성	영업이익	59.3	59.2	84.3	8.0	36.8	60.2	78.7	30.7	47.6	222.9	210.7	206.2	248.5
	YoY	-0.7%	-7.2%	12.3%	-67.3%	-38.0%	1.8%	-6.6%	286.0%	29.4%	22.3%	-5.5%	-2.1%	20.5%
	영업이익률	8.7%	7.4%	10.1%	0.9%	3.9%	5.5%	7.4%	3.2%	4.9%	7.8%	6.5%	5.1%	5.8%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 음영은 컨센서스

음식료 커버리지 실적 추정 Table (2)

음식료 2025년 전망

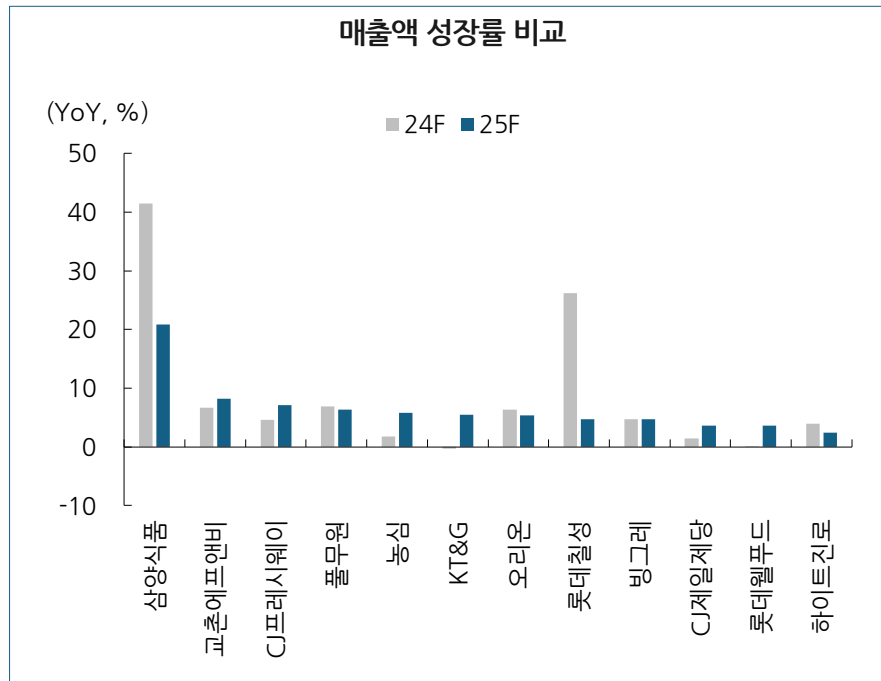
(십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2022	2023	2024F	2025F
롯데월드	매출액	959.6	1,040.6	1,086.5	979.6	951.1	1,044.2	1,078.5	994.2	972.2	4,074.5	4,066.4	4,067.9	4,215.6
	YoY	5.9%	0.2%	-1.5%	-4.6%	-0.9%	0.3%	-0.7%	1.5%	2.2%	8.6%	-0.2%	0.0%	3.6%
	영업이익	18.6	48.6	80.6	29.2	37.3	63.3	76.0	23.9	32.8	135.4	177.0	200.7	219.7
	YoY	32.0%	9.1%	40.7%	50.6%	100.6%	30.3%	-5.7%	-18.1%	-12.2%	-7.8%	30.7%	13.4%	9.5%
빙그레	영업이익률	1.9%	4.7%	7.4%	3.0%	3.9%	6.1%	7.1%	2.4%	3.4%	3.3%	4.4%	4.9%	5.2%
	매출액	293.5	388.7	434.2	277.8	300.9	407.5	463.8	291.8	316.0	1,267.7	1,394.3	1,459.9	1,528.1
	YoY	14.8%	6.7%	11.2%	8.1%	2.5%	4.8%	6.8%	5.0%	5.0%	10.5%	10.0%	4.7%	4.7%
	영업이익	12.7	46.2	65.4	-12.2	21.1	44.9	64.7	-4.1	20.1	39.4	112.2	126.4	137.1
풀무원	YoY	702.7%	119.5%	153.9%	적지	65.2%	-2.9%	-1.1%	적지	-4.8%	50.2%	184.8%	12.6%	8.4%
	영업이익률	4.3%	11.9%	15.1%	-4.4%	7.0%	11.0%	13.9%	-1.4%	6.3%	3.1%	8.1%	8.7%	9.0%
	매출액	730.0	755.4	746.1	762.0	769.3	793.0	833.7	804.7	806.0	2,838.3	2,993.5	3,200.7	3,402.6
	YoY	12.2%	7.0%	-1.1%	4.7%	5.4%	5.0%	11.7%	5.6%	4.8%	12.7%	5.5%	6.9%	6.3%
CJ프레시웨이	영업이익	12.3	16.8	21.9	11.0	15.7	16.9	33.3	19.0	18.0	26.3	62.0	84.9	100.2
	YoY	101.2%	6.8%	55.2%	흑전	27.7%	0.5%	52.0%	72.0%	15.0%	-31.6%	135.4%	37.0%	18.1%
	영업이익률	1.7%	2.2%	2.9%	1.4%	2.0%	2.1%	4.0%	2.4%	2.2%	0.9%	2.1%	2.7%	2.9%
	매출액	697.5	779.5	809.0	788.2	731.4	811.3	831.9	837.8	787.6	2,747.7	3,074.2	3,215.6	3,444.0
교촌에프앤비	YoY	23.6%	8.1%	7.6%	10.9%	4.9%	4.1%	2.8%	6.3%	7.7%	19.9%	11.9%	4.6%	7.1%
	영업이익	12.7	32.1	30.2	24.3	10.5	30.1	28.2	26.4	12.2	97.8	99.3	95.7	107.4
	YoY	19.3%	-7.4%	-14.2%	39.9%	-16.7%	-6.1%	-6.6%	8.6%	15.2%	75.9%	1.4%	-3.5%	12.1%
	영업이익률	1.8%	4.1%	3.7%	3.1%	1.4%	3.7%	3.4%	3.2%	1.5%	3.6%	3.2%	3.0%	3.1%
코스맥스엔비티	매출액	120.4	102.0	111.4	111.2	113.3	113.9	127.6	121.2		517.5	445.0	474.7	513.7
	YoY	-8.2%	-22.9%	-11.0%	-13.7%	-5.9%	11.7%	14.5%	9.0%		1.9%	-14.0%	6.7%	8.2%
	영업이익	5.9	3.3	8.6	7.1	11.9	-9.9	7.6	11.7		8.8	24.8	22.1	56.4
	YoY	-32.4%	281.6%	180.3%	흑전	103.8%	적전	-10.7%	64.3%		-78.4%	181.0%	-11.1%	155.7%
노바렉스	영업이익률	4.9%	3.2%	7.7%	6.4%	10.5%	-8.7%	6.0%	9.7%		1.7%	5.6%	4.7%	11.0%
	매출액	80.4	82.2	90.9	80.2	71.0	80.9	85.8	84.6		328.2	333.6	335.1	350.7
	YoY	2.3%	-11.0%	8.3%	9.3%	-11.7%	-1.5%	-5.6%	5.4%		13.4%	1.7%	0.4%	4.7%
	영업이익	1.5	4.1	4.8	1.6	0.6	3.3	2.6	5.9		2.2	12.0	17.8	28.2
노바렉스	YoY	101.1%	-15.3%	259.9%	흑전	-61.4%	-18.1%	-46.4%	269.3%		-65.2%	434.6%	48.6%	58.4%
	영업이익률	1.9%	4.9%	5.3%	2.0%	0.8%	4.1%	3.0%	7.0%		0.7%	3.6%	5.3%	8.0%
	매출액	69.3	76.0	80.5	76.4	56.6	81.8	77.3	80.3		281.7	302.2	306.4	331.8
	YoY	-11.6%	-2.6%	38.4%	13.8%	-18.3%	7.5%	-4.0%	5.1%		1.0%	7.3%	1.4%	8.3%
노바렉스	영업이익	5.0	7.2	7.6	5.6	3.6	7.3	5.5	6.3		25.2	25.5	33.6	38.4
	YoY	-41.2%	-17.6%	82.9%	49.8%	-28.3%	1.4%	-27.5%	11.7%		-16.1%	1.2%	31.6%	14.4%
	영업이익률	7.2%	9.5%	9.5%	7.4%	6.3%	9.0%	7.2%	7.8%		8.9%	8.4%	11.0%	11.6%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 음영은 컨센서스

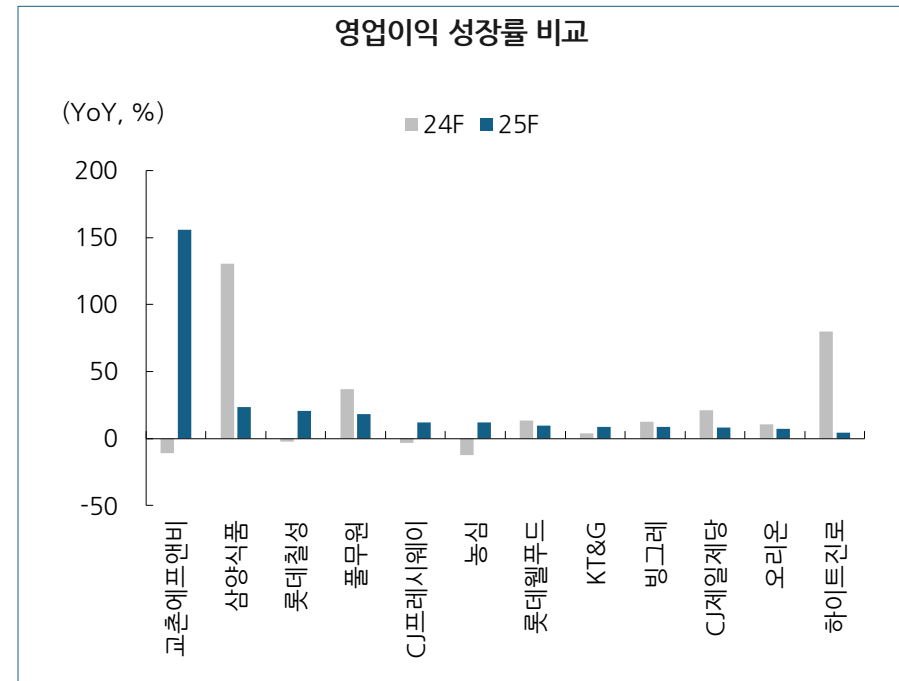
음식료 업종 2025년 투자전략 (1) 실적 성장 비교

음식료 2025년 전망

- 25년에도 음식료 업종은 주요 변수가 중립적인 가운데 해외 실적 성장으로 섹터 전반 영업이익 증가 전망
- 25년 예상 실적 기준 실적 성장이 두드러지는 기업은 삼양식품, 교촌에프앤비. 이외 종목들 역시 점진적 수익성 개선 기대
 - 삼양식품: 밀양 2공장이 6~7월 가동되기 시작하며 하반기 수출 실적 성장 본격화. 미국과 유럽 등 ASP 높은 지역 수출 증가로 영업 레버리지 효과 기대
 - 교촌F&B: 24년 가맹지역본부 흡수에 따른 일회성 비용(연간 판관비 230억원) 지출 기저효과 및 GPM 개선, 국내외 프랜차이즈 확대
 - 오리온: 24년 10~11월 주요 국가 매출 성장 전환 시작. 11~12월 명절 선물 세트 판매 본격화, 중국 영업 간접화 전환 완료 및 경기 부양 기대감 + 밸류에이션 매력
 - 빙그레: 25년 5월 자사주 소각 후 인적 분할. 사업 회사 기업 가치 상승 전망. 아이스크림과 바나나맛 우유 등 해외 실적 성장에 따른 점진적 수익성 개선 전망
 - KT&G: 일반 담배 해외 실적 성장, 전자 담배 국내외 스틱 판매량 증가에 따른 담배 부문 실적 개선 전망 + 업종 내 최고 수준 주주환원
 - 풀무원: 해외 사업 미국 중심 흑자 전환, 국내 저수익 사업(건강케어) 비용 통제를 통한 수익성 개선 전망



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

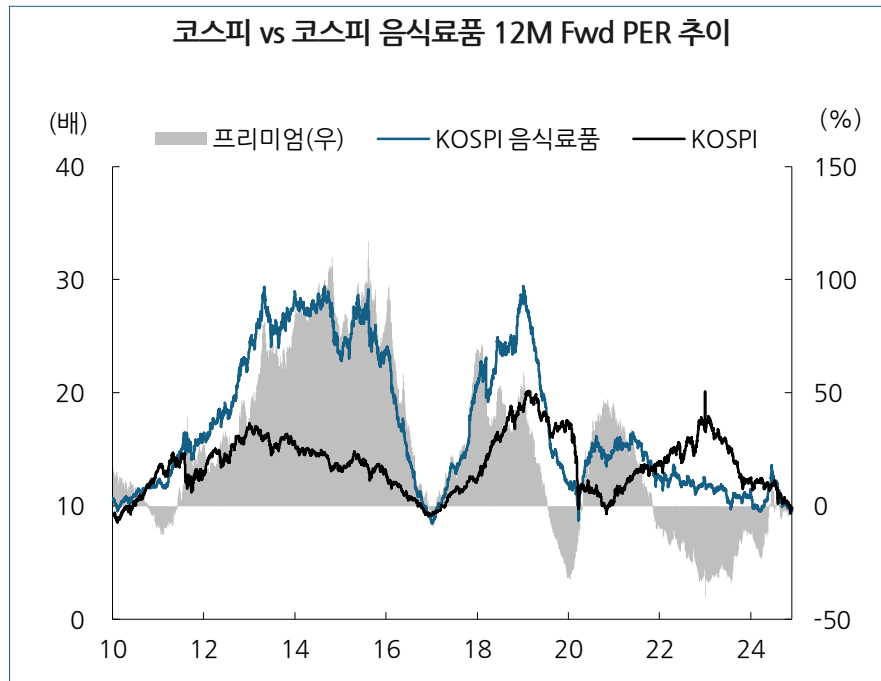


자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

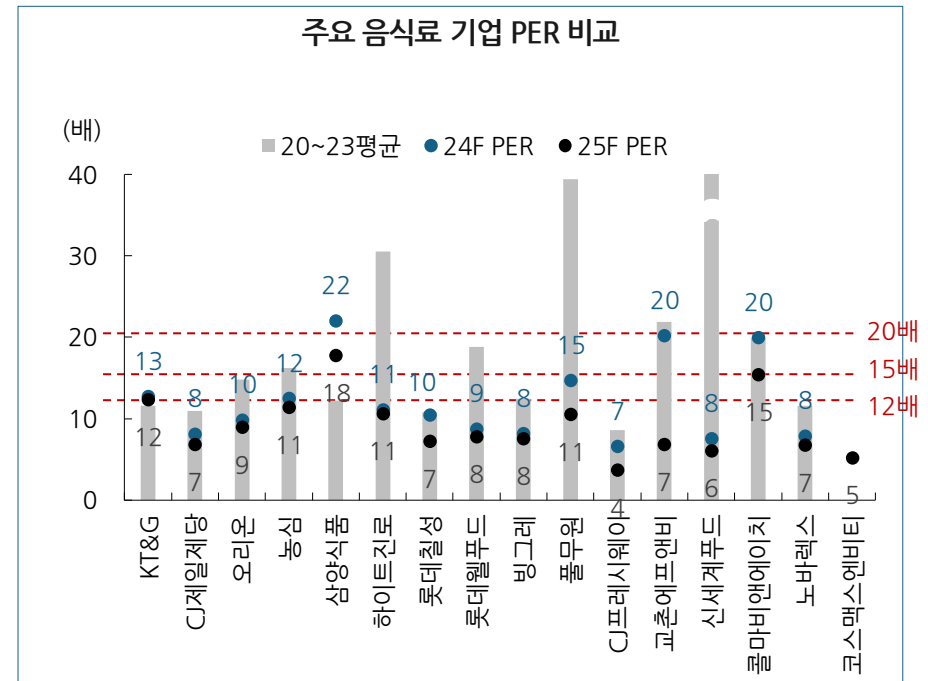
음식료 업종 2025년 투자전략 (2) 밸류에이션

음식료 2025년 전망

- 음식료 업종 지수 12M Fwd PER은 10배 내외로 시장 대비 프리미엄 7~8% 수준
- 음식료 평균 목표배수는 시장 대비 20% 프리미엄 수준인 12배를 기준으로 해외 비중에 따라 15배+ α 적용
- 25년 음식료 업종 최선호주: 삼양식품(매수, 100만원/상향), 오리온(매수, 15만원/유지). 관심종목 빙그레, 교촌F&B, KT&G 제시
 - 삼양식품은 25년 예상 해외 매출 비중이 80%에 달하고 CAPA 확대, 글로벌 시장 점유율 상승, 미주/유럽으로 지역 확대 등 K-Food 성장 모멘텀 풍부
 - 삼양식품의 목표배수는 22배로 글로벌 피어 대비 높은 매출 성장률과 이익 레버리지를 감안해 프리미엄 적용. 24~27년 매출액과 EPS CAGR 20%, 22% 전망
 - 오리온은 25년 명절 시점 차이로 성장률 부담 있으나 베트남과 러시아를 중심 외형 성장 및 중국 회복 기대. 높은 해외 실적 비중(65%)대비 낮은 밸류에이션 매력
 - 이외 빙그레는 25년 자사주 소각 및 인적분할, 해외 실적 성장 모멘텀을 보유하고 있으며 교촌F&B는 유통 구조 합리화와 해외 프랜차이즈 확장 기대감 유효



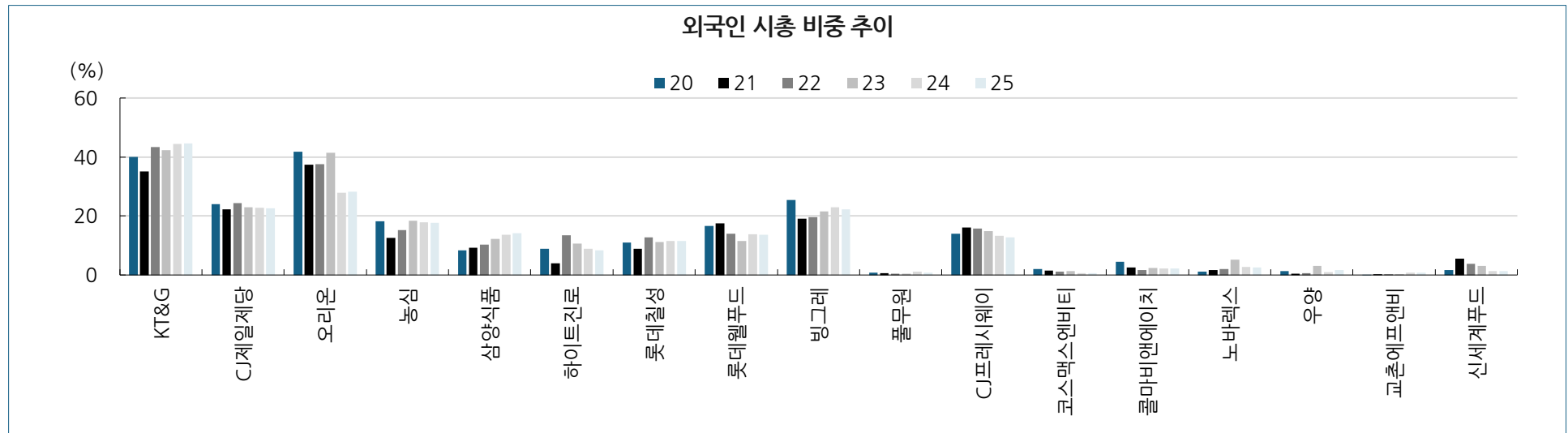
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터



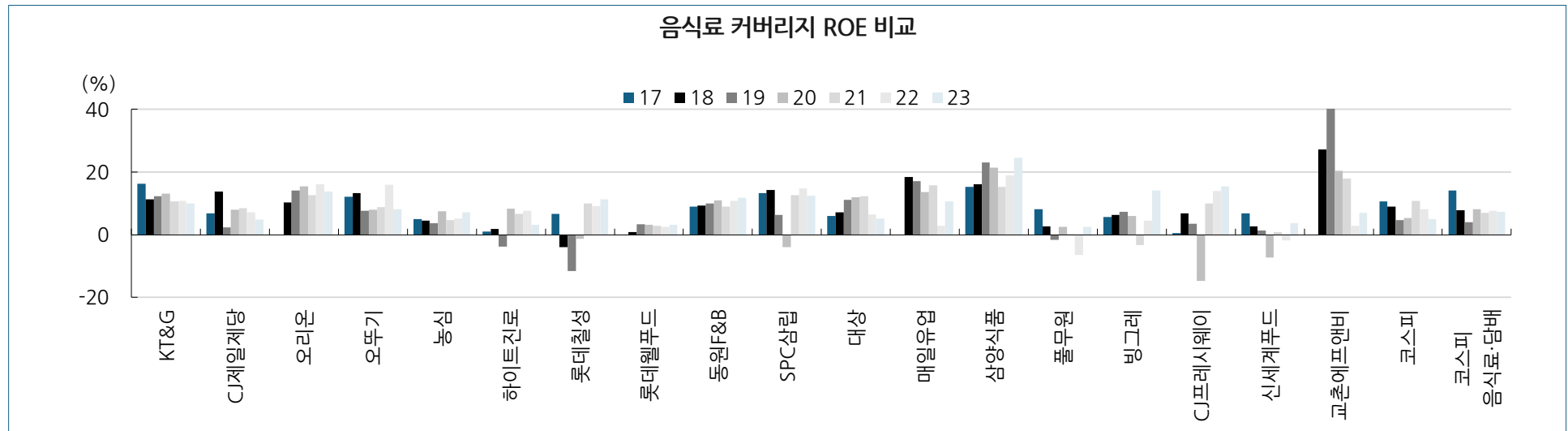
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

음식료 업종 2025년 투자전략 (2) 밸류에이션

음식료 2025년 전망



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

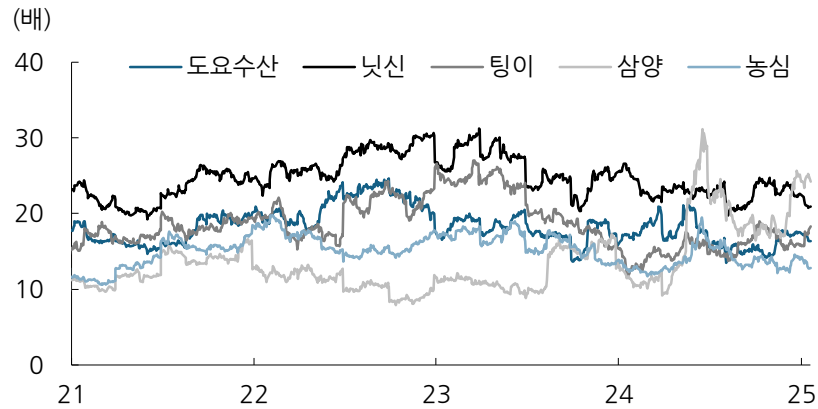


자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

음식료 업종 2025년 투자전략 (2) 밸류에이션

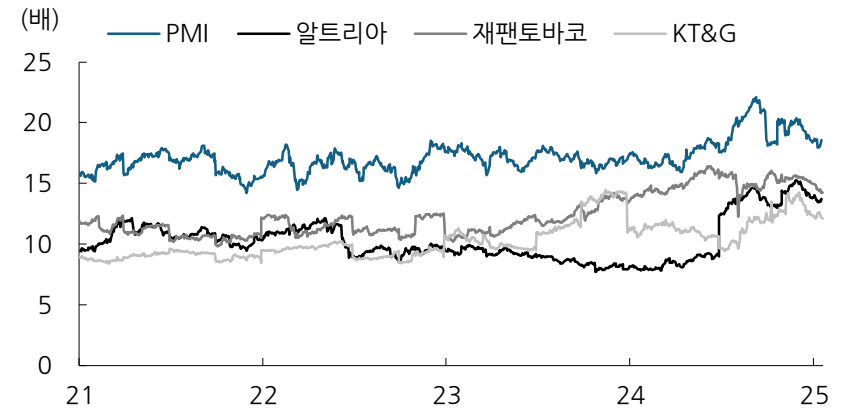
음식료 2025년 전망

국내외 라면 업체 PER 밸류에이션 추이



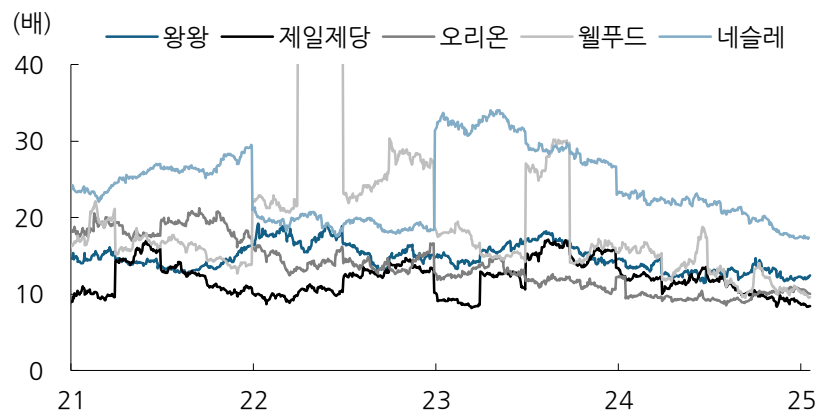
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

국내외 담배 업체 PER 밸류에이션 추이



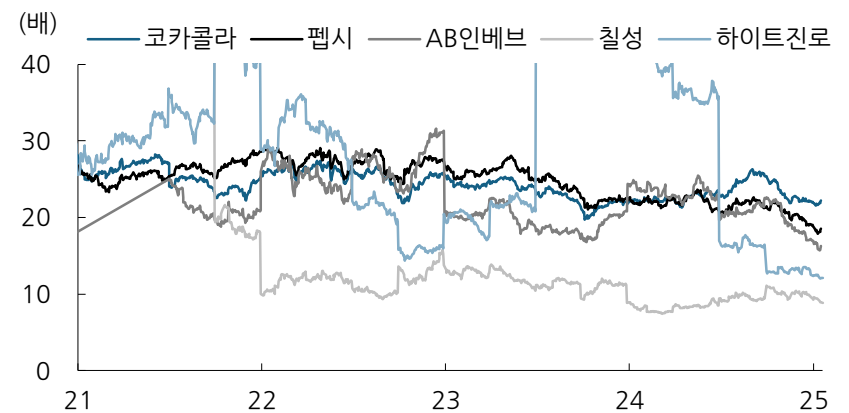
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

국내외 가공식품 업체 PER 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

국내외 음료/주류 업체 PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Great K-Contents

