

- Part I 업종 투자 전략
- Part II C의 시험대
- Part III 달라진 체력: Q와 P



C의 압박, 달라진 체력

2026년 음식료
하반기 전망

LS증권 박성호입니다.

음식료 업종에 대해 **Overweight** 투자 의견을 제시합니다.

2026년 하반기 음식료 업종의 핵심 화두는 원가 부담 확대 우려와 높아진 이익 체력입니다. 곡물과 포장재를 중심으로 원가 부담이 확대되고 있으나, 해외 시장을 중심으로 한 구조적인 Q 성장과 강화된 가격 전가력을 바탕으로 기업들의 이익 개선세는 지속될 것으로 전망합니다.

본 자료에서는 하반기 음식료 업종을 둘러싼 주요 원가 변수를 점검했습니다. 곡물과 유지류 가격의 점진적인 반등, 그리고 지정학 리스크에 따른 포장재 가격 상승 가능성을 살펴보았습니다. 다만 현재의 원가 부담은 과거와 같은 수준의 실적 훼손으로 이어지기보다는 기업별 이익 체력의 차이를 확인하는 과정이 될 것으로 판단합니다.

또한 이번 사이클의 핵심 투자 포인트인 Q와 P에 주목했습니다. K푸드의 글로벌 확산과 해외 유통망 확대를 바탕으로 음식료 기업들은 구조적인 판매량 성장 국면을 지나고 있으며, 해외 매출 비중 확대는 곧 가격 전가력 강화로 이어지고 있습니다.

업종 내 최선호주로 **KT&G(033780)**과 **삼양식품(003230)**을 제시합니다. KT&G는 해외 중심의 안정적인 본업 성장과 적극적인 주주환원 정책을 바탕으로 시장 변동성을 상쇄할 수 있는 이익 체력을 보유하고 있습니다. 삼양식품은 글로벌 높은 수요를 기반으로 가파른 Q 성장세가 이어지고 있으며, 업종 내 가장 높은 수익성을 바탕으로 실적 모멘텀이 지속될 것으로 전망합니다.

본 자료를 통해 하반기 음식료 업종의 주요 투자 포인트와 기업별 차별화 요인을 점검하는 데 도움이 되기를 바랍니다.

감사합니다.

음식료/엔터

Analyst **박성호**

shpark@ls-sec.co.kr



자료는 크게 **4 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 업종 투자 전략]

음식료 업종에 대해 Overweight 의견을 제시합니다. 2026년 하반기 음식료 업종의 주요 쟁점은 이란 전쟁 이후 확대된 원가 부담 우려입니다. 다만, 과거와 달리 음식료 기업들은 해외 중심의 구조적인 Q 성장, 해외 비중 확대에 따른 P 전가력 강화, 그리고 비용 효율화를 통해 이익 체력을 크게 개선한 상황입니다. 현재 업종 12MF P/B는 1.1 배 수준까지 회복하며 저평가 해소 국면에 진입했으나, 개선된 펀더멘털을 고려하면 추가적인 리레이팅 여력은 충분하다고 판단합니다.

[Part II. C의 시험대]

하반기 음식료 업종은 곡물, 유지류, 포장재 등 가격 상승에 따른 원가 부담 확대 국면에 진입할 전망이다. 특히 중동 지정학적 리스크와 고유가 영향으로 포장재 가격 상승세가 이어지며 비용 변수의 불확실성이 확대되고 있습니다. 다만, 현재 곡물 가격은 과거 원가 부담이 극심했던 시기 대비 여전히 낮은 수준이며, 포장재 부담 역시 기업별 영향이 상이할 것으로 예상됩니다. 결국 이번 사이클의 핵심은 원가 상승 자체보다 높아진 비용 부담을 기업들이 얼마나 효과적으로 흡수하고 전가할 수 있는지 여부라고 판단합니다.

[Part III. 달라진 체력: Q와 P]

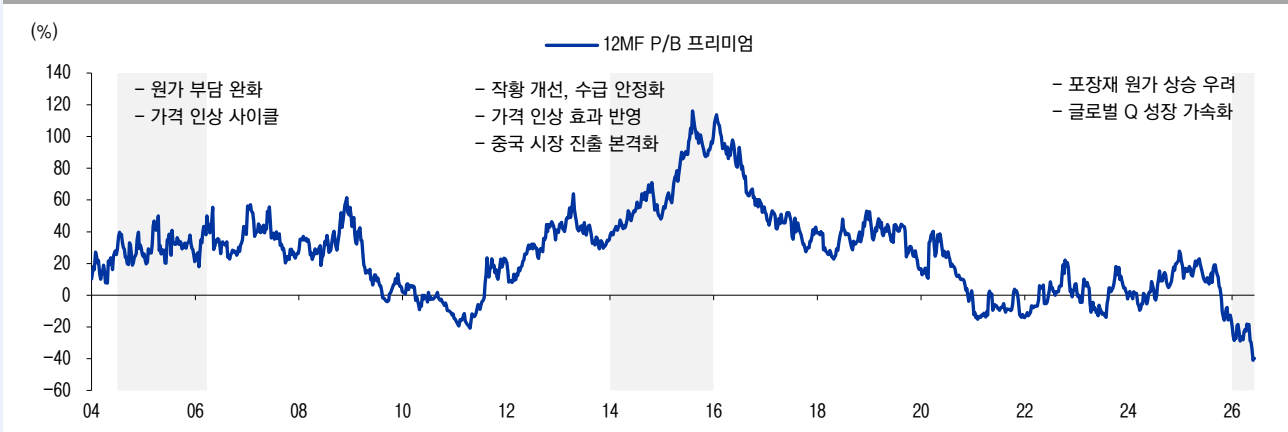
이번 음식료 업종의 차별화 요인은 구조적인 Q 성장과 강화된 P 전가력입니다. K 푸드의 글로벌 확산과 해외 유통망 확대를 바탕으로 음식료 기업들은 해외 중심의 판매량 성장 가속화 구간에 진입하고 있습니다. 또한 해외 매출 비중 확대는 단순한 외형 성장뿐 아니라 가격 결정력의 강화로 이어지고 있으며, 최근 주요 기업들의 해외 가격 인상 사례도 증가하는 추세입니다. 원가 부담이 존재하는 환경에서도 해외 Q 성장과 가격 전가력을 갖춘 기업 중심의 실적 차별화가 지속될 것으로 전망합니다.

[기업분석]

원가 부담 확대 우려에도 불구하고 2026년 하반기 음식료 업종의 실적 개선세는 지속될 전망이다. 특히 구조적으로 높은 이익 체력을 확보한 기업들의 아웃퍼폼이 기대됩니다. 최선호주로 KT&G(033780)를 제시합니다. 해외 시장 중심으로 본업 성장이 이어지고 있는 가운데, 지정학 리스크에 따른 원가 부담은 제한적입니다. 안정적인 이익 창출력과 적극적인 주주환원 정책은 변동성 높은 시장 환경 속에서 차별화된 투자 매력으로 작용할 것입니다. 삼양식품(003230) 역시 최선호주로 제시합니다. 글로벌 높은 수요를 바탕으로 가파른 Q 성장세가 지속되고 있으며, 이에 따른 ASP 상승도 또한 중장기적으로 이어질 전망입니다. 30%를 상회하는 ROE는 동사의 가장 강력한 경쟁력으로 판단합니다.

Key Charts

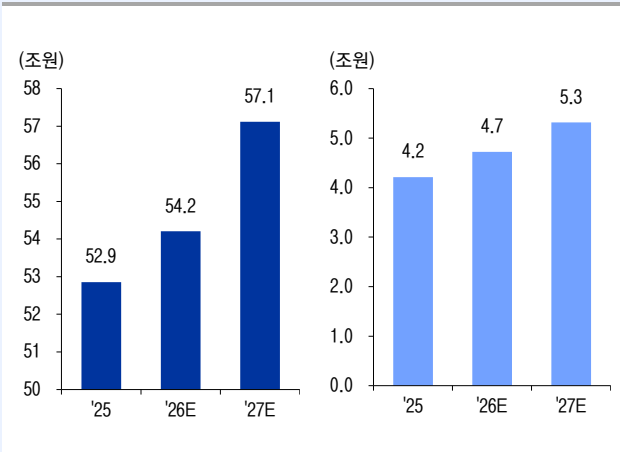
음식료 업종 코스피 대비 12MF P/B 프리미엄



자료: 에프앤가이드 Quantwise, LS증권 리서치센터

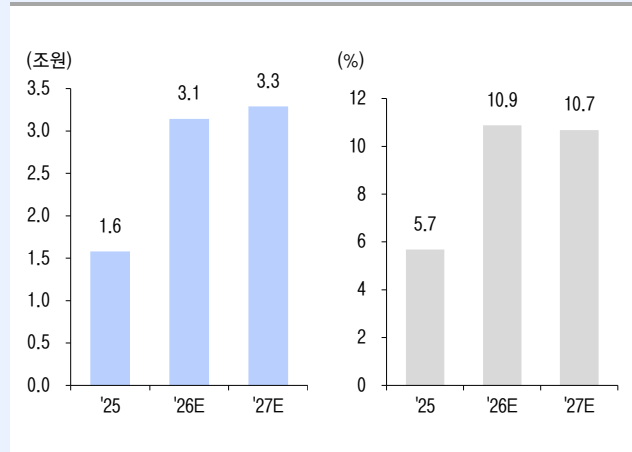
- 하반기 포장재를 중심으로 원가 부담 상승 우려가 확대되고 있지만
- 해외 중심의 구조적인 Q 성장과 강화된 가격 전가력에 따른 높은 이익 체력에 주목
과거 원가 상승 사이클에서도 판매량 확대와 가격 인상이 맞물려 강한 반등을 보였음

커버리지 합산 매출액(좌), 영업이익(우) 전망



자료: LS증권 리서치센터

커버리지 합산 순이익(좌), ROE(우) 전망

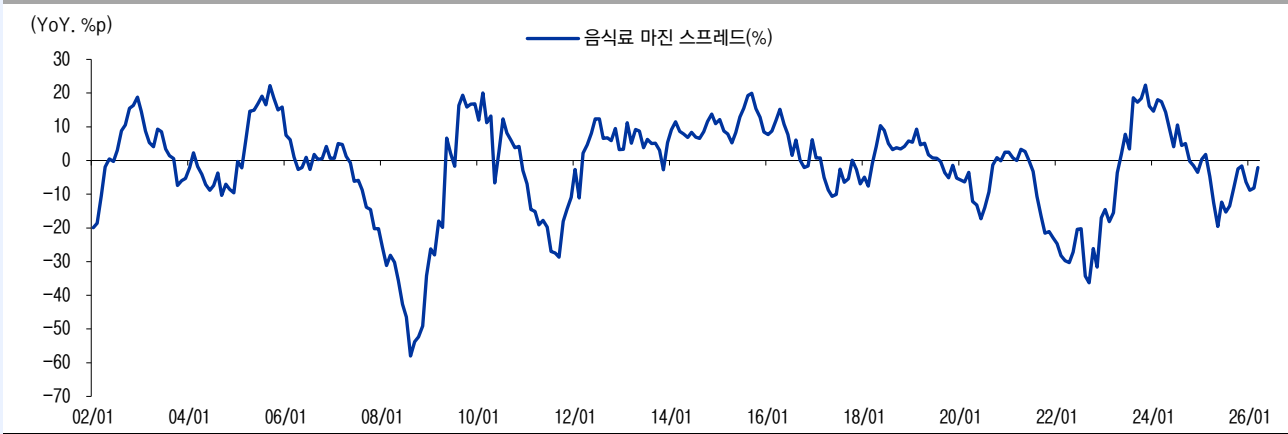


자료: LS증권 리서치센터

- 26년 커버리지 합산 영업이익은 전년대비 +12.2% YoY 증가한 4.7 조원 전망
- 판매량 확대와 가격 전가력 확대, 경영 비용 및 고정비 효율화가 수익성 상승 견인

Key Charts

음식료 마진 스프레드 추이



자료: LS증권 리서치센터

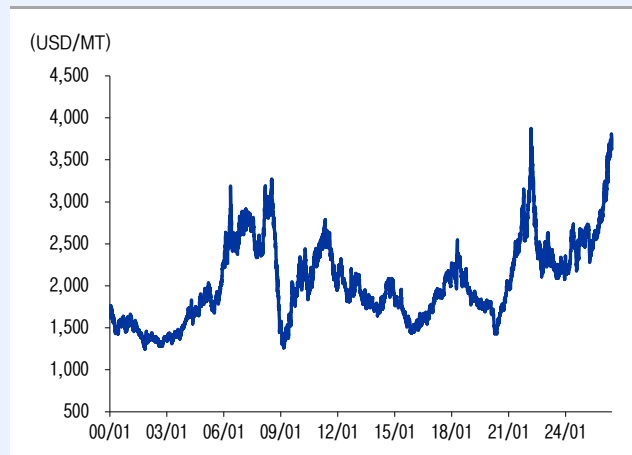
- 기후 악화 영향으로 곡물가 점진적 반등, 대두유 중심으로 유지류 가격의 상승 폭 확대
- 그럼에도 높아진 이익 체력 바탕으로 음식료 마진 스프레드 점진적 개선 국면

나프타 가격 추이



자료: 씨스کم, LS증권 리서치센터

알루미늄 선물 가격 추이

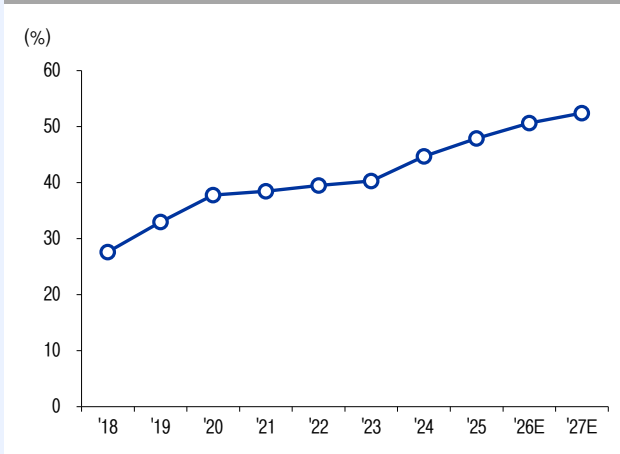


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- 이번 사이클의 경우 이란 전쟁에 따른 포장재 원가 상승 우려
- 기업별 부담 정도는 상이. 결국 높아진 비용 부담을 잘 전가할 수 있는 기업들에 주목

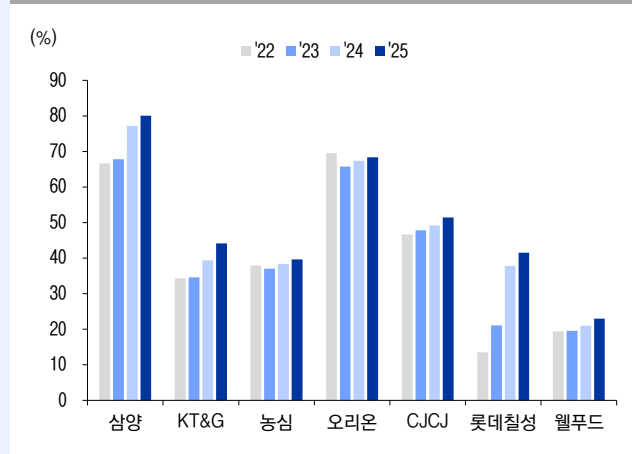
Key Charts

커버리지 평균 해외 매출 비중



자료: LS증권 리서치센터

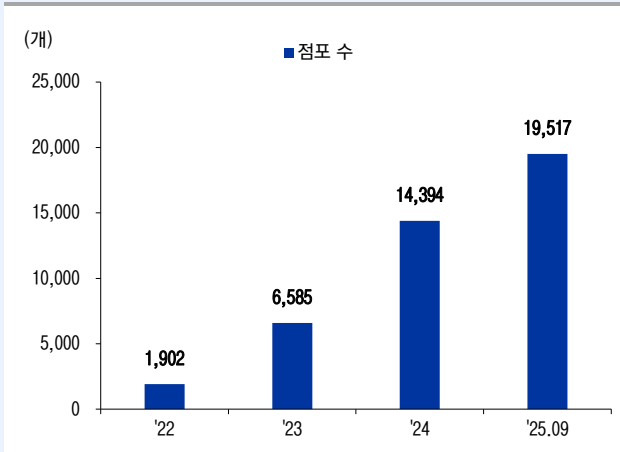
커버리지 기업별 해외 매출 비중 추이



자료: LS증권 리서치센터

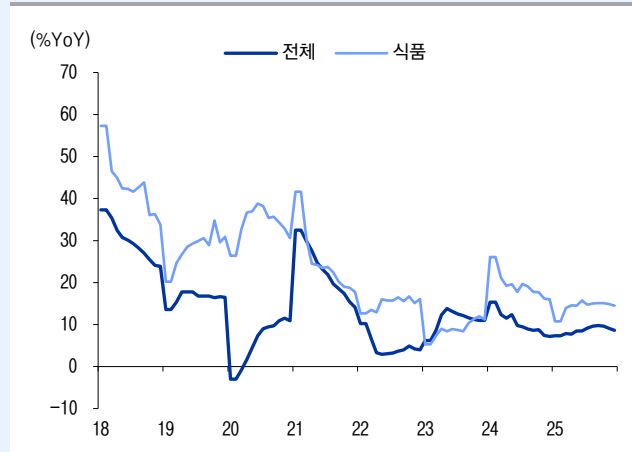
- 해외 중심의 Q 성장 사이클 가속화. 커버리지 종목 합산 해외 매출 비중 50% 상회 전망
- 해외 생산 확대될수록 수익성이 증가하는 규모의 경제 효과 지속

중국 밍밍현망 점포 수 추이



자료: 밍밍현망, LS증권 리서치센터

중국 이커머스 리테일 매출 증가율



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

- 중국 소비 저성장에도 불구하고 채널 믹스 전략 기반으로 고성장 시현
- 간식할인점의 오프라인 채널 영향력 확대. 모바일 라이브 커머스 중심의 이커머스 성장 채널 전용, 대용량 제품 출시하여 고성장 채널 비중 확대

Key Charts

최근 주요 기업 Capex 내역

기업	날짜	지역	투자금액(원)	비고
농심	'24.10	미국		라면 2 공장 라인 증설
	'26년 하반기	부산	1,918억	녹산 수출공장 증설
삼양식품	'25.07	말양	1,643억	봉지/용기면 생산라인 6개
	'27년 상반기	중국	2,014억	중국 라면 생산라인 6개
오뚜기	'27년 중	미국		미국 생산거점 확보
CJ제일제당	'25.09	일본	1,000억	일본 냉동만두 생산라인
	'26년 하반기	헝가리	1,000억	유럽 냉동식품 생산라인
	'27년 중	미국	7,000억	슈완스 아시안푸드 신공장
오리온	'25.10	베트남	1,300억	스낵 라인 증설
	'26년 상반기	베트남		스낵 라인 증설
	'27년 중	러시아	2,400억	스낵 제품군 확대
	'27년 중	진천	4,600억	생산/물류 통합센터
롯데웰푸드	'25.02	인도	700억	빙과 공장 증설
	'25.07	인도	330억	빼빼로 라인 2개 증설
하이트진로	'26년	베트남	1,058억	해외 소주 생산 거점

자료: LS증권 리서치센터

- 대규모 Capex 투자 이후 본격적인 이익 기여 확대 구간에 진입
- 매출 증가에 그치지 않고 현금흐름 개선과 ROE 상승 효과까지 동반

주요 커버리지 기업 해외 가격 인상 내역

기업	날짜	국가	내용	비고
오리온	2025.09	러시아	초코파이 등 초코 제품 5~7% 인상	코코아 원가 부담
	2024.10	베트남	초코파이 가격 6% 인상	코코아 원가 부담
롯데웰푸드	2025.03	인도	건과 및 빙과 5~10% 인상	
	2025.03	카자흐스탄	전품목 10% 인상	
	2025.01	벨기에	전품목 25% 인상	
	2025.10	카자흐스탄	일부 품목 3% 인상	
	2026.1Q	인도	빙과 5~10% 인상	유지류, 유제품 원가 부담
		러시아	초코파이 등 5~1% 인상	코코아 원가 부담
파키스탄	스낵 등 10~15%	유지류 등 원재료 상승		
삼양식품	2025.10	미국	불닭볶음면 9% 인상	상호관세 대응
농심	2025.07	미국	신라면 등 10% 인상	수익성 악화 대응

자료: LS증권 리서치센터

- 해외 매출 비중 확대는 곧 기업들의 가격 전가력 강화로 이어짐
- 브랜드 경쟁력 기반으로 가격 인상에 따른 수요 저항은 낮아지고 있음

Industry In depth

음식료

Overweight

C의 압박, 달라진 체력

2026년 음식료 하반기 전망

Contents

Part I	업종 투자 전략	9
Part II	C의 시험대	15
Part III	달라진 체력: Q와 P	22

기업분석

KT&G (033780)	30
삼양식품 (003230)	35
오리온 (271560)	40
롯데웰푸드 (280360)	45
농심 (004370)	50
CJ 제일제당 (097950)	55
롯데칠성 (005300)	60

Part I

업종 투자 전략

업종 투자 전략

원가 부담 현실화, 그러나 높아진 이익 체력에 주목

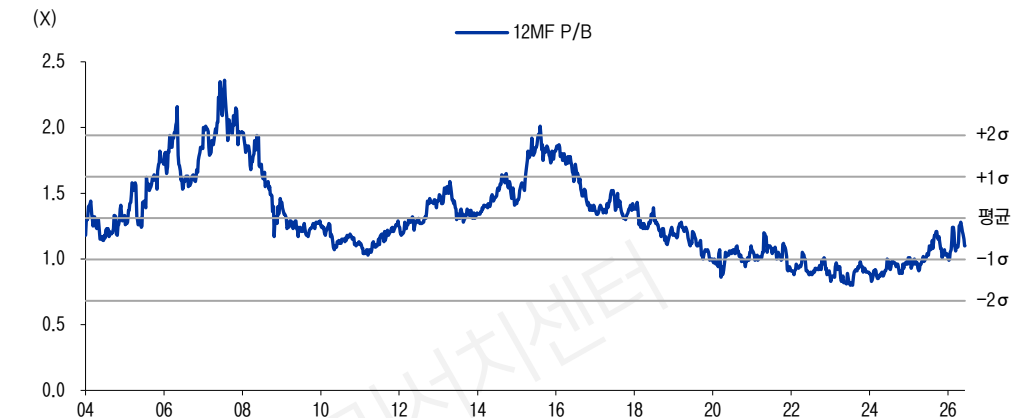
26년 하반기 음식료 업종의 주요 쟁점은 올해 초 이란 전쟁에 따른 원가 부담 확대 우려다. 원재료 및 부자재 원가 비중이 높은 업종 특성상 고유가는 이익의 변동성을 확대시키는 요인이다. 그러나 본 자료에서는 원가 이슈에도 불구하고 전반적으로 음식료 기업들의 이익 체력이 한층 강화되었다는 점에 주목한다. 이는 해외에서의 구조적인 Q 성장, 기업들의 해외 비중 확대에 따른 P 전가력 증가, 그리고 경영 비용 및 고정비 효율화 노력의 지속에 기인한다.

한편, 현재 음식료 업종의 12MF P/B는 1.1배로 2018년 수준까지 회복하며 점진적인 저평가 해소 국면에 진입했다. 음식료 업종의 점진적 리레이팅 요인은 1) 업종 평균을 크게 아웃퍼폼하는 삼양식품의 주가 상승이 반영되었고, 2) 삼양식품을 제외하더라도 음식료 업종의 전반적인 수익성이 개선되고 있음을 반영한 결과다. 삼양식품을 제외한 커버리지 가중 평균 12MF ROE는 11%까지 개선되었으며 이는 코로나19 이후 가장 높은 수준이다. 현재 밸류에이션 상승은 펀더멘털 개선에 기반하고 있다는 점에서 밸류 부담을 우려하기에는 이른 시점이라고 판단한다. 향후 이익 개선과 ROE 상승이 이어질 경우 추가적인 리레이팅 또한 가능하다고 판단한다.

과거 음식료 업종의 주가 상승 사이클은 원가 부담 완화 이후 가격 인상(P), 판매량 회복(Q)이 동반되면서 본격화되었다. 현재 상황 역시 일부 원재료와 포장재를 중심으로 원가 부담이 확대되고 있는 국면이다. 그럼에도 불구하고 해외 시장을 중심으로 한 구조적인 Q 성장과 해외 비중 확대에 따른 P 전가력 강화는 과거 대비 음식료 기업들의 이익 방어 능력을 크게 높여주고 있다. 따라서 이번 원가 상승 국면은 업종 전반의 이익 훼손 여부보다는 기업별 이익 체력의 차별화를 확인하는 과정이 될 것으로 판단하며, 향후 Q와 P를 기반으로 한 이익 성장의 지속 여부가 업종 리레이팅의 핵심 변수로 작용할 전망이다.

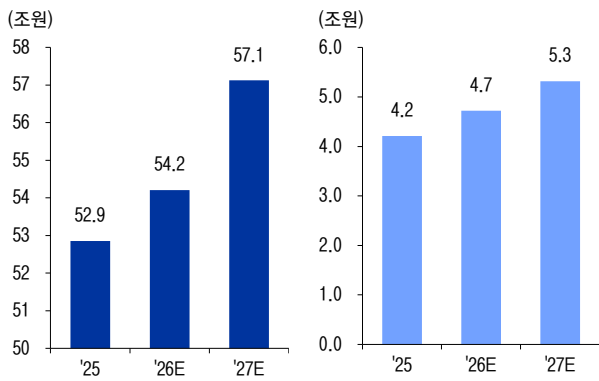
반면, 수급 측면에서 음식료 업종에 대한 시장의 관심은 여전히 제한적인 수준이다. 내수 부진에 따른 제한적인 성장성과 고질적으로 낮은 ROE 때문에 투자자들에게 매력적인 선택지로 인식되지 못했던 것이 사실이다. 그러나 해외 중심의 Q 성장과 이에 따른 수익성 및 ROE 개선이 지속될 경우 업종의 투자 매력도 또한 빠르게 재평가될 수 있는 구간이라고 판단한다.

