

21 Jan. 2026

같은 얼굴, 새로운 맛

CONTENTS

03 I. Summary & Focus Charts

08 II. 솟아날 구멍은 새로운 맛과 채널

08 II-0. 대형 식품 제조 기업들이 당면한 현실

10 II-1. 이에 대한 대응 첫 번째, Flavor 다변화

12 II-2. 이에 대한 대응 두 번째, 채널 전용 제품 출시로 협상력 강화

15 II-3. 이에 대한 대응 세 번째, 저수익 SKU 및 자산 효율화

17 III. 같은 매크로 환경, 원가 부담은 천차만별

17 II-0. 들어가며: 주요 원재료 가격 점검

20 III-1. 비우호적 환경에서 증명한 기업들

22 III-2. 인플레이션이 수혜인 경우도 있다

25 IV. 결국엔 브랜드력

25 IV-1. PepsiCo의 사례로 보는 브랜드력의 중요성

27 IV-2. 해외 시장 내 브랜드력을 보유한 기업에 주목

31 V. 투자전략

38 VI. 종목별 투자의견

39 KT&G(033780)_Top Picks

44 삼양식품(003230) _Top Picks

49 오리온(271560)

55 CJ제일제당(097950)

59 농심(004370)

64 롯데웰푸드(280360)

69 롯데칠성(005300)

I. Summary & Focus Charts

비우호적 매크로 환경을
1) 채널 전용 제품 확대,
2) 트렌드 기반 Flavor
Extension,
3) 자산 효율화로 돌파 중

음식료 업종에 대해 Overweight 의견을 유지한다. 국내 음식료 업종 업황이 우호적이지만은 않으나, 각 기업들은 채널 전용 제품 확대, 핵심 브랜드 위주 Flavor 다변화로 돌파구를 마련하고 있다. 채널 전용 제품은 제조사 입장에서 유통사 대상 협상력을 강화하는 무기인 동시에, 유통사에게는 가격 방어와 채널 차별화를 동시에 가능케 하는 제품으로, 향후 제조사의 지속 가능한 성장 기반으로 작용할 전망이다. 더불어 기존 브랜드 자산과 생산 역량을 기반으로 하는 Flavor Extension도 점점 더 활발해지는 추이다. ‘두쫘쿠’, ‘황치즈’ 등 소비 트렌드에 부합하는 SKU(Stock Keeping Unit) 확대는 주요 촉진뿐만 아니라 브랜드 수명 연장에도 기여하고 있다. 마지막으로 자산 및 생산시설 효율화가 병행되면서 고정비 부담도 함께 상쇄되고 있다. 이러한 세 가지 변화를 바탕으로 음식료 기업들의 이익 방어력은 점차 확대될 수 있다고 판단한다.

1) 높은 해외 비중 바탕
원화 약세 수혜 기업,

2) 차별적인 브랜드력,
제품·유통전략 바탕 해외
Q 성장을 지속하는 기업,

3) 지정학적 리스크에
따른 원가 부담에서
자유로운 기업 선호

중동 전쟁 후 원부재료비 상승, 환율 상승에 따른 원가 부담 정도는 기업별로 차별화되어 나타날 전망이다. 높은 해외 비중을 바탕으로 원화 약세 수혜를 누릴 수 있는 기업, 차별적인 브랜드력과 제품·유통 전략을 바탕으로 해외 판매량 성장을 지속하는 기업, 그 결과로 지정학적 리스크에 따른 원가 부담에서 자유로운 기업을 선호한다.

전사 매출의 80%가 해외에서 발생하는 삼양식품, 해외 껌 매출이 국내 껌 매출을 초과하는 KT&G는 달러 강세 수혜를, 중국이 전사 매출액의 40% 가량을 차지하는 오리온은 위안화 강세 수혜를 누릴 것이다. 삼양식품은 절대적인 원가 부담액 자체가 크지 않은 가운데, 생산시간 증가(20→24시간)에 따른 영업 레버리지 효과 및 해외법인 출고 확대 영향으로 2분기 영업이익은 전분기 대비 1.2%, 전년동기 대비 49.3% 증가한 1,793억원을 기록할 전망이다. KT&G 역시 해외 껌 신규 진출 지역 확대 및 기존 진출 지역 내 Mix 개선으로 QoQ 증익 기초를 이어갈 전망이며, 하반기 국내 NGP 신규 플랫폼 출시 및 순차적인 해외 출시, 이와 동반된 NGP 직접 판매 개시로 실적 모멘텀 역시 강화될 수 있다. 이를 종합해 KT&G(TP 22만원), 삼양식품(TP 190만원)을 업종 Top Picks로 제시한다.

Focus Charts 1 F&B 산업 내 경쟁 우위 변화



Source: 다올투자증권

Focus Charts 2 트렌드 기반 Flavor 다변화 사례



Source: 오리온, 다올투자증권

Focus Charts 3 트렌드 기반 Flavor 다변화 사례



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Focus Charts 4 핵심 브랜드 중심 제품 다변화 사례



Source: 오리온, 다올투자증권

Focus Charts 5 핵심 브랜드 중심 제품 다변화 사례



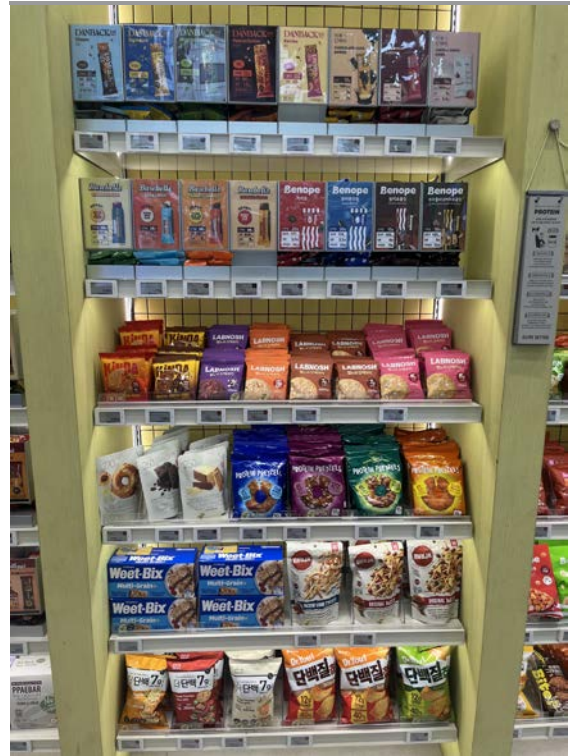
Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Focus Charts 6 김포공항 관광상권 전용 패키징 제품



Source: 다올투자증권

Focus Charts 7 Olive Better 채널 맞춤형 제품



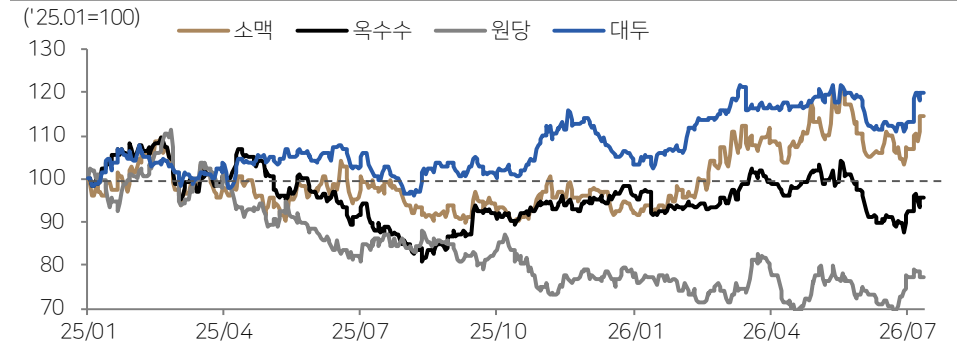
Source: 다올투자증권

Focus Charts 8 2025년 중국 매출액 기준 Top 100 체인점 순위 ⇒ 중국에서도 온라인·간식매장·창고형매장 약진

'23년 순위	'24년 순위	'25년 순위	변동 ('24-'25)	구분	기업명	주요 체인스토어 브랜드	25년 매출액 (억 위안)	25년 매장수 (개)	매출액 (YoY, %)	매장수 (YoY, %)
1	1	1	0	창고형매장	월마트(沃尔玛)	Walmart, Sam's Club	1,959	342	23.3%	2.4%
8	5	2	3	O2O	허마셴싱(盒马)	허마셴싱(盒马鲜生), 허마NB(盒马NB)	1,070	970	42.7%	86.5%
30	10	3	7	간식점	밍잉헨강(鸣鸣很忙)	링스헨강, 자오이밍링스 등	936	21,948	68.5%	52.5%
N/A	23	4	19	간식점	완친그룹(万辰集团)	하오상라이, 라이요푸친(来优品) 등	733	18,314	72.1%	29.0%
5	4	5	-1	할인점	캉청토우즈(中国)	RT-Mart(다롄바), RT-Super 등	674	502	-11.9%	-0.6%
3	3	6	-3	O2O	쑤닝이거우(苏宁易购)	쑤닝이거우(苏宁易购), 쑤닝이자(苏宁易家) 등	664	10,291	-17.8%	-8.0%
6	7	7	0	할인점	우메이(物美)	우메이, 메트로(METRO) 등	652	1,206	0.5%	-10.3%
10	9	8	1	편의점	메이이저(美宜佳)	메이이저 편의점(美宜佳便利店)	610	40,147	9.1%	5.8%
4	6	9	-3	할인점	용호위(永辉超市)	레드마크점(红标店), 그린마크점(绿标店) 등	580	403	-20.7%	-48.0%
25	14	10	4	전자제품 유통업체	징둥 우상가전(京东五星电器)	징둥MALL(京东MALL) 등	550	1,145	28.6%	-1.3%
9	8	11	-3	대형 백화점	왕푸징(王府井)	왕푸징백화점(王府井百货) 등	523	78	0.6%	4.0%
12	16	12	4	편의점	시노텍 이저에(中石化易捷)	이저에 편의점(易捷便利店) 등	467	28,689	2.0%	0.2%
11	11	13	-2	할인점	롄화(联华超市)	Century Mart(世纪联华), 화롄차오스 등	456	3,089	-6.3%	-2.0%
20	13	14	-1	대형 백화점	인타이상업(银泰商业)	인타이백화점(银泰百货), in77, inPARK 등	451	64	2.6%	0.0%
13	15	15	0	유통체인	창춘어우아(长春欧亚)	어우아상두(欧亚商超), 어우아마켓(欧亚卖场) 등	391	150	-1.3%	2.0%
15	17	16	1	유통체인	우상그룹(武商集团)	우상마트(武商超市), 우상MALL(武商MALL) 등	382	105	1.2%	-14.6%
14	18	17	1	중고급 슈퍼마켓	천홍(天虹)	sp@ce天虹超市	366	203	2.1%	-5.1%
16	19	18	1	유통체인	인뤄그룹(银座集团)	인뤄소방물(银座商城), 인뤄마트(银座超市) 등	348	182	0.3%	4.0%
19	22	19	3	할인점	자자위예(家家悦)	Hypermart, Fresh, SPAR 등	318	1,077	-1.7%	-2.4%
22	24	20	4	체인형 슈퍼마켓	이운(永旺(中国)投资)	이운(永旺)	309	98	1.9%	1.0%

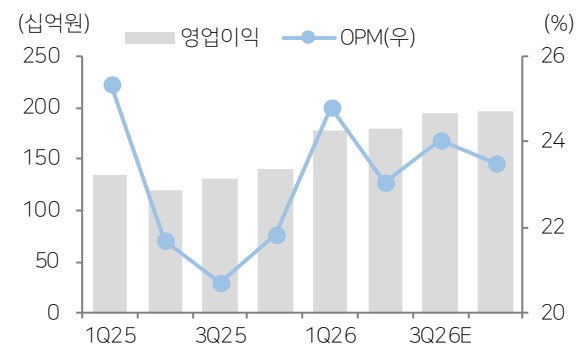
Source: CCFA(China Chain Store & Franchise Association), 다올투자증권

Focus Charts 9 주요 곡물가 추이



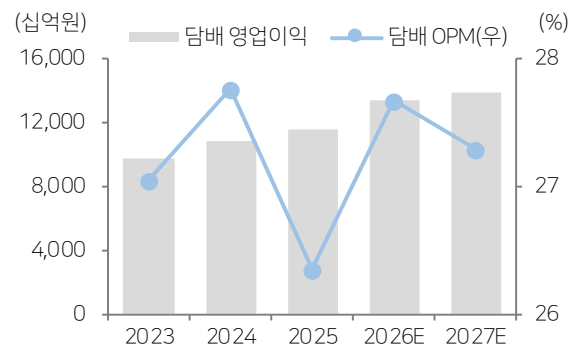
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Charts 10 삼양식품의 연결 영업이익 추이 및 전망



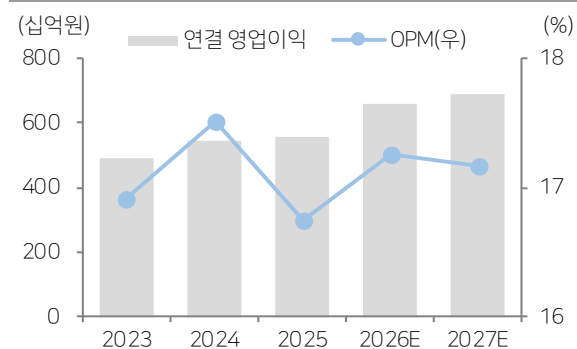
Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Focus Charts 11 KT&G의 담배 영업이익 추이 및 전망



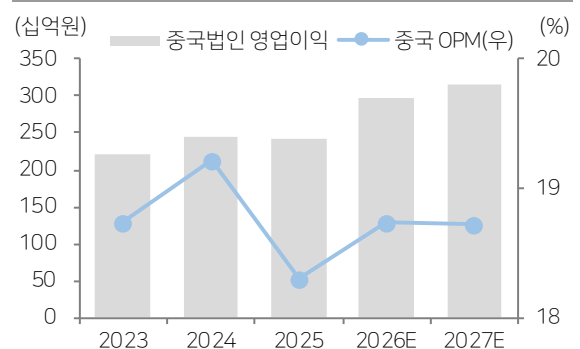
Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Focus Charts 12 오리온의 연결 영업이익 추이 및 전망



Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Focus Charts 13 오리온 중국 영업이익 추이 및 전망



Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Focus Charts 14

Maruchan의 'Fire Yakisoba Spicy Beef' 라면



Source: Walmart, 다올투자증권

Focus Charts 15

Baixiang의 'Classic Hot Chicken Flavor' 라면



Source: Walmart, 다올투자증권

Focus Charts 16

Calbee가 출시한 불닭맛 감자스낵



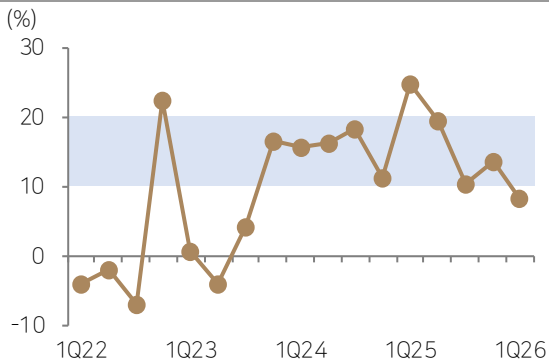
Source: Calbee, 다올투자증권

Focus Charts 17

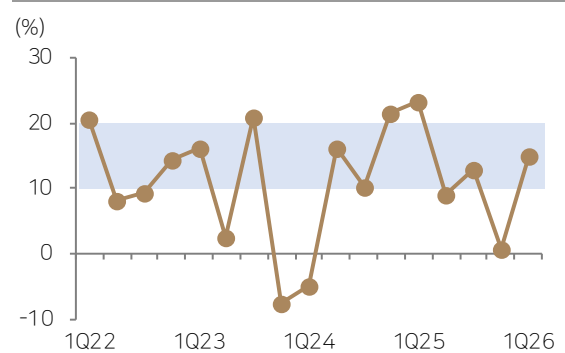
오리온이 중국 내 출시한 스윙칩 불닭면맛



Source: 오리온, 다올투자증권

Focus Charts 18 KT&G의 해외 껌련 ASP YoY 추이

Source: KT&G, 다올투자증권

Focus Charts 19 KT&G의 해외 껌련 판매량 YoY 추이

Source: KT&G, 다올투자증권

II. 솟아날 구멍은 새로운 맛과 채널

II-0. 대형 식품 제조 기업들이 당면한 현실

생활수준 향상, 취향의
세분화로 가공식품 수요
감소

생활수준 향상과 취향의 세분화로 가공식품에 대한 수요는 구조적으로 감소하는 추이다. 이와 함께 식품 회사의 경쟁 우위나 업종 경쟁 환경에도 여러가지 변화들이 나타나고 있다.