어려운 광고 시장 속 기회 요인

콘텐츠 업계 Q증가와 OTT 협력

넷플릭스와 디즈니 실적



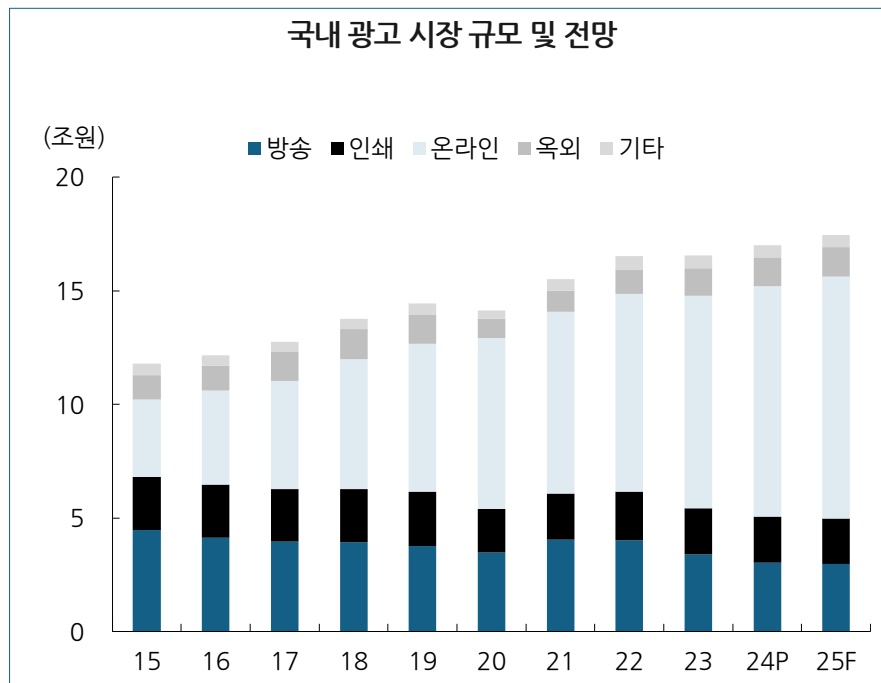
[광고] 여전히 어려운 국내 광고 시장

미디어 2025년 전망

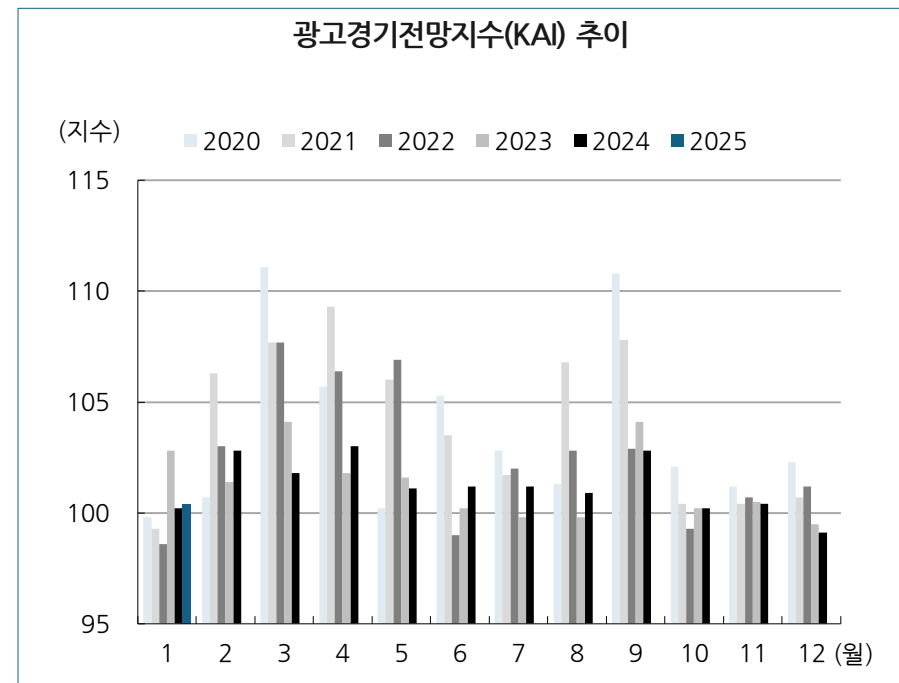
■ 국내 광고 시장 규모는 24년 17조원(+2.8% YoY)→25년 17.4조원(+2.7% YoY)으로 전망

- 24년 방송 3조원(-11% YoY), 인쇄 2조원(+1%), 온라인 10.1조원(+8%), 옥외 1.2조원(+3%), 기타 0.5조원(+0.4%) 추정
- 25년 방송 2.9조원(-2% YoY), 인쇄 2조원(-1%), 온라인 10.6조원(+5%), 옥외 1.3조원(+2%), 기타 0.5조원(+0.2%) 전망
- 주요 방송사의 TV광고 역시 부진. 24년 3분기 누적 TV 광고 매출은 CJ ENM 2,613억원(-8% YoY), SBS 2,199억원(-14% YoY) 기록
- 25년에도 방송 광고는 감소하나 감소폭은 축소될 전망. 경기 침체와 OTT로 시청 시간 이동에 따른 TV 영향력 약화 영향
- 반면 온라인 광고는 지속 성장 전망. 전체 광고 시장에서 온라인 광고가 차지하는 비중은 20년 53%→25년 61%로 매년 증가세

■ 광고경기전망지수(KAI, Korea Advertising Index)는 25년 1월 100.4를 기록. 라디오 제외 전 매체에서 광고비가 전월비 증가할 것이라 전망



자료: Kobaco, DS투자증권 리서치센터



자료: Kobaco, DS투자증권 리서치센터

[광고] 여전히 어려운 국내 광고 시장

미디어 2025년 전망

(십억원, %)		16	17	18	19	20	21	22	23P	24F	25F
총 광고비		12,162.7	12,753.5	13,755.9	14,426.9	14,120.3	15,517.4	16,520.3	16,541.0	17,000.7	17,456.9
방송		4,135.1	3,950.1	3,931.8	3,771.0	3,484.1	4,053.1	4,021.2	3,389.9	3,025.3	2,961.5
	지상파TV	1,745.3	1,551.7	1,421.9	1,244.7	1,106.6	1,359.7	1,376.2	1,109.4	975.7	971.7
	지상파DMB	7.2	5.3	4.4	2.3	2.6	2.2	2.2	1.3	1.2	1.2
	라디오	239.9	253.0	207.3	208.5	233.0	259.8	254.0	216.0	181.0	181.3
	PP	1,895.1	1,853.7	1,990.2	2,002.1	1,891.7	2,182.4	2,152.4	1,852.7	1,691.9	1,641.2
	SO	134.6	139.1	140.8	139.1	114.5	109.0	109.6	110.5	92.5	78.8
	IPTV	84.6	99.3	116.1	124.3	102.5	107.1	96.1	72.4	62.2	67.4
	어드레서블	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.3	9.0	8.5	10.2
	위성방송	28.3	48.0	51.1	50.0	33.2	33.0	30.7	27.5	20.8	20.1
인쇄		2,319.3	2,310.3	2,348.0	2,373.0	1,920.1	2,020.8	2,127.7	2,026.1	2,039.4	2,024.6
	신문	1,867.0	1,858.5	1,903.1	1,939.7	1,593.4	1,708.1	1,801.4	1,723.9	1,736.9	1,727.9
	잡지	452.4	451.7	444.8	433.3	326.7	312.7	326.4	302.2	302.5	296.7
온라인		4,154.7	4,775.1	5,717.2	6,521.9	7,528.4	8,003.6	8,706.2	9,365.3	10,135.8	10,648.0
	PC	2,173.1	1,909.2	2,055.4	1,871.6	1,839.4	1,779.7	1,902.7	2,076.6	2,255.6	2,337.2
	디스플레이	1,022.4	904.4	965.8	919.2	936.3	972.2	934.8	966.3	1,024.0	1,050.6
	검색 광고	1,150.7	1,004.8	1,089.7	952.4	903.0	807.5	967.9	1,110.3	1,231.6	1,286.6
	모바일	1,981.6	2,865.9	3,661.8	4,650.3	5,689.0	6,223.9	6,803.5	7,288.7	7,880.2	8,310.8
	디스플레이	1,002.1	1,519.3	1,840.0	2,353.1	3,026.8	3,484.0	3,242.6	3,493.8	3,789.8	4,020.0
	검색 광고	979.5	1,346.7	1,821.8	2,297.2	2,662.2	2,739.9	3,560.9	3,794.8	4,090.5	4,290.9
옥외		1,088.5	1,305.9	1,329.9	1,256.8	835.8	930.2	1,069.3	1,220.8	1,259.1	1,280.5
기타		465.0	412.1	429.0	504.2	352.0	509.7	595.8	539.0	541.0	542.3
YoY		3.2	4.9	7.9	4.9	-2.1	9.9	6.5	0.1	2.8	2.7
방송		-7.4	-4.5	-0.5	-4.1	-7.6	16.3	-0.8	-15.7	-10.8	-2.1
	지상파TV	-9.7	-11.1	-8.4	-12.5	-11.1	22.9	1.2	-19.4	-12.1	-0.4
	지상파DMB	-29.5	-27.0	-16.7	-46.9	10.3	-14.9	0.4	-41.9	-4.7	-4.5
	라디오	-6.6	5.5	-18.1	0.6	11.8	11.5	-2.2	-15.0	-16.2	0.1
	PP	-5.5	-2.2	7.4	0.6	-5.5	15.4	-1.4	-13.9	-8.7	-3.0
	SO	-7.3	3.4	1.2	-1.2	-17.7	-4.8	0.5	0.8	-16.3	-14.8
	IPTV	-6.3	17.4	16.9	7.1	-17.5	4.4	-10.2	-24.7	-14.0	8.2
	어드레서블	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	297.4	-5.3	20.0
	위성방송	17.8	69.5	6.6	-2.1	-33.6	-0.7	-7.0	-10.2	-24.6	-3.3
인쇄		-0.4	-0.4	1.6	1.1	-19.1	5.2	5.3	-4.8	0.7	-0.7
	신문	0.6	-0.5	2.4	1.9	-17.9	7.2	5.5	-4.3	0.8	-0.5
	잡지	-4.6	-0.1	-1.5	-2.6	-24.6	-4.3	4.4	-7.4	0.1	-1.9
온라인		21.2	14.9	19.7	14.1	15.4	6.3	8.8	7.6	8.2	5.1
	PC	5.8	-12.1	7.7	-8.9	-1.7	-3.2	6.9	9.1	8.6	3.6
	디스플레이	31.9	-11.5	6.8	-4.8	1.9	3.8	-3.8	3.4	6.0	2.6
	검색 광고	-10.0	-12.7	8.4	-12.6	-5.2	-10.6	19.9	14.7	10.9	4.5
	모바일	44.2	44.6	27.8	27.0	22.3	9.4	9.3	7.1	8.1	5.5
	디스플레이	33.2	51.6	21.1	27.9	28.6	15.1	-6.9	7.7	8.5	6.1
	검색 광고	57.4	37.5	35.3	26.1	15.9	2.9	30.0	6.6	7.8	4.9
옥외		2.6	20.0	1.8	-5.5	-33.5	11.3	15.0	14.2	3.1	1.7
기타		-8.4	-11.4	4.1	17.5	-30.2	44.8	16.9	-9.5	0.4	0.2

자료: kobaco, DS투자증권 리서치센터

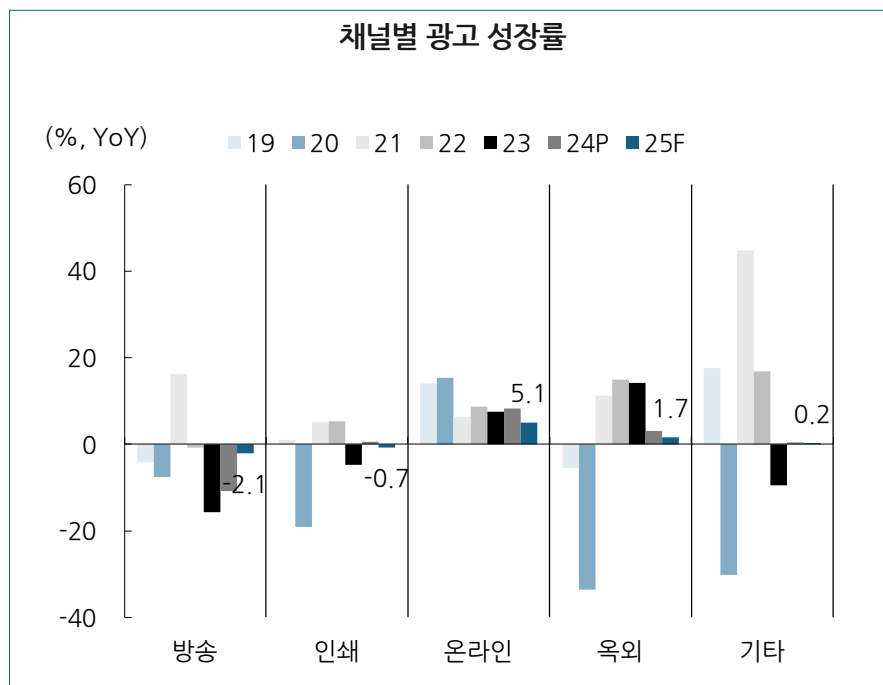
[광고] 기회 요인을 찾는다면? OTT 광고, 해외 광고

■ 기회(1) OTT 광고 성장 : 넷플릭스와 티빙의 광고 요금제 가입자 증가에 따른 OTT 광고 시장 성장

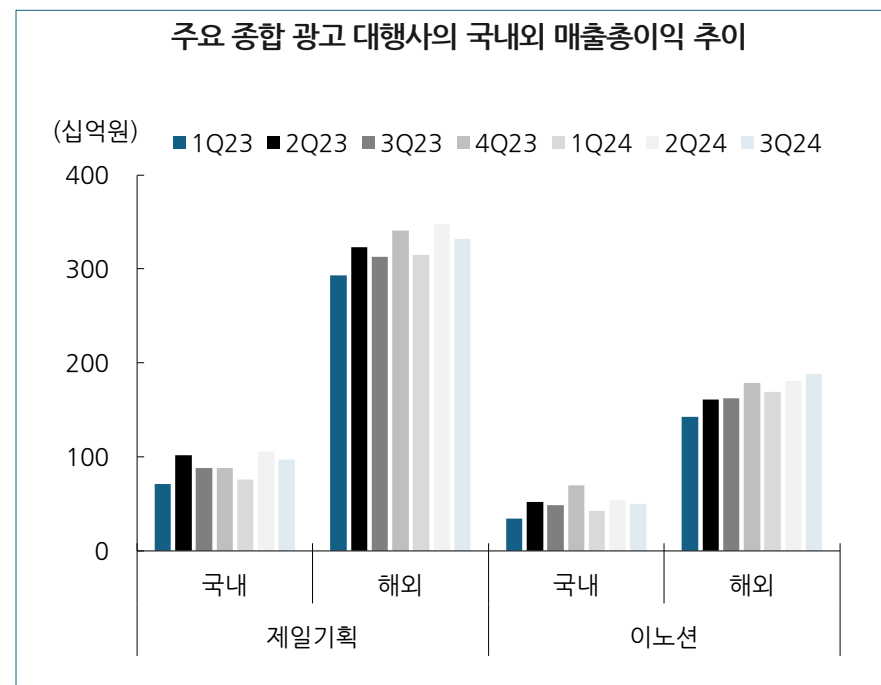
- 티빙의 24년 광고 수익은 300~400억원 내외로 추정. 25년은 광고 요금제 가입자 증가 및 광고 슬롯 판매 증가로 700~800억원 매출 기대
- 넷플릭스의 MAU는 24년 연 평균 1,170만명 내외로 티빙 MAU(732만 명) 대비 60% 많은 수준. 광고 요금제 가입자 비율에 따라 광고 수익 차이 있겠으나 티빙과 유사하거나 소폭 작은 규모. 온라인 광고 시장 성장률에 기여

■ 기회(2) 해외 광고 수익 증가: 국내 기업의 해외 광고 증가에 따라 관련 밸류체인 해외 실적 성장

- 3Q24 누적 기준 제일기획의 해외 매출총이익은 9,944억원(+7% YoY), 이노션은 5,380억원(+15% YoY)을 기록했다
- 각각의 매출총이익 내 해외 비중은 제일기획 23년 78%→24년 3분기 누적 78%, 이노션 23년 76%→24년 3분기 누적 79%를 기록



자료: Kobaco, DS투자증권 리서치센터



자료: 제일기획, 이노션, DS투자증권 리서치센터

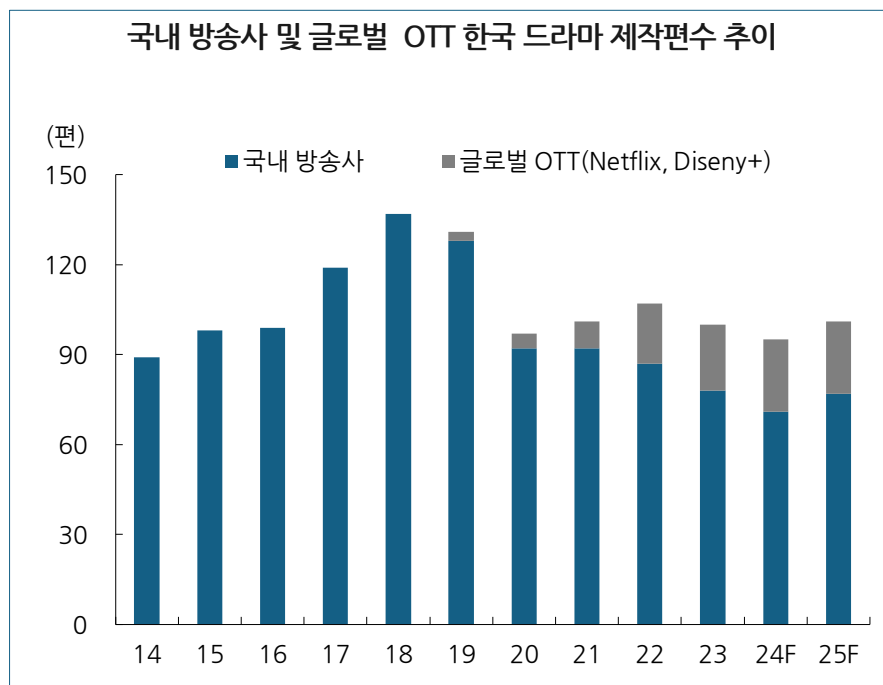
[콘텐츠] 드라마 제작 편수(Q) 증가와 비용(C) 통제

■ 24년 줄어든 드라마 슬롯이 25년 증가 전망 1) 드라마 스튜디오 역할 확대, 2) 제작비 합리화를 통한 효율적인 콘텐츠 투자 중요성 강화

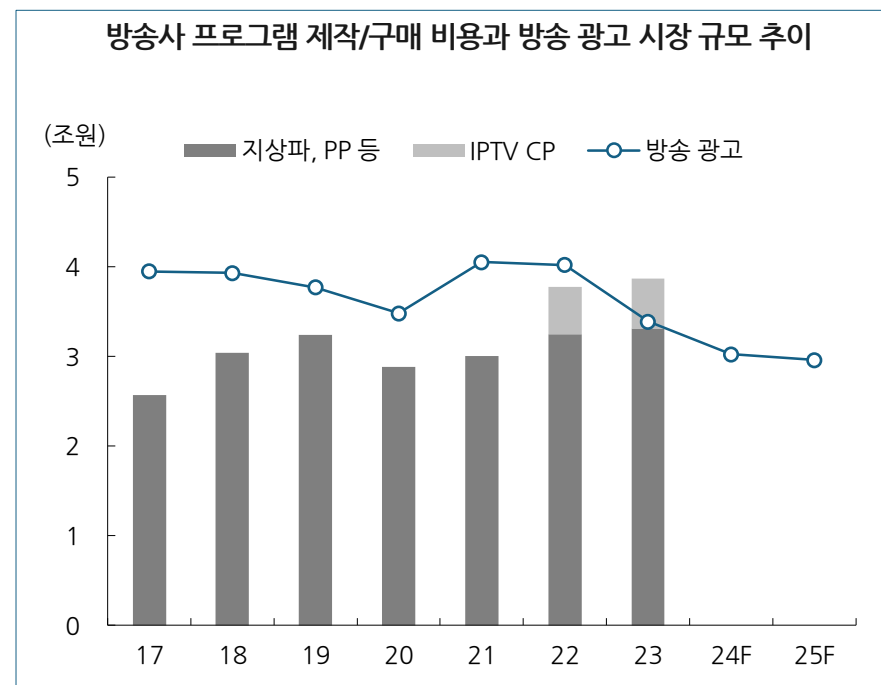
- tvN은 25년 하반기 수목 라인업, SBS는 월화 라인업 부활
- 각각은 산하 스튜디오의 제작 역량 강화와 광고 수익 확대를 위한 콘텐츠 공급 필요성을 느껴 합리적인 수준의 제작비와 해외 판매 확보를 통해 드라마 슬롯 증가
- 한국드라마제작사 협회에 따르면 국내 드라마 제작은 22년 141편에서 23년 123편으로 감소, 24년은 107편까지 떨어진 것으로 파악

■ 최근 방송사와 OTT 모두 합리적인 가격에 광고 및 지속적인 구독 수익을 창출할 수 있는 콘텐츠를 필요로 함. 스튜디오 업체들의 경쟁우위 강화

- 콘텐츠 제작비와 퀄리티를 컨트롤 할 수 있는 제작사에 대한 수요가 높아지며 스튜디오드래곤, 콘테트리중앙의 SLL, SBS의 스튜디오S 점유율 확대 전망
- 국내 주요 방송 매체별 프로그램 제작/구매 비용은 23년 3.8조원/IPTV CP 투자금액 제외시 3.3조원으로 성장이 둔화되고 23년 방송 광고 시장은 3.4조원에 불과
- 방송사가 광고 시장이 어려워지며 프로그램 제작비용을 줄이자 24년 방송 광고는 더 급격히 감소한 것으로 파악. 이에 따라 25년은 제작 비용 증가 및 효율화 전망



자료: KCA, DS투자증권 리서치센터



자료: 방송통신위원회, DS투자증권 리서치센터

[콘텐츠] 해외 비중 확대: 글로벌 OTT 내 K-콘텐츠 점유율 상승

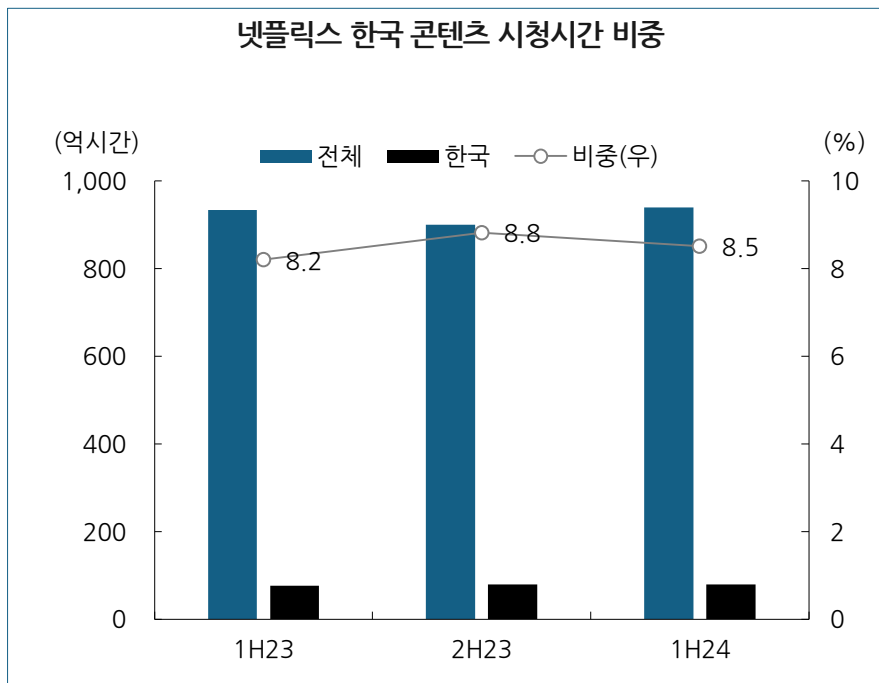
미디어 2025년 전망

■ 글로벌 OTT의 한국 콘텐츠 투자는 규모가 유지되거나 증가할 전망

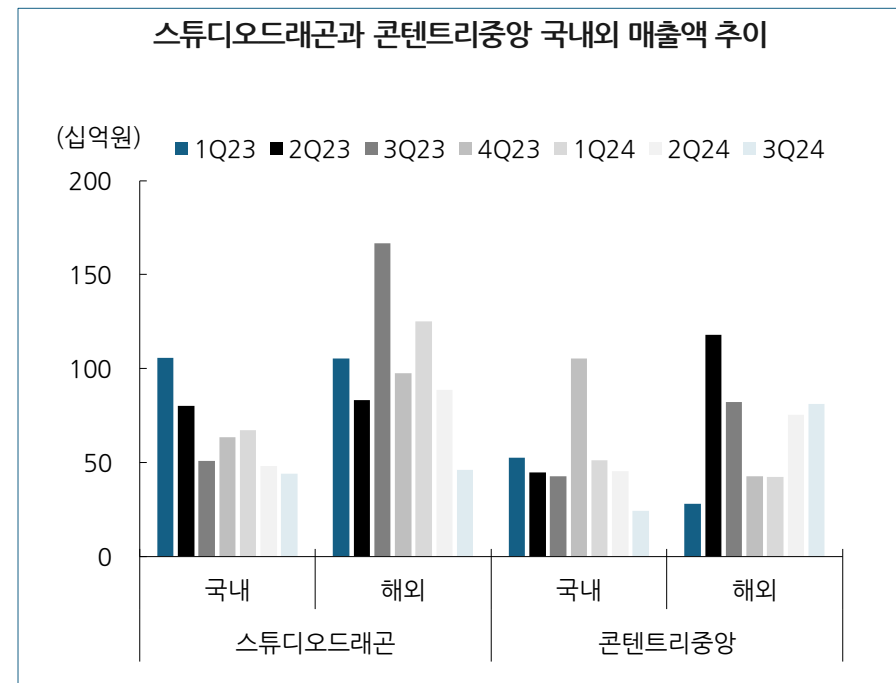
- 24년 상반기 넷플릭스의 TV+영화 총 시청 시간은 940억 시간으로 전년 동기대비 +0.6% YoY 증가했고 이중 한국 콘텐츠 시청 시간은 8% 이상 유지
- 1H24 기준 TV 부문 시청시간 상위 20개 타이틀 중 한국 콘텐츠는 6개를 차지했으며 영화 부문은 1개를 차지했는데 넷플릭스의 연간 한국 콘텐츠 투자금액이 전체의 5% 미만임을 감안했을 때 투자 대비 좋은 성과를 보이고 있고 글로벌 시장에서 인기를 유지하고 있음을 알 수 있음
- 디즈니, 아마존은 한국 콘텐츠 수급 조직을 개편하고 한국 콘텐츠 비중을 늘리고 있음. 만들어진 콘텐츠를 해외 독점 판권으로 스트리밍하는 것에 적극적인 모습

■ 특히 스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙 등 적절한 가격에 퀄리티 있는 콘텐츠 공급을 꾸준히 할 수 있는 제작사의 해외 점유율 확대, 해외 비중 확대 전망

- 스튜디오드래곤의 해외 매출비중은 21년 38%→22년 53%→23년 60%→24년 3분기 누적 62%로 확대
- 콘텐츠리중앙의 SLL에서 해외 매출비중은 21년 36%→22년 43%→23년 48%→24년 3분기 누적 56%로 확대



자료: 넷플릭스, DS투자증권 리서치센터



자료: 스튜디오드래곤, SBS, DS투자증권 리서치센터

[콘텐츠] 해외 비중 확대: 글로벌 OTT 내 K-콘텐츠 점유율 상승

미디어 2025년 전망

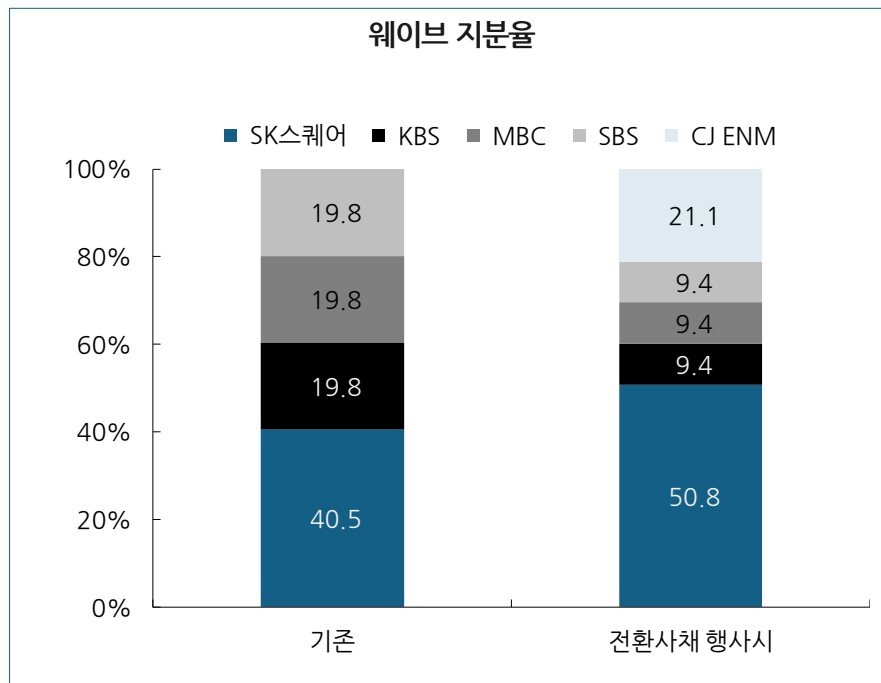
■ 24년 상반기 넷플릭스 시청 현황 보고서-TV 부문 한국 작품 시청 시간 순