그림1 음식료 업종 12MF P/B 추이



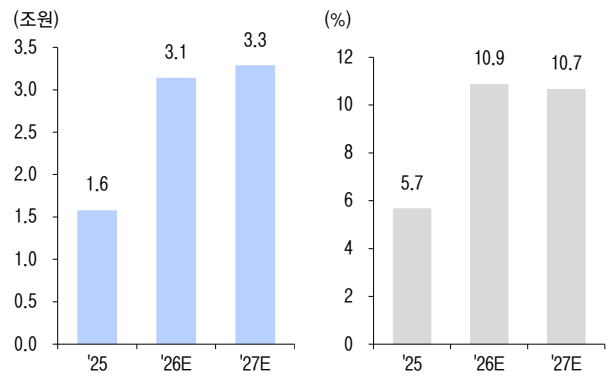
자료: 에프앤가이드 Quantwise, LS증권 리서치센터

그림2 커버리지 합산 매출액(좌), 영업이익(우) 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림3 커버리지 합산 순이익(좌), ROE(우) 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림4 커버리지 가중평균 12MF P/E



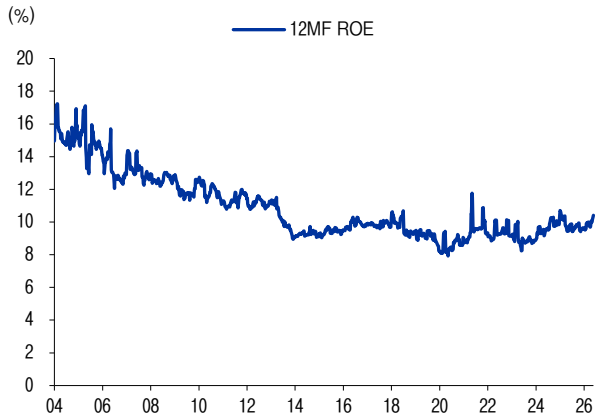
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림5 삼양식품 제외 커버리지 가중평균 12MF P/B



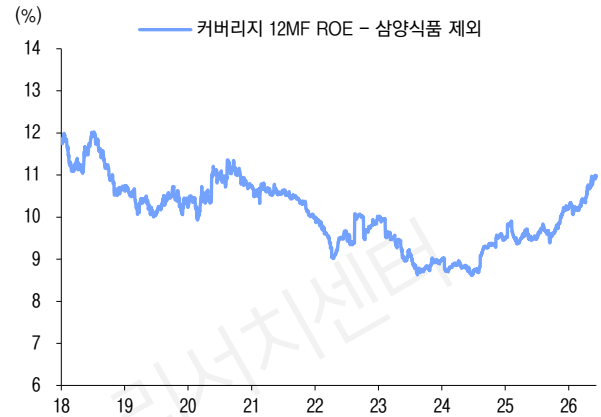
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림6 음식료 업종 12MF ROE 추이



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림7 삼양식품 제외 커버리지 가중평균 12MF ROE 추이



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림8 코스피 대비 음식료 업종 거래대금 비중은 역대 최저



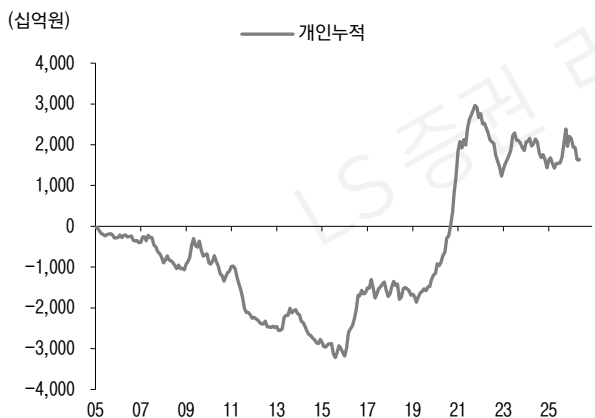
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림9 음식료 업종 기관 누적 순매수대금



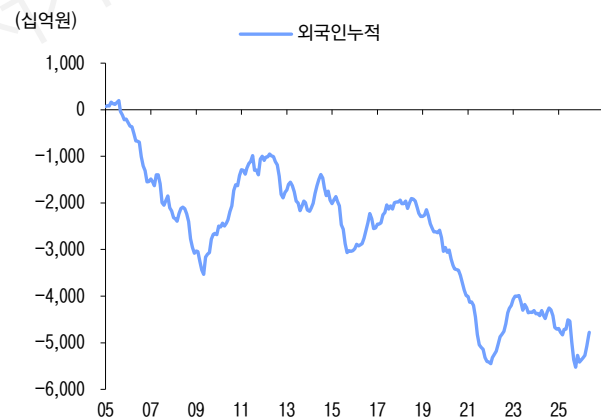
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림10 음식료 업종 개인 누적 순매수대금



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림11 음식료 업종 외국인 누적 순매수대금



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

수익성 개선, 그러나 차별화는 지속

전반적인 업종 이익 체력은 증가하고 있으며 수익성 또한 개선되는 추세다. 다만 기업별 수익성과 성장성의 차이는 여전히 존재한다. 그렇기에 단순히 평균으로 업종의 밸류에이션을 판단하는 데에는 다소 한계가 있다. 올해 하반기 역시 수익성이 높은 기업들을 중심으로 높은 프리미엄이 집중되는 시장 환경이 지속될 것으로 보인다. 특히 하반기는 ROE와 더불어 중동 사태에 따른 원가 불확실성이 커지는 시기인 만큼 변동성 높은 사업 환경을 최소화 할 수 있는 체력과 모멘텀을 확보하는 것이 업종 내 중요한 쟁점이 될 전망이다.

KT&G

업종 내 최선호주로 제시한다. 해외에서 본업을 중심으로 안정적인 Q 성장이 지속되고 있다. 이와 더불어 업종 내에서 가장 높은 가격 전가력을 확보했기 때문에 중동 사태에 따른 원가 변동을 모두 상쇄할 수 있다고 판단한다. 그동안 성과를 내지 못했던 신사업의 턴어라운드도 연내 본격화될 전망이며, 니코틴 파우치와 건기식 등 새롭게 추가될 기대감 또한 동사의 높은 밸류를 정당화한다. 100% 수준의 높은 주주환원율은 변동성 높은 시장 상황 속에서 메리트로 작용할 전망이다.

삼양식품

업종 내 최선호주로 제시한다. 26E ROE 36%로 업종 내 압도적인 수익성을 확보하고 있다. 올해 역시 높은 Q 성장이 기대된다. 밀양 2공장의 가동률 상승, 그리고 기존 국내 공장의 3교대 전환 등에 따라 수출 눈높이가 높아졌다. 해외 수출 비중의 증가는 곧 ASP 상승으로 이어진다. 중동 사태에 따른 영향에서 자유롭지는 않으나 충분히 상쇄할 수 있는 구조라고 판단된다. 또한 80%를 상회하는 해외 매출 비중을 기반으로 한 높은 평가 전가력이 동사의 경쟁력이다.

오리온

올해 중국을 중심으로 높은 Q 성장이 기대된다. 중국 내수 소비 둔화에도 불구하고 고성장 유통 채널 중심의 신제품 출시 성과에 기인한다. 이 밖에도 베트남과 러시아에서도 높은 수요에 기반한 판매량 확대가 이어지고 있다. 추가로 작년 수익성 악화의 주 원인이었던 카카오 가격이 올해 들어 급락하면서 2분기부터 투입원가에 반영되어 수익성 개선을 견인할 것으로 예상된다. 다만, 중동 사태에 따른 고유가 및 포장재 부담이 2분기부터 본격 반영되어 불확실성 또한 확대되는 국면이다. 원가 변동성은 다소 존재하나 올해 연간으로 두 자릿수 이익 개선은 달성 가능하다고 판단한다.

롯데웰푸드

절대적인 수익성은 앞선 세 기업 대비하면 낮은 수준이나 개선 속도가 가파르다. 26년 ROE 4.7%, 27년은 6.2%까지 개선 가능하다. 낮아진 코코아 가격이 하반기 본격적으로 반영될 전망이며 작년부턴 지속된 경영 개선 활동에 따른 가파른 이익 개선이 예상된다. 해외에서 가격 인상 빈도가 높다는 점이 동사의 경쟁력이다. 다만, 전체 매출 대비 해외 매출 비중은 여전히 작기 때문에 원가 변동성을 모두 상쇄하기에는 부족하다고 판단한다.

표1 커버리지 Valuation Table

(단위: 십억원)		KT&G	삼양식품	오리온	롯데월드푸드	농심	CJ 제일제당	롯데칠성
투자 의견		Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)
목표주가 (원)		230,000	1,800,000	170,000	160,000	530,000	270,000	150,000
현재주가 (원)		184,300	1,110,000	132,900	104,300	375,000	195,400	105,000
매출액	2025	6,580	2,352	3,332	4,216	3,514	28,891	3,971
	2026E	6,900	3,029	3,669	4,397	3,724	28,419	4,096
	2027E	7,317	3,555	3,931	4,585	3,908	29,588	4,267
영업이익	2025	1,344	524	558	110	184	1,325	167
	2026E	1,491	719	637	183	220	1,273	203
	2027E	1,604	853	701	229	243	1,465	229
순이익	2025	1,090	389	383	72	170	-571	47
	2026E	1,304	537	471	106	192	428	106
	2027E	1,287	625	514	146	197	388	131
EPS (원)	2025	10,503	51,698	9,682	8,176	29,423	-39,429	4,804
	2026E	12,559	71,305	11,909	11,986	33,162	28,507	11,151
	2027E	12,401	83,016	13,005	16,536	34,053	25,826	13,786
PER (X)	2025	13.5	23.8	13.7	14.0	14.7	-5.3	29.0
	2026E	14.7	15.6	11.2	8.7	11.3	6.9	9.4
	2027E	14.9	13.4	10.2	6.3	11.0	7.6	7.6
PBR (X)	2025	1.8	7.4	1.4	0.5	0.9	0.5	0.9
	2026E	2.3	4.9	1.3	0.4	0.7	0.4	0.6
	2027E	2.2	3.6	1.2	0.4	0.7	0.4	0.6
EV/EBITDA (X)	2025	10.6	14.1	5.2	6.4	5.4	4.7	6.1
	2026E	10.6	9.9	4.6	4.8	3.4	4.7	5.4
	2027E	9.9	8.0	4.1	4.1	2.6	4.4	4.3
ROE (%)	2025	11.8	37.6	10.5	3.3	6.2	-7.7	3.1
	2026E	14.1	36.3	12.0	4.7	6.5	5.8	6.6
	2027E	13.6	31.2	12.4	6.2	6.2	4.9	7.5
ROA (%)	2025	7.8	20.5	8.6	1.6	4.6	-1.9	1.1
	2026E	9.1	21.9	9.9	2.3	4.9	1.4	2.4
	2027E	8.7	20.3	10.3	3.0	4.7	1.2	2.9

자료: LS증권 리서치센터

Part II

C의 시험대

원가 상승 변수

곡물가: 점진적 반등, 부담은 제한적

최근 안정화 추세를 이어오던 4대 핵심 원재료(밀, 대두, 옥수수, 원당) 가격은 점진적으로 반등하기 시작했다. 5월 19일 기준 밀/대두/옥수수 선물 가격은 각각 15%/13%/1% 수준 까지 상승 폭을 키운 상황이다. 특히 2024년 이후 전세계적으로 우호적인 작황과 원활한 수급으로 곡물 가격이 하향 안정화 되었음을 고려하면 최근 반등은 공급 우려가 일부 반영 되는 과정으로 판단한다. 다만 현재 가격은 과거 곡물 가격이 크게 상승했던 시기와 비교 하면 절대적으로 낮은 수준이다.

원재료 가격 상승이 음식료 업체들의 실적에 미치는 영향은 시차를 두고 나타난다. 대부분의 업체들이 일정 기간의 구매 계약 및 재고 운영 구조를 보유하고 있기 때문에 선물 가격이 곧바로 투입 원가 상승으로 이어지지 않는다. 통상적으로 1~2개 분기의 래깅이 존재한다는 점을 감안하면 3분기부터 일부 원가 부담 요인으로 작용할 가능성이 높다.

다만 현재 수준의 곡물 가격 상승이 음식료 업체들의 수익성 하락 국면으로 이어질 가능성은 제한적이라고 판단한다. 현재 곡물 가격의 절대적인 레벨이 여전히 낮은 수준이며, 최근 상승 역시 급격한 쇼크보다는 작황 우려 및 수급 정상화에 가까운 성격을 띠고 있기 때문이다. 결국 최근 곡물 가격 반등은 음식료 업체들의 마진 개선 폭을 일부 제한하는 변수로 작용할 수 있으나 과거와 같은 수익성의 훼손 국면으로 연결될 가능성은 제한적이라고 판단한다.

이란 전쟁 영향도 제한적

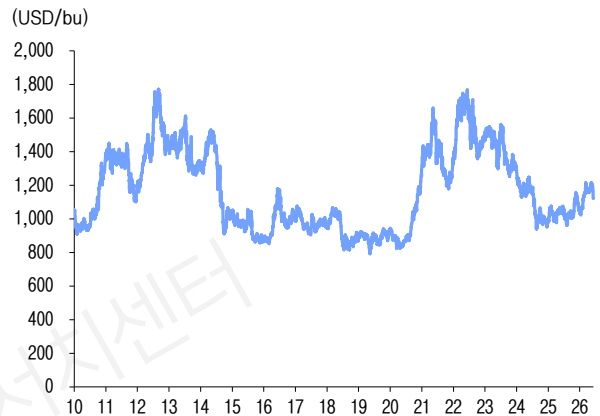
과거 러시아-우크라이나 전쟁 사례처럼 지정학적 이벤트는 곡물 가격의 급등으로 이어질 수 있다. 반면 현재까지의 흐름을 감안하면 최근 곡물 가격 상승의 원인은 이란 전쟁보다는 기상 여건 및 작황 우려에 가깝다. 밀의 경우 미국과 러시아의 작황 불확실성, 대두의 경우 중국의 수요 회복 및 바이오연료 수요 확대가 가격 상승의 주 원인이다. 즉, 향후 곡물 가격은 급등 국면보다는 점진적인 반등 흐름을 나타낼 가능성이 높다고 판단한다. 이는 음식료 업체들의 원가 부담 역시 급격한 악화보다는 점진적인 변동성 확대 흐름으로 나타날 가능성이 높으며, 이에 따라 기업들의 대응 여력 또한 과거 대비 확대될 수 있는 국면이라고 판단한다.

그림12 밀 선물 가격 추이



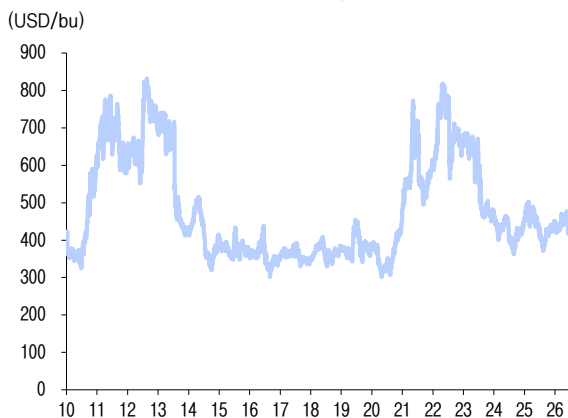
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림13 대두 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림14 옥수수 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림15 원당 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

세부 원재료단에서 혼재된 양상. 다만 이익 개선의 방향성은 유지

한편 유지류 가격은 4대 곡물 대비 더욱 가파른 상승 흐름을 나타내고 있다. 바이오연료 수요 확대 및 타이트한 공급 등이 가격 상승의 주 원인이다. 유지류 역시 비중은 크지 않지만 기업들의 투입 원가와 연관성이 높기 때문에 제과와 라면 등 일부 업체들에게는 부담으로 작용할 전망이다. 반면, 지난해 큰 폭의 가격 상승으로 수익성 악화 요인으로 작용했던 코코아와 오렌지 농축액 등의 가격은 올해 급격하게 하향 안정화되는 흐름을 보이고 있다. 즉, 4대 원재료를 제외한 세부 원재료 단에서는 여전히 가격 방향성이 혼재된 흐름이 나타나고 있는 상황이다.

그럼에도 음식료 업종의 마진 스프레드는 지속적으로 개선 추세를 이어가고 있다. 아직 업종 전반의 투입 원가가 급격하게 악화되는 국면이 아니며 해외 비중 확대, 비용 절감 등에 힘입어 기업들의 이익 체력이 강화되고 있기 때문이다. 따라서 여전히 세부 원재료 단에서의 가격 변동성에도 불구하고, 음식료 업종의 이익 개선 방향성은 유효하다고 판단한다.

그림16 팜유 선물 가격 추이



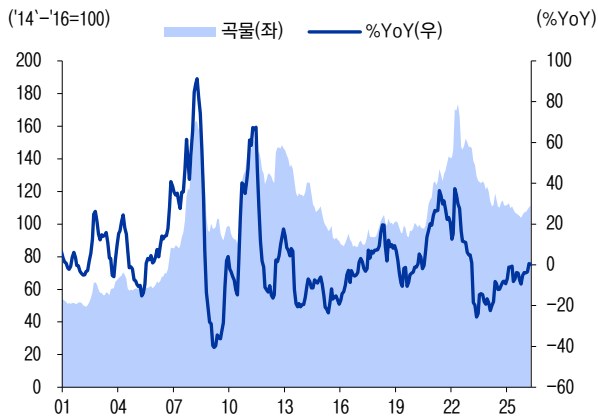
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림17 대두유 선물 가격 추이



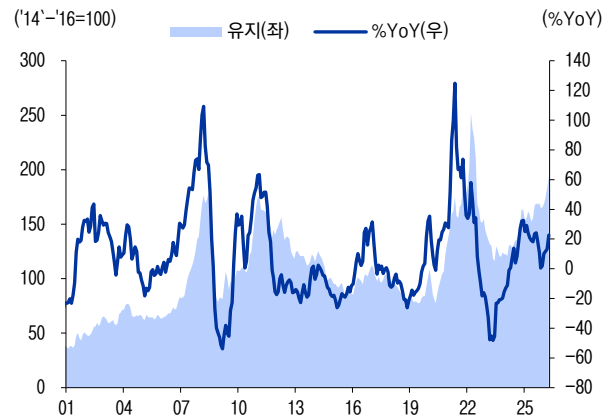
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림18 FAO 식량가격지수(곡물)



자료: FAO, LS증권 리서치센터

그림19 FAO 식량가격지수(유지)



자료: FAO, LS증권 리서치센터

그림20 음식료 마진 스프레드 추이



자료: FAO, LS증권 리서치센터

포장재 부담 현실화 국면

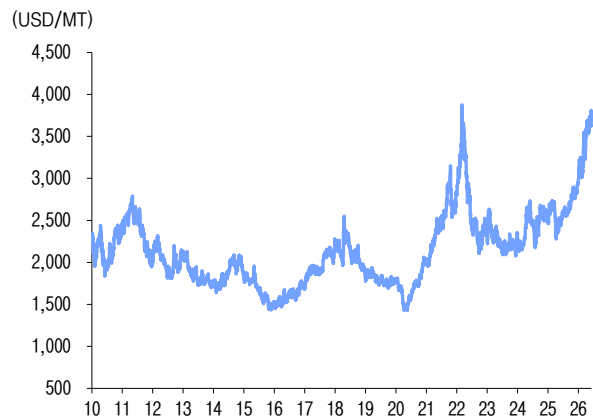
고유가 및 지정학 이슈에 따른 포장재 수급 불안과 가격 상승은 2분기부터 원가에 반영될 전망이다. 원재료와는 다르게 실제로 가격 급등세가 관찰되며 음식료 기업들의 하반기 원가 변동성을 확대시키는 요인으로 작용하고 있다. 제품 비닐 포장의 주 원료인 나프타(Naphtha) 가격은 올해 3월 최고점에 도달했으며 이는 전년 말 대비 120% 상승한 수준이다. 캔 포장의 주 원자재인 알루미늄 역시 25년 상반기 상호 관세 이후 가격 급등세가 지속되었고 올해 이란 전쟁 이후 역사적 고점에 근접한 수준까지 상승세가 이어졌다. 5월 19일 기준 2분기 알루미늄 선물 평균가격은 전년 동기대비 48% 상승했다.

그림21 나프타 가격 추이



자료: 씨스کم, LS증권 리서치센터

그림22 알루미늄 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

업종별 포장재 익스포저는 기업별로 상이

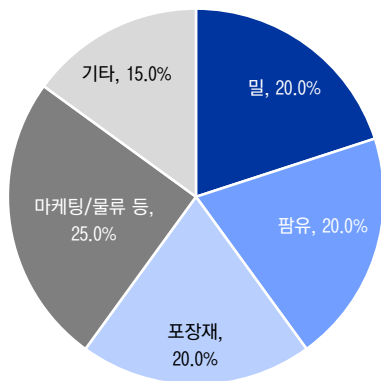
식품 카테고리별로 포장재 비중의 차이가 존재하기 때문에 하반기 포장재 원가 부담 역시 업체별로 크게 상이할 전망이다. 따라서 기업별로 포장재의 익스포저를 계산하여 각각의 부담 정도를 파악한다면 보다 명확한 투자 판단이 가능할 것이다. 다만, 기업들의 실제 세부 원가 구조 데이터는 공개 범위가 제한적이기 때문에 언론보도와 사업보고서, 산업연관표 등을 활용한 추정이 필요하다.

고유가 영향으로 비닐 포장 비중이 큰 라면 기업들의 원가 부담 확대가 예상된다. 언론보도에 따르면 일반적으로 라면 생산 원가 중 포장재 및 부자재 비중은 20% 내외다. 이 중 골판지 등 영향을 거의 받지 않는 자재를 제외한 실질적인 포장재 비중은 10~15% 수준으로 추정된다. 농심을 예시로 들면 고유가의 영향을 받는 포장재 비중을 10%로 가정할 시 원가 부담이 10% 늘어날 경우 연간 최대 약 190억원의 추가 원가 부담이 발생한다고 추정할 수 있다. 다만, 실제로는 계약 구조와 원재료 재고 운영 및 리스크 헷지 전략에 따라 이보다 적게 반영될 가능성이 높다.

음료 역시 알루미늄 캔 가격 상승 영향이 불가피하다. 롯데칠성의 경우 사업보고서상 원가 중 음료 포장재 비중은 35% 수준이고, 한국은행에서 제공하는 산업연관표상 알루미늄 원가(금속가공제품) 비중은 17% 수준으로 파악된다. 이를 25년 연간 원재료 매입액에 대입하여 추정하면 알루미늄 캔 원가가 10% 상승할 경우 약 100억원 내외의 부담이 발생할 수 있다.

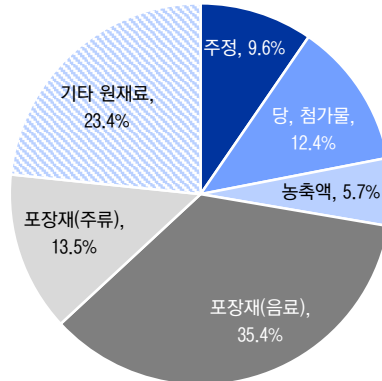
제과 업체들 역시 비닐 비닐 및 연포장 가격 상승 영향에서 자유롭지 않다. 오리온의 경우 구체적인 원부자재 매입 비중을 공개하지 않으나, 동일 업종인 해태제과의 사업보고서를 통해 유추하면 포장재 비중은 약 15% 내외로 추정된다. 이를 매출원가에 대입해보면 연간 포장재 익스포저는 약 200억원 수준으로 추정된다. 다만, 오리온의 경우 포장재 업체와의 수직 계열화 및 글로벌 생산기지 기반에 매입 구조 등을 고려하면 실제 손익 영향은 추정치 대비 제한적일 가능성이 높다. 담배 역시 영향이 크지 않을 것이라고 판단한다. KT&G의 포장재 원가 비중은 30%이지만, 이는 필터, 티페이퍼, 갑포장지 등 기타 원가가 혼재되어 있는 수치이기 때문에 실제 고유가 영향을 받게 될 AL 인너라이너 등의 영향은 충분히 상쇄 가능한 수준으로 추정된다.

그림23 라면 평균 원가 비중 추정



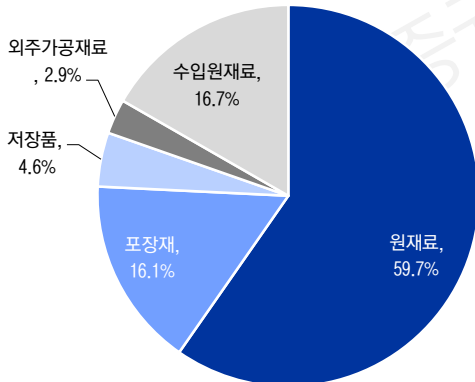
자료: 언론보도, LS증권 리서치센터

그림24 롯데칠성 원가 비중 추정



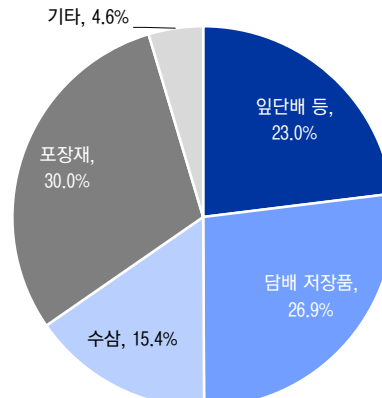
자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림25 해태제과식품 원가 비중 추정



자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림26 KT&G 원가 비중 추정



자료: Dart, LS증권 리서치센터

표2 산업연관표상 식품 사업 부자재 투입 원가 비중 추정

구분 (단위: 백만원)	2020	2021	2022	2023
펄프 및 종이제품	2,279,892	2,593,790	2,890,736	2,819,153
인쇄 및 기록매체 복제	28,626	29,472	36,951	34,610
플라스틱제품	2,112,933	2,250,232	2,462,053	2,493,328
유리 및 유리제품	13,821	16,043	18,671	18,821
금속가공제품	872,711	952,151	1,038,411	1,116,716
중간투입계	67,195,381	75,827,103	86,122,596	83,256,823
부자재 비중 (%)	7.9	7.7	7.5	7.8

자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

표3 산업연관표상 음료 사업 부자재 투입 원가 비중 추정

구분 (단위: 백만원)	2020	2021	2022	2023
펄프 및 종이제품	288,280	324,503	373,499	356,421
인쇄 및 기록매체 복제	14,431	15,293	19,228	17,435
플라스틱제품	724,336	756,887	839,251	848,219
유리 및 유리제품	839,909	742,010	836,593	917,682
금속가공제품	969,849	1,083,958	1,211,111	1,251,740
중간투입계	6,255,363	6,487,214	7,478,834	7,551,848
부자재 비중	45.3	45.1	43.9	44.9

자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

결국 차이를 만드는 것은 이익 체력

고유가에 따른 높아진 원가 부담은 단기 변수를 넘어 지속적으로 고려해야 할 요인으로 자리잡고 있다. 그러나 본 자료에서는 단순 원가 상승 여부보다는 높아진 비용 부담을 기업들이 얼마나 흡수할 수 있는지에 주목하고자 한다. 과거에는 해외 비중이 낮고 가격 전가력이 제한적이었던 만큼 원가 상승이 마진 훼손으로 이어지는 경우가 많았다. 그러나 현재는 동일한 원가 상승 환경에서도 기업들의 전반적인 이익 체력의 개선으로 과거보다 높은 대응력을 확보하고 있다고 판단한다. 특히 이 중에서 해외 시장을 중심으로 높은 Q 성장을 이루고 있으며 원가 부담을 상쇄할 수 있는 충분한 가격 전가력까지 갖춘 기업들은 업종 내에서도 더욱 주목받을 수 있는 국면이라고 판단한다.

Part III

달라진 체력:
Q와 P

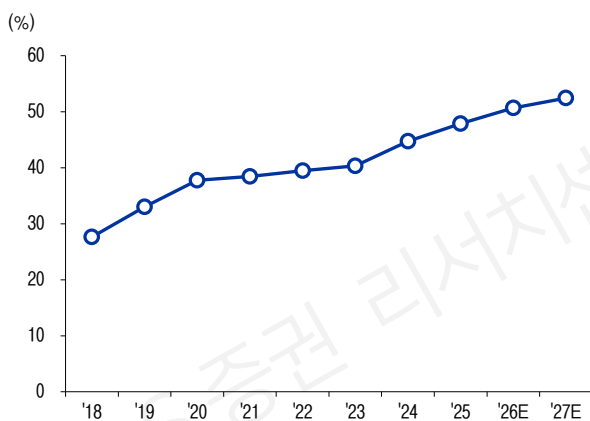
Q 성장과 P 상승

구조적인 Q 성장 사이클

올해 음식료 업종은 구조적인 Q 성장 국면에 진입했다고 판단한다. 과거 내수 중심 성장의 한계를 넘어 해외 시장 비중이 확대되면서 판매량 중심의 성장 사이클이 본격화되고 있기 때문이다. 글로벌 F&B 기업들과의 경쟁이 치열함에도 불구하고 K푸드의 인지도 상승 및 제품 경쟁력 강화 효과로 국내 음식료 기업들의 해외 비중은 매년 증가하고 있다. 커버리지 7종목의 합산 해외 매출(수출+해외법인) 비중은 26년 50%를 상회할 것으로 추정되며, 각 기업별 해외 매출 비중 역시 매년 증가하는 추세가 지속될 것으로 예상된다. 올해는 특히 해외 수출 둔화에 대한 우려를 불식시키는 Q 성장이라는 점에서 긍정적이다. 글로벌 소비 둔화, 25년 높은 수출 Base Effect에도 불구하고 제품 퀄리티 기반의 구조적인 Q 성장에 주목할 필요가 있다.

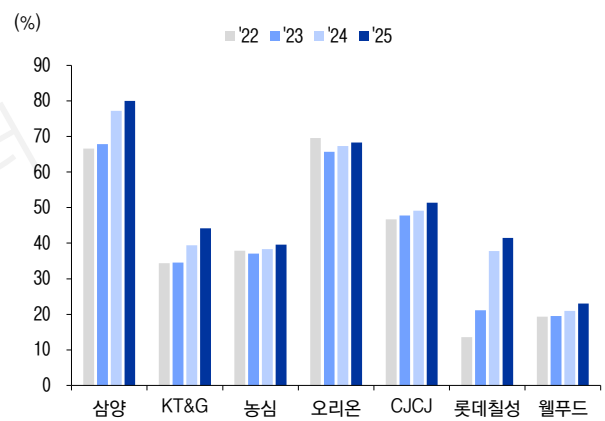
해외 중심의 Q 성장은 업종 이익 체력 증가로 이어진다. 규제 및 제한이 큰 국내 시장과는 달리 해외 시장의 경우 1) K푸드가 해외 점차 프리미엄 카테고리 포지셔닝 되고 있으며, 2) 제품 가격 인상에 대해 자유롭고 2) 코스트코 등 대형 유통 채널 비중 확대와 함께 수익성 높은 대용량 제품 판매가 증가하고 있으며, 1) 물류 및 유통 단계의 비용 증가분의 판가 전가가 가능하기 때문이다. 무엇보다 해외 생산이 늘어날수록 수익성이 증가하는 규모의 경제 효과가 지속되고 있다는 점은 구조적인 Q 성장 사이클을 뒷받침한다.

