

[음식료]

동반(同伴) #1 음식료: 리레이팅

코스피와 동반해 음식료 업종도 밸류에이션 리레이팅 전망

최근 가파른 코스피 지수 상승 속 음식료 업종은 다소 소외되고 있다. 6/26 기준 코스피와 코스피 음식료·담배 지수의 YTD 수익률은 각각 28%, 19%를 기록했는데 5-6월 2달간 수익률은 코스피 20%, 음식료는 8%에 그쳤다. 최근 코스피 상승은 실적 상향보다는 밸류에이션 리레이팅과 수급 영향으로 1)내수 부양, 상법 개정 등 정책 기대감, 2)환율 안정 속 외국인 자금 유입 때문이다. 2달 동안 코스피의 25년 실적 기준 PER은 10배에서 11.5배로 상승한 반면 코스피 음식료·담배의 PER은 12.5배에 머물러 밸류에이션 프리미엄은 20%에서 8%로 축소됐다. 당사는 음식료 업종도 밸류에이션 리레이팅이 가능하다고 판단하는데 1) 해외 성장으로 실적 레버리지 확대, 2)내수 부양으로 국내 식품 부문 수익성 개선, 3)밸류업 등 주주 환원 강화 기업이 늘고 있기 때문이다.

동반 성장 중인 음식료 종목에서 리레이팅 요소 찾기

음식료 기업 중 밸류에이션과 실적의 동반 상승이 기대되는 종목 조합은 다음과 같다. 1)삼양식품&에스앤디: 불닭볶음면의 글로벌 인기와 지속적인 CAPA 확대로 업종 내 차별적인 실적 성장을 시현 중인 삼양식품과 불닭 소스의 원료를 공급하는 에스앤디는 공통적으로 높은 외형 성장을 상회하는 이익 성장으로 레버리지를 증명하고 있다. 두 기업 모두 시장 대비 프리미엄을 유지하며 밸류에이션 리레이팅이 기대된다. 2)KT&G&PMI: PMI는 니코틴 파우치 등 무연 담배 성장과 수익성 개선으로 신고가를 경신 중이다. KT&G는 PMI와 NGP 해외 판매 파트너십을 맺고 있고 향후 NGP 신제품 출시, 일반 담배 해외 성장 지속과 주주 환원 확대로 밸류에이션 리레이팅이 기대된다. 3)오리온&오리온홀딩스: 오리온홀딩스 실적의 대부분을 담당하는 오리온은 지속적인 CAPA 확대로 국내외 실적 성장, 배당 확대로 그룹 시가총액 상승을 견인할 것이다.

음식료 비중 확대. 최선호주 삼양식품, 차선호주 KT&G, 오리온 유지

음식료 업종은 1)수출주는 K-Food의 글로벌 인기 속 해외 성장에 따른 밸류에이션 리레이팅으로 주가 상승, 2)내수주는 내수 소비 활성화로 그동안 부진했던 국내 수익성 개선으로 주가 상승이 기대되기 때문에 업종 비중확대 의견을 유지한다. 차별적인 실적 성장으로 밸류에이션 리레이팅이 기대되는 삼양식품을 최선호주로 유지하며 차선호주는 KT&G와 오리온을 제시한다. 이외에는 국내 실적 반등 및 밸류업 등 주주 환원 확대 기업을 관심 종목으로 제시한다.

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

김대성 연구원
02-709-2886
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.06.27

비중확대 (유지)

최선호주

삼양식품 003230

투자의견(유지)	BUY
목표주가(상향)	1,600,000원
상승여력	21.3%

KT&G 033780

투자의견(유지)	BUY
목표주가(유지)	150,000원
상승여력	20.2%

오리온 271560

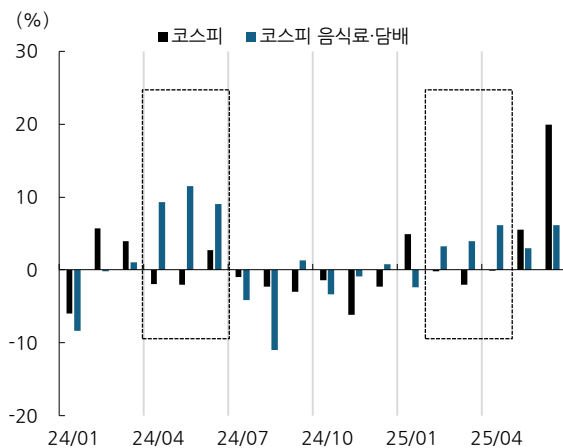
투자의견(유지)	BUY
목표주가(유지)	160,000원
상승여력	48.3%

음식료 업종 밸류에이션 리레이팅 전망

코스피 리레이팅과 함께 음식료도 리레이팅 기대

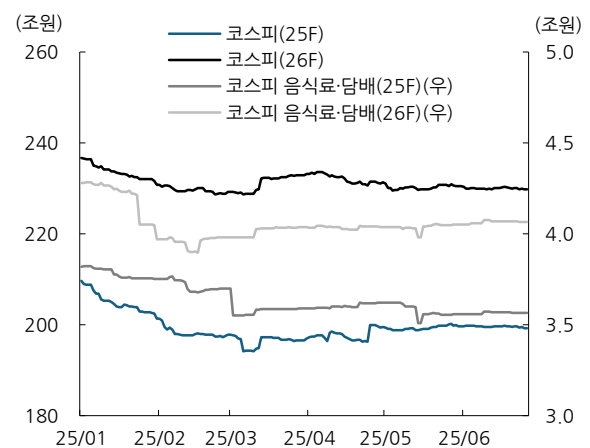
25년 2-4월 수출주 중심으로 주가 강세를 보였던 음식료 섹터는 5-6월 시장 랠리 속 소외되며 주춤한 상황이다. 최근의 시장 주가 상승은 실적 전망과는 별개로 밸류에이션 리레이팅이 나타나고 있는데 1)정권 교체 후 대규모 추경을 통한 내수 부양, 상법 개정을 통한 기업 지배구조 개선 등 정책 기대감이 커졌고, 2)환율 안정 속 저평가된 한국 시장으로 외국인 자금 유입이 나타나고 있기 때문이다. 이에 따라 코스피의 25년 예상 PER은 10배에서 11.5배로 상승했고 PBR도 1배를 넘어섰다. 반면 코스피 음식료·담배의 25년 예상 PER은 12.5배에 머물러 시장대비 프리미엄은 이전 평균 20%에서 8%로 축소됐다. 당사는 음식료 업종도 밸류에이션 리레이팅이 이루어질 것이라고 판단하는데 1)내수 소비 활성화에 따른 국내 식품 부문 수익성 개선, 2)해외 성장으로 실적 레버리지 확대, 3)주주 환원 확대 종목이 늘고 있기 때문이다.

그림1 지수의 월별 수익률 추이



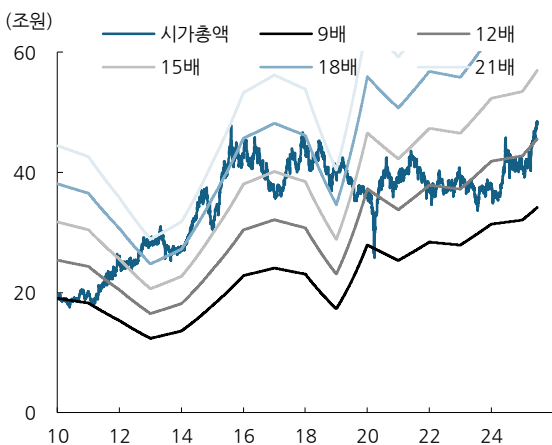
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림2 지수의 25-26 지배주주순이익 전망 추이



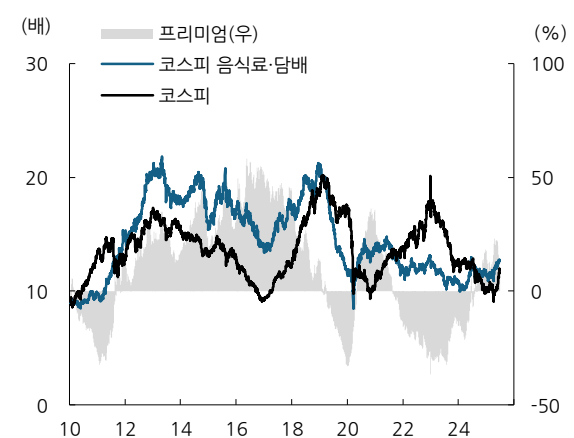
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림3 코스피 음식료·담배 지수의 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림4 음식료와 시장 12M Fwd PER 추이

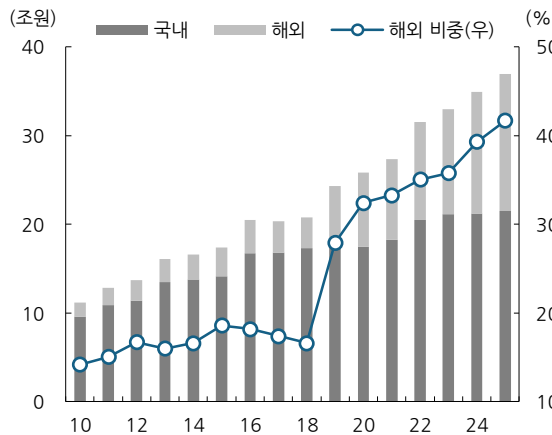


자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

**밸류에이션 리레이팅의
핵심은 해외 실적 성장
내수 반등과 주주 환원 확
대도 뒷받침 요소**

음식료 업종 밸류에이션 리레이팅의 핵심은 해외 비중 확대이다. K-Food에 대한 글로벌 관심 증가 속 국내 음식료 업체의 해외 매출 비중도 상승 중이다. 주요 음식료 기업 9개사의 합산 해외 매출 비중은 16년 18%→20년 32%→24년 39%로 상승했다. 이중에서도 삼양식품은 해외 매출 비중이 20년 57%→24년 77%로 확대됐고 1Q25 80%를 기록했으며 마진이 높은 해외 비중이 확대되며 수익성도 개선됐다. 이외에도 주요 음식료 업체의 국내 부문 수익성 개선과 주주 환원 확대도 밸류에이션 리레이팅의 뒷받침이 요소가 될 전망이다. 내수 소비 둔화 및 고환율로 부진했던 국내 부문 수익성은 바닥을 지나 하반기 반등이 기대된다. 또한 실적 성장을 바탕으로 배당 확대 등 기업가치제고를 통한 저평가 종목의 밸류에이션 상승이 기대된다.

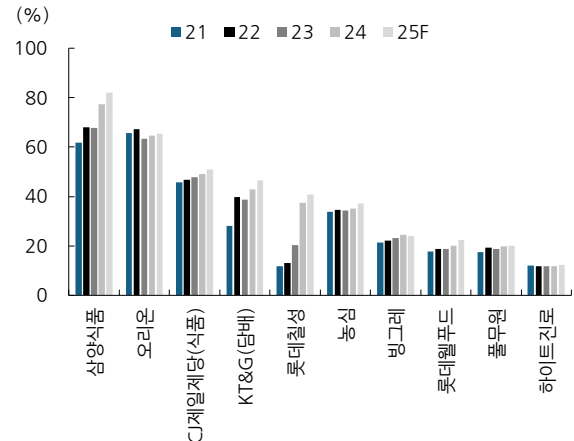
그림5 주요 음식료 기업 9개사 합산 국내외 실적 추이



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 음식료 기업 9개사는 CJ제일제당, 오리온, 농심, 삼양식품, 롯데웰푸드, 빙그레, 롯데칠성, 하이트진로, 풀무원 합산 실적

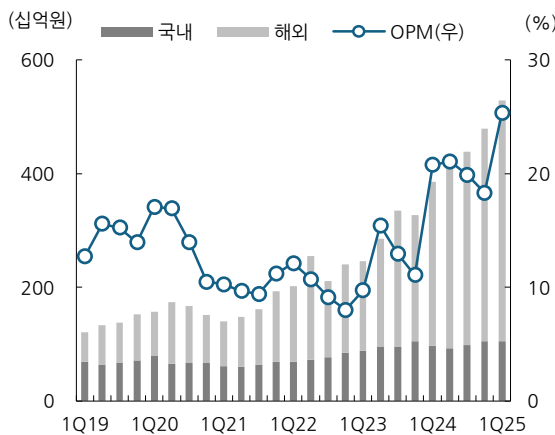
그림6 음식료·담배 주요 종목 해외 매출 비중 추이 및 전망



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

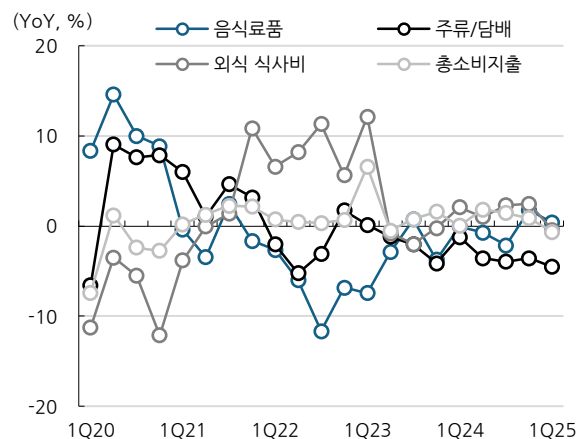
주: CJ제일제당은 식품부문, KT&G는 담배부문 국내외 비중

그림7 삼양식품 실적 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림8 가구당 월평균 가계수지(실질)



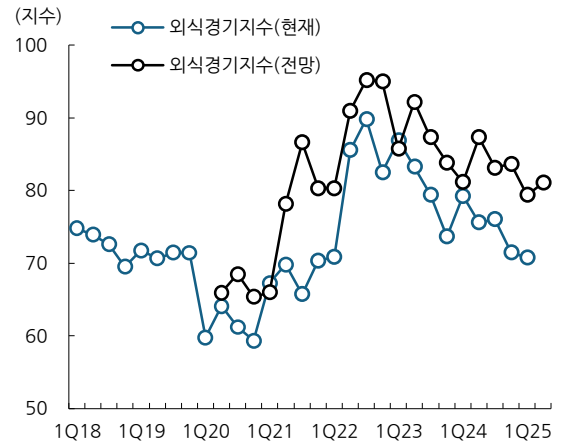
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림9 소비자심리지수 추이



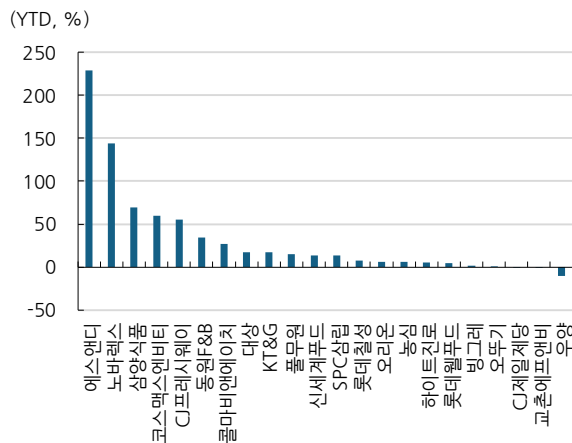
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림10 외식경기전망 지수



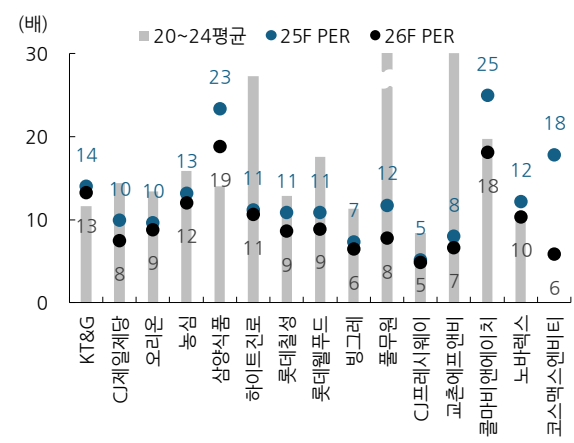
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림11 음식료 기업 2025 YTD 수익률



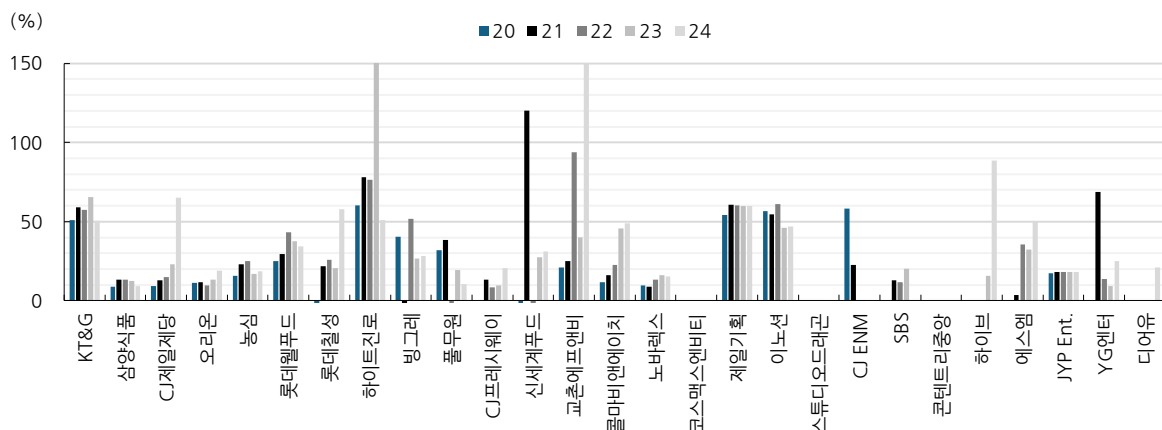
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림12 음식료 PER 비교



자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림13 커버리지 연간 배당성향 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

표1 음식료 기업 기업가치 제고 계획 요약

	실적 목표	주주 환원
KT&G (발표일자: 24.11.07)	그룹 매출: 23 년 6 조원→27 년 10 조원 글로벌 비중(부동산 제외): 35%→50%+ Non-CC 비중: 55%→60%+ ROE: 10%→15% 25-27 투자계획: 1.1 조원	4 개년(24~27) 주주환원 정책 현금환원: 3.7 조원 (배당 2.4 조원, 자사주 매입 1.3 조원) 비핵심자산 유동화 등으로 재원유입시 추가 주주환원 추진 자사주 매입/소각 우선 검토 총 자사주 소각 규모(~27) 20%+ (23 연말 발행주식총수 기준)
삼양식품 (발표일자: 25.03.26)	성장성: CAPA 증설 통한 성장성 확보 (기존 대비 생산량 +78% 목표) 25 년 밀양 2 공장 가동 예정, 27 년 중국 공장 가동 예정 25-27 투자계획: 2,014 억원 수익성: 해외사업 확대, 효율적 설비 운영을 통한 수익성 강화	22 년 최초 중간 배당 시행 20 년부터 5 년 연속 배당 상향 항후 안정적 잉여현금흐름 창출 시기에 경영/투자 환경, 투자계획, 주주 환원 가능 재원을 종합적으로 고려 주주환원 정책 수립 예정
농심 (발표일자: 25.05.22)	매출 성장: 24 년 3.9 조원→30 년 7.3 조원 (매출에누리 차감 전) 영업이익률: 24 년 4.7%→30 년 10% 해외사업비중: 24 년 37%→30 년 61% 25~29 년 대규모 투자 1.2 조원 부채비율 30%대 지속 유지 목표	배당정책 수립: 별도 기준 배당성향 25% 최소 주당 배당금 5,000 원 설정 중장기(3 년단위) 배당정책 수립
롯데칠성음료 (발표일자: 24.10.16)	매출 성장: 23 년 3.2 조원→28 년 5.5 조원 영업이익률: 23 년 6.5%→28 년 9.1% 해외비중: 23 년 20%→28 년 45% ROE: 23 년 11.3%→28 년 10~15% 부채비율 23 년 177%→100% 이하	글로벌 비중 확대에 따라 기존 별도 기준에서 연결 기준으로 변경 배당금과 자사주 매입 확대, 중간 배당 실시 목표 주주환원을 연결기준 23 년 21%→28 년 30% 이상
롯데월드 (발표일자: 24.10.17)	매출 성장: 23 년 4.1 조원→28 년 5.5 조원 국내: 고부가가치 포지셔닝 전환, Operational Excellence 강화 글로벌: 인도 법인 통합, 롯데브랜즈 시장 확대 해외비중: 23 년 24%→28 년 35%+ ROE: 23 년 3.4%→28 년 8~10% 부채비율 23 년 96%→28 년 70~80%	평균 주주환원을 35% 수준 수익성 개선에 따른 주주환원액 상승, 자사주 소각 검토 중간 배당 실시
빙그레 (기업가치제고 계획 X)		빙그레는 주주가치 제고를 위해 4/30 보유한 자기 주식 10.25% 중 일부를 소각하기로 결정. 소각 주식 수는 전체의 3%
오리온 (기업가치제고 계획 X)		24-26 년 연결재무제표기준 배당성향 20% 이상
동원산업 (발표일자: 24.11.27)	ROE 목표: 23 년 8.6%→15% PBR 목표: 23 년 0.4 배→중장기 1.0 배	유통 주식 수 증대: 무상증자 주식 수 증가, 주식 배당 실행 연 2 회 정기 배당 실시: 반기 배당 도입 배당성향 순차적 확대: 23 년 18%→20%→25%→30% 총주주수익률(TSR) 40% 목표
콜마비앤에이치 (발표일자: 25.03.28)	수익성 개선 ROE: 5%→27 년 10% 자본효율성 회복 ROIC: 5%→27 년 10%	배당성향 20% 이상
현대지에프홀딩스 (발표일자: 24.11.08)	배당 수입 확대를 통한 시장 금리 이상의 지분투자 수익률 지속 지분 투자 수익률 개선: 4% 이상 지분투자 수익률 지향	중장기(23~26) 배당 정책: 최소 주당 150 원 이상 배당 지향 25 년 100 억이상 반기 배당 실시 27 년 배당금 총액 500 억원(결산+반기) 수준 지향 25 년 시기배당을 23 년 3.2%→5% 수준 지향 주주환원율: 별도 당기순이익 기준 80% 이상 (23 년 175.2%. 자사주 소각 239 억원+배당금 183 억원)

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

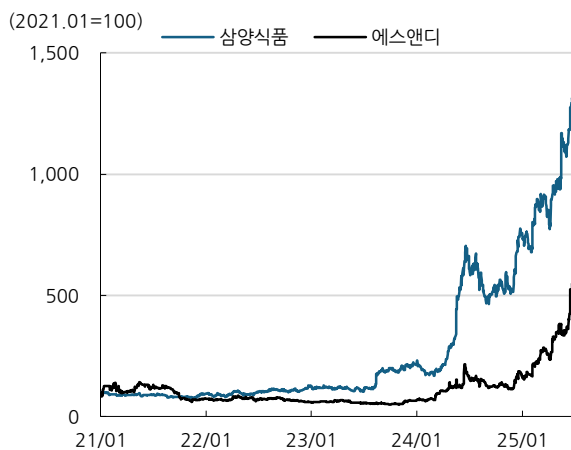
음식료 동반 성장 종목 분석

삼양식품(003230) & 에스앤디(260970)

**불닭볶음면과 소스로
함께 성장 중인
삼양식품과 에스앤디**

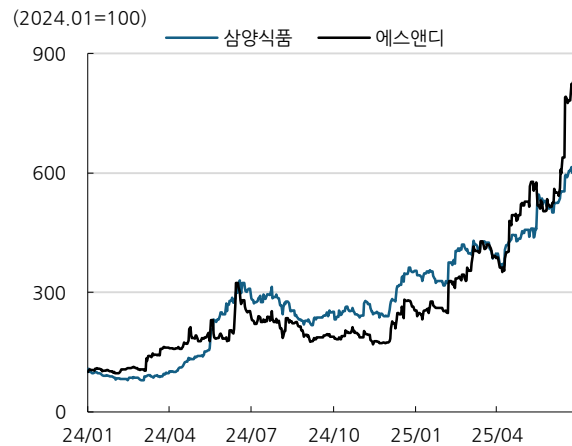
음식료 첫번째 동반 성장 조합은 삼양식품과 에스앤디다. 삼양식품은 불닭볶음면 해외 수출로 외형성장과 수익성 개선을 시현하며 레버리지 효과를 증명하고 있다. 에스앤디는 불닭볶음면에 들어가는 소스의 원료를 공급하며 실적 성장 중이고 최근 삼양식품이 불닭 소스 단품 수출에도 본격적으로 투자하고 있어 타겟 시장은 더욱 확대되고 있다. 이에 따라 삼양식품과 에스앤디의 주가는 24년~25년 6월까지 각각 +610%, +788% 상승했고 밸류에이션은 21~23년 평균 PER 각각 12배, 7배→24년 21배, 8배→25년 23배, 14배로 상승했다. 삼양식품이 업종 내 차별적인 실적 성장으로 리레이팅이 이루어지고 에스앤디가 따라가고 있다.