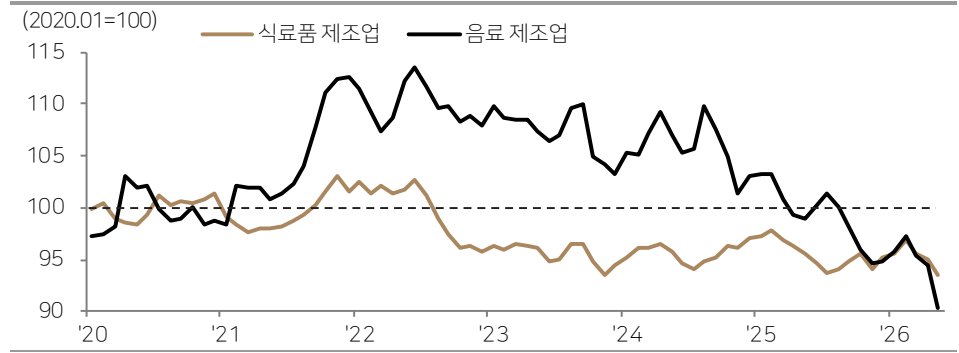
소비자 취향이 세분화되면서 과거 대형 제조기업의 강점이었던 대규모 생산시설과 규모의 경제 효과의 중요성이 상대적으로 낮아지고 있다. F&B 트렌드가 형성되는 방식도 달라졌다. 과거에는 기업이 신제품과 마케팅을 통해 트렌드를 제안하고 주도하는 경우가 많았다. 반면 최근 ‘두쫘꾸’, ‘버터떡’ 등 유행에서 알 수 있듯 작금의 소비자는 트렌드를 단순 선택·수용하는 것을 넘어 직접 유행을 만들고 확산시키는 주체가 됐다. 이러한 환경 속에서는 빠른 의사결정과 생산 유연성이 중요한 경쟁 우위가 된다.

대다수의 F&B 상장 기업들은 대규모 생산 설비와 자체 영업망, 브랜드를 보유한 대기업이다. 대형 조직 특성상 의사결정 프로세스가 느리고 생산 유연성이 낮아 시시각각 변화하는 트렌드에 즉각 대응하는 데 상대적으로 제약이 존재한다. 이러한 변화는 이들 기업이 지닌 생산시설의 의미도 바꾸고 있다. 수요가 안정적인 품목에서는 규모의 경제 우위가 여전히 작동하나, 수요가 감소하거나 수요 변화가 빠른 품목에서는 고정비 부담이 부각될 수 있다. 원재료 가격 하락으로 P-C Spread가 확대되는 국면에서 업종 주가가 과거만큼 탄력적으로 반응하지 않는 이유도 이와 일맥상통한다. 수요 둔화에 따른 가동률 하락으로 P-C Spread 확대가 수익성 개선으로 드러나는 효과가 과거 대비 제한되고 있기 때문이다.

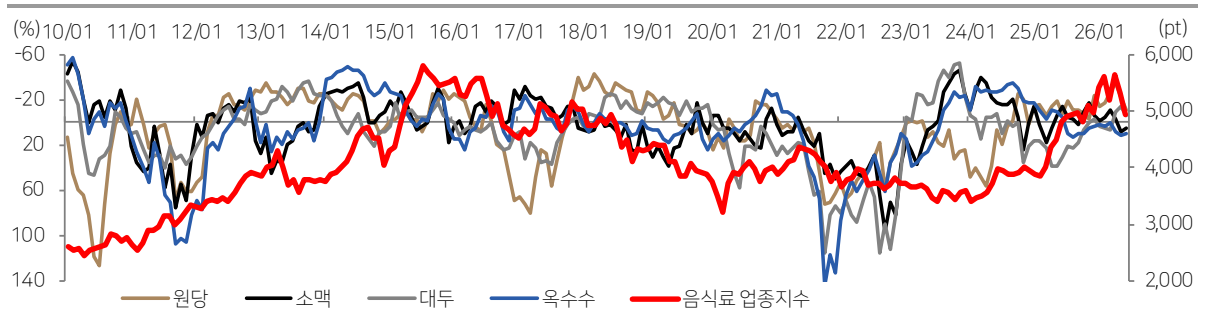
Fig. 1: F&B 산업 내 경쟁 우위 변화



Source: 다올투자증권

Fig. 2: 음식료품 내수출하지수는 하향 안정화 국면

Source: KOSIS, 다올투자증권 / Note: 계절조정 기준

Fig. 3: Q 하향 안정화의 결과: 과거 대비 곡물가와 업종 주가 간 연동성 약화

Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

II-1. 이에 대한 대응 첫 번째, Flavor 다변화

기존 브랜드에 Flavor
다변화로 트렌드 대응력
강화

이에 대한 대응으로 국내 식품 제조 기업들은 핵심 브랜드를 중심으로 하는 Flavor 다변화 전략을 펼치고 있다. 일례로 제과 카테고리에서는 ‘촉촉한초코칩 황치즈맛’(오리온), ‘후레쉬베리 핑리수맛’(오리온), ‘찰떡파이 두쫘쿠폰’(롯데웰푸드), ‘돼지바 모나카’(롯데웰푸드) 등 기존 제품에 여러 Flavor를 결합한 제품이 다수 출시되는 추세다.

앞서 대형 식품 제조 기업들의 무거운 의사결정 프로세스 및 자산 구조가 F&B 트렌드에 대한 대응을 약화시킨다고 언급한 바 있다. 그러나 최근 이들은 기존 인지도 높은 브랜드의 제품에 맛이나 제형을 변경하는 식으로 트렌드에 대응하고 있으며, 과거 대비 그 속도는 더 빨라졌다. 이러한 Flavor Extension 제품들은 수요 촉진 효과뿐만 아니라 브랜드 수명 연장 효과까지 가져올 수 있다는 점에서 긍정적이다.

Fig. 4: 핵심 브랜드 중심 Flavor Extension 사례



Source: 다올투자증권

Fig. 5: 핵심 브랜드 중심 Flavor Extension 사례



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 6: 트렌드 기반 Flavor 다변화 사례 (오리온)



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 7: 트렌드 기반 Flavor 다변화 사례 (롯데웰푸드)



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

Fig. 8: 핵심 브랜드 중심 제품 다변화 사례 (오리온)



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 9: 핵심 브랜드 중심 제품 다변화 사례 (롯데웰푸드)



Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

II-2. 이에 대한 대응 두 번째, 채널 전용 제품 출시로 협상력 강화

신유통 채널의 영향력 확대

국내외를 막론하고 전통적인 대형마트, 할인점 채널에 대한 소비자 선호도는 점차 낮아지는 추세다. 반면, 다이소, 올리브영, 창고형할인매장, 온라인 채널 등 신유통 채널의 영향력은 점차 확대되고 있다.

유통 환경 변화와 함께 제조사의 영업 방식도 변화

과거의 식품 업계의 영업 방식은 현재와는 상당한 차이가 있었다. 당시는 ‘Root Sales’라 불리는 방식이 일반적이었는데, 대리점 소속 영업사원이 탑차를 직접 운전해 배송까지 수행하는 형태였다. 대리점은 담당하는 점포를 밀착 관리하며 상품 공급·진열·판촉 등을 지원했고, 영업사원의 현장 영업 역량과 점포 관리 능력이 판매 성과를 좌우했다.

반면 현재는 유통채널이 온라인, 다이소, 올리브영, 온라인 등 신유통 채널로 분산되면서 영업의 중심축 역시 현장 영업에서 본부(MD·바이어) 협상 중심으로 이동했다. 이에 따라 영업 경쟁력은 영업사원의 개별 역량보다는 바이어와의 협상력, 채널 맞춤형 상품 기획 능력에 의해 좌우되는 구조로 변모 중이다.

신유통 환경에서 제조사의 최고의 무기: 채널 전용 제품

이러한 변화에 맞춰 국내 식품 제조회업들도 신규 판로 개척 및 채널 전용 제품 출시를 통해 새로운 성장 기회를 모색하고 있다. 대표적으로 다이소 전용 제품, 창고형 할인매장 전용 번들 제품, 관광 상권 매장 전용 패키징 등 각 개별 채널의 특성을 반영한 제품 출시가 확대되고 있다.

앞서 언급했듯 신유통 시대에는 개별 영업사원의 역할보다 본부(MD·바이어)와의 협상력이 영업 성과를 좌우한다. 채널 전용 제품은 이러한 협상 과정 속 제조사의 협상력을 높이는 핵심 도구로 활용된다. 채널 전용 제품에 대한 유통사의 선호도가 매우 높기 때문이다.

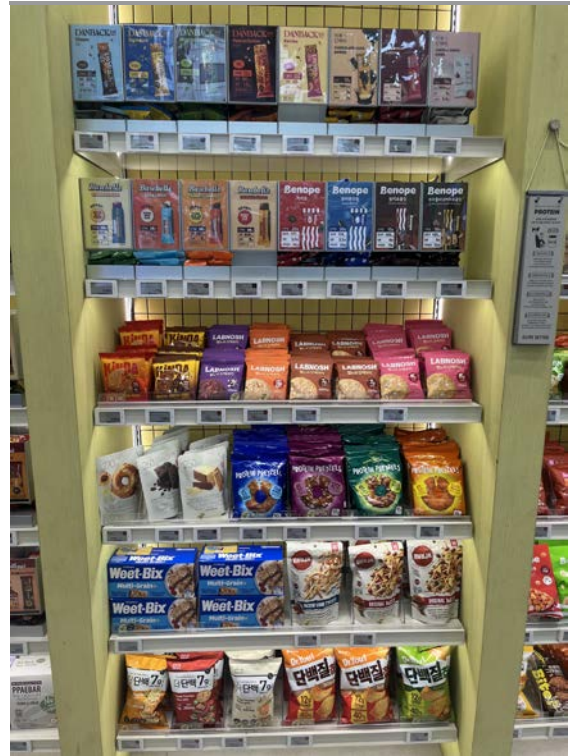
유통사가 채널 전용 제품을 선호하는 이유는 크게 두 가지다. 첫째, 동일 제품의 타 채널 간 가격 비교를 제한해 가격 경쟁력 방어가 가능하기 때문이다. 유통사가 가장 우려하는 상황은 자사 매장에 입점한 제품과 동일한 제품이 다른 채널에서 더 저렴하게 판매되는 것이다. 반면 자사 채널에서만 판매되는 전용 제품은 구성·패키징이 다르기 때문에 타 채널과의 직접 가격 비교가 어려워지고, 이에 따라 가격 방어가 용이해진다. 둘째, 채널 Identity 강화 효과가 있다. 다이소의 균일가 상품, 올리브영의 트렌드 맞춤 상품처럼 채널의 정체성에 부합하는 전용 SKU는 각 채널이 차별화된 이미지를 구축하는 데 기여한다. 이는 소비자에게 해당 채널에서만 경험할 수 있는 가치를 제공하며, 집객 효과와 재방문을 제고에도 긍정적으로 작용한다.

Fig. 10: 김포공항 관광상권 전용 패키징 ('빼빼로')



Source: 다올투자증권

Fig. 11: Olive Better 채널 맞춤형 단백질 과자 매대



Source: 다올투자증권

Fig. 12: 관광상권에서는 해외전용 멸균 바나나우유를 판매



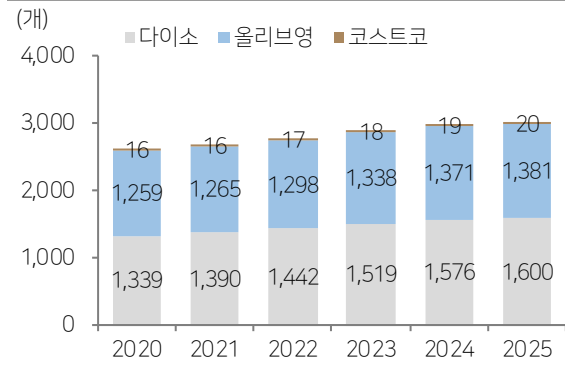
Source: 다올투자증권

Fig. 13: 오리온의 온라인 전용 소용량·가성비 SKU



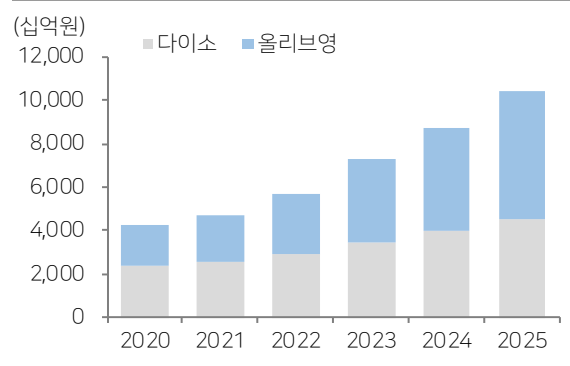
Source: 다올투자증권

Fig. 14: 다이소, 올리브영, 코스트코의 국내 점포수 추이



Source: 각 사, 언론 종합, 다올투자증권

Fig. 15: 다이소, 올리브영의 매출액 추이



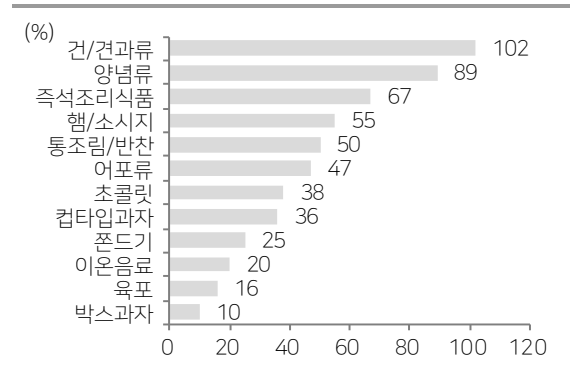
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 16: 신유통채널 주요 지표

채널	'25년 매출액 (십억원)	매출액 YoY (%)	점포수 (개)
다이소	4,536	14.3%	약 1,600 개
올리브영	5,833	21.8%	1,381 개
컬리	2,367	7.8%	-
쿠팡	45,456	18.7%	활성고객 2,460 만명
코스트코	386,527	12.9%	국내 점포 20 개, 유료회원제

Source: 각 사, 언론 종합, 다올투자증권

Fig. 17: 다이소 식품/음료 카테고리 구매추정액 증감율 ('24.04-'25.03월 대비 '25.04-'26.03월)



Source: 엠브레인 구매데이터, 다올투자증권

Note: 해당 조사기관 데이터 기준 다이소 식품/음료 제품 카테고리 내 구매추정액

Fig. 18: 2025년 중국 매출액 기준 Top 100 체인점 순위 ⇒ 중국에서도 온라인·간식매장·창고형매장의 약진이 두드러짐

'23년 순위	'24년 순위	'25년 순위	변동 (-'24-'25)	구분	기업명	주요 체인스토어 브랜드	25년 매출액 (억 위안)	25년 매장수 (개)	매출액 (YoY, %)	매장수 (YoY, %)
1	1	1	0	창고형매장	월마트(沃尔玛)	Walmart, Sam's Club	1,959	342	23.3%	2.4%
8	5	2	3	O2O	허마센싱(盒马鲜生)	허마NB(盒马NB)	1,070	970	42.7%	86.5%
30	10	3	7	간식점	밍밍한링(鸣鸣很忙)	링스한링, 자오이링링스 등	936	21,948	68.5%	52.5%
N/A	23	4	19	간식점	완친그룹(万辰集团)	하오상라이, 라이요우핀(来优品) 등	733	18,314	72.1%	29.0%
5	4	5	-1	할인점	강청트우즈(中国)	RT-Mart(多抓鱼), RT-Super 등	674	502	-11.9%	-0.6%
3	3	6	-3	O2O	쑤닝이거우(苏宁易购)	쑤닝이거우(苏宁易购), 쑤닝이저(苏宁易家) 등	664	10,291	-17.8%	-8.0%
6	7	7	0	할인점	우메이(物美)	우메이, 메트로(METRO) 등	652	1,206	0.5%	-10.3%
10	9	8	1	편의점	메이이저(美宜佳)	메이이저(美宜佳便利店)	610	40,147	9.1%	5.8%
4	6	9	-3	할인점	용호위(永辉超市)	레드마크점(红标店), 그린마크점(绿标店) 등	580	403	-20.7%	-48.0%
25	14	10	4	전자제품 유통업체	징둥 우싱가전(京东五星电器)	징둥MALL(京东MALL) 등	550	1,145	28.6%	-1.3%
9	8	11	-3	대형 백화점	왕푸징(王府井)	왕푸징백화점(王府井百货) 등	523	78	0.6%	4.0%
12	16	12	4	편의점	시노텍 이지예(中石化易捷)	이지예 편의점(易捷便利店) 등	467	28,689	2.0%	0.2%
11	11	13	-2	할인점	롄화(联华超市)	Century Mart(世纪联华), 화젠차오스 등	456	3,089	-6.3%	-2.0%
20	13	14	-1	대형 백화점	인타이상업(银泰商业)	인타이백화점(银泰百货), in77, inPARK 등	451	64	2.6%	0.0%
13	15	15	0	유통체인	창춘어우아(长春欧亚)	어우아상등(欧亚商超), 어우아마켓(欧亚卖场) 등	391	150	-1.3%	2.0%
15	17	16	1	유통체인	우상그룹(武商集团)	우상마트(武商超市), 우상MALL(武商MALL) 등	382	105	1.2%	-14.6%
14	18	17	1	중고급 슈퍼마켓	천홍(天虹)	sp@ce天虹超市	366	203	2.1%	-5.1%
16	19	18	1	유통체인	인위그룹(银座集团)	인위소싱몰(银座商城), 인위마트(银座超市) 등	348	182	0.3%	4.0%
19	22	19	3	할인점	자자위예(家家悦)	Hypermart, Fresh, SPAR 등	318	1,077	-1.7%	-2.4%
22	24	20	4	체인점 슈퍼마켓	이온(永旺)	이온(永旺)	309	98	1.9%	1.0%

Source: CCAI(China Chain Store & Franchise Association), 다올투자증권

II-3. 이에 대한 대응 세 번째, 저수익 SKU 및 자산 효율화

유형자산 효율화도 병행

저수익 SKU 및 카테고리 효율화도 병행되고 있다. 공장 가동률이 수익성에 미치는 영향이 큰 만큼, 생산시설 및 물류창고를 통합해 생산을 효율화하고, 유희 부지는 매각하거나 유동화하는 것이다.