그림27 커버리지 평균 해외 매출 비중



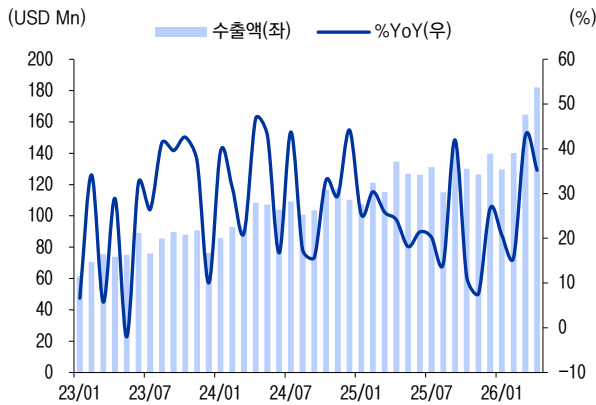
자료: LS증권 리서치센터

그림28 커버리지 기업별 해외 매출 비중 추이



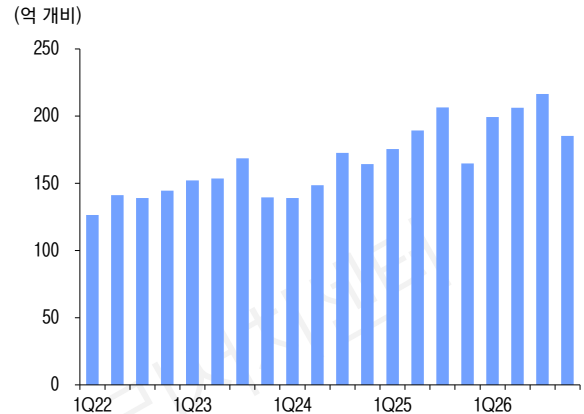
자료: 각 사, LS증권 리서치센터

그림29 라면 월별 수출 데이터



자료: Trass, LS증권 리서치센터

그림30 KT&G 해외 담배 판매량 추이



자료: KT&G, LS증권 리서치센터

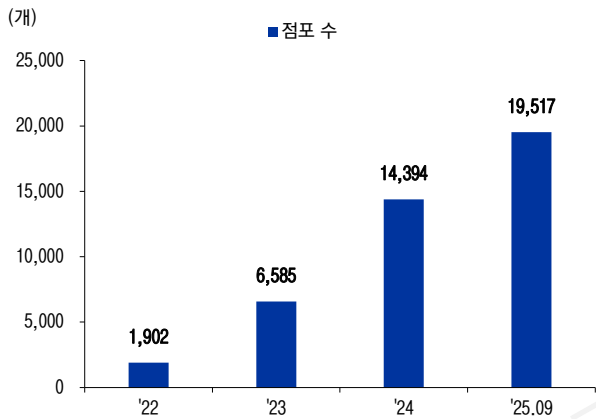
중국: 채널 믹스 개선으로 저성장 극복

올해 해외 시장을 중심으로 구조적인 Q 성장이 예상되는 가운데, 그 중에서도 중국 시장에서의 영향력 확대가 기대된다. 과거에는 중국의 높은 경제 성장과 소비 증가 등 우호적인 매크로 환경이 국내 식품 수출 확대의 핵심 요인이었다. 그러나 2020년대에 들어 중국의 내수 소비가 빠른 속도로 둔화된 결과 수출 기업들의 성장 축 역시 미국 등 서구권 중심으로 이동하는 모습이었다. 그러나 최근에는 오히려 서구권의 소비 환경이 정체되고 있는 가운데 중국 시장에서 채널 전략을 통해 시장을 상회하는 성장률을 기록하고 있다.

중국의 오프라인 채널에서는 대형마트 등 기존 전통 채널의 성장이 정체되고 있는 반면 간식할인점 등 저가 채널의 영향력이 확대되고 있다. 간식할인점은 대용량 카테고리 확대를 통한 단가 절감 등 이점을 활용하여 4-6선 하위 도시에서 출점이 빠르게 증가하는 추세다. 중국 간식할인점의 대표 브랜드 중 하나인 밍밍현망(鸣鸣很忙)의 경우 초저가 스낵과 음료 카테고리를 주로 취급하여 중국 전역에 1만 9천개 이상의 점포를 확대했으며 올해 1월 홍콩 증시에 상장 성공했다. 국내 라면과 스낵 업체들은 간식할인점 채널 비중을 증가시키는 전략을 통해 중국사업의 성장률 제고에 나서고 있다. 특히 채널 전용 제품을 확대하는 방식으로 간식점 매대 확보에 유리한 위치를 선점하고 있으며 그 결과 채널 성장률을 상회하는 판매량 확대가 지속되고 있는 긍정적인 상황이다. 간식점의 경우 판매 단가가 낮음에도 불구하고 전통 채널과 비교하여 간소화된 유통 단계 덕에 오히려 수익성이 높은 채널이라는 점에도 주목할 필요가 있다.

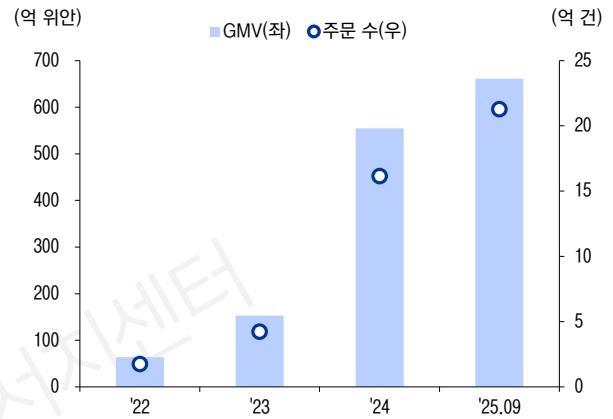
또한 국내 수출 기업들은 중국의 이커머스 채널에 적극적으로 진출하고 있다. 중국의 이커머스 채널 매출 성장률은 점진적으로 둔화되어 2024년 이후 꾸준히 한자릿수대를 유지했다. 그러나 식품 카테고리의 경우 여전히 두자릿수대의 고성장을 유지하고 있으며 올해 4월 매출액 역시 +16% YoY 증가했다. 최근에는 소비자들의 온라인 수요가 거대 종합 플랫폼에서 더우인, 콰이쇼우 등 모바일 라이브 커머스 플랫폼으로 빠르게 이동하는 추세다. 그동안 국내 브랜드의 경우 숏폼 마케팅에 강점을 보여왔기 때문에 중국 시장 내에서의 경쟁력은 지속적으로 강화되는 국면이라고 판단된다.

그림31 중국 밈밍헌망 점포 수 추이



자료: 밈밍헌망, LS증권 리서치센터

그림32 중국 밈밍헌망 거래 규모 추이



자료: 밈밍헌망, LS증권 리서치센터

그림33 간식점 스낵 대용량 제품



자료: 언론보도, LS증권 리서치센터

그림34 중국 링스헌망 간식점



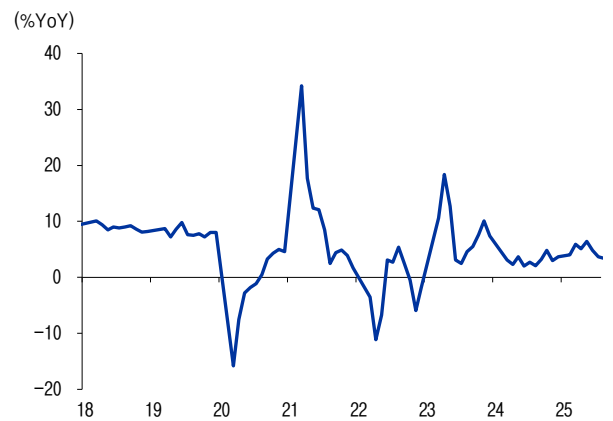
자료: 링스헌망, LS증권 리서치센터

그림35 중국 이커머스 리테일 매출 증가율



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

그림36 중국 소매판매 증가율



자료: 중국 통계국, LS증권 리서치센터

한 차례 Capex 사이클 마무리 단계

최근 몇 년간은 음식료 기업들의 공격적인 Capex 사이클이었다. 국내 시장 성장의 한계를 극복하기 위해 해외 생산기지 확대와 신규 공장 증설, 물류 인프라 구축 등 대규모 투자가 이어졌다. 삼양식품의 밀양 2공장, CJ제일제당의 헝가리 공장 증설, 오리온의 국내 대규모 생산/물류 센터 증설 등이 대표적이다. 이러한 투자 과정에서는 초기 고정비 부담이 수반되나, 현재는 주요 프로젝트들이 대부분 가동 단계에 진입하면서 투자 회수 구간으로 전환되고 있다.

이미 확보된 생산능력을 기반으로 가동률이 상승할 경우 고정비 부담은 상대적으로 축소되며 규모의 경제 효과가 본격적으로 나타날 수 있다. 실제로 해외 비중이 높은 기업들을 중심으로 매출 성장률 대비 이익 성장률이 더욱 빠르게 확대되는 모습이 관찰되고 있으며, 이는 원가 부담 확대 국면에서도 고정비 레버리지 효과를 통해 수익성을 방어할 수 있는 기반이 된다. 결국 현재의 Q 성장은 단순한 매출 증가에 그치지 않고, 현금흐름 개선과 ROE 상승까지 동반할 수 있는 구간이다. 이는 음식료 업종의 높아진 이익 체력의 핵심 요인이며, 향후 주주환원 확대 및 추가 투자로도 이어질 수 있다는 점에서 긍정적으로 판단한다.

표4 최근 주요 기업 Capex 투자 내역

기업	날짜	지역	투자금액(원)	비고
농심	'24.10	미국	1,918 억	라면 2 공장 라인 증설
	'26년 하반기	부산		녹산 수출공장 증설
삼양식품	'25.07	밀양	1,643 억	봉지/용기면 생산라인 6개
	'27년 상반기	중국	2,014 억	중국 라면 생산라인 6개
오뚜기	'27년 중	미국		미국 생산거점 확보
CJ제일제당	'25.09	일본	1,000 억	일본 냉동만두 생산라인
	'26년 하반기	헝가리	1,000 억	유럽 냉동식품 생산라인
	'27년 중	미국	7,000 억	슈완스 아시아애포드 신공장
오리온	'25.10	베트남	1,300 억	스낵 라인 증설
	'26년 상반기	베트남		스낵 라인 증설
	'27년 중	러시아	2,400 억	스낵 제품군 확대
	'27년 중	진천	4,600 억	생산/물류 통합센터
롯데웰푸드	'25.02	인도	700 억	빙과 공장 증설
	'25.07	인도	330 억	빼빼로 라인 2개 증설
하이트진로	'26년	베트남	1,058 억	해외 소주 생산 거점

자료: LS증권 리서치센터

가격 인상 유리한 업체들에게 우호적

해외 중심의 Q 성장은 단순히 판매량 증가에만 그치지 않는다. 해외 매출 비중 확대는 곧 가격 전가력의 강화로 이어진다. 국내 시장의 경우 소비 위축과 정부 물가 관리 기조로 인해 가격 인상 여력이 제한적이다. 실제로 올해 상반기 일부 품목에서는 가격 인하 사례까지 나타났다. 반면, 해외 시장은 원재료 가격 상승, 물류비 증가, 환율 변동 등 원가 부담을 비교적 자유롭게 판가에 반영할 수 있다.

최근 국내 음식료 기업들은 주요 해외 시장에서 지속적으로 가격 인상을 단행하고 있다. 과거에는 해외 판매량 확대 자체가 성장의 핵심이었다면 현재는 브랜드 인지도 상승과 제품 경쟁력 강화에 따라 판매량과 ASP가 동시에 상승하는 구간에 진입하고 있다. K푸드의 글로벌 인지도 상승으로 과거 대비 가격 인상에 대한 수요 저항도 완화되고 있다.

특히 원가 부담이 확대되는 국면에서 가격 전가력의 중요성이 더욱 부각된다. 동일한 원가 상승 환경에서도 가격 인상이 가능한 기업과 그렇지 못한 기업의 이익 격차가 더욱 확대될 수밖에 없다. 따라서 하반기 음식료 업종에서는 단순히 수출 증가보다도 가격 인상 능력을 보유한 기업들이 더 높은 프리미엄을 받을 가능성이 높다고 판단한다.

표5 주요 커버리지 해외 가격 인상 내역

기업	날짜	국가	내용	비고
오리온	2025.09	러시아	초코파이 등 초코 제품 5~7% 인상	코코아 원가 부담
	2024.10	베트남	초코파이 가격 6% 인상	코코아 원가 부담
롯데월드푸드	2025.03	인도	건과 및 빙과 5~10% 인상	유지류, 유제품 원가 부담
	2025.03	카자흐스탄	전품목 10% 인상	
	2025.01	벨기에	전품목 25% 인상	
	2025.10	카자흐스탄	일부 품목 3% 인상	
	2026.1Q	인도	빙과 5~10% 인상	코코아 원가 부담
		러시아	초코파이 등 5~1% 인상	유지류 등 원재료 상승
2026.1Q	파키스탄	스낵 등 10~15%		
삼양식품	2025.10	미국	불닭볶음면 9% 인상	상호관세 대응
농심	2025.07	미국	신라면 등 10% 인상	수익성 악화 대응

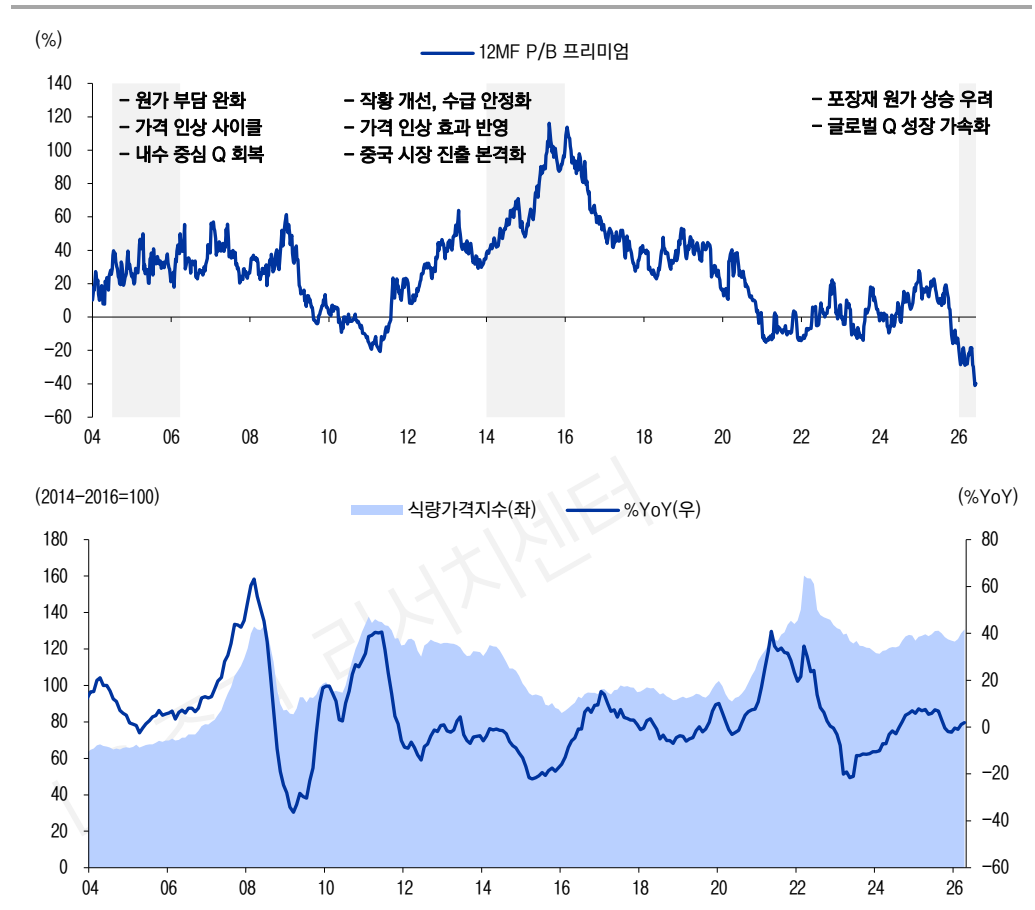
자료: LS증권 리서치센터

가격 인상이 맞물릴 때 업종 리레이팅의 기폭제가 되었음

과거 음식료 업종의 주가 상승 사이클은 원가 부담 이후에 따라오는 경우가 많았다. 원가 안정화와 함께 가격 인상이 가능해지는 시점에서 본격적인 리레이팅이 나타났고, Q 성장 모멘텀까지 더해진다면 더 큰 프리미엄을 받았다. 가격 인상과 판매량 개선을 통해 이익 성장의 지속성을 높여줄 수 있기 때문이다.

실제로 2000년대 중반과 2010년대 초반 음식료 업종의 상승 국면에서도 원가 하락 이후 가격 인상과 판매량 증가가 동시에 나타나면서 업종 밸류에이션 프리미엄이 크게 확대되었다. 2000년대의 경우 국내 가격 인상과 내수 소비 확대가 동반되었고, 2010년대의 경우 급격한 원재료 가격 상승 이후 국내 가격 인상과 중국 시장 활성화가 주 요인이었다. 그 당시와 비교하면 현재의 원가 부담의 정도는 다소 약하나 방향성 측면에서는 유사하다. 오히려 현재는 해외 시장을 중심으로 한 구조적인 Q 성장과 강화된 가격 전가력에 주목할 필요가 있다. 결국 이번 사이클의 핵심은 원가 부담의 방향성이 아니라 이를 상쇄할 수 있는 Q와 P의 지속성이다.

그림37 원재료 가격 추이 및 음식료 과거 사이클



자료: 에프앤가이드 DataGuide, FAO, LS증권 리서치센터

기업분석

KT&G (033780)	30
삼양식품 (003230)	35
오리온 (271560)	40
롯데웰푸드 (280360)	45
농심 (004370)	50
CJ 제일제당 (097950)	55
롯데칠성 (005300)	60

Universe

종목명	투자판단	목표주가
KT&G	Buy(유지)	230,000 원(유지)
삼양식품	Buy(유지)	1,800,000 원(유지)
오리온	Buy(유지)	170,000 원(유지)
롯데웰푸드	Buy(유지)	160,000 원(유지)
농심	Buy(유지)	530,000 원(유지)
CJ 제일제당	Buy(유지)	270,000 원(유지)
롯데칠성	Buy(유지)	150,000 원(하향)

KT&G (033780)

2026. 6. 10

음식료

실적 성장과 주주환원의 선순환

Analyst 박성호
shpark@ls-sec.co.kr

실적 성장과 주주환원의 선순환

KT&G를 음식료 업종 내 최선호주로 추천한다. 중동 사태에 따른 원가 부담에서 상대적으로 자유로우며 해외에서의 Q 성장, ASP 증가 추세가 중장기적으로 이어지고 있다. 하반기 불확실성이 존재하는 업종 내에서 안정적인 이익 성장은 경쟁력으로 작용할 수 있는 국면이다.

본업인 궤련 사업의 성장 모멘텀은 지속될 전망이다. 해외 시장을 중심으로 Q 성장과 P 상승이 이어지고 있다. 성장률이 가파른 수준은 아니지만 해외 수출 커버리지와 시장 침투율이 꾸준히 상승하고 있다는 점은 긍정적이다. 최근 인도네시아와 카자흐스탄 내 생산기지를 확보하면서 원가 절감 단계에 들어섰으며, 글로벌 메인 담배 시장에서의 제품 경쟁력 또한 확보해갈 예정이다. 국내 궤련 역시 총 수요 감소에도 불구하고 ASP 증가를 통해 매출 방어에 나서고 있으며 하반기 담배 가격 인상 모멘텀도 다시금 기대해볼 수 있다.

올해 신사업 모멘텀의 본격화가 예상된다. NGP 사업의 경우 국내 업그레이드 디바이스 출시를 통해 턴어라운드 구간에 진입했으며 하반기에는 해외로 확대될 전망이다. 아직 실적 기여 구간은 아니지만 니코틴 파우치와 KGC 에너지드링크 사업이 연내 본격화될 예정으로, 신사업 확대에 따라 글로벌 대형사와의 밸류에이션 차이를 점차 해소해갈 수 있을 것이다. Capex 스케줄이 대부분 마무리된 상황에서 전사 이익 성장이 주주환원 확대로 이어지는 선순환 국면에 주목할 필요가 있다.

26년 두 자릿수 이익 성장과 마진 개선

KT&G의 2026년 연간 매출액 6조 8,996억원(+4.9% YoY), 영업이익 1조 4,912억원(+11.0% YoY, OPM 21.6%)을 전망한다. 국내 궤련의 수량 감소와 부동산 사업의 일회성 매출에 따른 높은 기저 영향으로 매출 성장 폭은 크지 않으나 앞담배 원재료 단가 하락, ASP 증가, 고정비 감소 효과로 두 자릿수 이익 성장은 무난하게 달성 가능할 것으로 기대된다.

하반기 음식료 업종 전반적으로 원가 부담에서 자유롭지 못한 시기임에도 동사의 경우 어렵지 않게 상쇄가 가능한 구조를 확보했다. 원가 구조 상 고유가 영향은 제한적이며, 대체 루트 확보를 통해 원자재 수급 또한 안정적으로 확보하고 있다. 수익성 압박이 현실화 되더라도 가격 전가를 통해 커버할 수 있다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	230,000 원
현재주가	184,300 원
상승여력	24.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/9)	8,096.93pt
시가총액	191,323억원
발행주식수	103,810 천주
52 주 최고가/최저가	189,000 / 121,600 원
90 일 일평균거래대금	517.73 억원
외국인 지분율	51.1%
배당수익률(26.12E)	3.8%
BPS(26.12E)	80,500 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -6.2%
	6개월 -64.8%
	12개월 -134.1%
주주구성	중소기업은행 외 1인 9.2%
	국민연금공단 외 1인 8.8%
	First Eagle 외 1인 8.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	5,909	1,189	1,566	1,165	10,808	35.1	1,439	9.9	9.3	1.5	12.7
2025	6,580	1,344	1,455	1,102	10,503	-2.8	1,636	13.5	10.6	1.8	11.8
2026E	6,900	1,491	1,770	1,312	12,559	19.6	1,807	14.7	10.6	2.3	14.1
2027E	7,317	1,604	1,751	1,295	12,401	-1.3	1,911	14.9	9.9	2.2	13.6
2028E	7,638	1,697	1,866	1,381	13,216	6.6	1,988	13.9	9.3	2.1	13.8

자료: KT&G, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

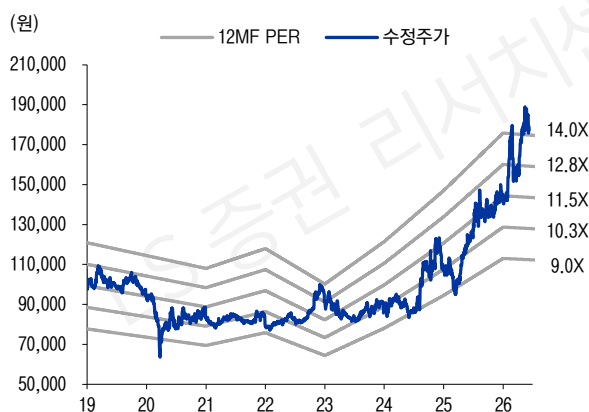
투자의견 Buy, 목표주가 23만원 유지

KT&G에 대해 매수 의견과 목표주가 23만원을 유지한다. 12MF EPS 기준으로 목표 배수 18배를 부여했으며, 이는 글로벌 대형사인 PMI 대비 할인한 수준이다. 현재 주가는 12MF P/E 밴드 상단 수준으로 저렴한 구간은 아니지만 동사가 가지고 있는 모멘텀과 경쟁력을 고려했을 때 추가 상승 여력은 충분히 남아 있다고 판단한다. 특히 원가 부담에 따라 업종 변동성이 심화되는 국면 속에서 동사의 이익 창출 능력은 업종 내 프리미엄 확대에 이어질 수 있다.

신사업 모멘텀은 동사의 밸류에이션 프리미엄을 정당화 한다. 아직 본격적인 이익 기여 구간은 아니지만 중장기적인 성장 방향성 측면에서 신사업에 대해 주목해볼 필요가 있다. 글로벌 Peers들의 경우 사업 구조가 전통적인 껀련 사업에 집중되어 있을수록 낮은 밸류를 받는다. 영국의 BAT은 껀련 사업 중심의 사업 구조로 인해 경쟁사 대비 성장 모멘텀 측면에서 디스카운트를 받아왔다. 반면, 미국의 PMI는 전통 사업을 넘어 액상 전자 담배와 니코틴 파우치 등 신사업에 공격적인 투자를 단행한 결과 글로벌 Peers 중 가장 높은 밸류를 유지하고 있다. KT&G의 경우 전통 사업의 비중이 높으나 신사업에 대한 투자와 전환 속도, 해외 시장 확대 등을 고려했을 때 PMI와의 밸류에이션 격차를 점차 해소해갈 수 있을 것이라고 판단한다.

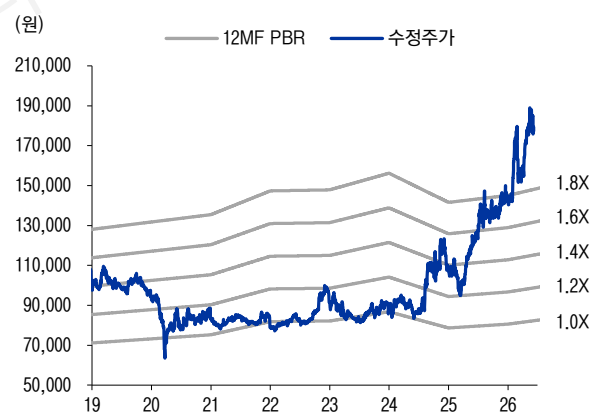
마지막으로, 동사의 높은 주주환원율은 하반기에도 경쟁력으로 작용할 가능성이 높다. 지난해까지 자사주매입을 통해 100%를 상회하는 총주주환원율을 기록했다. 올해의 경우 자사주 매입 규모는 감소하지만 총 배당금 증가를 통해 100%의 주주환원율 목표를 제시했다. 이는 역시 글로벌 대형사 대비해서도 낮은 수준이 아니기 때문에 이를 고려하면 동사의 주가 상승 여력은 충분히 남아있다고 판단된다. 해외 시장 기반의 Q 성장, 높은 P 전가력을 통한 현금 확보 → 주주환원 규모 확대라는 선순환 구조가 이어지고 있다는 점이 동사의 가장 큰 투자 포인트다.