No	Title	Release Date	Hours Viewed
1	Queen of Tears: Limited Series // 눈물의 여왕: 리미티드 시리즈	2024-03-09	682,600,000
2	Parasyte: The Grey: Limited Series // 기생수: 더 그레이: 리미티드 시리즈	2024-04-05	126,800,000
3	My Demon: Limited Series // 마이 데몬: 리미티드 시리즈	2023-11-24	311,200,000
4	True Beauty: Limited Series // 여신강림: 리미티드 시리즈		293,500,000
5	A Killer Paradox: Season 1 // 살인자 o 난감: 시즌 1	2024-02-09	105,500,000
6	Doctor Slump: Limited Series // 닥터슬럼프: 리미티드 시리즈	2024-01-27	258,100,000
7	Hierarchy: Limited Series // 하이라키: 리미티드 시리즈	2024-06-07	103,400,000
8	Gyeongseong Creature: Season 1 // 경성크리처: 시즌 1	2023-12-22	134,400,000
9	Physical: 100: Season 2 // 피지컬: 100: 시즌 2	2024-03-19	121,300,000
10	Welcome to Samdal-ri: Limited Series // 웰컴투 삼달리: 리미티드 시리즈	2023-12-02	199,200,000
11	King the Land: Limited Series // 킹더랜드: 리미티드 시리즈	2023-06-17	198,200,000
12	The Bequeathed: Limited Series // 선산: 리미티드 시리즈	2024-01-19	42,800,000
13	Business Proposal: Limited Series // 사내맞선: 리미티드 시리즈	2022-02-28	104,200,000
14	The Atypical Family: Limited Series // 히어로는 아닙니다만: 리미티드 시리즈	2024-05-04	113,100,000
15	Captivating the King: Limited Series // 세작, 매혹된 자들: 리미티드 시리즈	2024-01-21	122,000,000
16	All of Us Are Dead: Season 1 // 지금 우리 학교는: 시즌 1	2022-01-28	78,100,000
17	Bloodhounds: Season 1 // 사냥개들: 시즌 1	2023-06-09	48,900,000
18	Crash Landing on You: Limited Series // 사랑의 불시착: 리미티드 시리즈	2019-12-14	131,200,000
19	Squid Game: Season 1 // 오징어 게임: 시즌 1	2021-09-17	46,900,000
20	The Glory: Season 1 // 더 글로리: 시즌 1	2022-12-30	76,600,000
21	Single's Inferno: Season 3 // 솔로지옥: 시즌 3	2023-12-12	73,100,000
22	Goodbye Earth: Limited Series // 종말의 바보: 리미티드 시리즈	2024-04-26	50,300,000
23	My Name: Season 1 // 마이 네임: 시즌 1	2021-10-15	27,500,000
24	Destined with You: Limited Series // 이 연애는 불가항력: 리미티드 시리즈	2023-08-23	69,200,000
25	Extraordinary Attorney Woo: Season 1 // 이상한 변호사 우영우: 시즌 1	2022-06-29	72,400,000
26	It's Okay to Not Be Okay: Season 1 // 사이코지만 괜찮아: 시즌 1	2020-06-20	78,000,000
27	Strong Girl Nam-soon: Limited Series // 힘쎈여자 강남순: 리미티드 시리즈	2023-10-07	58,900,000
28	Chicken Nugget: Limited Series // 닭강정: 리미티드 시리즈	2024-03-15	18,500,000
29	Sweet Home: Season 2 // 스위트홈: 시즌 2	2023-12-01	31,700,000
30	Castaway Diva: Limited Series // 무인도의 디바: 리미티드 시리즈	2023-10-28	47,200,000

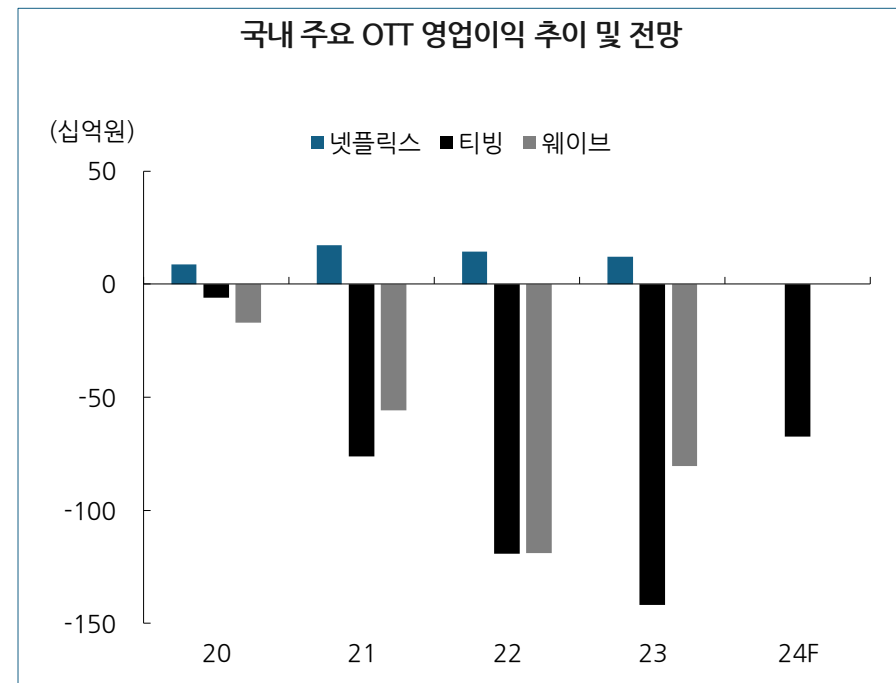
[콘텐츠] OTT 산업 변화 (1) 국내 OTT간의 연합

미디어 2025년 전망

- 11/27, 콘텐츠 웨이브는 2,500억원 규모의 전환사채(CB)를 발행. 웨이브 대주주인 SK 스퀘어가 1,500억원, CJ ENM이 1,000억원 취득
 - 웨이브는 수혈 받은 자금 대부분을 재무적 투자자(FI)에게 상환하는 용도(2,000억원 규모)로 사용할 전망. 나머지 금액은 투자재원으로 확보
 - 향후 CJ ENM과 SK스퀘어가 취득한 전환사채를 전량 주식으로 전환(전환가액 39,745원)할 시 CJ ENM의 지분율은 21.1%, SK스퀘어는 50.8%가 될 것
- 티빙과 웨이브의 합병을 통해 콘텐츠 경쟁력 강화(지상파+케이블)하고 구독자 규모 확대 및 콘텐츠 라이브러리 확대를 통한 레버리지 기대
 - 24년 12월 기준 국내 OTT 앱의 MAU는 넷플릭스 1,299만명, 티빙 725만 명, 쿠팡플레이 709만 명, 웨이브 437만 명, 디즈니+ 258만 명 기록
 - 23년 실적은 넷플릭스 매출액 8,233억원/영업이익 121억원, 티빙 3,264억원/-1,420억원, 웨이브 3,339억원/-804억원 기록
 - 24년 티빙은 구독자 증가와 구독료 인상, 광고 요금제 출시하며 적자폭 축소. 24년 3분기 누적 티빙 적자는 -573억원, 3분기는 -71억원으로 분기 손실 규모 축소
- 티빙과 웨이브의 합병은 향후 K-콘텐츠의 해외 공급 플랫폼으로 자리매김하며 K-콘텐츠 플랫폼/제작사의 헤게모니 확보에 있어서도 의미가 큼



자료: 웨이브, DS투자증권 리서치센터



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

[콘텐츠] OTT 산업 변화 (2) 지상파-글로벌 OTT간의 협력 강화

미디어 2025년 전망

■ 최근 국내 지상파 채널과 글로벌 OTT 간의 콘텐츠 협력 사례도 늘고 있음

- 24년 12월 SBS는 넷플릭스와 콘텐츠 공급 관련 전략적 파트너십을 체결했고 MBC는 디즈니+의 무빙을 TV 최초 공개함

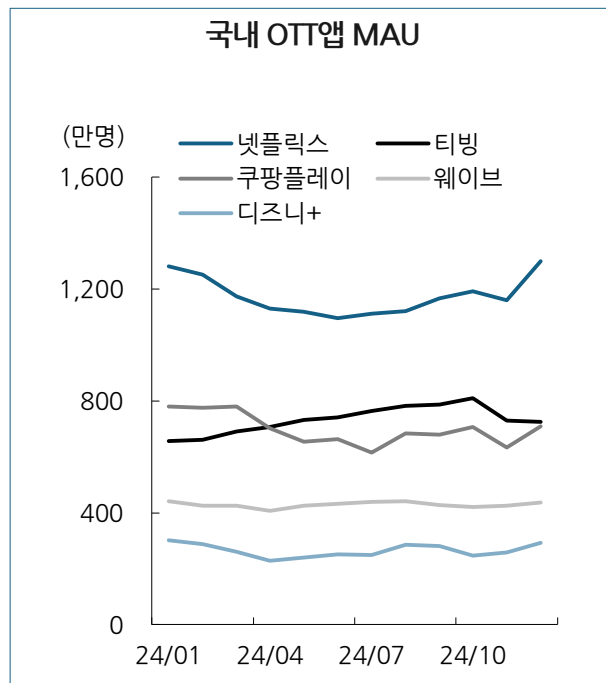
■ SBS는 넷플릭스와 25년 1월부터 6년간 전략적 파트너십 계약 체결. 편수 제한 없이 드라마, 예능, 교양 등 전 장르 협력 예정

- 신작 드라마는 신규의 경우 일부 국내 공급, 신작 예능/교양은 계약일부터 국내 공급, 구작 라이브러리는 계약 시작일부터 계약 이전 방영 콘텐츠 국내 공급

- 넷플릭스가 투자하지 않은 작품은 국내전송권 판권 판매(기존 웨이브 공급 방식), 투자한 작품은 국내전송권과 해외판권 판매(기존 선판매 형식)

- 25년 1월 1일부터 구작, 신작을 포함한 주요 SBS 콘텐츠를 넷플릭스에서 시청 가능해짐. 하반기 넷플릭스가 투자한 드라마 2작품이 방영 예정

- 26년부터 예능, 교양 등 콘텐츠 전 영역 투자가 이루어질 것, SBS는 넷플릭스와 협력하며 보다 질 높은 콘텐츠를 합리적 가격에 공급 가능해질 것



자료: 산업통상자원부, DS투자증권 리서치센터



자료: 언론, SBS, DS투자증권 리서치센터

SBS와 넷플릭스 전략적 파트너십 체결	
구분	내용
계약 체결일	2024.12.20
계약 주체	(주)SBS, Netflix Worldwide Entertainment
계약 기간	2025년 1월 1일부터 6년
계약 내용	1) 신작드라마: 계약 시작일부터 신규 방영 콘텐츠 일부 국내 공급, 2025년 하반기 신규 방영 콘텐츠 일부 해외 공급 2) 신작 예능/교양: 계약 시작일부터 신규 방영 콘텐츠 국내 공급 3) 구작 라이브러리: 계약 시작일부터 계약 이전 방영 콘텐츠 국내 공급
기대 효과	실시간 방송 후 주요 프로그램 전체를 넷플릭스에서 시청 가능하므로 OTT에서 실시간으로 유입되는 광고 시청률 상승 효과 기대 PPL 등 협찬수익 증가와 제작비 감소 기대

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터

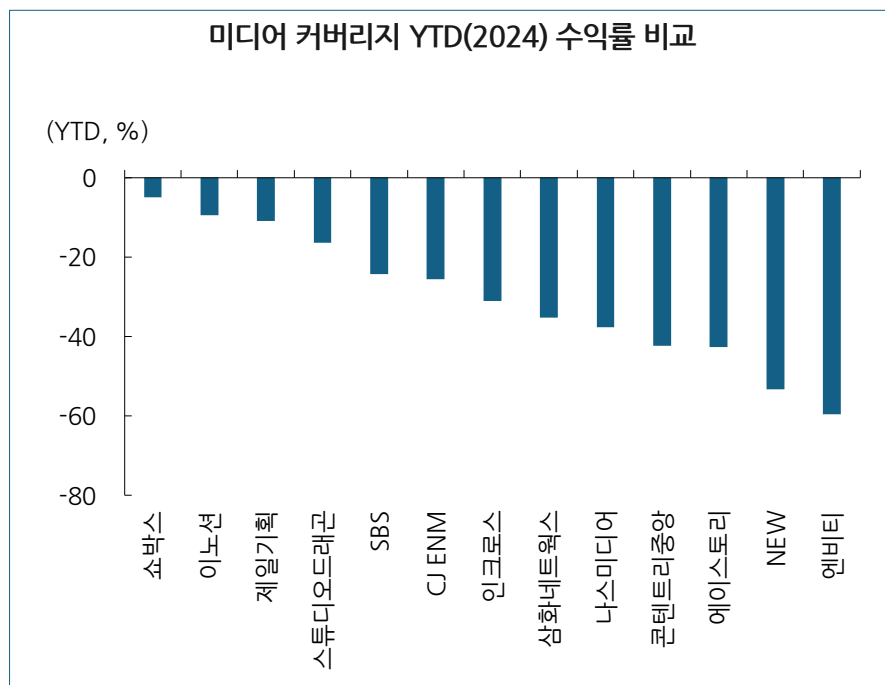
미디어 커버리지 실적 추정 Table

미디어 2025년 전망

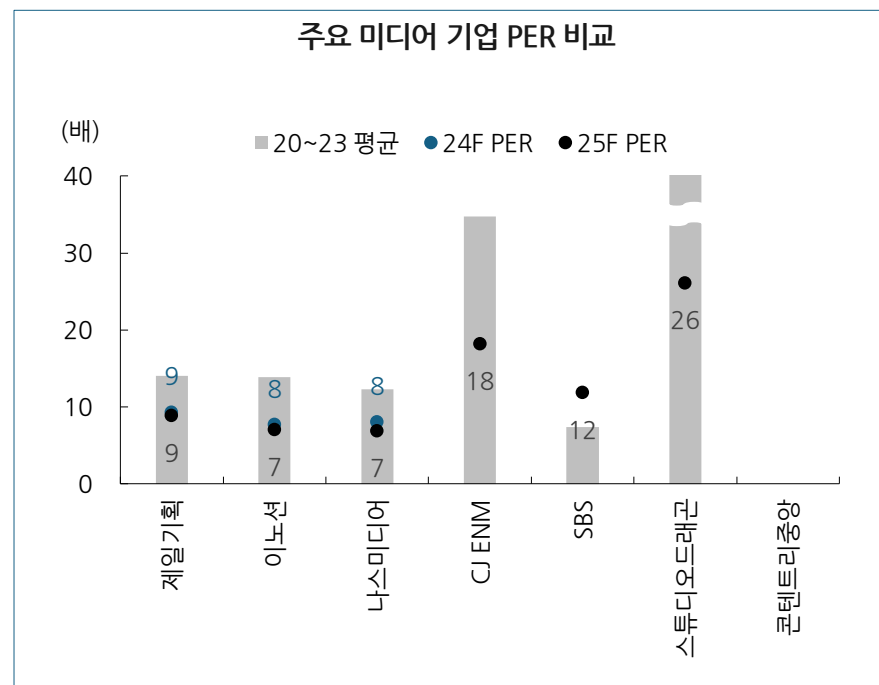
(십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q23	4Q24F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
제일기획	매출액	941.6	971.4	1,078.3	1,147.0	1,018.0	1,089.4	1,072.5	1,189.4	1,035.6	4,253.4	4,138.3	4,370.9	4,563.3
	YoY	-0.5%	-0.5%	-4.2%	-4.8%	8.1%	12.2%	-0.5%	3.7%	1.7%	27.9%	-2.7%	5.6%	4.4%
	매출총이익	364.1	424.7	400.9	429.2	390.7	453.4	428.5	449.4	410.4	1,538	1,619	1,720.97	1,820.32
	YoY	8.7%	9.3%	-0.3%	3.9%	7.3%	6.8%	6.9%	4.7%	5.0%	20.2%	5.2%	6.3%	5.8%
	영업이익	53.4	84.7	93.4	76.0	54.5	88.2	95.6	81.3	58.2	311.4	307.5	319.9	339.3
	YoY	-8.7%	-3.8%	0.3%	5.8%	2.1%	4.2%	2.3%	7.0%	6.7%	25.5%	-1.2%	4.0%	6.1%
이노션	영업이익률	5.7%	8.7%	8.7%	6.6%	5.4%	8.1%	8.9%	6.8%	5.6%	7.3%	7.4%	7.3%	7.4%
	OP/GP	14.7%	19.9%	23.3%	17.7%	14.0%	19.5%	22.3%	18.1%	14.2%	20.2%	19.0%	18.6%	18.6%
	매출액	459.7	496.8	497.5	639.0	487.5	522.1	512.0	634.6	521.4	1,750.4	2,092.9	2,159.8	2,279.9
	YoY	32.6%	22.5%	6.5%	20.3%	6.1%	5.1%	2.9%	-0.7%	6.9%	16.5%	19.6%	3.2%	5.6%
	매출총이익	177.1	213.4	211.5	247.7	211.0	234.4	237.9	253.8	221.7	765.1	849.7	937.0	991.9
	YoY	7.5%	20.1%	10.0%	7.5%	19.1%	9.8%	12.5%	2.5%	5.1%	14.4%	11.1%	10.3%	5.9%
CJ ENM	영업이익	19.2	41.7	40.8	48.2	30.5	36.7	45.9	44.2	30.2	136.9	150.0	157.3	169.2
	YoY	-23.5%	60.5%	12.5%	-2.4%	58.5%	-12.1%	12.4%	-8.3%	-0.8%	0.9%	9.6%	4.8%	7.6%
	영업이익률	4.2%	8.4%	8.2%	7.6%	6.3%	7.0%	9.0%	7.0%	5.8%	7.8%	7.2%	7.3%	7.4%
	OP/GP	10.9%	19.5%	19.3%	19.5%	14.4%	15.6%	19.3%	17.4%	13.6%	17.9%	17.7%	16.8%	17.1%
	매출액	949.0	1,048.9	1,110.9	1,259.6	1,154.1	1,164.7	1,124.6	1,326.2	1,187.6	4,792.2	4,368.4	4,769.6	5,059.8
	YoY	-0.9%	-12.0%	-5.7%	-14.0%	21.6%	11.0%	1.2%	5.3%	2.9%	34.9%	-8.8%	9.2%	6.1%
SBS	영업이익	-50.3	-30.4	7.4	58.7	12.3	35.3	15.8	71.2	33.9	137.4	-14.6	134.7	229.8
	YoY	적전	적전	-71.0%	787.6%	흑전	흑전	113.8%	21.3%	175.0%	-53.7%	적전	흑전	70.6%
	영업이익률	-5.3%	-2.9%	0.7%	4.7%	1.1%	3.0%	1.4%	5.4%	2.9%	2.9%	-0.3%	2.8%	4.5%
	매출액	217.5	271.2	238.4	269.7	209.6	275.0	331.3	280.0	217.7	1,173.8	996.8	1,096.0	1,049.0
	YoY	-18.1%	7.5%	-8.2%	-31.9%	-3.7%	1.4%	39.0%	3.8%	3.9%	11.9%	-15.1%	10.0%	-4.3%
	영업이익	-1.8	25.5	15.5	19.1	-12.0	9.6	-25.3	10.5	-5.5	185.6	58.3	-17.2	45.0
스튜디오드래곤	YoY	적전	-49.1%	-59.2%	-51.9%	적지	-62.5%	적전	-45.0%	적지	7.7%	-68.6%	적전	흑전
	영업이익률	-0.8%	9.4%	6.5%	7.1%	-5.7%	3.5%	-7.6%	3.8%	-2.5%	15.8%	5.9%	-1.6%	4.3%
	매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	109.0	148.0	697.9	753.1	535.2	668.8
	YoY	74.4%	3.8%	-5.0%	-15.4%	-9.0%	-16.1%	-58.5%	-32.3%	-22.9%	43.3%	7.9%	-28.9%	25.0%
	영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	4.4	13.2	65.2	55.9	36.7	57.9
	YoY	19.3%	-39.8%	15.4%	적전	-0.4%	-35.7%	적전	흑전	-38.9%	24.0%	-14.3%	-34.3%	57.7%
콘텐츠리중앙	영업이익률	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	11.2%	7.6%	-1.0%	4.0%	8.9%	9.3%	7.4%	6.9%	8.7%
	매출액	187.1	279.4	269.0	257.5	220.9	226.8	228.2	234.4	212.7	852.1	993.0	908.0	1,037.1
	YoY	38.0%	5.1%	31.5%	4.7%	18.1%	-18.8%	-15.2%	-9.0%	-3.7%	25.8%	16.5%	-8.6%	14.2%
	영업이익	-30.2	7.9	6.6	-52.4	-10.0	-6.5	-12.8	-13.1	-11.8	-71.6	-68.1	-40.5	13.8
	YoY	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
	영업이익률	-16.1%	2.8%	2.4%	-20.3%	-4.5%	-2.9%	-5.6%	-5.6%	-5.5%	-8.4%	-6.9%	-4.5%	1.3%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 음영은 컨센서스

- 24년 종가 기준 YTD 수익률 부진. 내수 광고 경기 둔화와 드라마 슬랏 축소에 따른 제작 물량 감소, 주요 업체 실적 부진 영향
- 미디어 업종 PER은 낮아진 주가 레벨과 25년 실적 개선이 전망되며 밸류에이션 매력 상승
 - 25년 예상 실적 기준 PER은 광고 회사 8배, 콘텐츠 플랫폼/제작사는 SBS를 제외하고 과거 평균 대비 낮은 수준에 거래되며 밸류에이션 매력 상승
 - 광고 회사는 국내 KOSPI 평균인 9~10배를 적정 배수로 적용. 내수 광고 경기 부담 요인은 있으나 해외 비중이 높고 6~7%에 달하는 배당수익률 매력적
 - 콘텐츠 플랫폼/제작사는 주요 기업들이 순차적으로 실적 턴어라운드를 시험하며 시간이 지날수록 밸류에이션 부담을 완화해나갈 것
- 25년 미디어 업종 최선호주: 스튜디오드래곤(매수, 6만원/유지), SBS(매수, 3만원/상향)
 - 스튜디오드래곤은 25년 제작 편수 증가와 텐트폴 증가, 제작비용 통제로 외형 성장 및 수익성 개선 전망. 시장 재편 최대 수혜 전망
 - SBS는 24년 올림픽 관련 제작비 부담 기저효과와 넷플릭스와 전략적 파트너십을 체결하며 지상파 방송사에서 K-콘텐츠 공급자로 변신. 밸류에이션 리레이팅



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

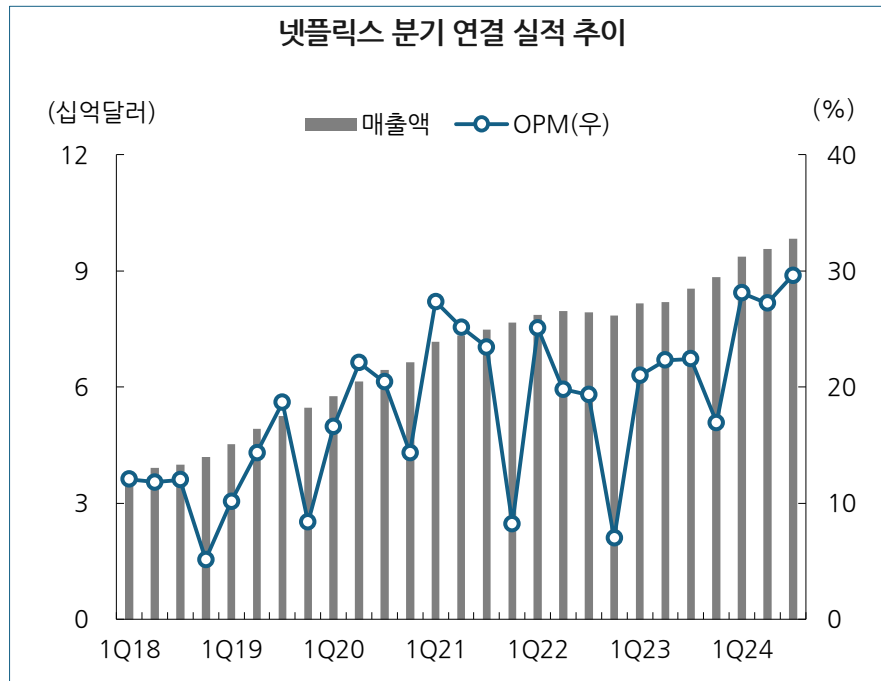


자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

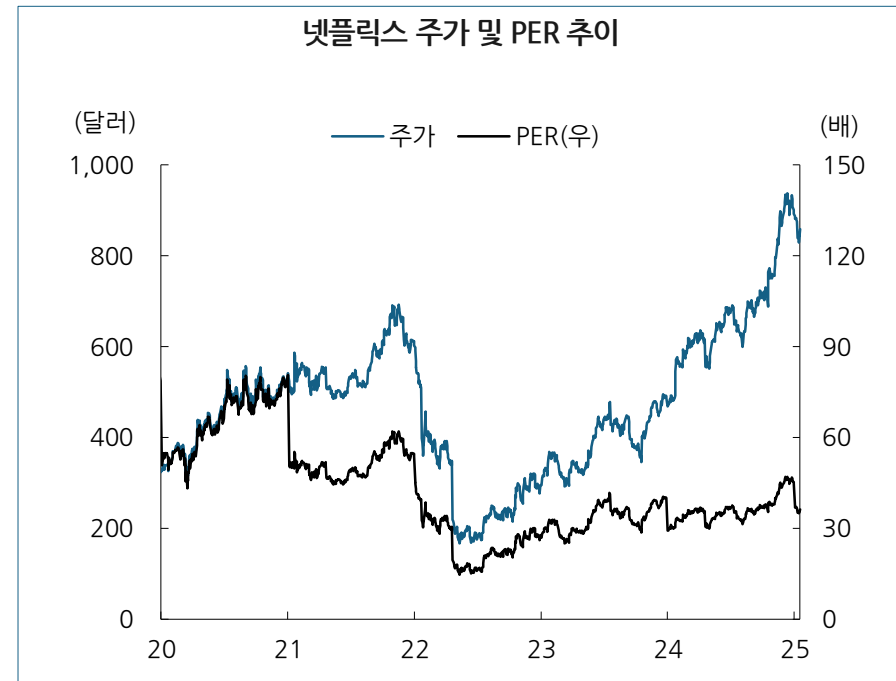
부록. 글로벌 기업 실적 (1) Netflix

미디어 2025년 전망

- 넷플릭스는 수익화 작업을 통해 수익성 개선 중. 3Q24 연결 매출액 98.2억 달러(+15% YoY), 영업이익 29억 달러(+52% YoY, OPM 29.6%) 기록
 - 당분기 가입자 순증은 +507만 명 QoQ으로 예상치를 상회해 총 가입자 수는 2.8억 명(+14.4% YoY)을 달성
 - 지역별 순증은 UCAN +69만 명, EMEA +217만 명, LATAM -6.8만 명, APAC +228만 명을 기록. 콘텐츠 경쟁력과 계정 공유 유료화 효과로 가입자 순증
 - 넷플릭스는 계정공유 유료화, 광고 요금제 출시 등을 통해 수익화 작업에 힘쓰며 영업이익률 개선 중. OPM은 22년 17.8%→23년 20.6%→24년 27%로 상승
- 3분기 지역별 고른 실적 성장 중에서도 APAC의 가입자 순증과 매출 성장률이 가장 높았음
 - 넷플릭스는 APAC 지역에서 일본, 한국, 태국, 인도에서 강력한 로컬 콘텐츠 제작을 통해 전 지역 고른 매출 성장이 나타나고 있다고 밝힘
 - 3분기 한국 콘텐츠 중예선 영화 <무도실무관>, 예능 <흑백요리사> 등이 높은 시청 성과를 보였다고 언급. 4분기 방영할 <오징어게임2>에 대한 기대감도 밝혔음