‘26년 강도 높은
재무구조 개선이 진행될
CJ제일제당

특히 ‘26년에는 CJ제일제당의 재무구조 개선 노력이 강도 높게 진행될 전망이다. 동사는 연초 실적발표에서 비핵심자산 유동화, 생산시설 효율화, 사업 포트폴리오 리밸런싱을 재무구조 개선의 방향으로 제시했다. 최근 언론 보도에 따르면 동사는 인천3공장, 충남논산3공장 등 3곳의 공장을 매각대상자산으로 분류하고 원매자를 물색 중이며, 해당 자산의 합산 가치는 약 2,300억원 규모로 파악된다.

롯데웰푸드, 롯데칠성의
꾸준한 자산 재편

롯데웰푸드와 롯데칠성도 자산 재편 작업을 지속 중이다. 롯데웰푸드는 ‘22년 7월 합병법인 출범 후 제빵 공장 3→2곳(증평공장 매각 완료, 수원/부산 공장으로 이전), 육가공 공장 2→1곳(청주공장 매각 진행 중, 김천공장으로 통합), 빙과 공장 4→2곳(천안공장에 ‘26년까지 빙과 설비 증축 후 천안 60-70%, 양산 20-30%으로 통합) 통합이 진행되었거나 진행 중이다. 영등포 공장의 경우 중장기적으로 ‘28년까지 라인 이전 후 유동화가 진행될 가능성이 있다. 롯데칠성도 생산거점 개편을 이어가고 있다. ‘25년 초 필리핀 공장 1곳을 통폐합했으며, 국내에서는 경산공장(소주)를 매각하고 군산공장으로 생산을 이전했다. 맥주·음료 하이브리드 공장으로 가동 중인 충주2공장은 생산 통합 후 가동률이 유의미하게 개선됐다. 이와 함께 물류 거점과 영업소 통합도 병행하고 있어 추가적인 비용 효율화 효과가 나타날 수 있다.

Fig. 19: CJ제일제당의 재무구조 개선 방향성

선택과 집중을 통한 재무구조 개선 및 투자 자원 확보

✓ 사업 포트폴리오 리밸런싱

: 수익성 중심 운영체계 전환 및 글로벌 해외식품 등 고수익 고성장 사업에 자원 집중

✓ 자산 유동화

: 비핵심자산에 대한 강도 높은 유동화 실행으로 투자 자원 확보

✓ 운영 최적화를 통한 비용 구조 개선

: 공급망 구조 개선 위한 생산사이트 효율화 통해 장기적인 물류 비용 절감

✓ 현금흐름 개선

: 구매 및 판매 프로세스 고도화 통한 운전자본 감축 및 전사적 비용 절감 강화

→ Cash Flow 중심 경영 통한 재무구조 개선과 성장 사업에 대한 자원 배분으로
지속 가능한 성장 기반 마련

Source: CJ제일제당, 다올투자증권

Fig. 20: 롯데칠성 별도 법인 주요 공장 현황

사업장	구분
안성 1·2 공장	음료
오포공장	음료
대전공장	음료
양산공장	음료
광주공장	음료
강릉공장	주류(소주)
청주공장	'21년 9월 강릉으로 통폐합
군산공장	주류(소주·청주)
경산공장	'24년 10월 매각 완료, 군산으로 라인 이전
충주 1 공장	주류(맥주)
충주 2 공장	주류(맥주)·음료 Hybrid

Source: 롯데칠성, 다올투자증권

Fig. 21: 롯데칠성 선유도 부지 처분결정 공시

유형자산 처분결정		
1. 처분물건 구분	토지 및 건물	
처분물건명	양평동 사업장 토지 및 건물	
2. 처분내역	처분금액(원)	280,456,307,140
	자산총액(원)	4,284,698,593,709
	자산총액대비(%)	6.55
3. 거래상대	롯데한강선유피에프비(주)	
4. 처분목적	유동성 확보	
5. 처분예정일자	2027-07-08	

Source: 롯데칠성, 다올투자증권

Fig. 22: 롯데웰푸드의 사업부별 주요 공장 현황

구분	설립연도	위치	생산제품
롯데푸드	1993	안산	소재/신선식품
롯데푸드	1996	천안	유지/식품/빙과
롯데푸드	2008	포승	커피원두
롯데푸드	1987	횡성	유가공(우유/발효유 등)
롯데푸드	2002	광주	델리카(김밥/도시락)
롯데푸드	2007	평택	델리카/HMR/이유식 등
롯데푸드	2000	용인	델리카
롯데푸드	2002	부산	델리카(김밥/도시락)
롯데푸드	1994	김천	육가공(햄/소시지)/델리카
롯데푸드	1980	청주 (통합)	육가공(햄/소시지/어육)
롯데제과	1996	대전	제과/빙과
롯데제과	1979	양산	제과/빙과
롯데제과	1983	평택	제과(캔디/초코파이 등)
롯데제과	2009	부산	제빵(식빵/호떡 등)
롯데제과	2009	수원	제빵(식빵/카스텔라 등)
롯데제과	1969	영등포 (통합 예정)	제과/빙과
롯데제과	2006	증평 (통합)	제빵

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권

III. 같은 매크로 환경, 원가 부담은 천차만별

III-0. 들어가며: 주요 원재료 가격 점검

예상보다 덜 오른
곡물가

중동 지정학적 사태 후 곡물가, 운임 상승 및 환율 상승이 나타났다. 주요 원재료의 경우 YTD로 대두유 (이하 YTD) +47.4%, 소맥 +24.7%, 대두 +16.1%, 팜유 +11.4%, 알루미늄 +5.3% 상승했으며, 나머지 원재료 가격은 오히려 YTD 하락했다(7/12 기준).

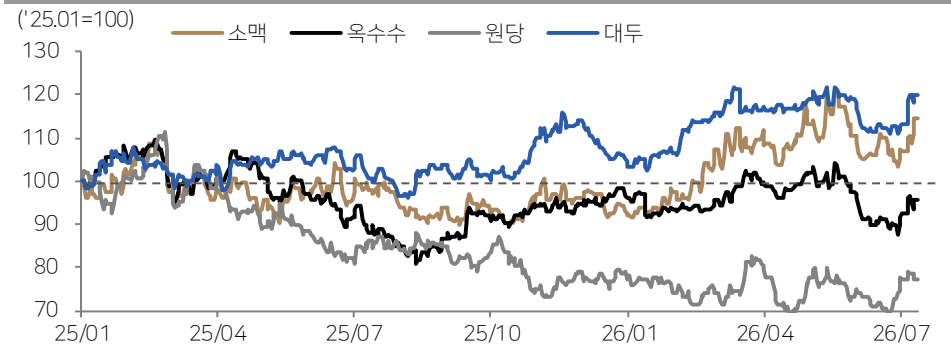
기업별로, 지역별로 원가
부담 정도 천차만별

최근 업종 기업들의 원가 분위기에서 확인되는 점은, 기업별로, 기업 내에서도 지역별로 원가 부담 정도가 천차만별이라는 점이다. 일례로 소맥 가격은 YTD 약 +25% 상승했으나, 주요 라면 기업들은 전년대비 더 낮은 가격으로 연간 소맥 조달 계약을 맺어 오히려 원가 부담은 완화됐다. 오리온의 경우 중국·러시아의 원재료비 부담은 완화되고 있는 반면, 국내·베트남은 '26년 하반기 전체가 원부재료비 가격 상승 영향권이다.

환율 영향도 마찬가지다. 해외 매출 비중이 높은 기업들은 원화 약세 수혜를 누리고 있는 반면, 해외 매출 비중이 낮고 원재료 단 환율 노출이 높은 기업의 경우 하반기 원가 부담이 가중될 전망이다.

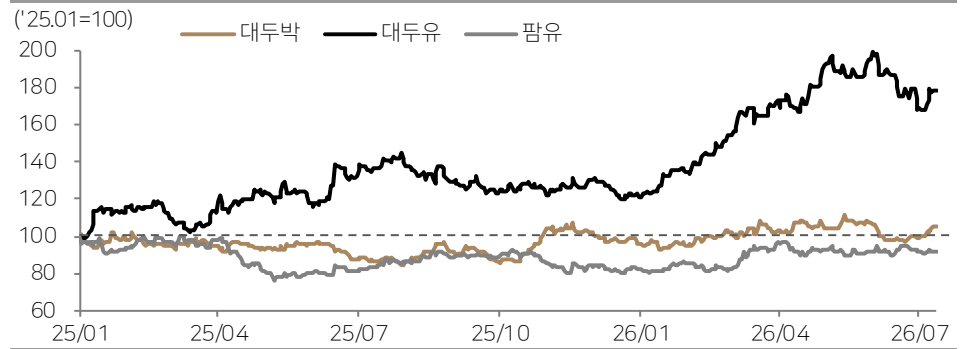
공급 쇼트지 우려가 있었던 부재료(포장재, 캔 등)의 경우 공급 이슈로 생산 차질이 발생한 기업은 없으나, 마찬가지로 원가 영향은 기업별로 차별화되어 나타날 것이다. 일례로 농심으로 대표되는 라면 기업의 원재료비는 스프(40%) > 소맥, 전분(10% 후반) > 포장재, 팜유(10% 초반)로 구성된다. 포장필름은 단가 자체가 높지도 않을뿐더러, 라면 기업들의 원가 내에서 큰 비중을 차지하지 않기 때문에 삼양식품, 농심의 원가 부담 폭은 미미할 것이다. 반면 캔, PET 사용량이 많은 기업은 원가 부담이 가중될 수 있다.

Fig. 23: 주요 곡물가 추이



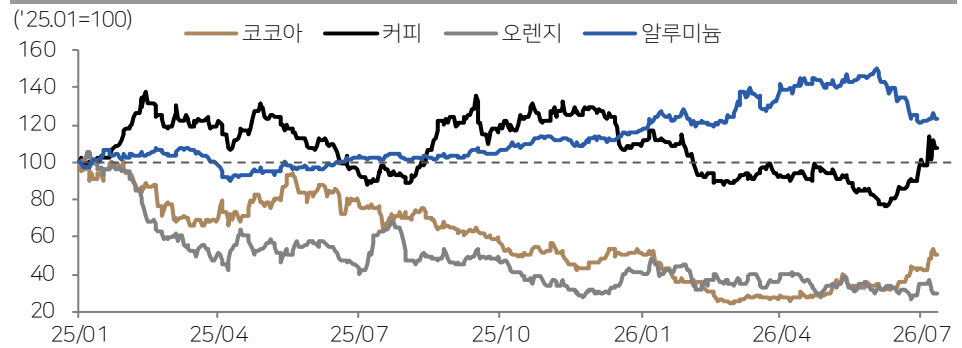
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 24: 주요 곡물가 추이



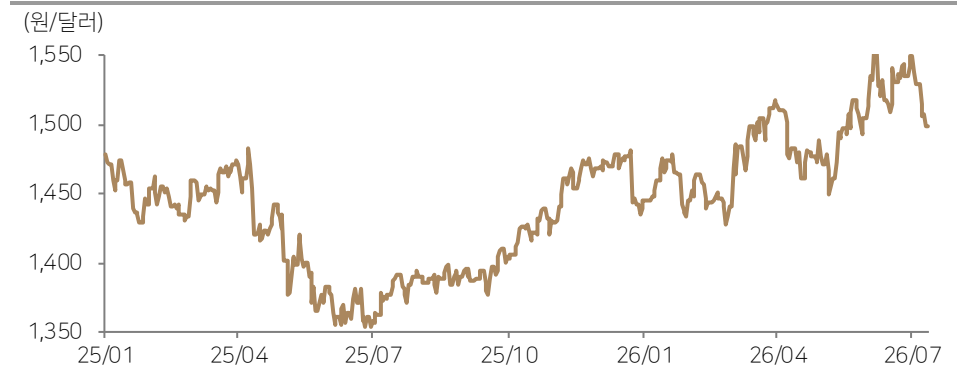
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 25: 주요 곡물가 추이

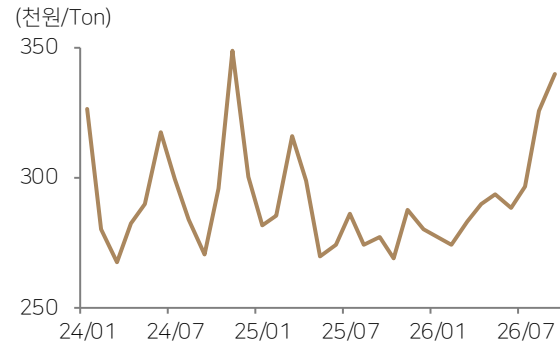


Source: Bloomberg, 다올투자증권

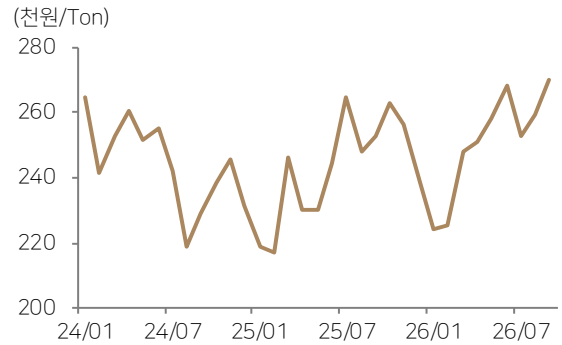
Fig. 26: 원달러 환율 추이



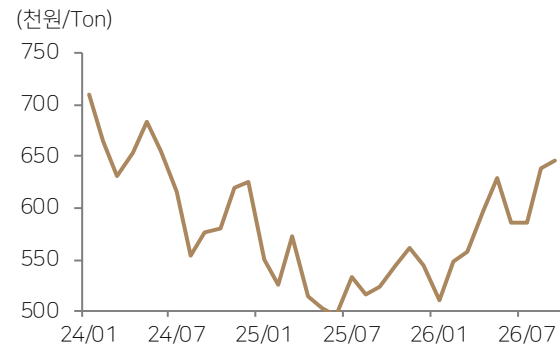
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 27: 소맥 3M Lagging + 환율 반영 투입원가