그림14 삼양식품과 에스앤디 주가 추이(2021~)



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림15 삼양식품과 에스앤디 주가 추이(2024~)



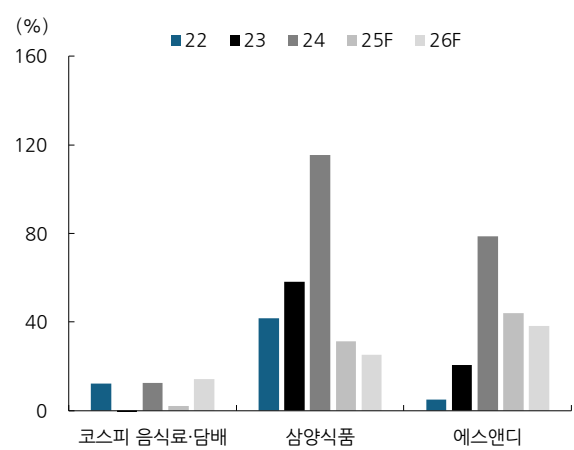
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림16 삼양식품과 에스앤디 밸류에이션 12M Fwd PER 비교



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림17 지배주주순이익 증감률 추이 및 전망



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 컨센 기준

삼양식품 실적 추이

삼양식품과 에스앤디의 주가는 삼양식품의 실적 레버리지가 확대된 24년부터 본격적으로 동조되기 시작했다. 삼양식품의 해외 성장 구간을 크게 3가지로 구분했다.

1)1차 성장기(16-21): 삼양식품의 해외 실적은 유튜브 챌린지와 함께 고성장이며 16년 931억원에서 17년 2,034억원으로 +119% 성장했다. 이후 21년 3,886억원으로 CAGR(16-21) +33% 성장하며 해외 매출 비중은 60%까지 확대됐다.

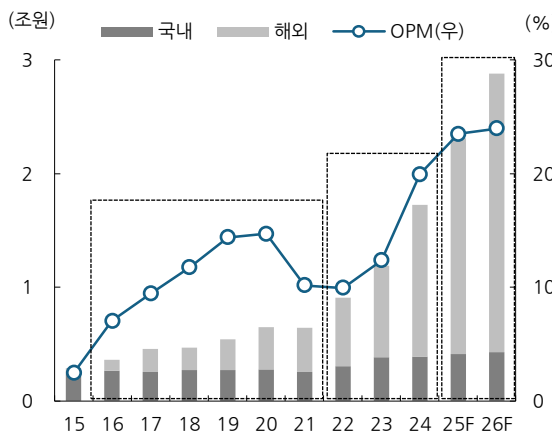
2)2차 성장기(22-24): 이후 삼양식품은 CAPA확장과 해외 판매 법인 설립을 통해 보다 적극적으로 해외 확장에 나서기 시작했다. 21년 하반기 미국과 중국에 판매법인을 설립해 직접 유통을 확대하고 22년 5월 밀양1공장 가동을 시작했다. 이에 따라 해외 매출액은 CAGR(21-24) +51% 성장해 24년 해외 매출 1.3조원, 해외 매출 비중은 77%까지 확대됐다. 해당 구간 OPM은 21년 10.2%→24년 19.9%로 상승했다.

3)3차 성장기(25~): 삼양식품은 25년 밀양2공장 가동, 27년 첫 해외 공장인 중국 공장 가동으로 3차 웨이브를 맞이하고 있다. 해외 주요 유통채널의 메인스트림 입점이 확대되고 있고 미국에서 나아가 유럽, 남미 등으로 지역적 확장, 불닭 소스 수출 등 제품적 확장이 이루어지고 있기 때문이다.

에스앤디 실적 추이

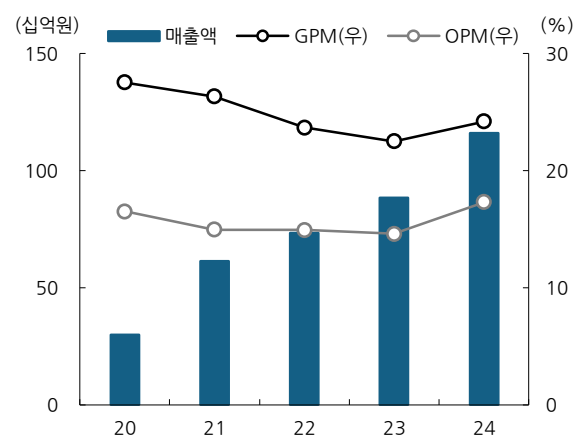
에스앤디 역시 삼양식품과 함께 실적 성장을 이어갈 전망이다. 에스앤디는 삼양식품의 불닭 소스 원료가 포함된 일반기능식품소재 매출이 19년 413억원→22년 601억원→24년 1,023억원으로 성장했고 1Q25는 327억원(+55% YoY)을 기록했다. 에스앤디 또한 늘어나는 고객사 물량을 대응하기 위해 지속적으로 CAPA 확대를 위해 투자를 단행하고 있고 향후 불닭 소스 수출에 따른 추가 모멘텀도 기대된다.

그림18 삼양식품 실적 추이 및 전망



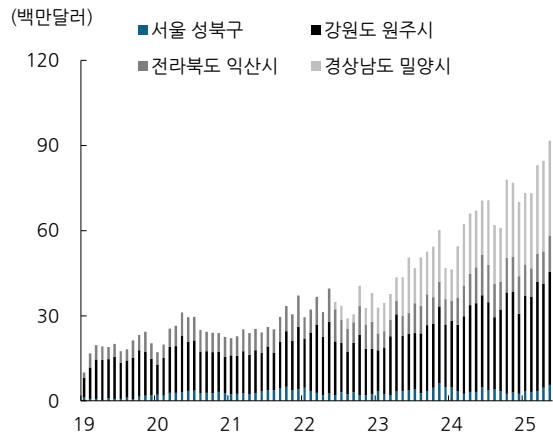
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림19 에스앤디 실적 추이



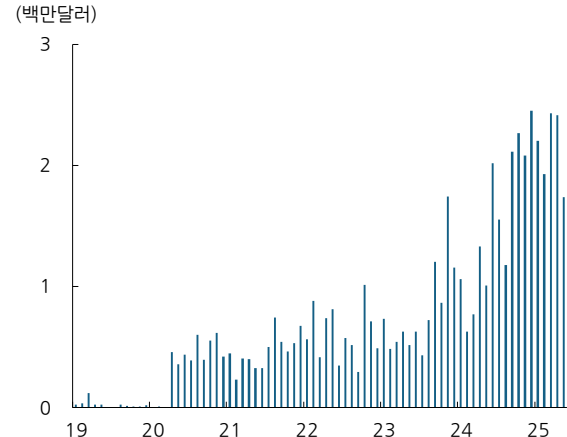
자료: 에스앤디, DS투자증권 리서치센터

그림20 삼양식품 추정 라면 수출 실적



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림21 삼양식품 소스 공장 소재 원주시 소스류 수출 실적



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 삼양식품 실적테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	553.3	597.3	630.5	1,192.9	1,728.0	2,310.1	2,882.7
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	30.4%	36.1%	31.7%	31.2%	44.9%	33.7%	24.8%
1. 해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	453.6	494.3	523.5	809.3	1,335.9	1,895.3	2,455.5
YoY	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	36.6%	45.0%	40.0%	33.6%	65.1%	41.9%	29.6%
2. 내수	96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	99.7	103.0	107.1	383.6	392.1	414.8	427.2
YoY	10.4%	-3.3%	2.8%	-0.1%	8.5%	8.0%	5.0%	2.0%	26.5%	2.2%	5.8%	3.0%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	135.6	137.3	136.2	147.5	344.6	543.0	691.2
YoY	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	51.5%	57.2%	55.3%	63.2%	133.6%	57.6%	27.3%
영업이익률	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	24.5%	23.0%	21.6%	12.4%	19.9%	23.5%	24.0%
순이익	66.5	70.3	58.7	75.7	99.0	102.1	103.4	102.6	126.6	271.3	407.0	519.4
YoY	194.5%	101.9%	55.4%	141.3%	48.9%	45.2%	76.0%	35.5%	57.7%	114.3%	50.1%	27.6%
순이익률	17.2%	16.6%	13.4%	15.8%	18.7%	18.5%	17.3%	16.3%	10.6%	15.7%	17.6%	18.0%

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

표3 에스앤디 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2022	2023	2024
매출액	18.2	21.8	23.3	24.9	23.8	28.8	28.9	34.6	35.7	73.3	88.3	116.1
YoY	4.9%	11.6%	35.8%	29.6%	30.8%	32.1%	23.8%	38.9%	49.9%	19.4%	20.4%	31.6%
1. 일반기능식품소재	14.8	18.5	18.9	20.8	21.1	24.8	25.5	30.9	32.7	60.1	72.9	102.3
YoY	7.4%	14.8%	37.0%	26.0%	42.7%	34.1%	35.2%	48.6%	54.6%	19.7%	21.3%	40.2%
2. 건강기능식품소재	3.0	2.9	3.8	3.7	2.4	3.6	3.1	3.3	2.7	12.0	13.4	12.4
YoY	-8.9%	-9.1%	24.7%	51.1%	-21.1%	24.0%	-17.4%	-10.8%	12.1%	22.4%	11.9%	-7.5%
3. 하청제품	0.2	0.3	0.6	0.3	0.3	0.4	0.1	0.3	0.3	0.8	1.5	1.1
YoY	29.3%	67.5%	121.6%	108.5%	11.7%	14.1%	-76.1%	-18.4%	13.8%	-3.3%	84.6%	-29.3%
4. 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4
YoY	97.1%	60.3%	-25.5%	-18.3%	-70.3%	-29.9%	25.0%	62.1%	58.5%	-24.7%	15.5%	-9.2%
영업이익	2.0	2.5	4.2	4.2	3.5	5.2	5.0	6.4	5.4	10.9	12.9	20.1
YoY	-33.1%	-22.3%	71.8%	82.8%	72.2%	110.2%	19.1%	54.1%	53.1%	19.3%	17.7%	56.2%
영업이익률	11.2%	11.3%	18.1%	16.7%	14.7%	17.9%	17.4%	18.5%	15.1%	14.9%	14.6%	17.3%
순이익	2.0	1.6	3.7	4.5	2.8	4.2	4.1	5.8	4.4	9.8	11.9	17.0
YoY	-17.5%	-38.4%	80.3%	66.7%	38.4%	164.4%	11.8%	28.9%	54.9%	28.0%	20.6%	43.4%
순이익률	11.2%	7.3%	15.8%	18.2%	11.9%	14.7%	14.3%	16.9%	12.3%	13.4%	13.4%	14.7%

자료: 에스앤디, DS투자증권 리서치센터 추정

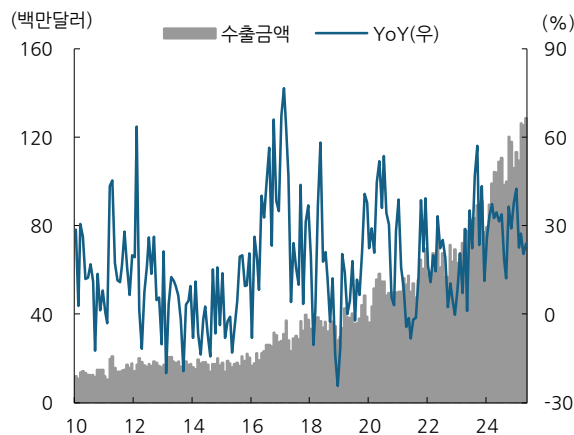
표4 라면 수출 실적 추이

구분	라면 수출										삼양식품 추정	
	금액(천달러)					YoY(%)					수출 금액	수출 YoY(%)
	전체	중국	미국	동남아6	기타	전체	중국	미국	동남아6	기타		
2020	598,526	149,437	78,819	107,769	262,501	29.0	20.5	48.9	9.7	39.2	299,049	30.2
2021	668,677	149,927	82,085	119,831	316,834	11.7	0.3	4.1	11.2	20.7	325,381	8.8
2022	765,012	186,842	78,012	132,660	367,498	14.4	24.6	-5.0	10.7	16.0	408,725	25.6
2023	951,868	216,776	125,971	154,677	454,444	24.4	16.0	61.5	16.6	23.7	553,852	35.5
2024	1,237,363	259,485	210,919	185,731	581,228	30.0	19.7	67.4	20.1	27.9	785,378	41.8
1Q23	202,167	49,636	19,733	32,531	100,267	11.6	32.3	-29.6	-1.7	21.5	105,126	6.8
2Q23	238,553	37,675	42,942	44,345	113,591	20.1	-27.2	101.6	43.6	19.9	137,553	29.8
3Q23	254,939	63,364	33,049	41,183	117,343	40.9	65.9	130.1	15.0	26.7	149,790	61.0
4Q23	256,209	66,101	30,247	36,618	123,243	25.5	11.4	111.5	11.3	26.2	161,383	45.0
1Q24	267,923	41,240	45,272	47,250	134,161	32.5	-16.9	129.4	45.2	33.8	163,139	55.2
2Q24	316,684	69,464	53,896	42,914	150,410	32.8	84.4	25.5	-3.2	32.4	203,693	48.1
3Q24	308,977	69,124	52,352	47,739	139,762	21.2	9.1	58.4	15.9	19.1	193,672	29.3
4Q24	343,779	79,657	59,399	47,828	156,895	34.2	20.5	96.4	30.6	27.3	224,874	39.3
1Q25	348,870	76,025	63,431	51,943	157,471	30.2	84.3	40.1	9.9	17.4	229,456	40.7
24/01	79,385	8,221	10,069	14,370	46,725	26.0	-48.6	115.8	49.5	42.9	46,282	40.7
24/02	89,449	13,603	17,129	15,334	43,383	33.4	-24.2	148.0	59.2	33.2	54,524	57.6
24/03	99,089	19,416	18,074	17,546	44,053	37.4	23.8	121.5	32.0	25.9	62,333	65.5
24/04	104,086	24,194	17,599	16,026	46,267	32.4	94.2	32.7	9.7	20.9	66,055	52.0
24/05	103,829	23,550	16,662	13,997	49,620	34.4	123.0	21.0	-1.2	28.1	67,044	53.8
24/06	108,769	21,720	19,635	12,891	54,523	31.5	48.2	23.4	-17.2	49.0	70,594	39.8
24/07	110,497	26,897	17,797	15,263	50,540	33.9	30.1	168.3	11.6	21.7	70,692	51.3
24/08	98,574	20,516	18,048	15,195	44,815	18.2	3.1	23.3	17.1	25.0	62,027	22.8
24/09	99,906	21,711	16,507	17,281	44,407	12.2	-4.7	40.1	18.9	11.1	60,953	16.0
24/10	120,073	25,109	22,608	16,616	55,740	36.4	5.9	122.0	45.3	30.5	77,981	43.5
24/11	117,738	26,555	19,180	17,368	54,635	29.1	3.0	75.6	27.5	33.7	76,894	27.8
24/12	105,968	27,993	17,611	13,844	46,520	37.7	68.6	92.7	19.8	17.3	69,999	49.4
25/01	113,080	20,532	20,385	18,557	53,606	42.4	149.8	102.5	29.1	14.7	73,303	58.4
25/02	109,578	26,714	19,353	15,142	48,369	22.5	96.4	13.0	-1.3	11.5	73,185	34.2
25/03	126,212	28,779	23,693	18,244	55,496	27.4	48.2	31.1	4.0	26.0	82,968	33.1
25/04	125,377	27,441	22,949	17,640	57,347	20.5	13.4	30.4	10.1	23.9	84,581	28.0
25/05	128,634	28,396	27,444	16,036	56,758	23.9	20.6	64.7	14.6	14.4	91,619	36.7

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

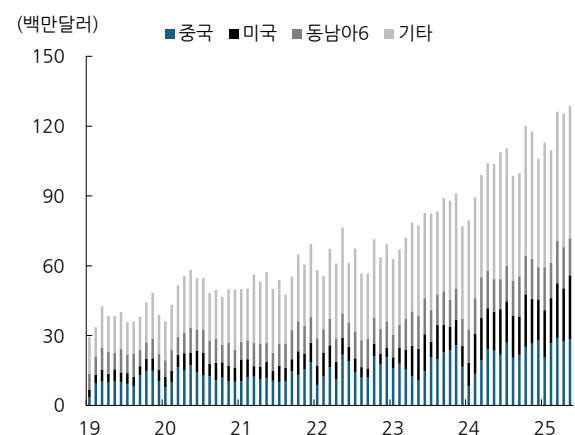
주2: 동남아6는 태국, 말레이시아, 인도네시아, 필리핀, 베트남, 싱가포르 지역의 합산

그림22 월별 라면 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림23 국가별 라면 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

KT&G(033780) & PMI(PM US)

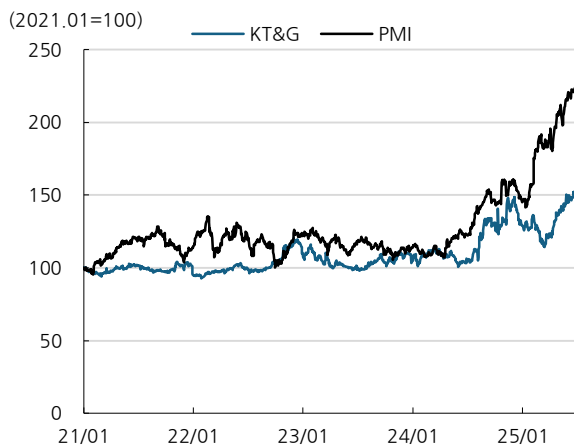
담배 수출과 NGP 성장

KT&G와 PMI

밸류에이션 리레이팅

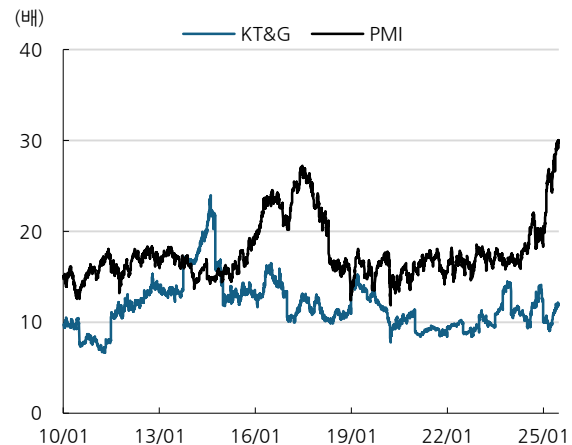
음식료 두번째 동반 성장 조합은 KT&G와 Philip Morris International(이하 PMI)이다. KT&G는 일반 담배 해외 수출로 담배 부문 실적 성장 및 수익성 개선을 시현하고 있고 차세대 담배(NGP)의 해외 판매는 PMI와 협력 중이다. KT&G는 23년 1월 PMI가 무연제품 디바이스 및 스틱 등 소모품을 한국을 제외한 전세계 시장에 15년(2023~2038)동안 판매하는 계약을 체결했다. 한편 PMI의 주가는 24년을 기점으로 큰 폭으로 상승해 24년~25년 6월까지 +91% 상승했고 밸류에이션은 20~23년 평균 PER 15배에서 24년 이후 20배 이상으로 상승했다. 동기간 KT&G도 주가가 +44% 상승했고 밸류에이션은 10배에서 13배로 상승했다. 역사적 신고가를 경신 중인 PMI와 함께 KT&G도 NGP 신제품 출시, 일반 담배 해외 성장 지속, 주주 환원 확대로 실적 성장 및 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