자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

부록. 글로벌 기업 실적 (1) Netflix

미디어 2025년 전망

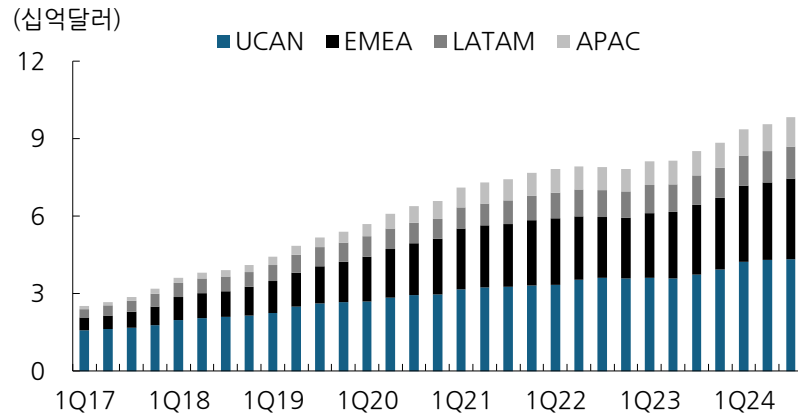
(백만달러, 천명)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
매출액	8,161.5	8,187.3	8,541.7	8,832.8	9,370.4	9,559.3	9,824.7	10,128.0	29,661.1	31,615.6	33,723.3	38,882.5
YoY	3.7%	2.7%	7.8%	12.5%	14.8%	16.8%	15.0%	14.7%	18.7%	6.6%	6.7%	15.3%
Key Factor												
기말 가입자수	232,498	238,390	247,153	260,276	269,602	277,647	282,720		221,844	230,747	260,276	
YoY	4.9%	8.0%	10.8%	12.8%	16.0%	16.5%	14.4%		8.9%	4.0%	12.8%	
가입자 순증	1,751	5,892	8,763	13,123	9,326	8,045	5,073		18,181	8,903	29,529	
ARM(달러/월)	11.7	11.4	11.5	11.3	11.6	11.5	11.6		11.1	11.4	10.8	
YoY	-1.1%	-4.9%	-2.7%	-0.3%	-1.0%	0.2%	0.6%		8.9%	2.5%	-5.4%	
지역별 매출												
1. UCAN	3,608.6	3,599.4	3,735.1	3,930.6	4,224.3	4,295.6	4,322.5		12,972.1	14,084.6	14,873.8	
YoY	7.7%	1.7%	3.7%	9.3%	17.1%	19.3%	15.7%		13.2%	8.6%	5.6%	
기말가입자수	74,398	75,571	77,321	80,128	82,658	84,109	84,803		75,215	74,296	80,128	
가입자 순증	102	1,173	1,750	2,807	2,530	1,451	694		1,279	-919	5,832	
ARM(달러/월)	16.2	16.0	16.3	16.6	17.3	17.2	17.1		14.6	15.9	16.3	
2. EMEA	2,517.6	2,562.2	2,693.1	2,783.5	2,958.2	3,007.8	3,133.5		9,699.8	9,745.0	10,556.5	
YoY	-1.7%	4.3%	13.4%	18.4%	17.5%	17.4%	16.3%		24.8%	0.5%	8.3%	
기말가입자수	77,373	79,807	83,760	88,813	91,729	93,964	96,131		74,036	76,729	88,813	
가입자 순증	644	2,434	3,953	5,053	2,916	2,235	2,167		7,338	2,693	12,084	
ARM(달러/월)	10.9	10.9	11.0	10.8	10.9	10.8	11.0		11.6	11.0	10.9	
3. LATAM	1,070.2	1,077.4	1,142.8	1,156.0	1,165.0	1,204.1	1,240.9		3,577.0	4,070.0	4,446.5	
YoY	7.1%	4.6%	11.6%	13.7%	8.9%	11.8%	8.6%		13.3%	13.8%	9.3%	
기말가입자수	41,249	42,466	43,645	45,997	47,720	49,250	49,182		39,961	41,699	45,997	
가입자 순증	-450	1,217	1,179	2,352	1,723	1,530	-68		2,424	1,738	4,298	
ARM(달러/월)	8.6	8.6	8.9	8.6	8.3	8.3	8.4		7.7	8.5	8.7	
4. APAC	933.5	919.3	948.2	962.7	1,022.9	1,051.8	1,127.9		3,266.6	3,570.2	3,763.7	
YoY	1.8%	1.3%	6.7%	12.4%	9.6%	14.4%	18.9%		37.7%	9.3%	5.4%	
기말가입자수	39,478	40,546	42,427	45,338	47,495	50,324	52,604		32,632	38,023	45,338	
가입자 순증	1,455	1,068	1,881	2,911	2,157	2,829	2,280		7,140	5,391	7,315	
ARM(달러/월)	8.0	7.7	7.6	7.3	7.4	7.2	7.3		9.6	8.5	7.6	
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0	100.0	100.0	
1. UCAN	44.2	44.0	43.7	44.5	45.1	44.9	44.0		43.7	44.5	44.1	
2. EMEA	30.8	31.3	31.5	31.5	31.6	31.5	31.9		32.7	30.8	31.3	
3. LATAM	13.1	13.2	13.4	13.1	12.4	12.6	12.6		12.1	12.9	13.2	
4. APAC	11.4	11.2	11.1	10.9	10.9	11.0	11.5		11.0	11.3	11.2	
매출총이익	3,357.9	3,513.8	3,610.9	3,525.3	4,393.4	4,385.2	4,704.8		12,365.2	12,447.3	14,007.9	
YoY	-6.3%	7.1%	15.1%	44.0%	30.8%	24.8%	30.3%		27.2%	0.7%	12.5%	
매출총이익률	41.1%	42.9%	42.3%	39.9%	46.9%	45.9%	47.9%		41.6%	39.4%	41.5%	
영업이익	1,714.3	1,827.2	1,916.4	1,496.1	2,632.5	2,602.8	2,909.5	2,190.0	6,194.5	5,632.8	6,954.0	10,334.8
YoY	-13.1%	15.8%	25.0%	172.1%	53.6%	42.5%	51.8%	46.4%	35.1%	-9.1%	23.5%	48.6%
영업이익률	21.0%	22.3%	22.4%	16.9%	28.1%	27.2%	29.6%	21.6%	20.9%	17.8%	20.6%	26.6%
순이익	1,305.1	1,487.6	1,677.4	937.8	2,332.2	2,147.3	2,363.5	1,847.0	5,116.2	4,491.9	5,408.0	8,690.0
YoY	-18.3%	3.2%	20.0%	1596.4%	78.7%	44.3%	40.9%	96.9%	85.3%	-12.2%	20.4%	60.7%
순이익률	16.0%	18.2%	19.6%	10.6%	24.9%	22.5%	24.1%	18.2%	17.2%	14.2%	16.0%	22.3%

자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

부록. 글로벌 기업 실적 (1) Netflix

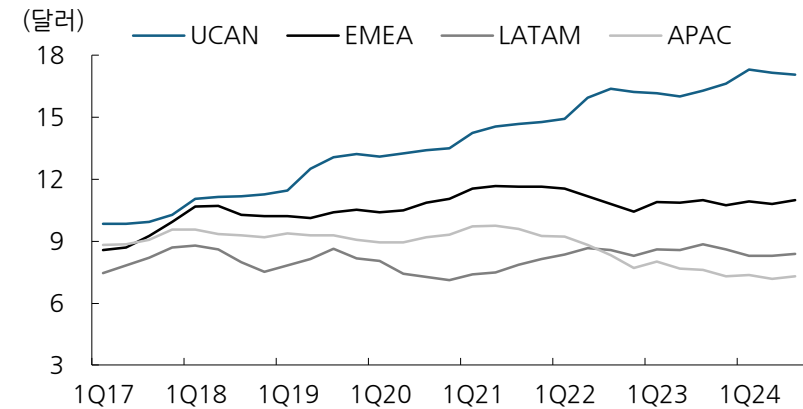
미디어 2025년 전망

넷플릭스 지역별 매출액 추이



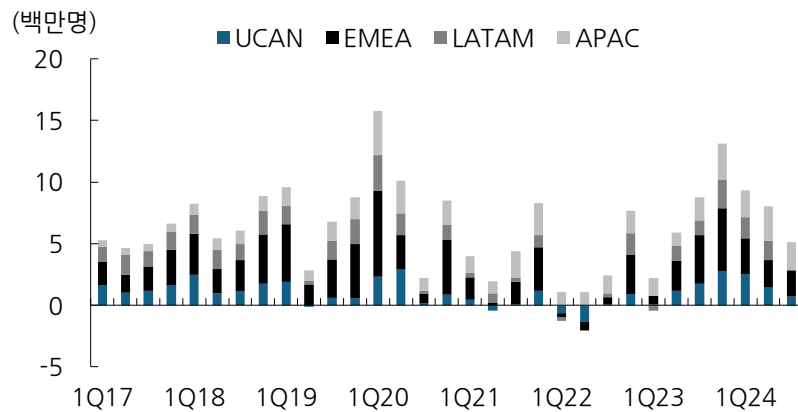
자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

넷플릭스 지역별 ARM 추이



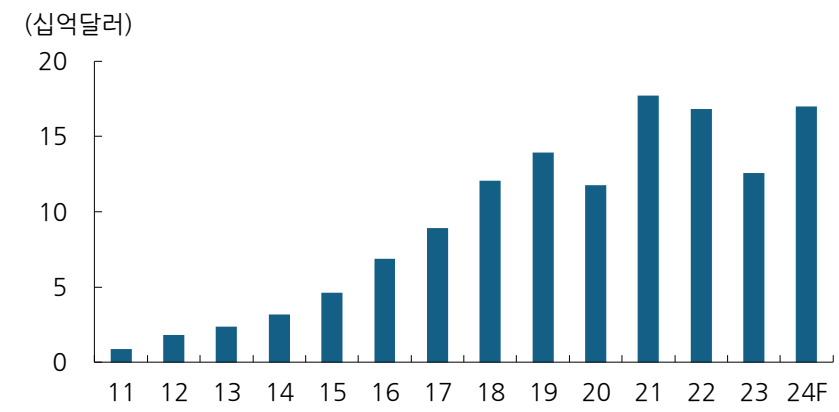
자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

넷플릭스 지역별 가입자 수 순증 추이



자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

넷플릭스의 콘텐츠 투자 금액 추이 및 전망

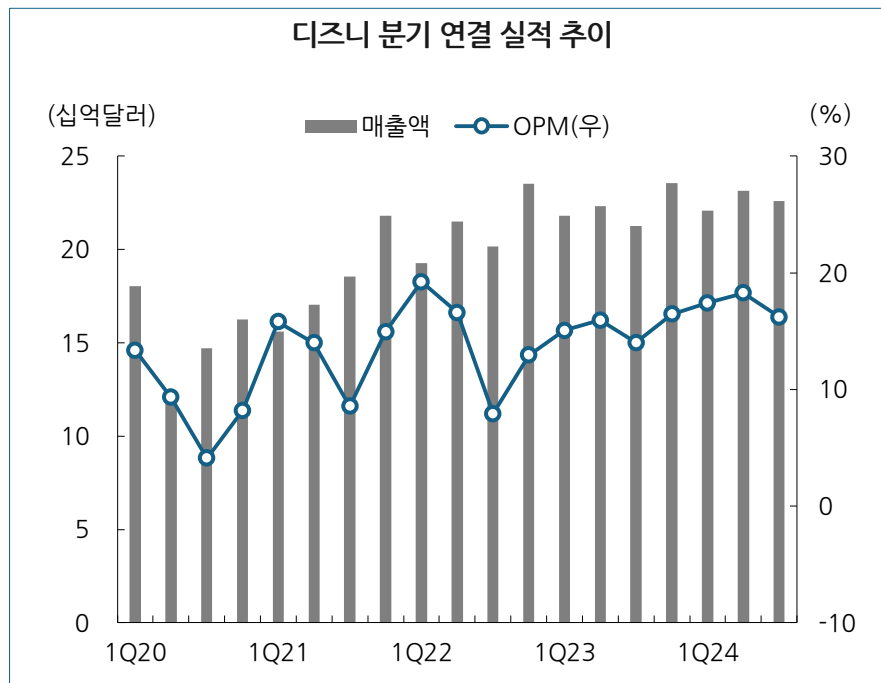


자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

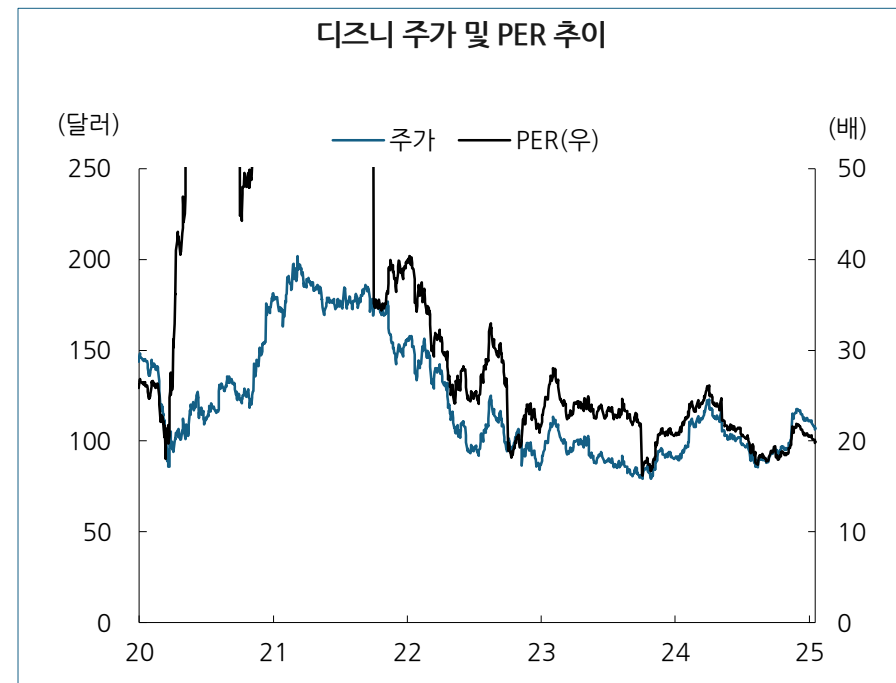
부록. 글로벌 기업 실적 (2) Disney

미디어 2025년 전망

- 최근 디즈니 역시 수익성 개선이 두드러짐. CY기준 3Q24 연결 매출액 225억 달러(+6% YoY), 영업이익 36억 달러(+23% YoY, OPM 16.2%) 기록
 - 특히 DTC(Direct-to-Consumer)의 흑자전환이 전체 실적 개선을 견인함. DTC의 영업이익은 23년 3분기 누적 -15억 달러 → 24년 3분기 누적 2.8억 달러
 - 콘텐츠 제작 측면에서 EMEA, APAC 지역에 대해 일부 선택적 투자가 필요하며 적절한 수익성을 감안해 콘텐츠 투자를 확대할 것. 해외 시장 중요한 기회
- 25년 DTC 부문 마진 목표를 두 자릿수로 제시. 3Q24는 4%대까지 상승함. 마진 개선은 구독자 증가 및 가격 인상 효과, 광고 수익화 등에 기인
 - 특히 DTC(Direct-to-Consumer)의 흑자전환이 전체 실적 개선을 견인함. DTC의 영업이익은 23년 3분기 누적 -15억 달러 → 24년 3분기 누적 2.8억 달러
 - 3Q24기준 디즈니+의 가입자는 국내(북미) 5,600만 명, 해외(Hotstar 제외) 6,670만 명으로 합산 1.2억 명. 전분기 대비 440만 명 증가함
 - Disney+ Hotstar는 3,590만 명, Hulu는 5,200만 명을 기록함. ESPN은 디즈니+에 추가되며 광고 수익성 강화에 기여할 것
 - 최근 가격 인상은 광고 요금제 전환으로 이어지고 있어 광고 수익과 ARPU 증가 중



자료: Disney, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

부록. 글로벌 기업 실적 (2) Disney

미디어 2025년 전망

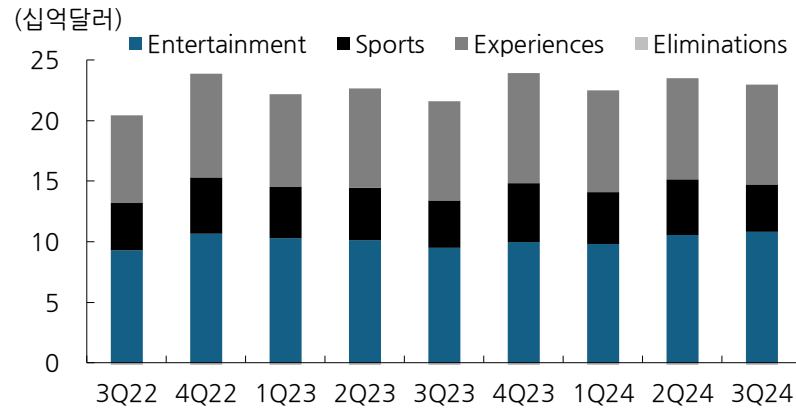
(백만달러) / CY기준	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	2021	2022	2023
매출액	21,815	22,330	21,241	23,549	22,083	23,155	22,574	72,988	84,415	88,935
YoY	13.3%	3.8%	5.4%	0.2%	1.2%	3.7%	6.3%	20.1%	15.7%	5.4%
1. Entertainment	10,309	10,127	9,524	9,981	9,796	10,580	10,829			39,941
YoY			2.5%	-6.5%	-5.0%	4.5%	13.7%			
1-1. Linear Networks	2,999	2,872	2,628	2,803	2,765	2,663	2,461			11,302
1) Domestic Channels	2,440	2,302	2,099	2,210	2,269	2,145	1,997			9,051
2) International Channels	559	570	529	593	496	518	464			2,251
1-2. Direct-to-Consumer	4,983	5,045	5,036	5,546	5,642	5,805	5,783			20,610
1-3. Content Sales/Licensing	2,327	2,210	1,860	1,632	1,398	2,112	2,585			8,029
2. Sports	4,226	4,335	3,910	4,835	4,312	4,558	3,914			17,306
YoY			0.3%	4.2%	2.0%	5.1%	0.1%			
2-1. ESPN	4,099	4,058	3,818	4,436	4,207	4,279	3,856			16,411
1) Domestic	3,733	3,708	3,455	4,073	3,866	3,908	3,492			14,969
2) International	366	350	363	363	341	371	364			1,442
2-2. Star(India)	127	277	92	399	105	279	58			895
3. Experiences	7,646	8,198	8,160	9,132	8,393	8,386	8,240			33,136
YoY			12.5%	6.9%	9.8%	2.3%	1.0%			
3-1. Parks & Experiences	6,756	7,181	7,049	7,773	7,480	7,422	7,104			28,759
1) Domestic	5,572	5,649	5,384	6,297	5,958	5,820	5,521			22,902
2) International	1,184	1,532	1,665	1,476	1,522	1,602	1,583			5,857
3-2. Consumer Products	890	1,017	1,111	1,359	913	964	1,136			4,377
4. Eliminations	-366	-330	-353	-399	-418	-369	-409			-1,448
영업이익	3,285	3,559	2,976	3,876	3,845	4,225	3,655	9,692	11,906	13,696
YoY	-11.2%	-0.2%	86.3%	27.4%	17.0%	18.7%	22.8%	78.0%	22.8%	15.0%
영업이익률	15.1%	15.9%	14.0%	16.5%	17.4%	18.2%	16.2%	13.3%	14.1%	15.4%
1. Entertainment	455	408	236	874	781	1,201	1,067			1,973
YoY			흑전	153.3%	71.6%	194.4%	352.1%			
영업이익률	4.4%	4.0%	2.5%	8.8%	8.0%	11.4%	9.9%			4.9%
1-1. Linear Networks	959	1,025	805	1,236	752	966	498			4,025
1) Domestic Channels	635	692	529	838	520	682	347			2,694
2) International Channels	165	157	114	225	92	157	52			661
3) Others	159	176	162	173	140	127	99			670
1-2. Direct-to-Consumer	-587	-505	-420	-138	47	-19	253			-1,650
1-3. Content Sales/Licensing	83	-112	-149	-224	-18	254	316			-402
2. Sports	794	854	981	-103	778	802	929			2,526
YoY			13.7%	적지	-2.0%	-6.1%	-5.3%			
영업이익률	18.8%	19.7%	25.1%	-2.1%	18.0%	17.6%	23.7%			14.6%
3. Experiences	2,036	2,297	1,759	3,105	2,286	2,222	1,659			9,197
YoY			31.1%	8.5%	12.3%	-3.3%	-5.7%			
영업이익률	26.6%	28.0%	21.6%	34.0%	27.2%	26.5%	20.1%			27.8%
4. Eliminations	1,488	-153	694	2,151	216	2,842	564			4,180
순이익	1,271	-460	264	1,911	-20	2,621	460	3,147	3,320	2,986
YoY	170.4%	적전	63.0%	49.4%	적전	흑전	74.2%	흑전	5.5%	-10.1%
순이익률	5.8%	-2.1%	1.2%	8.1%	-0.1%	11.3%	2.0%	4.3%	3.9%	3.4%

자료: Disney, DS투자증권 리서치센터

부록. 글로벌 기업 실적 (2) Disney

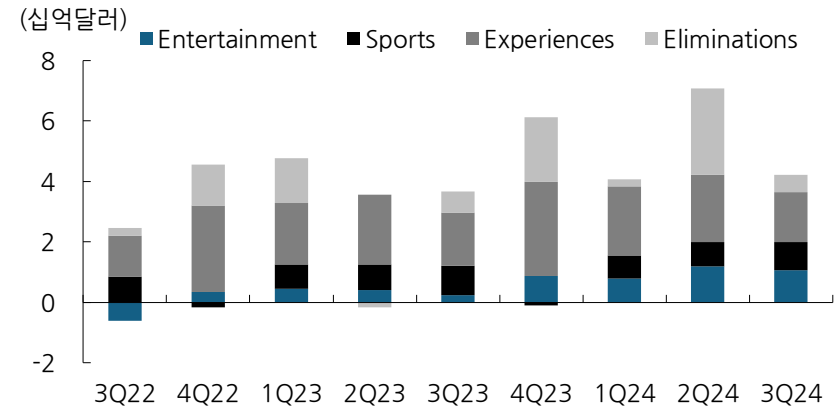
미디어 2025년 전망

디즈니 사업부별 매출액 추이



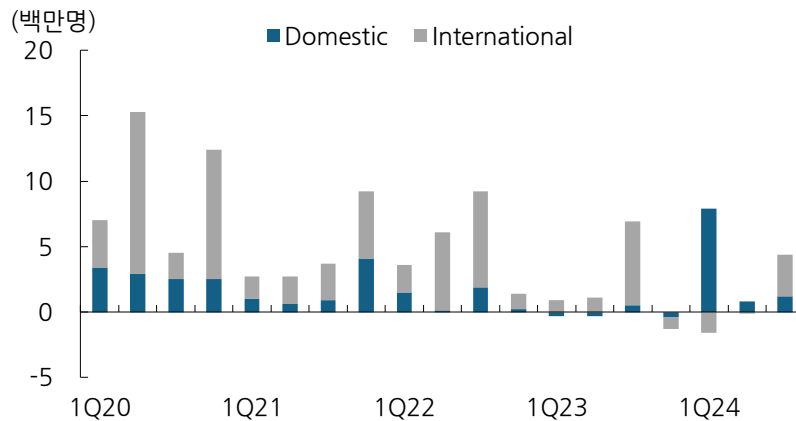
자료: Disney, DS투자증권 리서치센터

디즈니 사업부별 영업이익 추이



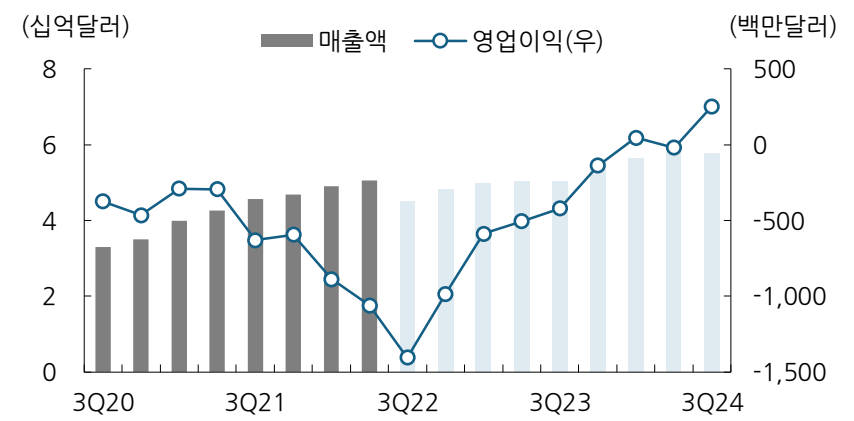
자료: Disney, DS투자증권 리서치센터

디즈니+ 가입자 수 순증 추이(Hotstar제외)



자료: Disney, DS투자증권 리서치센터

Direct-to-Consumer (디즈니+) 실적 추이



자료: Disney, DS투자증권 리서치센터
주: 3Q22이후 사업부 변경. ESPN이 스포츠 사업부로 구분

기업분석

[음식료] 삼양식품, 오리온, 빙그레, 교촌에프앤비

[미디어] 스튜디오드래곤, SBS



삼양식품 [003230] _ K-라면 대표주자, CAPA 확대의 자신감

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

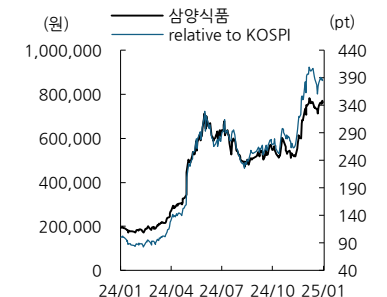
매수(유지)

목표주가(상향)	1,000,000원
현재주가(01/20)	737,000원
상승여력	35.7%

Stock Data	
KOSPI	2,520.1pt
시가총액(보통주)	5,552십억원
발행주식수	7,533천주
액면가	5,000원
자본금	38십억원
60일 평균거래량	81천주
60일 평균거래대금	51,918백만원
외국인 지분율	14.1%
52주 최고가	800,000원
52주 최저가	169,400원
주요주주	
삼양라운드스퀘어(외 7인)	45.0%
국민연금공단(외 1인)	8.4%

주가추이 및 상대강도		
(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.5	-6.3
3M	34.7	37.6
6M	15.9	25.7

주가차트



■ [업데이트] 4Q24Pre: 예상대비 높은 수출 성장과 달러 가치 상승 효과로 높은 매출 성장 및 수익성 개선 전망

- 4Q24 연결 매출액 4,741억원(+45% YoY), 영업이익 890억원(+146% YoY, OPM 18.8%)으로 시장기대치(OP 867억원) 상회 전망
- 4분기 삼양식품으로 추정되는 라면 수출 금액은 2.2억 달러(+39% YoY)로 미국을 비롯해 중국, 동남아 등으로 수출 증가한 것으로 파악
- 수출 실적 성장과 원/달러 상승(4Q24 평균 1396.8원 +5.8% YoY)으로 매출 성장 기대되나 해외 광고 판촉비용 증가로 수익성 둔화 전망
- 24년 연간 연결 실적은 매출액 1.7조원(+44% YoY), 영업이익 3,459억원(+134.5% YoY, OPM 20.1%) 전망

■ [투자포인트] 25년 CAPA 확대와 지역 확대를 통한 외형 및 이익 성장 전망

- 25년 연간 연결 실적은 매출액 2.06조원(+20% YoY), 영업이익 4,275억원(+24% YoY, OPM 20.7%) 전망
- 1) CAPA 확대: 밀양2공장 예상 CAPA는 7억개/年由 24년 총 CAPA 18억개/年由 대비 38% 증가. 5월 완공 후 6~7월 본격 가동
- 2) 국가 확대: 견조한 중국과 동남아 수출에 더해 미국 유통 채널 입점 확대와 유럽 판매법인 설립(네덜란드)을 통한 수출 실적 성장 전망.
- 3) 소스 확대: 소스 매출은 3Q24 누적 310억원(+12% YoY), 이중 수출은 186억원(+59% YoY)으로 해외 실적 성장 이어갈 것

■ [밸류에이션] 투자의견 매수, 목표주가 85만원→100만원으로 18% 상향. 업종 최선호주 의견 유지

- 목표주가 상향은 25년 실적 상향(+8%)과 목표배수를 기존 PER 20배 → 22배로 10% 상향 적용한 데 기인
- 글로벌 피어 대비 높은 성장률과 예상대비 높은 수출 실적 성장을 감안해 프리미엄 확대 적용. 해외 비중 상승에 따른 이익 레버리지 긍정적
- 27년 1분기 중국 공장 CAPA 추가로 30~40% CAPA 추가 확대 전망. 24~27년 매출액과 EPS CAGR 각각 20%, 22% 전망

Financial Data

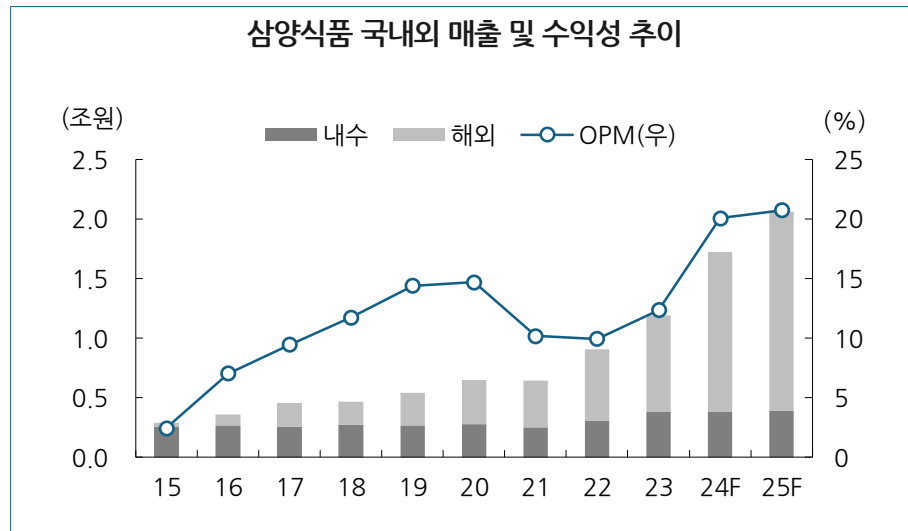
(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,723	2,061	2,516
영업이익	90	148	346	427	535
영업이익률(%)	9.9	12.4	20.1	20.7	21.3
세전이익	102	156	351	435	543
지배주주지분순이익	80	126	267	331	413
EPS(원)	10,593	16,761	35,463	43,933	54,783
증감률(%)	41.6	58.2	111.6	23.9	24.7
ROE(%)	18.9	24.8	38.7	34.2	31.4
PER(배)	12.0	12.9	20.8	16.8	13.5
PBR(배)	2.1	2.9	6.8	5.0	3.7
EV/EBITDA(배)	9.8	9.2	14.4	11.2	8.6