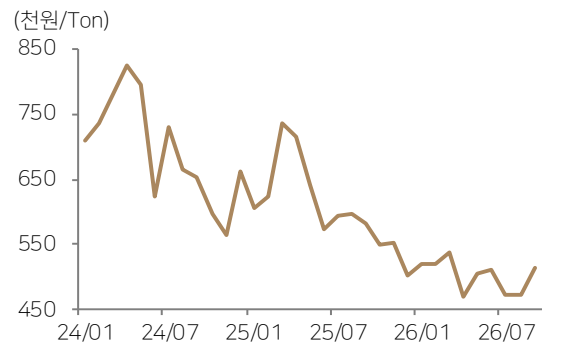
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 28: 옥수수 3M Lagging + 환율 반영 투입원가

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 29: 대두 3M Lagging + 환율 반영 투입원가

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 30: 원당 3M Lagging + 환율 반영 투입원가

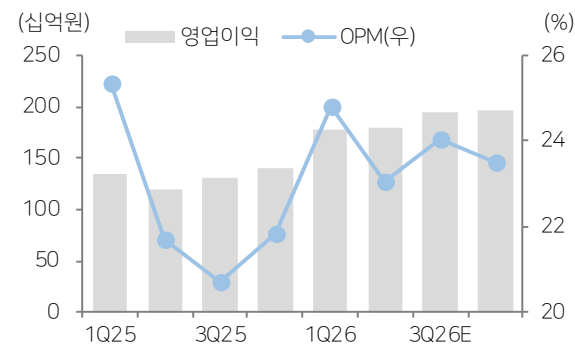
Source: Bloomberg, 다올투자증권

III-1. 비우호적 환경에서 증명한 기업들

매크로 환경은
비우호적이나

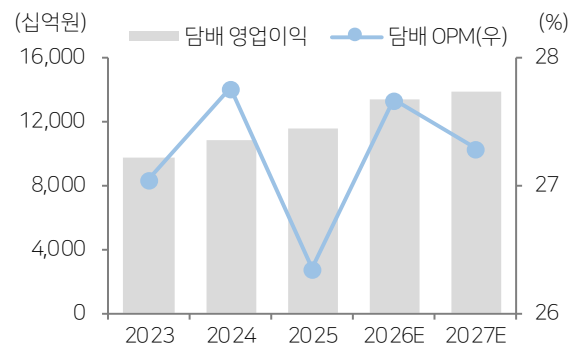
2분기는 운임 및 공장 유틸리티비 상승, 원재료비 상승, 환율 상승으로 일부 기업들이
충격을 겪었다. 그러나 이러한 비우호적 매크로 환경 속에서도 견조한 실적을 기록하며
이익 체력과 글로벌 수요를 증명한 기업들이 존재한다.

Fig. 31: 삼양식품의 연결 영업이익 추이 및 전망



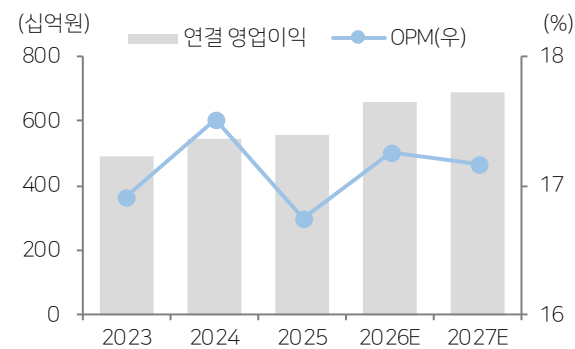
Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 32: KT&G의 담배 부문 영업이익 추이 및 전망



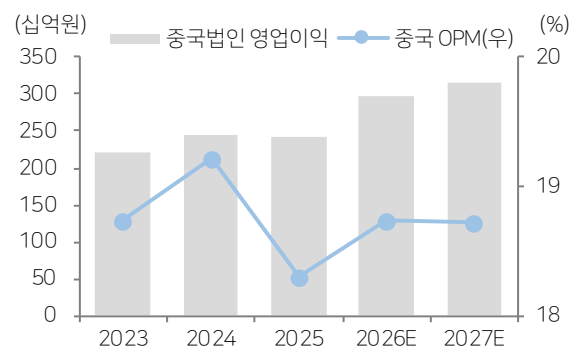
Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 33: 오리온의 연결 영업이익 추이 및 전망



Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 34: 오리온의 중국법인 영업이익 추이 및 전망



Source: 오리온, 다올투자증권 추정

1) KT&G

2Q26 KT&G의 담배 부문(궐련+NGP)(*NGP: Next Generation Product, 궐련형 전자담배)은 매출액과 영업이익의 모두 두 자릿수 성장을 예상한다. 우선 원화 약세에 따른 ASP 상승 효과가 있었고(*담배 부문 내 해외 매출 비중 '25년 연간 50%, 1Q26 57%), 절대 원가 부담도 미미했다. 주요 원부재료 중 잎담배(수입) 가격은 하락 추세이며, 재료품의 경우 상승 품목이 존재하긴 하나 주요 품목의 가격 협상이 동사에 우호적으로 체결돼 재료품 전체로는 오름폭이 미미했다. 해외 판매량 증가에 따른 영업 레버리지 효과와 현지 조달 원부재료 확대 영향도 한몫했다. 담배 부문 성장을 주도하고 있는 해외 궐련은 신규 국가 중심 Q 성장, 기진출 국가 중심 P 상승 효과가 고루 나타났고, 이에 2Q26E 담배 매출액은 전년동기대비 +12.7%, 담배 전체 영업이익은 전년동기대비 +15.8% 증가 추정한다.

2) 삼양식품

삼양식품의 2분기 매출원가율은 1Q26 대비 거의 훼손이 없는 상황이다. 유가 영향을 받는 운반비가 지난 1분기부터 매출원가로 반영(기존: 판관비)되고 있다는 점까지 고려하면 매우 견조한 수익성 방어다. 특히 코첼라, 월드컵 등 마케팅비 지출이 1분기 대비 컸고, 정규 급여 인상 등 인건비 증가 요인이 상존하고 있었음에도 전분기 대비 증익이 예상된다. 이는 2Q26 생산량이 전분기 대비 약 +10% 증가한 영향, '25년 7월 밀양2공장 준공 이후 가동률 상승과 함께 영업 레버리지 효과가 확대된 영향이다. 전년동기대비 +7% 가량 상승한 환율도 수혜다(해외 매출 비중 약 80%). 이에 동사의 2Q26E 연결 매출액으로 YoY +40.6%, QoQ +8.8%, 연결 영업이익으로 YoY +49.3%, QoQ +1.2%, OPM +23.1% 추정한다.

3) 오리온

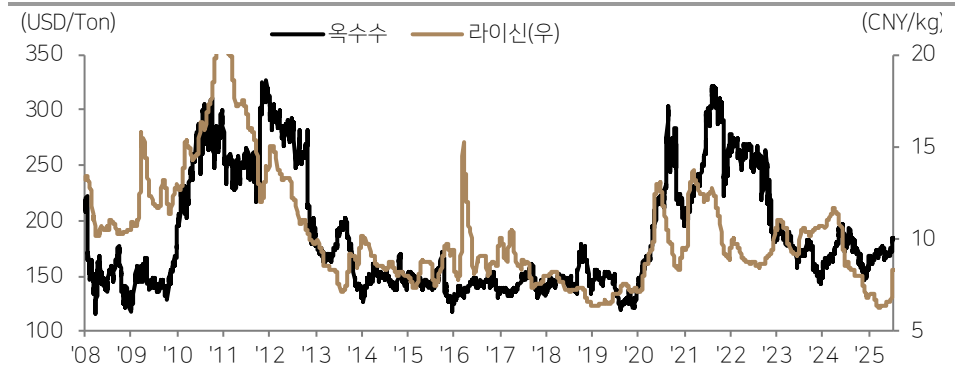
2Q26P 오리온은 전사 합산 매출액 YoY +15.7%, 영업이익 YoY +11.9%, 영업이익률 15.1%를 기록했다. 베트남 법인의 경우 원부재료비, 에너지비, 운임비 상승 영향이 4월 실적부터 반영되며 수익성 둔화가 불가피했다. 반면 중국 및 러시아 법인은 오히려 수익성 개선 흐름을 보였다. 중국 법인은 채널 전용 제품 확대, 성장 채널(간식점, 이커머스 등) 입점 확대 효과가 주효했고, 위안화 강세도 우호적으로 작용했다. 러시아 법인은 현지 조달 원재료 확대 후 제조원가율이 지속 하락 중이며, 가동률도 여전히 100%를 초과하고 있다. 4-5월 베트남 법인 수익성에 가장 큰 영향을 미친 항목은 공장 유틸리티비로, 현재 유가가 안정화 국면에 진입한 만큼 베트남 법인의 수익성도 점차적으로 회복될 전망이다.

III-2. 인플레이션이 수혜인 경우도 있다

지정학적 사태 직후
아미노산 Spot 가격
상승 → 2Q26 판가 반영

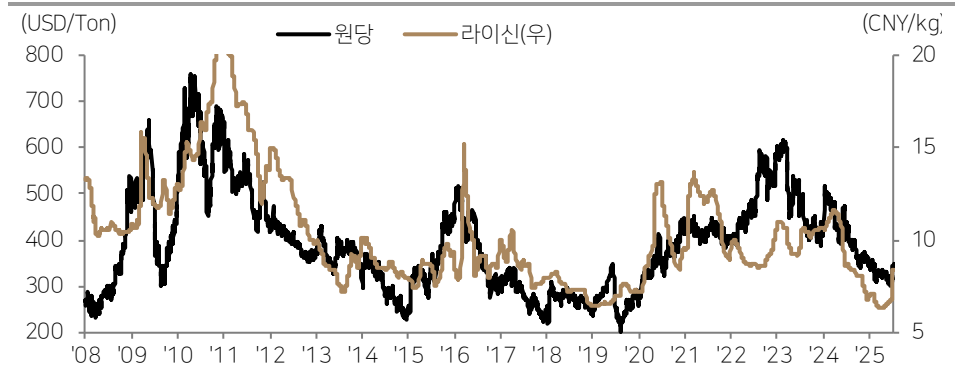
인플레이션이 수혜인 기업도 있다. 대표적으로 CJ제일제당의 바이오 부문이다. 사료용 아미노산(라이신, 메치오닌 등)의 가격(P)은 원가(C)가 상승하면 함께 상승하는 경향이 있다. 실제로 중동 지역 지정학적 사태 발발 후 공급 충격 및 곡물가 상승으로 '26년 1-3월 주요 아미노산 Spot 가격은 상승세를 보였다. 이후 상승폭을 반납했지만, 통상 라이신 Spot 가격과 판가 전이까지 시차가 존재함을 고려할 때(지역마다 상이하나 6개월 정도), 판가 인상 수혜는 이번 2분기에 반영되며, 이후에도 반영될 가능성이 있다. 물론 중국발 아미노산 공급 과잉이라는 구조적인 판가 하향 압력이 제거된 것은 아니나, 1분기 발생한 공급 충격 및 인플레이션에 힘입어 CJ제일제당의 바이오 부문의 전년 대비 턴어라운드는 확실해 보인다. 7월 예정된 미국의 중국산 라이신 반덤핑 확정판세 판결에 따른 반사수혜도 일부 기대한다.

Fig. 35: 곡물가(원재료)가 상승하면 아미노산 Spot 가격도 상승하는 경향

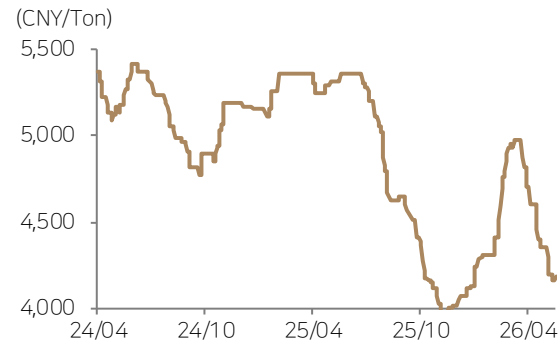


Source: Bloomberg, Wind, 다올투자증권

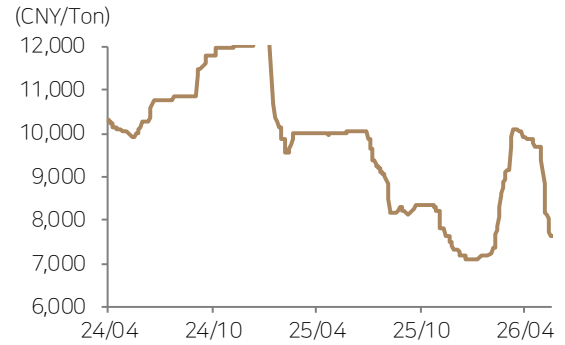
Fig. 36: 곡물가(원재료)가 상승하면 아미노산 Spot 가격도 상승하는 경향