그림24 KT&G와 PMI 주가 추이



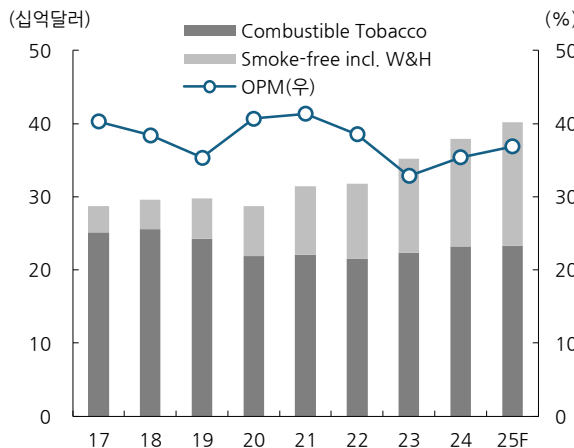
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림25 KT&G와 PMI 밸류에이션 추이



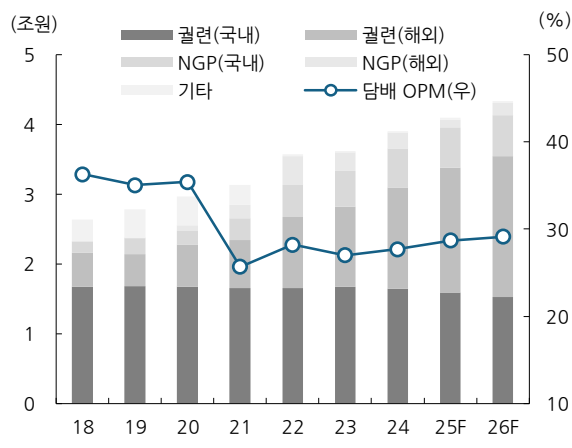
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림26 PMI 실적 추이 및 전망



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터 추정

그림27 KT&G 실적 추이 및 전망



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 KT&G 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,292.3	1,423.8	1,636.3	1,556.4	1,491.1	1,473.3	1,687.6	1,619.5	5,862.6	5,908.8	6,271.5	6,588.2
YoY	-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	3.5%	3.1%	4.1%	0.2%	0.8%	6.1%	5.0%
1. 담배	856.6	989.9	1,047.8	1,012.0	988.0	999.9	1,067.6	1,040.7	3,619.0	3,906.3	4,096.2	4,333.5
YoY	-0.1%	11.5%	7.7%	12.4%	15.3%	1.0%	1.9%	2.8%	1.3%	7.9%	4.9%	5.8%
1-1. NGP	176.3	197.7	193.2	216.7	159.0	163.8	182.0	185.0	779.4	783.9	689.8	754.3
YoY	-11.7%	4.0%	-0.8%	11.1%	-9.8%	-17.2%	-5.8%	-14.6%	-11.0%	0.6%	-12.0%	9.4%
1) 국내	130.1	137.3	156.6	135.0	138.5	140.3	157.4	142.5	519.4	559.0	578.8	584.1
YoY	1.7%	10.9%	15.2%	2.5%	6.5%	2.2%	0.5%	5.6%	11.5%	7.6%	3.5%	0.9%
2) 해외	46.2	60.4	36.6	81.7	20.5	23.4	24.6	42.5	260.1	224.9	111.0	170.2
YoY	-35.6%	-8.7%	-37.9%	29.1%	-55.6%	-61.2%	-32.9%	-48.0%	-36.6%	-13.5%	-50.7%	53.3%
1-2. 궐련	674.7	788.0	850.6	786.0	822.7	831.5	881.1	845.2	2,817.4	3,099.3	3,380.5	3,550.0
YoY	3.0%	13.9%	10.5%	12.1%	21.9%	5.5%	3.6%	7.5%	5.5%	10.0%	9.1%	5.0%
1) 국내	382.9	428.9	430.9	406.5	373.6	411.6	410.6	393.8	1,678.0	1,649.2	1,589.5	1,522.3
YoY	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.7%	-2.4%	-4.0%	-4.7%	-3.1%	1.1%	-1.7%	-3.6%	-4.2%
2) 해외	291.8	359.1	419.7	379.5	449.1	419.9	470.6	451.4	1,139.5	1,450.1	1,791.0	2,027.7
YoY	10.1%	35.3%	30.5%	32.1%	53.9%	16.9%	12.1%	19.0%	12.8%	27.3%	23.5%	13.2%
1-3. 반제품	5.6	4.1	4.0	9.3	6.3	4.6	4.5	10.5	22.2	23.0	25.9	29.1
YoY	75.0%	-31.9%	-51.2%	93.8%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	-20.6%	3.5%	12.5%	12.5%
2. 건기식	308.4	265.1	405.8	322.3	314.4	272.8	416.1	334.5	1,393.5	1,301.6	1,337.8	1,378.6
YoY	-19.7%	1.6%	-1.7%	-4.0%	1.9%	2.9%	2.5%	3.8%	0.3%	-6.6%	2.8%	3.1%
2-1. 국내	243.3	172.5	320.5	188.7	247.0	175.1	325.4	191.6	1,056.5	925.0	939.1	953.3
YoY	-24.0%	-11.0%	-8.4%	-2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	-4.3%	-12.4%	1.5%	1.5%
2-2. 해외	65.1	92.6	85.3	133.6	67.4	97.7	90.7	142.9	337.0	376.6	398.7	425.3
YoY	1.9%	38.4%	35.6%	-6.8%	3.5%	5.5%	6.4%	7.0%	18.2%	11.8%	5.9%	6.7%
3. 부동산	45.2	80.5	98.5	137.1	100.4	104.9	113.3	152.4	552.9	361.3	470.9	498.9
YoY	-46.1%	-29.2%	-56.2%	5.1%	122.1%	30.2%	15.0%	11.2%	-8.9%	-34.7%	30.3%	5.9%
4. 기타	82.1	88.3	84.2	85.7	88.3	95.8	90.6	91.9	306.7	340.3	366.7	377.2
YoY	17.1%	20.3%	6.4%	1.9%	7.6%	8.5%	7.6%	7.3%	9.0%	11.0%	7.7%	2.9%
영업이익	236.6	322.0	417.8	212.5	285.6	340.4	426.3	260.6	1,167.3	1,188.8	1,312.9	1,411.0
YoY	-25.3%	30.8%	2.7%	7.3%	20.7%	5.7%	2.1%	22.6%	-7.9%	1.8%	10.4%	7.5%
영업이익률	18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	23.1%	25.3%	16.1%	19.9%	20.1%	20.9%	21.4%
1. 담배	206.6	316.4	335.0	223.5	252.9	325.0	347.0	249.8	977.0	1,081.5	1,174.6	1,262.4
YoY	-12.7%	30.4%	24.4%	-2.1%	22.4%	2.7%	3.6%	11.8%	-3.2%	10.7%	8.6%	7.5%
영업이익률	24.1%	32.0%	32.0%	22.1%	25.6%	32.5%	32.5%	24.0%	27.0%	27.7%	28.7%	29.1%
2. 건기식	23.0	-1.5	68.8	5.6	18.2	1.4	66.6	10.0	117.1	95.9	96.2	106.0
YoY	-58.2%	적지	13.3%	-53.7%	-20.9%	흑전	-3.2%	79.2%	33.5%	-18.1%	0.3%	10.2%
영업이익률	7.5%	-0.6%	17.0%	1.7%	5.8%	0.5%	16.0%	3.0%	8.4%	7.4%	7.2%	7.7%
3. 부동산	2.6	2.9	12.7	-22.7	10.4	10.5	11.3	-1.5	69.1	-4.5	30.7	33.8
YoY	-89.3%	-79.6%	-83.4%	적지	300.0%	261.6%	-10.8%	적지	-61.7%	적전	흑전	10.3%
영업이익률	5.8%	3.6%	12.9%	-16.6%	10.4%	10.0%	10.0%	-1.0%	12.5%	-1.2%	6.5%	6.8%
4. 기타	4.4	3.7	1.2	2.0	4.1	3.6	1.4	2.4	4.0	11.3	11.5	8.7
YoY	528.6%	흑전	300.0%	-33.3%	-6.8%	-2.0%	19.8%	17.8%	흑전	182.5%	1.9%	-24.2%
영업이익률	5.4%	4.2%	1.4%	2.3%	4.6%	3.8%	1.6%	2.6%	1.3%	3.3%	3.1%	2.3%
순이익	285.6	312.8	241.5	325.1	257.9	290.9	332.5	201.6	922.4	1,165.0	1,082.9	1,149.4
YoY	4.2%	54.9%	-27.5%	187.9%	-9.7%	-7.0%	37.7%	-38.0%	-8.3%	26.3%	-7.0%	6.1%
순이익률	22.1%	22.0%	14.8%	20.9%	17.3%	19.7%	19.7%	12.4%	15.7%	19.7%	17.3%	17.4%

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 PMI 실적 테이블

(백만달러, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2022	2023	2024	2025F
매출액	8,793.0	9,468.0	9,911.0	9,706.0	9,301.0	31,762.0	35,174.0	37,878.0	40,150.7
YoY	9.7%	5.6%	8.4%	7.3%	5.8%	1.1%	10.7%	7.7%	6.0%
사업부별									
일반 담배(Combustible Tobacco)	5,407.0	5,858.0	6,134.0	5,819.0	5,406.0	21,572.0	22,334.0	23,218.0	
YoY	3.5%	1.2%	5.2%	6.0%	0.0%	-2.2%	3.5%	4.0%	
무연 담배(Smoke-free incl. W&H)	3,386.0	3,610.0	3,777.0	3,887.0	3,895.0	10,190.0	12,840.0	14,660.0	
YoY	21.1%	13.6%	14.1%	9.2%	15.0%	9.1%	26.0%	14.2%	
담배 판매량(십억개비)	176.3	193.2	198.6	188.5	181.8	731.1	738.2	756.6	
YoY	3.1%	2.5%	2.6%	1.9%	3.1%	1.6%	1.0%	2.5%	
1)일반 담배	143.2	157.6	163.2	152.8	144.8	621.9	612.9	616.8	
YoY	-0.4%	0.4%	1.3%	1.1%	1.1%	-0.5%	-1.4%	0.6%	
2)전자 담배(Heated Products)	33.1	35.5	35.3	35.7	37.1	109.2	125.3	139.7	
YoY	20.9%	13.1%	8.9%	5.1%	11.9%	14.9%	14.7%	11.6%	
3)PMI Oral SFP(million cans)	242.5	243.9	260.7	274.6	318.0		799.3	1,021.7	
YoY	39.9%	23.6%	24.7%	25.1%	31.1%			27.8%	
Nicotine Pouches	145.7	149.9	164.6	183.8	223.4		421.1	644.0	
YoY	79.2%	50.7%	43.6%	46.2%	53.3%			52.9%	
매출총이익	5,598.0	6,123.0	6,545.0	6,283.0	6,261.0	20,360.0	22,281.0	24,549.0	
YoY	12.4%	6.7%	9.5%	12.5%	11.8%	-4.7%	9.4%	10.2%	
매출총이익률	63.7%	64.7%	66.0%	64.7%	67.3%	64.1%	63.3%	64.8%	
사업부별									
일반 담배(Combustible Tobacco)	3,452.0	3,775.0	3,947.0	3,657.0	3,519.0	14,475.0	14,097.0	14,831.0	
YoY	3.0%	1.8%	5.7%	10.7%	1.9%		-2.6%	5.2%	
매출총이익률	63.8%	64.4%	64.3%	62.8%	65.1%	67.1%	63.1%	63.9%	
무연 담배(Smoke-free incl. W&H)	2,146.0	2,348.0	2,598.0	2,626.0	2,742.0	5,885.0	8,184.0	9,718.0	
YoY	31.8%	15.6%	15.9%	15.1%	27.8%		39.1%	18.7%	
매출총이익률	63.4%	65.0%	68.8%	67.6%	70.4%	57.8%	63.7%	66.3%	
영업이익	3,045.0	3,444.0	3,654.0	3,259.0	3,544.0	12,246.0	11,556.0	13,402.0	14,809.2
YoY	11.5%	34.2%	8.4%	12.8%	16.4%	-5.6%	-5.6%	16.0%	10.5%
영업이익률	34.6%	36.4%	36.9%	33.6%	38.1%	38.6%	32.9%	35.4%	36.9%
순이익	2,246.0	2,528.0	3,215.0	-486.0	2,837.0	9,527.0	8,268.0	7,503.0	
YoY	6.9%	50.3%	48.1%	적전	26.3%	-1.9%	-13.2%	-9.3%	
순이익률	25.5%	26.7%	32.4%	-5.0%	30.5%	30.0%	23.5%	19.8%	

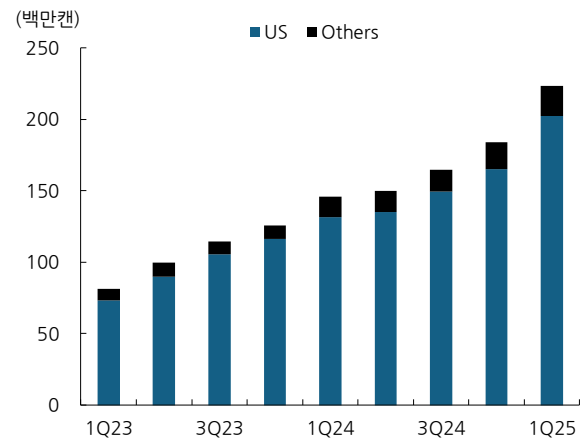
자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림28 PMI의 니코틴파우치 제품 ZYN



자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

그림29 PMI의 니코틴 파우치 판매량



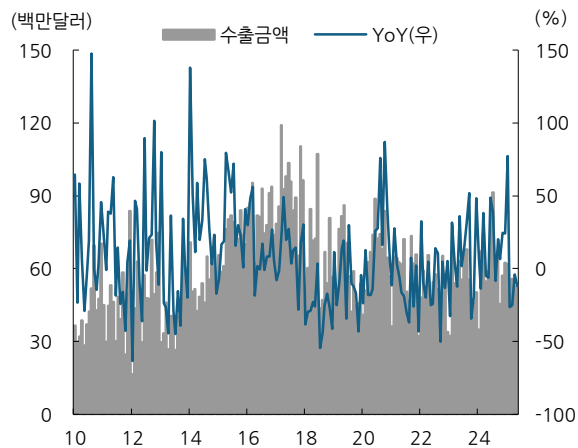
자료: PMI, DS투자증권 리서치센터

표7 담배/맥주 수출입 실적 추이

품목	담배 수출						맥주 수출입					
	금액(천 달러)			YoY(%)			금액(천 달러)			YoY(%)		
	전체	KT&G		전체	KT&G		수출	수입		수출	수입	
		UAE	추정		UAE	추정		일본			일본	
2020	803,706	222,992	606,553	12.3	117.1	28.3	70,127	226,405	5,669	-51.9	-18.8	-85.7
2021	692,537	163,914	491,431	-13.8	-26.5	-19.0	59,580	223,173	6,874	-15.0	-1.4	21.3
2022	626,941	163,406	433,394	-9.5	-0.3	-11.8	69,901	195,081	14,484	17.3	-12.6	110.7
2023	667,924	162,795	451,846	6.5	-0.4	4.3	76,357	218,195	55,515	9.2	11.8	283.3
2024	757,751	197,054	538,407	13.4	21.0	19.2	77,840	205,271	67,447	1.9	-5.9	21.5
1Q23	163,862	41,381	109,644	3.3	3.1	-3.3	20,039	56,256	6,626	20.9	-2.8	148.4
2Q23	176,020	41,041	120,156	5.7	10.3	2.4	17,165	53,509	9,323	8.0	39.3	259.3
3Q23	189,217	72,511	137,118	29.7	78.2	42.6	21,785	60,030	20,016	-6.1	7.9	299.4
4Q23	138,825	7,862	84,928	-11.0	-82.7	-20.3	17,368	48,400	19,550	22.3	12.2	364.3
1Q24	176,437	49,001	113,817	7.7	18.4	3.8	17,078	45,154	14,926	-14.8	-19.7	125.3
2Q24	196,161	57,705	138,752	11.4	40.6	15.5	19,391	54,981	17,344	13.0	2.8	86.0
3Q24	220,067	66,901	161,931	16.3	-7.7	18.1	20,882	55,276	17,749	-4.1	-7.9	-11.3
4Q24	165,086	23,447	123,907	18.9	198.2	45.9	20,489	49,860	17,428	18.0	3.0	-10.9
1Q25	166,764	62,671	126,187	-5.5	27.9	10.9	19,311	48,567	16,618	13.1	7.6	11.3
24/01	34,828	0	17,273	7.6	-100.0	0.5	4,561	13,629	4,773	-22.9	-19.4	138.2
24/02	67,060	17,885	44,363	-13.6	-35.4	-24.8	5,012	16,204	6,365	-34.5	-3.7	278.0
24/03	74,549	31,116	52,181	38.3	344.1	55.9	7,505	15,321	3,788	16.1	-32.0	28.9
24/04	54,650	6,772	33,789	-5.1	-39.7	-12.9	6,089	18,576	5,935	2.8	7.9	93.1
24/05	59,009	18,711	40,322	-6.4	-10.5	-6.7	6,782	17,792	5,297	35.7	3.5	213.6
24/06	82,502	32,222	64,641	48.9	262.0	69.3	6,520	18,613	6,112	4.4	-2.5	34.0
24/07	91,317	30,309	66,289	38.6	10.3	40.4	7,967	19,424	5,500	31.1	-5.3	-18.8
24/08	62,096	22,250	46,177	-8.6	-26.1	-10.4	6,506	17,081	5,259	-15.0	-24.7	-29.7
24/09	66,654	14,342	49,465	20.3	-4.1	29.0	6,409	18,771	6,990	-20.5	11.5	21.3
24/10	45,530	0	30,863	6.5	-100.0	18.7	9,699	20,075	6,027	63.5	15.7	-1.8
24/11	57,141	7,986	41,293	24.6	n/a	55.0	5,752	15,564	5,577	-3.6	-15.2	-31.9
24/12	62,415	15,461	51,751	24.3	n/a	60.3	5,038	14,221	5,824	-7.9	12.0	11.6
25/01	61,680	31,625	48,373	77.1	n/a	180.0	5,733	16,422	5,257	25.7	20.5	10.1
25/02	49,340	17,689	36,603	-26.4	-1.1	-17.5	5,803	16,041	6,765	15.8	-1.0	6.3
25/03	55,744	13,393	41,211	-25.2	-57.0	-21.0	7,775	16,104	4,596	3.6	5.1	21.3
25/04	52,545	22,601	37,932	-3.9	233.7	12.3	8,072	16,324	5,206	32.6	-12.1	-12.3
25/05	51,983	16,559	32,423	-11.9	-11.5	-19.6	7,552	18,923	6,340	11.4	6.4	19.7

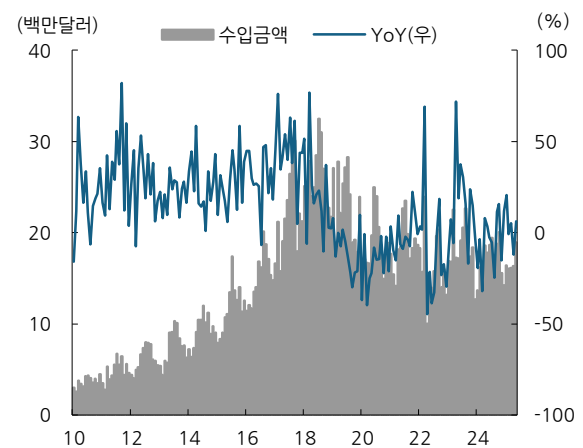
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림30 국내 담배 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림31 국내 맥주 수입 금액 추이



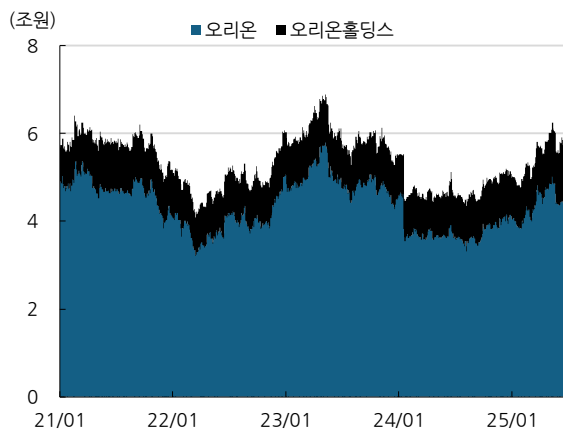
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

오리온(271560) & 오리온홀딩스(001800)

그룹사 시총 반등
오리온 실적 반등 및
주주 환원 확대로
오리온 홀딩스 주가 상승

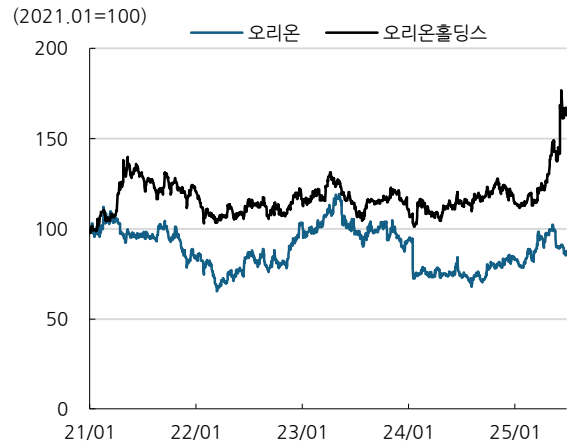
음식료 세번째 동반 성장 조합은 오리온과 오리온홀딩스다. 오리온홀딩스는 오리온의 지분 37.37%를 보유한 지주회사로 24년 연결 매출액 3조 1,952억원 중 오리온이 담당한 제과 부문 매출액이 3.1조원으로 오리온 실적이 대부분을 차지하고 있다. 오리온은 중국, 한국, 베트남, 러시아, 인도 등에서 과자류를 생산 및 판매하고 있다. 24년 1월 오리온과 오리온홀딩스의 주가는 오리온이 레고캠바이오의 지분 25.6%를 5,484억원에 인수한다는 발표 후 급락했다. 이후 레고캠바이오의 기업가치 상승과 오리온의 국내외 CAPA 투자, 신규 배당 정책(24~26년 연결기준 배당성향 20% 이상)발표로 반등했다. 다만 최근 오리온홀딩스의 상대수익률이 더 높은데 오리온 배당 증가 및 바이오 사업가치 상승, 부동산 가치 반영 때문이다. 그러나 여전히 그룹사 시가총액 반등은 오리온의 실적 성장 및 주주 환원 확대가 주도할 전망이다.