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

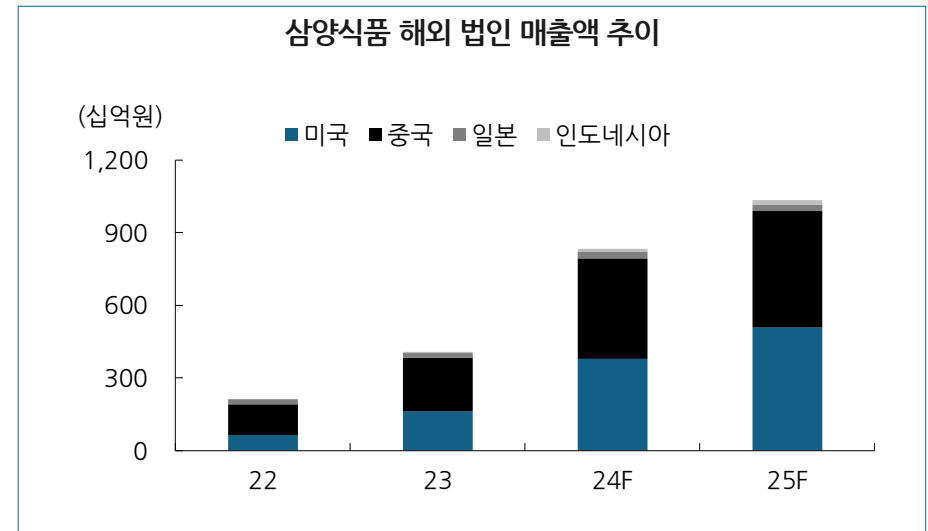
삼양식품 [003230] _ K-라면 대표주자, CAPA 확대의 자신감

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	385.7	424.4	439.0	474.1	450.2	490.9	537.2	582.5	642.0	909.0	1,192.9	1,723.3	2,060.8
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	45.1%	16.7%	15.7%	22.4%	22.9%	-1.0%	41.6%	31.2%	44.5%	19.6%
1. 해외	289.0	332.1	340.9	379.5	351.5	396.6	435.7	485.0	388.6	605.7	809.3	1,341.5	1,668.7
YoY	83.0%	74.9%	42.2%	71.2%	21.6%	19.4%	27.8%	27.8%	4.9%	55.9%	33.6%	65.8%	24.4%
2. 내수	96.8	92.3	98.1	94.6	98.7	94.4	101.5	97.5	253.4	303.3	383.6	381.8	392.1
YoY	10.4%	-3.3%	2.8%	-9.9%	1.9%	2.2%	3.5%	3.1%	-8.9%	19.7%	26.5%	-0.5%	2.7%
영업이익	80.1	89.5	87.3	89.0	95.3	103.1	115.5	113.5	65.4	90.4	147.5	345.9	427.5
YoY	235.8%	103.1%	101.0%	146.0%	19.0%	15.3%	32.3%	27.6%	-31.4%	38.3%	63.2%	134.5%	23.6%
영업이익률	20.8%	21.1%	19.9%	18.8%	21.2%	21.0%	21.5%	19.5%	10.2%	9.9%	12.4%	20.1%	20.7%
순이익	66.5	70.3	58.7	71.2	74.0	79.9	89.3	87.8	56.7	80.3	126.6	266.8	331.0
YoY	194.5%	101.9%	55.4%	127.1%	11.3%	13.6%	52.1%	23.2%	-16.6%	41.7%	57.7%	110.8%	24.0%
순이익률	17.2%	16.6%	13.4%	15.0%	16.4%	16.3%	16.6%	15.1%	8.8%	8.8%	10.6%	15.5%	16.1%

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터



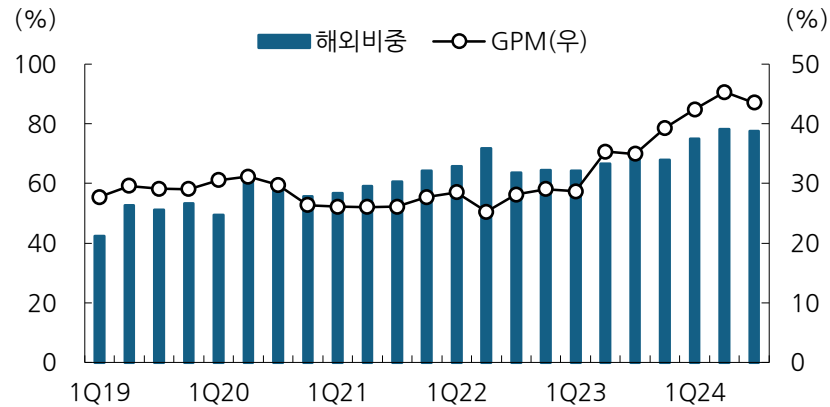
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

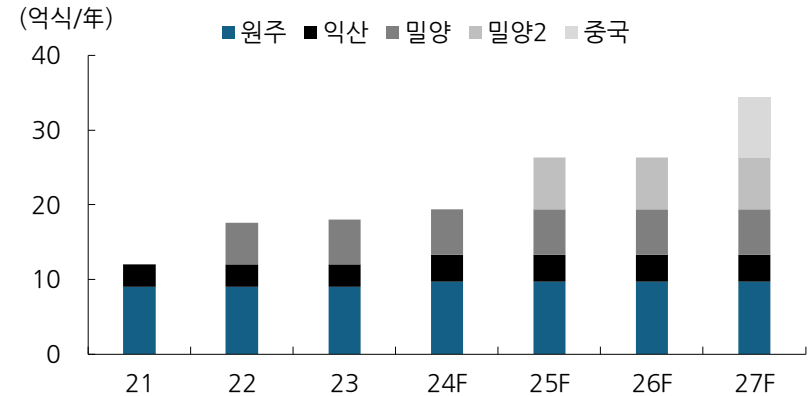
삼양식품 [003230] _ K-라면 대표주자, CAPA 확대의 자신감

삼양식품 해외 매출 비중과 GPM 추이



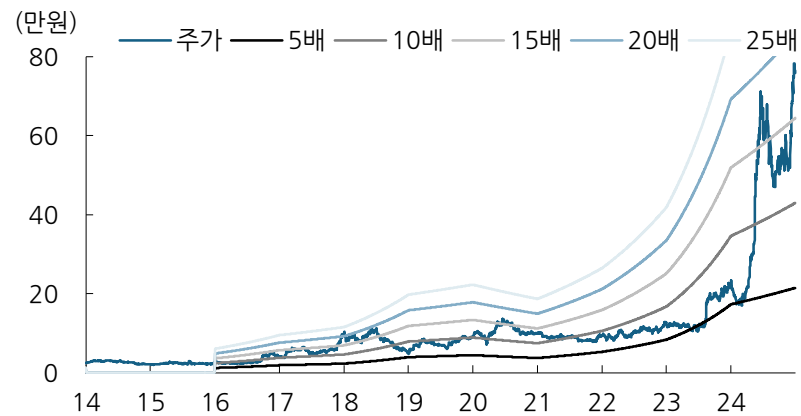
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 CAPA 확대 추이 및 전망



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 목표주가 산출

구분	단위	
25F EPS	원	43,933
24F EPS	원	35,463
25F EPS	원	43,933
Target PER	배	22.0
음식료 평균 Target PER	배	12.2
글로벌 라면 Peer PER	배	20.0
목표주가	원	1,000,000
현재주가	원	737,000
Upside	%	35.7%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

삼양식품 [003230] _ K-라면 대표주자, CAPA 확대의 자신감

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	354	497	630	894	1,207
현금 및 현금성자산	97	219	259	449	695
매출채권 및 기타채권	86	81	127	156	183
재고자산	110	142	186	229	268
기타	61	55	57	60	62
비유동자산	571	672	811	901	1,015
관계기업투자등	12	10	10	11	11
유형자산	475	543	679	763	871
무형자산	54	55	56	58	61
자산총계	925	1,169	1,441	1,794	2,223
유동부채	225	402	423	469	512
매입채무 및 기타채무	141	175	194	238	279
단기금융부채	52	176	176	176	176
기타유동부채	32	51	53	55	58
비유동부채	245	192	192	193	194
장기금융부채	231	169	169	169	169
기타비유동부채	14	23	24	25	26
부채총계	470	594	615	662	706
자배주주지분	453	565	814	1,120	1,504
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	770	1,076	1,460
비자배주주지분(연결)	2	12	12	12	12
자본총계	455	577	826	1,132	1,516

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	196	226	346	437
당기순이익(손실)	0	127	267	331	413
비현금수익비용가감	27	70	30	41	48
유형자산감가상각비	25	40	40	56	63
무형자산상각비	0	0	3	2	2
기타현금수익비용	-3	15	-48	-52	-52
영업활동 자산부채변동	-63	0	-70	-27	-24
매출채권 감소(증가)	-25	0	-46	-29	-27
재고자산 감소(증가)	-64	-39	-44	-43	-39
매입채무 증가(감소)	15	21	18	44	41
기타자산, 부채변동	10	18	1	1	1
투자활동 현금	-100	-66	-166	-131	-163
유형자산처분(취득)	-87	-43	-176	-140	-171
무형자산 감소(증가)	8	-3	-4	-4	-5
투자자산 감소(증가)	10	14	16	16	16
기타투자활동	-30	-33	-3	-3	-3
재무활동 현금	37	-8	-20	-25	-29
차입금의 증가(감소)	68	4	0	0	0
자본의 증가(감소)	-20	-12	-20	-25	-29
배당금의 지급	14	12	20	25	29
기타재무활동	-10	0	0	0	0
현금의 증가	-18	122	40	190	245
기초현금	114	97	219	259	449
기말현금	97	219	259	449	695
NOPLAT	71	119	263	325	407
FCF	-136	130	60	215	274

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

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,723	2,061	2,516
매출원가	658	776	981	1,196	1,465
매출총이익	251	417	743	864	1,051
판매비 및 관리비	161	269	397	437	516
영업이익	90	148	346	427	535
(EBITDA)	115	188	389	485	600
금융손익	-3	-5	-45	-44	-44
이자비용	5	12	46	46	46
관계기업등 투자손익	2	6	18	18	18
기타영업외손익	12	8	32	35	35
세전계속사업이익	102	156	351	435	543
계속사업법인세비용	22	30	84	105	130
계속사업이익	80	127	267	331	413
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	80	127	267	331	413
지배주주	80	126	267	331	413
총포괄이익	80	127	267	331	413
매출총이익률 (%)	27.6	34.9	43.1	41.9	41.8
영업이익률 (%)	9.9	12.4	20.1	20.7	21.3
EBITDA마진률 (%)	12.7	15.7	22.6	23.6	23.8
당기순이익률 (%)	8.8	10.6	15.5	16.1	16.4
ROA (%)	9.5	12.1	20.5	20.5	20.5
ROE (%)	18.9	24.8	38.7	34.2	31.4
ROIC (%)	13.2	18.6	34.0	34.8	38.4

주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	12.0	12.9	20.8	16.8	13.5
P/B	2.1	2.9	6.8	5.0	3.7
P/S	1.1	1.4	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	9.8	9.2	14.4	11.2	8.6
P/CF	35.4	8.3	18.7	14.9	12.0
배당수익률 (%)	1.1	1.0	0.4	0.5	0.6
성장성 (%)					
매출액	41.6	31.2	44.5	19.6	22.1
영업이익	38.3	63.2	134.5	23.6	25.2
세전이익	41.4	53.3	124.5	24.1	24.7
당기순이익	41.7	57.7	110.8	24.0	24.7
EPS	41.6	58.2	111.6	23.9	24.7
안정성 (%)					
부채비율	103.4	102.9	74.4	58.5	46.6
유동비율	157.1	123.7	149.0	190.6	235.8
순차입금/자기자본(x)	37.8	17.8	7.4	-11.5	-24.8
영업이익/금융비용(x)	18.9	12.1	7.5	9.3	11.6
총차입금 (십억원)	283	344	344	344	344
순차입금 (십억원)	172	103	61	-130	-376
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	35,463	43,933	54,783
BPS	60,129	74,979	108,068	148,701	199,684
SPS	120,674	158,358	228,762	273,563	334,060
CFPS	3,591	26,034	39,369	49,426	61,213
DPS	1,400	2,100	3,100	3,500	4,200

오리온 [271560] _ K-스낵 대표주자, 포트폴리오 확대

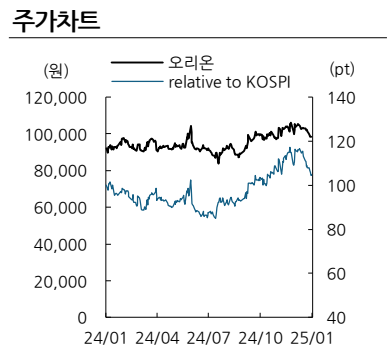
장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.jang@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지) 150,000원
현재주가(01/20) 97,600원
상승여력 53.7%

Stock Data	
KOSPI	2,520.1pt
시가총액(보통주)	3,859십억원
발행주식수	39,536천주
액면가	500원
자본금	20십억원
60일 평균거래량	122천주
60일 평균거래대금	12,391백만원
외국인 지분율	28.2%
52주 최고가	106,700원
52주 최저가	81,800원
주요주주	
오리온홀딩스(외8인)	43.8%
국민연금공단(외1인)	10.5%

주가추이 및 상대강도		
(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-5.7	-10.5
3M	-2.3	0.5
6M	7.3	17.1



- [업데이트] 4Q24Pre: 주요 국가 채널 조정 마무리 및 명절 선물 세트 판매 효과로 매출 성장 및 수익성 개선 전망**
 - 4Q24 연결 매출액 8,462억원(+10% YoY), 영업이익 1,579억원(+13% YoY, OPM 18.7%)으로 시장기대치(OP 1,590억원) 부합 전망
 - 주요 법인(한국, 중국, 베트남, 러시아) 24년 11~12월 합산 매출액 5,535억원(+11% YoY), 영업이익 1,081억원(+12% YoY) 기록
 - 12월도 중국과 베트남 명절 선물세트 판매 호조, 러시아 외형 성장 지속하며 외형 성장 및 수익성 개선 전망
 - 24년 연간 연결 실적은 매출액 3.1조원(+6% YoY), 영업이익 5,418억원(+10% YoY, OPM 17.5%) 전망
- [투자포인트] 25년 중국, 베트남, 러시아 등 주요 해외 법인 및 해외 수출 증가로 외형 및 이익 성장 전망**
 - 25년 연간 연결 실적은 매출액 3.3조원(+6% YoY), 영업이익 5,847억원(+8% YoY, OPM 17.8%) 전망
 - 1) **중국**: 25년은 전년비 설 명절 효과 기저 부담이 있지만 유통 채널 간접화 조정 완료와 성장 채널 특화 제품 출시로 성장세 유지
 - 2) **베트남, 러시아**: 베트남 신제품 확대로 매대 선점과 수출 증가, 러시아 카테고리 확대 및 유통망 확대, CAPA 증설로 전체 외형 성장 견인
 - 3) **인도, 미국 등으로 지역 확대**: 아직 비중은 작지만 인도 파이류 수요 증가, 미국 교북칩 중심 매출 성장 등 지역 다변화
- [밸류에이션] 투자의견 매수, 목표주가 15만원 유지. 높은 밸류에이션 매력과 현금창출 능력 주목**
 - 목표주가는 25년 EPS에 목표배수 15배 적용. 현재 주가는 25년 실적대비 PER 9배로 역사적 저점에 위치
 - 해외 매출 비중이 66%에 달하고 높은 현금 창출 능력을 통한 주주환원, 25년 중국 경기 부양에 대한 기대감도 유효

Financial Data					
(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873	2,912	3,089	3,282	3,467
영업이익	467	492	542	585	619
영업이익률(%)	16.2	16.9	17.5	17.8	17.8
세전이익	487	520	545	597	631
지배주주지분순이익	392	377	395	431	464
EPS(원)	9,926	9,528	9,999	10,898	11,729
증감률(%)	52.3	-4.0	4.9	9.0	7.6
ROE(%)	16.5	13.9	12.9	12.5	12.2
PER(배)	12.9	12.2	9.8	9.0	8.3
PBR(배)	2.0	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	6.7	5.4	3.3	2.7	2.1

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

오리온 [271560] _ K-스낵 대표주자, 포트폴리오 확대

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	748.4	719.3	774.9	846.2	766.3	778.0	839.6	897.9	2,355.5	2,873.2	2,912.4	3,088.8	3,281.8
YoY	12.7%	0.8%	1.1%	10.1%	2.4%	8.2%	8.4%	6.1%	5.6%	22.0%	1.4%	6.1%	6.2%
1. 국내	271.6	277.8	271.1	284.8	277.6	284.4	277.3	292.0	807.4	939.1	1,070.0	1,105.2	1,131.3
YoY	9.5%	1.6%	-0.4%	3.0%	2.2%	2.4%	2.3%	2.5%	5.0%	16.3%	13.9%	3.3%	2.4%
2. 중국	306.4	295.8	322.3	326.5	301.4	326.9	362.7	338.7	1,105.5	1,274.9	1,179.0	1,251.0	1,329.7
YoY	16.0%	-0.5%	-2.2%	13.4%	-1.6%	10.5%	12.6%	3.7%	1.3%	15.3%	-7.5%	6.1%	6.3%
3. 베트남	118.2	98.4	121.7	175.9	129.4	108.8	134.7	194.9	341.4	472.9	475.5	514.2	567.7
YoY	12.2%	2.8%	3.5%	12.1%	9.4%	10.6%	10.7%	10.8%	16.9%	38.5%	0.5%	8.1%	10.4%
4. 러시아	50.5	49.1	61.9	67.1	59.9	59.9	66.9	74.5	117.0	209.8	200.3	228.6	261.1
YoY	4.8%	-4.9%	27.6%	29.0%	18.6%	21.9%	8.1%	11.0%	31.4%	79.4%	-4.5%	14.1%	14.2%
5. 기타/조정	1.6	-1.8	-2.1	-8.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-15.8	-23.5	-12.4	-10.2	-8.0
영업이익	125.1	121.7	137.1	157.9	127.5	136.8	154.4	166.0	372.9	466.7	492.4	541.8	584.7
YoY	26.2%	8.4%	-2.6%	12.5%	1.9%	12.4%	12.6%	5.1%	-0.9%	25.1%	5.5%	10.0%	7.9%
영업이익률	16.7%	16.9%	17.7%	18.7%	16.6%	17.6%	18.4%	18.5%	15.8%	16.2%	16.9%	17.5%	17.8%
1. 국내	43.8	46.9	43.8	46.1	45.5	49.7	45.4	47.3	131.0	140.3	168.8	180.6	187.9
YoY	17.1%	5.6%	2.1%	4.6%	3.9%	5.9%	3.7%	2.5%	14.7%	7.1%	20.3%	7.0%	4.0%
영업이익률	16.1%	16.9%	16.2%	16.2%	16.4%	17.5%	16.4%	16.2%	16.2%	14.9%	15.8%	16.3%	16.6%
2. 중국	54.2	55.9	63.5	66.3	51.2	62.6	74.4	69.4	167.8	211.5	221.0	239.9	257.6
YoY	41.5%	9.3%	-12.7%	12.7%	-5.5%	11.9%	17.1%	4.8%	-8.4%	26.1%	4.4%	8.6%	7.4%
영업이익률	17.7%	18.9%	19.7%	20.3%	17.0%	19.1%	20.5%	20.5%	15.2%	16.6%	18.7%	19.2%	19.4%
3. 베트남	19.4	15.3	23.8	40.5	21.6	18.5	27.6	42.9	64.1	89.8	87.5	99.1	110.6
YoY	18.2%	13.6%	8.5%	13.7%	11.3%	20.5%	15.9%	5.9%	0.8%	40.0%	-2.6%	13.2%	11.6%
영업이익률	16.5%	15.6%	19.6%	23.0%	16.7%	17.0%	20.5%	22.0%	18.8%	19.0%	18.4%	19.3%	19.5%
4. 러시아	7.8	6.7	9.2	12.1	9.3	9.2	10.2	13.4	16.8	34.7	32.1	35.8	42.2
YoY	-5.2%	-13.0%	37.6%	28.4%	18.6%	38.0%	10.9%	11.0%	-0.9%	106.9%	-7.7%	11.7%	17.7%
영업이익률	15.5%	13.6%	14.9%	18.0%	15.5%	15.4%	15.3%	18.0%	14.4%	16.6%	16.0%	15.7%	16.2%
5. 기타/조정	-0.2	-3.1	-3.3	-7.0	-0.2	-3.1	-3.3	-7.0	-6.8	-9.7	-16.9	-13.6	-13.6
순이익	99.8	76.2	102.6	126.2	97.3	100.7	114.9	126.7	263.7	398.3	385.0	404.8	439.6
YoY	28.4%	-8.8%	-6.4%	10.6%	-2.5%	32.2%	11.9%	0.4%	-4.0%	51.1%	-3.3%	5.2%	8.6%
순이익률	13.3%	10.6%	13.2%	14.9%	12.7%	12.9%	13.7%	14.1%	11.2%	13.9%	13.2%	13.1%	13.4%

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

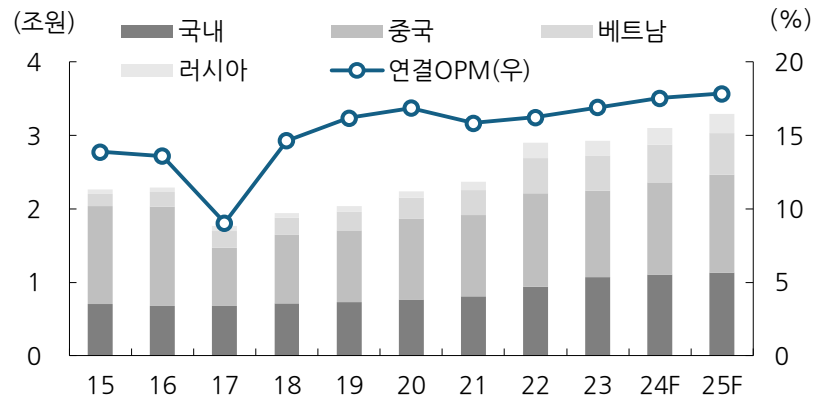
오리온 [271560] _ K-스넥 대표주자, 포트폴리오 확대

당월(십억원)	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12	24/01	24/02	24/03	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11
매출액																
한국(오리온)	91.9	90.6	93.0	92.5	91.1	93.4	86.0	92.2	95.4	96.9	85.4	92.0	90.5	88.5	98.8	93.8
중국(OFC)	113.7	120.9	93.9	88.1	105.7	159.8	56.2	90.4	103.3	99.4	93.1	99.5	109.7	113.1	102.2	106.4
베트남(OFV)	41.8	40.2	40.3	53.1	63.5	54.6	32.8	30.8	29.5	35.0	33.9	39.3	43.0	39.4	45.2	60.1
러시아(OIE)	17.2	17.8	17.9	17.9	16.2	14.6	18.5	17.4	15.6	17.1	16.4	17.6	22.0	22.4	24.0	23.0
합산	264.6	269.5	245.1	251.6	276.5	322.4	193.5	230.8	243.8	248.4	228.8	248.4	265.2	263.4	270.2	283.3
YoY																
한국(오리온)	15.0%	12.8%	13.6%	10.9%	1.3%	15.0%	9.0%	4.8%	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%
중국(OFC)	-0.1%	-3.3%	-9.9%	-13.5%	-35.9%	69.1%	-25.6%	-4.0%	1.3%	-6.1%	4.0%	4.7%	-3.5%	-6.5%	8.8%	20.8%
베트남(OFV)	6.9%	3.6%	-3.8%	-5.3%	-4.1%	16.7%	15.5%	2.3%	2.4%	0.3%	5.9%	10.4%	2.9%	-2.0%	12.2%	13.2%
러시아(OIE)	-19.6%	-22.6%	-26.3%	-26.0%	-19.4%	-4.6%	17.8%	1.2%	1.3%	-12.3%	-1.8%	30.4%	27.9%	25.8%	34.1%	28.5%
합산	4.1%	0.9%	-2.9%	-5.2%	-18.9%	35.6%	-2.5%	0.6%	2.8%	-1.9%	0.5%	6.3%	0.2%	-2.3%	10.2%	12.6%
YoY(현지통화)																
한국(오리온)	15.0%	12.8%	13.6%	10.9%	1.3%	15.0%	9.0%	4.8%	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%
중국(OFC)	6.5%	5.3%	-3.2%	-9.3%	-34.7%	68.0%	-25.1%	-1.6%	2.9%	-5.4%	-0.8%	-1.5%	-7.2%	-9.6%	4.9%	13.0%
베트남(OFV)	9.0%	11.2%	2.3%	-3.4%	-2.6%	14.5%	14.2%	5.2%	5.8%	5.7%	7.9%	10.0%	5.0%	-0.5%	13.8%	10.9%
러시아(OIE)	25.8%	29.1%	21.9%	14.0%	10.9%	14.7%	41.3%	19.0%	12.1%	-1.8%	-2.4%	16.9%	16.1%	18.6%	32.3%	34.1%
합산																
영업이익																
한국(오리온)	14.7	14.3	16.4	15.9	11.8	16.2	12.8	14.9	16.3	17.5	12.9	15.1	15.2	13.4	17.7	16.4
중국(OFC)	28.5	27.3	19.1	17.5	22.2	33.3	3.9	17.0	21.4	19.1	15.5	16.9	21.7	25.0	19.3	21.2
베트남(OFV)	8.2	7.6	8.2	12.5	14.9	10.4	4.5	4.6	3.5	6.4	5.5	7.3	9.0	7.6	9.7	14.9
러시아(OIE)	2.4	2.6	3.3	3.3	2.8	2.2	2.9	2.7	2.2	2.5	2.0	2.3	3.2	4.0	4.6	4.3
합산	53.8	51.8	47.0	49.2	51.7	62.1	24.1	39.2	43.4	45.5	35.9	41.6	49.1	50.0	51.3	56.8
YoY																
한국(오리온)	25.6%	19.2%	13.9%	13.6%	31.1%	25.6%	18.5%	8.0%	9.4%	8.7%	-5.1%	8.6%	3.4%	-6.3%	7.9%	3.1%
중국(OFC)	15.9%	9.6%	0.5%	-16.7%	-17.2%	200%	-66.1%	8.3%	21.6%	-2.1%	9.9%	0.0%	-23.9%	-8.4%	1.0%	21.1%
베트남(OFV)	9.3%	-1.3%	0.0%	-3.1%	2.1%	5.1%	32.4%	48.4%	12.9%	10.3%	17.0%	19.7%	9.8%	0.0%	18.3%	19.2%
러시아(OIE)	-36.8%	-33.3%	-32.7%	-32.7%	3.7%	-12.0%	0.0%	-7%	-12.0%	-19.4%	-4.8%	35.3%	33.3%	53.8%	39.4%	30.3%
합산	13.0%	6.8%	1.1%	-6.8%	-2.6%	70.6%	-15.7%	10.4%	13.9%	2.2%	4.1%	7.8%	-8.7%	-3.5%	9.1%	15.4%
영업이익률																
한국(오리온)	16.0%	15.8%	17.6%	17.2%	13.0%	17.3%	14.9%	16.2%	17.1%	18.1%	15.1%	16.4%	16.8%	15.1%	17.9%	17.5%
중국(OFC)	25.1%	22.6%	20.3%	19.9%	21.0%	20.8%	6.9%	18.8%	20.7%	19.2%	16.6%	17.0%	19.8%	22.1%	18.9%	19.9%
베트남(OFV)	19.6%	18.9%	20.3%	23.5%	23.5%	19.0%	13.7%	14.9%	11.9%	18.3%	16.2%	18.6%	20.9%	19.3%	21.5%	24.8%
러시아(OIE)	14.0%	14.6%	18.4%	18.4%	17.3%	15.1%	15.7%	15.5%	14.1%	14.6%	12.2%	13.1%	14.5%	17.9%	19.2%	18.7%
합산	20.3%	19.2%	19.2%	19.6%	18.7%	19.3%	12.5%	17.0%	17.8%	18.3%	15.7%	16.7%	18.5%	19.0%	19.0%	20.0%