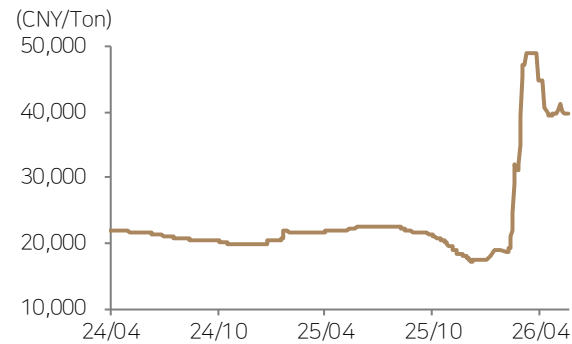
Source: Bloomberg, Wind, 다올투자증권

Fig. 37: 중국 라이신(70%) 평균 가격 추이

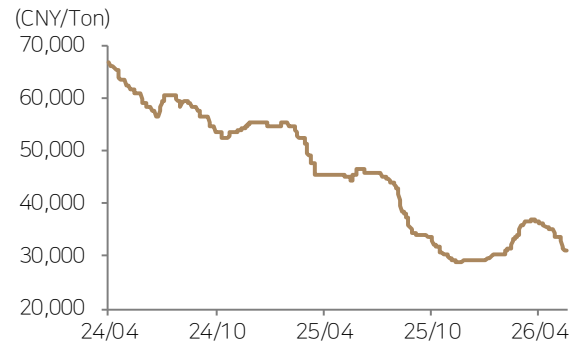
Source: CAAA, 다올투자증권

Fig. 38: 중국 트레오닌 평균 가격 추이

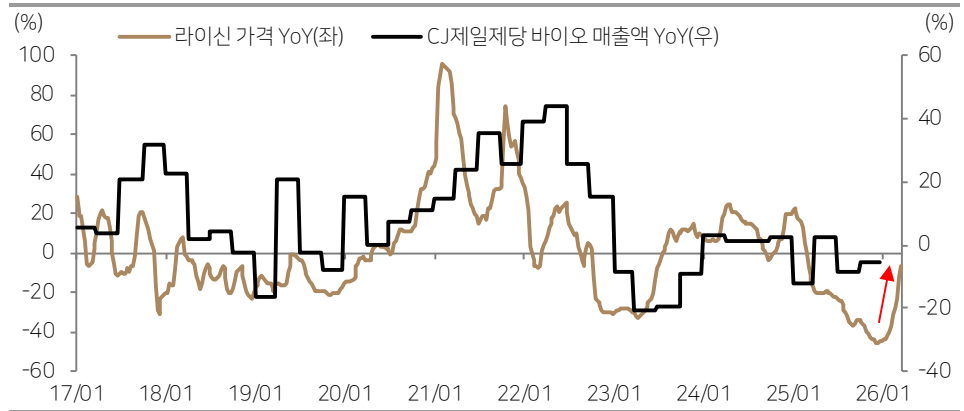
Source: CAAA, 다올투자증권

Fig. 39: 중국 메치오닌 평균 가격 추이

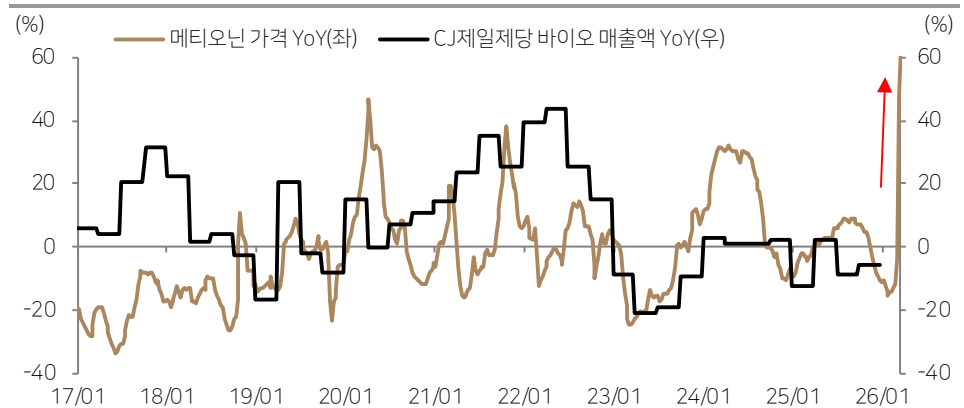
Source: CAAA, 다올투자증권

Fig. 40: 중국 트립토판 평균 가격 추이

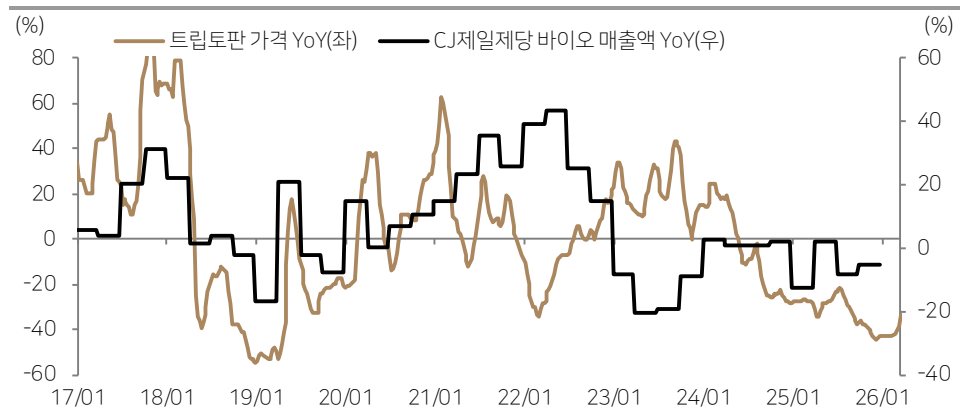
Source: CAAA, 다올투자증권

Fig. 41: 중국 라이신 가격 YoY vs. CJ제일제당 바이오 사업부 매출액 YoY

Source: Wind, CJ제일제당, 다올투자증권

Fig. 42: 중국 메티오닌 가격 YoY vs. CJ제일제당 바이오 사업부 매출액 YoY

Source: Wind, CJ제일제당, 다올투자증권

Fig. 43: 중국 트립토판 가격 YoY vs. CJ제일제당 바이오 사업부 매출액 YoY

Source: Wind, CJ제일제당, 다올투자증권

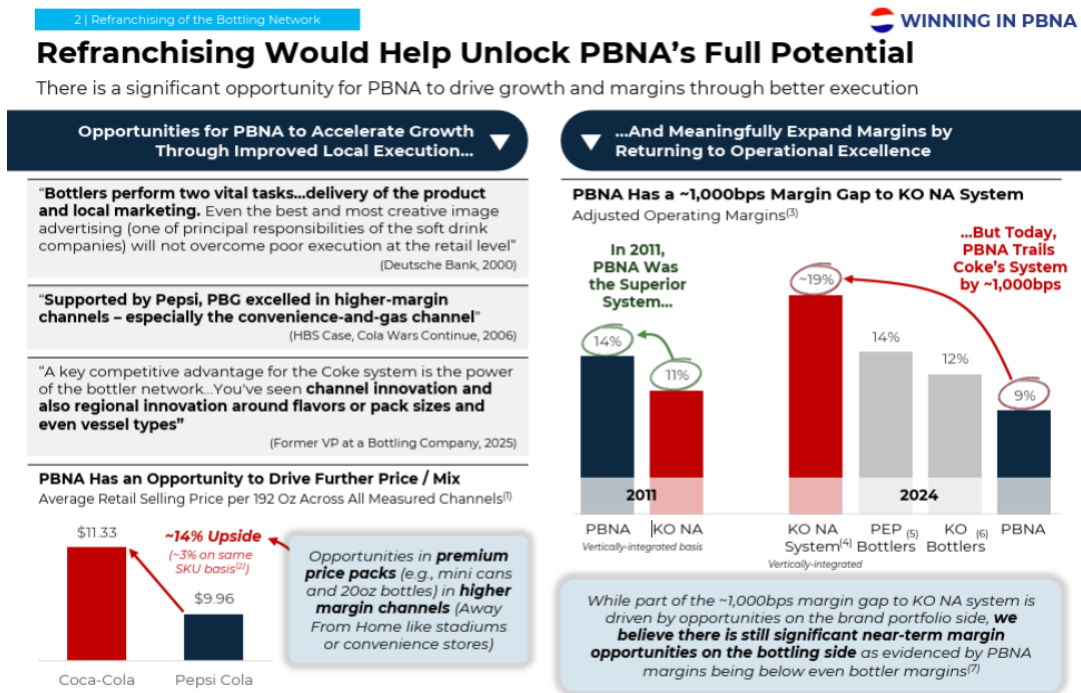
IV. 결국엔 브랜드력

IV-1. PepsiCo의 사례로 보는 브랜드력의 중요성

브랜드력을 보유한
기업은 Asset-Light한
고마진 수익구조를
지니고 있음

PepsiCo의 사례에서 결국 소비재 기업의 핵심 경쟁력은 브랜드력임을 알 수 있다. '25년 하반기 행동주의 펀드 Elliot이 PepsiCo에 발송한 주주서한의 주요 내용은 PBNA (PepsiCo Beverages North America)의 바틀링 관련 자산을 외부로 매각해 아웃소싱 하고(*바틀링: 펩시는 원액만 공급하고, 각 권역별 제조업체들이 펩시로부터 원액을 받아 자사 생산시설에서 생산·판매하는 비즈니스), 펩시는 원액·브랜드·마케팅과 같은 핵심 사업에 집중하라는 것이었다. 실제로 코카콜라의 경우 '17년까지 북미 바틀링을 전면 재프랜차이즈화해 미국 내 70여개의 독립 바틀러가 생산하는 체계로 전환했다. 즉, Elliot은 완제품 생산 확대를 바탕으로 한 매출액 업사이드보다, Mix 변경(완제품 판매→원액 공급 및 로열티 수취 등)에 따른 마진을 상승에 따른 기업가치 업사이드가 더 크다고 판단한 것이다. 달리 말하면, 결국 브랜드라는 자산과 활용 역량만 있다면, 자체 대규모 생산시설, 자체 유통망 없이도 Asset-Light한 고마진 수익 구조를 구축할 수 있다는 것이다.

Fig. 44: Elliott이 PepsiCo에게 발송한 주주서한

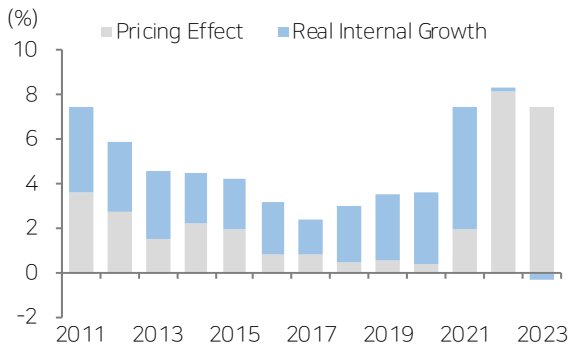


Source: Elliott, 다올투자증권

브랜드력을 보유한 기업들은 가격 전가력이 높음

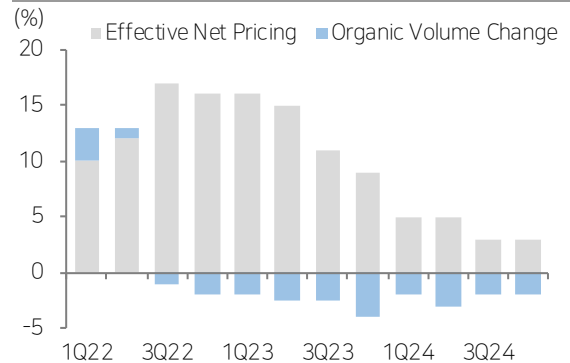
FMGC(Fast-Moving Consumer Goods) 업종에서 높은 브랜드력의 전제 조건은 1) 글로벌 인지(Recognition), 2) 가격 전가력(Pricing), 3) 높은 반복 구매(Retention)다. 이러한 기업들은 매우 넓은 권역을 커버하고 있으며, 소비자 가격 저항 정도도 낮기 때문에 매해 권역을 번갈아가며 가격을 인상할 수 있다. 실제로 PepsiCo의 경우 매 분기 5~15%에 달하는 가격인상을 진행해온 바 있다. 브랜드력의 중요성을 다시 한번 실감할 수 있는 지점이다.

Fig. 45: Nestle의 연간 Pricing Effect



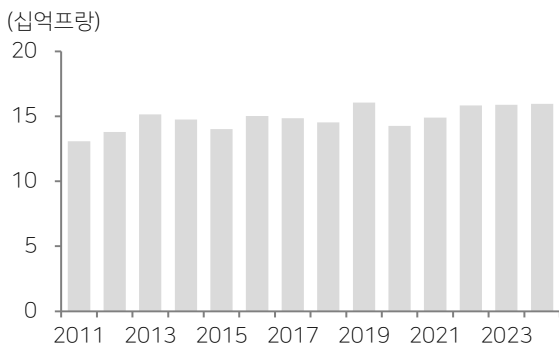
Note: Real Internal Growth는 가격인상 효과 제외한 성장률
Source: Nestle, 다올투자증권

Fig. 46: PepsiCo의 연간 Effective Net Pricing



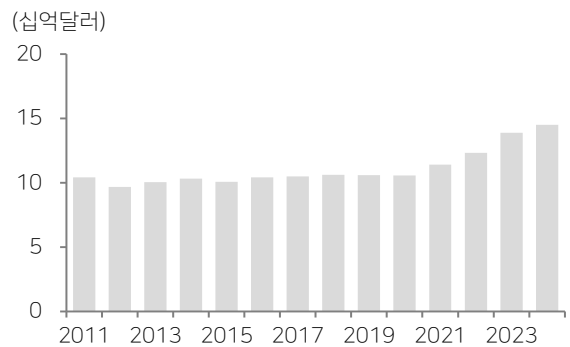
Source: PepsiCo, 다올투자증권

Fig. 47: Nestle의 연간 영업이익 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 48: PepsiCo의 연간 영업이익 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

IV-2. 해외 시장 내 브랜드력을 보유한 기업에 주목

결국 해외 시장 내에서 브랜드력을 보유한 기업에 주목한다. 브랜드가 형성되는 첫 번째 단계는 ‘인지(Recognition)’다. 따라서 글로벌 브랜드가 될 잠재력 역시 ‘소비자 인지’를 척도로 측정할 수 있다고 판단한다. 이러한 면에서 삼양식품의 ‘Buldak’, KT&G의 ‘Esse’, 오리온의 ‘초코파이’에 주목한다.

1) 삼양식품: 명실상부 K-Food 대표주자, 이젠 ‘브랜드’를 판다

지난 몇 년 간 일본의 대표 라면 기업 Nissin과 Maruchan, 중국 라면 1위 기업 칸스푸, 태국과 인도네시아의 로컬 기업들이 ‘불닭’ 유사 제품을 잇따라 출시하고 있다. 당사는 이러한 미투(Me-too) 제품 출시를 오히려 견조한 수요를 증명하는 현상이라 생각하며, 불닭의 브랜드력을 오히려 강화하는 요인으로 작용하고 있다고 판단한다.

나아가, 불닭의 소스를 활용한 콜라보 사례 역시 꾸준히 확대되는 추세다. 일례로 오리온은 최근 중국에서 ‘스윙칩 불닭면 맛’을 출시했고, 일본 대표 스낵 기업 Calbee도 불닭맛 감자스낵을 출시했던 바 있다. 식품 제조 회사뿐만 아니라 Panda Express 등 글로벌 프랜차이즈 체인과의 협업 사례도 꾸준하다. 이는 앞서 언급한 PepsiCo의 바틀링 사업, 즉 ‘브랜드 자체를 파는’ 비즈니스와 일맥상통한다. 향후 이러한 라이선스 사업 확대와 함께 로열티 매출이 증가하며 전사 실적에 기여할 가능성도 생각해볼 수 있으며, 협업 사례 확대를 바탕으로 한 브랜드력 강화 레버리지는 덩이다.

Fig. 49: Maruchan의 ‘Fire Yakisoba Spicy Beef’



Source: Walmart, 다올투자증권

Fig. 50: Baixiang의 ‘Classic Hot Chicken Flavor’ 라면



Source: Walmart, 다올투자증권

Fig. 51: Nissin의 'U.F.O. Korean Hot Chicken' 라면



Source: Nissin, 다올투자증권

Fig. 52: 태국 MAMA의 'Oriental Kitchen - Hot Korean' 라면



Source: MAMA, 다올투자증권

Fig. 53: Calbee가 출시한 불닭맛 감자스낵



Source: Calbee, 다올투자증권

Fig. 54: 오리온이 중국 내 출시한 스윙칩 불닭면맛



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 55: 미국 Panda Express와의 콜라보 사례



Source: Panda Express, 다올투자증권

Fig. 56: 싱가포르 KFC와의 콜라보 사례



Source: KFC, 다올투자증권

2) KT&G: 초슬림 담배 대표주자 'ESSE'

글로벌 Tobacco(궐련) 시장은 PMI(Philip Morris International), Altria, BAT(British American Tobacco), JT(Japan Tobacco) 등 주요 기업들이 점유하는 시장이다. KT&G의 글로벌 궐련 시장 내 점유율은 사실상 미미하며, 글로벌 기업들과의 직접 경쟁도 현실적으로 쉽지 않다. 이러한 환경 속에서 동사는 'ESSE(에세)'를 필두로 한 초슬림형 담배 시장으로 눈을 돌려 경쟁력을 확보하는 방식을 택했다. 초슬림형 담배의 '25년 시장규모는 152억 달러 수준으로, 글로벌 궐련 전체 시장규모(약 1조 달러)를 고려하면 전체 시장의 약 2-3%를 차지하는 니치(Niche)한 시장이나, 시장조사기관에 따르면 KT&G의 글로벌 초슬림형 담배 시장 점유율은 약 9.8%(PMI 18.7%, BAT 16.2%, JT 14.1%, KT&G 9.8%, ITC 8.3%, 나머지 32.9%)로 초슬림형 담배 시장 내에서는 유의미한 시장 점유율을 보유하고 있다.

파편화된 시장 특성상 'ESSE'의 브랜드력을 정성 지표로 확인하는 데는 한계가 존재한다. 다만 해외 궐련 ASP가 매 분기 하이스글-두 자릿수 성장하고 있음을 고려하면, 가격 전가력이 점차 확대되고 있음을 간접적으로 유추해볼 수 있다. 동사는 신규 지역에 진출할 때는 낮은 가격으로 침투해 시장 점유율을 높인 뒤, 점유율이 높아진 기진출 지역에서 점차 가격을 높이는 전략을 활용하고 있다. 신규 시장에서는 Q 성장, 기진출 시장에서는 P 성장 병행으로 동사의 초슬림 담배 영역에서의 성장세는 더욱 뚜렷해질 전망이다.