그림32 오리온과 오리온 홀딩스 시가총액 추이



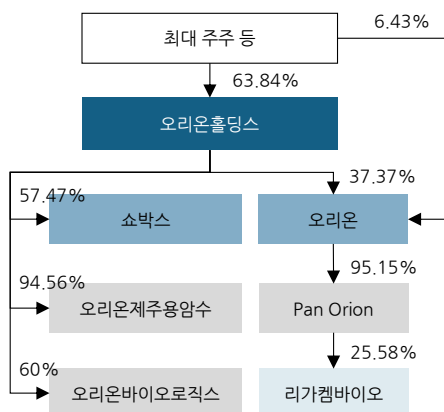
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림33 오리온과 오리온 홀딩스 주가 추이



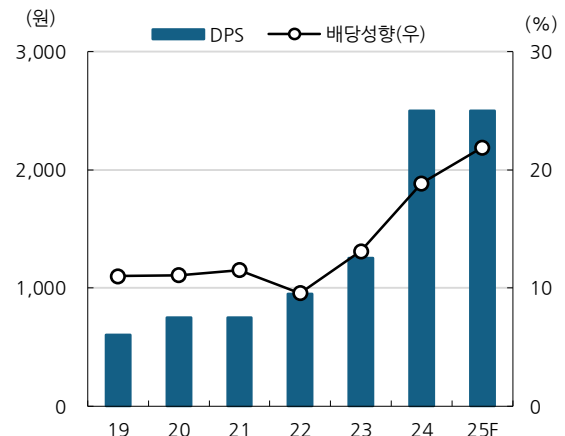
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림34 오리온 그룹 지배구조



자료: 오리온홀딩스, DS투자증권 리서치센터

그림35 오리온 배당 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

표8 오리온 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	748.4	719.3	774.9	861.8	801.8	782.2	851.3	887.8	2,912.4	3,104.3	3,323.1	3,536.1
YoY	12.7%	0.8%	1.1%	12.2%	7.1%	8.8%	9.9%	3.0%	1.4%	6.6%	7.0%	6.4%
1. 국내	271.6	277.8	271.1	277.1	282.4	292.0	285.4	291.3	1,070.0	1,097.6	1,151.1	1,183.0
YoY	9.5%	1.6%	-0.4%	0.2%	4.0%	5.1%	5.3%	5.1%	13.9%	2.6%	4.9%	2.8%
2. 중국	306.4	295.8	322.3	345.6	328.2	305.9	351.2	330.4	1,179.0	1,270.1	1,315.7	1,398.6
YoY	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	3.4%	9.0%	-4.4%	-7.5%	7.7%	3.6%	6.3%
3. 베트남	118.2	98.4	121.7	176.2	128.3	104.1	131.3	185.6	475.5	514.5	549.3	601.5
YoY	12.2%	2.8%	3.5%	12.3%	8.5%	5.9%	7.9%	5.3%	0.5%	8.2%	6.8%	9.5%
4. 러시아	50.5	49.1	61.9	69.0	67.2	82.2	85.5	82.4	200.3	230.5	317.3	363.3
YoY	4.8%	-4.9%	27.6%	32.6%	33.0%	67.4%	38.2%	19.5%	-4.5%	15.1%	37.7%	14.5%
5. 기타/조정	1.6	-1.8	-2.1	-6.1	-4.3	-2.0	-2.0	-2.0	-12.4	-8.3	-10.3	-10.3
영업이익	125.1	121.7	137.1	159.7	131.4	127.0	149.6	168.2	492.4	543.6	576.2	625.5
YoY	26.2%	8.4%	-2.6%	13.8%	5.0%	4.4%	9.1%	5.4%	5.5%	10.4%	6.0%	8.6%
영업이익률	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	16.2%	17.6%	18.9%	16.9%	17.5%	17.3%	17.7%
1. 국내	43.8	46.9	43.8	43.9	46.3	49.6	47.9	47.2	168.8	178.5	191.1	198.8
YoY	17.1%	5.8%	2.0%	-0.4%	5.6%	5.8%	9.5%	7.5%	20.3%	5.7%	7.1%	4.0%
영업이익률	16.1%	16.9%	16.2%	15.8%	16.4%	17.0%	16.8%	16.2%	15.8%	16.3%	16.6%	16.8%
2. 중국	54.2	55.9	63.5	70.3	56.0	53.5	68.5	66.1	221.0	243.9	244.1	264.2
YoY	41.5%	9.3%	-12.7%	19.6%	3.2%	-4.3%	7.8%	-6.0%	4.4%	10.4%	0.0%	8.2%
영업이익률	17.7%	18.9%	19.7%	20.3%	17.1%	17.5%	19.5%	20.0%	18.7%	19.2%	18.5%	18.9%
3. 베트남	19.4	15.3	23.8	41.5	21.2	15.6	24.9	42.7	87.5	100.1	104.5	117.8
YoY	18.2%	13.6%	8.5%	16.7%	9.2%	1.8%	4.7%	2.8%	-2.6%	14.5%	4.3%	12.7%
영업이익률	16.5%	15.6%	19.6%	23.6%	16.5%	15.0%	19.0%	23.0%	18.4%	19.5%	19.0%	19.6%
4. 러시아	7.8	6.7	9.2	13.1	8.6	10.2	12.2	15.3	32.1	36.9	46.3	54.5
YoY	-5.2%	-13.0%	37.6%	39.4%	9.2%	52.8%	32.5%	16.5%	-7.7%	14.9%	25.5%	17.7%
영업이익률	15.5%	13.6%	14.9%	19.0%	12.8%	12.4%	14.3%	18.5%	16.0%	16.0%	14.6%	15.0%
5. 기타/조정	-0.2	-3.2	-3.3	-9.2	-0.7	-2.0	-4.0	-3.0	-16.9	-15.8	-9.7	-9.7
순이익	99.8	76.2	102.6	254.7	106.1	100.3	116.8	130.5	385.0	533.2	453.7	487.1
YoY	28.4%	-8.8%	-6.4%	123.1%	6.4%	31.7%	13.8%	-48.8%	-3.6%	38.5%	-14.9%	7.4%
순이익률	13.3%	10.6%	13.2%	29.5%	13.2%	12.8%	13.7%	14.7%	13.2%	17.2%	13.7%	13.8%

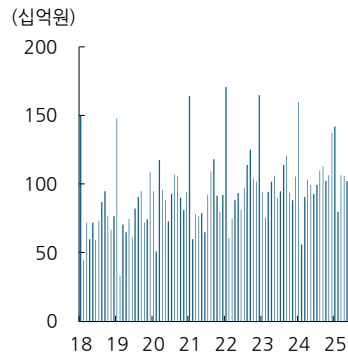
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

표9 오리온홀딩스 실적 테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2022	2023	2024
매출액	676.2	717.5	784.7	775.4	811.0	735.9	779.1	869.3	813.0	2,934.6	2,953.8	3,195.2
YoY	2.3%	13.2%	1.7%	-10.7%	19.9%	2.6%	-0.7%	12.1%	0.3%	21.5%	0.7%	8.2%
1. 지주	18.7	4.8	5.1	5.1	23.6	4.9	5.2	5.8	50.6	30.5	33.7	39.5
YoY	20.9%	4.8%	-0.6%	-4.6%	25.8%	4.2%	1.4%	14.0%	114.9%	10.7%	10.4%	17.3%
1-1. 로열티수익	2.9	3.0	3.4	3.3	3.3	3.1	3.4	4.0	6.4	12.7	12.6	13.8
YoY	1.4%	6.3%	-0.2%	-8.9%	13.1%	4.5%	0.2%	19.6%	94.3%	23.4%	-0.9%	9.3%
1-2. 임대수익	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	6.6	7.0	7.2
YoY	15.5%	2.3%	-1.4%	4.6%	0.9%	3.7%	3.6%	3.4%	6.1%	8.5%	4.9%	2.9%
1-3. 배당수익	14.1	0.0	0.0	0.0	18.5	0.0	0.0	0.0	42.4	11.1	14.1	18.5
YoY	26.6%	적지	적지	적지	31.4%	적지	적지	적지	128.8%	0.1%	26.6%	31.4%
2. 제과	662.8	712.8	765.3	767.3	747.3	718.2	773.8	860.8	800.7	2,873.2	2,908.2	3,100.1
YoY	1.5%	13.6%	3.2%	-9.9%	12.8%	0.8%	1.1%	12.2%	7.1%	22.0%	1.2%	6.6%
3. 영상	13.2	4.4	19.2	7.7	63.2	17.0	4.9	8.1	11.7	60.3	44.5	93.1
YoY	72.6%	-25.3%	-35.5%	-54.6%	380.1%	287.7%	-74.7%	4.2%	-81.4%	3.3%	-26.2%	109.4%
4. 기타/조정	-18.4	-4.5	-4.9	-4.7	-23.2	-4.2	-4.8	-5.3	-50.1	-29.3	-32.5	-37.5
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익	85.7	96.5	105.8	117.4	130.4	111.5	122.1	142.3	116.4	399.8	405.5	506.2
YoY	-6.7%	34.7%	1.5%	-11.0%	52.0%	15.5%	15.3%	21.2%	-10.7%	26.6%	1.4%	24.9%
영업이익률	12.7%	13.5%	13.5%	15.1%	16.1%	15.2%	15.7%	16.4%	14.3%	13.6%	13.7%	15.8%
순이익	67.9	60.9	73.7	87.9	112.2	60.3	83.2	223.8	96.7	323.6	290.4	479.5
YoY	3.7%	8.0%	0.9%	-31.7%	65.3%	-1.0%	12.9%	154.6%	-13.8%	43.6%	-10.2%	65.1%
순이익률	10.0%	8.5%	9.4%	11.3%	13.8%	8.2%	10.7%	25.7%	11.9%	11.0%	9.8%	15.0%

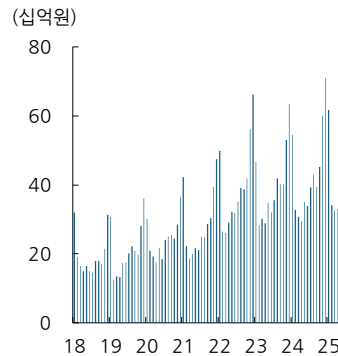
자료: 에스앤디, DS투자증권 리서치센터 추정

그림36 중국 월매출 추이



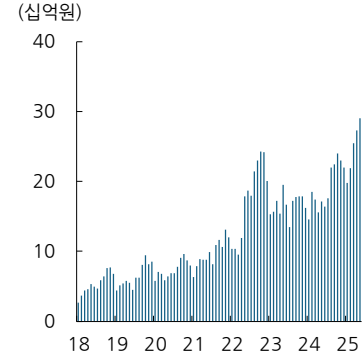
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림37 베트남 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림38 러시아 월매출 추이



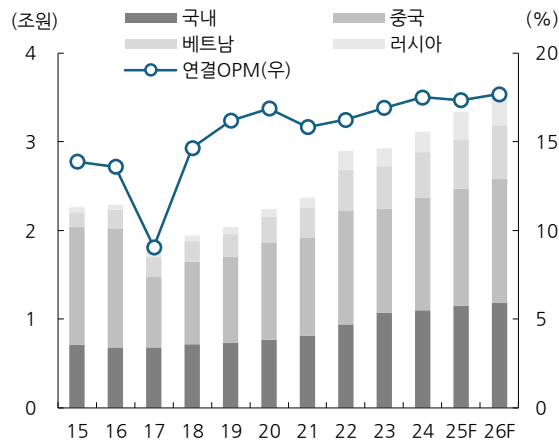
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표10 오리온 월별 실적 추이

당월(십억원)	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	24/12	25/01	25/02	25/03	25/04	25/05
매출액														
한국(오리온)	95.4	96.9	85.4	92.0	90.5	88.5	98.8	93.8	95.7	94.5	89.0	98.8	98.3	103.0
중국(OFC)	103.3	99.4	93.1	99.5	109.7	113.1	102.2	106.4	137.0	142.0	79.9	106.3	106.0	102.4
베트남(OFCV)	29.5	35.0	33.9	39.3	43.0	39.4	45.2	60.1	71.0	61.7	34.1	32.5	33.0	35.5
러시아(OIE)	15.6	17.1	16.4	17.6	22.0	22.4	24.0	23.0	22.0	19.8	21.9	25.5	27.3	29.0
합산	243.8	248.4	228.8	248.4	265.2	263.4	270.2	283.3	325.7	318.0	224.9	263.1	264.6	269.9
YoY														
한국(오리온)	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%	5.0%	1.2%	3.5%	7.2%	3.0%	6.3%
중국(OFC)	1.3%	-6.1%	4.0%	4.7%	-3.5%	-6.5%	8.8%	20.8%	29.6%	-11.1%	42.2%	17.6%	2.6%	3.0%
베트남(OFCV)	2.4%	0.3%	5.9%	10.4%	2.9%	-2.0%	12.2%	13.2%	11.8%	13.0%	4.0%	5.5%	11.9%	1.4%
러시아(OIE)	1.3%	-12.3%	-1.8%	30.4%	27.9%	25.8%	34.1%	28.5%	35.8%	35.6%	18.4%	46.6%	75.0%	69.6%
합산	2.8%	-1.9%	0.5%	6.3%	0.2%	-2.3%	10.2%	12.6%	17.8%	-1.4%	16.2%	14.0%	8.5%	8.7%
YoY(현지통화)														
한국(오리온)	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%	5.0%	1.2%	3.5%	7.2%	3.0%	6.3%
중국(OFC)	2.9%	-5.4%	-0.8%	-1.5%	-7.2%	-9.6%	4.9%	13.0%	20.0%	-17.5%	32.4%	8.0%	-2.2%	0.4%
베트남(OFCV)	5.8%	5.7%	7.9%	10.0%	5.0%	-0.5%	13.8%	10.9%	6.5%	6.3%	-0.6%	-0.4%	9.1%	1.4%
러시아(OIE)	12.1%	-1.8%	-2.4%	16.9%	16.1%	18.6%	32.3%	34.1%	40.8%	43.2%	10.2%	25.9%	48.6%	46.8%
합산														
영업이익														
한국(오리온)	16.3	17.5	12.9	15.1	15.2	13.4	17.7	16.4	9.8	17.2	14.0	15.4	16.1	18.7
중국(OFC)	21.4	19.1	15.5	16.9	21.7	25.0	19.3	21.2	29.8	24.4	11.3	20.3	19.1	17.7
베트남(OFCV)	3.5	6.4	5.5	7.3	9.0	7.6	9.7	14.9	16.9	12.5	4.7	4.0	3.9	5.6
러시아(OIE)	2.2	2.5	2.0	2.3	3.2	4.0	4.6	4.3	4.2	2.7	2.7	3.2	3.5	3.5
합산	43.4	45.5	35.9	41.6	49.1	50.0	51.3	56.8	60.7	56.8	32.7	42.9	42.6	45.5
YoY														
한국(오리온)	9.4%	8.7%	-5.1%	8.6%	3.4%	-6.3%	7.9%	3.1%	-16.9%	6.2%	9.4%	3.4%	-1.2%	6.9%
중국(OFC)	21.6%	-2.1%	9.9%	0.0%	-23.9%	-8.4%	1.0%	21.1%	34.2%	-27%	190%	19.4%	-10.7%	-7.3%
베트남(OFCV)	12.9%	10.3%	17.0%	19.7%	9.8%	0.0%	18.3%	19.2%	13.4%	20.2%	4.4%	-13.0%	11.4%	-12.5%
러시아(OIE)	-12.0%	-19.4%	-4.8%	35.3%	33.3%	53.8%	39.4%	30.3%	50.0%	22.7%	-6.9%	19%	59.1%	40.0%
합산	13.9%	2.2%	4.1%	7.8%	-8.7%	-3.5%	9.1%	15.4%	17.4%	-8.5%	35.7%	9.4%	-1.8%	0.0%
영업이익률														
한국(오리온)	17.1%	18.1%	15.1%	16.4%	16.8%	15.1%	17.9%	17.5%	10.2%	18.2%	15.7%	15.6%	16.4%	18.2%
중국(OFC)	20.7%	19.2%	16.6%	17.0%	19.8%	22.1%	18.9%	19.9%	21.8%	17.2%	14.1%	19.1%	18.0%	17.3%
베트남(OFCV)	11.9%	18.3%	16.2%	18.6%	20.9%	19.3%	21.5%	24.8%	23.8%	20.3%	13.8%	12.3%	11.8%	15.8%
러시아(OIE)	14.1%	14.6%	12.2%	13.1%	14.5%	17.9%	19.2%	18.7%	19.1%	13.6%	12.3%	12.5%	12.8%	12.1%
합산	17.8%	18.3%	15.7%	16.7%	18.5%	19.0%	19.0%	20.0%	18.6%	17.9%	14.5%	16.3%	16.1%	16.9%

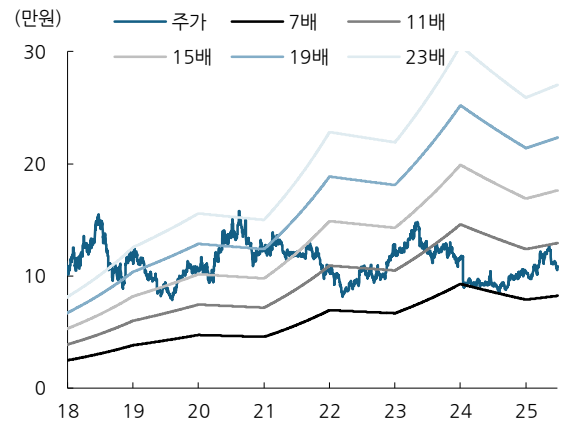
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림39 오리온 연결 실적 추이 및 전망



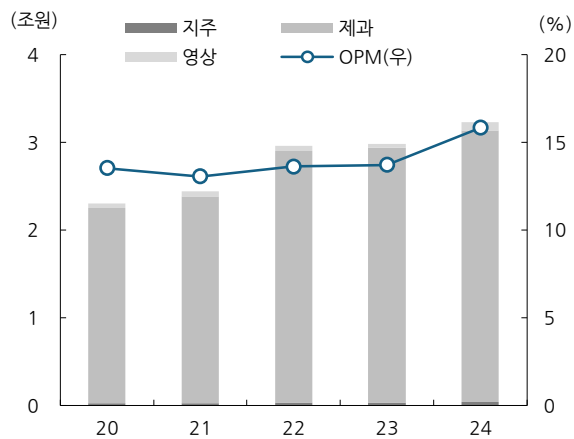
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림40 오리온 PER 밴드차트



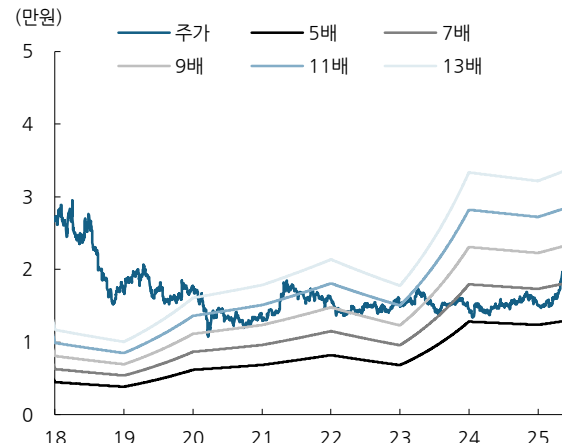
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림41 오리온홀딩스 연결 실적 추이 및 전망



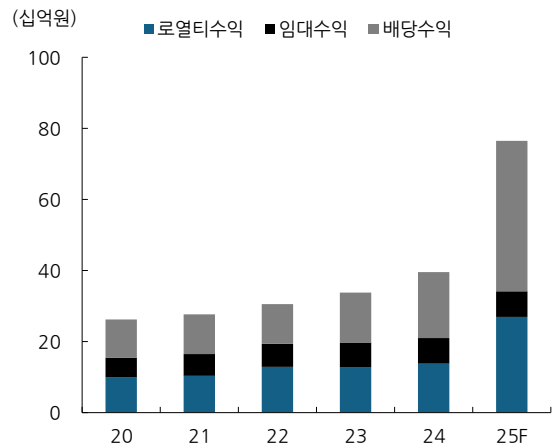
자료: 오리온홀딩스, DS투자증권 리서치센터

그림42 오리온홀딩스 PER 밴드차트



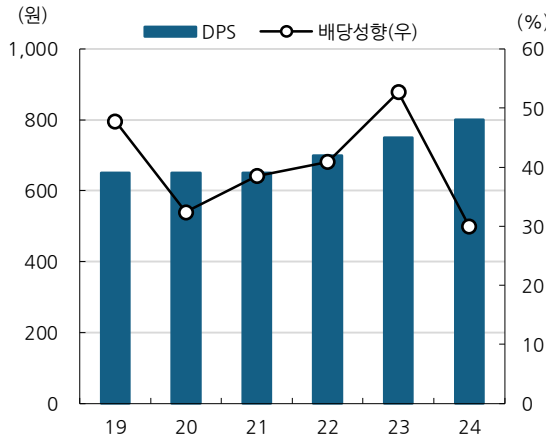
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림43 오리온홀딩스 지주부문 실적 추이