그림38 KT&G 12MF PER Band



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림39 KT&G 12MF PBR Band



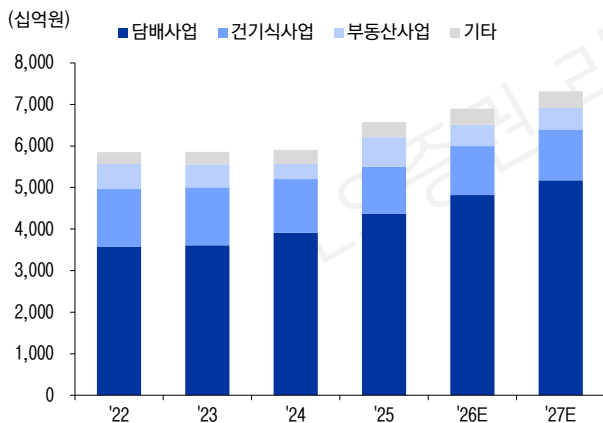
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

표6 KT&G 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,491.1	1,547.9	1,826.9	1,713.8	1,703.6	1,681.8	1,879.6	1,634.7	6,579.8	6,899.6	7,317.2
담배사업부문	988.0	1,090.6	1,232.3	1,056.3	1,155.9	1,223.6	1,280.9	1,157.1	4,367.2	4,817.5	5,172.3
건기식사업부문	314.4	220.6	359.8	242.2	332.6	226.2	370.2	250.9	1,137.0	1,179.9	1,228.1
부동산사업부문	100.4	143.7	146.1	322.5	116.9	134.8	134.4	131.2	712.7	517.4	516.5
기타사업부문	88.3	93.0	88.7	92.8	98.2	97.1	94.1	95.5	362.9	384.8	400.4
Sales Growth (%)	15.4	8.7	11.6	10.1	14.3	8.6	2.9	-4.6	11.4	4.9	6.1
담배사업부문	15.3	10.2	17.6	4.4	17.0	12.2	3.9	9.5	11.8	10.3	7.4
건기식사업부문	1.9	-16.8	-11.3	-24.9	5.8	2.6	2.9	3.6	-12.6	3.8	4.1
부동산사업부문	122.1	78.5	48.3	135.2	16.4	-6.2	-8.0	-59.3	97.3	-27.4	-0.2
기타사업부문	7.6	5.4	5.3	8.3	11.2	4.4	6.1	2.9	6.6	6.0	4.1
영업이익	285.6	349.9	465.3	242.9	364.5	389.7	485.9	251.2	1,343.8	1,491.2	1,603.6
담배사업부문	252.9	321.8	371.8	204.7	321.6	367.1	394.5	229.1	1,151.2	1,312.3	1,427.5
건기식사업부문	18.2	6.2	71.5	7.4	27.9	9.0	72.2	9.8	103.3	118.9	120.4
부동산사업부문	10.4	17.7	20.7	32.2	14.0	16.9	18.1	11.8	81.0	60.8	58.9
기타사업부문	4.1	4.2	1.3	-1.4	1.0	-3.3	1.1	0.5	8.2	-0.8	-3.1
%YoY	20.7	8.7	11.4	14.3	27.7	11.4	4.4	3.4	13.0	11.0	7.5
담배사업부문	22.4	1.7	11.0	-9.5	27.2	14.1	6.1	11.9	6.2	14.0	8.8
건기식사업부문	-20.9	흑전	3.9	0.0	53.3	46.0	1.0	32.2	5.2	15.1	1.2
부동산사업부문	300.0	510.3	63.0	흑전	34.6	-4.8	-12.3	-63.3	흑전	-24.9	-3.2
기타사업부문	-7.1	13.0	3.2	적전	-74.4	적전	-18.5	흑전	-27.7	적전	적지
영업이익률 (%)	19.2	22.6	25.5	14.2	21.4	23.2	25.9	15.4	20.4	21.6	21.9
담배사업부문	25.6	29.5	30.2	19.4	27.8	30.0	30.8	19.8	26.4	27.2	27.6
건기식사업부문	5.8	2.8	19.9	3.1	8.4	4.0	19.5	3.9	9.1	10.1	9.8
부동산사업부문	10.4	12.3	14.2	10.0	12.0	12.5	13.5	9.0	11.4	11.8	11.4
기타사업부문	4.6	4.5	1.5	-1.5	1.1	-3.4	1.1	0.5	2.3	-0.2	-0.8
순이익	255.6	143.3	419.3	271.9	380.5	332.7	384.8	205.7	1,090.1	1,303.7	1,287.3
순이익률 (%)	17.1	9.3	22.9	15.9	22.3	19.8	20.5	12.6	16.6	18.9	17.6

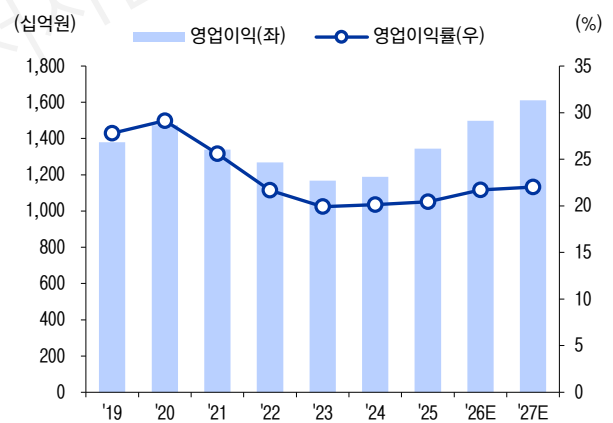
자료: LS증권 리서치센터

그림40 KT&G 매출액 추이



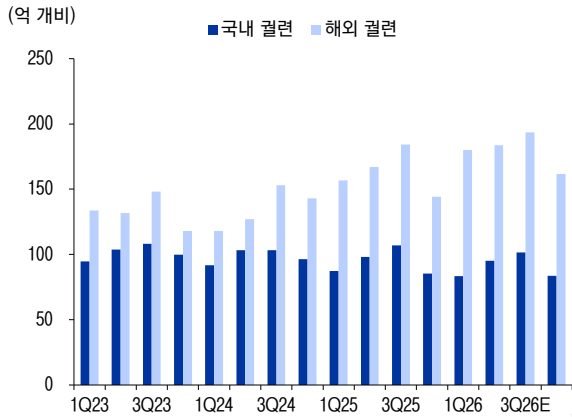
자료: KT&G, LS증권 리서치센터

그림41 KT&G 영업이익 및 영업이익률 추이



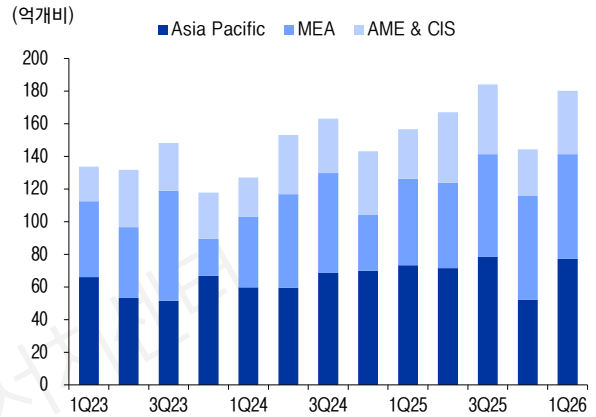
자료: KT&G, LS증권 리서치센터

그림42 KT&G 킨 관련 판매 수량 전망



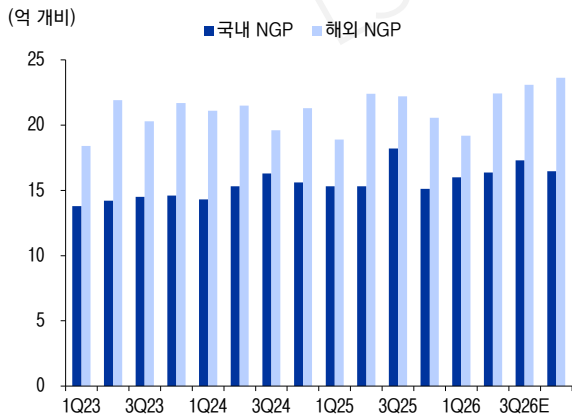
자료: KT&G, LS증권 리서치센터

그림43 KT&G 해외 킨 권역별 판매 수량



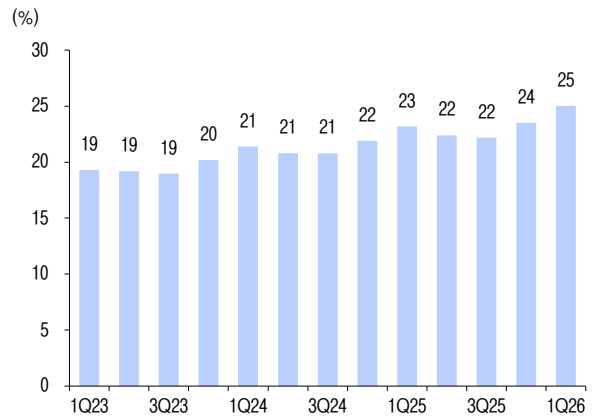
자료: KT&G, LS증권 리서치센터

그림44 KT&G NGP 판매 수량 전망



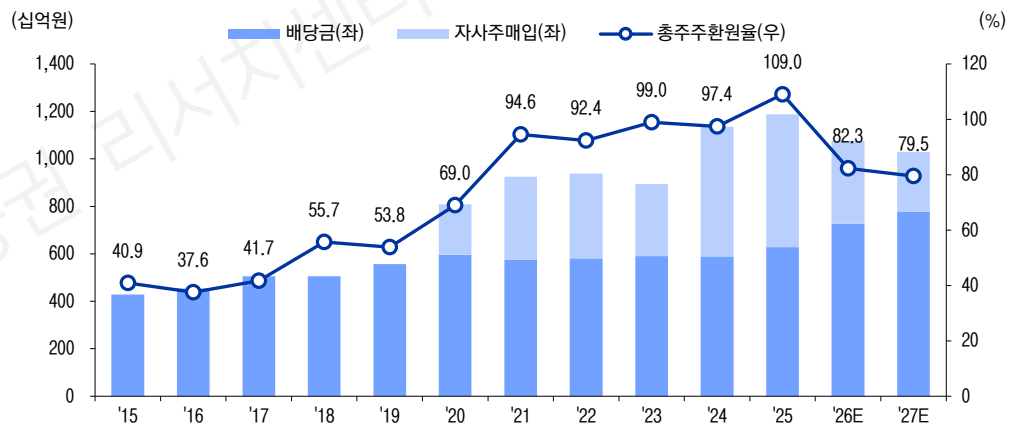
자료: KT&G, LS증권 리서치센터

그림45 국내 HNB 시장 침투율



자료: KT&G, LS증권 리서치센터

그림46 KT&G 연간 주주환원율 추이



자료: LS증권 리서치센터
주: 자사주소각 제외

KT&G (033780)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,176	7,026	7,189	7,858	8,390
현금 및 현금성자산	1,136	914	1,019	1,449	1,837
매출채권 및 기타채권	1,895	2,159	2,104	2,210	2,284
재고자산	3,101	3,285	3,388	3,549	3,628
기타유동자산	1,044	669	678	651	642
비유동자산	6,749	7,163	7,253	7,256	7,301
관계기업투자등	3,905	4,169	4,046	3,988	4,033
유형자산	2,664	2,823	3,034	3,100	3,100
무형자산	180	171	172	168	168
자산총계	13,925	14,189	14,442	15,115	15,691
유동부채	3,143	3,237	3,303	3,519	3,534
매입채무 및 기타채무	2,336	2,152	2,241	2,292	2,309
단기금융부채	505	789	751	920	919
기타유동부채	302	296	310	307	306
비유동부채	1,424	1,616	1,638	1,644	1,643
장기금융부채	1,057	1,069	1,086	1,095	1,094
기타비유동부채	367	547	552	549	550
부채총계	4,567	4,853	4,940	5,162	5,177
지배주주지분	9,239	9,280	9,241	9,687	10,247
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	535	538	538	538	538
이익잉여금	1,605	1,723	2,053	2,480	3,040
비지배주주지분(연결)	119	57	121	127	130
자본총계	9,358	9,336	9,361	9,813	10,377

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	822	583	1,650	1,476	1,707
당기순이익(손실)	1,165	1,102	1,312	1,295	1,381
비현금수익비용가감	349	671	828	820	851
유형자산감가상각비	219	260	281	278	260
금융손익	31	32	34	29	31
기타현금수익비용	99	378	512	513	561
영업활동 자산부채변동	-365	-804	-96	-223	-90
매출채권 감소(증가)	-97	-195	55	-105	-74
재고자산 감소(증가)	-176	-166	-103	-161	-79
매입채무 증가(감소)	33	-164	89	51	17
기타자산, 부채변동	-125	-278	-137	-7	47
투자활동 현금	-530	101	-425	-263	-336
유형자산처분(취득)	-746	-376	-433	-344	-260
무형자산 감소(증가)	-28	-31	-2	4	0
투자자산 감소(증가)	-29	287	10	77	23
기타투자활동	273	222	0	0	-100
재무활동 현금	-293	-948	-1,120	-783	-982
차입금의 증가(감소)	908	316	-35	345	-1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-587	-604	-727	-779	-830
기타재무활동	-615	-660	-359	-350	-150
현금의 증가	104	-222	105	430	388
기초현금	1,032	1,136	914	1,019	1,449
기말현금	1,136	914	1,019	1,449	1,837

자료: KT&G, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	5,909	6,580	6,900	7,317	7,638
매출원가	3,007	3,435	3,614	3,820	3,981
매출총이익	2,902	3,144	3,286	3,497	3,657
판매비 및 관리비	1,713	1,801	1,794	1,893	1,960
영업이익	1,189	1,344	1,491	1,604	1,697
(EBITDA)	1,439	1,636	1,807	1,911	1,988
금융손익	74	38	42	30	31
이자비용	42	74	72	75	72
관계기업등 투자손익	19	39	37	22	23
기타영업외손익	284	35	200	95	115
세전계속사업이익	1,566	1,455	1,770	1,751	1,866
계속사업법인세비용	394	352	458	455	485
계속사업이익	1,172	1,103	1,312	1,295	1,381
중단사업이익	-7	-1	0	0	0
당기순이익	1,165	1,102	1,312	1,295	1,381
지배주주	1,166	1,090	1,304	1,287	1,372
총포괄이익	1,195	1,212	1,396	1,295	1,381
매출총이익률 (%)	49.1	47.8	47.6	47.8	47.9
영업이익률 (%)	20.1	20.4	21.6	21.9	22.2
EBITDA 마진률 (%)	24.4	24.9	26.2	26.1	26.0
당기순이익률 (%)	19.7	16.8	19.0	17.7	18.1
ROA (%)	8.7	7.8	9.1	8.7	8.9
ROE (%)	12.7	11.8	14.1	13.6	13.8
ROIC (%)	18.0	17.2	17.3	18.0	18.5

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	9.9	13.5	14.7	14.9	13.9
P/B	1.5	1.8	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	9.3	10.6	10.6	9.9	9.3
P/CF	8.9	9.5	9.9	10.0	9.5
배당수익률 (%)	5.0	4.2	3.8	4.1	4.3
성장성 (%)					
매출액	0.8	11.4	4.9	6.1	4.4
영업이익	1.8	13.0	11.0	7.5	5.8
세전이익	25.4	-7.1	21.6	-1.1	6.6
당기순이익	26.3	-5.4	19.0	-1.3	6.6
EPS	35.1	-2.8	19.6	-1.3	6.6
안정성 (%)					
부채비율	48.8	52.0	52.8	52.6	49.9
유동비율	228.3	217.1	217.7	223.3	237.4
순차입금/자기자본(x)	-0.6	6.9	8.5	5.0	1.0
영업이익/금융비용(x)	28.2	18.1	20.7	21.5	23.4
총차입금 (십억원)	1,562	1,858	1,837	2,014	2,013
순차입금 (십억원)	-57	643	794	493	107
주당지표 (원)					
EPS	10,808	10,503	12,559	12,401	13,216
BPS	73,700	78,656	80,580	84,471	89,353
CFPS	12,077	15,027	18,659	18,450	19,463
DPS	5,400	6,000	7,000	7,500	8,000

삼양식품 (003230)

2026. 6. 10

음식료

다시 강해진 성장 모멘텀

Analyst 박성호

shpark@ls-sec.co.kr

성장으로 상쇄하는 변동성

삼양식품을 최선호주로 제시한다. 하반기 음식료 업종 내에서 압도적인 Q 성장으로 이익 개선이 지속될 전망이다. 대외 불확실성에도 불구하고 여전히 유효한 성장 모멘텀과 높은 수익성으로 업종을 아웃퍼폼하는 흐름이 이어질 것이다.

지난 하반기 대두된 해외 수요 둔화에 대한 우려는 이번 1분기 실적과 수출데이터를 통해 불식시켰다. 지난 5월 미국과 중국향 잠정 라면 수출액은 각각 +31.3%, 30.5% YoY 증가하며 견조한 성장세를 이어갔다. 미국의 경우 밀양 2공장의 가동률 상승과 유연근무제 도입에 따른 생산 증대, 중국의 경우 4분기 재고 소진 이후 수출 회복에 기인한다. 해외 수요가 여전히 공급을 넘어선 상황이라고 판단하고 있고 이에 따라 가파른 Q 성장세는 단기간에 그치지 않을 것으로 보인다.

26년 동사의 해외 매출 비중은 80%를 상회할 것으로 전망된다. 올해 미국과 중국, 유럽 법인까지 매출 비중이 상승하면서 ASP 상승세 또한 지속될 전망이다. 27년에는 중국 현지 공장의 가동이 시작되면서 추가 공급 여력이 생긴다. 이에 따라 기존 국내 수출 공장의 서구권 대응 여력이 확대되는 점은 ASP의 장기적인 상승 요인이다. 또한 중국 현지 생산에 돌입하면서 원가 절감 효과를 누릴 수 있다는 점도 주목할 필요가 있다.

우호적인 영업환경 지속

삼양식품의 2026년 연결 매출액은 3조 289억원(+28.8% YoY), 영업이익은 7,189억원(+37.1% YoY, OPM 23.7%)를 전망한다. 높은 Q 성장과 ASP 증가, 환율 효과 등 우호적인 환경이 지속되며 연간 이익 추정치 상향 기조가 이어지고 있다.

2분기에는 중동 사태에 따른 부자재 가격 상승분과 원재료 부담이 점진적으로 증가할 전망이며 높은 마케팅비 또한 반영될 예정이다. 이에 따라 1분기 대비 2분기 수익성 감소는 불가피할 것으로 보이나 현재까지 라면 수출 증가율을 감안한다면 QoQ 이익 방어가 가능할 것으로 예상된다. 성장 모멘텀이 각종 변수를 상쇄하는 구간이 이어지고 있다는 점에서 업종 내 투자 매력도는 매우 높다고 판단한다.

Buy (유지)목표주가 (유지) **1,800,000 원**현재주가 **1,110,000 원**상승여력 **62.2 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/9)	8,096.93pt
시가총액	83,616 억원
발행주식수	7,533 천주
52주 최고가/최저가	1,630,000 / 1,022,000 원
90일 일평균거래대금	740.52 억원
외국인 지분율	15.8%
배당수익률(26.12E)	0.5%
BPS(26.12E)	226,616 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -26.4%
	6개월 -110.3%
	12개월 -186.2%
주주구성	삼양라운드스퀘어 외 7인 45.0%
	국민연금공단 외 1인 10.6%
	윤영희 외 1인 0.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	1,728	345	352	272	36,469	115.4	387	21.0	20.9	7.1	39.4
2025	2,352	524	517	389	51,698	41.8	582	23.8	14.1	7.4	37.6
2026E	3,029	719	731	537	71,305	37.9	801	15.6	9.9	4.9	36.3
2027E	3,555	853	847	625	83,016	16.4	947	13.4	8.0	3.6	31.2
2028E	3,944	947	940	694	92,180	11.0	1,050	12.0	6.8	2.9	26.6

자료: 삼양식품, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

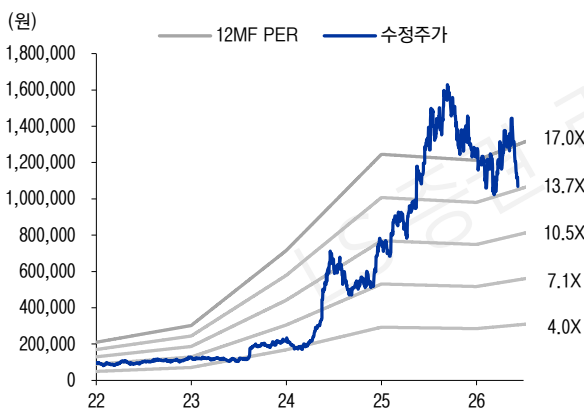
투자 의견 Buy, 목표주가 180만원 유지

삼양식품에 대한 매수 의견과 목표주가 180만원을 유지한다. 현재 주가는 12MF P/E 기준으로 약 15배에서 거래되고 있다. 지난해 호실적과 함께 성장 모멘텀이 부각되면서 22배까지 리레이팅된 바 있기 때문에 현재 주가는 저평가 되어 있다고 판단한다. 특히 현재 음식료 업종 내 변동성이 커지는 상황임을 감안했을 때 동사의 밸류에이션 프리미엄은 오히려 더 커질 수 있는 구간이다.

음식료 산업에서 24배의 목표 배수는 다소 높다고 여겨질 수 있다. 그러나 동사의 경우 아직 성숙기에 도달하지 않았으며 성장기의 한가운데에 위치해있기 때문에 높은 밸류가 정당화된다. 과거 해외 성장기 초입 시기에는 닛신 식품(Nissin Foods)과 도요 수산(Toyo Suisan) 등 일본의 Peers를 기반으로 목표 배수를 설정했다. 그러나 현재 동사의 성장 속도와 비교했을 때 당시 일본 업체들보다 프리미엄을 받는 것이 타당하다는 판단이다.

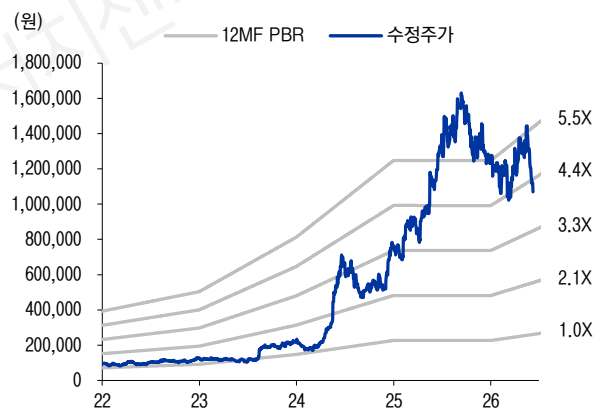
성장 스토리, 사업 구조상 직접적인 비교가 가능한 기업은 닛신 식품이다. 닛신의 경우 2023년~24년 20~25배 수준의 밸류를 받았었다. 이 시기 닛신의 성장 스토리는 1) 북미에서 브랜드 경쟁력 기반의 성장 확대, 2) 고수익 프리미엄 제품 믹스 개선, 3) 해외 비중 확대 및 마진 개선 등이다. 특히 브랜드 인지도 강화를 통해 지속 가능한 성장에 대한 기대감이 반영되어 소비재 기업임에도 불구하고 높은 밸류를 부여 받았다. 한편, 삼양식품의 경우 비슷한 논리를 적용할 수 있지만 그 강도는 닛신보다 강하다고 판단한다. 현재 미국 시장에서 프리미엄 포지션을 형성하고 있으며, 경쟁사들보다 높은 가격대에도 브랜드 인지도를 기반으로 강한 수요가 지속되고 있기 때문이다. 무엇보다 이를 통해 월등히 높은 수익성을 보이고 있으며 삼양식품의 ROE는 30%를 상회한다는 점에서 과거 닛신보다 높은 프리미엄도 타당한 구간이다. 다만 24배의 목표 배수는 당시 일본과 국내의 주식 시장 환경 차이, 그리고 삼양식품의 경우 해외 진출 초기 단계이기 때문에 지속 가능한 성장을 증명하지 못했다는 점도 반영한 결과다.

그림47 삼양식품 12MF PER Band



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림48 삼양식품 12MF PBR Band



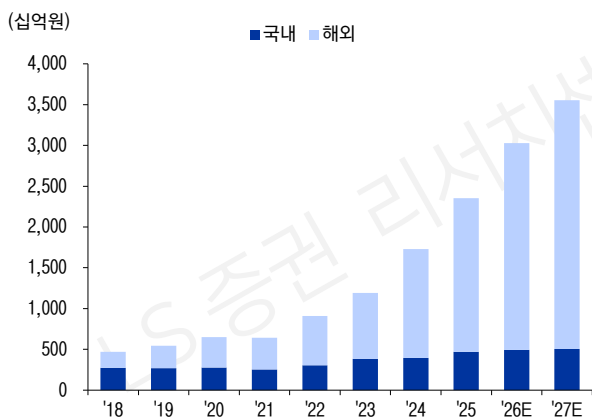
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

표7 삼양식품 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	529.0	553.1	632.0	637.7	714.4	743.2	775.9	795.4	2,351.8	3,028.9	3,555.1
내수	105.0	112.9	121.5	130.2	129.4	121.9	119.0	121.1	469.6	491.5	506.2
수출	424.0	440.2	510.6	507.5	585.0	621.2	656.9	674.3	1,882.2	2,537.4	3,048.9
미국법인	135.3	135.2	160.0	179.2	185.3	205.5	219.2	231.2	609.7	841.1	1,026.2
중국법인	125.9	129.6	189.3	152.5	171.3	194.4	217.7	219.7	597.3	803.0	1,003.7
일본법인	7.4	8.7	8.0	9.9	9.9	10.0	10.1	10.4	33.9	40.4	43.6
인니법인	4.6	6.9	6.4	5.8	7.6	7.6	7.4	7.0	23.7	29.6	32.0
유럽법인	24.6	50.1	52.5	55.9	77.3	77.6	79.8	81.1	183.1	315.8	410.5
기타	126.2	109.8	94.4	104.1	133.5	126.3	122.8	125.0	434.5	507.5	532.9
Sales Growth (%)	37.1	30.3	44.0	33.2	35.0	34.4	22.8	24.7	36.1	28.8	17.4
내수	8.5	22.3	23.8	21.6	23.2	8.0	-2.0	-7.0	19.1	4.7	3.0
수출	46.7	32.5	49.8	36.5	38.0	41.1	28.7	32.9	41.1	34.8	20.2
미국법인	80.5	38.4	63.9	59.1	37.0	52.0	37.0	29.0	59.2	38.0	22.0
중국법인	34.9	36.5	60.0	35.5	36.0	50.0	15.0	44.0	42.5	34.4	25.0
일본법인	27.0	37.3	29.3	23.6	33.8	15.0	27.0	5.0	29.0	19.0	8.0
인니법인	50.3	69.2	126.3	63.3	66.4	10.0	15.0	21.0	75.4	25.0	8.0
유럽법인			1,867.5	86.7	214.7	55.0	52.0	45.0	461.1	72.5	30.0
기타	12.9	-15.0	-16.7	-0.8	5.8	15.0	30.0	20.0	-5.4	16.8	5.0
영업이익	134.0	120.1	130.9	139.2	177.1	177.6	181.6	182.5	524.2	718.9	853.2
%YoY	67.2	34.2	49.9	58.8	32.2	47.9	38.7	31.1	52.1	37.1	18.7
영업이익률 (%)	25.3	21.7	20.7	21.8	24.8	23.9	23.4	23.0	22.3	23.7	24.0
지배순이익	99.1	84.5	110.2	95.6	144.6	122.5	136.4	133.6	389.4	537.1	625.4
%YoY	49.0	19.8	87.2	25.7	45.9	44.9	23.8	39.8	43.2	37.9	16.4
순이익률 (%)	18.7	15.3	17.4	15.0	20.2	16.5	17.6	16.8	16.6	17.7	17.6