Fig. 57: KT&G의 해외 궐련 ASP YoY 추이

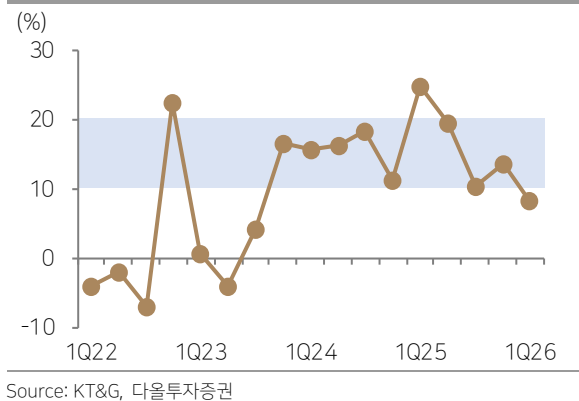
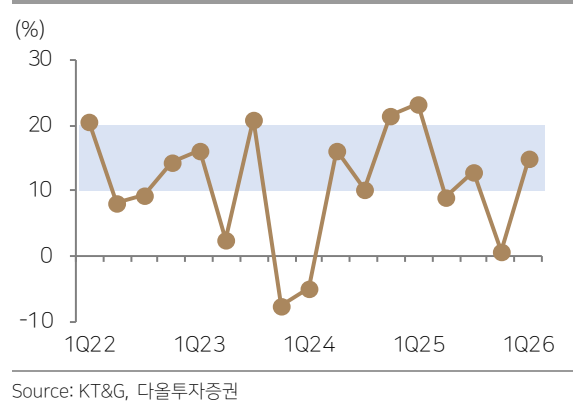


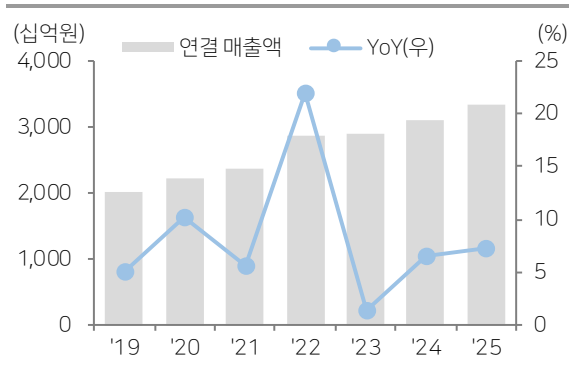
Fig. 58: KT&G의 해외 궐련 판매량 YoY 추이



3) 오리온: 전통 강호는 쉽게 흔들리지 않는다

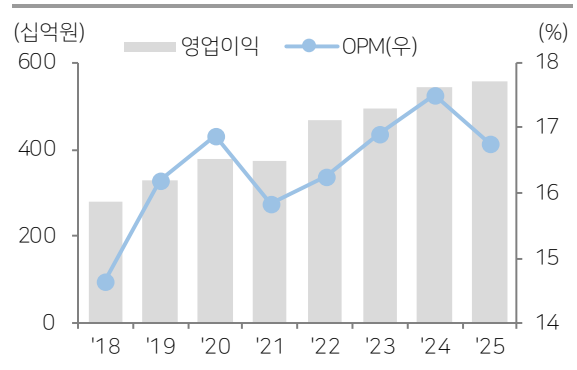
오리온은 중국·베트남·러시아에 진출한지 매우 오래되었음에도 여전히 전사 매출 기준 미드-하이싱글의 성장률을 기록하고 있으며, 영업이익률도 지속 우상향 추이다. 별도가 수출을 확대하고 있는 추세이긴 하지만, 해외 법인 3곳이 연결 매출액의 대부분을 차지하는 구조이므로 결국 해당 지역 내 동사 제품에 대한 수요는 여전히 견조하다고 유추할 수 있다. 동사는 국가별 식습관, 채널 특성에 맞춘 신제품을 꾸준히 개발해 출시함으로써 매해 주요국 내에서 높은 성장률을 기록하고 있다. 가격인상은 거의 하지 않지만 신제품 출시와 함께 자연스러운 ASP 상승 효과를 함께 누릴 수 있다.

Fig. 59: 오리온의 연결 매출액 추이



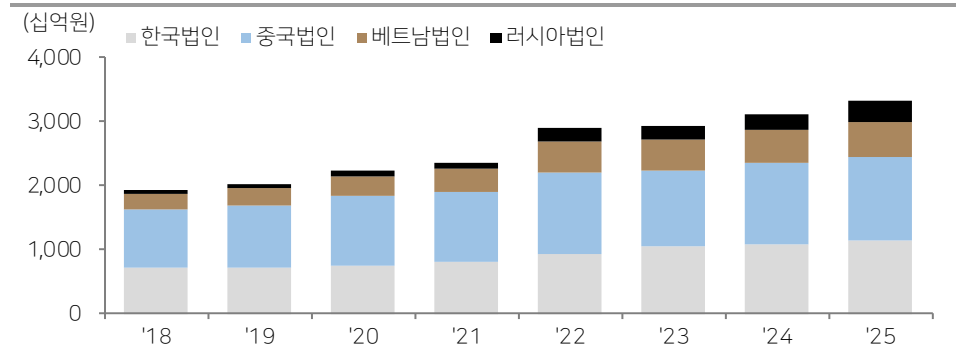
Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 60: 오리온의 연결 영업이익 추이



Source: 오리온, 다올투자증권

Fig. 61: 오리온 법인별 매출액 추이



Source: 오리온, 다올투자증권

V. 투자전략

비우호적 매크로 환경을

- 1) 채널 전용 제품 확대,
- 2) 트렌드 기반 Flavor Extension,
- 3) 자산 효율화로 돌파 중

음식료 업종에 대해 Overweight 의견을 유지한다. 국내 음식료 업종 업황이 우호적이지만은 않으나, 각 기업들은 채널 전용 제품 확대, 핵심 브랜드 위주 Flavor 다변화로 돌파구를 마련하고 있다. 채널 전용 제품은 제조사 입장에서 유통사 대상 협상력을 강화하는 무기인 동시에, 유통사에게는 가격 방어와 채널 차별화를 동시에 가능케 하는 제품으로, 향후 제조사의 지속 가능한 성장 기반으로 작용할 전망이다. 더불어 기존 브랜드 자산과 생산 역량을 기반으로 하는 Flavor Extension도 점점 더 활발해지는 추이다. ‘두쫘꾸’, ‘황치즈’ 등 소비 트렌드에 부합하는 SKU(Stock Keeping Unit) 확대는 수요 촉진뿐만 아니라 브랜드 수명 연장에도 기여하고 있다. 마지막으로 자산 및 생산시설 효율화가 병행되면서 고정비 부담도 함께 상쇄되고 있다. 이러한 세 가지 변화를 바탕으로 음식료 기업들의 이익 방어력은 점차 확대될 수 있다고 판단한다.

- 1) 높은 해외 비중 바탕으로
원화 약세 수혜 기업,

중동 전쟁 후 원부재료비 상승, 환율 상승에 따른 원가 부담 정도는 기업별로 차별화되어 나타날 전망이다. 높은 해외 비중을 바탕으로 원화 약세 수혜를 누릴 수 있는 기업, 차별적인 브랜드력과 제품·유통 전략을 바탕으로 해외 판매량 성장을 지속하는 기업, 그 결과로 지정학적 리스크에 따른 원가 부담에서 자유로운 기업을 선호한다.

- 2) 차별적인 브랜드력,
제품·유통전략 바탕으로 해외
Q 성장을 지속하는 기업,

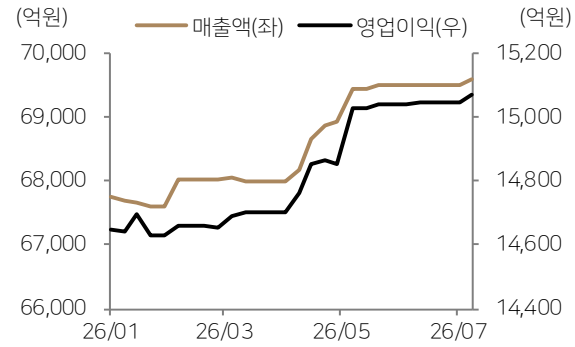
- 3) 지정학적 리스크에
따른 원가 부담에서
자유로운 기업 선호

전사 매출의 80%가 해외에서 발생하는 삼양식품, 해외 껌 매출이 국내 껌 매출을 초과하는 KT&G는 달러 강세 수혜를, 중국이 전사 매출액의 40% 가량을 차지하는 오리온은 위안화 강세 수혜를 누릴 것이다. 삼양식품은 절대적인 원가 부담액 자체가 크지 않은 가운데, 생산시간 증가(20→24시간)에 따른 영업 레버리지 효과 및 해외법인 출고 확대 영향으로 2분기 영업이익은 전분기 대비 1.2%, 전년동기 대비 49.3% 증가한 1,793억원을 기록할 전망이다. KT&G 역시 해외 껌 신규 진출 지역 확대 및 기 진출 지역 내 Mix 개선으로 QoQ 증익 기조를 이어갈 전망이며, 하반기 국내 NGP 신규 플랫폼 출시 및 순차적인 해외 출시, 이와 동반된 NGP 직접 판매 개시로 실적 모멘텀 역시 강화될 수 있다. 이를 종합해 KT&G(TP 22만원), 삼양식품(TP 190만원)을 업종 Top Picks로 제시한다.

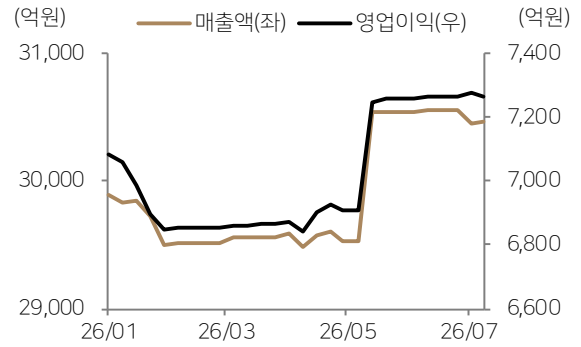
Fig. 62: 다올투자증권 음식료 커버리지 기업 투자 의견

기업	투자 의견	종가 (원)	목표주가 (원)	목표주가 변경	시가총액 (십억원)	주가수익률(%)				P/E(배)		
						1M	3M	6M	12M	2025	2026E	2027E
KT&G	BUY	173,500	220,000	유지	18,011	-6.3	5.6	22.0	27.9	16.0	13.4	12.9
삼양식품	BUY	1,139,000	1,900,000	유지	8,580	0.3	-8.0	-5.6	-24.0	23.8	14.8	14.3
오리온	BUY	137,100	180,000	유지	5,419	3.5	3.6	33.0	12.6	10.9	11.3	10.5
CJ 제일제당	BUY	191,000	280,000	하향	2,875	-1.8	-19.9	-8.0	-26.0	-	7.7	10.6
농심	BUY	356,000	500,000	유지	2,165	-1.8	-5.4	-12.4	-10.9	15.5	10.5	9.9
롯데웰푸드	BUY	106,500	140,000	하향	980	3.2	-8.1	-0.4	-15.1	14.8	8.4	6.9
롯데칠성	BUY	100,800	140,000	하향	935	-1.2	-14.7	-19.4	-24.1	27.3	10.7	10.7
기업	매출액성장률(%)			영업이익성장률(%)			영업이익률(%)			ROE(%)		
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
KT&G	11.4	5.2	4.0	13.0	12.6	4.0	20.4	21.9	21.9	11.9	13.9	13.4
삼양식품	36.1	33.3	19.2	52.1	42.6	8.3	22.3	23.8	21.7	37.5	37.7	28.4
오리온	7.3	14.3	5.7	2.7	17.7	5.2	16.8	17.3	17.2	10.7	12.0	11.8
CJ 제일제당	6.1	-2.5	3.3	-8.8	6.2	4.5	4.6	5.0	5.1	-5.6	6.8	6.6
농심	2.2	6.3	6.8	12.9	15.7	13.3	5.2	5.7	6.0	6.2	7.2	7.2
롯데웰푸드	4.2	4.0	3.5	-30.3	73.5	9.0	2.6	4.3	4.6	3.3	5.1	6.0
롯데칠성	-1.3	3.6	3.4	-9.6	23.7	-1.4	4.2	5.0	4.8	3.4	5.9	5.7

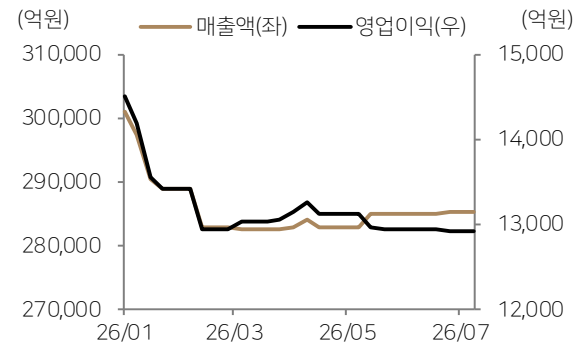
Source: 각 사, 다올투자증권 추정 / Note: '26년 7월 10일 종가 기준, CJ제일제당은 CJ대한통운 포함 연결 기준

Fig. 63: KT&G의 '26년 연간 실적 컨센서스 추이

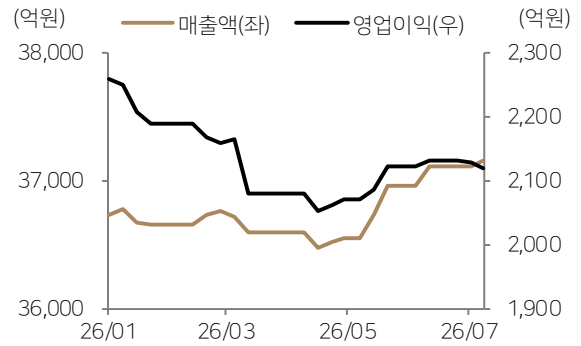
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 64: 삼양식품의 '26년 연간 실적 컨센서스 추이

Source: Quantiwise, 다올투자증권

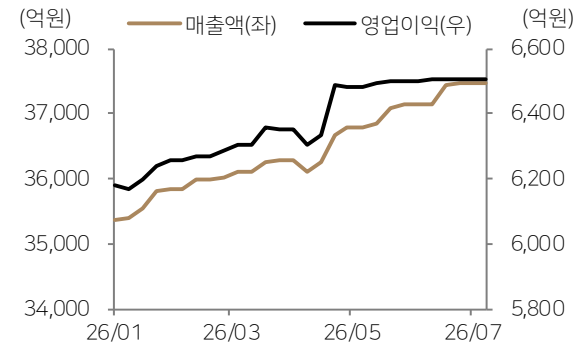
Fig. 65: CJ제일제당의 '26년 연간 실적 컨센서스 추이

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 66: 농심의 '26년 연간 실적 컨센서스 추이

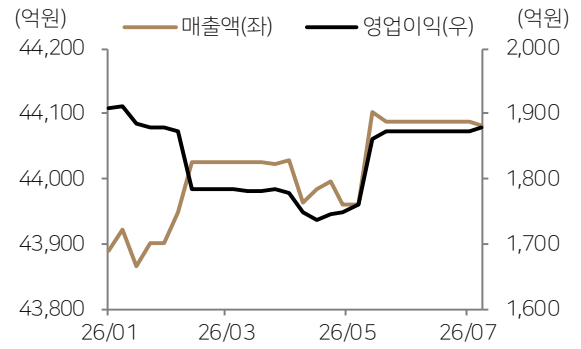
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 67: 오리온의 '26년 연간 실적 컨센서스 추이



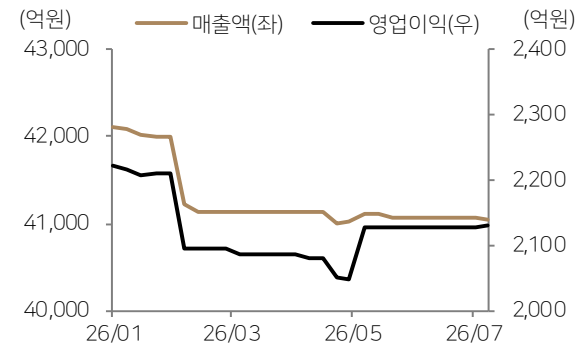
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 68: 롯데웰푸드의 '26년 연간 실적 컨센서스 추이

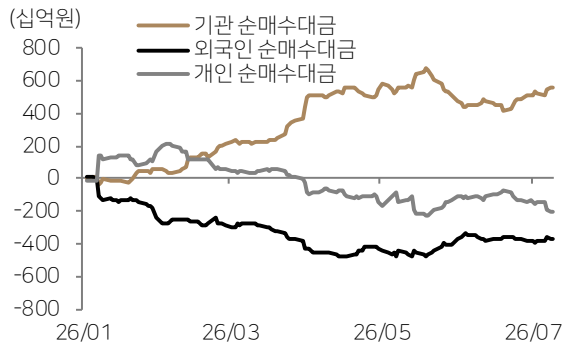


Source: Quantiwise, 다올투자증권

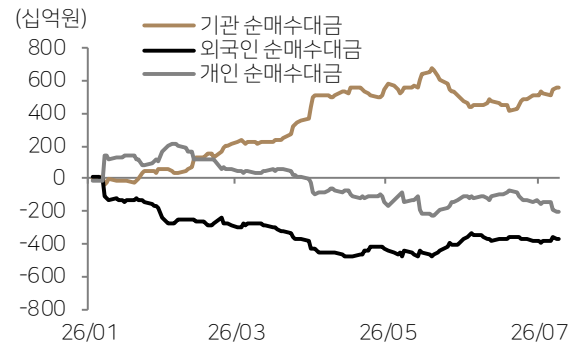
Fig. 69: 롯데칠성의 '26년 연간 실적 컨센서스 추이



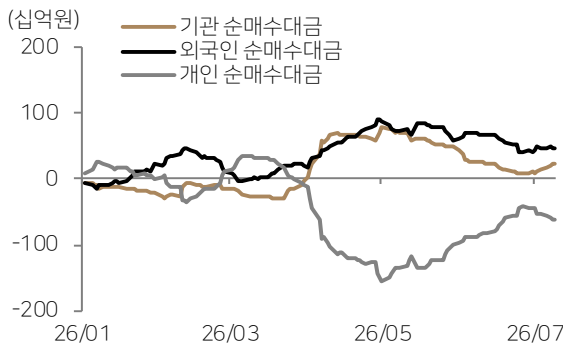
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 70: KT&G의 주체별 순매수대금 추이