자료: 오리온홀딩스, DS투자증권 리서치센터

그림44 오리온홀딩스 배당 추이



자료: 오리온홀딩스, DS투자증권 리서치센터

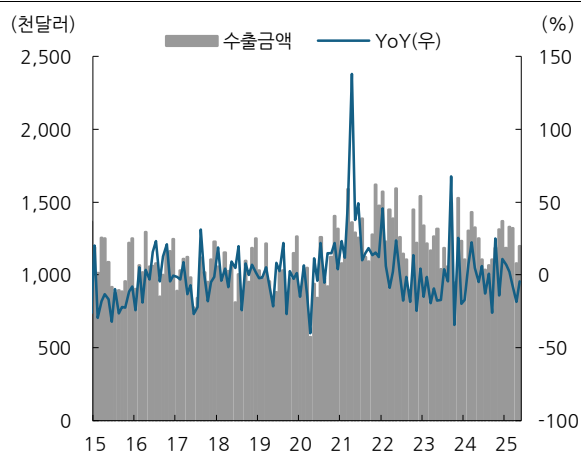
부록. 기타 음식료품 수출입 데이터

표11 주류/빙과류 수출 실적 추이

품목	소주수출		막걸리 수출				빙과류 수출					
	금액	YoY	금액(천 달러)		YoY(%)		금액(천 달러)		YoY(%)			
	전체	전체	전체		전체		전체	빙그레	전체	미국	빙그레	수출
				일본		일본		미국				수출
2022	94,353	9.7	15,838	7,730	0.9	8.1	78,636	21,714	43,717	10.0	20.5	18.4
2023	101,696	7.8	14,779	6,876	-6.7	-11.0	92,594	23,161	51,786	17.8	6.7	18.5
2024	103,398	1.7	14,589	6,921	-1.3	0.7	98,766	30,498	58,414	6.7	31.7	12.8
1Q23	23,221	-1.4	3,715	1,777	-12.5	-10.3	26,214	9,283	15,527	23.4	20.6	17.9
2Q23	23,360	-0.5	3,616	1,678	-14.7	-21.3	32,812	9,264	18,618	16.4	-4.8	17.8
3Q23	24,076	2.0	3,738	1,650	18.9	17.4	19,980	2,948	10,270	15.7	27.2	24.1
4Q23	31,039	31.8	3,710	1,771	-11.9	-19.1	13,572	1,666	7,371	13.7	-15.1	14.0
1Q24	21,751	-6.3	3,837	1,762	3.3	-0.8	24,709	8,845	15,310	-5.7	-4.7	-1.4
2Q24	24,918	6.7	3,679	1,617	1.7	-3.6	31,114	11,377	17,303	-5.2	22.8	-7.1
3Q24	25,117	4.3	3,204	1,599	-14.3	-3.1	24,080	6,654	13,892	20.5	125.7	35.3
4Q24	31,612	1.8	3,869	1,943	4.3	9.7	18,863	3,622	11,909	39.0	117.4	61.6
1Q25	20,007	-8.0	3,834	1,909	-0.1	8.3	26,046	9,896	16,455	5.4	11.9	7.5
24/01	7,012	-9.6	1,106	524	-17.2	-21.0	6,129	795	3,095	23.9	-41.7	22.1
24/02	6,558	-22.8	1,302	500	7.3	-12.9	6,633	2,672	4,131	-30.6	-27.0	-28.1
24/03	8,181	17.4	1,429	738	22.6	36.7	11,947	5,378	8,084	2.1	26.3	11.5
24/04	8,011	16.8	1,323	636	4.9	6.4	12,736	5,963	8,343	10.7	50.2	24.4
24/05	8,759	-5.7	1,252	568	-4.7	-0.7	9,440	3,389	4,972	-11.3	12.6	-25.3
24/06	8,148	12.9	1,104	413	6.1	-18.7	8,938	2,025	3,988	-16.4	-11.3	-24.2
24/07	8,546	1.5	1,035	540	-12.7	8.4	9,053	2,804	5,142	26.1	166.5	37.6
24/08	7,369	-5.3	1,065	409	0.7	-21.5	7,828	2,072	4,397	21.6	100.6	55.6
24/09	9,202	16.9	1,104	650	-26.2	3.0	7,199	1,778	4,353	13.2	106.0	17.4
24/10	9,161	3.0	1,186	565	25.1	16.5	7,173	1,660	4,606	68.5	187.7	124.9
24/11	9,260	-15.0	1,313	631	-14.1	-11.0	6,567	1,218	4,068	21.4	126.0	34.3
24/12	13,191	17.3	1,370	747	11.1	29.5	5,123	744	3,235	31.2	35.3	41.0
25/01	4,492	-35.9	1,182	660	6.9	26.0	4,985	1,041	3,012	-18.7	30.9	-2.7
25/02	6,376	-2.8	1,331	608	2.2	21.6	7,713	2,959	5,237	16.3	10.7	26.8
25/03	9,139	11.7	1,321	641	-7.6	-13.1	13,348	5,896	8,206	11.7	9.6	1.5
25/04	7,628	-4.8	1,078	537	-18.5	-15.6	14,481	6,487	9,210	13.7	8.8	10.4
25/05	8,995	2.7	1,196	625	-4.5	10.0	15,176	5,073	8,863	60.8	49.7	78.3

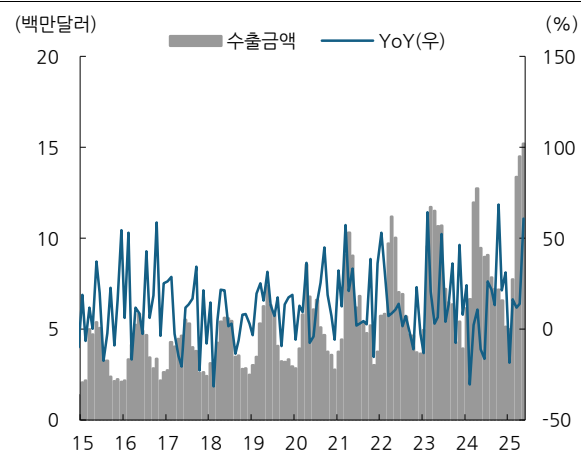
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림45 국내 막걸리 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림46 국내 빙과류 수출 금액 추이



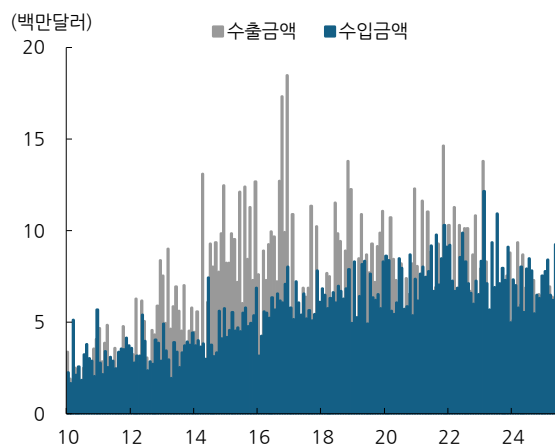
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

표12 분유/라이신류 수출입 실적 추이

품목	분유 수출입						분유 지역별				라이신류	
	금액(천 달러)			YoY(%)			금액(천 달러)		YoY(%)		금액	YoY
	수출		수입	수출		수입	서울	서울	서울	서울	수출	수출
		중국			중국		종로구	영등포구	종로구	영등포구	전체	전체
2020	90,874	61,759	83,427	-6.5	-17.2	1.8	17,090	12,145	-44.9	-23.9	109,113	-23.6
2021	103,175	72,984	97,502	13.5	18.2	16.9	14,099	7,866	-17.5	-35.2	168,854	54.8
2022	103,780	71,721	90,051	0.6	-1.7	-7.6	1,121	6,675	-92.0	-15.1	162,299	-3.9
2023	76,213	47,144	96,762	-26.6	-34.3	7.5	841	2,973	-25.0	-55.5	58,049	-64.2
2024	79,235	47,302	83,538	4.0	0.3	-13.7	842	3,881	0.1	30.5	83,480	43.8
1Q23	30,001	23,762	27,555	6.5	19.0	19.1	503	315	74.7	-86.7	12,885	-82.4
2Q23	10,638	4,099	21,914	-53.5	-71.8	-13.3	93	1,133	-74.2	-12.8	12,399	-72.6
3Q23	13,392	5,835	25,953	-50.2	-68.6	18.2	33	721	-89.1	-33.0	15,931	-7.6
4Q23	22,182	13,448	21,340	-14.1	-27.7	8.3	212	804	24.7	-58.3	16,834	-36.5
1Q24	20,642	13,866	20,058	-31.2	-41.6	-27.2	190	262	-62.2	-16.8	21,315	65.4
2Q24	21,446	13,534	21,436	101.6	230.2	-2.2	259	1,030	178.5	-9.1	13,253	6.9
3Q24	19,490	11,229	21,740	45.5	92.4	-16.2	198	1,287	500.0	78.5	22,960	44.1
4Q24	17,657	8,673	20,304	-20.4	-35.5	-4.9	195	1,302	-8.0	61.9	25,952	54.2
1Q25	17,615	8,716	22,619	-14.7	-37.1	12.8	158	1,118	-16.8	326.7	57,472	169.6
24/01	5,081	2,751	7,310	-35.9	-50.7	-12.0	103	107	-71.5	-18.3	5,798	-16.4
24/02	6,230	4,017	6,985	-54.8	-65.7	-42.5	87	0	-33.1	n/a	5,925	60.8
24/03	9,331	7,098	5,763	12.5	9.9	-18.8	0	155	-100.0	-15.8	9,592	324.0
24/04	5,919	2,852	8,008	43.0	89.3	40.9	126	379	800.0	-38.7	6,233	75.1
24/05	8,676	6,170	5,535	129.9	296.0	-40.7	0	291	-100.0	138.5	4,460	9.0
24/06	6,851	4,512	7,893	151.5	336.4	14.3	133	360	177.1	-8.4	2,560	-46.1
24/07	6,433	3,982	8,481	84.7	196.7	-22.2	100	281	n/a	140.2	8,314	115.2
24/08	5,769	3,291	7,799	22.1	72.8	9.8	98	468	444.4	96.6	7,579	35.1
24/09	7,288	3,956	5,460	40.5	52.9	-31.3	0	538	-100.0	47.0	7,067	9.4
24/10	4,709	2,287	6,465	-19.9	-33.2	-11.2	31	445	-31.1	160.2	6,999	-5.6
24/11	6,508	3,296	6,305	-13.7	-25.1	-30.7	143	386	155.4	70.0	10,598	123.9
24/12	6,440	3,090	7,534	-26.6	-45.0	51.8	21	471	-81.1	16.0	8,355	78.2
25/01	5,903	3,043	7,761	16.2	10.6	6.2	59	325	-42.7	203.7	12,352	113.0
25/02	4,799	2,169	8,397	-23.0	-46.0	20.2	58	0	-33.3	n/a	20,413	244.5
25/03	6,913	3,504	6,461	-25.9	-50.6	12.1	41	793	n/a	411.6	24,707	157.6
25/04	6,358	2,888	6,207	7.4	1.3	-22.5	0	164	-100.0	-56.7	16,782	169.2
25/05	5,331	1,526	9,226	-38.6	-75.3	66.7	140	474	n/a	62.9	10,396	133.1

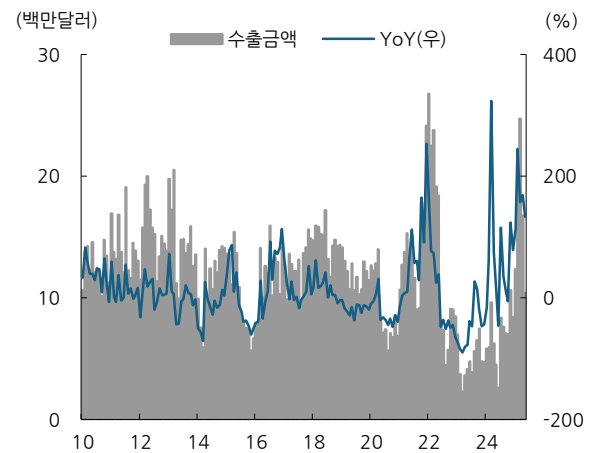
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림47 국내 분유 수출입 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림48 국내 라이신 수출 금액 추이



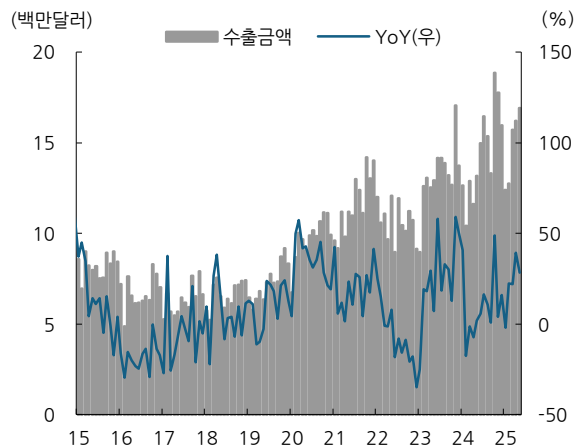
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

표13 핫도그/기타조제식품 수출 실적 추이

품목	기타 베이커리 수출						기타조제식품 수출					
	금액(천 달러)			YoY(%)			금액(천 달러)			YoY(%)		
	전체			전체			전체			전체		
		미국	우양		미국	우양		중국	노바렉스		중국	노바렉스
2020	116,981	30,712	399	33.4	33.7	2,560.0	421,159	81,771	15,228	23.6	103.3	43.9
2021	139,720	36,654	459	19.4	19.3	15.0	529,377	109,415	14,622	25.7	33.8	-4.0
2022	127,977	34,177	478	-8.4	-6.8	4.1	525,546	127,632	23,747	-0.7	16.6	62.4
2023	158,918	52,684	6,225	24.2	54.2	1,202.3	631,717	179,353	56,516	20.2	40.5	138.0
2024	173,355	59,916	1,544	9.1	13.7	-75.2	671,770	183,900	70,299	6.3	2.5	24.4
1Q23	35,843	9,883	366	6.5	1.7	190.5	143,380	41,192	9,247	9.7	60.3	17.3
2Q23	40,809	12,140	1,933	32.8	53.2	1,484.4	166,300	49,258	15,476	25.0	41.9	193.7
3Q23	41,214	13,056	3,214	26.8	63.1	4,426.8	156,732	43,573	18,424	19.7	32.7	288.2
4Q23	43,448	17,605	712	39.8	106.6	347.8	165,305	45,330	13,369	26.3	31.8	128.6
1Q24	35,939	13,009	329	0.3	31.6	-10.1	160,794	39,437	13,177	12.1	-4.3	42.5
2Q24	39,753	13,356	325	-2.6	10.0	-83.2	174,464	48,210	18,292	4.9	-2.1	18.2
3Q24	45,096	14,782	409	9.4	13.2	-87.3	155,912	38,161	19,182	-0.5	-12.4	4.1
4Q24	52,567	18,769	481	21.0	6.6	-32.4	180,600	58,092	19,648	9.3	28.2	47.0
1Q25	40,847	14,618	436	13.7	12.4	32.5	163,203	41,502	20,079	1.5	5.2	52.4
24/01	12,644	4,354	33	40.8	61.4	-71.1	50,731	11,417	4,213	13.4	-7.7	52.5
24/02	10,412	4,074	159	-17.4	13.7	43.2	52,435	12,925	3,006	13.8	-10.4	11.8
24/03	12,883	4,581	137	-1.5	27.1	-2.8	57,628	15,095	5,958	9.6	4.8	57.0
24/04	11,611	3,776	69	-7.2	6.7	-87.4	56,188	13,778	5,618	6.6	-2.1	16.2
24/05	13,180	4,657	100	2.0	25.1	-81.1	61,753	19,021	7,243	7.6	7.7	52.4
24/06	14,962	4,923	156	5.6	0.9	-81.7	56,523	15,411	5,431	0.6	-12.0	-7.8
24/07	16,434	5,580	112	16.2	22.6	-91.7	59,899	13,935	7,132	17.4	-14.8	-5.5
24/08	15,359	5,348	142	10.8	14.9	-87.0	48,659	10,667	5,897	-1.8	-12.6	52.3
24/09	13,303	3,854	155	0.7	0.1	-80.0	47,354	13,559	6,153	-15.7	-9.6	-12.1
24/10	18,854	6,791	164	48.9	51.1	-72.7	63,742	25,627	6,720	34.9	74.7	51.2
24/11	17,770	6,809	163	4.2	-8.3	757.9	51,460	14,215	5,738	-15.4	-2.8	85.2
24/12	15,943	5,169	154	16.2	-9.1	67.4	65,398	18,250	7,190	14.3	13.9	23.4
25/01	12,381	4,856	119	-2.1	11.5	260.6	55,169	14,644	6,387	8.7	28.3	51.6
25/02	12,748	4,136	157	22.4	1.5	-1.3	47,866	10,243	5,571	-8.7	-20.8	85.3
25/03	15,717	5,626	119	22.0	22.8	-13.1	60,166	16,615	8,121	4.4	10.1	36.3
25/04	16,191	4,824	104	39.4	27.8	50.7	60,619	21,262	10,677	7.9	54.3	90.0
25/05	16,897	5,707	168	28.2	22.5	68.0	66,439	21,505	11,140	7.6	13.1	53.8

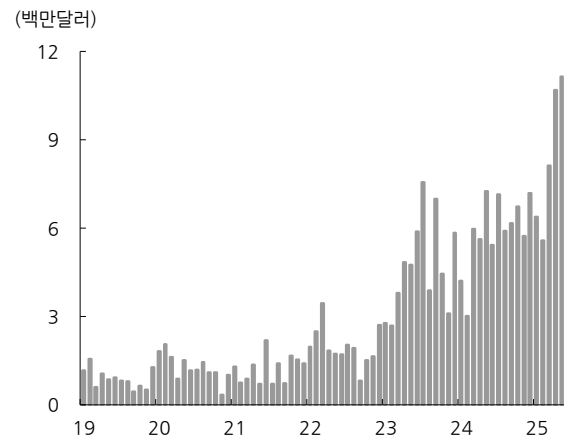
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림49 핫도그 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림50 노바렉스 추정 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

·삼양식품 003230
PER 25배도 비싸지 않은 이유

·KT&G 033780
PMI와 함께 리레이팅

·오리온 271560
그룹 시가총액 상승의 핵심



삼양식품 003230

PER 25배도 비싸지 않은 이유

2Q25Pre: 해외 실적 확대로 외형 성장 및 수익성 개선 지속 전망

삼양식품의 25년 2분기 실적은 연결기준 매출액 5,533억원(+30% YoY), 영업이익 1,356억원(+52% YoY, OPM 24.5%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 4-5월 삼양식품으로 추정되는 라면 수출 금액은 1.7억 달러로 전년 동기 대비 +32%, 1-2월 합산 대비 +20% 성장 중이다. 원/달러 환율 하락과 선적 후 판매 시점 차이를 감안한 2분기 동사의 해외 매출은 4,536억원(+37% YoY, +7% QoQ)으로 추정한다. 해외 매출 성장에도 코첼라 및 불닭 소스 관련 광고판촉비와 인건비 증가로 영업이익률은 전분기 대비 소폭 하락할 전망이다.

PER 25배도 비싸지 않은 이유

삼양식품의 목표배수를 기존 PER 22배에서 25배로 상향한다. 25년 예상 실적 대비 PER 코스피 11.5배, 코스피 음식료·담배 12.5배인 것을 감안하면 삼양식품은 100% 프리미엄을 적용한 것이다. 프리미엄 부여 요인은 3가지다.

1)높은 해외 비중 및 수출 중심 성장: 삼양식품의 해외 매출 비중은 17년 44% → 22년 67% → 24년 77% → 1Q25 80%를 기록했다. 6월 밀양 2공장 시생산이 시작되며 CAPA 확대로 해외 비중은 더욱 확대될 전망이다. 시장 성장의 한계가 명확한 국내를 벗어나 해외 실적 성장이 가능해 프리미엄을 적용했다.

2)글로벌 수요 증가와 CAPA 확대로 시장 대비 높은 실적 성장률: 코스피와 코스피 음식료·담배 지수의 지배주주순이익 24-27년 CAGR은 각각 14%, 8%인 반면 삼양식품은 밀양 2공장, 중국 공장 가동으로 32%의 성장이 기대된다.

3)글로벌 식품 피어 밸류에이션 비교: 삼양식품의 ROE는 40%로 글로벌 식품 기업을 상회하는 수준이며 실적 성장률은 더 높아 상대적 매력도가 높다.