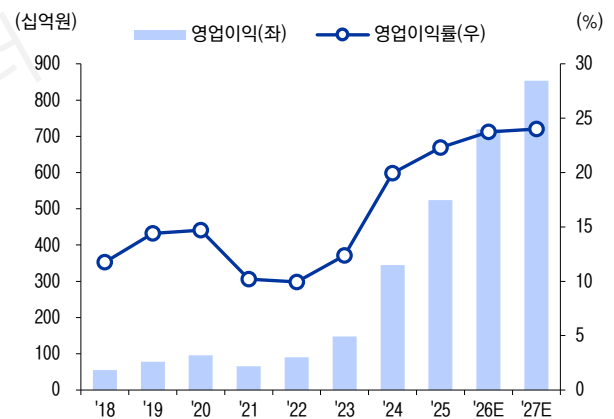
자료: 삼양식품, LS증권 리서치센터

그림49 삼양식품 매출액 추이



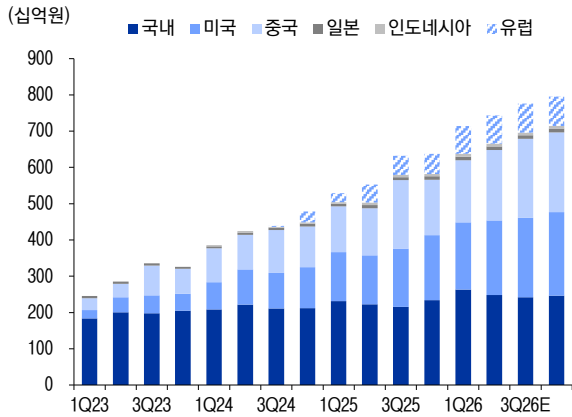
자료: 삼양식품, LS증권 리서치센터

그림50 삼양식품 영업이익 및 영업이익률 추이



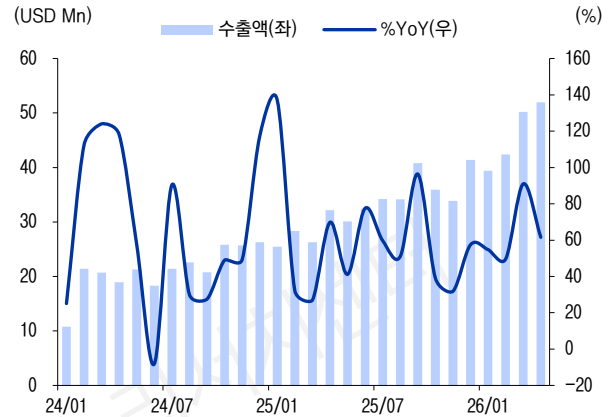
자료: 삼양식품, LS증권 리서치센터

그림51 해외 법인별 매출액 추이



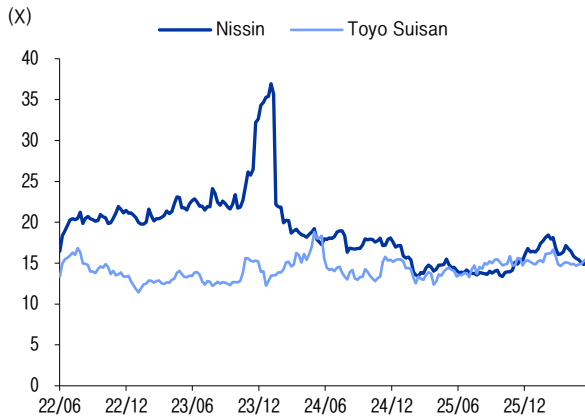
자료: 삼양식품, LS증권 리서치센터

그림52 밀양 지역 월별 라면 수출액 추이



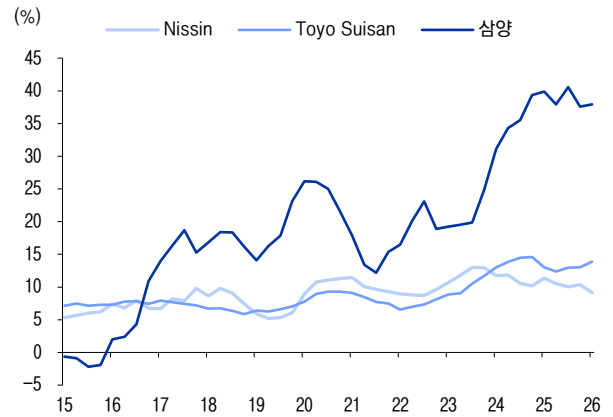
자료: Trass, LS증권 리서치센터

그림53 일본 업체들의 과거 12MF P/E 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림54 일본 업체들과의 ROE 비교



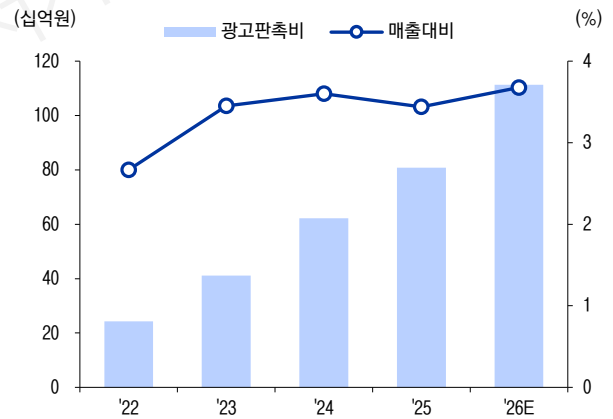
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림55 맥분 원재료 가격 상승 주의



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림56 광고비 증가 추세



자료: 삼양식품, LS증권 리서치센터

삼양식품 (003230)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	682	878	1,143	1,700	2,137
현금 및 현금성자산	335	333	596	1,121	1,522
매출채권 및 기타채권	138	189	227	242	256
재고자산	148	245	242	249	268
기타유동자산	61	112	78	89	91
비유동자산	913	1,318	1,571	1,754	1,920
관계기업투자등	107	178	182	206	221
유형자산	748	1,073	1,298	1,448	1,593
무형자산	58	68	91	100	106
자산총계	1,595	2,197	2,714	3,455	4,057
유동부채	492	555	603	658	673
매입채무 및 기타채무	246	264	297	313	327
단기금융부채	132	164	170	203	196
기타유동부채	114	128	136	142	150
비유동부채	274	369	384	473	433
장기금융부채	254	340	353	438	393
기타비유동부채	20	29	31	36	39
부채총계	767	925	988	1,131	1,106
지배주주지분	817	1,255	1,707	2,301	2,926
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	5	79	79	79	79
이익잉여금	770	1,129	1,581	2,175	2,800
비지배주주지분(연결)	11	16	20	23	26
자본총계	828	1,272	1,727	2,323	2,951

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	358	309	535	692	737
당기순이익(손실)	272	389	537	627	696
비현금수익비용가감	139	227	149	171	169
유형자산감가상각비	42	58	82	93	104
무형자산상각비	15	10	6	6	6
기타현금수익비용	82	159	61	71	59
영업활동 자산부채변동	-7	-194	-6	-13	-26
매출채권 감소(증가)	-15	-61	-39	-15	-15
재고자산 감소(증가)	5	-112	3	-7	-19
매입채무 증가(감소)	15	-2	33	16	14
기타자산, 부채변동	-12	-19	-3	-8	-6
투자활동 현금	-214	-479	-257	-185	-186
유형자산처분(취득)	-228	-447	-225	-151	-144
무형자산 감소(증가)	-5	-12	-24	-8	-7
투자자산 감소(증가)	9	-2	-1	1	-2
기타투자활동	10	-18	-6	-27	-32
재무활동 현금	-35	170	-17	18	-151
차입금의 증가(감소)	13	85	-39	33	-7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-16	-25	-36	-41	-41
기타재무활동	-32	110	57	26	-103
현금의 증가	116	-2	263	525	401
기초현금	219	335	333	596	1,121
기말현금	335	333	596	1,121	1,522

자료: 삼양식품, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,728	2,352	3,029	3,555	3,944
매출원가	1,005	1,299	1,748	2,044	2,268
매출총이익	723	1,053	1,281	1,511	1,676
판매비 및 관리비	379	529	562	658	730
영업이익	345	524	719	853	947
(EBITDA)	387	582	801	947	1,050
금융손익	-19	-3	-6	-6	-6
이자비용	29	18	18	21	18
관계기업등 투자손익	1	0	0	4	4
기타영업외손익	25	-4	19	-4	-4
세전계속사업이익	352	517	731	847	940
계속사업법인세비용	80	128	194	220	244
계속사업이익	272	389	537	627	696
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	389	537	627	696
지배주주	272	389	537	625	694
총포괄이익	272	393	546	627	696
매출총이익률	41.9	44.8	42.3	42.5	42.5
영업이익률	19.9	22.3	23.7	24.0	24.0
EBITDA 마진률	22.4	24.7	26.4	26.6	26.6
당기순이익률	15.7	16.6	17.7	17.6	17.6
ROA	19.7	20.5	21.9	20.3	18.5
ROE	39.4	37.6	36.3	31.2	26.6
ROIC	37.6	40.7	38.3	37.7	38.0

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	21.0	23.8	15.6	13.4	12.0
P/B	7.1	7.4	4.9	3.6	2.9
EV/EBITDA	20.9	14.1	9.9	8.0	6.8
P/CF	14.0	15.1	12.2	10.5	9.7
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	44.9	36.1	28.8	17.4	10.9
영업이익	133.6	52.1	37.1	18.7	10.9
세전이익	125.4	46.7	41.5	15.8	11.0
당기순이익	115.1	42.7	38.1	16.7	11.0
EPS	115.4	41.8	37.9	16.4	11.0
안정성 (%)					
부채비율	92.6	72.7	57.2	48.7	37.5
유동비율	138.5	158.1	189.6	258.5	317.5
순차입금/자기자본(x)	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익/금융비용(x)	11.9	29.0	40.9	41.3	52.3
총차입금 (십억원)	313.0	439.3	449.9	558.8	502.3
순차입금 (십억원)	36.0	154.1	-91.8	-498.1	-952.4
주당지표 (원)					
EPS	36,469	51,698	71,305	83,016	92,180
BPS	108,436	166,650	226,616	305,433	388,375
CFPS	54,624	81,691	90,997	105,866	114,790
DPS	3,300	4,800	5,500	5,500	5,800

오리온 (271560)

올해 Q 성장에 주목

2026. 6. 10

음식료

Analyst 박성호
shpark@ls-sec.co.kr

높은 Q 성장과 강해진 이익 체력

오리온의 경우 2분기부터 원가 부담이 실질적인 압박으로 작용하겠으나 해외 법인의 높은 Q 성장과 원재료 가격 하락에 따른 수익성 개선에 주목한다.

올해 오리온의 Q 성장은 중국 법인이 견인할 전망이다. 중국의 소매판매액은 YoY 한자릿수대로 떨어지는 등 전반적인 소비 둔화 추세가 장기화되고 있다. 그러나 동사의 경우 고성장하고 있는 간식점과 이커머스 채널에 집중하여 높은 매출 성장을 기록하고 있다는 점에서 긍정적이다. 채널 전용 신제품 및 대용량 제품 출시를 통해 매대 확보에 주력하고 있으며 판촉 활동도 강화하고 있다. 그 결과 4월 오리온의 간식점 채널 출고량은 전년 대비 +43% 증가했으며 중국 법인 매출 중 간식점 채널 비중은 35% 수준까지 확대되었다.

지난해 수익성 악화의 주 원인이었던 코코아 단가는 올해 들어 정상화 되고 있다. 25년 상반기 톤당 1만달러를 넘어섰던 코코아 선물 가격은 올해 상반기 -60% 하락한 3,000달러대까지 하락했다. 통상 제조 원가에 반영되는 1~2개분기 래깅을 감안하면 2분기부터 하락분이 본격적으로 반영될 전망이다. 이는 높은 Q 성장과 더불어 수익성 개선에 크게 기여하여 중동 사태로 촉발된 원가 불확실성을 대부분 상쇄할 수 있을 것으로 예상된다.

판매량 성장과 코코아 부담 완화 효과

오리온의 2026년 연결 매출액은 3조 6,690억원(+10.1% YoY), 영업이익은 6,367억원(+14.1% YoY, OPM 17.4%)를 전망한다. 국내외 법인 모두 판매량 성장을 시현하겠지만 수익성 측면에서는 다소 차이가 존재할 것으로 보인다. 원부자재 수입 의존도가 큰 베트남 법인의 경우 중동 사태의 영향으로 연간 이익률은 전년과 비슷한 수준을 전망한다. 반면 원부자재의 자체 조달 비중이 크고 코코아 원재료 사용 비중이 높은 러시아 법인의 경우 연간으로 가파른 수익성 개선이 가능할 것으로 예상된다. 국내 법인과 중국 법인 모두 원가 부담 압박보다 판매량 개선에 따른 고정비 절감 효과 및 원재료 단가 하락 영향이 크다고 판단하여 올해 연간으로 두자릿수 이익 성장이라는 기존 의견을 유지한다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	170,000 원
현재주가	132,900 원
상승여력	27.9%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/9)	8,096.93pt
시가총액	52,544 억원
발행주식수	39,536 천주
52주 최고가/최저가	146,000 / 99,300 원
90일 일평균거래대금	151.4 억원
외국인 지분율	37.9%
배당수익률(26.12E)	3.4%
BPS(26.12E)	102,234 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -13.9%
	6개월 -63.7%
	12개월 -165.4%
주주구성	오리온홀딩스 외 10인 43.8%
	국민연금공단 외 1인 9.1%
	Westwood 외 1인 5.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	3,104	544	692	525	13,271	39.3	704	7.7	4.2	1.2	16.6
2025	3,332	558	547	383	9,682	-27.0	723	13.7	5.2	1.4	10.5
2026E	3,669	637	660	471	11,909	23.0	807	11.2	4.6	1.3	12.0
2027E	3,931	701	717	514	13,005	9.2	881	10.2	4.1	1.2	12.4
2028E	4,137	742	755	541	13,686	5.2	933	9.7	3.6	1.2	12.3

자료: 오리온, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

투자의견 Buy, 목표주가 17만원 유지

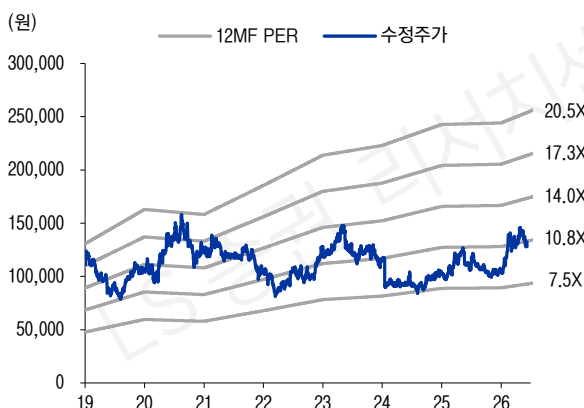
오리온에 대해 매수 의견과 목표주가 17만원을 유지한다. 현재 주가는 12MF P/E 11배, 12MF P/B 1.3배 수준이다. 절대적인 저평가는 아니지만 구조적인 해외 성장과 이익 체력 강화를 감안하면 추가적인 멀티플 리레이팅이 가능하다고 판단한다. 특히 주요 원재료 단가 하락으로 따라 이익 개선에 대한 불확실성이 낮아지고 있다는 점에서 음식료 업종 내에서 투자 매력은 여전히 높다.

오리온에 대해 14배의 목표 P/E 배수를 부여했다. 이는 동사가 단순 중국 소비주가 아닌 글로벌 제과 기업으로 재평가 받을 수 있다는 판단에 기반한다. 과거 오리온이 글로벌 Peer 대비 할인 받았던 가장 큰 이유는 중국 시장 성장 둔화와 높은 중국 의존도였다. 그러나 최근에는 중국 소비 환경이 여전히 부진함에도 불구하고 브랜드 경쟁력 강화와 채널 다변화를 통해 구조적인 성장을 이어가고 있다. 특히 간식점과 이커머스 등 신유통 채널 확대에 힘입어 중국 사업의 성장세가 지속되고 있다는 점은 과거와의 차이점이다.

더불어 중국 이외 지역의 성장도 본격화되고 있다. 베트남과 러시아는 높은 수요에 기반한 성장 국면이며, 미국 역시 브랜드 인지도 확대에 따른 수출 증가가 이어지고 있다. 이는 중국 소비주에 부여되던 할인 요인을 완화시키는 동시에 제과 기업으로서의 프리미엄을 높이는 요인으로 작용할 전망이다.

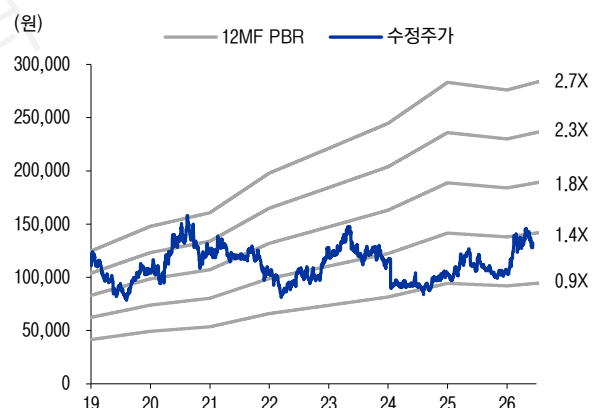
주주환원 확대 역시 추가적인 리레이팅 요인이다. 동사는 이미 배당 성향을 점진적으로 확대하겠다는 계획을 제시한 바 있다. 향후 해외 성장에 따른 이익 증가가 순현금 확대와 주주환원 강화로 연결될 경우, 오리온의 투자 매력은 경쟁사 대비 더욱 부각될 것으로 판단한다. 결국 해외 시장 중심의 구조적인 Q 성장 → 수익성 개선 → 현금 창출 확대 → 주주환원 강화로 이어지는 선순환 구조가 오리온의 투자 포인트다.

그림57 오리온 12MF PER Band



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림58 오리온 12MF PBR Band



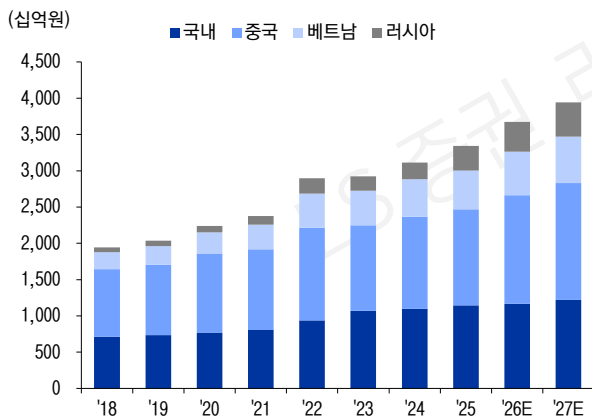
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

표8 오리온 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	801.8	777.2	828.9	924.6	930.4	850.0	895.1	993.6	3,332.4	3,669.0	3,931.4
국내(별도)	282.4	291.3	282.6	289.5	283.4	297.7	288.9	298.3	1,145.8	1,168.3	1,218.2
중국	328.2	304.8	337.3	350.3	409.7	341.1	366.1	381.6	1,320.7	1,498.5	1,613.4
베트남	128.3	102.6	120.5	186.7	151.3	115.0	134.5	200.1	538.1	600.9	643.4
러시아	67.2	80.8	89.6	101.9	90.5	98.5	106.9	117.3	339.4	413.2	471.4
Sales Growth (%)	7.1	8.1	7.0	7.3	16.0	9.4	8.0	7.5	7.3	10.1	7.2
국내(별도)	4.0	4.9	4.3	4.5	0.4	2.2	2.2	3.0	4.4	2.0	4.3
중국	7.1	3.0	4.7	1.4	24.8	11.9	8.5	8.9	4.0	13.5	7.7
베트남	8.5	4.3	-1.0	5.9	17.9	12.1	11.6	7.2	4.6	11.7	7.1
러시아	33.0	64.5	44.7	47.7	34.7	21.8	19.3	15.2	47.3	21.7	14.1
영업이익	131.4	121.5	137.9	167.6	165.5	134.5	151.0	185.7	558.3	636.7	701.3
국내(별도)	46.3	48.5	42.1	49.8	48.5	50.3	43.6	52.5	186.8	194.9	204.7
중국	56.0	52.3	67.0	66.5	79.9	59.0	73.9	75.6	241.7	288.4	316.2
베트남	21.2	14.4	21.3	39.6	26.6	15.5	22.5	42.4	96.5	107.0	119.0
러시아	8.6	9.7	11.7	16.6	14.2	13.1	15.2	20.2	46.5	62.7	75.4
% YoY	5.0	-0.2	0.6	4.9	26.0	10.8	9.5	10.8	2.7	14.1	10.2
국내(별도)	5.6	3.4	-3.8	13.6	4.7	3.7	3.5	5.3	4.7	4.3	5.0
중국	3.2	-6.5	5.4	-5.4	42.8	12.9	10.4	13.6	-0.9	19.3	9.6
베트남	9.2	-6.4	-10.7	-4.5	25.3	8.0	5.6	7.0	-3.6	10.9	11.2
러시아	9.2	44.6	26.9	25.8	65.8	35.1	29.8	21.7	25.9	34.6	20.4
영업이익률 (%)	16.4	15.6	16.6	18.1	17.8	15.8	16.9	18.7	16.8	17.4	17.8
국내(별도)	16.4	16.7	14.9	17.2	17.1	16.9	15.1	17.6	16.3	16.7	16.8
중국	17.1	17.1	19.8	19.0	19.5	17.3	20.2	19.8	18.3	19.2	19.6
베트남	16.5	14.0	17.6	21.2	17.6	13.5	16.7	21.2	17.9	17.8	18.5
러시아	12.8	12.0	13.1	16.3	15.7	13.3	14.2	17.2	13.7	15.2	16.0
순이익	104.3	69.8	102.7	105.9	124.5	99.5	110.9	135.9	382.7	470.8	514.1
순이익률 (%)	13.0	9.0	12.4	11.5	13.4	11.7	12.4	13.7	11.5	12.8	13.1

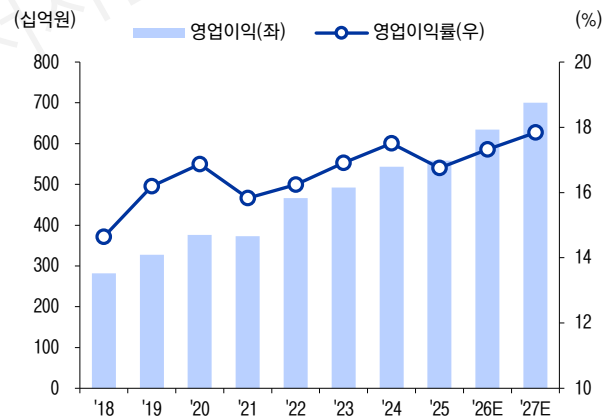
자료: LS증권 리서치센터

그림59 오리온 연간 법인 합산 매출 추이



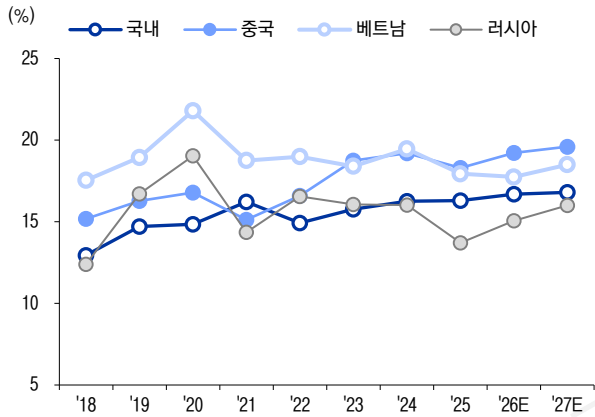
자료: 오리온, LS증권 리서치센터

그림60 오리온 연간 영업이익 및 영업이익률 추이



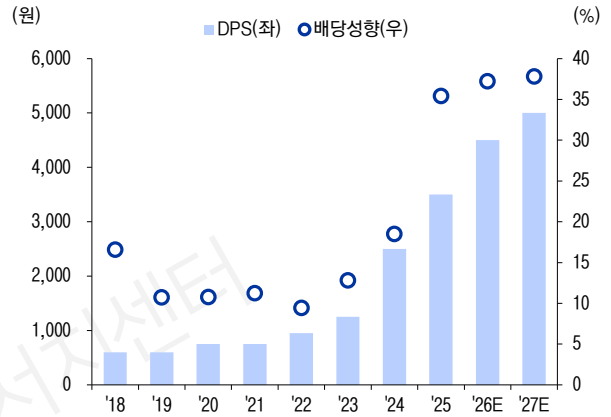
자료: 오리온, LS증권 리서치센터

그림61 해외 법인별 영업이익률 추이



자료: 오리온, LS증권 리서치센터

그림62 DPS 및 배당성향 추이



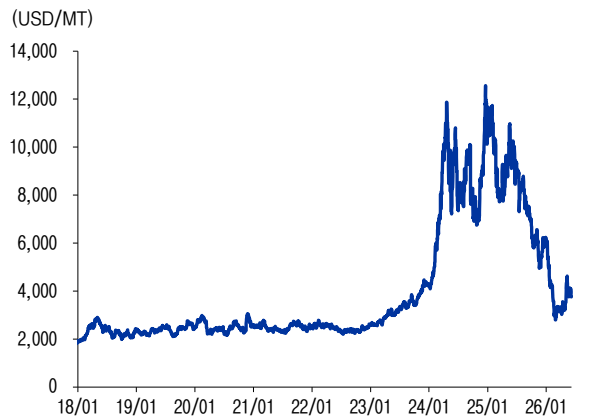
자료: 오리온, LS증권 리서치센터

그림63 팜유 원가 상승 주의



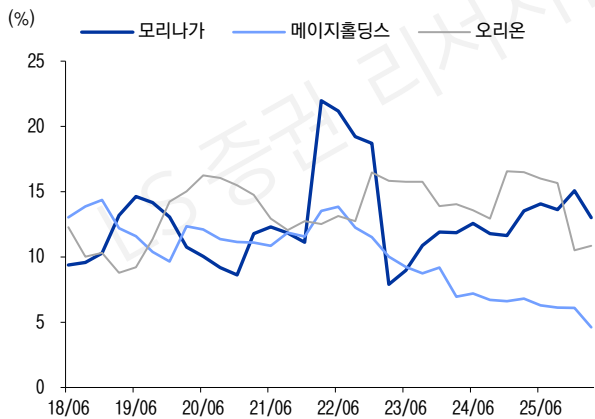
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림64 코코아 가격은 가파른 하락 추세



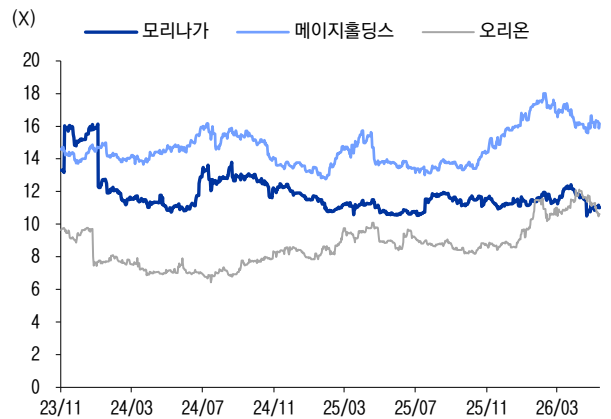
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림65 일본 Peers 대비 ROE 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림66 일본 Peers 대비 12MF P/E 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

오리온 (271560)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,308	4,599	4,872	5,123	5,408
현금 및 현금성자산	451	311	406	513	711
매출채권 및 기타채권	190	198	209	216	219
재고자산	317	321	340	355	366
기타유동자산	3,350	3,768	3,916	4,039	4,112
비유동자산	2,661	2,732	2,876	2,982	3,037
관계기업투자등	889	925	947	965	981
유형자산	1,702	1,716	1,837	1,922	1,961
무형자산	70	90	92	94	95
자산총계	4,308	4,599	4,872	5,123	5,408
유동부채	538	498	520	539	550
매입채무 및 기타채무	383	368	378	389	397
단기금융부채	14	14	14	16	17
기타유동부채	140	116	128	134	137
비유동부채	197	188	196	206	217
장기금융부채	26	22	25	27	28
기타비유동부채	171	166	171	179	188
부채총계	734	686	716	745	767
지배주주지분	3,471	3,809	4,042	4,257	4,513
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	1,196	1,196	1,196	1,196	1,196
이익잉여금	2,033	2,317	2,552	2,727	2,939
비지배주주지분(연결)	103	104	114	122	128
자본총계	3,574	3,912	4,156	4,378	4,641

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	652	537	574	631	677
당기순이익(손실)	533	391	480	524	551
비현금수익비용가감	165	346	331	353	380
유형자산감가상각비	157	162	167	176	187
무형자산상각비	3	3	4	4	4
기타현금수익비용	5	181	161	174	189
영업활동 자산부채변동	69	-70	-93	-89	-89
매출채권 감소(증가)	17	2	-11	-7	-3
재고자산 감소(증가)	-42	1	-19	-15	-11
매입채무 증가(감소)	30	-19	10	11	8
기타자산, 부채변동	64	-54	-73	-79	-83
투자활동 현금	-505	-564	-327	-330	-263
유형자산처분(취득)	-105	-121	-277	-233	-197
무형자산 감소(증가)	15	24	-2	-3	-1
투자자산 감소(증가)	165	-377	1	-14	-16
기타투자활동	-580	-90	-50	-80	-50
재무활동 현금	-70	-121	-156	-194	-215
차입금의 증가(감소)	-3	-1	3	4	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-56	-106	-138	-178	-198
기타재무활동	-11	-13	-20	-20	-20
현금의 증가	85	-140	95	106	198
기초현금	366	451	311	406	513
기말현금	451	311	406	513	711

자료: 오리온, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,104	3,332	3,669	3,931	4,137
매출원가	1,908	2,109	2,297	2,448	2,576
매출총이익	1,196	1,223	1,372	1,483	1,562
판매비 및 관리비	653	665	735	782	820
영업이익	544	558	637	701	742
(EBITDA)	704	723	807	881	933
금융손익	182	21	55	48	46
이자비용	1	15	2	2	2
관계기업등 투자손익	-5	-27	-11	0	0
기타영업외손익	-29	-5	-22	-31	-33
세전계속사업이익	692	547	660	717	755
계속사업법인세비용	159	156	180	194	204
계속사업이익	533	391	480	524	551
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	533	391	480	524	551
지배주주	525	383	471	514	541
총포괄이익	675	460	478	563	596
매출총이익률	38.5	36.7	37.4	37.7	37.7
영업이익률	17.5	16.8	17.4	17.8	17.9
EBITDA 마진률	22.7	21.7	22.0	22.4	22.6
당기순이익률	17.2	11.7	13.1	13.3	13.3
ROA	13.4	8.6	9.9	10.3	10.3
ROE	16.6	10.5	12.0	12.4	12.3
ROIC	23.2	21.8	23.8	24.9	25.5

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	7.7	13.7	11.2	10.2	9.7
P/B	1.2	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	4.2	5.2	4.6	4.1	3.6
P/CF	5.8	7.1	6.5	6.0	5.6
배당수익률 (%)	2.4	2.6	3.4	3.8	3.8
성장성 (%)					
매출액	6.6	7.3	10.1	7.2	5.2
영업이익	10.4	2.7	14.1	10.2	5.8
세전이익	33.1	-21.0	20.7	8.7	5.2
당기순이익	38.5	-26.7	22.8	9.2	5.2
EPS	39.3	-27.0	23.0	9.2	5.2
안정성 (%)					
부채비율	20.5	17.5	17.2	17.0	16.5
유동비율	801.4	923.1	936.5	951.2	982.9
순차입금/자기자본(x)	-29.9	-32.6	-33.0	-34.0	-36.6
영업이익/금융비용(x)	538.2	37.6	359.1	412.9	415.2
총차입금 (십억원)	40	36	39	42	45
순차입금 (십억원)	-1,069	-1,276	-1,371	-1,488	-1,701
주당지표 (원)					
EPS	13,271	9,682	11,909	13,005	13,686
BPS	87,799	96,334	102,234	107,663	114,151
CFPS	17,662	18,619	20,507	22,187	23,546
DPS	2,500	3,500	4,500	5,000	5,000

롯데웰푸드 (280360)

2026. 6. 10

음식료

체질 개선 효과 나타나는 중

Analyst 박성호

shpark@ls-sec.co.kr

체질 개선 효과 나타나는 중

롯데웰푸드의 올해 이익 개선 속도가 가파르다. 카카오 원가 부담이 영향을 미쳤음에도 1분기 영업이익은 +118% YoY 증가했다. 올해 가파른 이익 개선이 전망되는 이유는 1) 저수익 SKU 정리, 인건비 절감, 물류 개선 등 전반적인 비용 절감 효과가 나타나기 시작했으며, 2) 해외 법인을 중심으로 판매량이 증가하면서 영업 레버리지 효과가 본격화 되고 있기 때문이다. 또한 3분기부터 카카오 가격의 하락분이 본격적으로 이익에 반영된다는 점도 올해 증익이 예상되는 핵심 요인이다.