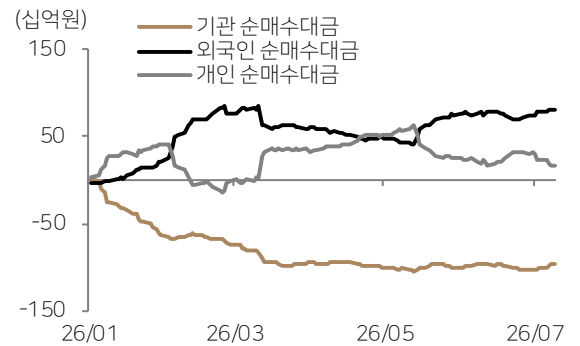
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 71: 삼양식품의 주체별 순매수대금 추이

Source: Quantiwise, 다올투자증권

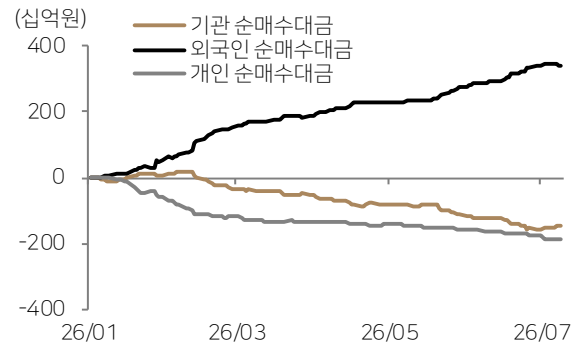
Fig. 72: CJ제일제당의 주체별 순매수대금 추이

Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 73: 농심의 주체별 순매수대금 추이

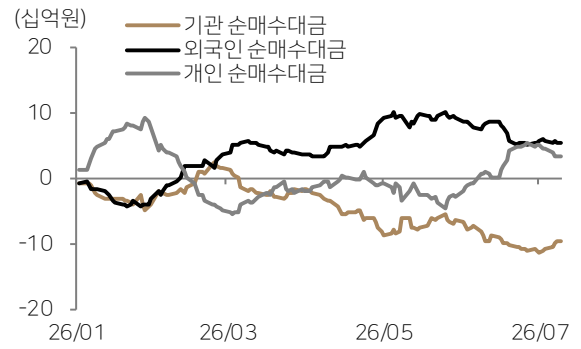
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 74: 오리온의 주체별 순매수대금 추이



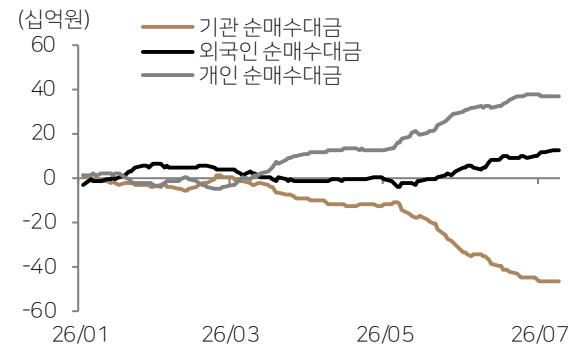
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 75: 롯데웰푸드의 주체별 순매수대금 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 76: 롯데칠성의 주체별 순매수대금 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

VI. 종목별 투자의견

KT&G (033780) _Top Picks

삼양식품 (003230) _Top Picks

오리온 (271560)

CJ제일제당 (097950)

농심 (004370)

롯데웰푸드 (280360)

롯데칠성 (005300)

KT&G

(033780)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	220,000	220,000	유지

Earnings

Stock Information

현재가 (7/10)	173,500원
예상 주가상승률	26.8%
시가총액	180,111억원
비중(KOSPI내)	0.29%
발행주식수	103,810천주
52주 최저가 / 최고가	129,100 - 189,000원
3개월 일평균거래대금	568억원
외국인 지분율	51.3%
주요주주지분율(%)	
중소기업은행 (외 1인)	9.2
국민연금공단 (외 1인)	8.8
First Eagle Investment Management, LLC (외 1인)	8.6

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	16.0	13.4	12.9
PBR(배)	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	10.6	9.9	9.4
배당수익률(%)	4.2	3.7	3.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(6.3)	22.0	27.9	22.1
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(3.0)	(41.0)	(106.9)	(55.3)

흔들림 없는 실적, 주주환원 모멘텀 업

Issue

2Q26E Preview

Pitch

하반기 신규 주주환원 정책 발표 및 자사주 매입·소각 예정. 기존 약속한 3천억원 규모 자사주 매입과 별개로, 비핵심자산 유동화 잔여 재원을 활용한 주주환원도 가능한 상황. 업종 Top Picks로 제시

Rationale

- 2Q26E 연결 매출액 1조 6,878억원(YoY+9.0%), 영업이익 3,964억원 (YoY +13.3%, OPM +23.5%) 추정. 담배 부문 영업이익은 3,727억원, OPM 30.3% 기록 예상
- 국내 궤련 총수요 감소폭 둔화와 함께 M/S 확대에 국내 궤련 매출 성장 전환 추정(YoY +1.1%). 국내 NGP는 시장규모 확대, M/S 상승, 에이블 3.0 판매 확대에 수량 기준 두 자릿수, 매출액 기준 YoY +18.8% 성장 추정. 에이블 3.0 스틱 가격은 타 플랫폼 대비 높게 형성되어 있어 이에 따른 Mix 개선 영향도 일부 있었을 것
- 해외 궤련 ASP는 두 자릿수 성장 지속되었으며, 유통상 변경 영향으로 러시아·카자흐스탄 ASP 성장률이 두드러짐. 신규 국가 중심 Q 성장과 기존출 국가 중심 P 상승이 고루 영향을 미치며 해외 궤련 매출액은 YoY +19.9% 추정. 해외 NGP 매출 성장률은 YoY +36.2%로 1분기 대비 증가폭이 둔화되었으나, 이는 전년 디바이스 공급 차질 가져 정도 차이에 의한 것
- 하반기 중 자사주 매입·소각, 배당 강화를 중심으로 하는 신규 배당정책 발표 예정. 연초 발표한 3천억원 규모의 자사주 매입(하반기 예정)과 별개로 비핵심 자산 유동화 잔여 재원을 활용한 주주환원도 가능한 상황. 또한 당사는 중동 전쟁에 따른 원가·유류비 상승 영향을 거의 받지 않았고, 이에 현재 시점에서 하반기 큰 불확실성도 없음. 해외 궤련은 하이싱글-더블디짓 성장을 지속할 전망이며, 하반기 예정된 NGP 신규 플랫폼 출시 및 순차적인 해외 출시, 이와 동반된 NGP 직접 사업 진출은 실적 모멘텀 강화 요인으로 작용할 것. 적정 주가 22만원을 유지하며, 음식료 업종 Top Picks로 제시

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
매출액	1,687.8	1,659.3	1.7	1,678.0	0.6	1,547.9	9.0	1,703.6	-0.9
영업이익	396.4	387.7	2.3	383.1	3.5	349.9	13.3	364.5	8.7
지배주주순이익	299.6	292.9	2.3	297.0	0.9	143.3	109.0	380.5	-21.3
OPM	23.5	23.4	0.1	22.8	0.7	22.6	0.9	21.4	2.1
NIM	17.8	17.7	0.1	17.7	0.1	9.3	8.5	22.3	-4.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 77: KT&G의 P/E Valuation

(십억원)

구분		비고
EPS(원)	12,490	'26년 EPS 기준
적정P/E(배)	18	기준배수 유지
적정주가(원)	220,000	
종가(원)	173,500	
상승여력(%)	26.8	

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 78: KT&G의 SOTP Valuation (가치산정 방법 변경 전 Valuation 적용)

(십억원, 원, 배)

	가치	비고
1) 영업가치	19,576	
담배	18,785	
EBITDA	1,565	'26년 기준
적정 Multiple	12	PMI의 '26년 Multiple에 30% 할인
건기식	791	
EBITDA	158	'26년 기준
적정 Multiple	5	국내 건기식 OEM '26년 평균 Multiple에 40% 할인
2) 비영업가치	2,408	
투자부동산	664	1Q26 연결 기준
장기금융상품	1,745	1Q26 연결 기준 (Net)
3) 순차입금	-344	1Q26 연결 기준
공정가치	22,328	1) + 2) - 3)
주당가치(공정가치)	215,088	

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

Fig. 79: KT&G의 Peer Valuation (Bloomberg Consensus 기준)

기업명	국가	시가총액	매출액(십억원)			매출액성장률(%)			영업이익률(%)			P/E(배)		
		(십억원)	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E
KT&G	KS	19,122	6,580	7,003	7,373	11.4	6.4	5.3	20.4	21.8	22.5	13.9	15.1	13.9
Philip Morris	US	441,714	57,794	66,790	71,174	7.3	15.6	6.6	36.6	40.9	41.9	21.3	22.4	20.5
BAT	LN	201,146	48,002	53,708	55,589	-1.0	11.9	3.5	37.4	43.9	44.5	12.0	13.1	12.2
Altria	US	184,718	28,634	31,062	31,259	13.9	8.5	0.6	49.2	62.3	63.2	8.9	12.9	12.5
Japan Tobacco	JP	115,074	32,960	36,087	37,939	13.4	9.5	5.1	24.6	25.7	26.4	20.1	18.1	16.2

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 80: KT&G의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,714	1,704	1,688	1,892	1,638	6,580	6,921	7,200
담배	988	1,091	1,232	1,056	1,156	1,229	1,298	1,153	4,367	4,835	5,074
관련	823	877	971	799	913	975	1,026	889	3,470	3,803	4,057
국내	374	408	447	364	353	413	415	353	1,592	1,534	1,484
해외	449	469	524	435	560	562	611	536	1,878	2,269	2,573
NGP	159	196	279	256	241	243	278	259	890	1,021	1,007
국내	139	140	168	140	140	166	185	146	587	638	666
해외	21	56	111	116	101	76	93	113	303	383	341
반제품	6	17	-18	2	2	11	-7	5	8	11	9
건기식	314	221	360	242	333	218	351	235	1,137	1,137	1,160
부동산	100	144	146	322	116.9	148	150	155	713	570	590
기타	88	93	89	93	98	93	93	94	363	379	377
YoY(%)	15.4	8.7	11.7	10.1	14.2	9.0	3.6	-4.4	11.4	5.2	4.0
담배	15.4	10.2	17.6	4.4	17.0	12.7	5.3	9.2	11.8	10.7	4.9
관련	21.9	11.3	14.1	1.6	10.9	11.2	5.7	11.3	11.9	9.6	6.7
국내	-2.4	-4.8	3.6	-10.6	-5.5	1.1	-7.1	-2.9	-3.5	-3.7	-3.2
해외	53.9	30.6	24.9	14.6	24.6	19.9	16.6	23.1	29.5	20.9	13.4
NGP	-9.8	-0.8	44.5	18.1	51.6	23.8	-0.4	1.3	13.5	14.7	-1.4
국내	6.5	2.0	7.5	4.0	1.4	18.8	9.7	4.1	5.1	8.6	4.4
해외	-55.6	-7.3	202.7	41.4	390.7	36.2	-15.8	-2.1	34.6	26.5	-11.0
건기식	1.9	-16.8	-11.3	-24.9	5.8	-1.2	-2.5	-2.8	-12.6	-0.0	2.0
부동산	122.1	78.6	48.3	135.2	16.4	3.0	3.0	-51.9	97.3	-20.0	3.4
영업이익	286	350	465	243	365	396	489	264	1,344	1,514	1,575
담배	253	322	372	205	322	373	403	241	1,151	1,338	1,385
건기식	18	6	71	7	28	8	70	7	103	113	121
YoY(%)	20.7	8.7	11.4	14.3	27.7	13.3	5.1	8.5	13.0	12.6	4.0
담배	22.4	1.7	11.0	-9.5	27.2	15.8	8.4	17.5	6.2	16.2	3.5
건기식	-20.9	흑전	3.8	-6.7	53.3	23.0	-1.7	0.8	6.6	9.7	7.3
OPM(%)	19.2	22.6	25.5	14.2	21.4	23.5	25.8	16.1	20.4	21.9	21.9
담배	25.6	29.5	30.2	19.4	27.8	30.3	31.1	20.9	26.4	27.7	27.3
건기식	5.8	2.8	19.8	2.9	8.4	3.5	20.0	3.0	9.0	9.9	10.4
지배순이익	256	143	419	272	381	300	385	279	1,090	1,345	1,398
YoY(%)	-10.7	-54.2	73.8	-16.4	48.9	109.0	-8.1	2.7	-5.4	21.8	4.1
NIM(%)	17.1	9.3	22.9	15.9	22.3	17.8	20.4	17.0	16.8	19.4	19.4