투자 의견 매수, 목표주가 160만원으로 상향. 업종 최선호주 유지

삼양식품의 목표주가를 기존 130만원에서 160만원으로 23% 상향한다. 목표주가 상향은 12M Fwd EPS 기간 조정과 목표배수를 기존 22배에서 25배로 상향한 데 기인한다. 음식료 업종 최선호주 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,728	2,310	2,883
영업이익	90	148	345	543	691
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.9	23.5	24.0
세전이익	102	156	352	548	697
지배주주지분순이익	80	126	272	407	519
EPS(원)	10,593	16,761	36,106	54,057	68,951
증감률(%)	41.6	58.2	115.4	49.7	27.6
ROE(%)	18.9	24.8	39.4	40.6	36.2
PER(배)	12.0	12.9	21.2	24.4	19.1
PBR(배)	2.1	2.9	7.1	8.3	5.9
EV/EBITDA(배)	9.8	9.6	14.8	16.9	12.8

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어·엔터

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.06.27

매수(유지)

목표주가(상향)	1,600,000원
현재주가(06/26)	1,319,000원
상승여력	21.3%

Stock Data

KOSPI	3,079.6pt
시가총액(보통주)	9,936십억원
발행주식수	7,533천주
액면가	5,000원
자본금	38십억원
60일 평균거래량	62천주
60일 평균거래대금	64,341백만원
외국인 지분율	19.6%
52주 최고가	1,367,000원
52주 최저가	455,500원
주요주주	
삼양리워드스퀘어(외 7인)	45.0%
국민연금공단(외 1인)	8.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	18.2	1.7
3M	51.3	34.8
6M	72.4	45.7

주가차트

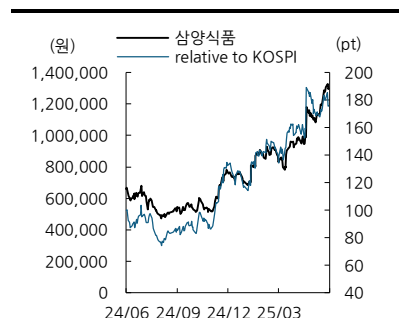
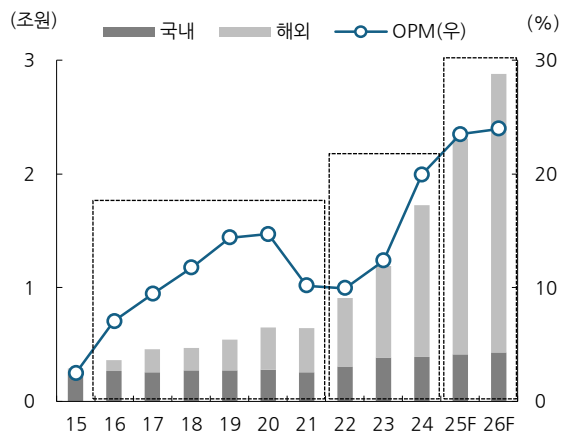


표14 삼양식품 실적테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	553.3	597.3	630.5	1,192.9	1,728.0	2,310.1	2,882.7
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	30.4%	36.1%	31.7%	31.2%	44.9%	33.7%	24.8%
1. 해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	453.6	494.3	523.5	809.3	1,335.9	1,895.3	2,455.5
YoY	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	36.6%	45.0%	40.0%	33.6%	65.1%	41.9%	29.6%
2. 내수	96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	99.7	103.0	107.1	383.6	392.1	414.8	427.2
YoY	10.4%	-3.3%	2.8%	-0.1%	8.5%	8.0%	5.0%	2.0%	26.5%	2.2%	5.8%	3.0%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	135.6	137.3	136.2	147.5	344.6	543.0	691.2
YoY	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	51.5%	57.2%	55.3%	63.2%	133.6%	57.6%	27.3%
영업이익률	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	24.5%	23.0%	21.6%	12.4%	19.9%	23.5%	24.0%
순이익	66.5	70.3	58.7	75.7	99.0	102.1	103.4	102.6	126.6	271.3	407.0	519.4
YoY	194.5%	101.9%	55.4%	141.3%	48.9%	45.2%	76.0%	35.5%	57.7%	114.3%	50.1%	27.6%
순이익률	17.2%	16.6%	13.4%	15.8%	18.7%	18.5%	17.3%	16.3%	10.6%	15.7%	17.6%	18.0%

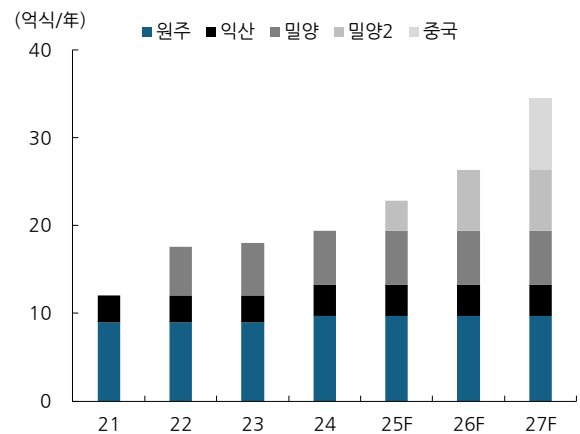
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림51 삼양식품 연간 실적 추이 및 전망



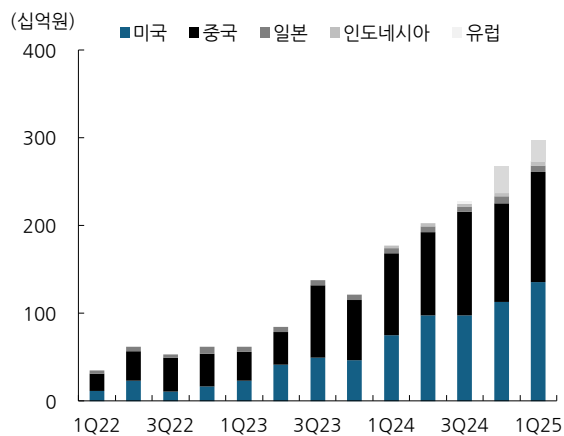
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림52 삼양식품 라면 CAPA 추이 및 전망



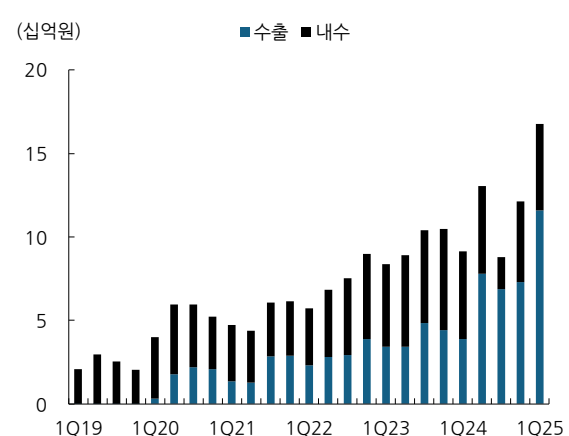
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림53 삼양식품 해외 법인 실적 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림54 삼양식품 소스 실적 추이



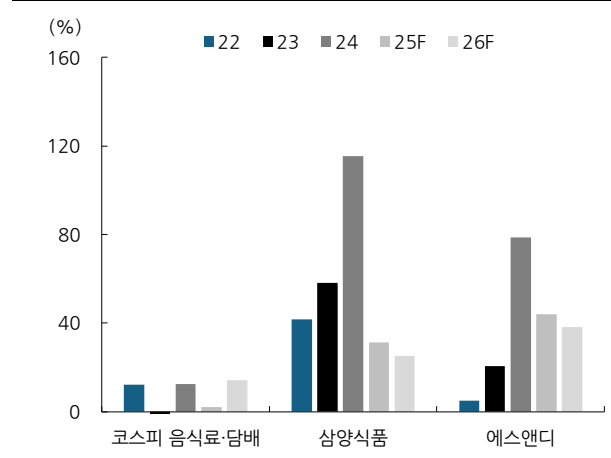
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림55 삼양식품과 에스앤디 밸류에이션 비교



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림56 지배주주순이익 증감률 추이 및 전망



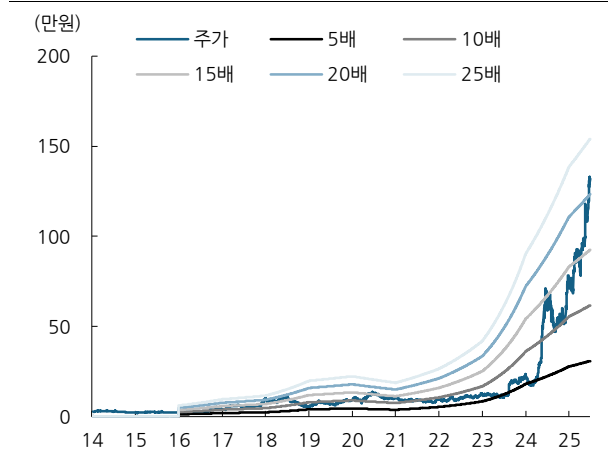
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 컨센기준

표15 삼양식품 피어 테이블

구분(% , 배)	국가	시가총액 (십억원)	수익률			PER		EPS CAGR 24~27F	PBR		ROE	
			-1W	-1M	YTD	25F	26F		25F	26F	25F	26F
삼양식품	SK	9,785.4	0.2	13.6	69.8	23.3	18.7	31.1	8.1	5.8	41.4	35.9
농심	SK	2,408.7	-0.8	-8.1	5.9	12.9	11.7	10.1	0.8	0.8	6.6	7.0
팅이	CH	11,250.1	-0.3	-11.8	17.0	14.2	13.0	9.8	4.0	3.8	28.2	30.1
닛신푸드	JN	8,110.5	-0.4	-5.0	-24.0	15.0	14.1	6.8	1.7	1.6	11.8	12.1
도요수산	JN	9,652.3	0.4	-2.5	-13.7	14.7	13.9	4.9	1.8	1.7	12.7	12.8
인도푸드	ID	5,891.8	1.3	2.2	4.2	6.1	5.5	16.8	1.0	0.9	16.0	16.3
코카콜라	US	411,732.8	0.7	-2.2	12.8	23.7	22.0	12.1	11.4	10.2	49.1	49.2
펩시	US	244,803.2	1.5	1.3	-13.8	16.6	15.7	8.9	8.8	7.9	56.3	52.8
네슬레	SZ	355,743.8	-0.5	-7.8	9.0	18.7	17.5	9.3	5.5	5.1	29.6	29.4
몬델리즈	US	120,717.9	-0.1	3.5	14.6	22.7	20.6	2.4	3.4	3.2	15.1	17.0
크라프트하인즈	US	41,973.5	0.4	-1.0	-15.2	10.1	9.7	7.5	0.6	0.6	6.2	6.4
제네럴밀스	US	39,847.8	-0.1	0.1	-16.2	12.8	13.4	0.0	3.1	3.3	26.9	27.6

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터, 주: 2025.06.25 종가 기준

그림57 삼양식품 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림58 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	62,745
2025F EPS	54,057
2026F EPS	68,951
Target PER (배)	25
Historical PER(20~24)	14
음식료 Target PER	15
목표주가 (원)	1,600,000
현재주가 (원) (2025.06.26 종가)	1,319,000
상승여력	21.3%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[삼양식품 003230]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	354	497	682	867	1,230	매출액	909	1,193	1,728	2,310	2,883
현금 및 현금성자산	97	219	335	447	746	매출원가	658	776	1,005	1,251	1,553
매출채권 및 기타채권	86	81	138	162	190	매출총이익	251	417	723	1,059	1,330
재고자산	110	142	148	188	221	판매비 및 관리비	161	269	379	516	638
기타	61	55	61	70	73	영업이익	90	148	345	543	691
비유동자산	571	673	911	1,126	1,308	(EBITDA)	115	180	391	584	744
관계기업투자등	12	10	12	15	16	금융손익	-3	-5	23	6	8
유형자산	475	543	748	954	1,127	이자비용	5	12	14	0	0
무형자산	54	55	58	69	74	관계기업등 투자손익	2	11	0	0	0
자산총계	925	1,170	1,594	1,993	2,538	기타영업외손익	12	3	-16	-1	-2
유동부채	225	402	492	511	572	세전계속사업이익	102	156	352	548	697
매입채무 및 기타채무	141	175	246	338	396	계속사업법인세비용	22	30	80	141	178
단기금융부채	52	176	132	107	107	계속사업이익	80	127	271	407	519
기타유동부채	32	51	114	66	69	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	245	192	274	279	280	당기순이익	80	127	271	407	519
장기금융부채	231	169	254	257	257	지배주주	80	126	272	407	519
기타비유동부채	14	23	20	22	23	총포괄이익	80	126	271	407	519
부채총계	470	594	767	790	851	매출총이익률 (%)	27.6	34.9	41.9	45.8	46.1
지배주주지분	453	565	817	1,192	1,675	영업이익률 (%)	9.9	12.4	19.9	23.5	24.0
자본금	38	38	38	38	38	EBITDA마진률 (%)	12.7	15.1	22.6	25.3	25.8
자본잉여금	11	11	11	0	0	당기순이익률 (%)	8.8	10.6	15.7	17.6	18.0
이익잉여금	409	522	770	1,149	1,632	ROA (%)	9.5	12.1	19.7	22.7	22.9
비지배주주지분(연결)	2	12	11	12	12	ROE (%)	18.9	24.8	39.4	40.6	36.2
자본총계	455	577	828	1,204	1,687	ROIC (%)	13.2	18.6	35.0	41.4	43.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	168	358	378	571	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	80	127	467	407	519	P/E	12.0	12.9	21.2	24.4	19.1
비현금수익비용가감	27	77	139	3	54	P/B	2.1	2.9	7.1	8.3	5.9
유형자산감가상각비	25	32	46	40	51	P/S	1.1	1.4	3.3	4.3	3.4
무형자산감가상각비	0	0	0	1	1	EV/EBITDA	9.8	9.6	14.8	16.9	12.8
기타현금수익비용	2	45	67	-38	1	P/CF	8.9	8.0	9.5	24.2	17.3
영업활동 자산부채변동	-63	-8	-7	-32	-2	배당수익률 (%)	1.1	1.0	0.4	0.3	0.4
매출채권 감소(증가)	-25	0	-16	-22	-28	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-64	-39	5	-41	-32	매출액	41.6	31.2	44.9	33.7	24.8
매입채무 증가(감소)	15	21	-7	38	58	영업이익	38.3	63.2	133.6	57.6	27.3
기타자산 부채변동	10	10	11	-7	0	세전이익	41.4	53.3	124.9	56.0	27.1
투자활동 현금	-100	-24	-214	-225	-235	당기순이익	41.7	57.7	114.3	50.1	27.6
유형자산처분(취득)	-87	-45	-228	-225	-224	EPS	41.6	58.2	115.4	49.7	27.6
무형자산 감소(증가)	8	-3	-5	-10	-6	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	10	14	8	5	-1	부채비율	103.4	102.9	92.6	65.6	50.5
기타투자활동	-30	11	11	5	-4	유동비율	157.1	123.7	138.5	169.7	215.1
재무활동 현금	37	-20	-35	-41	-36	순차입금/자기자본(x)	37.8	17.8	4.3	-7.7	-23.3
차입금의 증가(감소)	68	4	-3	-20	0	영업이익/금융비용(x)	18.9	12.1	23.9	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-20	-12	-27	-22	-36	총차입금 (십억원)	283	344	386	364	364
배당금의 지급	14	12	27	29	36	순차입금 (십억원)	172	103	36	-93	-393
기타재무활동	-10	-12	-5	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-18	122	116	112	300	EPS	10,593	16,761	36,106	54,057	68,951
기초현금	114	97	219	335	447	BPS	60,129	74,979	108,436	158,173	222,323
기말현금	97	219	335	447	746	SPS	120,674	158,358	229,392	306,666	382,676
NOPLAT	71	119	266	403	515	CFPS	14,246	27,072	80,448	54,392	76,074
FCF	-56	172	384	153	336	DPS	1,400	2,100	3,300	4,300	5,300

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

KT&G 033780

PMI와 함께 리레이팅

2Q25Pre: 해외 궤련 중심 실적 성장 지속

KT&G의 25년 2분기 실적은 연결기준 매출액 1조 4,733억원(+3% YoY), 영업이익 3,404억원(+6% YoY, OPM 23.1%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 4-5월 KT&G로 추정되는 담배 수출 금액은 7,035만 달러로 전년 동기 대비 -5%, 1-2월 합산 대비 -17% 감소했다. 다만 해외 법인의 실적은 여전히 견조한 것으로 파악되고 가격인상효과와 제품믹스 개선을 통한 수익성 개선을 주도할 것이다. 카자흐스탄 신공장 가동 본격화를 통한 실적 성장 및 베트남 정부 규제 지연됐던 NGP 디바이스 수급도 점차 정상화되고 있어 담배부문 중심 실적 성장이 기대된다. 수익성 측면에선 전분기 진행한 명예 퇴직 관련 인건비용 절감과 부동산 수익 안정화, 건기식 사업 비용 효율화로 이익 성장이 기대된다.

PMI와 함께 리레이팅

KT&G와 Philip Morris International(이하 PMI)의 주가는 꾸준히 상승하며 신고가를 경신하고 있다. 특히 PMI는 24년~25년 6월 +91% 주가가 상승했는데 니코틴 파우치를 중심으로 무연 담배 실적이 고성장하고 있고 일반 담배를 상회하는 수익성으로 레버리지 효과가 나타났기 때문이다. 이에 따라 PMI의 PER은 20~23년 평균 15배에서 24년 이후 20배로 상승했다. 최근 KT&G의 실적 성장은 일반 담배 해외 부문이 견인하고 있지만 향후 차세대담배 성장도 기대된다. NGP 디바이스 공급 정상화 및 신제품 출시 니코틴 파우치 등 모던 프로덕트 확대도 투자하고 있다. 또한 KT&G는 PMI와 무연제품 디바이스 및 스틱 등 소모품을 한국을 제외한 전세계 시장에 15년(2023~2038)동안 판매하는 계약을 체결한 상황으로 PMI와 함께 동반 성장이 가능한 기업이다.

투자의견 매수, 목표주가 15만원 유지

KT&G의 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 PER 15배를 적용해 산출했다. 목표배수 15배는 PMI대비 25% 할인한 수준이다. 동사는 하반기 자사주 매입, 소각, 배당 확대 등 주주 환원 측면 및 밸류업 관련 정책 모멘텀 측면에서도 긍정적으로 업종 내 차선후주 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	5,851	5,863	5,909	6,272	6,588
영업이익	1,268	1,167	1,189	1,313	1,411
영업이익률(%)	21.7	19.9	20.1	20.9	21.4
세전이익	1,430	1,248	1,566	1,424	1,481
지배주주지분순이익	1,016	903	1,166	1,053	1,093
EPS(원)	7,399	6,745	10,808	9,640	9,894
증감률(%)	3.9	-8.8	60.2	-10.8	2.6
ROE(%)	11.0	9.8	12.7	11.2	11.1
PER(배)	12.4	12.9	9.9	12.9	12.6
PBR(배)	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	7.5	7.7	9.3	9.9	9.2

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어·엔터

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.06.27

매수(유지)

목표주가(유지)	150,000원
현재주가(06/26)	124,800원
상승여력	20.2%

Stock Data

KOSPI	3,079.6pt
시가총액(보통주)	15,233십억원
발행주식수	122,062천주
액면가	5,000원
자본금	955십억원
60일 평균거래량	303천주
60일 평균거래대금	35,071백만원
외국인 지분율	43.8%
52주 최고가	127,600원
52주 최저가	84,800원
주요주주	
자사주(의 1인)	11.6%
First Eagle Investment Management	8.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-0.2	-16.6
3M	24.7	8.2
6M	14.2	-12.6

주가차트

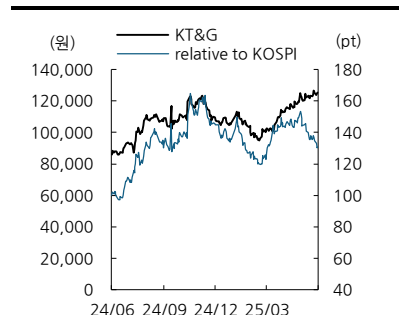


표16 KT&G 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,292.3	1,423.8	1,636.3	1,556.4	1,491.1	1,473.3	1,687.6	1,619.5	5,862.6	5,908.8	6,271.5	6,588.2
YoY	-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	3.5%	3.1%	4.1%	0.2%	0.8%	6.1%	5.0%
1. 담배	856.6	989.9	1,047.8	1,012.0	988.0	999.9	1,067.6	1,040.7	3,619.0	3,906.3	4,096.2	4,333.5
YoY	-0.1%	11.5%	7.7%	12.4%	15.3%	1.0%	1.9%	2.8%	1.3%	7.9%	4.9%	5.8%
1-1. NGP	176.3	197.7	193.2	216.7	159.0	163.8	182.0	185.0	779.4	783.9	689.8	754.3
YoY	-11.7%	4.0%	-0.8%	11.1%	-9.8%	-17.2%	-5.8%	-14.6%	-11.0%	0.6%	-12.0%	9.4%
1) 국내	130.1	137.3	156.6	135.0	138.5	140.3	157.4	142.5	519.4	559.0	578.8	584.1
YoY	1.7%	10.9%	15.2%	2.5%	6.5%	2.2%	0.5%	5.6%	11.5%	7.6%	3.5%	0.9%
2) 해외	46.2	60.4	36.6	81.7	20.5	23.4	24.6	42.5	260.1	224.9	111.0	170.2
YoY	-35.6%	-8.7%	-37.9%	29.1%	-55.6%	-61.2%	-32.9%	-48.0%	-36.6%	-13.5%	-50.7%	53.3%
1-2. 결련	674.7	788.0	850.6	786.0	822.7	831.5	881.1	845.2	2,817.4	3,099.3	3,380.5	3,550.0
YoY	3.0%	13.9%	10.5%	12.1%	21.9%	5.5%	3.6%	7.5%	5.5%	10.0%	9.1%	5.0%
1) 국내	382.9	428.9	430.9	406.5	373.6	411.6	410.6	393.8	1,678.0	1,649.2	1,589.5	1,522.3
YoY	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.7%	-2.4%	-4.0%	-4.7%	-3.1%	1.1%	-1.7%	-3.6%	-4.2%
2) 해외	291.8	359.1	419.7	379.5	449.1	419.9	470.6	451.4	1,139.5	1,450.1	1,791.0	2,027.7
YoY	10.1%	35.3%	30.5%	32.1%	53.9%	16.9%	12.1%	19.0%	12.8%	27.3%	23.5%	13.2%
1-3. 반제품	5.6	4.1	4.0	9.3	6.3	4.6	4.5	10.5	22.2	23.0	25.9	29.1
YoY	75.0%	-31.9%	-51.2%	93.8%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	-20.6%	3.5%	12.5%	12.5%
2. 건식식	308.4	265.1	405.8	322.3	314.4	272.8	416.1	334.5	1,393.5	1,301.6	1,337.8	1,378.6
YoY	-19.7%	1.6%	-1.7%	-4.0%	1.9%	2.9%	2.5%	3.8%	0.3%	-6.6%	2.8%	3.1%
2-1. 국내	243.3	172.5	320.5	188.7	247.0	175.1	325.4	191.6	1,056.5	925.0	939.1	953.3
YoY	-24.0%	-11.0%	-8.4%	-2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	-4.3%	-12.4%	1.5%	1.5%
2-2. 해외	65.1	92.6	85.3	133.6	67.4	97.7	90.7	142.9	337.0	376.6	398.7	425.3
YoY	1.9%	38.4%	35.6%	-6.8%	3.5%	5.5%	6.4%	7.0%	18.2%	11.8%	5.9%	6.7%
3. 부동산	45.2	80.5	98.5	137.1	100.4	104.9	113.3	152.4	552.9	361.3	470.9	498.9
YoY	-46.1%	-29.2%	-56.2%	5.1%	122.1%	30.2%	15.0%	11.2%	-8.9%	-34.7%	30.3%	5.9%
4. 기타	82.1	88.3	84.2	85.7	88.3	95.8	90.6	91.9	306.7	340.3	366.7	377.2
YoY	17.1%	20.3%	6.4%	1.9%	7.6%	8.5%	7.6%	7.3%	9.0%	11.0%	7.7%	2.9%
영업이익	236.6	322.0	417.8	212.5	285.6	340.4	426.3	260.6	1,167.3	1,188.8	1,312.9	1,411.0
YoY	-25.3%	30.8%	2.7%	7.3%	20.7%	5.7%	2.1%	22.6%	-7.9%	1.8%	10.4%	7.5%
영업이익률	18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	23.1%	25.3%	16.1%	19.9%	20.1%	20.9%	21.4%
1. 담배	206.6	316.4	335.0	223.5	252.9	325.0	347.0	249.8	977.0	1,081.5	1,174.6	1,262.4
YoY	-12.7%	30.4%	24.4%	-2.1%	22.4%	2.7%	3.6%	11.8%	-3.2%	10.7%	8.6%	7.5%
영업이익률	24.1%	32.0%	32.0%	22.1%	25.6%	32.5%	32.5%	24.0%	27.0%	27.7%	28.7%	29.1%
2. 건식식	23.0	-1.5	68.8	5.6	18.2	1.4	66.6	10.0	117.1	95.9	96.2	106.0
YoY	-58.2%	적지	13.3%	-53.7%	-20.9%	흑전	-3.2%	79.2%	33.5%	-18.1%	0.3%	10.2%
영업이익률	7.5%	-0.6%	17.0%	1.7%	5.8%	0.5%	16.0%	3.0%	8.4%	7.4%	7.2%	7.7%
3. 부동산	2.6	2.9	12.7	-22.7	10.4	10.5	11.3	-1.5	69.1	-4.5	30.7	33.8
YoY	-89.3%	-79.6%	-83.4%	적지	300.0%	261.6%	-10.8%	적지	-61.7%	적전	흑전	10.3%
영업이익률	5.8%	3.6%	12.9%	-16.6%	10.4%	10.0%	10.0%	-1.0%	12.5%	-1.2%	6.5%	6.8%
4. 기타	4.4	3.7	1.2	2.0	4.1	3.6	1.4	2.4	4.0	11.3	11.5	8.7
YoY	528.6%	흑전	300.0%	-33.3%	-6.8%	-2.0%	19.8%	17.8%	흑전	182.5%	1.9%	-24.2%
영업이익률	5.4%	4.2%	1.4%	2.3%	4.6%	3.8%	1.6%	2.6%	1.3%	3.3%	3.1%	2.3%
순이익	285.6	312.8	241.5	325.1	257.9	290.9	332.5	201.6	922.4	1,165.0	1,082.9	1,149.4
YoY	4.2%	54.9%	-27.5%	187.9%	-9.7%	-7.0%	37.7%	-38.0%	-8.3%	26.3%	-7.0%	6.1%
순이익률	22.1%	22.0%	14.8%	20.9%	17.3%	19.7%	19.7%	12.4%	15.7%	19.7%	17.3%	17.4%