올해 인도 법인이 해외 매출 성장을 견인할 전망이다. 건과와 빙과 모두 연간 두자릿수 매출 성장이 예상된다. 높은 수요가 이어지는 상황 속에서 건과의 경우 채널 커버리지 확대, 빙과의 경우 자사 브랜드 라인업 확대 및 푸네 공장 가동률의 안정적인 상승에 기인한다. 성수기 날씨가 변수로 작용하지 않는다면 전사 이익 개선에도 크게 기여할 전망이다.

동사의 해외 매출 비중은 24% 수준으로 낮지만 적극적인 가격인상 정책은 긍정적이다. 해외에서 높은 수요가 이를 뒷받침하고 있고 동사의 제품이 프리미엄 카테고리 포지셔닝 되어 있기 때문에 가격 인상 이후에도 판매량 감소 효과가 작다. 중동 사태에 따른 포장재 및 에너지 원가 부담은 불가피한 상황이지만 해외 가격 인상을 통해 수익성 훼손을 최소화할 수 있는 구조를 확보했다.

상반기는 국내, 하반기는 해외

롯데웰푸드의 2026년 연간 매출액은 4조 3,968억원(+4.3% YoY), 영업이익은 1,832억원(+67.2% YoY, OPM 4.2%)를 전망한다. 경영 개선 활동에 힘입어 상반기 국내 법인의 이익 개선이 예상되며, 코코아 투입 원가 하락 영향으로 하반기 해외 법인을 중심으로 증익이 기대된다. 포장재 부담 영향 정도에 따라 해외 법인의 경우 하이 싱글 수익성까지 기대해볼 수 있는 상황이다.

올해 국내외 모두 채널 중심의 성장에 주력할 전망이다. 국내의 경우 저성장을 탈피할 수 있는 참고형 할인점, 다이소, H&B 등 신성장 채널 물량을 확대할 계획이다. 해외 법인 역시 빼빼로와 초코파이 등 주력 브랜드에 대해 메인스트림 입점을 확대하여 높은 수요에 대응하는 것이 관건이다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	160,000 원
현재주가	104,300 원
상승여력	53.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/9)	8,096.93pt
시가총액	9,600 억원
발행주식수	9,205 천주
52 주 최고가/최저가	135,600 / 103,100 원
90 일 일평균거래대금	22.39 억원
외국인 지분율	14.1%
배당수익률(26.12E)	3.4%
BPS(26.12E)	248,029 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -26.2%
	6개월 -108.9%
	12개월 -199.0%
주주구성	롯데지주 외 13인 69.3%
	국민연금공단 외 1인 7.3%
	브이아이피자산운용 외 1인 5.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	4,044	157	108	85	9,570	19.9	361	11.7	5.4	0.5	4.0
2025	4,216	110	100	72	8,176	-14.6	321	14.0	6.4	0.5	3.3
2026E	4,397	183	143	106	11,986	46.6	401	8.7	4.8	0.4	4.7
2027E	4,585	229	197	146	16,536	38.0	458	6.3	4.1	0.4	6.2
2028E	4,762	257	233	173	19,621	18.7	493	5.3	3.6	0.4	6.9

자료: 롯데웰푸드, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

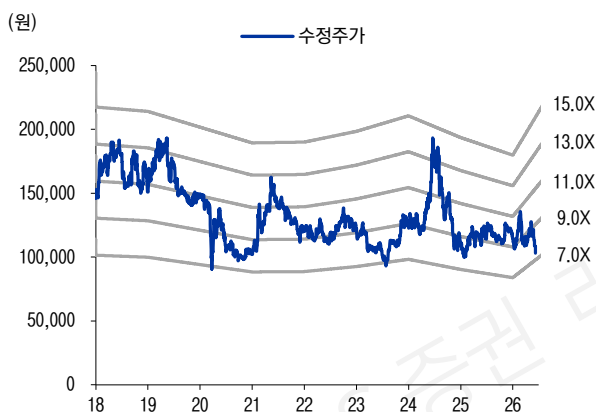
투자의견 Buy, 목표주가 16만원 유지

롯데웰푸드에 대해 매수 의견과 목표주가 16만원을 유지한다. 동사는 현재 12MF P/E 8배 수준에서 거래되고 있으며, 이는 경쟁사 오리온 대비 낮은 수준이다. 올해 코코아 원가 부담 하락, 경영 개선 활동에 따른 가파른 이익 개선세, 그리고 해외 법인의 Q 성장은 추가적인 리레이팅 요인이다. 다만 낮은 해외 비중과 고질적인 저수익성에 따른 디스카운트는 불가피하다는 판단이다.

동사의 밸류에이션이 업종 내, 그리고 글로벌 경쟁사들 대비 낮은 수준을 유지해온 이유는 1) 국내 매출 비중이 높아 성장 모멘텀에서 상대적으로 소외되었고, 2) 로우 싱글 수준의 낮은 영업이익률과 ROE로 인해 수익성 프리미엄을 부여 받기 어려웠기 때문이다. 그러나 올해 들어 해외 사업 성장성이 다시 부각되고 있으며, 이에 따른 수익성 개선 기대감 또한 높아지고 있다는 점에서 주가 디스카운트의 점진적 해소가 가능할 것으로 판단한다.

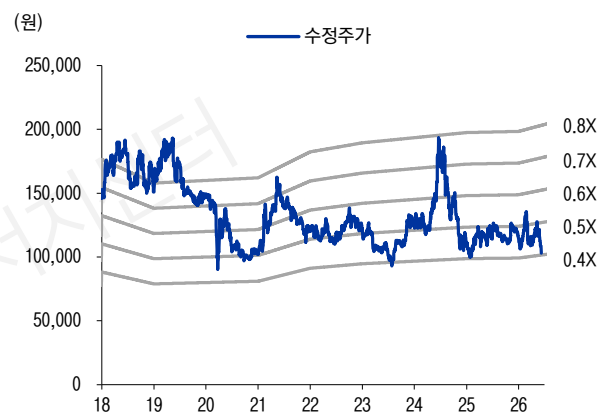
목표주가는 12MF EPS에 목표 P/E 12배를 적용하여 산정했으며, 이는 12MF P/B 기준 약 0.6배에 해당한다. 이는 업종 대비 프리미엄을 가정한 수준보다는 저평가 해소에 초점을 맞춘 밸류에이션이다. 특히 목표 P/B 0.6배는 22년 말 원가 정상화 기대감이 반영되던 시기에 부여 받았던 밸류에이션과 유사하다. 당시에도 절대적인 수익성은 낮았지만 원가 부담 완화와 이익 개선 기대감이 반영되며 현재와 유사한 수준의 ROE에 0.6배의 평가를 받았기 때문이다. 현재 역시 해외 성장 가속화 및 수익성 개선 가능성이 부각되고 있다는 점에서 과거 밸류에이션 수준의 회복은 충분히 가능하다고 판단한다. 이에 더해 해외 사업의 Q 성장 모멘텀이 반영될 경우 추가적인 프리미엄 부여도 가능하다.

그림67 롯데웰푸드 12MF PER Band



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림68 롯데웰푸드 12MF PBR Band



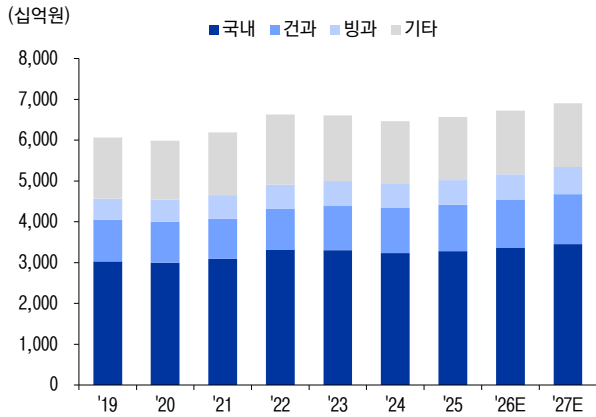
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

표9 롯데웰푸드 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	975.1	1,064.3	1,156.8	1,019.8	1,027.3	1,117.0	1,193.7	1,058.8	4,216.0	4,396.8	4,585.2
국내	757.4	832.0	934.2	759.3	770.4	854.6	950.8	785.9	3,282.9	3,361.7	3,451.7
건과	284.6	262.3	283.7	302.2	292.2	270.7	293.7	314.3	1,132.8	1,170.9	1,223.6
빙과	100.6	181.8	243.2	81.5	103.3	190.9	250.5	85.0	607.1	629.6	664.2
유지	113.7	123.7	131.0	122.4	120.7	129.9	132.3	129.8	490.8	512.7	507.5
기타	258.5	264.2	276.3	253.1	254.2	263.2	274.4	256.8	1,052.1	1,048.6	1,056.4
해외	230.0	243.9	233.5	273.5	270.5	274.9	255.0	285.7	980.9	1,086.0	1,175.6
인도	80.2	104.3	73.8	67.8	93.4	118.7	82.5	73.9	326.2	368.6	402.6
카자흐스탄	67.6	60.7	64.5	97.9	83.0	69.8	69.3	99.8	290.6	321.9	342.8
기타	82.2	78.9	95.2	107.8	94.0	86.3	103.2	112.0	364.1	395.5	430.2
Sales Growth (%)	2.5	1.9	7.3	5.1	5.4	5.0	3.2	3.8	4.2	4.3	4.3
국내	-0.9	-0.6	6.2	1.3	1.7	2.7	1.8	3.5	1.6	2.4	2.7
건과	1.1	0.4	3.9	4.6	2.7	3.2	3.5	4.0	2.6	3.4	4.5
빙과	-5.6	-7.5	9.3	-3.5	2.6	5.0	3.0	4.2	-0.5	3.7	5.5
유지	3.0	7.4	16.4	7.5	6.2	5.0	1.0	6.0	8.6	4.5	-1.0
기타	-2.7	0.2	1.7	-3.6	-1.7	-0.4	-0.7	1.5	-1.1	-0.3	0.7
해외	16.6	11.2	12.2	17.8	17.6	12.7	9.2	4.5	14.5	10.7	8.3
인도	24.2	8.9	6.3	11.7	16.5	13.8	11.8	9.0	12.3	13.0	9.2
카자흐스탄	1.9	7.1	10.7	17.3	22.8	15.0	7.5	2.0	9.8	10.8	6.5
기타	24.0	18.0	18.4	22.5	14.4	9.4	8.4	3.8	20.8	8.6	8.8
영업이익	16.4	34.3	69.3	-10.5	35.8	44.3	85.4	17.6	109.5	183.2	229.1
국내	10.1	25.6	62.9	-14.3	27.6	32.5	73.2	10.2	84.3	143.5	165.7
해외	9.0	12.7	9.7	7.0	12.0	15.7	13.8	9.7	38.4	51.1	65.8
%YoY	-56.1	-45.8	-8.9	적지	118.4	29.2	23.3	흑전	-30.3	67.2	25.1
국내	-62.9	-38.8	-3.8	적지	173.3	26.8	16.4	흑전	-23.6	70.2	15.5
해외	-37.1	-41.2	-30.7	-25.5	33.3	23.4	41.9	38.8	-35.2	33.2	28.7
영업이익률 (%)	1.7	3.2	6.0	-1.0	3.5	4.0	7.2	1.7	2.6	4.2	5.0
국내	1.3	3.1	6.7	-1.9	3.6	3.8	7.7	1.3	2.6	4.3	4.8
해외	3.9	5.2	4.2	2.6	4.4	5.7	5.4	3.4	3.9	4.7	5.6
순이익	23.7	17.7	48.7	-17.8	17.3	26.3	55.7	6.7	72.3	106.0	146.2
순이익률 (%)	2.4	1.7	4.2	-1.7	1.7	2.4	4.7	0.6	1.7	2.4	3.2

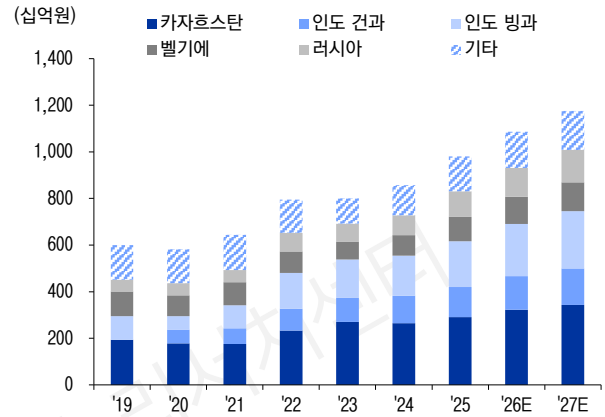
자료: LS증권 리서치센터

그림69 롯데웰푸드 연간 매출액 추이



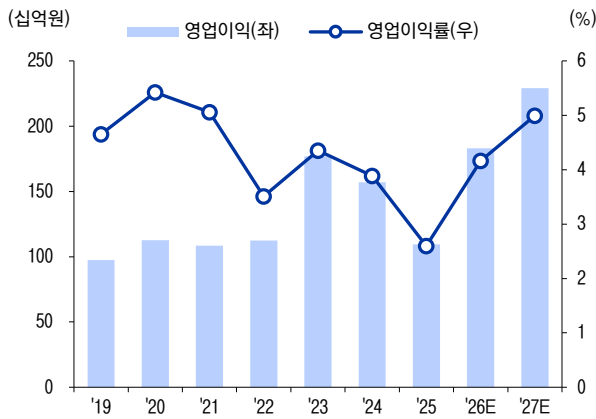
자료: 롯데웰푸드, LS증권 리서치센터

그림70 해외 법인별 매출액 추이



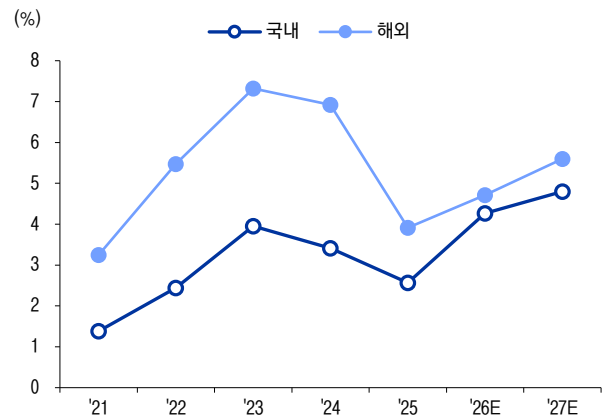
자료: 롯데웰푸드, LS증권 리서치센터

그림71 롯데웰푸드 연간 영업이익 추이



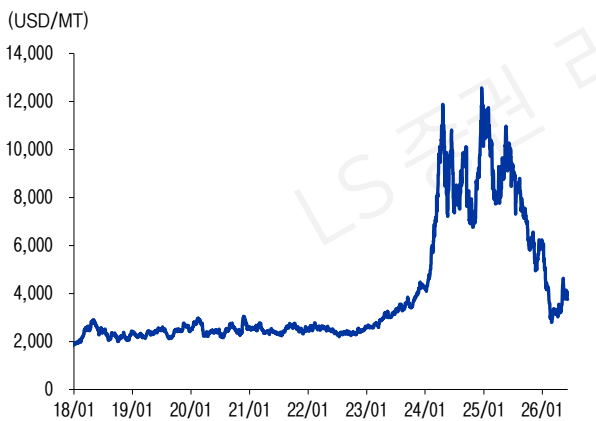
자료: 롯데웰푸드, LS증권 리서치센터

그림72 해외 법인별 영업이익률 추이



자료: 롯데웰푸드, LS증권 리서치센터

그림73 코코아 선물 가격 급락



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표10 최근 해외 법인 가격 인상 내역

날짜	국가	내용
2025.03	인도	건과 및 빙과 5~10% 인상
2025.03	카자흐스탄	전품목 10% 인상
2025.01	벨기에	전품목 25% 인상
2025.10	카자흐스탄	일부 품목 3% 인상
2026.1Q	인도	빙과 5~10% 인상
	러시아	초코파이 등 5~1% 인상
	파키스탄	스낵 등 10~15%

자료: 롯데웰푸드, 언론보도, LS증권 리서치센터

롯데웰푸드 (280360)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,429	1,574	1,591	1,684	1,819
현금 및 현금성자산	322	466	484	547	665
매출채권 및 기타채권	307	332	334	344	348
재고자산	567	639	648	664	678
기타유동자산	233	137	124	128	129
비유동자산	2,913	3,000	3,121	3,193	3,211
관계기업투자등	485	427	432	440	443
유형자산	2,087	2,257	2,368	2,418	2,425
무형자산	341	317	321	335	343
자산총계	4,342	4,574	4,711	4,877	5,030
유동부채	1,056	1,003	1,019	1,045	1,060
매입채무 및 기타채무	451	452	484	504	514
단기금융부채	540	475	469	472	475
기타유동부채	65	75	66	69	71
비유동부채	1,059	1,284	1,286	1,296	1,295
장기금융부채	845	1,057	1,070	1,072	1,062
기타비유동부채	214	228	215	225	233
부채총계	2,115	2,287	2,305	2,341	2,356
지배주주지분	2,135	2,191	2,308	2,434	2,569
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
이익잉여금	569	619	714	840	976
비지배주주지분(연결)	92	96	99	102	105
자본총계	2,226	2,287	2,407	2,536	2,674

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	286	231	447	470	505
당기순이익(손실)	82	71	103	142	168
비현금수익비용가감	322	299	352	375	389
유형자산감가상각비	178	186	192	201	207
무형자산상각비	26	26	27	28	29
기타현금수익비용	118	87	134	147	153
영업활동 자산부채변동	-78	-119	36	-1	-4
매출채권 감소(증가)	52	-18	-2	-10	-4
재고자산 감소(증가)	-84	-67	-9	-16	-14
매입채무 증가(감소)	-5	-1	31	21	10
기타자산, 부채변동	-41	-33	17	4	4
투자활동 현금	-385	-142	-315	-314	-269
유형자산처분(취득)	-313	-341	-309	-297	-261
무형자산 감소(증가)	-16	-5	-4	-14	-8
투자자산 감소(증가)	-74	117	-2	-3	0
기타투자활동	18	88	0	0	0
재무활동 현금	-82	46	-115	-93	-118
차입금의 증가(감소)	11	143	8	4	-7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-27	-30	-29	-31	-34
기타재무활동	-66	-67	-94	-66	-78
현금의 증가	-176	143	18	63	118
기초현금	499	323	466	484	547
기말현금	323	466	484	547	665

자료: 롯데웰푸드, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,044	4,216	4,397	4,585	4,762
매출원가	2,849	3,073	3,161	3,272	3,390
매출총이익	1,195	1,143	1,235	1,314	1,373
판매비 및 관리비	1,038	1,034	1,052	1,085	1,116
영업이익	157	110	183	229	257
(EBITDA)	361	321	401	458	493
금융손익	-37	-20	-33	-28	-19
이자비용	53	52	46	39	34
관계기업등 투자손익	1	-25	0	0	0
기타영업외손익	-13	36	-7	-5	-5
세전계속사업이익	108	100	143	197	233
계속사업법인세비용	26	29	41	55	65
계속사업이익	82	71	103	142	168
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	71	103	142	168
지배주주	85	72	106	146	173
총포괄이익	111	92	124	142	168
매출총이익률	29.6	27.1	28.1	28.6	28.8
영업이익률	3.9	2.6	4.2	5.0	5.4
EBITDA 마진률	8.9	7.6	9.1	10.0	10.3
당기순이익률	2.0	1.7	2.3	3.1	3.5
ROA	2.0	1.6	2.3	3.0	3.5
ROE	4.0	3.3	4.7	6.2	6.9
ROIC	4.3	2.6	4.2	5.1	5.7

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	11.7	14.0	8.7	6.3	5.3
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.4	6.4	4.8	4.1	3.6
P/CF	2.6	2.9	2.1	1.9	1.7
배당수익률 (%)	3.0	2.9	3.4	3.6	3.8
성장성 (%)					
매출액	-0.5	4.2	4.3	4.3	3.9
영업이익	-11.2	-30.3	67.2	25.1	12.1
세전이익	-1.8	-7.2	43.3	37.2	18.7
당기순이익	21.0	-12.9	43.8	38.0	18.7
EPS	19.9	-14.6	46.6	38.0	18.7
안정성 (%)					
부채비율	95.0	100.0	95.8	92.3	88.1
유동비율	135.3	156.9	156.2	161.1	171.6
순차입금/자기자본(x)	40.2	44.0	41.4	36.9	30.5
영업이익/금융비용(x)	1.5	1.7	2.3	3.2	4.1
총차입금 (십억원)	1,385	1,532	1,540	1,544	1,537
순차입금 (십억원)	895	1,006	997	937	815
주당지표 (원)					
EPS	9,570	8,176	11,986	16,536	19,621
BPS	226,268	235,468	248,029	261,561	276,116
CFPS	42,806	39,812	48,906	55,531	59,849
DPS	3,300	3,300	3,500	3,800	4,000

농심 (004370)

낮은 관심이 오히려 기회

2026. 6. 10

음식료

Analyst 박성호
shpark@ls-sec.co.kr

신제품 중심의 판매량 개선

농심 역시 올해 두 자릿수 이익 개선이 예상된다. 단순히 비용 절감 효과가 아닌 판매량 개선을 동반했다는 점에서 긍정적이다. 그러나 성장성이 높거나 더욱 가파른 증익이 예상되는 앞선 기업들에 비해 상대적으로 투자 심리는 약하다. 그럼에도 해외 시장에서의 Q 성장과 구조적인 이익 개선의 측면에서 동사 역시 저평가 구간이라고 판단된다.

올해 중국, 일본, 유럽 등 다양한 지역에서 고른 Q 성장이 기대된다. 지난해 출시되었던 신제품 신라면 톰바의 아시아 및 유럽 수요가 증가에 기인한다. 또한 신라면 브랜드의 적극적인 마케팅 효과로 상승한 인지도가 판매량 확대에 이어지고 있는 국면이다.

미국 시장은 저성장 국면이 이어지고 있지만 점진적인 회복 추세라고 판단된다. 신라면 브랜드의 마케팅 효과로 판매량은 개선되고 있으나 유통 채널 판촉 활동의 증가로 순매출 성장세는 다소 저조하다. 그러나 대규모 판촉 활동은 향후 메인스트림의 메인 매대 확보를 위한 선제적 투자 비용에 가깝기 때문에 현재 미국 법인의 저성장에 대해 부정적인 시선으로 볼 필요는 없다는 판단이다. 오히려 현지 판매량은 증가하고 있기 때문에 고정비 부담 감소 효과로 이익률은 개선될 전망이다.

낮은 관심이 오히려 기회

농심의 2026년 연결 매출액은 3조 7,241억원(+6.0% YoY), 영업이익 2,205억원(+19.9% YoY, OPM 5.9%)을 전망한다. 국내와 해외 법인 모두 두 자릿수 이익 개선이 가능하다고 판단되며 해외 법인의 경우 판매량 증가가 동반된 이익 개선이라는 점에서 긍정적이다.

2분기부터 포장재 및 원재료 가격 상승분이 점진적으로 반영되면서 이익 불확실성은 다소 확대될 것으로 보인다. 다만, 포장재의 경우 연간 계약을 통해 부담을 최소화할 계획이며 운임비 및 원재료 가격 부담은 판매량 개선과 광고비 절감, 그리고 전년도 낮은 기저로 상쇄가 가능하다.

현재 주가는 12MF P/E 11배, P/B 0.7배 수준에서 거래되고 있다. 동사의 펀더멘탈 대비 다소 소외된 구간으로 판단된다. 미국에서의 판매량 개선이 유의미한 매출 성장으로 이어진다면 본격적인 리레이팅도 기대해볼 수 있다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	530,000 원
현재주가	375,000 원
상승여력	41.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/9)	8,096.93pt
시가총액	22,810억원
발행주식수	6,083 천주
52주 최고가/최저가	522,000 / 361,500 원
90일 일평균거래대금	94.53 억원
외국인 지분율	22.3%
배당수익률(26.12E)	1.3%
BPS(26.12E)	503,940 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -8.7%
	6개월 -109.3%
	12개월 -190.0%
주주구성	농심홀딩스 외 6인 44.2%
	국민연금공단 외 1인 5.9%
	자사주 외 1인 4.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	3,439	163	218	157	27,204	-8.5	286	13.7	5.6	0.9	6.2
2025	3,514	184	218	170	29,423	8.2	311	14.7	5.4	0.9	6.2
2026E	3,724	220	256	192	33,162	12.7	353	11.3	3.4	0.7	6.5
2027E	3,908	243	266	197	34,053	2.7	397	11.0	2.6	0.7	6.2
2028E	4,090	271	302	223	38,579	13.3	416	9.7	2.0	0.6	6.6

자료: 농심, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

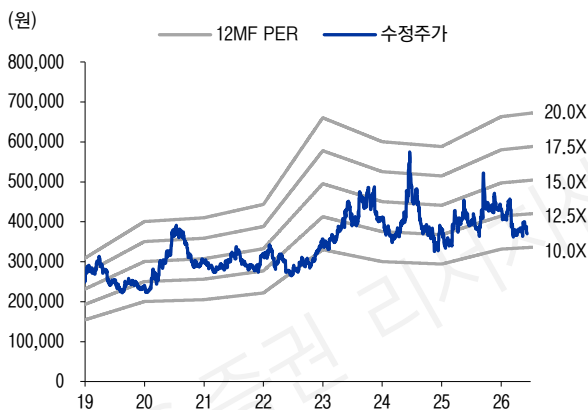
투자의견 Buy, 목표주가 53만원 유지

농심에 대해 매수 의견과 목표주가 53만원을 유지한다. 현재 주가는 과거 밴드 차트 하단에 근접한 수준이다. 최근 음식료 업종의 시장 소외와 더불어 동사의 주가는 1분기 실적 서프라이즈 이후에도 의미 있는 반등을 보이지 못했다. 그러나 펀더멘털을 고려했을 때 오히려 주가의 상승 여력이 확대되고 있는 구간이라고 판단한다.