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

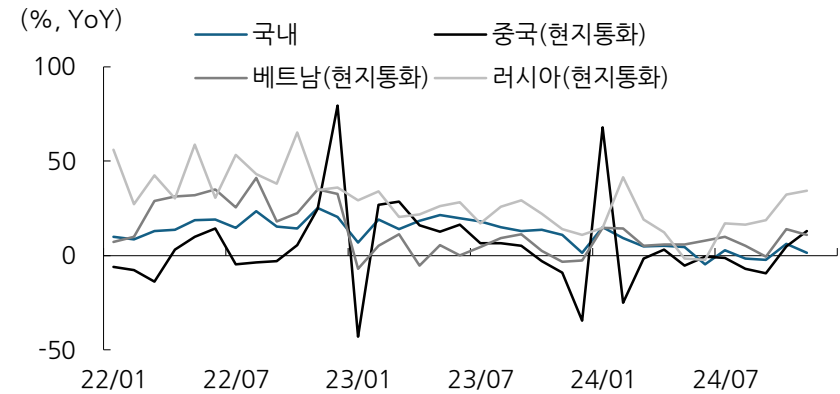
오리온 [271560] _ K-스넥 대표주자, 포트폴리오 확대

오리온 연결 매출 및 수익성 추이



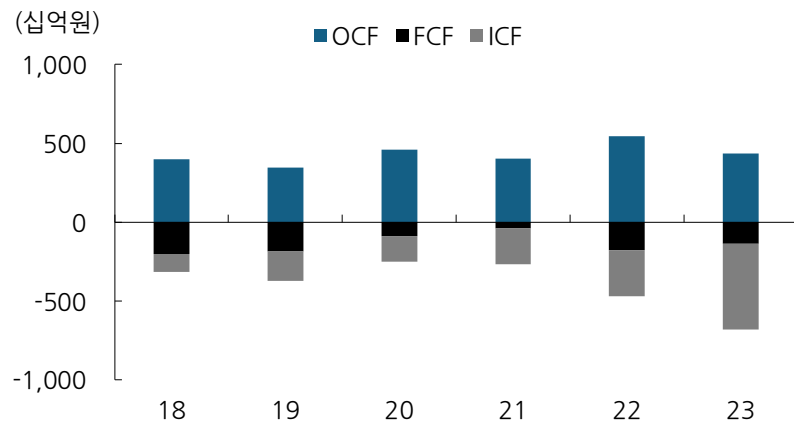
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

주요 법인 월 매출 성장률 추이



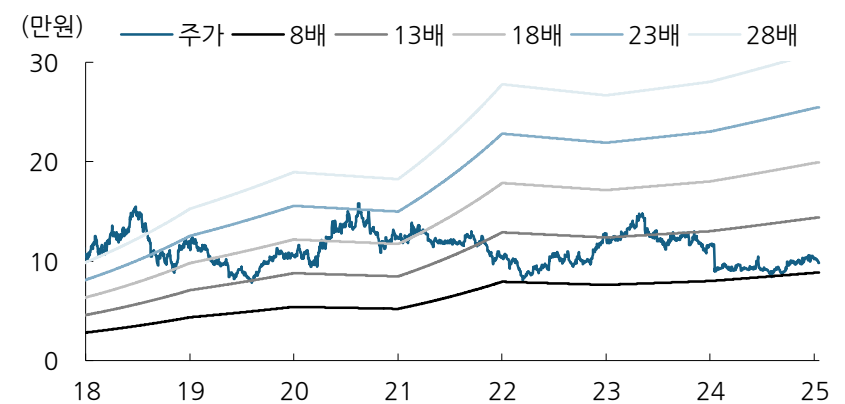
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

오리온 현금 흐름 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

오리온 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

오리온 [271560] _ K-스넥 대표주자, 포트폴리오 확대

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,470	1,628	2,111	2,479	2,862
현금 및 현금성자산	610	366	778	1,082	1,397
매출채권 및 기타채권	224	212	238	252	267
재고자산	235	260	273	290	307
기타	402	790	822	856	890
비유동자산	1,901	1,893	1,865	1,879	1,901
관계기업투자등	53	39	40	42	43
유형자산	1,668	1,658	1,615	1,620	1,633
무형자산	55	54	62	63	65
자산총계	3,372	3,521	3,976	4,358	4,763
유동부채	556	399	440	465	490
매입채무 및 기타채무	361	304	342	363	385
단기금융부채	104	14	14	14	14
기타유동부채	91	80	84	87	91
비유동부채	176	167	173	180	186
장기금융부채	14	14	14	14	14
기타비유동부채	162	153	159	165	172
부채총계	732	566	614	644	676
자배주주지분	2,554	2,862	3,269	3,621	3,994
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	1,218	1,560	1,906	2,258	2,630
비자배주주지분(연결)	85	93	93	93	93
자본총계	2,639	2,955	3,362	3,714	4,087

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	546	451	624	587	621
당기순이익(손실)	398	385	405	440	473
비현금수익비용가감	248	66	217	155	156
유형자산감가상각비	157	154	151	134	135
무형자산상각비	5	3	9	24	24
기타현금수익비용	77	-98	57	-3	-4
영업활동 자산부채변동	16	0	2	-8	-8
매출채권 감소(증가)	-32	9	-25	-15	-15
재고자산 감소(증가)	-30	-30	-13	-17	-17
매입채무 증가(감소)	35	-24	38	21	22
기타자산, 부채변동	43	45	2	2	3
투자활동 현금	-292	-557	-162	-204	-215
유형자산처분(취득)	-75	-166	-107	-139	-147
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-16	-25	-27
투자자산 감소(증가)	-215	-372	-32	-34	-35
기타투자활동	-1	-17	-6	-6	-6
재무활동 현금	-177	-138	-49	-79	-91
차입금의 증가(감소)	-147	-101	0	0	0
자본의 증가(감소)	-30	-38	-49	-79	-91
배당금의 지급	30	38	49	79	91
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	59	-244	412	304	315
기초현금	550	610	366	778	1,082
기말현금	610	366	778	1,082	1,397
NOPLAT	382	365	403	431	464
FCF	370	-106	462	383	406

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

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873	2,912	3,089	3,282	3,467
매출원가	1,782	1,785	1,885	2,002	2,116
매출총이익	1,091	1,127	1,203	1,280	1,351
판매비 및 관리비	625	635	661	695	732
영업이익	467	492	542	585	619
(EBITDA)	628	650	701	743	778
금융손익	23	36	65	68	70
이자비용	4	4	1	1	1
관계기업등 투자손익	1	1	0	0	0
기타영업외손익	-4	-9	-62	-56	-59
세전계속사업이익	487	520	545	597	631
계속사업법인세비용	88	135	140	157	158
계속사업이익	398	385	405	440	473
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	398	385	405	440	473
지배주주	392	377	395	431	464
총포괄이익	398	385	405	440	473
매출총이익률 (%)	38.0	38.7	39.0	39.0	39.0
영업이익률 (%)	16.2	16.9	17.5	17.8	17.8
EBITDA마진률 (%)	21.9	22.3	22.7	22.6	22.4
당기순이익률 (%)	13.9	13.2	13.1	13.4	13.6
ROA (%)	12.1	10.9	10.5	10.3	10.2
ROE (%)	16.5	13.9	12.9	12.5	12.2
ROIC (%)	21.7	20.7	22.4	24.2	25.8

주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	12.9	12.2	9.8	9.0	8.3
P/B	2.0	1.6	1.2	1.1	1.0
P/S	1.8	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.7	5.4	3.3	2.7	2.1
P/CF	7.8	10.2	6.2	6.5	6.1
배당수익률 (%)	0.7	1.1	2.0	2.4	2.6
성장성 (%)					
매출액	22.0	1.4	6.1	6.2	5.6
영업이익	25.1	5.5	10.0	7.9	5.8
세전이익	28.4	6.8	4.7	9.5	5.7
당기순이익	51.1	-3.3	5.2	8.6	7.6
EPS	52.3	-4.0	4.9	9.0	7.6
안정성 (%)					
부채비율	27.8	19.1	18.2	17.3	16.5
유동비율	264.4	408.2	479.3	533.6	584.0
순차입금/자기자본(x)	-33.2	-37.4	-46.0	-50.7	-54.6
영업이익/금융비용(x)	106.2	136.8	838.9	905.2	958.0
총차입금 (십억원)	118	29	29	29	29
순차입금 (십억원)	-877	-1,104	-1,547	-1,884	-2,233
주당지표(원)					
EPS	9,926	9,528	9,999	10,898	11,729
BPS	64,594	72,400	82,693	91,589	101,017
SPS	72,674	73,663	78,125	83,007	87,689
CFPS	16,350	11,405	15,716	15,046	15,908
DPS	950	1,250	2,000	2,300	2,500

빙그레 [005180] _ K-디저트 대표주자, 꾸준한 수출 성장

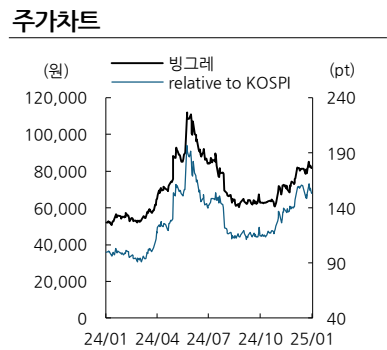
장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.jang@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지)	130,000원
현재주가(01/20)	81,800원
상승여력	58.9%

Stock Data	
KOSPI	2,520.1pt
시가총액(보통주)	806십억원
발행주식수	9,851천주
액면가	5,000원
자본금	50십억원
60일 평균거래량	50천주
60일 평균거래대금	3,619백만원
외국인 지분율	22.3%
52주 최고가	118,400원
52주 최저가	50,500원
주요주주	
김호연(외4인)	40.9%
자사주(외1인)	10.3%

주가추이 및 상대강도		
(%)	절대수익률	상대수익률
1M	7.3	2.5
3M	29.8	32.7
6M	-2.6	7.2



■ [업데이트] 4Q24Pre: 수출 실적 성장에 따른 외형 성장 및 영업 이익 개선

- 4Q24 연결 매출액 2,953억원(+6% YoY), 영업적자 -40억원(적자지속, OPM -1.4%)으로 시장기대치(OP -47억원) 부합 전망
- 별도 실적은 마진이 높은 수출 매출이 286억원(+33% YoY)로 성장 견인하며 비수기임에도 영업이익 호조 전망
- 해외 법인은 수출 성장에 따라 미국 중심 외형 성장 전망하나 판촉비용 증가에 따른 수익성 둔화. 중국 및 동남아도 회복세
- 24년 연간 연결 실적은 매출액 1.47조원(+5% YoY), 영업이익 1,266억원(+13% YoY, OPM 8.6%) 전망

■ [투자포인트]수출 지역과 품목 확대에 따른 수출 비중 상승세 지속

- 25년 연간 연결 실적은 매출액 1.54조원(+5% YoY), 영업이익 1,395억원(+10% YoY, OPM 9.1%) 전망
- 별도 실적 기준 수출 비중은 23년 10.5%→24년 11.7%→25년 13.1%로 확대 전망
- 1) **수출지역/품목확대:** 미국 중심 외형 성장, 이외에도 유럽 등으로 수출 지역 확대. 국가별 기존 주력 제품 외 SKU 확대, 광고 판촉 강화
- 미국은 기존 주력 제품인 메로나 외에도 바나나맛 우유의 유통 채널을 확대하며 냉장 매출 비중 30% → 30% 중반으로 성장
- 2) **소비트렌드적합 신제품 확대:** 제로 슈거 아이스크림, 더 단백질과 같은 단백질 식품, 식물성 메로나 등 글로벌 소비트렌드 겨냥 제품 확대

■ [밸류에이션] 투자의견 매수, 목표주가 13만원 유지. 높은 밸류에이션 매력과 자사주 소각, 인적 분할 효과 긍정적

- 목표주가는 25년 EPS에 목표배수 12배 적용. 절대적으로 해외 비중이 높지 않기 때문에 음식료 평균 목표배수 적용
- 25년 5월 분할 전 자사주 10.25% 소각 긍정적. 5/1 분할, 5/26 빙그레(신설회사) 신주 상장 후 신설 회사 기업가치 상승 전망

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,268	1,394	1,467	1,540	1,603
영업이익	39	112	127	139	146
영업이익률(%)	3.1	8.1	8.6	9.1	9.1
세전이익	37	111	126	139	145
지배주주지분순이익	26	86	98	108	113
EPS(원)	2,905	9,751	11,078	11,779	12,754
증감률(%)	흑전	235.7	13.6	6.3	8.3
ROE(%)	4.5	14.2	14.4	14.3	13.4
PER(배)	13.5	5.6	7.4	6.9	6.4
PBR(배)	0.7	0.8	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.3	2.4	3.5	3.0	2.6

자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

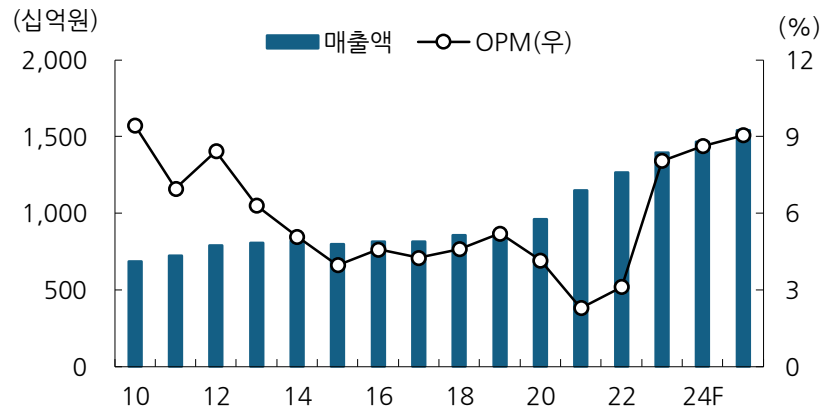
빙그레 [005180] _ K-디저트 대표주자, 꾸준한 수출 성장

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	300.9	407.5	463.8	295.3	316.2	429.3	486.0	308.8	1,147.4	1,267.7	1,394.3	1,467.5	1,540.3
YoY	2.5%	4.8%	6.8%	6.3%	5.1%	5.4%	4.8%	4.6%	19.6%	10.5%	10.0%	5.2%	5.0%
1. 별도	276.5	338.8	380.8	265.8	289.8	355.1	398.9	276.8	984.0	1,091.5	1,195.3	1,261.9	1,320.6
YoY	4.5%	3.6%	7.6%	6.5%	4.8%	4.8%	4.7%	4.2%	8.4%	10.9%	9.5%	5.6%	4.7%
1-1. 냉장품목군	153.1	157.1	159.2	150.4	157.0	160.7	162.4	153.7	544.3	573.2	608.5	619.8	633.8
YoY	5.0%	0.0%	1.0%	1.6%	2.6%	2.3%	2.0%	2.2%	5.6%	5.3%	6.2%	1.8%	2.3%
1) 내수	133.4	139.1	143.2	134.2	133.4	139.1	143.2	134.2	504.7	528.3	552.1	549.9	549.9
YoY	1.8%	-1.3%	-0.9%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	4.7%	4.5%	-0.4%	0.0%
2) 수출	19.7	18.0	16.0	16.2	23.6	21.6	19.2	19.5	39.6	44.9	56.5	69.9	83.9
YoY	33.9%	10.8%	22.5%	30.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	14.6%	13.2%	25.9%	23.8%	20.0%
2. 냉동품목군	123.4	181.7	221.6	115.3	132.8	194.4	236.5	123.1	439.7	518.3	586.8	642.1	686.9
YoY	3.8%	7.0%	12.9%	13.5%	7.6%	7.0%	6.7%	6.8%	12.1%	17.9%	13.2%	9.4%	7.0%
1) 내수	99.2	158.5	202.1	104.2	105.1	168.0	214.2	110.4	397.0	458.9	517.9	563.9	597.8
YoY	2.4%	9.0%	10.6%	12.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	11.6%	15.6%	12.9%	8.9%	6.0%
2) 수출	24.3	23.2	19.5	11.2	27.7	26.5	22.2	12.7	42.7	59.4	68.8	78.2	89.1
YoY	9.7%	-5.0%	42.6%	30.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	16.8%	39.2%	16.0%	13.5%	14.0%
2. 연결/조정	24.3	68.7	83.0	29.6	26.4	74.2	87.1	32.0	163.4	176.2	199.0	205.6	219.7
YoY	-15.6%	11.3%	3.4%	4.9%	8.3%	8.0%	5.0%	8.2%	216.7%	7.8%	12.9%	3.3%	6.8%
1) 해태	29.7	61.9	82.0	28.3	30.0	62.6	82.8	28.6	160.1	174.9	199.1	201.9	204.0
YoY	-11.1%	6.9%	2.5%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	570.0%	9.2%	13.9%	1.4%	1.0%
2) 기타/조정	-5.4	6.8	1.0	1.2	-3.7	11.6	4.4	3.4	3.3	1.4	-0.1	3.7	15.7
영업이익	21.1	44.9	64.7	-4.0	21.3	49.3	69.9	-1.1	26.2	39.4	112.2	126.6	139.5
YoY	65.2%	-2.9%	-1.1%	적지	1.3%	9.8%	8.1%	적지	-34.1%	50.2%	184.8%	12.8%	10.1%
영업이익률	7.0%	11.0%	13.9%	-1.4%	6.7%	11.5%	14.4%	-0.3%	2.3%	3.1%	8.1%	8.6%	9.1%
1. 별도	24.9	36.6	53.1	1.9	24.5	40.8	58.1	3.7	31.3	38.9	92.6	116.5	127.1
YoY	79.0%	5.0%	8.4%	흑전	-1.5%	11.5%	9.4%	94.7%	-26.2%	24.6%	137.8%	25.8%	9.1%
영업이익률	9.0%	10.8%	14.0%	0.7%	8.5%	11.5%	14.6%	1.3%	3.2%	3.6%	7.7%	9.2%	9.6%
2. 연결/조정	-3.8	8.3	11.5	-5.9	-3.2	8.5	11.8	-4.8	-5.0	0.5	19.6	10.1	12.3
YoY	적지	-26.9%	-29.6%	적지	적지	2.3%	1.9%	적지	적지	흑전	4043%	-48.4%	21.6%
영업이익률	-15.7%	12.1%	13.9%	-20.0%	-12.0%	11.5%	13.5%	-15.0%	-3.1%	0.3%	9.9%	4.9%	5.6%
순이익	18.3	36.3	49.4	-6.1	18.0	39.8	54.2	-3.9	-19.3	25.7	86.2	97.9	108.0
YoY	110.6%	-3.4%	-6.6%	적지	-1.9%	9.5%	9.6%	적지	적전	흑전	235.7%	13.6%	10.2%
순이익률	6.1%	8.9%	10.7%	-2.1%	5.7%	9.3%	11.1%	-1.3%	-1.7%	2.0%	6.2%	6.7%	7.0%

자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터

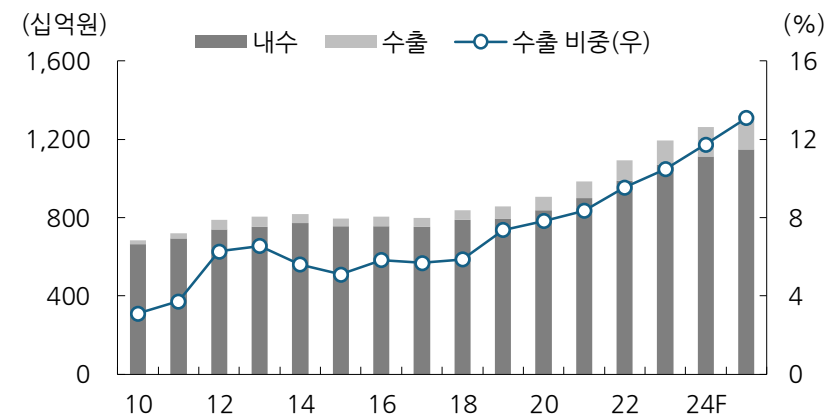
빙그레 [005180] _ K-디저트 대표주자, 꾸준한 수출 성장

빙그레 연결 실적 추이 및 전망



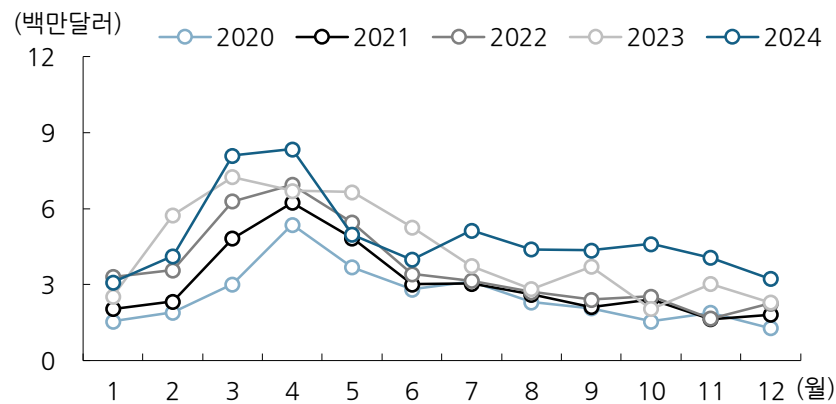
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터

별도 기준 국내외 매출 추이 및 전망



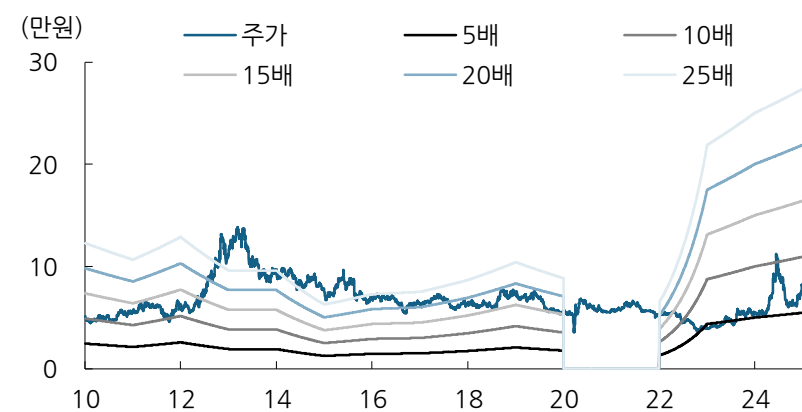
자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터

빙그레 추정 아이스크림 수출 실적 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

빙그레 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

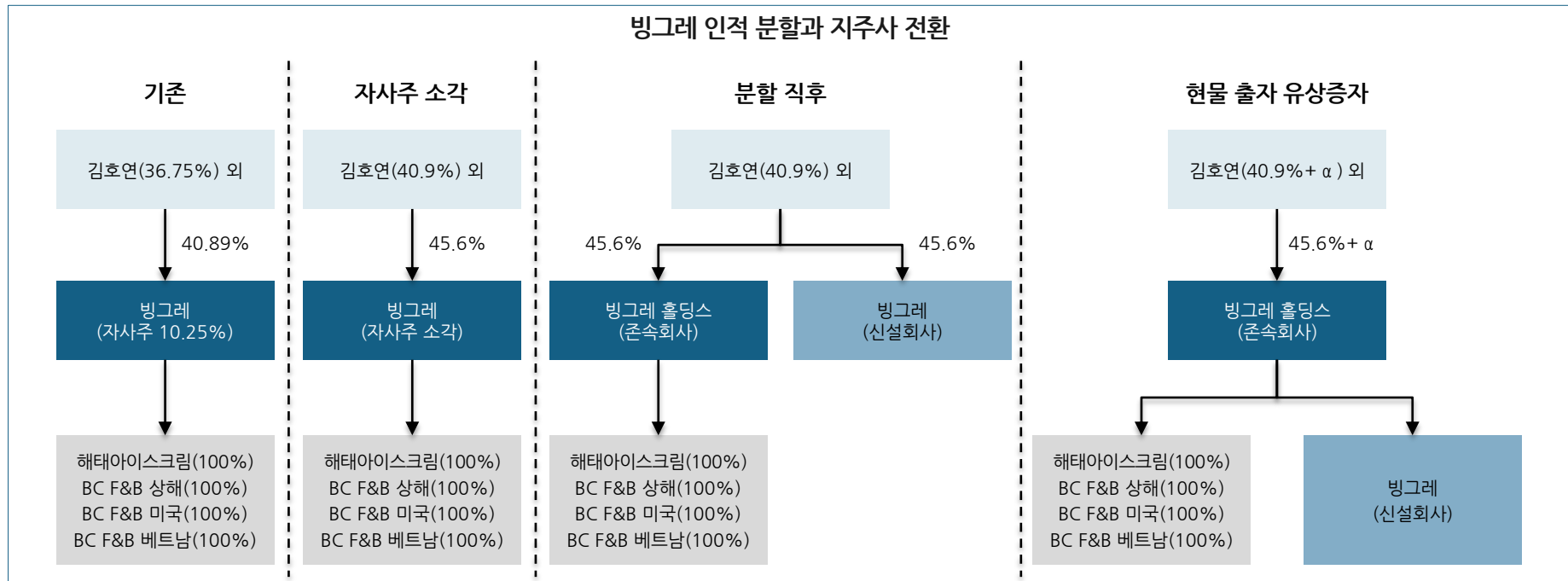
빙그레 [005180] _ K-디저트 대표주자, 꾸준한 수출 성장

■ 빙그레 홀딩스(존속회사)와 빙그레(신설회사)로 인적 분할 후 지주회사 전환 발표

- 빙그레는 25년 5월 인적 분할 예정. 존속회사는 빙그레홀딩스(가칭)로 지주회사로서 자회사 관리와 신규투자 등 투자사업부문을 관리하고 신설회사는 빙그레(가칭)로 기존 유가공 제품 등 음식료품의 생산 및 판매를 영위하는 사업회사가 됨. 분할 비율은 신설회사 기준 0.5407841
- 다만 분할 전 기존 자기주식수(1,009,440주, 발행주식의 10.25%)를 전량 소각해 분할비율이 0.5579190으로 변경 예정

■ 자사주 10% 전량 소각, 인적 분할 이후 사업 신설회사 빙그레의 기업가치 상승 전망

- 빙그레는 1) 해외 수출 성장에 따른 영업 레버리지 효과가 온전히 드러날 것이고, 2) 해외 실적 비중 확대에 따른 밸류에이션 리레이팅 가능
- 별도 기준 빙그레의 해외 매출 비중은 20년 7.8%→23년 10.5%→24년 11.7%→25년 13.1%로 확대 전망
- 빙그레홀딩스의 현물 출자를 통한 빙그레 지분 확대 등을 감안했을 때 사업회사 중심의 기업가치 상승 기대



자료: 빙그레, DS투자증권 리서치센터

빙그레 [005180] _ K-디저트 대표주자, 꾸준한 수출 성장

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	315	395	446	474	514
현금 및 현금성자산	79	148	157	173	201
매출채권 및 기타채권	83	85	123	129	133
재고자산	127	126	129	135	140
기타	25	35	37	38	40
비유동자산	454	496	544	603	658
관계기업투자등	26	20	21	22	23
유형자산	299	353	404	458	509
무형자산	57	48	42	42	42
자산총계	769	891	990	1,077	1,171
유동부채	152	182	203	212	219
매입채무 및 기타채무	134	145	166	173	179
단기금융부채	9	15	15	15	15
기타유동부채	10	22	23	23	24
비유동부채	41	67	68	69	69
장기금융부채	19	32	32	32	32
기타비유동부채	22	35	35	36	37
부채총계	193	249	271	280	289
자배주주지분	576	642	718	797	883
자본금	50	50	50	45	45
자본잉여금	65	65	65	65	65
이익잉여금	487	554	629	712	798
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	576	642	718	797	883
현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-11	178	147	188	203
당기순이익(손실)	26	86	98	108	113
비현금수익비용가감	80	92	69	83	93
유형자산감가상각비	48	52	59	82	92
무형자산상각비	11	10	8	0	0
기타현금수익비용	21	29	3	1	1
영업활동 자산부채변동	-107	0	-19	-4	-3
매출채권 감소(증가)	-18	2	-38	-6	-5
재고자산 감소(증가)	-52	-1	-2	-6	-5
매입채무 증가(감소)	-18	-12	20	8	6
기타자산, 부채변동	-19	10	0	0	0
투자활동 현금	19	-98	-115	-142	-148
유형자산처분(취득)	-28	-84	-109	-137	-142
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	57	-10	-2	-2	-2
기타투자활동	-9	-3	-3	-3	-3
재무활동 현금	-24	-12	-23	-30	-27
차입금의 증가(감소)	-12	2	0	0	0
자본의 증가(감소)	-12	-13	-23	-30	-27
배당금의 지급	12	13	23	25	27
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-17	69	9	16	28
기초현금	96	79	148	157	173
기말현금	79	148	157	173	201
NOPLAT	28	87	98	108	113
FCF	18	80	32	46	55