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터 추정

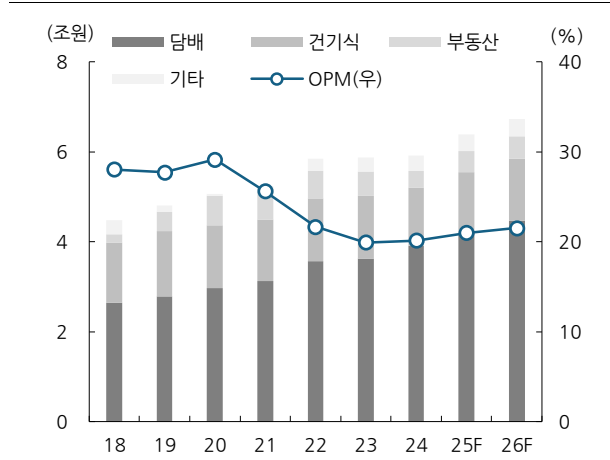
표17 시기별 KT&G 주주환원 정책 비교

구분	2018~2020	2021~2023	2024~2026	*개정안 2024~2027
총 주주환원 금액	1.87조원	2.75조원	2.8조원	3.7조원
총 주주환원율	59.5%	93%		
배당금	1.65조원	1.75조원	1.8조원	2.4조원
자사주매입	0.22조원	1조원	1조원	1.3조원
자사주소각		발행주식 총 수의 2.5%	발행주식 총 수의 15%	발행주식 총 수의 20% 이상
비고		23년 중간배당 최초 실시		

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

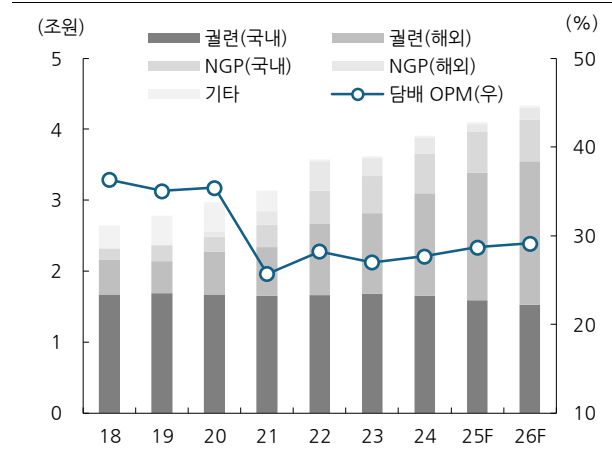
주: 2024~2027의 자사주 소각 규모는 23년 발행주식 총 수 기준

그림59 KT&G 실적 추이 및 전망



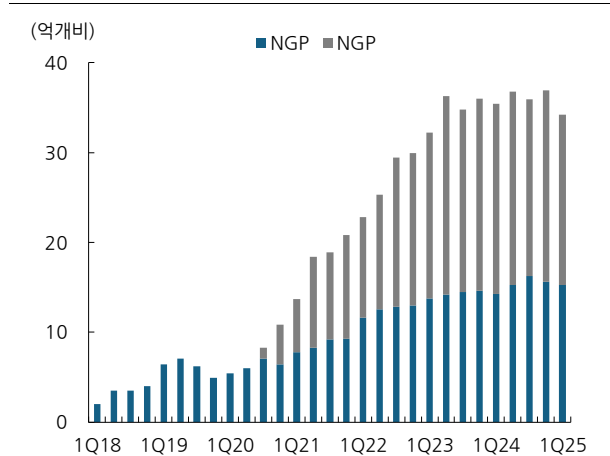
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

그림60 KT&G 담배 매출액 추이 및 전망



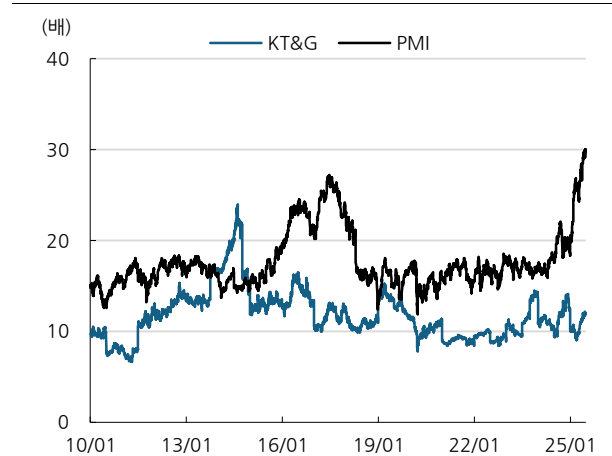
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터 추정

그림61 KT&G NGP 스틱 국내외 판매 수량 추이



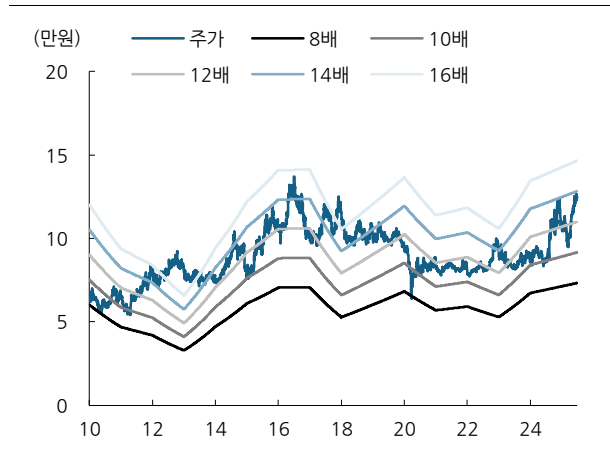
자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터 추정

그림62 담배 기업 PER Valuation 비교



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

그림63 KT&G PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림64 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	9,788.2
2025F EPS	9,640.0
2026F EPS	9,894.0
Target PER (배)	15.0
Historical PER(20~24)	11.7
PMI 25 Fwd PER	23.2
목표주가 (원)	150,000
현재주가 (원) (2025.06.26 종가)	124,800
상승여력	20.2%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[KT&G 033780]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	6,510	6,418	7,176	7,358	7,516	매출액	5,851	5,863	5,909	6,272	6,588
현금 및 현금성자산	1,401	1,032	1,136	764	618	매출원가	2,891	3,054	3,007	3,180	3,341
매출채권 및 기타채권	1,786	1,772	1,895	2,070	2,168	매출총이익	2,960	2,808	2,902	3,091	3,247
재고자산	2,576	2,764	3,101	3,377	3,537	판매비 및 관리비	1,693	1,641	1,713	1,778	1,836
기타	747	851	1,044	1,146	1,193	영업이익	1,268	1,167	1,189	1,313	1,411
비유동자산	5,792	6,354	6,749	7,329	7,811	(EBITDA)	1,493	1,408	1,439	1,554	1,684
관계기업투자등	842	1,129	1,062	1,062	1,105	금융손익	134	76	456	73	59
유형자산	1,837	2,096	2,664	3,149	3,463	이자비용	35	46	42	48	48
무형자산	168	175	180	180	186	관계기업등 투자손익	30	10	19	29	29
자산총계	12,302	12,772	13,925	14,687	15,327	기타영업외손익	-2	-4	-98	9	-18
유동부채	2,527	2,672	3,143	3,454	3,598	세전계속사업이익	1,430	1,248	1,566	1,424	1,481
매입채무 및 기타채무	2,172	2,323	2,336	2,748	2,878	계속사업법인세비용	416	319	394	355	378
단기금융부채	93	108	505	373	373	계속사업이익	1,014	930	1,172	1,070	1,103
기타유동부채	262	241	302	333	346	중단사업이익	-9	-7	-7	-2	0
비유동부채	416	805	1,424	1,467	1,478	당기순이익	1,005	922	1,165	1,068	1,103
장기금융부채	128	515	1,057	1,071	1,071	지배주주	1,016	903	1,166	1,053	1,093
기타비유동부채	288	290	367	395	407	총포괄이익	1,026	933	1,165	1,068	1,103
부채총계	2,943	3,478	4,567	4,921	5,076	매출총이익률 (%)	50.6	47.9	49.1	49.3	49.3
지배주주지분	9,316	9,174	9,239	9,644	10,130	영업이익률 (%)	21.7	19.9	20.1	20.9	21.4
자본금	955	955	955	955	955	EBITDA마진률 (%)	25.5	24.0	24.4	24.8	25.6
자본잉여금	533	534	535	535	535	당기순이익률 (%)	17.2	15.7	19.7	17.0	16.7
이익잉여금	9,131	8,979	8,783	9,046	9,532	ROA (%)	8.5	7.2	8.7	7.4	7.3
비지배주주지분(연결)	43	121	119	122	122	ROE (%)	11.0	9.8	12.7	11.2	11.1
자본총계	9,359	9,295	9,358	9,766	10,251	ROIC (%)	12.6	12.0	11.4	11.5	11.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	888	1,266	822	323	1,208	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	1,005	922	1,165	1,068	1,103	P/E	12.4	12.9	9.9	12.9	12.6
비현금수익비용가감	625	539	349	-346	244	P/B	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4
유형자산감가상각비	203	211	219	229	268	P/S	2.1	2.0	2.3	2.4	2.3
무형자산상각비	22	30	31	11	5	EV/EBITDA	7.5	7.7	9.3	9.9	9.2
기타현금수익비용	400	297	-702	-785	-87	P/CF	7.7	8.0	8.9	21.1	11.1
영업활동 자산부채변동	-321	185	-365	-399	-139	배당수익률 (%)	5.5	6.0	5.1	4.5	4.7
매출채권 감소(증가)	-510	-45	-97	-86	-98	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-98	19	-176	-252	-159	매출액	11.9	0.2	0.8	6.1	5.0
매입채무 증가(감소)	545	338	33	-132	130	영업이익	-5.3	-7.9	1.8	10.4	7.5
기타자산 부채변동	-257	-126	-125	71	-12	세전이익	-0.7	-12.7	25.4	-9.0	4.0
투자활동 현금	548	-848	-530	-784	-747	당기순이익	3.5	-8.3	26.3	-8.3	3.3
유형자산처분(취득)	-238	-466	-746	-658	-582	EPS	3.9	-8.8	60.2	-10.8	2.6
무형자산 감소(증가)	-41	-40	-28	-13	-11	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	591	-147	126	-17	-35	부채비율	31.4	37.4	48.8	50.4	49.5
기타투자활동	235	-197	118	-96	-119	유동비율	257.6	240.2	228.3	213.0	208.9
재무활동 현금	-932	-776	-293	89	-607	순차입금/자기자본(x)	-15.2	-8.3	-0.6	1.6	2.7
차입금의 증가(감소)	11	329	883	294	0	영업이익/금융비용(x)	36.5	25.5	28.2	27.1	29.4
자본의 증가(감소)	-933	-1,079	-1,273	-205	-607	총차입금 (십억원)	221	623	1,562	1,445	1,445
배당금의 지급	576	776	726	595	607	순차입금 (십억원)	-1,423	-770	-57	153	278
기타재무활동	-10	-25	96	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	454	-369	104	-372	-146	EPS	7,399	6,745	10,808	9,640	9,894
기초현금	947	1,401	1,032	1,136	764	BPS	67,853	68,557	73,700	80,783	89,417
기말현금	1,401	1,032	1,136	764	618	SPS	42,620	43,809	47,134	51,380	55,184
NOPLAT	899	869	890	986	1,051	CFPS	11,878	10,917	12,077	5,912	11,286
FCF	1,858	798	619	-461	461	DPS	5,000	5,200	5,460	5,630	5,830

자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

오리온 271560

그룹 시가총액 상승의 핵심

2Q25Pre: 러시아 고성장. 원가 및 신제품 비용 증가 매출 성장으로 방어

오리온의 25년 2분기 실적은 연결기준 매출액 7,822억원(+9% YoY), 영업이익 1,270억원(+4% YoY, OPM 16.2%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 4-5월 주요 법인 합산 실적은 매출액 5,345억원(+9% YoY), 영업이익 881억원(-1% YoY, OPM 16%)을 기록했다. 실적 성장은 러시아 지역이 +72% 성장하며 전체 성장을 견인했다. 러시아는 지난해 거래처 협상 시기 납품 중단 기저효과에 더해 파이와 스낵 제품 수요 증가로 공장 가동률은 120%를 유지 중이다. 이외 지역은 베트남 +6%, 한국 +5%, 중국 +3%에 그쳤는데 중국은 경쟁사의 재고 소진을 위한 프로모션 확대로 성장률이 둔화됐다. 수익성은 주요 원자재 가격 부담 및 신제품 출시에 따른 시장 비용 부담으로 하락한 것으로 파악된다.

그룹 시가총액 상승의 핵심은 오리온

오리온과 오리온홀딩스의 합산 시가총액은 리가캠 바이오 인수 발표 직전 5.5조원에서 4.4조원까지 하락한 후 최근에는 오리온 홀딩스 중심으로 주가 상승하며 5.5조원으로 회복했다. 오리온홀딩스는 오리온의 지분 37.3%를 보유한 지주회사로 24년 연결 매출액 3조 1,952억원 중 오리온이 담당하는 제과 부문 매출액이 3.1조원으로 대부분을 차지하고 있다. 또한 지주 부문 실적의 로열티수익 및 배당수익 상당부분을 오리온이 지급하고 있어 오리온의 실적 성장 및 배당 확대가 그룹 시가총액 상승의 핵심이라고 할 수 있다. 오리온은 2027년까지 8,300억원을 투자해 국내 진천, 러시아, 베트남에 CAPA를 확대해 2030년 매출액 5조원, 영업이익 1조원을 달성할 계획이다. 또한 24-26년 연결기준 배당성향 20% 이상을 유지하며 점차 배당 확대를 통한 주주 환원도 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 16만원 유지

오리온의 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 PER 15배를 적용해 산출했다. 동사의 해외 매출 비중은 25년 실적 기준 68%로 음식료 업종 내에서도 차별적으로 높고 실적 성장을 위한 CAPA 투자를 진행, 배당성향도 지속 확대할 것으로 기대돼 관심종목으로 추천한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,873	2,912	3,104	3,323	3,536
영업이익	467	492	544	576	625
영업이익률(%)	16.2	16.9	17.5	17.3	17.7
세전이익	487	520	692	620	665
지배주주지분순이익	392	377	525	452	487
EPS(원)	9,924	9,527	13,271	11,433	12,324
증감률(%)	52.2	-4.0	39.3	-13.9	7.8
ROE(%)	16.5	13.9	16.6	12.6	12.5
PER(배)	12.9	12.2	7.7	9.4	8.8
PBR(배)	2.0	1.6	1.2	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	6.7	5.4	4.2	4.1	3.3

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어·엔터

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.06.27

매수(유지)

목표주가(유지)	160,000원
현재주가(06/26)	107,900원
상승여력	48.3%

Stock Data

KOSPI	3,079.6pt
시가총액(보통주)	4,266십억원
발행주식수	39,536천주
액면가	500원
자본금	20십억원
60일 평균거래량	145천주
60일 평균거래대금	16,593백만원
외국인 지분율	29.9%
52주 최고가	127,300원
52주 최저가	81,800원
주요주주	
오리온홀딩스(외 8인)	43.8%
국민연금공단(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.0	-19.4
3M	-7.2	-23.7
6M	3.0	-23.8

주가차트

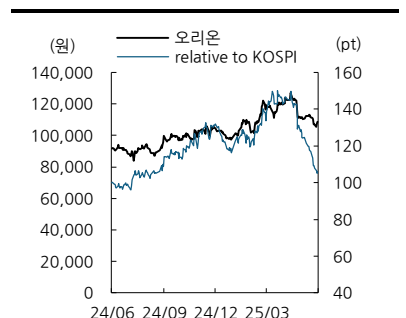
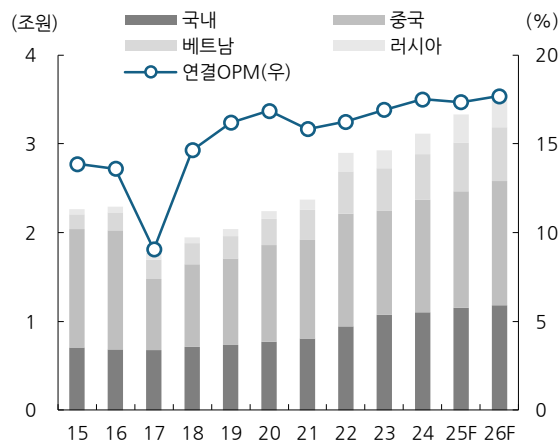


표18 오리온 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	748.4	719.3	774.9	861.8	801.8	782.2	851.3	887.8	2,912.4	3,104.3	3,323.1	3,536.1
YoY	12.7%	0.8%	1.1%	12.2%	7.1%	8.8%	9.9%	3.0%	1.4%	6.6%	7.0%	6.4%
1. 국내	271.6	277.8	271.1	277.1	282.4	292.0	285.4	291.3	1,070.0	1,097.6	1,151.1	1,183.0
YoY	9.5%	1.6%	-0.4%	0.2%	4.0%	5.1%	5.3%	5.1%	13.9%	2.6%	4.9%	2.8%
2. 중국	306.4	295.8	322.3	345.6	328.2	305.9	351.2	330.4	1,179.0	1,270.1	1,315.7	1,398.6
YoY	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	3.4%	9.0%	-4.4%	-7.5%	7.7%	3.6%	6.3%
3. 베트남	118.2	98.4	121.7	176.2	128.3	104.1	131.3	185.6	475.5	514.5	549.3	601.5
YoY	12.2%	2.8%	3.5%	12.3%	8.5%	5.9%	7.9%	5.3%	0.5%	8.2%	6.8%	9.5%
4. 러시아	50.5	49.1	61.9	69.0	67.2	82.2	85.5	82.4	200.3	230.5	317.3	363.3
YoY	4.8%	-4.9%	27.6%	32.6%	33.0%	67.4%	38.2%	19.5%	-4.5%	15.1%	37.7%	14.5%
5. 기타/조정	1.6	-1.8	-2.1	-6.1	-4.3	-2.0	-2.0	-2.0	-12.4	-8.3	-10.3	-10.3
영업이익	125.1	121.7	137.1	159.7	131.4	127.0	149.6	168.2	492.4	543.6	576.2	625.5
YoY	26.2%	8.4%	-2.6%	13.8%	5.0%	4.4%	9.1%	5.4%	5.5%	10.4%	6.0%	8.6%
영업이익률	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	16.2%	17.6%	18.9%	16.9%	17.5%	17.3%	17.7%
1. 국내	43.8	46.9	43.8	43.9	46.3	49.6	47.9	47.2	168.8	178.5	191.1	198.8
YoY	17.1%	5.8%	2.0%	-0.4%	5.6%	5.8%	9.5%	7.5%	20.3%	5.7%	7.1%	4.0%
영업이익률	16.1%	16.9%	16.2%	15.8%	16.4%	17.0%	16.8%	16.2%	15.8%	16.3%	16.6%	16.8%
2. 중국	54.2	55.9	63.5	70.3	56.0	53.5	68.5	66.1	221.0	243.9	244.1	264.2
YoY	41.5%	9.3%	-12.7%	19.6%	3.2%	-4.3%	7.8%	-6.0%	4.4%	10.4%	0.0%	8.2%
영업이익률	17.7%	18.9%	19.7%	20.3%	17.1%	17.5%	19.5%	20.0%	18.7%	19.2%	18.5%	18.9%
3. 베트남	19.4	15.3	23.8	41.5	21.2	15.6	24.9	42.7	87.5	100.1	104.5	117.8
YoY	18.2%	13.6%	8.5%	16.7%	9.2%	1.8%	4.7%	2.8%	-2.6%	14.5%	4.3%	12.7%
영업이익률	16.5%	15.6%	19.6%	23.6%	16.5%	15.0%	19.0%	23.0%	18.4%	19.5%	19.0%	19.6%
4. 러시아	7.8	6.7	9.2	13.1	8.6	10.2	12.2	15.3	32.1	36.9	46.3	54.5
YoY	-5.2%	-13.0%	37.6%	39.4%	9.2%	52.8%	32.5%	16.5%	-7.7%	14.9%	25.5%	17.7%
영업이익률	15.5%	13.6%	14.9%	19.0%	12.8%	12.4%	14.3%	18.5%	16.0%	16.0%	14.6%	15.0%
5. 기타/조정	-0.2	-3.2	-3.3	-9.2	-0.7	-2.0	-4.0	-3.0	-16.9	-15.8	-9.7	-9.7
순이익	99.8	76.2	102.6	254.7	106.1	100.3	116.8	130.5	385.0	533.2	453.7	487.1
YoY	28.4%	-8.8%	-6.4%	123.1%	6.4%	31.7%	13.8%	-48.8%	-3.3%	38.5%	-14.9%	7.4%
순이익률	13.3%	10.6%	13.2%	29.5%	13.2%	12.8%	13.7%	14.7%	13.2%	17.2%	13.7%	13.8%