농심에 대해 12MF EPS에 목표 P/E 배수 16배를 부여했다. 코로나19 이후로 동사의 주가는 대부분 10~15배 구간에서 거래되어 왔다. 최근 삼양식품의 급성장 이후에도 주가가 변동성을 반복한 이유는 1) 주요 매출처인 미국 시장 둔화 및 경쟁 심화, 2) 신제품 성과 부진, 3) 이에 따른 수익성 저하 우려에 기인한다. 반면 12MF P/E 16배 이상 부여 받았던 시기를 살펴보면, 2024년에는 미국 시장 성장에 대한 기대감이, 2025년에는 신라면 톱바의 흥행 가능성이 리레이팅을 이끌었다. 올해 역시 투자 포인트는 신제품 중심의 Q 성장과 수익성 개선에 있다는 점에서 과거 수준의 리레이팅은 충분히 가능하다고 판단한다.

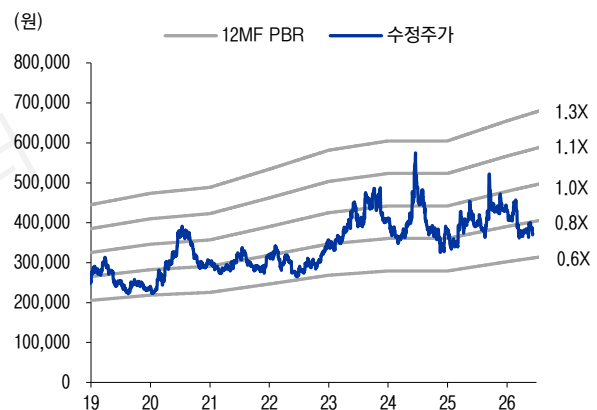
다만, 과거 수준을 크게 상회하는 프리미엄을 부여하기에는 다소 제한적인 상황이다. 해외 사업이 성숙기에 진입한 만큼 시장 성장률과 경쟁 환경의 영향을 과거 대비 크게 받을 수밖에 없기 때문이다. 실제로 지난해 신제품 신라면 톱바는 유럽과 아시아 시장에서 가파른 성과를 보이고 있으나, 미국 시장 내 침투 속도는 상대적으로 더딘 상황이다. 향후 미국 시장에서의 신제품 성과는 추가 리레이팅 여부를 결정하는 핵심 지표가 될 전망이다. 그럼에도 최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담이 상당 부분 완화된 만큼, 현 시점은 매수 기회로 접근할 필요가 있다고 판단한다.

그림74 농심 12MF PER Band



자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림75 농심 12MF PBR Band



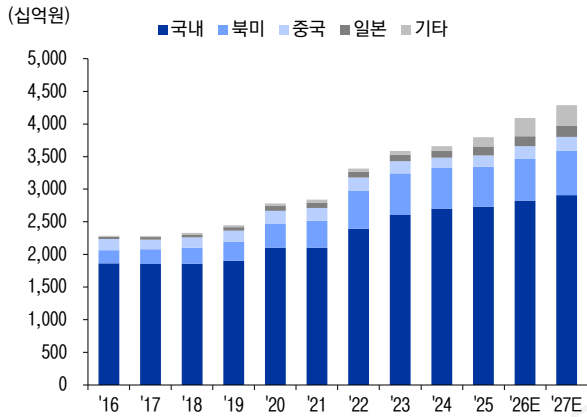
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

표11 농심 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	893.0	867.7	871.2	882.4	934.0	927.1	923.0	940.0	3,514.3	3,724.1	3,908.2
국내	693.4	693.7	675.2	672.4	715.0	707.3	701.7	700.4	2,734.7	2,824.4	2,909.5
라면	516.4	514.6	501.5	517.9	534.3	534.3	527.8	538.5	2,050.4	2,134.8	2,216.3
내수	410.3	403.8	405.8	418.0	408.1	408.1	411.1	417.0	1,637.8	1,644.4	1,675.7
수출	106.1	110.8	95.7	100.0	126.1	126.2	116.7	121.4	412.6	490.5	540.6
스낵	108.6	122.3	120.1	104.7	109.9	115.3	119.4	111.7	455.6	456.3	457.9
해외	254.1	251.7	266.1	288.2	312.8	311.7	312.6	330.6	1,060.1	1,267.7	1,377.8
북미	162.5	143.3	142.6	163.5	166.1	153.3	154.0	165.1	611.9	638.6	683.3
중국	45.4	42.1	44.0	41.2	52.7	48.4	47.5	47.4	172.7	196.0	209.7
일본	28.2	41.6	32.9	32.3	33.9	43.3	38.8	38.8	135.0	154.7	164.7
Sales Growth (%)	2.3	0.8	2.4	3.2	4.6	6.8	6.0	6.5	2.2	6.0	4.9
국내	1.4	0.9	1.2	1.4	3.1	2.0	3.9	4.2	1.2	3.3	3.0
라면	5.2	1.6	1.8	3.1	3.5	3.8	5.2	4.0	2.9	4.1	3.8
내수	5.3	3.0	5.1	4.0	-1.1	2.1	2.6	-0.4	3.8	0.4	1.9
수출	5.0	-3.4	-10.2	8.1	18.8	13.9	22.0	21.5	-0.5	18.9	10.2
스낵	-10.9	6.3	7.8	-1.8	1.2	-5.7	-0.6	6.7	0.2	0.1	0.4
해외	2.9	6.6	14.4	18.3	23.1	23.8	17.5	14.7	10.5	19.6	8.7
북미	0.8	-4.5	-6.7	2.8	2.2	7.0	8.0	1.0	-1.8	4.4	7.0
중국	-4.6	2.7	31.7	7.0	16.1	15.0	8.0	15.0	7.6	13.5	7.0
일본	21.0	54.1	25.6	8.0	20.2	4.0	18.0	20.0	26.9	14.6	6.4
영업이익	56.1	40.2	54.4	33.4	67.4	49.9	61.7	41.5	184.0	220.5	243.1
국내	38.0	30.8	41.9	23.1	47.3	35.4	46.3	27.3	133.8	156.3	162.9
북미	7.6	6.7	4.8	6.8	13.3	9.2	6.9	8.3	25.9	37.7	41.0
중국	6.0	2.0	3.6	0.4	7.2	4.4	4.8	2.4	12.0	18.7	19.7
%YoY	-8.7	-8.1	44.6	63.4	20.3	24.2	13.4	24.4	12.8	19.9	10.3
국내	-0.6	77.3	146.5	107.5	24.4	14.8	10.5	18.1	59.8	16.8	4.3
북미	-51.9	-60.6	-59.3	19.3	75.0	37.3	44.4	21.4	-48.5	45.5	8.8
중국	22.4	-70.6	28.6	-33.3	20.0	117.9	32.0	492.3	-20.5	55.7	5.6
영업이익률 (%)	6.3	4.6	6.2	3.8	7.2	5.4	6.7	4.4	5.2	5.9	6.2
국내	5.5	4.4	6.2	3.4	6.6	5.0	6.6	3.9	4.9	5.5	5.6
북미	4.7	4.7	3.4	4.2	8.0	6.0	4.5	5.0	4.2	5.9	6.0
중국	13.2	4.8	8.2	1.0	13.7	9.0	10.0	5.0	6.9	9.5	9.4
순이익	52.2	36.5	50.7	30.9	60.6	43.4	51.5	36.3	170.1	191.8	196.9
순이익률 (%)	5.8	4.2	5.8	3.5	6.5	4.7	5.6	3.9	4.8	5.1	5.0

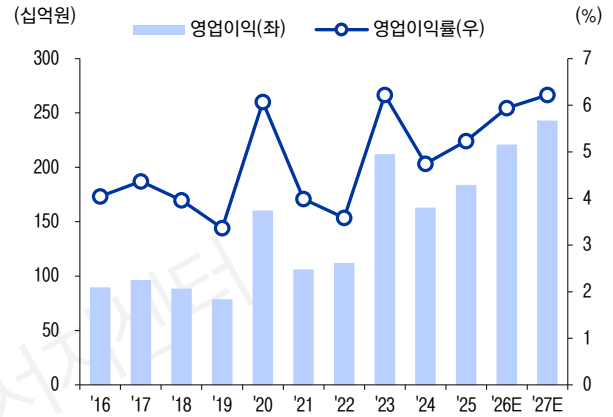
자료: LS증권 리서치센터

그림76 농심 연간 매출액 추이



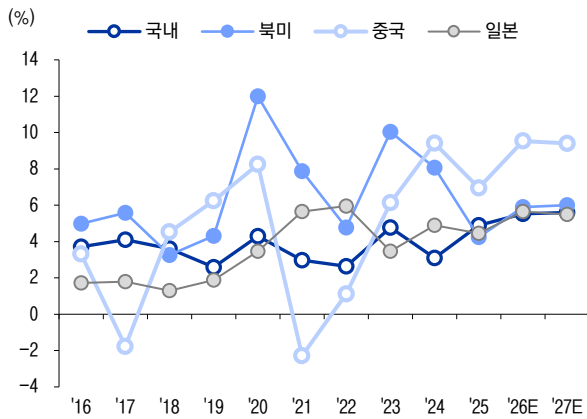
자료: 농심, LS증권 리서치센터
주: 기타 조정 제외

그림77 농심 연간 영업이익 추이



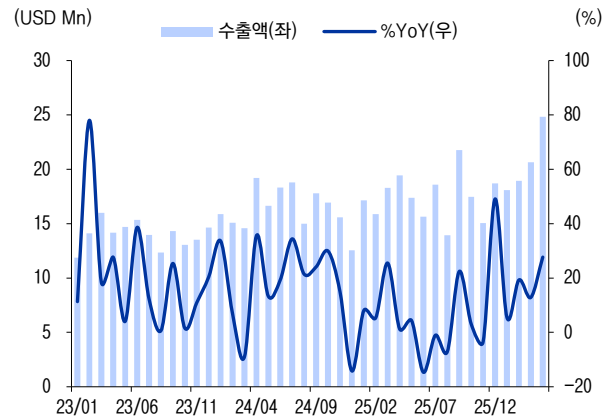
자료: 농심, LS증권 리서치센터

그림78 주요 법인별 영업이익률



자료: 농심, LS증권 리서치센터

그림79 농심 라면 수출 추정(부산 지역)



자료: Trass, LS증권 리서치센터

그림80 팜유 원가 상승 주의



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림81 신라면 캐나다 마케팅 활동



자료: 농심, LS증권 리서치센터

농심 (004370)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,744	1,960	2,063	2,278	2,508
현금 및 현금성자산	141	254	473	631	798
매출채권 및 기타채권	328	340	339	344	360
재고자산	323	353	344	357	373
기타유동자산	952	1,013	907	946	977
비유동자산	1,854	1,862	1,973	2,002	2,042
관계기업투자등	200	211	217	228	234
유형자산	1,580	1,586	1,678	1,693	1,723
무형자산	74	65	77	80	84
자산총계	3,597	3,822	4,036	4,279	4,550
유동부채	678	833	815	834	860
매입채무 및 기타채무	568	622	614	637	667
단기금융부채	40	37	33	32	30
기타유동부채	71	173	168	164	164
비유동부채	247	158	150	158	161
장기금융부채	164	28	31	35	33
기타비유동부채	83	130	119	123	128
부채총계	925	991	964	992	1,021
지배주주지분	2,672	2,831	3,065	3,281	3,522
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	130	137	137	137	137
이익잉여금	2,437	2,578	2,747	2,962	3,204
비지배주주지분(연결)	1	1	6	7	7
자본총계	2,673	2,831	3,072	3,287	3,529

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	273	269	381	409	426
당기순이익(손실)	158	170	192	197	223
비현금수익비용가감	206	210	212	243	245
유형자산감가상각비	118	122	127	149	139
무형자산상각비	5	5	6	6	6
기타현금수익비용	83	83	79	89	100
영업활동 자산부채변동	-52	-88	8	-5	-15
매출채권 감소(증가)	1	-16	2	-6	-16
재고자산 감소(증가)	4	-34	9	-13	-16
매입채무 증가(감소)	-23	7	-8	23	30
기타자산, 부채변동	-34	-44	5	-10	-13
투자활동 현금	-382	-117	-86	-154	-153
유형자산처분(취득)	-116	-67	-177	-122	-127
무형자산 감소(증가)	-1	4	-12	-3	-4
투자자산 감소(증가)	-212	8	106	-25	-19
기타투자활동	-53	-61	-3	-4	-3
재무활동 현금	95	-41	-80	-95	-104
차입금의 증가(감소)	148	-2	-1	4	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-29	-29	-29	-29	-29
기타재무활동	-24	-10	-50	-70	-70
현금의 증가	-2	113	219	158	167
기초현금	143	141	254	473	631
기말현금	141	254	473	631	798

자료: 농심, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,439	3,514	3,724	3,908	4,090
매출원가	2,473	2,495	2,612	2,739	2,859
매출총이익	966	1,019	1,112	1,169	1,231
판매비 및 관리비	802	835	892	926	960
영업이익	163	184	220	243	271
(EBITDA)	286	311	353	397	416
금융손익	28	26	28	15	16
이자비용	6	8	7	7	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	27	8	8	8	15
세전계속사업이익	218	218	256	266	302
계속사업법인세비용	60	48	64	69	78
계속사업이익	158	170	192	197	223
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	158	170	192	197	223
지배주주	157	170	192	197	223
총포괄이익	264	167	258	197	223
매출총이익률	28.1	29.0	29.9	29.9	30.1
영업이익률	4.7	5.2	5.9	6.2	6.6
EBITDA 마진률	8.3	8.9	9.5	10.2	10.2
당기순이익률	4.6	4.8	5.2	5.0	5.5
ROA	4.6	4.6	4.9	4.7	5.1
ROE	6.2	6.2	6.5	6.2	6.6
ROIC	6.7	7.8	8.8	9.3	10.1

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	13.7	14.7	11.3	11.0	9.7
P/B	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.6	5.4	3.4	2.6	2.0
P/CF	6.3	6.9	5.6	5.2	4.9
배당수익률 (%)	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	0.8	2.2	6.0	4.9	4.6
영업이익	-23.1	12.8	19.9	10.3	11.4
세전이익	-5.7	0.1	17.3	4.1	13.3
당기순이익	-8.1	7.9	12.8	2.7	13.3
EPS	-8.5	8.2	12.7	2.7	13.3
안정성 (%)					
부채비율	34.6	35.0	31.4	30.2	28.9
유동비율	257.1	235.3	253.2	273.2	291.6
순차입금/자기자본(x)	-25.8	-33.0	-34.1	-37.3	-40.2
영업이익/금융비용(x)	26.8	22.1	29.8	35.9	43.3
총차입금 (십억원)	203	65	64	68	63
순차입금 (십억원)	-689	-934	-1,048	-1,227	-1,418
주당지표 (원)					
EPS	27,204	29,423	33,162	34,053	38,579
BPS	439,286	465,373	503,940	539,385	579,072
CFPS	59,709	62,529	66,377	72,425	76,969
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

CJ 제일제당 (097950)

2026. 6. 10

음식료

하반기는 바이오 사업이 견인

Analyst 박성호

shpark@ls-sec.co.kr

하반기는 바이오 사업이 견인

CJ제일제당의 올해 하반기 실적은 바이오 사업이 견인할 전망이다. 중동 사태에 따른 식품 사업의 이익 변동성은 존재하나 바이오 사업의 수익성 개선이 상당 부분 상쇄하는 흐름이 이어질 것으로 보인다.

바이오 사업은 1분기를 저점으로 점진적인 상황 회복이 예상된다. 핵심은 대형 아미노산의 업황 개선이다. 치킨게임을 지속해온 중국 업체들의 수익성이 크게 악화되며 공급 경쟁이 완화 국면에 진입할 것으로 기대된다. 옥수수 가격의 안정세가 이어지고 있기 때문에 대두박-옥수수 스프레드 개선에 따른 아미노산 수요 확대도 기대해볼 수 있다. 미국 라이신 시장 역시 하반기 반등 가능성이 높다. 미국의 중국산 라이신에 대한 반덤핑 확정 관세가 하반기 최종 확정될 경우 현지 라이신 가격 상승과 함께 동사의 수혜가 전망된다. 전반적인 바이오 사업 환경은 우호적으로 변화하고 있으나 본격적인 수요 회복이 확인되지 않고 있다는 점은 아쉽다. 반면 식품 사업은 하반기에도 저성장 기조가 이어질 전망이다. 미국은 GDP의 성장에도 불구하고 주력 카테고리인 냉동 피자의 경쟁 심화가 이어지고 있다. 일본, 유럽, 호주 등 기타 지역에서 메인스트림 입점에 따른 가파른 판매량 성장이 이루어지고 있으나 전체 실적에 미치는 영향은 아직 작은 수준이다. 포장재와 밀가루 원재료 가격 상승, 고환율 등 비용 부담 요인도 상존하고 있어 수익성 측면의 불확실성은 당분간 이어질 것으로 판단한다.

투자의견 Buy, 목표주가 27만원 유지

CJ제일제당에 대한 매수 의견과 목표주가 27만원을 유지한다. 현재 주가는 12MF P/E 7배, 12MF P/B 0.4배 수준으로, 업종 내에서 가장 낮은 밸류에이션 구간에서 거래되고 있다. 최근 시장 변동성에 따라 주가가 크게 조정된 만큼 밸류에이션 매력은 높아진 상황이다. 상반기 바닥을 다진 후 하반기 이익 개선이 예상됨에 따라 주가 반등도 기대해볼 수 있는 구간이다. 그러나 본업인 식품 사업의 성장 둔화가 지속되고 있으며, 원가 부담 확대에 따른 수익성 리스크 또한 여전히 존재한다. 여기에 바이오 사업의 높은 실적 변동성까지 감안한다면 업종 내 디스카운트가 단기간에 해소되기는 쉽지 않을 것으로 판단한다.

Buy (유지)목표주가 (유지) **270,000 원**현재주가 **195,400 원**상승여력 **38.2 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/9)	8,096.93pt
시가총액	29,416 억원
발행주식수	15,054 천주
52주 최고가/최저가	269,500 / 190,000 원
90일 일평균거래대금	163.45 억원
외국인 지분율	16.6%
배당수익률(26.12E)	3.3%
BPS(26.12E)	476,025 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -22.7%
	6개월 -102.1%
	12개월 -203.9%
주주구성	CJ 외 5인 45.5%
	국민연금공단 외 1인 7.8%
	자사주 외 1인 2.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	29,359	1,537	594	132	8,454	-67.2	3,095	30.2	4.7	0.5	1.8
2025	28,891	1,325	109	-571	-39,429	적전	2,957	-5.3	4.7	0.5	-7.7
2026E	28,419	1,273	683	428	28,507	흑전	2,905	6.9	4.7	0.4	5.8
2027E	29,588	1,465	749	388	25,826	-9.4	2,964	7.6	4.4	0.4	4.9
2028E	30,660	1,625	912	456	30,403	17.7	3,158	6.4	4.1	0.4	5.6

자료: CJ제일제당, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

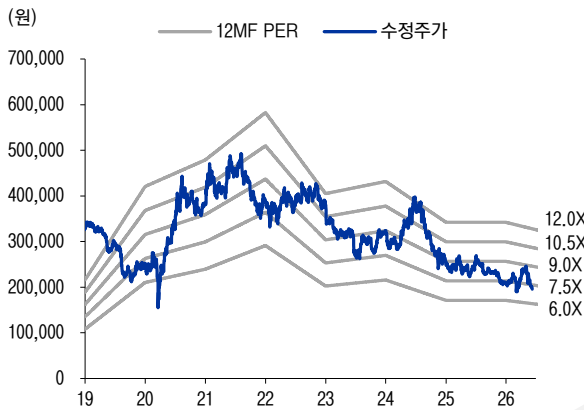
표12 CJ제일제당 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	6,706	7,740	7,440	7,006	7,111	6,851	7,224	7,232	28,891	28,419	29,588
대통제외	4,363	4,322	4,533	3,976	4,027	3,855	4,185	4,102	17,194	16,170	16,910
식품사업부문	2,925	2,687	2,984	2,926	3,038	2,786	3,098	3,023	11,522	11,945	12,466
국내	1,437	1,319	1,529	1,314	1,483	1,338	1,548	1,336	5,597	5,705	5,841
해외	1,488	1,369	1,455	1,612	1,556	1,448	1,550	1,687	5,925	6,241	6,625
미국	1,247	1,112	1,209	1,346	1,290	1,168	1,269	1,400	4,914	5,127	5,409
기타	241	257	247	266	265	281	281	287	1,011	1,114	1,217
BIO 사업부문	895	1,080	979	1,050	989	1,069	1,087	1,079	4,005	4,224	4,444
F&C 사업부문	543	555	569						1,667		
CJ대한통운	2,344	3,417	2,907	3,030	3,084	2,996	3,039	3,130	11,697	12,250	12,679
Sales Growth (%)	-7.1	6.9	0.3	-6.5	6.0	-11.5	-2.9	3.2	-1.6	-1.6	4.1
대통제외	-1.8	-0.2	-1.9	-11.2	-7.7	-10.8	-7.7	3.2	-3.8	-6.0	4.6
식품사업부문	3.3	-0.7	0.4	2.9	3.9	3.7	3.8	3.3	1.5	3.7	4.4
국내	-1.4	-4.5	-2.6	-3.8	3.2	1.5	1.3	1.7	-3.0	1.9	2.4
해외	8.2	3.4	3.7	9.0	4.5	5.8	6.5	4.6	6.1	5.3	6.2
미국	6.1	-0.3	2.9	7.7	3.5	5.0	5.0	4.0	4.2	4.3	5.5
기타	20.5	22.6	7.9	16.1	10.0	9.3	13.8	7.8	16.5	10.2	9.2
BIO 사업부문	-12.4	2.2	-8.4	-1.1	10.4	-1.0	11.0	2.8	-4.9	5.5	5.2
F&C 사업부문	-8.2	-2.6	-1.7						-27.8		
CJ대한통운	-15.5	17.5	4.0	0.5	31.6	-12.3	4.6	3.3	1.8	4.7	3.5
영업이익	288	395	347	296	238	280	387	368	1,325	1,273	1,465
대통제외	242	235	203	139	149	156	239	208	818	751	901
식품사업부문	129	90	169	138	143	100	173	151	526	568	661
BIO 사업부문	79	102	22	0	6	56	65	57	203	184	240
F&C 사업부문	35	43	12						90		
영업이익률 (%)	4.3	5.1	4.7	4.2	3.3	4.1	5.4	5.1	4.6	4.5	4.9
대통제외	5.6	5.4	4.5	3.5	3.7	4.0	5.7	5.1	4.8	4.6	5.3
식품사업부문	4.4	3.4	5.6	4.7	4.7	3.6	5.6	5.0	4.6	4.8	5.3
BIO 사업부문	8.8	9.5	2.2	0.0	0.6	5.2	6.0	5.3	5.1	4.3	5.4
F&C 사업부문	6.5	7.7	2.1						5.4		
순이익	14	163	73	-821	82	107	152	86	-571	428	388
순이익률 (%)	0.2	2.1	1.0	-11.7	1.2	1.6	2.1	1.2	-2.0	1.5	1.3

자료: LS증권 리서치센터

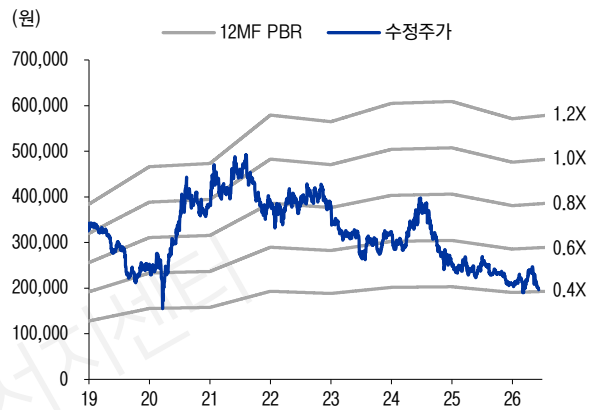


그림82 CJ제일제당 12MF PER Band



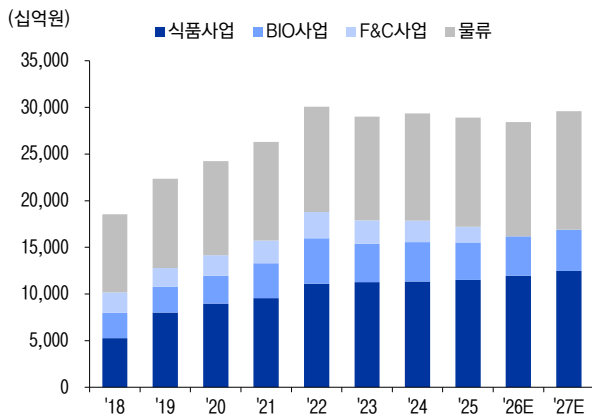
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림83 CJ제일제당 12MF PBR Band



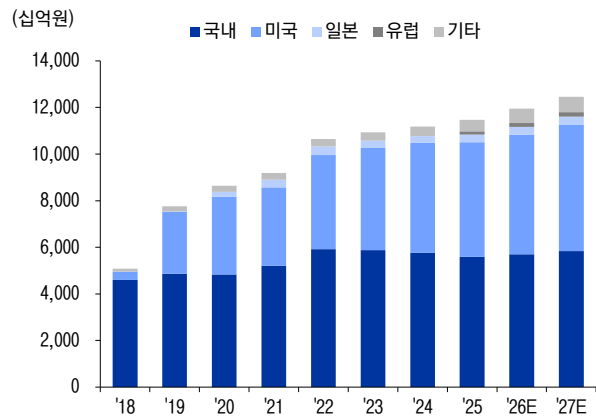
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림84 CJ제일제당 연간 매출액 추이



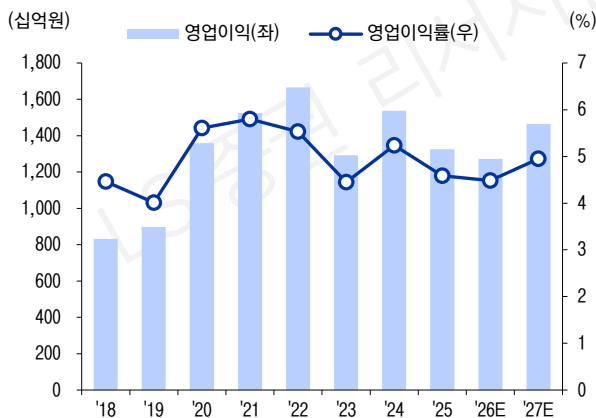
자료: CJ제일제당, LS증권 리서치센터

그림85 식품사업 해외 법인별 매출액 추이



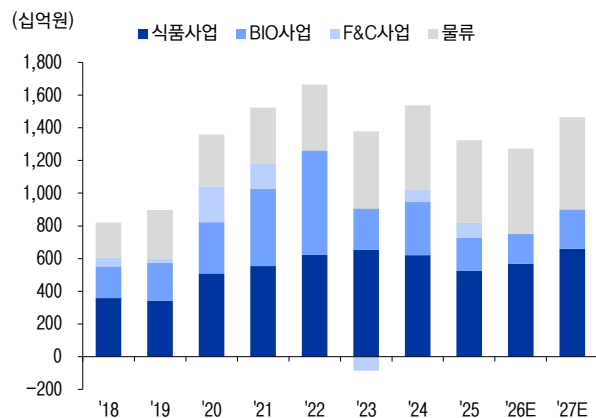
자료: CJ제일제당, LS증권 리서치센터

그림86 CJ제일제당 연간 영업이익 추이



자료: CJ제일제당, LS증권 리서치센터

그림87 사업부별 영업이익 추이



자료: CJ제일제당, LS증권 리서치센터

그림88 대두박 선물 가격 추이



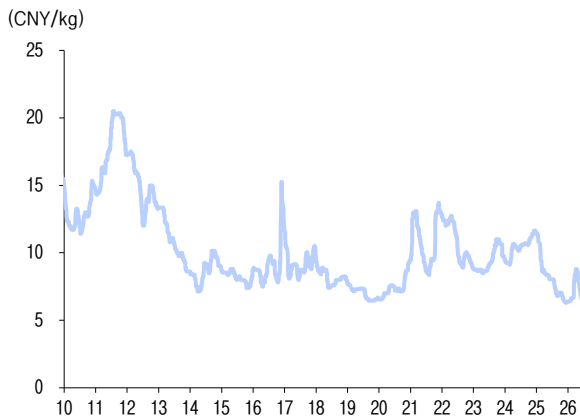
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림89 옥수수 선물 가격 추이