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

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,268	1,394	1,467	1,540	1,603
매출원가	932	953	1,016	1,060	1,101
매출총이익	336	441	452	481	501
판매비 및 관리비	296	329	325	341	356
영업이익	39	112	127	139	146
(EBITDA)	98	174	193	222	238
금융손익	3	3	-1	0	0
이자비용	0	2	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	-4	0	0	0
세전계속사업이익	37	111	126	139	145
계속사업법인세비용	11	25	28	31	32
계속사업이익	26	86	98	108	113
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	86	98	108	113
지배주주	26	86	98	108	113
총포괄이익	26	86	98	108	113
매출총이익률 (%)	26.5	31.6	30.8	31.2	31.3
영업이익률 (%)	3.1	8.1	8.6	9.1	9.1
EBITDA마진률 (%)	7.8	12.5	13.1	14.4	14.8
당기순이익률 (%)	2.0	6.2	6.7	7.0	7.0
ROA (%)	3.4	10.4	10.4	10.5	10.0
ROE (%)	4.5	14.2	14.4	14.3	13.4
ROIC (%)	6.4	17.7	18.4	18.2	17.3
주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	13.5	5.6	7.4	6.9	6.4
P/B	0.7	0.8	1.1	0.9	0.8
P/S	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.3	2.4	3.5	3.0	2.6
P/CF	3.6	3.0	4.8	3.9	3.5
배당수익률 (%)	3.8	4.8	3.4	3.7	3.9
성장성 (%)					
매출액	10.5	10.0	5.2	5.0	4.0
영업이익	50.2	184.8	12.8	10.1	4.4
세전이익	흑전	202.1	13.7	10.2	4.4
당기순이익	흑전	235.7	13.6	10.2	4.4
EPS	흑전	235.7	13.6	6.3	8.3
안정성 (%)					
부채비율	33.6	38.8	37.8	35.2	32.7
유동비율	206.8	216.9	219.1	223.9	234.4
순차입금/자기자본(x)	-11.4	-18.8	-18.2	-18.5	-20.0
영업이익/금융비용(x)	140.2	65.6	59.4	65.4	68.2
총차입금 (십억원)	27	48	48	48	48
순차입금 (십억원)	-65	-121	-131	-147	-176
주당지표(원)					
EPS	2,905	9,751	11,078	11,779	12,754
BPS	58,446	65,129	72,919	90,085	99,839
SPS	128,683	141,537	148,962	168,025	181,252
CFPS	10,767	18,090	16,928	20,883	23,262
DPS	1,500	2,600	2,800	3,000	3,200

교촌에프앤비 [339770] _ K-치킨 대표주자, 해외 가맹 사업 본격화

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

매수(유지)

목표주가(상향)	8,000원
현재주가(01/20)	5,220원
상승여력	53.3%

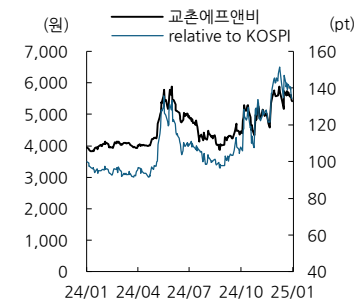
Stock Data

KOSPI	2,520.1pt
시가총액(보통주)	261십억원
발행주식수	49,965천주
액면가	500원
자본금	13십억원
60일 평균거래량	154천주
60일 평균거래대금	1,460백만원
외국인 지분율	0.3%
52주 최고가	12,930원
52주 최저가	4,990원
주요주주	
권원강(외 11인)	69.4%
교촌에프앤비우리카주(외 1인)	0.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-6.5	-11.4
3M	16.9	19.8
6M	7.2	17.1

주가차트



■ [업데이트] 4Q24Pre: 점당 매출액 회복과 유통 구조 효율화 효과 실적 개선 전망

- 4Q24 연결 매출액 1,239억원(+11% YoY), 영업이익 97억원(+36% YoY, OPM 7.9%)으로 시장기대치(OP 117억원) 하회 전망
- 4분기도 전분기에 이어 점당 매출액 회복과 가맹지역본부 인수에 따른 외형 성장 및 수익성 개선 전망. 다만 TV광고에 따른 광고 비용 증가
- 24년 연간 연결 실적은 매출액 4,786억원(+8% YoY), 영업이익 194억원(-22% YoY, OPM 4.1%) 전망

■ [투자포인트] 25년 국내외 프랜차이즈 확대와 가맹지역본부 인수 효과 온기 반영

- 25년 연간 연결 실적은 매출액 5,155억원(+8% YoY), 영업이익 541억원(+178% YoY, OPM 10.5%) 전망
- 1) 국내 프랜차이즈 성장: 출점 확대 및 가맹지역본부 인수를 통한 외형 성장 및 수익성 개선. 24년 230억원의 관련 비용 지출 기저 효과
- 2) 해외 가맹점 확대: 한국식 치킨에 대한 글로벌 선호와 관심 속 해외 가맹점 확대를 통한 소스 수출 및 로열티 수익 성장
- 동사의 해외 매장 수는 21년 65개→23년 74개→25년 100개 이상으로 매년 20개 이상 해외 매장 수 증가 기대, 미국 가맹 사업 본격화 전망
- 3) 유통 사업(소스등) 확대: B2C, B2B 소스 채널 다변화 및 외부 매출 확대, 해외 가맹점 확대에 따른 수출 실적 성장

■ [밸류에이션] 투자의견 매수, 무상증자로 목표주가 8천원 변경 제시

- 25년 실적 전망치 상향 및 1월 무상증자로 목표주가 변경. 목표주가는 25년 EPS에 목표배수 10배 적용
- 동사의 해외 비중은 로열티 수익 인식 영향으로 24년 4% 내외지만 향후 해외 가맹 사업 확대에 따른 이익 레버리지 효과가 클 것으로 기대됨

Financial Data

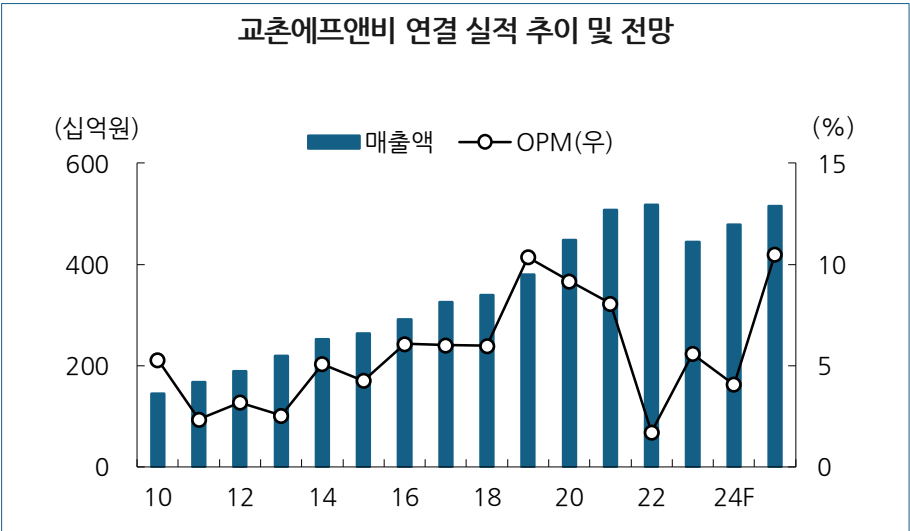
(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	517	445	479	516	537
영업이익	9	25	19	54	62
영업이익률(%)	1.7	5.6	4.1	10.5	11.5
세전이익	7	18	14	49	57
지배주주지분순이익	5	14	11	37	42
EPS(원)	107	287	220	734	849
증감률(%)	-82.1	168.8	-23.3	233.0	15.7
ROE(%)	3.0	7.8	5.8	17.9	18.0
PER(배)	43.1	13.0	23.7	7.1	6.2
PBR(배)	0.6	0.5	0.7	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	13.5	3.6	9.4	4.2	3.5

자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

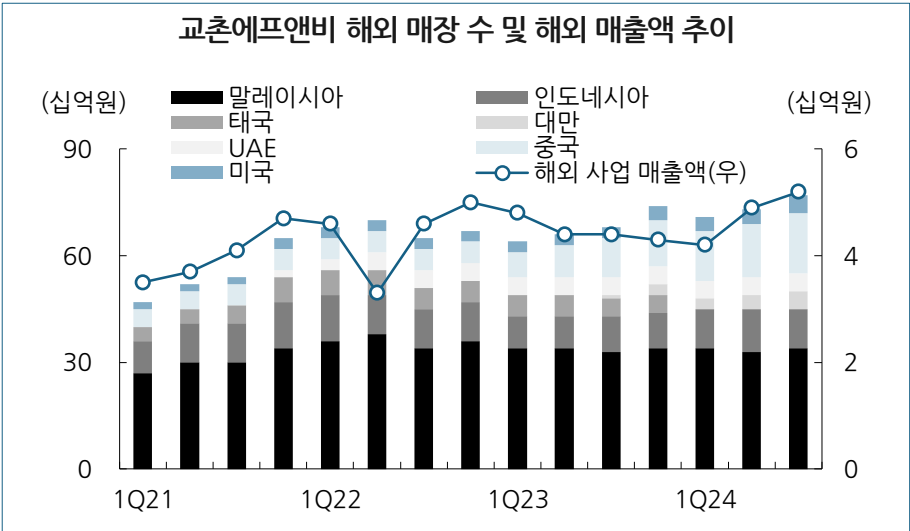
교촌에프앤비 [339770] _ K-치킨 대표주자, 해외 가맹 사업 본격화

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	120.4	102.0	111.4	111.2	113.3	113.9	127.6	123.9	507.6	517.5	445.0	478.6	515.5
YoY	-8.2%	-22.9%	-11.0%	-13.7%	-5.9%	11.7%	14.5%	11.5%	13.4%	1.9%	-14.0%	7.6%	7.7%
1. 국내 프랜차이즈	112.3	94.1	103.7	103.7	105.0	105.0	118.8	115.7	482.6	485.7	413.8	444.5	477.9
YoY	-9.1%	-24.7%	-11.7%	-13.4%	-6.5%	11.6%	14.6%	11.6%	12.0%	0.6%	-14.8%	7.4%	7.5%
국내 점포수(개)	1,373	1,375	1,376	1,378	1,378	1,376	1,372	1,373	1,339	1,368	1,378	1,373	1,381
2. 해외 사업	4.8	4.4	4.4	4.3	4.2	4.9	5.2	4.7	16.0	17.5	17.9	19.0	21.1
YoY	4.3%	33.3%	-4.3%	-14.0%	-12.5%	11.4%	18.2%	9.6%	40.4%	9.4%	2.3%	6.2%	11.1%
해외 점포수(개)	64	66	68	74	71	73	77	81	65	67	74	81	106
3. 유통 사업(HMR/소스 외)	3.3	3.5	3.3	3.2	4.0	3.9	3.6	3.5	9.0	14.2	13.3	15.0	16.5
YoY	10.0%	-12.5%	3.1%	-20.0%	21.2%	11.4%	9.1%	9.1%	66.7%	57.8%	-6.3%	12.7%	10.0%
영업이익	5.9	3.3	8.6	7.1	11.9	-9.9	7.6	9.7	41.0	8.8	24.8	19.4	54.1
YoY	-32.4%	281.6%	180.3%	흑전	103.8%	적전	-10.7%	36.3%	-0.2%	-78.4%	181.0%	-21.7%	178.4%
영업이익률	4.9%	3.2%	7.7%	6.4%	10.5%	-8.7%	6.0%	7.9%	8.1%	1.7%	5.6%	4.1%	10.5%
순이익	4.5	2.1	5.1	1.1	7.8	-8.8	4.5	6.3	29.8	4.9	12.8	9.9	36.7
YoY	-32.2%	424.7%	121.1%	흑전	73.7%	적전	-11.0%	483.9%	25.2%	-83.4%	159.0%	-23.0%	271.6%
순이익률	3.7%	2.1%	4.6%	1.0%	6.9%	-7.7%	3.6%	5.1%	5.9%	1.0%	2.9%	2.1%	7.1%

자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터



자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터



자료: 교촌에프앤비, DS투자증권 리서치센터

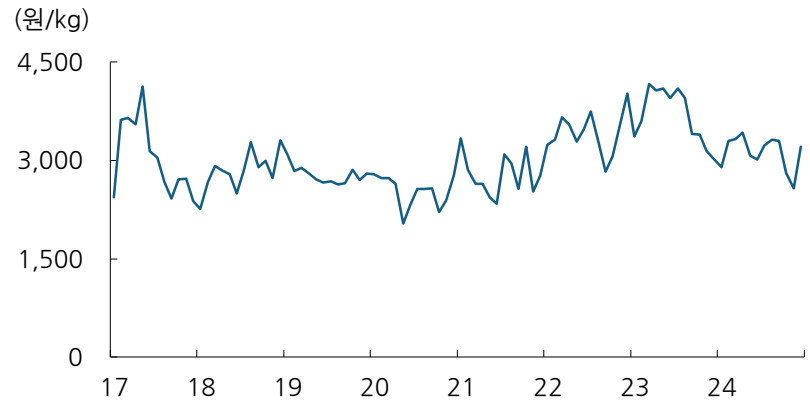
교촌에프앤비 [339770] _ K-치킨 대표주자, 해외 가맹 사업 본격화

교촌에프앤비 가맹 지역본부 직영 전환 추진



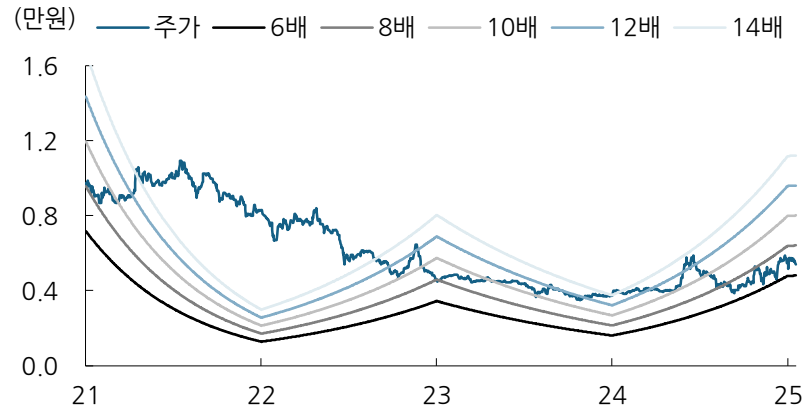
자료: 농림축산식품부, 한식진흥원, DS투자증권 리서치센터

국내 육계 가격 추이



자료: 농협 축산정보센터, DS투자증권 리서치센터

교촌에프앤비 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

교촌에프앤비 목표주가 산출

구분	단위	
25F EPS	원	733.5
25F 순이익	십억원	36.7
주식수	천주	49,965.1
Target PER	배	10
음식료 평균 Target PER	배	12
더본코리아 Target PER(공모가 기준)	배	20
유통 평균 25F PER	배	7
목표주가	원	8,000
현재주가	원	5,220
Upside	%	53.3%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

교촌에프앤비 [339770] _ K-치킨 대표주자, 해외 가맹 사업 본격화

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	111	111	98	113	132
현금 및 현금성자산	62	61	56	70	86
매출채권 및 기타채권	12	10	11	11	12
재고자산	18	20	14	14	15
기타	19	20	18	18	19
비유동자산	194	215	236	252	268
관계기업투자등	2	3	4	4	4
유형자산	166	187	202	215	229
무형자산	6	6	6	8	9
자산총계	305	326	335	365	399
유동부채	103	100	104	105	106
매입채무 및 기타채무	32	25	25	26	27
단기금융부채	64	65	69	69	69
기타유동부채	6	9	10	11	11
비유동부채	23	41	42	42	42
장기금융부채	23	41	41	41	41
기타비유동부채	0	1	1	1	1
부채총계	126	141	145	147	148
자배주주지분	179	187	190	219	251
자본금	13	13	13	25	25
자본잉여금	53	53	51	39	39
이익잉여금	116	124	130	159	191
비자배주주지분(연결)	0	-1	0	0	0
자본총계	179	186	190	219	251

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5	20	34	51	58
당기순이익(손실)	5	13	10	37	42
비현금수익비용가감	15	21	24	14	15
유형자산감가상각비	8	9	11	13	14
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	6	7	12	0	0
영업활동 자산부채변동	-5	-12	-1	0	0
매출채권 감소(증가)	0	1	-1	0	0
재고자산 감소(증가)	-4	-2	7	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-4	-4	-2	1	1
기타자산, 부채변동	3	-7	-5	0	0
투자활동 현금	-28	-31	-26	-30	-31
유형자산처분(취득)	-13	-28	-22	-26	-27
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-10	-1	0	-1	-1
기타투자활동	-4	-2	-5	-1	-1
재무활동 현금	36	10	-12	-8	-10
차입금의 증가(감소)	44	15	-2	0	0
자본의 증가(감소)	-7	-5	-10	-8	-10
배당금의 지급	7	5	7	7	10
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	14	-1	-5	13	17
기초현금	48	62	61	56	70
기말현금	62	61	56	70	86
NOPLAT	7	18	13	41	46
FCF	-13	-10	8	21	27

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

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	517	445	479	516	537
매출원가	428	337	332	353	365
매출총이익	89	108	147	162	172
판매비 및 관리비	81	83	127	108	110
영업이익	9	25	19	54	62
(EBITDA)	18	34	32	68	77
금융손익	0	-1	-3	-3	-3
이자비용	1	3	4	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-6	-2	-2	-2
세전계속사업이익	7	18	14	49	57
계속사업법인세비용	2	5	5	12	14
계속사업이익	5	13	10	37	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	13	10	37	42
지배주주	5	14	11	37	42
총포괄이익	5	13	10	37	42
매출총이익률 (%)	17.3	24.3	30.7	31.5	32.0
영업이익률 (%)	1.7	5.6	4.1	10.5	11.5
EBITDA마진률 (%)	3.4	7.7	6.6	13.1	14.3
당기순이익률 (%)	1.0	2.9	2.1	7.1	7.9
ROA (%)	1.9	4.5	3.3	10.5	11.1
ROE (%)	3.0	7.8	5.8	17.9	18.0
ROIC (%)	3.8	9.0	6.1	17.5	18.8

주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	43.1	13.0	23.7	7.1	6.2
P/B	0.6	0.5	0.7	1.2	1.0
P/S	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	13.5	3.6	9.4	4.2	3.5
P/CF	11.8	5.5	7.7	5.2	4.5
배당수익률 (%)	2.2	8.1	5.7	3.8	4.8
성장성 (%)					
매출액	1.9	-14.0	7.6	7.7	4.2
영업이익	-78.4	181.0	-21.7	178.4	14.2
세전이익	-83.4	169.4	-18.0	238.9	15.7
당기순이익	-83.4	159.0	-23.0	271.6	15.7
EPS	-82.1	168.8	-23.3	233.0	15.7
안정성 (%)					
부채비율	70.2	75.9	76.6	67.0	59.0
유동비율	108.4	111.1	94.9	107.8	123.5
순차입금/자기자본(x)	5.5	16.1	20.0	11.1	2.8
영업이익/금융비용(x)	8.9	8.2	4.3	12.2	13.9
총차입금 (십억원)	87	106	110	110	110
순차입금 (십억원)	10	30	38	24	7
주당지표(원)					
EPS	107	287	220	734	849
BPS	7,157	7,475	7,596	4,381	5,030
SPS	10,356	8,905	9,580	10,317	10,754
CFPS	392	670	682	1,007	1,150
DPS	100	300	300	200	250

스튜디오드래곤 [253450] _ K-드라마 스튜디오 대표주자, 질적 성장 시작

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

매수(유지)

목표주가(유지) 60,000원
현재주가(01/20) 38,500원
상승여력 55.8%

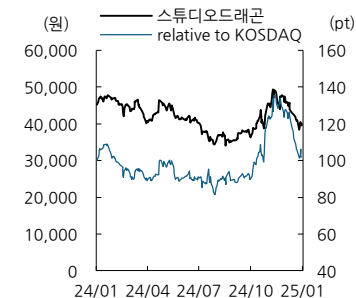
Stock Data

KOSDAQ 727.7pt
시가총액(보통주) 1,157십억원
발행주식수 30,058천주
액면가 500원
자본금 15십억원
60일 평균거래량 117천주
60일 평균거래대금 5,171백만원
외국인 지분율 10.0%
52주 최고가 50,400원
52주 최저가 33,000원
주요주주
CIENM(외4인) 54.8%
네이버(외1인) 6.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-15.7	-24.5
3M	6.2	9.6
6M	-4.0	8.2

주가차트



■ [업데이트] 4Q24Pre: 방영 회차 감소 아쉽지만 비용 통제로 예상치 상회 전망

- 4Q24 연결 매출액 1,094억원(-32% YoY), 영업이익 43억원(흑전, OPM 3.9%)으로 최근 낮아진 시장기대치(OP 44억원) 부합 전망
- 방영 회차는 42회(TV 26+OTT 16)로 전년비 -41% 감소하나 <정년이>, <사랑은 외나무 다리에서>, <엄마 친구 아들>이 모두 선판매 됐고 글로벌 오리지널은 없었지만 전분기 대비 상각비용 부담 축소, 비용 통제에 따라 전년비 수익성 개선 기대
- 24년 연간 연결 실적은 매출액 5,289억원(-30% YoY), 영업이익 353억원(-37% YoY, OPM 6.7%) 전망

■ [투자포인트] 25년 Q, P, C 개선에 따른 실적 턴어라운드 전망

- 25년 연간 연결 실적은 매출액 6,776억원(+28% YoY), 영업이익 601억원(+70% YoY, OPM 8.9%) 전망
- 1) 제작편수 증가(Q): tvN 수목 라인업 하반기 재개, 일본/미국 드라마 제작, KBS와 MOU 로 제작 편수 24년 18편→25년 25~27편 전망
- 2) 텐트폴 증가(P)와 비용 통제(C)로 수익성 개선: 25년 텐트폴은 7편 이상으로 24년 3편에서 증가. 적극적인 비용 통제 기조 유지
- 25년 주요 라인업은 <별들에게 물어봐>, <다 이루어질 지니>, <자백의 대가> 등

■ [밸류에이션] 투자의견 매수, 목표주가 6만원 유지. 업종 최선호주 유지

- 목표주가는 25F EPS에 목표배수 PER 40배 적용. 동사의 해외 실적 비중은 24년 62%까지 상승하며 K-콘텐츠 위상 상승의 대표 종목
- 스튜디오드래곤은 신인 배우 발굴 및 자체 기획, IP사업 전개 등 추가 수익 모델 발전에 따른 실적 성장 및 밸류에이션 리레이팅도 기대

Financial Data

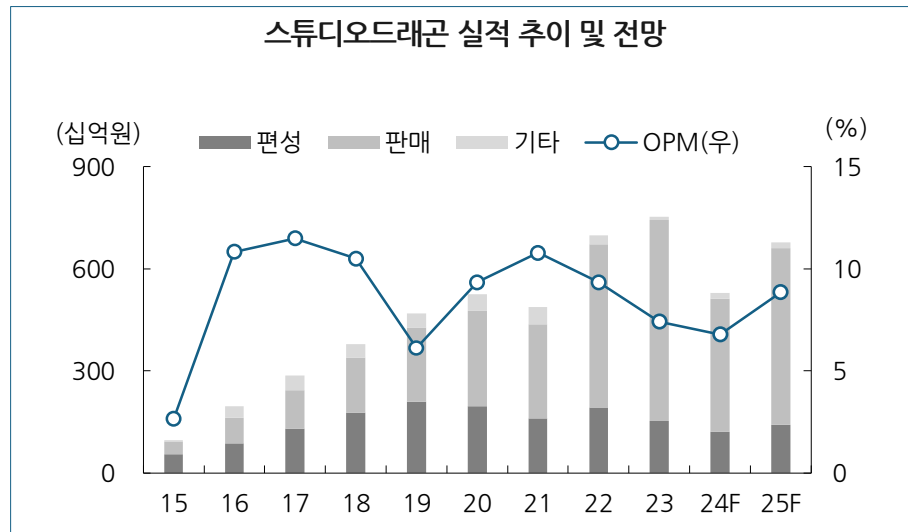
(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	529	678	747
영업이익	65	56	35	60	74
영업이익률(%)	9.3	7.4	6.7	8.9	9.9
세전이익	59	37	31	56	70
지배주주지분순이익	51	30	18	45	56
EPS(원)	1,682	1,001	592	1,492	1,856
증감률(%)	29.3	-40.5	-40.8	152.0	24.4
ROE(%)	7.5	4.4	2.4	5.6	6.5
PER(배)	51.1	51.5	65.0	25.8	20.7
PBR(배)	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	12.1	6.5	5.9	5.6	5.6

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

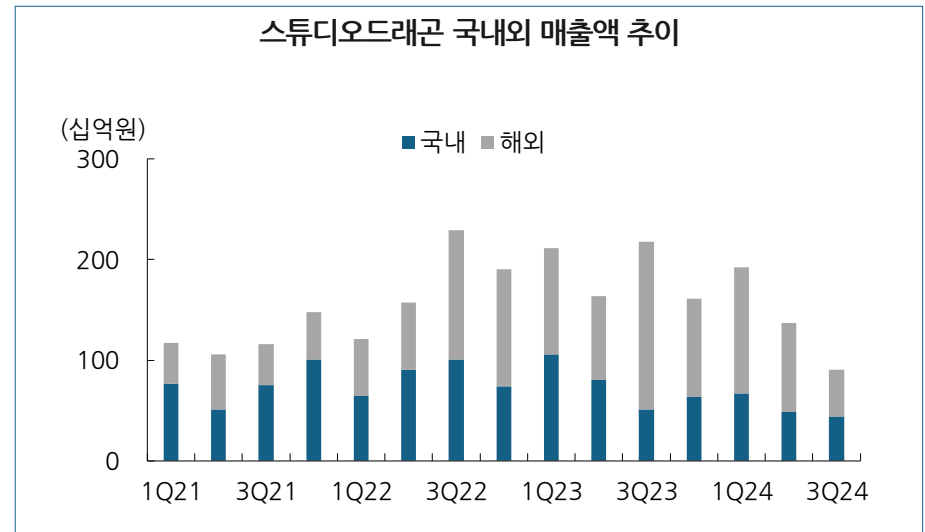
스튜디오드래곤 [253450] _ K-드라마 스튜디오 대표주자, 질적 성장 시작

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	109.4	487.1	697.9	753.1	528.9	677.6
YoY	74.4%	3.8%	-5.0%	-15.4%	-9.0%	-16.1%	-58.5%	-32.1%	-7.3%	43.3%	7.9%	-29.8%	28.1%
1. 편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	21.1	161.3	192.5	154.1	120.7	141.9
YoY	21.9%	-3.1%	-41.0%	-38.1%	9.5%	-27.6%	-38.4%	-36.7%	-18.1%	19.4%	-20.0%	-21.6%	17.5%
2. 판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	84.2	275.5	480.2	588.9	392.4	518.4
YoY	113.1%	14.4%	8.6%	-6.4%	-14.7%	-13.8%	-64.2%	-32.3%	-1.5%	74.3%	22.6%	-33.4%	32.1%
3. 기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.1	50.3	25.2	10.1	15.8	17.3
YoY	-71.0%	-78.4%	-38.3%	-7.8%	50.7%	85.4%	85.8%	20.0%	2.9%	-49.9%	-59.7%	55.7%	9.7%
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	4.3	52.6	65.2	55.9	35.3	60.1
YoY	19.3%	-39.8%	15.4%	적전	-0.4%	-35.7%	적전	흑전	7.0%	24.0%	-14.3%	-36.8%	70.0%
영업이익률	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	11.2%	7.6%	-1.0%	3.9%	10.8%	9.3%	7.4%	6.7%	8.9%
순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	-6.1	-4.4	39.0	50.6	30.1	17.8	47.7
YoY	17.8%	-60.1%	1.9%	적지	9.8%	-20.0%	적전	적지	31.8%	29.5%	-40.5%	-40.8%	168.1%
순이익률	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	10.5%	5.9%	-6.8%	-4.0%	8.0%	7.2%	4.0%	3.4%	7.0%