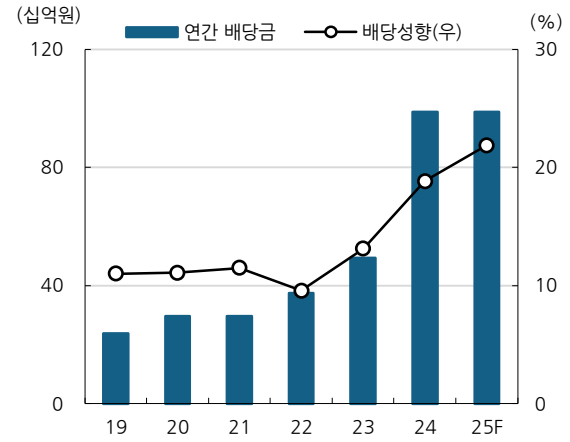
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림65 오리온 연결 실적 추이 및 전망



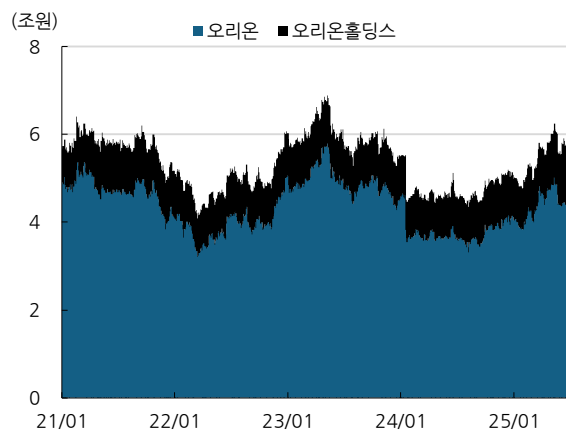
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림66 오리온 배당 추이



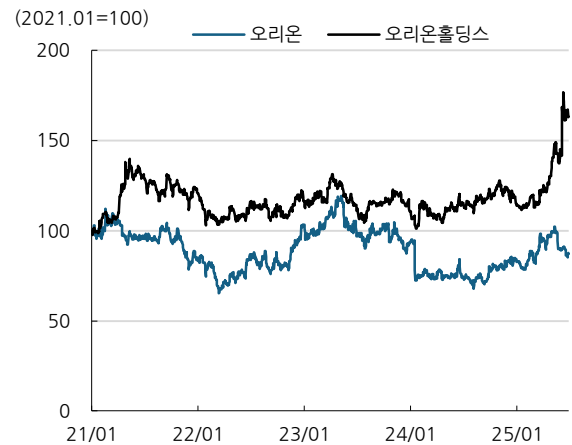
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림67 오리온과 오리온 홀딩스 시가총액 추이



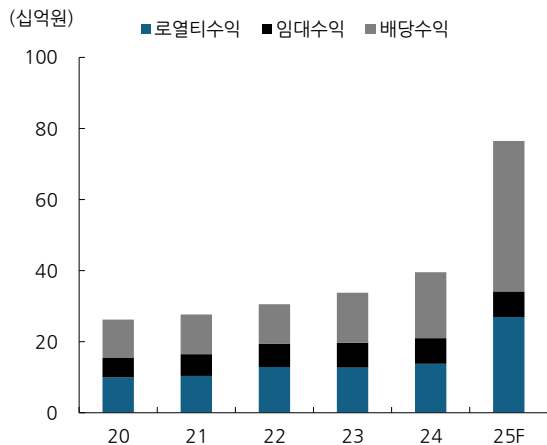
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림68 오리온과 오리온 홀딩스 주가 추이



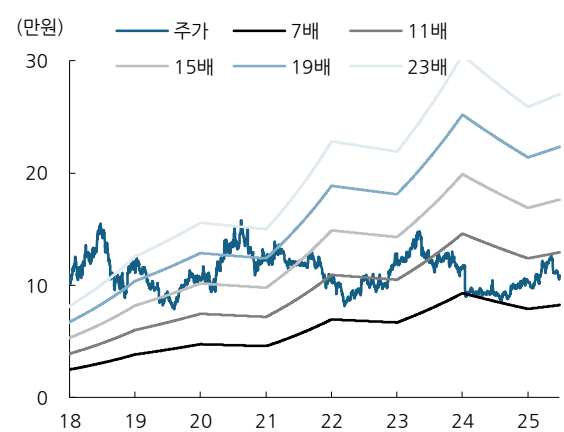
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림69 오리온홀딩스 지주부문 실적 추이



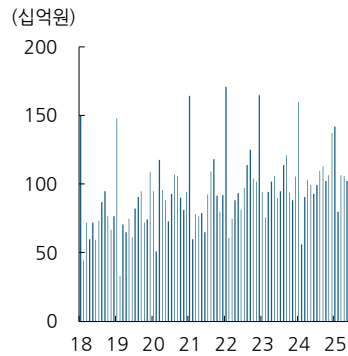
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림70 오리온 PER 밴드차트



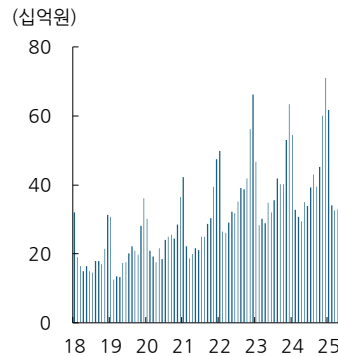
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림71 중국 월매출 추이



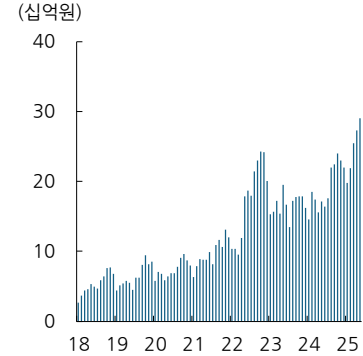
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림72 베트남 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림73 러시아 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표19 오리온 월별 실적 추이

당월(십억원)	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	24/12	25/01	25/02	25/03	25/04	25/05
매출액														
한국(오리온)	95.4	96.9	85.4	92.0	90.5	88.5	98.8	93.8	95.7	94.5	89.0	98.8	98.3	103.0
중국(OFC)	103.3	99.4	93.1	99.5	109.7	113.1	102.2	106.4	137.0	142.0	79.9	106.3	106.0	102.4
베트남(OFCV)	29.5	35.0	33.9	39.3	43.0	39.4	45.2	60.1	71.0	61.7	34.1	32.5	33.0	35.5
러시아(OIE)	15.6	17.1	16.4	17.6	22.0	22.4	24.0	23.0	22.0	19.8	21.9	25.5	27.3	29.0
합산	243.8	248.4	228.8	248.4	265.2	263.4	270.2	283.3	325.7	318.0	224.9	263.1	264.6	269.9
YoY														
한국(오리온)	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%	5.0%	1.2%	3.5%	7.2%	3.0%	6.3%
중국(OFC)	1.3%	-6.1%	4.0%	4.7%	-3.5%	-6.5%	8.8%	20.8%	29.6%	-11.1%	42.2%	17.6%	2.6%	3.0%
베트남(OFCV)	2.4%	0.3%	5.9%	10.4%	2.9%	-2.0%	12.2%	13.2%	11.8%	13.0%	4.0%	5.5%	11.9%	1.4%
러시아(OIE)	1.3%	-12.3%	-1.8%	30.4%	27.9%	25.8%	34.1%	28.5%	35.8%	35.6%	18.4%	46.6%	75.0%	69.6%
합산	2.8%	-1.9%	0.5%	6.3%	0.2%	-2.3%	10.2%	12.6%	17.8%	-1.4%	16.2%	14.0%	8.5%	8.7%
YoY(현지통화)														
한국(오리온)	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%	5.0%	1.2%	3.5%	7.2%	3.0%	6.3%
중국(OFC)	2.9%	-5.4%	-0.8%	-1.5%	-7.2%	-9.6%	4.9%	13.0%	20.0%	-17.5%	32.4%	8.0%	-2.2%	0.4%
베트남(OFCV)	5.8%	5.7%	7.9%	10.0%	5.0%	-0.5%	13.8%	10.9%	6.5%	6.3%	-0.6%	-0.4%	9.1%	1.4%
러시아(OIE)	12.1%	-1.8%	-2.4%	16.9%	16.1%	18.6%	32.3%	34.1%	40.8%	43.2%	10.2%	25.9%	48.6%	46.8%
합산														
영업이익														
한국(오리온)	16.3	17.5	12.9	15.1	15.2	13.4	17.7	16.4	9.8	17.2	14.0	15.4	16.1	18.7
중국(OFC)	21.4	19.1	15.5	16.9	21.7	25.0	19.3	21.2	29.8	24.4	11.3	20.3	19.1	17.7
베트남(OFCV)	3.5	6.4	5.5	7.3	9.0	7.6	9.7	14.9	16.9	12.5	4.7	4.0	3.9	5.6
러시아(OIE)	2.2	2.5	2.0	2.3	3.2	4.0	4.6	4.3	4.2	2.7	2.7	3.2	3.5	3.5
합산	43.4	45.5	35.9	41.6	49.1	50.0	51.3	56.8	60.7	56.8	32.7	42.9	42.6	45.5
YoY														
한국(오리온)	9.4%	8.7%	-5.1%	8.6%	3.4%	-6.3%	7.9%	3.1%	-16.9%	6.2%	9.4%	3.4%	-1.2%	6.9%
중국(OFC)	21.6%	-2.1%	9.9%	0.0%	-23.9%	-8.4%	1.0%	21.1%	34.2%	-27%	190%	19.4%	-10.7%	-7.3%
베트남(OFCV)	12.9%	10.3%	17.0%	19.7%	9.8%	0.0%	18.3%	19.2%	13.4%	20.2%	4.4%	-13.0%	11.4%	-12.5%
러시아(OIE)	-12.0%	-19.4%	-4.8%	35.3%	33.3%	53.8%	39.4%	30.3%	50.0%	22.7%	-6.9%	19%	59.1%	40.0%
합산	13.9%	2.2%	4.1%	7.8%	-8.7%	-3.5%	9.1%	15.4%	17.4%	-8.5%	35.7%	9.4%	-1.8%	0.0%
영업이익률														
한국(오리온)	17.1%	18.1%	15.1%	16.4%	16.8%	15.1%	17.9%	17.5%	10.2%	18.2%	15.7%	15.6%	16.4%	18.2%
중국(OFC)	20.7%	19.2%	16.6%	17.0%	19.8%	22.1%	18.9%	19.9%	21.8%	17.2%	14.1%	19.1%	18.0%	17.3%
베트남(OFCV)	11.9%	18.3%	16.2%	18.6%	20.9%	19.3%	21.5%	24.8%	23.8%	20.3%	13.8%	12.3%	11.8%	15.8%
러시아(OIE)	14.1%	14.6%	12.2%	13.1%	14.5%	17.9%	19.2%	18.7%	19.1%	13.6%	12.3%	12.5%	12.8%	12.1%
합산	17.8%	18.3%	15.7%	16.7%	18.5%	19.0%	19.0%	20.0%	18.6%	17.9%	14.5%	16.3%	16.1%	16.9%

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

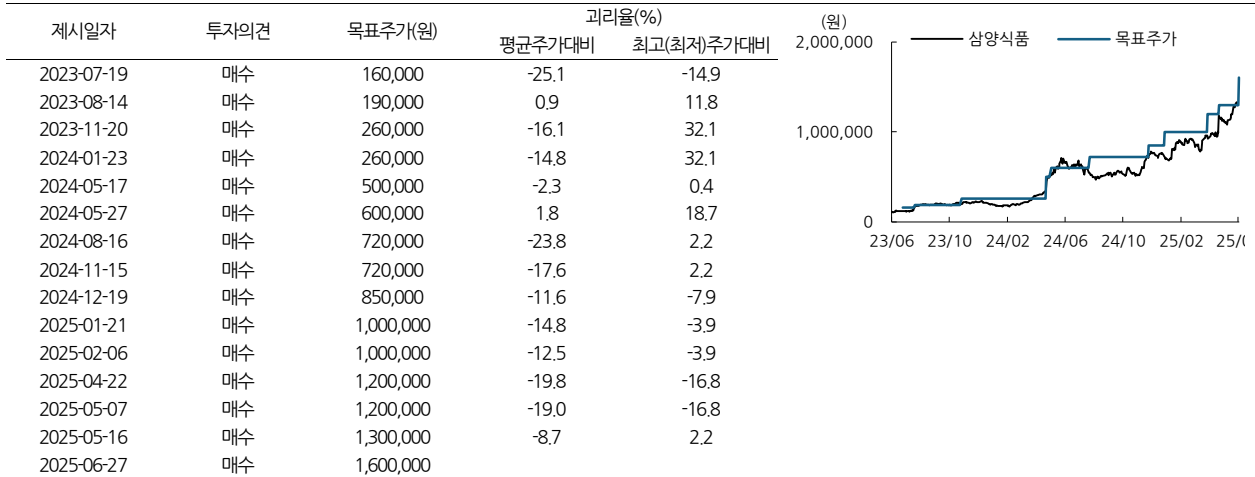
[오리온 271560]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	1,470	1,628	1,647	1,873	2,343	매출액	2,873	2,912	3,104	3,323	3,536
현금 및 현금성자산	610	366	451	631	1,032	매출원가	1,782	1,785	1,908	2,051	2,175
매출채권 및 기타채권	224	212	190	206	221	매출총이익	1,091	1,127	1,196	1,272	1,361
재고자산	235	260	317	340	365	판매비 및 관리비	625	635	653	696	735
기타	402	790	689	696	725	영업이익	467	492	544	576	625
비유동자산	1,901	1,893	2,661	2,639	2,600	(EBITDA)	628	650	704	737	777
관계기업투자등	53	39	734	762	793	금융손익	23	36	33	40	42
유형자산	1,668	1,658	1,702	1,667	1,614	이자비용	4	4	1	2	2
무형자산	55	54	70	56	33	관계기업등 투자손익	1	1	-9	20	20
자산총계	3,372	3,521	4,308	4,513	4,943	기타영업외손익	-4	-9	125	-17	-22
유동부채	556	399	538	516	551	세전계속사업이익	487	520	692	620	665
매입채무 및 기타채무	361	304	383	437	469	계속사업법인세비용	88	135	159	166	178
단기금융부채	104	14	14	13	13	계속사업이익	398	385	533	454	487
기타유동부채	91	80	140	66	68	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	176	167	197	204	211	당기순이익	398	385	533	454	487
장기금융부채	14	14	26	24	24	지배주주	392	377	525	452	487
기타비유동부채	162	153	171	180	187	총포괄이익	370	352	533	454	487
부채총계	732	566	734	719	762	매출총이익률 (%)	38.0	38.7	38.5	38.3	38.5
지배주주지분	2,554	2,862	3,471	3,688	4,076	영업이익률 (%)	16.2	16.9	17.5	17.3	17.7
자본금	20	20	20	20	20	EBITDA마진률 (%)	21.9	22.3	22.7	22.2	22.0
자본잉여금	598	598	598	598	598	당기순이익률 (%)	13.9	13.2	17.2	13.7	13.8
이익잉여금	1,218	1,560	2,033	2,386	2,774	ROA (%)	12.1	10.9	13.4	10.2	10.3
비지배주주지분(연결)	85	93	103	105	105	ROE (%)	16.5	13.9	16.6	12.6	12.5
자본총계	2,639	2,955	3,574	3,793	4,182	ROIC (%)	21.7	20.7	23.4	23.8	26.4

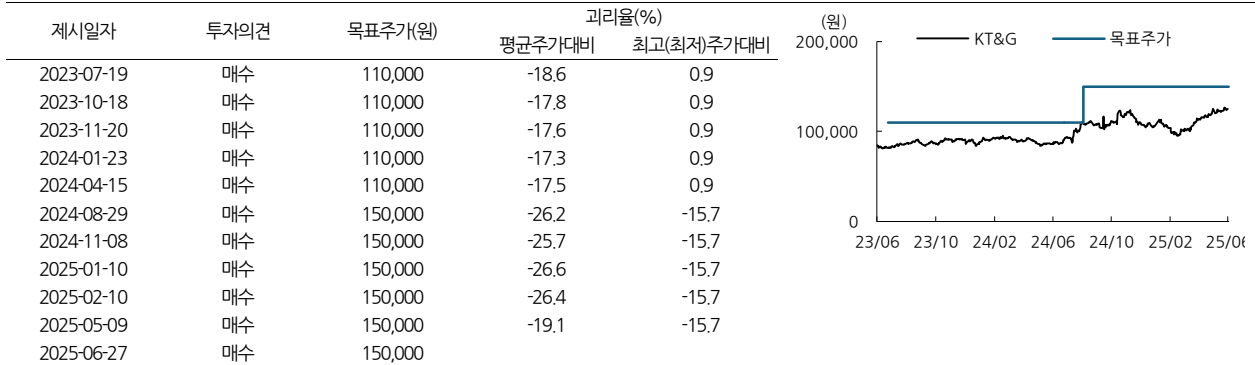
현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	546	437	652	358	619	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	398	385	533	454	487	P/E	12.9	12.2	7.7	9.4	8.8
비현금수익비용가감	248	278	165	-61	139	P/B	2.0	1.6	1.2	1.2	1.0
유형자산감가상각비	157	154	157	123	105	P/S	1.8	1.6	1.3	1.3	1.2
무형자산상각비	5	3	3	38	47	EV/EBITDA	6.7	5.4	4.2	4.1	3.3
기타현금수익비용	86	121	-5	-268	-53	P/CF	7.8	6.9	5.8	10.9	6.8
영업활동 자산부채변동	16	-108	69	-34	-7	배당수익률 (%)	0.7	1.1	2.4	2.3	2.5
매출채권 감소(증가)	-32	9	17	-8	-15	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-30	-30	-42	-15	-25	매출액	22.0	1.4	6.6	7.0	6.4
매입채무 증가(감소)	35	-24	30	-22	32	영업이익	25.1	5.5	10.4	6.0	8.6
기타자산 부채변동	43	-62	64	10	1	세전이익	28.4	6.8	33.1	-10.5	7.4
투자활동 현금	-292	-541	-506	-75	-120	당기순이익	51.1	-3.3	38.5	-14.9	7.4
유형자산처분(취득)	-75	-165	-105	-49	-52	EPS	52.2	-4.0	39.3	-13.9	7.8
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-15	-22	-23	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-215	-372	-387	-5	-38	부채비율	27.8	19.1	20.5	19.0	18.2
기타투자활동	-1	-1	1	1	-6	유동비율	264.4	408.2	306.4	363.3	425.5
재무활동 현금	-177	-138	-70	-103	-99	순차입금/자기자본(x)	-33.2	-37.4	-29.9	-33.2	-40.4
차입금의 증가(감소)	-147	-101	-14	-4	0	영업이익/금융비용(x)	106.2	136.8	536.2	340.1	373.2
자본의 증가(감소)	-30	-38	-49	-99	-99	총차입금 (십억원)	118	29	40	37	37
배당금의 지급	30	38	49	99	99	순차입금 (십억원)	-877	-1,104	-1,069	-1,260	-1,687
기타재무활동	0	0	-7	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	59	-244	85	180	401	EPS	9,924	9,527	13,271	11,433	12,324
기초현금	550	610	366	451	631	BPS	64,594	72,400	87,799	93,277	103,100
기말현금	610	366	451	631	1,032	SPS	72,674	73,663	78,519	84,053	89,440
NOPLAT	382	365	419	422	458	CFPS	16,350	16,779	17,662	9,932	15,828
FCF	370	15	261	283	499	DPS	950	1,250	2,500	2,500	2,700

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

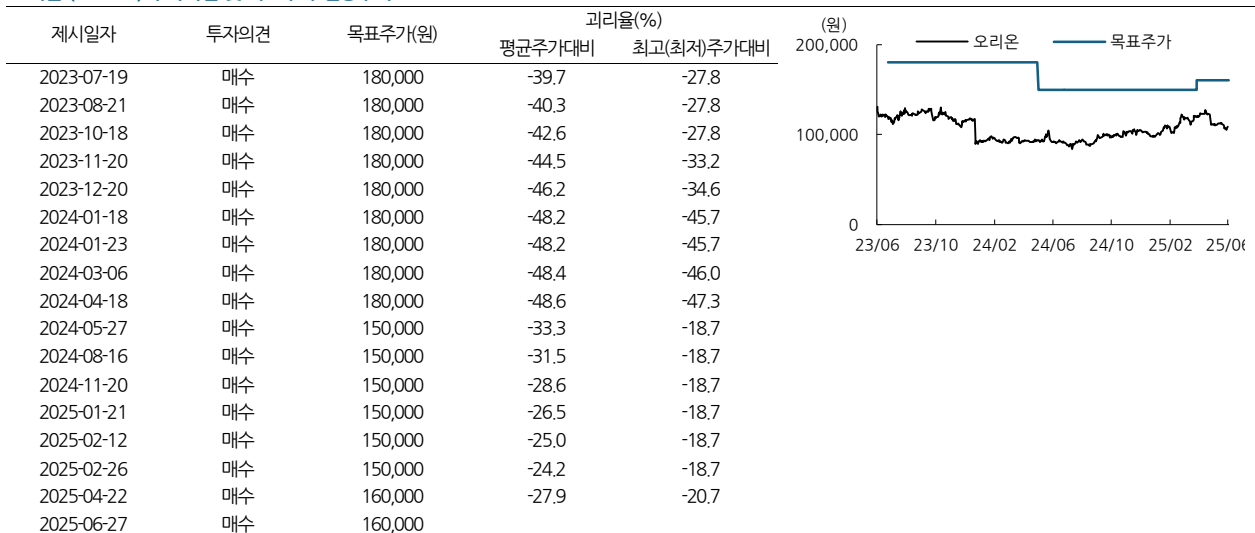
삼양식품 (003230) 투자의견 및 목표주가 변동추이



KT&G (033780) 투자의견 및 목표주가 변동추이



오리온 (271560) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

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 하시기를 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.