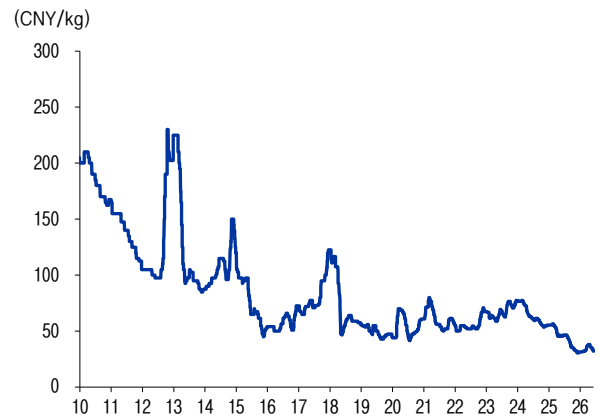
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림90 라이신 가격 (중국)



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림91 트립토판 가격 (중국)



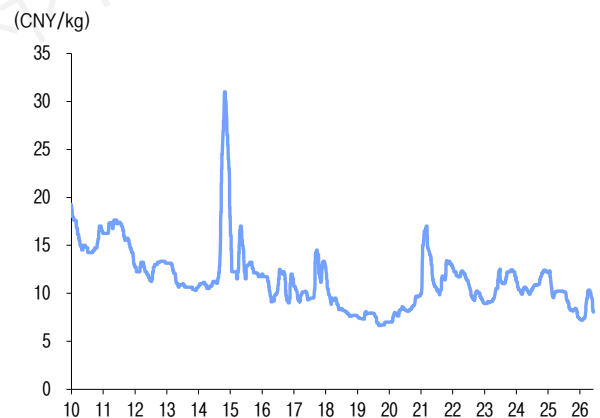
자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림92 메치오닌 가격 (중국)



자료: Wind, LS증권 리서치센터

그림93 쓰레오닌 가격 (중국)



자료: Wind, LS증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	9,000	8,869	9,792	10,204	10,347
현금 및 현금성자산	1,302	1,039	1,548	2,097	2,074
매출채권 및 기타채권	3,481	3,128	3,098	3,225	3,311
재고자산	2,521	2,182	2,131	2,190	2,269
기타유동자산	1,697	2,521	3,015	2,692	2,692
비유동자산	21,134	20,876	21,904	21,547	21,739
관계기업투자등	3,911	3,980	4,472	3,956	3,956
유형자산	12,376	12,349	12,729	12,868	13,040
무형자산	4,846	4,547	4,703	4,723	4,743
자산총계	30,134	29,745	31,696	31,751	32,086
유동부채	10,312	10,433	10,375	10,402	10,384
매입채무 및 기타채무	3,142	2,841	2,700	2,752	2,759
단기금융부채	6,403	5,649	5,828	5,803	5,778
기타유동부채	767	1,944	1,847	1,847	1,847
비유동부채	7,595	7,760	8,941	8,693	8,527
장기금융부채	5,932	6,291	7,472	7,224	7,057
기타비유동부채	1,663	1,469	1,469	1,469	1,469
부채총계	17,907	18,194	19,315	19,095	18,911
지배주주지분	7,848	7,059	7,798	7,982	8,407
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,304	1,296	1,296	1,296	1,296
이익잉여금	5,731	5,026	5,362	5,546	5,971
비지배주주지분(연결)	4,379	4,493	4,582	4,674	4,768
자본총계	12,227	11,551	12,381	12,656	13,175

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	2,255	2,482	2,561	2,348	2,465
당기순이익(손실)	346	-417	479	547	666
비현금수익비용가감	2,783	3,216	2,264	2,157	2,228
유형자산감가상각비	1,397	1,470	1,462	1,329	1,363
무형자산상각비	161	162	170	170	171
기타현금수익비용	1,224	1,584	632	658	695
영업활동 자산부채변동	-676	-43	42	-134	-158
매출채권 감소(증가)	-259	67	30	-127	-86
재고자산 감소(증가)	429	190	50	-58	-79
매입채무 증가(감소)	-566	-33	-141	52	8
기타자산, 부채변동	-280	-267	103	0	0
투자활동 현금	-1,104	-1,527	-2,698	-723	-1,544
유형자산처분(취득)	-908	-1,527	-1,363	-1,468	-1,534
무형자산 감소(증가)	93	104	18	100	60
투자자산 감소(증가)	-201	59	-1,179	849	10
기타투자활동	-88	-163	-174	-204	-80
재무활동 현금	-1,863	-1,102	645	-1,075	-943
차입금의 증가(감소)	-594	-401	1,360	-272	-192
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-543	-549	-611	-598	-589
기타재무활동	-726	-152	-104	-204	-162
현금의 증가	-586	-263	509	549	-23
기초현금	1,888	1,302	1,039	1,548	2,097
기말현금	1,302	1,039	1,548	2,097	2,074

자료: CJ제일제당, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	29,359	28,891	28,419	29,588	30,660
매출원가	22,879	22,725	22,316	23,108	23,854
매출총이익	6,480	6,166	6,103	6,480	6,807
판매비 및 관리비	4,943	4,841	4,830	5,015	5,182
영업이익	1,537	1,325	1,273	1,465	1,625
(EBITDA)	3,095	2,957	2,905	2,964	3,158
금융손익	-528	-380	-333	-380	-377
이자비용	503	490	545	534	526
관계기업등 투자손익	26	28	14	14	14
기타영업외손익	-440	-864	-272	-350	-350
세전계속사업이익	594	109	683	749	912
계속사업법인세비용	248	237	203	202	246
계속사업이익	346	-129	479	547	666
중단사업이익	0	-11	-11	100	95
당기순이익	346	-140	713	647	760
지배주주	132	-571	428	388	456
총포괄이익	1,059	-252	1,116	647	760
매출총이익률	22.1	21.3	21.5	21.9	22.2
영업이익률	5.2	4.6	4.5	4.9	5.3
EBITDA 마진률	10.5	10.2	10.2	10.0	10.3
당기순이익률	1.2	-0.4	1.7	1.8	2.2
ROA	0.4	-1.9	1.4	1.2	1.4
ROE	1.8	-7.7	5.8	4.9	5.6
ROIC	4.5	-7.9	4.5	5.3	5.8

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	30.2	-5.3	6.9	7.6	6.4
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.7	4.7	4.7	4.4	4.1
P/CF	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	2.3	2.9	3.3	3.3	3.6
성장성 (%)					
매출액	1.2	-1.6	-1.6	4.1	3.6
영업이익	19.0	-13.8	-3.9	15.0	10.9
세전이익	-18.8	-81.7	528.3	9.7	21.7
당기순이익	-38.2	적전	흑전	14.1	21.7
EPS	-67.2	적전	흑전	-9.4	17.7
안정성 (%)					
부채비율	146.5	157.5	156.0	150.9	143.5
유동비율	87.3	85.0	94.4	98.1	99.6
순차입금/자기자본(x)	85.0	91.1	86.3	80.4	76.0
영업이익/금융비용(x)	3.1	2.7	2.3	2.7	3.1
총차입금 (십억원)	12,335	11,940	13,300	13,027	12,835
순차입금 (십억원)	10,398	10,523	10,679	10,180	10,011
주당지표 (원)					
EPS	8,454	-39,429	28,507	25,826	30,403
BPS	479,046	430,885	476,025	487,259	513,206
CFPS	190,977	170,872	167,434	165,053	176,640
DPS	6,000	6,000	6,500	6,500	7,000

롯데칠성 (005300)

2026. 6. 10

음식료

포장재와 고환율 부담 우려

Analyst 박성호

shpark@ls-sec.co.kr

원가 부담 상쇄가 관건

롯데칠성의 2026년 연간 매출액은 4조 956억원(+3.1% YoY), 영업이익은 2,034억원(+21.7% YoY, OPM 5.0%)을 전망한다. 비용 효율화 효과를 바탕으로 연간 이익 개선은 가능할 것으로 판단하나, 고유가와 고환율 영향으로 2분기부터 이익 변동성은 확대될 전망이다.

동사의 포장재 원가에서 높은 비중을 차지하는 알루미늄 캔 가격은 역사적 고점 수준까지 상승했다. 2분기 기준 알루미늄 선물 평균 가격은 전년동기대비 +48% YoY 상승하여 부담이 확대된 상황이다. 대체 원자재 도입과 구매 효율화 등을 통해 비용 부담을 최소화하고 있으나 원가 상승 영향의 일부 반영은 불가피할 것으로 판단한다. 여기에 환율 역시 높은 수준이 지속되고 있어 수익성 측면의 부담 요인으로 작용하고 있다.

매출 측면에서는 저성장 기조가 이어지고 있다. 제로 탄산과 에너지 드링크 등 주요 성장 카테고리에는 견조한 판매 흐름을 유지하고 있으나, 기타 카테고리의 회복 속도는 아직 더딘 상황이다. 주류 사업 역시 새로 소주를 중심으로 성장이 이어지고 있으나 일부 제품군의 수요 회복은 제한적인 것으로 파악된다.

반면 해외 사업의 비중은 크지 않지만 성장세는 확대되고 있다. 고정비 절감 프로젝트가 마무리된 상황에서 판매량 증가는 수익성 개선으로 연결될 전망이다. 향후 펌프 보틀링 확대, 수출 지역 다변화 등 추가적인 성장 모멘텀도 기대해볼 수 있다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 15만원으로 하향 조정

롯데칠성에 대해 매수 의견을 유지하나 목표주가는 15만원으로 -6% 하향 조정했다. 목표주가는 12MF EPS에 목표 P/E 12배, 12MF BPS에 목표 P/B 0.8배를 적용하여 산출했다. 현재 주가는 밴드 차트 최하단 수준에서 거래되고 있으나, 최근 악화된 영업 환경과 투자심리를 반영해 목표 멀티플을 소폭 조정했다.

그럼에도 중장기적 관점에서 동사의 펀더멘털은 개선 방향성은 유효하다고 판단한다. 주요 원재료 가격 안정화와 고정비 효율화 효과는 이미 1분기 실적을 통해 확인했다. 올해 실적 변동의 주요 원인인 유가와 환율 등 대외 변수의 영향이 와노하될 경우 수익성 개선 폭은 더욱 확대될 수 있으며, 이에 따른 밸류에이션 정상화 가능성도 충분하다고 판단한다.

Buy (유지)

목표주가 (하향)	150,000 원
현재주가	105,000 원
상승여력	42.9%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/9)	8,096.93 pt
시가총액	9,743 억원
발행주식수	9,279 천주
52주 최고가/최저가	148,200 / 104,700 원
90일 일평균거래대금	26.82 억원
외국인 지분율	15.5%
배당수익률(26.12E)	3.2%
BPS(26.12E)	168,192 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -20.0%
	6개월 -114.1%
	12개월 -195.3%
주주구성	롯데지주 외 17인 59.7%
	국민연금공단 외 1인 7.7%
	브이아이피자산운용 외 1인 6.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2024	4,025	185	96	59	6,076	-65.5	426	18.4	6.4	0.8	4.0
2025	3,971	167	84	47	4,804	-20.9	412	29.0	6.1	0.9	3.1
2026E	4,096	203	152	106	11,151	132.1	447	9.4	5.4	0.6	6.6
2027E	4,267	229	184	131	13,786	23.6	481	7.6	4.3	0.6	7.5
2028E	4,487	259	210	149	15,782	14.5	514	6.7	3.7	0.5	8.0

자료: 롯데칠성, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표13 롯데칠성 목표주가 변동

	2025	2026E	2027E	2028E
지배순이익 (십억원)	47.2	106.3	130.7	149.2
EPS (원)	4,804	11,151	13,786	15,782
12MF EPS (원)	12,277			
Target P/E (X)	12.0 Global Peers 평균 30% 할인			
목표주가 (원)	150,000			
현재주가 (원)	105,000			
상승여력 (%)	42.9			
기존 목표주가 (원)	160,000			
목표주가 변동률 (%)	-6.3			

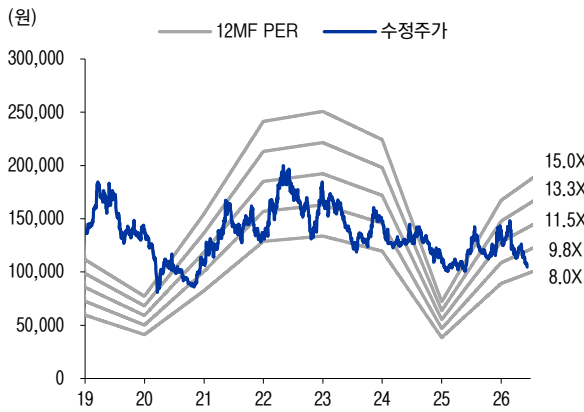
자료: LS증권 리서치센터

표14 롯데칠성 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	910.3	1,087.3	1,079.2	894.3	952.5	1,106.6	1,104.1	932.3	3,971.1	4,095.6	4,266.9
별도기준	601.1	681.0	731.8	553.0	608.4	691.9	741.2	565.5	2,567.0	2,606.8	2,680.3
음료부문	408.2	491.9	538.4	375.7	414.2	503.1	547.4	385.2	1,814.3	1,849.8	1,907.1
주류부문	192.9	189.1	193.3	177.3	194.2	188.8	193.8	180.3	752.7	757.1	773.2
해외자회사	340.5	443.4	384.2	366.3	378.3	456.1	405.9	395.1	1,534.4	1,635.5	1,754.5
PCPPI	254.2	303.4	247.8	271.1	258.9	311.9	258.5	284.7	1,076.5	1,113.9	1,180.7
Sales Growth (%)	-2.8	-1.1	1.3	-3.1	4.6	1.8	2.3	4.2	-1.3	3.1	4.2
별도기준	-7.0	-8.0	-1.5	-6.8	1.2	1.6	1.3	2.2	-5.7	1.6	2.8
음료부문	-5.4	-8.5	-0.1	-6.4	1.5	2.3	1.7	2.5	-5.0	2.0	3.1
주류부문	-10.2	-6.5	-5.3	-7.7	0.7	-0.1	0.2	1.7	-7.5	0.6	2.1
해외자회사	9.4	15.2	9.5	3.5	11.1	2.9	5.7	7.9	9.5	6.6	7.3
PCPPI	5.4	6.1	2.3	4.3	1.8	2.8	4.3	5.0	4.6	3.5	6.0
영업이익	25.0	62.4	91.8	-12.0	47.8	59.8	90.0	5.9	167.2	203.4	229.4
별도기준	27.2	26.6	69.0	-20.7	36.7	31.3	71.3	-3.2	102.1	136.1	142.1
음료부문	13.0	23.7	55.1	-17.9	21.1	25.7	56.4	-7.7	73.9	95.4	101.1
주류부문	14.2	2.9	13.9	-2.8	15.6	5.7	14.9	4.5	28.2	40.7	41.0
해외자회사	0.6	35.8	20.7	10.2	14.3	28.6	21.1	11.8	67.3	75.8	89.2
PCPPI	-3.3	8.8	4.6	7.8	5.4	8.7	4.7	6.5	17.9	25.3	35.4
%YoY	-31.9	3.5	16.6	적전	90.9	-4.1	-2.0	흑전	-9.6	21.7	12.7
별도기준	-25.6	-31.1	10.3	적전	34.7	17.9	3.3	적지	-26.4	33.3	4.4
음료부문	-45.6	-33.1	4.4	적지	62.3	8.3	2.3	적지	-29.0	29.1	5.9
주류부문	11.8	-9.4	43.3	적전	9.9	95.3	7.3	흑전	-18.7	44.3	0.7
해외자회사	-76.0	69.7	44.8	7.4	2,283.3	-20.2	1.8	15.8	42.0	12.6	17.8
PCPPI	적지	31.3	흑전	151.6	흑전	-0.8	1.1	-16.1	141.9	41.5	39.8
영업이익률 (%)	2.7	5.7	8.5	-1.3	5.0	5.4	8.1	0.6	4.2	5.0	5.4
별도기준	4.5	3.9	9.4	-3.7	6.0	4.5	9.6	-0.6	4.0	5.2	5.3
음료부문	3.2	4.8	10.2	-4.8	5.1	5.1	10.3	-2.0	4.1	5.2	5.3
(주류부문)	7.4	1.5	7.2	-1.6	8.0	3.0	7.7	2.5	3.7	5.4	5.3
해외자회사	0.2	8.1	5.4	2.8	3.8	6.3	5.2	3.0	4.4	4.6	5.1
PCPPI	-1.3	2.9	1.9	2.9	2.1	2.8	1.8	2.3	1.7	2.3	3.0
순이익	7.0	24.8	59.4	-44.0	24.4	29.9	56.2	-4.2	47.2	106.3	130.7
순이익률 (%)	0.8	2.3	5.5	-4.9	2.6	2.7	5.1	-0.5	1.2	2.6	3.1

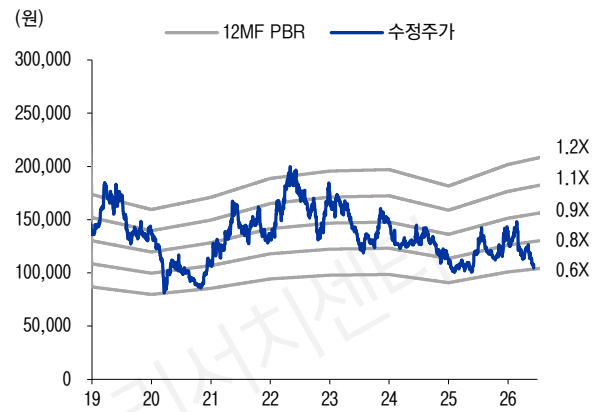
자료: LS증권 리서치센터

그림94 롯데칠성 12MF PER Band



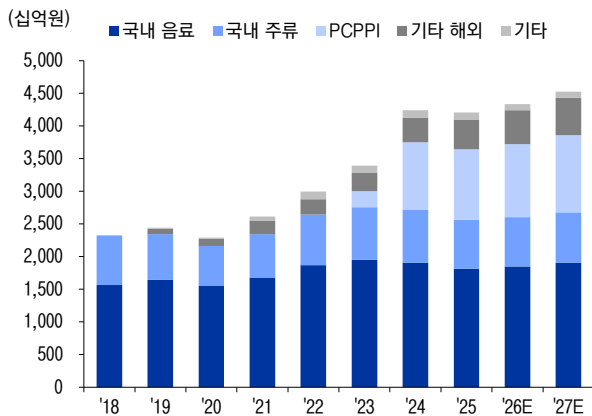
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림95 롯데칠성 12MF PBR Band



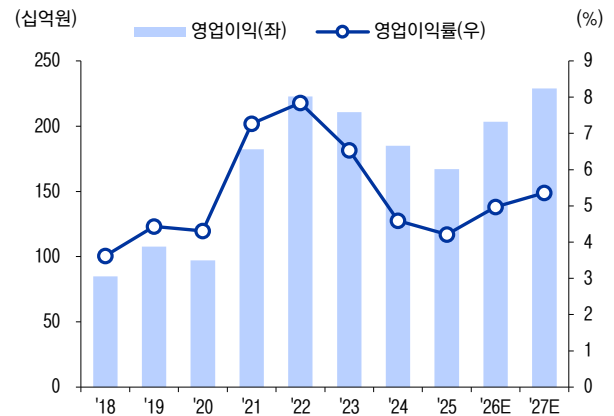
자료: 에프앤가이드 DataGuide, LS증권 리서치센터

그림96 롯데칠성 연간 매출액 추이



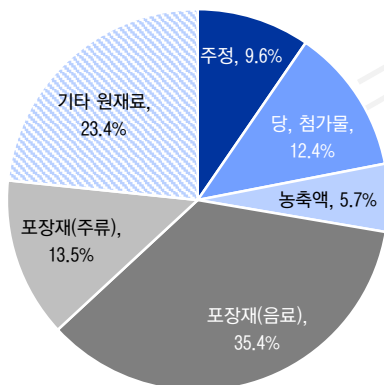
자료: 롯데칠성, LS증권 리서치센터

그림97 롯데칠성 연간 영업이익 추이



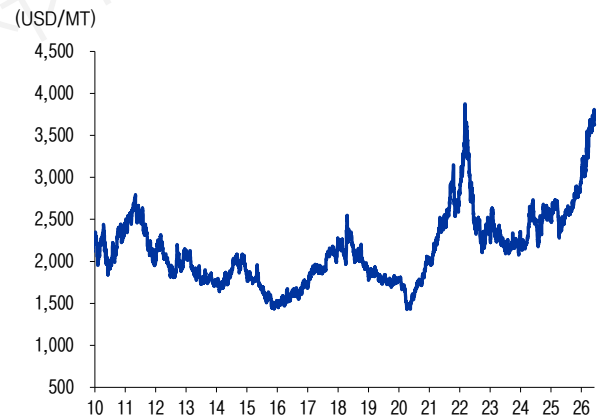
자료: 롯데칠성, LS증권 리서치센터

그림98 롯데칠성 원부자재 매입 비중 추정



자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림99 알루미늄 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

롯데칠성 (005300)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,125	1,046	1,122	1,435	1,652
현금 및 현금성자산	178	213	243	541	729
매출채권 및 기타채권	306	260	282	288	299
재고자산	535	468	495	504	518
기타유동자산	106	105	102	102	106
비유동자산	3,247	3,239	3,273	3,055	2,960
관계기업투자등	546	578	616	619	628
유형자산	2,603	2,557	2,563	2,342	2,234
무형자산	98	104	94	94	99
자산총계	4,373	4,285	4,395	4,490	4,613
유동부채	1,466	1,344	1,325	1,297	1,288
매입채무 및 기타채무	742	673	692	704	718
단기금융부채	681	636	592	550	529
기타유동부채	44	36	41	43	40
비유동부채	1,328	1,340	1,298	1,318	1,319
장기금융부채	1,153	1,152	1,114	1,131	1,131
기타비유동부채	175	188	184	188	188
부채총계	2,794	2,684	2,624	2,616	2,607
지배주주지분	1,499	1,522	1,691	1,794	1,923
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	2,205	2,220	2,370	2,473	2,602
비지배주주지분(연결)	79	78	80	81	83
자본총계	1,578	1,600	1,771	1,875	2,006

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	325	354	369	434	456
당기순이익(손실)	60	51	113	136	155
비현금수익비용가감	397	401	388	400	408
유형자산감가상각비	224	230	223	230	233
무형자산상각비	16	16	20	21	22
기타현금수익비용	156	156	145	149	152
영업활동 자산부채변동	-28	-4	-35	-6	-10
매출채권 감소(증가)	34	44	-22	-6	-11
재고자산 감소(증가)	-34	63	-27	-9	-14
매입채무 증가(감소)	30	-58	20	12	14
기타자산, 부채변동	-58	-53	-6	-3	1
투자활동 현금	-307	-213	-169	42	-106
유형자산처분(취득)	-271	-196	-161	67	-79
무형자산 감소(증가)	-20	-26	10	0	-5
장단기금융자산 감소(증가)	-14	3	3	-3	0
기타투자활동	-2	6	-20	-21	-22
재무활동 현금	-92	-105	-170	-179	-161
차입금의 증가(감소)	-14	-25	-82	-25	-21
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-36	-37	-34	-34	-34
기타재무활동	-42	-43	-54	-119	-106
현금의 증가	-70	36	30	298	188
기초현금	248	178	213	243	541
기말현금	178	213	243	541	729

자료: 롯데칠성, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,025	3,971	4,096	4,267	4,487
매출원가	2,640	2,645	2,722	2,821	2,954
매출총이익	1,384	1,327	1,374	1,445	1,533
판매비 및 관리비	1,199	1,159	1,171	1,216	1,274
영업이익	185	167	203	229	259
(EBITDA)	426	412	447	481	514
금융손익	-70	-76	-54	-50	-49
이자비용	82	84	64	61	60
관계기업등 투자손익	14	13	16	17	13
기타영업외손익	-32	-20	-14	-13	-13
세전계속사업이익	96	84	152	184	210
계속사업법인세비용	36	33	39	48	55
계속사업이익	60	51	113	136	155
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	60	51	113	136	155
지배주주	59	47	106	131	149
총포괄이익	80	59	132	136	155
매출총이익률	34.4	33.4	33.6	33.9	34.2
영업이익률	4.6	4.2	5.0	5.4	5.8
EBITDA 마진률	10.6	10.4	10.9	11.3	11.5
당기순이익률	1.5	1.3	2.8	3.2	3.5
ROA	1.4	1.1	2.4	2.9	3.3
ROE	4.0	3.1	6.6	7.5	8.0
ROIC	4.2	3.6	5.5	6.4	7.6

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	18.4	29.0	9.4	7.6	6.7
P/B	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.4	6.1	5.4	4.3	3.7
P/CF	2.5	3.1	2.1	2.0	1.9
배당수익률 (%)	3.0	2.4	3.2	3.2	3.2
성장성 (%)					
매출액	24.8	-1.3	3.1	4.2	5.2
영업이익	-12.2	-9.6	21.7	12.7	12.7
세전이익	-53.5	-13.0	81.2	20.9	14.2
당기순이익	-64.0	-14.6	121.1	20.2	14.2
EPS	-65.5	-20.9	132.1	23.6	14.5
안정성 (%)					
부채비율	177.0	167.7	148.1	139.5	129.9
유동비율	76.7	77.8	84.7	110.6	128.3
순차입금/자기자본(x)	103.2	96.8	81.4	59.5	45.2
영업이익/금융비용(x)	2.3	2.0	3.2	3.8	4.3
총차입금 (십억원)	1,834	1,788	1,706	1,681	1,660
순차입금 (십억원)	1,628	1,550	1,441	1,115	906
주당지표 (원)					
EPS	6,076	4,804	11,151	13,786	15,782
BPS	149,082	151,360	168,192	178,422	191,263
CFPS	45,441	45,017	49,866	53,369	56,057
DPS	3,400	3,400	3,400	3,400	3,400

KT&G 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
		투자 이견	목표 가격	과리율(%)			투자 이견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 이견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 이견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2025.07.24	신규	박성호									
2025.07.24	Buy	175,000	-15.9	-22.3							
2025.09.24	Buy	185,000	-12.5	-23.3							
2026.02.06	Buy	210,000	-14.4	-21.5							
2026.05.08	Buy	230,000									

삼양식품 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
		투자 이견	목표 가격	과리율(%)			투자 이견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 이견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 이견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2024.07.26	Buy	800,000	-20.3	-33.1							
2024.10.04	신규	박성호									
2025.02.24	Buy	1,100,000	-9.2	-17.7							
2025.05.16	Buy	1,250,000	19.8	1.7							
2025.07.21	Buy	1,750,000	-6.9	-25.0							
2026.05.14	Buy	1,800,000									

오리온 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
		투자 이견	목표 가격	과리율(%)			투자 이견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 이견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 이견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2025.05.21	신규	박성호									
2025.05.21	Buy	160,000	-24.0	-30.6							
2025.09.17	Buy	150,000	-13.3	-28.7							
2026.02.12	Buy	160,000	-11.9	-17.2							
2026.04.22	Buy	170,000									

롯데웰푸드 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
		투자 이견	목표 가격	과리율(%)			투자 이견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비			최고 대비	최저 대비	평균 대비
일시	투자 이견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 이견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
2025.04.08	신규	박성호									
2025.04.08	Buy	156,000	-18.8	-24.0							
2025.08.06	Buy	145,000	-6.5	-19.6							
2025.04.27	Buy	155,000	-17.7	-21.5							
2025.05.11	Buy	160,000									

농심 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2024.10.04		커버리지 제외									
2025.02.24	신규	박성호									
2025.02.24	Buy	470,000	-17.1		-24.9						
2025.03.07	Buy	500,000	-9.2		-19.6						
2025.08.18	Buy	450,000	16.0		-3.8						
2025.11.17	Buy	510,000	-7.5		-14.6						
2026.01.14	Buy	530,000									

CJ 제일제당 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2024.10.04		커버리지 제외									
2025.02.24	신규	박성호									
2025.02.24	Buy	370,000	-27.2		-33.5						
2025.08.13	Buy	325,000	-25.5		-28.5						
2025.11.12	Buy	290,000	-19.8		-26.5						
2026.02.11	Buy	270,000									

롯데칠성 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2024.10.04	Buy	200,000									
2024.10.04		커버리지 제외									
2025.02.24	신규	박성호									
2025.02.24	Buy	140,000	-5.1		-20.9						
2025.07.11	Buy	160,000	-7.4		-22.6						
2026.06.10	Buy	150,000									

LS 증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박성호).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.3% 10.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2025. 4. 1 ~ 2026. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)