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터



자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

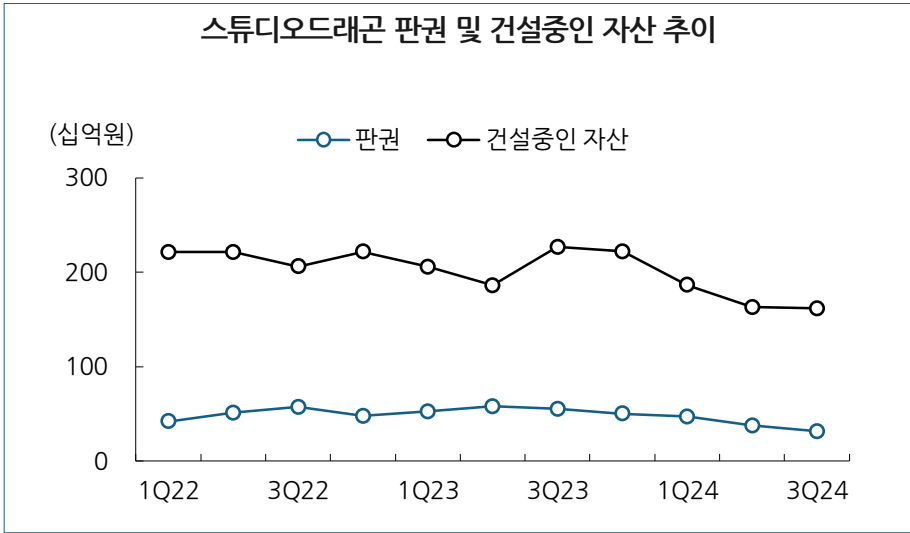


자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

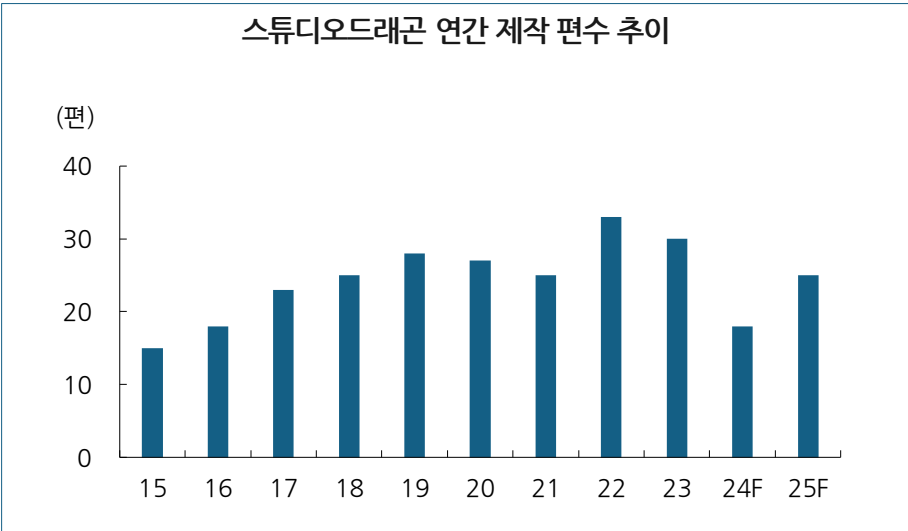
스튜디오드래곤 [253450] _ K-드라마 스튜디오 대표주자, 질적 성장 시작



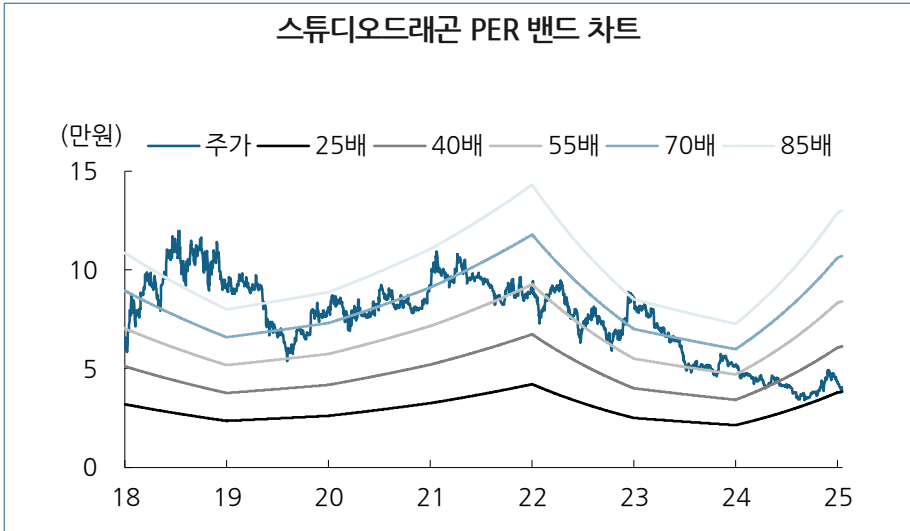
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터



자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터



자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 [253450] _ K-드라마 스튜디오 대표주자, 질적 성장 시작

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	400	405	610	823	996
현금 및 현금성자산	124	158	240	245	231
매출채권 및 기타채권	142	149	119	209	225
재고자산	0	0	0	0	0
기타	135	97	252	368	539
비유동자산	691	688	552	433	330
관계기업투자등	150	172	178	186	193
유형자산	11	12	10	5	1
무형자산	378	359	213	85	-28
자산총계	1,091	1,092	1,161	1,256	1,325
유동부채	416	368	360	409	422
매입채무 및 기타채무	87	71	58	102	109
단기금융부채	173	172	172	172	172
기타유동부채	156	125	130	135	141
비유동부채	14	16	17	17	17
장기금융부채	9	10	10	10	10
기타비유동부채	4	7	7	7	8
부채총계	430	384	376	426	439
자배주주지분	661	708	785	830	886
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	213	242	260	305	360
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	661	708	785	830	886

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	29	98	24	6
당기순이익(손실)	51	30	18	45	56
비현금수익비용가감	176	-1	212	137	124
유형자산감가상각비	3	3	4	5	4
무형자산상각비	150	183	148	132	119
기타현금수익비용	18	-190	60	1	1
영업활동 자산부채변동	-280	0	-132	-158	-173
매출채권 감소(증가)	-35	15	31	-91	-15
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	12	-18	-13	44	8
기타자산, 부채변동	-256	4	-149	-111	-165
투자활동 현금	-43	7	-16	-19	-20
유형자산처분(취득)	-4	-3	-1	0	0
무형자산 감소(증가)	-3	0	-2	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-12	3	-7	-8	-8
기타투자활동	-25	7	-6	-6	-6
재무활동 현금	165	-1	0	0	0
차입금의 증가(감소)	168	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-5	0	0	0	0
현금의 증가	59	35	81	5	-14
기초현금	65	124	158	240	245
기말현금	124	158	240	245	231
NOPLAT	56	45	21	48	59
FCF	-96	36	81	5	-14

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

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	698	753	529	678	747
매출원가	598	665	466	580	632
매출총이익	100	88	63	98	115
판매비 및 관리비	35	32	28	38	41
영업이익	65	56	35	60	74
(EBITDA)	219	242	187	197	197
금융손익	6	-1	-6	-6	-6
이자비용	5	9	8	8	8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-13	-17	2	2	2
세전계속사업이익	59	37	31	56	70
계속사업법인세비용	8	7	13	11	14
계속사업이익	51	30	18	45	56
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	51	30	18	45	56
지배주주	51	30	18	45	56
총포괄이익	51	30	18	45	56
매출총이익률 (%)	14.3	11.7	12.0	14.4	15.4
영업이익률 (%)	9.3	7.4	6.7	8.9	9.9
EBITDA마진률 (%)	31.3	32.1	35.4	29.0	26.4
당기순이익률 (%)	7.2	4.0	3.4	6.6	7.5
ROA (%)	5.1	2.8	1.6	3.7	4.3
ROE (%)	7.5	4.4	2.4	5.6	6.5
ROIC (%)	11.7	8.0	3.7	8.5	9.6

주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	51.1	51.5	65.0	25.8	20.7
P/B	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
P/S	3.7	2.1	2.2	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.9	5.6	5.6
P/CF	11.4	53.7	5.0	6.3	6.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	43.3	7.9	-29.8	28.1	10.2
영업이익	24.0	-14.3	-36.8	70.0	22.8
세전이익	12.7	-36.5	-17.8	83.3	24.4
당기순이익	29.5	-40.5	-40.8	152.0	24.4
EPS	29.3	-40.5	-40.8	152.0	24.4
안정성 (%)					
부채비율	65.1	54.3	47.9	51.3	49.6
유동비율	96.1	109.9	169.6	201.1	235.9
순차입금/자기자본(x)	8.9	3.3	-7.4	-7.6	-5.6
영업이익/금융비용(x)	13.2	6.4	4.4	7.5	9.2
총차입금 (십억원)	183	182	182	182	182
순차입금 (십억원)	59	23	-58	-63	-50
주당지표(원)					
EPS	1,682	1,001	592	1,492	1,856
BPS	21,982	23,546	26,120	27,613	29,469
SPS	23,220	25,056	17,595	22,543	24,842
CFPS	7,534	959	7,650	6,064	5,973
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

SBS [034120] _ 지상파 방송사에서 K-콘텐츠 공급자로 변신

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

매수(유지)

목표주가(상향)	30,000원
현재주가(01/20)	24,900원
상승여력	20.5%

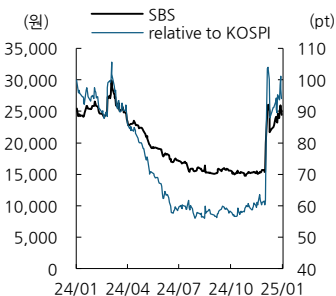
Stock Data

KOSPI	2,520.1pt
시가총액(보통주)	462십억원
발행주식수	18,551천주
액면가	5,000원
자본금	93십억원
60일 평균거래량	377천주
60일 평균거래대금	8,416백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	30,000원
52주 최저가	14,640원
주요주주	
티와이홀딩스(외1인)	36.3%
국민연금공단(외1인)	9.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	24.5	19.7
3M	60.2	63.1
6M	45.3	55.1

주가차트



■ [업데이트] 4Q24Pre: 광고 수익 감소 및 인건비성 비용 증가로 수익성 둔화

- 4Q24 연결 매출액 2,733억원(+1% YoY), 영업이익 51억원(-73% YoY, OPM 1.9%)으로 시장기대치(OP 105억원) 하회 전망
- 광고 수익이 673억원(-13% YoY)으로 TV광고 축소 기조가 이어지는 가운데 연말 희망퇴직 관련 비용 부담이 반영되며 수익성 하락
- 24년 연간 연결 실적은 매출액 1.08조원(+9% YoY), 영업손실 -226억원(적전, OPM -2.1%) 전망

■ [투자포인트] 25년 전년대비 제작비용 부담 완화된 가운데 제작 편수 증가와 글로벌 OTT 콘텐츠 협력 강화 기대

- 25년 연간 연결 실적은 매출액 1.03조원(-6% YoY), 영업이익 386억원(흑전, OPM 3.8%) 전망. 전년도 올림픽 관련 수익, 비용 기저효과
- 1) 제작편수 증가(Q): SBS 월화 라인업 재개, 넷플릭스와 콘텐츠 협력으로 제작 편수 24년 8편→25년 10편 이상 전망
- 2) 글로벌 OTT와 콘텐츠 협력: 기존 디즈니와 콘텐츠 공급 계약 외에 넷플릭스와 전략적 파트너십 체결하며 제작 편수와 수익 증가 전망
- 25년 주요 라인업은 〈나의 완벽한 비서〉, 〈보물섬〉, 〈모범택시3〉 등. 넷플릭스 선판매 작품은 25년 하반기 이후~26년 본격 공개 예정
- 넷플릭스와 전략적 파트너십을 통해 1)라이브러리 판매 수익 증가, 2)콘텐츠 경쟁력 강화, 3)광고 수익 증가, 4)제작 편수 증가 기대

■ [밸류에이션] 투자의견 매수, 목표주가 2.2만원→3만원으로 36% 상향. 업종 차선호주 제시

- 목표주가 상향은 25년 실적으로 기간 조정 및 목표배수를 기존 PER 12배 → 15배로 25% 상향 적용한 데 기인
- 기존 목표 배수는 TV광고 시장 축소 속 지상파 방송사 타겟 밸류에이션이었지만 넷플릭스와 콘텐츠 협력으로 밸류에이션 리레이팅

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,174	997	1,089	1,026	1,072
영업이익	186	58	-23	39	52
영업이익률(%)	15.8	5.9	-2.1	3.8	4.8
세전이익	178	62	-4	47	60
지배주주지분순이익	153	46	-1	36	47
EPS(원)	8,623	2,497	-62	1,949	2,509
증감률(%)	15.7	-71.0	적전	흑전	28.7
ROE(%)	20.6	5.4	-0.1	4.1	5.1
PER(배)	4.0	11.7	-399.2	12.8	9.9
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	2.8	7.0	30.9	5.7	4.6

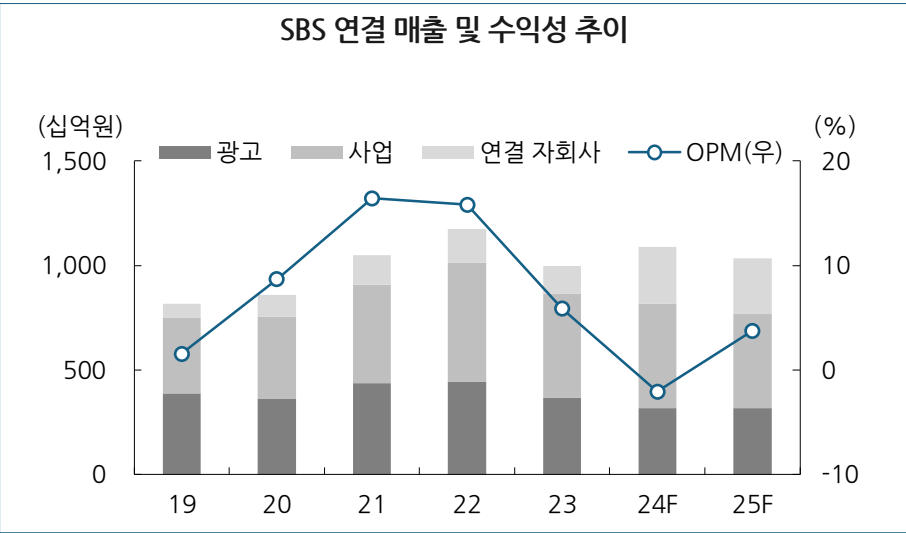
자료: SBS, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

SBS [034120] _ 지상파 방송사에서 K-콘텐츠 공급자로 변신

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	217.5	271.2	238.4	269.7	209.6	275.0	331.3	273.3	1,049.0	1,173.8	996.8	1,089.2	1,026.4
YoY	-18.1%	7.5%	-8.2%	-31.9%	-3.7%	1.4%	39.0%	1.3%	21.9%	11.9%	-15.1%	9.3%	-5.8%
1. 별도	188.0	235.9	210.9	231.8	161.1	191.9	247.4	215.0	909.8	1,012.6	866.6	815.4	759.4
YoY	-19.8%	6.9%	3.7%	-34.6%	-14.3%	-18.7%	17.3%	-7.3%	20.2%	11.3%	-14.4%	-5.9%	-6.9%
1-1. 방송 광고 수익	71.9	94.8	89.1	110.5	60.8	83.8	75.3	97.1	436.1	443.8	366.4	317.0	317.8
YoY	-36.5%	-21.2%	-8.9%	-1.7%	-15.5%	-11.6%	-15.5%	-12.1%	20.3%	1.8%	-17.5%	-13.5%	0.2%
1)광고	61.0	78.8	72.8	77.4	47.7	66.7	61.1	67.3	353.6	370.1	290.0	242.8	242.8
YoY	-38.0%	-22.5%	-10.1%	-13.1%	-21.8%	-15.4%	-16.0%	-13.0%	27.8%	4.7%	-21.7%	-16.3%	0.0%
2)협찬	10.9	16.0	16.3	33.1	13.1	17.1	14.2	29.8	82.5	73.7	76.4	74.2	74.9
YoY	-27.0%	-13.6%	-3.0%	41.9%	19.7%	6.9%	-13.1%	-10.0%	-3.9%	-10.7%	3.7%	-2.9%	1.0%
1-2. 사업 수익	116.1	141.1	121.8	121.3	100.4	108.0	172.1	117.8	473.8	568.8	500.4	498.3	441.6
YoY	-4.1%	40.5%	15.4%	-49.8%	-13.5%	-23.5%	41.3%	-2.8%	20.2%	20.1%	-12.0%	-0.4%	-11.4%
2. 연결/조정	29.5	35.3	27.5	37.9	48.4	83.2	83.9	58.3	139.2	161.1	130.2	273.8	267.0
YoY	-5.7%	11.9%	-51.2%	-9.7%	64.2%	135.6%	205.1%	53.8%	34.5%	15.8%	-19.2%	110.3%	-2.5%
영업이익	-1.8	25.5	15.5	19.1	-12.0	9.6	-25.3	5.1	172.3	185.6	58.3	-22.6	38.6
YoY	적전	-49.1%	-59.2%	-51.9%	적지	-62.5%	적전	-73.1%	131.3%	7.7%	-68.6%	적전	흑전
영업이익률	-0.8%	9.4%	6.5%	7.1%	-5.7%	3.5%	-7.6%	1.9%	16.4%	15.8%	5.9%	-2.1%	3.8%
1. 별도	-6.9	17.6	6.5	17.5	-15.0	5.5	-25.5	6.9	140.8	143.3	34.6	-28.1	29.3
YoY	적전	-55.7%	-69.1%	-46.6%	적지	-68.9%	적전	-60.6%	179.5%	1.8%	-75.8%	적전	흑전
영업이익률	-3.7%	7.5%	3.1%	7.5%	-9.3%	2.9%	-10.3%	3.2%	15.5%	14.2%	4.0%	-3.4%	3.9%
2. 연결/조정	5.1	7.9	9.0	1.6	2.9	4.1	0.1	-1.7	31.6	42.3	23.7	5.4	9.3
YoY	-34.7%	-24.0%	-47.1%	-76.8%	-43.2%	-48.2%	-98.4%	적전	30.8%	33.8%	-44.0%	-77.2%	71.8%
영업이익률	17.5%	22.4%	32.8%	4.3%	6.0%	4.9%	0.2%	-3.0%	22.7%	26.2%	18.2%	2.0%	3.5%
순이익	6.3	21.5	15.4	4.0	13.0	4.9	-21.5	2.4	144.8	156.6	47.2	-1.2	36.1
YoY	-84.9%	-35.9%	-53.0%	-85.9%	107.1%	-77.0%	적전	-39.7%	흑전	8.1%	-69.8%	적전	흑전
순이익률	2.9%	7.9%	6.5%	1.5%	6.2%	1.8%	-6.5%	0.9%	13.8%	13.3%	4.7%	-0.1%	3.5%

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터

SBS [034120] _ 지상파 방송사에서 K-콘텐츠 공급자로 변신



자료: SBS, DS투자증권 리서치센터

넷플릭스와 전략적 파트너십 체결

구분	내용
계약 체결일	2024.12.20
계약 주체	(주)SBS, Netflix Worldwide Entertainment
계약 기간	2025년 1월 1일부터 6년
계약 내용	1) 신작드라마 - 계약 시작일부터 신규 방영 콘텐츠 일부 국내 공급 - 2025년 하반기 신규 방영 콘텐츠 일부 해외 공급 2) 신작 예능/교양 - 계약 시작일부터 신규 방영 콘텐츠 국내 공급 3) 구작 라이브러리 - 계약 시작일부터 계약 이전 방영 콘텐츠 국내 공급
기대 효과	실시간 방송 후 주요 프로그램 전체를 넷플릭스에서 시청 가능하므로 OTT에 서 실시간으로 유입되는 광고 시청률 상승 효과 기대 PPL등 협찬수익 증가와 제작비 감소 기대

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

SBS 목표주가 산출

구분	단위	값
25F EPS	원	1,949
24F EPS	원	62
25F EPS	원	1,949
Target PER	배	15
Historical PER(21~23)	배	11
CJ ENM 25F PER	배	16
목표주가	원	30,000
현재주가	원	24,900
Upside	%	20.5%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

SBS [034120] _ 지상파 방송사에서 K-콘텐츠 공급자로 변신

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	782	733	871	914	964
현금 및 현금성자산	183	97	197	210	230
매출채권 및 기타채권	360	240	263	275	287
재고자산	2	2	2	2	2
기타	236	394	410	427	444
비유동자산	626	613	612	614	619
관계기업투자등	102	105	109	113	118
유형자산	310	349	335	328	324
무형자산	54	46	49	49	49
자산총계	1,408	1,346	1,483	1,528	1,583
유동부채	306	363	509	526	543
매입채무 및 기타채무	144	113	255	267	279
단기금융부채	96	134	134	134	134
기타유동부채	66	116	121	126	131
비유동부채	229	102	103	104	105
장기금융부채	161	81	81	81	81
기타비유동부채	68	22	23	23	24
부채총계	535	465	612	630	648
자배주주지분	821	879	869	896	933
자본금	91	93	93	93	93
자본잉여금	87	114	114	114	114
이익잉여금	652	667	656	683	720
비자배주주지분(연결)	52	2	2	2	2
자본총계	873	881	871	898	935
현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-56	-54	143	59	69
당기순이익(손실)	157	47	-1	36	46
비현금수익비용가감	57	-101	35	34	33
유형자산감가상각비	27	30	37	35	35
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	14	-138	-7	-7	-7
영업활동 자산부채변동	-223	0	109	-11	-11
매출채권 감소(증가)	-124	114	-22	-13	-12
재고자산 감소(증가)	-35	2	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-23	-22	141	12	12
기타자산, 부채변동	-41	-94	-10	-10	-10
투자활동 현금	232	-29	-34	-37	-39
유형자산처분(취득)	-35	-65	-23	-29	-30
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-3	0	0
투자자산 감소(증가)	269	-8	-3	-3	-4
기타투자활동	1	45	-5	-5	-5
재무활동 현금	-43	-3	-9	-9	-9
차입금의 증가(감소)	-41	-43	0	0	0
자본의 증가(감소)	-18	40	-9	-9	-9
배당금의 지급	18	18	9	9	9
기타재무활동	16	0	0	0	0
현금의 증가	133	-86	100	13	21
기초현금	50	183	97	197	210
기말현금	183	97	197	210	230
NOPLAT	143	45	-16	30	40
FCF	223	-83	109	22	30

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,174	997	1,089	1,026	1,072
매출원가	804	776	919	857	896
매출총이익	369	221	170	169	176
판매비 및 관리비	184	163	193	131	125
영업이익	186	58	-23	39	52
(EBITDA)	213	88	14	74	87
금융손익	5	6	-1	-1	-1
이자비용	6	7	6	6	6
관계기업등 투자손익	7	3	3	3	3
기타영업외손익	-20	-6	17	6	6
세전계속사업이익	178	62	-4	47	60
계속사업법인세비용	41	14	-3	10	13
계속사업이익	136	47	-1	36	46
중단사업이익	20	0	0	0	0
당기순이익	157	47	-1	36	46
지배주주	153	46	-1	36	47
총포괄이익	157	47	-1	36	46
매출총이익률 (%)	31.5	22.2	15.6	16.5	16.5
영업이익률 (%)	15.8	5.9	-2.1	3.8	4.8
EBITDA마진률 (%)	18.2	8.8	1.3	7.2	8.1
당기순이익률 (%)	13.3	4.7	-0.1	3.5	4.3
ROA (%)	10.6	3.4	-0.1	2.4	3.0
ROE (%)	20.6	5.4	-0.1	4.1	5.1
ROIC (%)	20.1	5.6	-2.1	4.0	5.4
주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	4.0	11.7	-399.2	12.8	9.9
P/B	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
P/S	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.8	7.0	30.9	5.7	4.6
P/CF	3.0	n/a	13.6	6.6	5.8
배당수익률 (%)	2.9	1.7	2.0	2.0	2.0
성장성 (%)					
매출액	11.9	-15.1	9.3	-5.8	4.5
영업이익	7.7	-68.6	적전	흑전	34.7
세전이익	-1.1	-65.3	적전	흑전	28.7
당기순이익	8.1	-69.8	적전	흑전	28.7
EPS	15.7	-71.0	적전	흑전	28.7
안정성 (%)					
부채비율	61.2	52.8	70.3	70.2	69.3
유동비율	255.6	202.1	171.3	173.7	177.6
순차입금/자기자본(x)	-3.0	8.8	-2.8	-4.3	-6.5
영업이익/금융비용(x)	32.8	8.7	-4.0	6.8	9.2
총차입금 (십억원)	257	214	214	214	214
순차입금 (십억원)	-26	77	-24	-39	-61
주당지표(원)					
EPS	8,623	2,497	-62	1,949	2,509
BPS	44,975	47,375	46,828	48,276	50,285
SPS	64,308	53,730	58,712	55,328	57,803
CFPS	11,698	-2,918	1,832	3,765	4,293
DPS	1,000	500	500	500	500

투자의견 및 목표주가 변동추이

삼양식품 (003230) 투자의견 및 목표주가변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-01-30	매수	160,000	-26.4	-14.9	
2023-03-17	매수	160,000	-27.1	-14.9	
2023-05-30	매수	160,000	-27.3	-14.9	
2023-07-19	매수	160,000	-25.1	-14.9	
2023-08-14	매수	190,000	0.9	11.8	
2023-11-20	매수	260,000	-16.1	32.1	
2024-01-23	매수	260,000	-14.8	32.1	
2024-05-17	매수	500,000	-2.3	0.4	
2024-05-27	매수	600,000	1.8	18.7	
2024-08-16	매수	720,000	-18.5	8.8	
2024-11-15	매수	720,000	-7.9	8.8	
2024-12-19	매수	850,000	-7.9	8.8	
2025-01-21	매수	1,000,000			

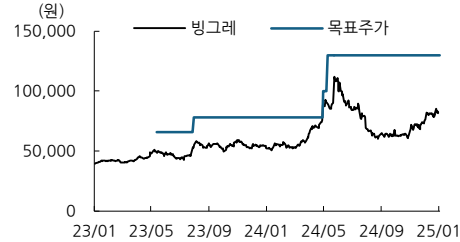
오리온 (271560) 투자의견 및 목표주가변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
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	-36.5	-17.9	
2023-05-17	매수	180,000	-38.1	-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	-35.9	-29.3	
2024-08-16	매수	150,000	-34.4	-29.3	
2024-11-20	매수	150,000	-31.6	-29.3	
2025-01-21	매수	150,000			

투자의견 및 목표주가 변동추이

빙그레 (005180) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-05-30	담당자변경			
2023-05-30	매수	66,000	-29.6	-19.2
2023-07-19	매수	66,000	-30.8	-19.2
2023-08-16	매수	78,000	-27.8	-3.1
2023-11-20	매수	78,000	-26.6	-3.1
2024-01-23	매수	78,000	-24.7	-3.1
2024-05-17	매수	100,000	-10.4	-7.3
2024-05-27	매수	130,000	-41.1	-13.8
2024-07-02	매수	130,000	-44.1	-29.2
2024-08-16	매수	130,000	-47.2	-34.5
2024-11-26	매수	130,000	-41.1	-34.5
2025-01-21	매수	130,000		



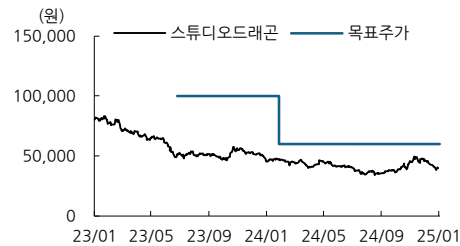
교촌에프앤비 (339770) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-30	매수	7,500	-30.4	-21.7
2024-11-25	매수	7,500	-28.3	-21.7
2025-01-21	매수	8,000		



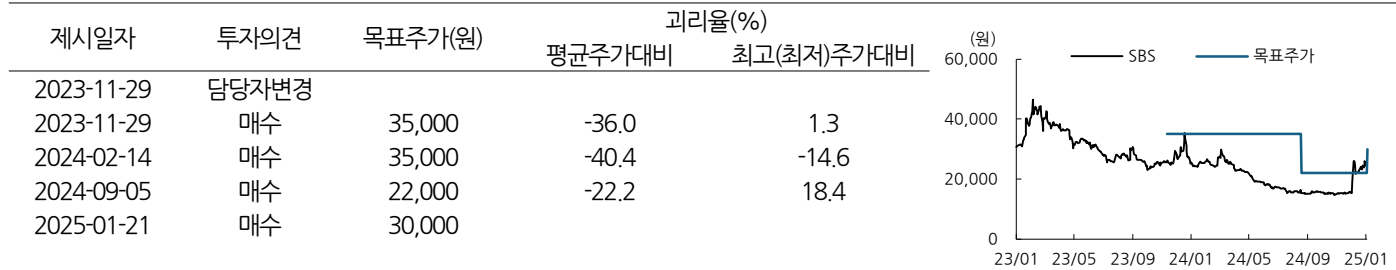
스튜디오드래곤 (253450) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-12	매수	100,000	-49.1	-42.7
2024-02-14	매수	60,000	-30.6	-17.7
2024-05-13	매수	60,000	-32.0	-17.7
2024-10-21	매수	60,000	-27.7	-17.7
2024-11-14	매수	60,000	-25.5	-17.7
2025-01-21	매수	60,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

SBS (034120) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업
매수	+ 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립
매도	-20% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

	기준일 2024.12.31		
	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.