Source: KT&G, 다올투자증권 추정

KT&G 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,176.3	7,026.2	7,992.8	8,341.7	8,764.3
현금성자산	1,619.5	1,215.0	1,841.4	2,034.6	2,235.3
매출채권	1,895.5	2,158.9	2,063.9	2,054.0	2,124.3
재고자산	3,101.3	3,284.8	3,176.6	3,305.2	3,418.3
비유동자산	6,748.9	7,162.9	7,419.4	7,840.3	8,337.4
투자자산	3,904.9	4,169.0	4,178.7	4,262.9	4,348.8
유형자산	2,664.4	2,823.0	3,053.5	3,369.7	3,761.5
무형자산	179.7	170.9	187.2	207.7	227.1
자산총계	13,925.2	14,189.1	15,412.2	16,182.0	17,101.7
유동부채	3,142.9	3,236.8	3,406.8	3,368.1	3,498.0
매입채무	2,335.5	2,151.6	2,422.8	2,334.1	2,414.0
유동성이자부채	505.1	789.3	688.1	738.1	788.1
비유동부채	1,423.9	1,616.1	1,910.9	1,985.9	2,062.0
비유동이자부채	1,056.9	1,068.9	1,293.2	1,343.2	1,393.2
부채총계	4,566.8	4,853.0	5,317.7	5,354.1	5,560.1
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	535.0	537.5	538.8	538.8	538.8
이익잉여금	8,783.2	8,552.0	9,240.4	9,973.8	10,687.5
자본조정	(1,034.0)	(764.9)	(639.7)	(639.7)	(639.7)
자기주식	(1,030.5)	(835.3)	(639.7)	(639.7)	(639.7)
자본총계	9,358.5	9,336.2	10,094.5	10,827.9	11,541.6
투하자본	8,239.1	8,643.7	8,926.9	9,540.8	10,126.9
순차입금	(57.4)	643.2	139.9	46.6	(54.0)
ROA	8.7	7.8	9.1	8.8	8.5
ROE	12.7	11.9	13.9	13.4	12.7
ROIC	11.4	12.1	13.1	13.1	12.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	5,908.8	6,579.7	6,921.4	7,199.9	7,447.0
증가율 (Y-Y,%)	0.8	11.4	5.2	4.0	3.4
영업이익	1,188.8	1,343.7	1,513.5	1,574.5	1,647.7
증가율 (Y-Y,%)	1.8	13.0	12.6	4.0	4.6
EBITDA	1,439.1	1,636.3	1,834.6	1,925.3	2,037.3
영업외손익	377.0	111.6	247.1	242.4	197.5
순이자수익	92.1	53.4	47.7	50.1	42.2
외화관련손익	363.7	(41.3)	135.6	0.0	0.0
지분법손익	19.2	38.8	37.1	35.1	40.3
세전계속사업손익	1,565.8	1,455.3	1,760.6	1,817.0	1,845.2
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,342.0	1,397.8	1,419.6
당기기업당기순이익	1,165.7	1,090.1	1,344.6	1,397.8	1,419.6
증가율 (Y-Y,%)	26.3	(5.4)	21.7	4.2	1.6
NOPLAT	889.9	1,018.5	1,154.3	1,212.4	1,268.7
(+) Dep	250.3	292.7	321.1	350.7	389.6
(-) 운전자본투자	458.1	444.6	69.0	244.4	142.0
(-) Capex	767.5	639.5	406.9	633.6	744.7
OpFCF	(85.5)	227.0	999.5	685.2	771.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.2	4.0	5.7	6.8	4.2
영업이익증가율(3Yr)	(3.9)	2.0	9.0	9.8	7.0
EBITDA증가율(3Yr)	(2.6)	3.1	9.2	10.2	7.6
순이익증가율(3Yr)	6.2	3.1	13.3	6.3	8.8
영업이익률(%)	20.1	20.4	21.9	21.9	22.1
EBITDA마진(%)	24.4	24.9	26.5	26.7	27.4
순이익률 (%)	19.7	16.8	19.4	19.4	19.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	822.3	582.9	1,524.1	1,549.2	1,706.8
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,342.3	1,397.8	1,419.6
자산상각비	250.3	292.7	321.1	350.7	389.6
운전자본증감	(365.4)	(803.7)	(55.2)	(244.4)	(142.0)
매출채권감소(증가)	(97.3)	(195.1)	162.3	9.9	(70.3)
재고자산감소(증가)	(175.5)	(165.9)	75.4	(128.5)	(113.1)
매입채무증가(감소)	32.9	(164.3)	(319.3)	(88.7)	79.9
투자현금	(529.7)	101.1	(778.0)	(783.4)	(903.2)
단기투자자산감소	121.8	304.3	(285.4)	(46.8)	(56.8)
장기투자자산감소	4.2	(172.3)	(0.2)	8.7	13.5
설비투자	(767.5)	(639.5)	(406.9)	(633.6)	(744.7)
유무형자산감소	(6.3)	232.3	(45.7)	(53.9)	(56.1)
재무현금	(293.4)	(947.9)	550.9	(564.4)	(605.9)
차입금증가	883.3	289.2	74.1	100.0	100.0
자본증가	(1,133.5)	(1,163.9)	(134.5)	(664.4)	(705.9)
배당금지급	586.6	603.8	627.4	664.4	705.9
현금 증감	104.0	(222.5)	710.9	146.5	143.8
총현금흐름(Gross CF)	1,514.1	1,772.9	1,678.9	1,793.5	1,848.9
(-) 운전자본증가(감소)	458.1	444.6	69.0	244.4	142.0
(-) 설비투자	767.5	639.5	406.9	633.6	744.7
(+) 자산매각	(6.3)	232.3	(45.7)	(53.9)	(56.1)
Free Cash Flow	618.9	1,070.2	845.7	765.8	803.6
(-) 기타투자	(4.2)	172.3	0.2	(8.7)	(13.5)
잉여현금	623.2	897.9	845.5	774.5	817.1

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	8,870	8,906	12,490	13,465	13,675
BPS	72,266	77,208	95,436	102,304	108,992
DPS	5,400	6,000	6,400	6,800	7,200
Multiples(x,%)					
PER	12.1	16.0	14.2	13.7	13.5
PBR	1.5	1.8	1.9	1.8	1.7
EV/ EBITDA	9.3	10.6	10.5	10.0	9.4
배당수익률	5.0	4.2	3.5	3.7	3.9
PCR	8.9	9.5	11.4	10.7	10.3
PSR	2.3	2.5	2.8	2.7	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	48.8	52.0	52.7	49.4	48.2
Net debt/Equity	n/a	6.9	1.4	0.4	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	39.3	7.6	2.4	n/a
유동비율	228.3	217.1	234.6	247.7	250.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4
자산구조					
투하자본(%)	59.9	61.6	59.7	60.2	60.6
현금+투자자산(%)	40.1	38.4	40.3	39.8	39.4
자본구조					
차입금(%)	14.3	16.6	16.4	16.1	15.9
자기자본(%)	85.7	83.4	83.6	83.9	84.1

KT&G

연도별 성과

2023	A
2024	A
2025	A

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	95.7	62/1295	1/49

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
93.7	47.2	25%	▲
88.4	48.5	중	▲
93.0	45.3	중	▲
100.0	88.6	하	▲
100.0	69.8	하	▲
88.6	55.7	35%	▲
90.8	54.2	중	▲
92.1	53.2	중	▲
73.0	67.1	중	▲
100.0	53.4	하	▲
75.6	55.7	40%	▲
83.6	51.6	중	▲
63.6	62.6	하	▲
86.3	56.8	중	▲
39.8	72.4	하	▼
72.5	60.7	하	▲
97.1	53.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	57.2%	27.0%	22.2%
2023	65.5%	19.2%	0.9%
2024	50.5%	22.6%	25.0%

삼양식품

(003230)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	1,900,000	1,900,000	유지
Earnings			

Stock Information

현재가 (7/10)	1,139,000원
예상 증가상승률	66.8%
시가총액	85,801억원
비중(KOSPI내)	0.14%
발행주식수	7,533천주
52주 최저가 / 최고가	1,022,000 - 1,630,000원
3개월 일평균거래대금	746억원
외국인 지분율	15.6%
주요주주지분율(%)	
삼양라운드스퀘어 (외 7인)	45.0
국민연금공단 (외 1인)	10.7
윤영희 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	23.8	14.8	14.3
PBR(배)	7.8	4.9	3.7
EV/EBITDA(배)	16.0	10.4	9.1
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	0.3	(5.6)	(24.0)	(7.5)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	3.6	(68.6)	(158.8)	(84.9)

진짜 잘한다

Issue

2Q26E Preview

Pitch

중동전쟁 영향 없음. 2Q26E 매출원가율은 1Q26과 유사 추정. 2Q26E 영업이익 1,793억원 추정. 수출 매출액 역시 QoQ 두 자릿수 이상 성장 지속됐을 것

Rationale

- 2Q26E 매출액 7,775억원(QoQ +8.8%, YoY +40.6%), 영업이익 1,793억원(QoQ +1.2%, YoY +49.3%, OPM +23.1%) 추정. 내수 매출액은 QoQ Flat, 수출 매출액은 QoQ +10.5% 증가 예상. 중국법인 매출액은 전 분기에 이어 QoQ 두 자릿수 성장, 미국법인은 QoQ 하이싱글 성장 추정. 미국·유럽법인향 물량 증가로 수출 통관 후 미착 재고가 증가해 해외법인 매출 인식까지 Lagging이 확대되는 상황 속에서도 매우 견조한 성장 기록
- 주요 공장 가동시간 증가로 2Q26 생산량은 QoQ +10% 증가. 현재 밀양2공장 봉지면 라인 3개가 24시간 가동 중이며, 원주공장 내 일부 라인도 24시간 가동 중. '26년 하반기까지는 24년 가동 라인 확대로, '27년 1월부터는 중국 신공장 본생산 개시로 생산량은 매 분기 지속 증가할 전망
- 업종 전반 중동전쟁으로 인한 환율, 원부재료비 부담이 존재하는 상황 속에서 동사의 원가율은 1Q26 대비 거의 훼손이 없었음. 유가 영향을 받는 운반비가 지난 1분기부터 매출원가로 반영(기존: 판관비)되고 있다는 점까지 고려하면 매우 견조한 이익률 방어이며, 향후 비우호적 매크로 환경 속에서도 이와 같은 이익 체력이 돋보일 가능성이 높음. YoY +7% 가량 상승한 환율도 동사에게는 수혜(해외 매출 비중 80%).
- 판관비 단에서는 QoQ 마케팅비 증가(코첼라, 월드컵 등), 인건비 증가(성과급 총당금, 5월 정규 급여인상) 등 비용 증가에도 불구하고 매출액 상승으로 안정적인 판관비율 추이 이어갈 전망
- 적정주가 190만원과 업종 Top Picks 의견 유지. 현재 동사의 12M Fwd. P/E는 15배로, 차별적인 브랜드력을 바탕으로 매 분기 QoQ 두 자릿수 성장, 매 분기 QoQ 증익을 이어가고 있는 점을 고려하면 매우 저평가 국면. 또한 24시간 가동 라인 확대 및 정비 라인 투입으로 하반기에도 생산량과 수출액이 QoQ로 계속 유의미하게 증가할 것. 적극적인 비중 확대 추천

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후			변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
매출액	777.5	790.9	(1.7)	744.5	3.9	553.1	40.6	714.4	8.8	714.4	8.8
영업이익	1,793	181.0	(1.0)	180.0	0.1	120.1	49.3	177.1	1.2	177.1	1.2
지배주주순이익	133.3	134.6	(1.0)	138.1	(3.5)	84.5	57.6	144.6	(7.9)	144.6	(7.9)
OPM	23.1	22.9	0.2	24.2	(0.9)	21.7	1.4	24.8	(1.7)	24.8	(1.7)
NIM	17.1	17.0	0.1	18.6	(1.3)	15.3	1.9	20.2	(3.1)	20.2	(3.1)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 81: 삼양식품 P/E Valuation

구분		비고
EPS(원)	77,193	'26년 기준
적정P/E(배)	25	적정배수 유지
적정주가(원)	1,900,000	적정주가 유지
증가(원)	1,139,000	
상승여력(%)	66.8	

Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

Fig. 82: 삼양식품 Peer Valuation (Bloomberg Consensus 기준)

기업	국가	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)			매출액성장률(%)			영업이익률(%)			P/E(배)		
			'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E
삼양식품	KS	8,497	2,352	3,047	3,667	36.1	29.6	20.3	22.3	23.7	24.2	23.8	15.4	12.6
농심	KS	2,168	3,514	3,712	3,881	2.2	5.6	4.6	5.2	5.6	5.8	14.7	11.3	10.6
Tingyi	HK	12,164	15,643	18,073	18,577	-2.0	15.5	2.8	8.7	8.6	8.9	13.3	12.3	11.5
Toyo Suisan	JP	11,144	4,688	5,415	5,617	4.8	6.7	3.7	14.9	14.8	14.9	13.8	15.3	14.3
Nissin	JP	8,057	7,107	8,062	8,449	6.0	8.1	4.8	7.9	8.1	8.3	16.6	17.4	15.9
Uni-President	HK	6,197	6,274	7,504	7,871	4.6	19.6	4.9	8.1	7.9	8.1	15.4	12.6	11.8

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 83: 삼양식품의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	529	553	632	638	714	778	810	833	2,352	3,135	3,736
내수	105	113	121	129	129	131	132	133	468	525	531
수출	424	440	511	509	585	647	678	700	1,884	2,610	3,205
YoY(%)	37.1	30.3	44.0	33.2	35.0	40.6	28.2	30.7	36.1	33.3	19.2
내수	8.5	22.3	23.8	22.5	23.2	15.8	8.7	3.7	19.3	12.3	12.3
수출	46.7	32.5	49.8	36.2	38.0	46.9	32.8	37.5	41.0	38.5	22.8
QoQ(%)	10.5	4.5	14.3	0.9	12.0	8.8	4.2	2.9	-	-	-
내수	0.1	7.5	7.6	5.8	0.7	1.0	1.0	1.0	-	-	-
수출	13.4	3.8	16.0	-0.3	14.9	10.5	4.8	3.2	-	-	-
영업이익	134	120	131	139	177	179	195	196	524	747	809
YoY(%)	67.2	34.2	49.9	58.8	32.2	49.3	48.9	40.7	52.1	42.6	8.3
QoQ(%)	52.8	-10.4	9.0	6.4	27.2	1.2	8.7	0.5	-	-	-
OPM(%)	25.3	21.7	20.7	21.8	24.8	23.1	24.1	23.5	22.3	23.8	21.7
지배순이익	99	85	110	96	145	133	150	154	389	581	598
YoY(%)	49.0	19.8	87.2	25.7	45.9	57.6	35.9	60.9	43.2	49.3	2.9
NIM(%)	18.7	15.3	17.4	15.0	20.2	17.1	18.5	18.5	16.6	18.5	16.0

Source: 삼양식품, 다올투자증권 추정

삼양식품 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	682.1	878.2	1,124.1	1,474.8	1,631.1
현금성자산	350.4	350.2	517.4	760.6	889.2
매출채권	138.4	188.7	228.3	275.9	287.8
재고자산	148.0	245.0	283.1	342.1	356.9
비유동자산	912.6	1,318.3	1,723.5	2,082.5	2,584.3
투자자산	105.5	176.7	151.2	177.6	203.3
유형자산	748.0	1,072.6	1,504.3	1,836.9	2,311.7
무형자산	57.9	67.7	67.9	68.1	69.3
자산총계	1,594.8	2,196.5	2,847.5	3,557.4	4,215.3
유동부채	492.4	555.5	622.9	760.5	808.2
매입채무	246.1	263.7	182.6	309.0	345.3
유동성이자부채	132.0	164.0	311.2	321.2	331.2
비유동부채	274.3	369.5	382.3	393.6	405.0
비유동이자부채	254.2	340.1	348.9	358.9	368.9
부채총계	766.7	925.0	1,005.2	1,154.2	1,213.2
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.4	79.5	79.5	79.5	79.5
이익잉여금	769.9	1,129.5	1,689.4	2,250.2	2,849.1
자본조정	(2.2)	8.8	19.0	19.0	19.0
자기주식	(6.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	828.0	1,271.5	1,842.4	2,403.2	3,002.1
투하자본	850.2	1,410.4	1,971.2	2,293.8	2,770.6
순차입금	35.8	154.0	142.8	(80.4)	(189.0)
ROA	19.6	20.5	23.1	18.7	16.5
ROE	39.3	37.5	37.7	28.4	23.8
ROIC	35.0	34.9	33.4	29.2	26.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,728.0	2,351.8	3,135.3	3,735.8	4,130.0
증가율 (Y-Y,%)	44.9	36.1	33.3	19.2	10.6
영업이익	344.6	524.2	747.3	809.2	876.7
증가율 (Y-Y,%)	133.6	52.1	42.6	8.3	8.3
EBITDA	390.6	587.9	841.9	931.3	1,027.8
영업외손익	7.1	(7.3)	21.3	(32.0)	(45.1)
순이자수익	(4.5)	(7.1)	(10.1)	(47.3)	(69.0)
외화관련손익	27.4	(5.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
세전계속사업손익	351.6	516.9	768.6	777.2	831.6
당기순이익	271.3	388.7	581.4	598.5	640.3
지배기업당기순이익	272.0	389.4	581.5	598.5	640.3
증가율 (Y-Y,%)	114.3	43.3	49.6	2.9	7.0
NOPLAT	265.8	394.2	565.3	623.1	675.1
(+) Dep	46.0	63.7	94.6	122.1	151.1
(-) 운전자본투자	(58.0)	165.2	158.5	(20.1)	(10.0)
(-) Capex	228.5	449.0	501.6	448.3	619.5
OpFCF	141.4	(156.3)	(0.2)	317.0	216.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	39.1	37.3	38.0	29.3	20.6
영업이익증가율(3Yr)	74.0	79.7	71.7	32.9	18.7
EBITDA증가율(3Yr)	69.2	71.3	67.3	33.6	20.5
순이익증가율(3Yr)	68.5	69.2	66.2	30.2	18.1
영업이익률(%)	19.9	22.3	23.8	21.7	21.2
EBITDA마진(%)	22.6	25.0	26.9	24.9	24.9
순이익률 (%)	15.7	16.5	18.5	16.0	15.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	357.9	309.3	707.1	820.3	881.1
당기순이익	271.3	388.7	581.4	598.5	640.3
자산상각비	46.0	63.7	94.6	122.1	151.1
운전자본증감	(7.4)	(193.8)	(37.8)	20.1	10.0
매출채권감소(증가)	(15.4)	(60.8)	3.2	(47.6)	(11.9)
재고자산감소(증가)	4.6	(112.0)	(35.2)	(59.0)	(14.7)
매입채무증가(감소)	15.1	(2.0)	40.7	126.4	36.3
투자현금	(214.3)	(479.0)	(496.1)	(483.4)	(655.4)
단기투자자산감소	7.7	(33.7)	27.3	(2.7)	(3.0)
장기투자증권감소	0.0	0.1	(10.6)	(14.7)	(13.1)
설비투자	(228.5)	(449.0)	(501.6)	(448.3)	(619.5)
유무형자산감소	(4.9)	(10.6)	(5.5)	(6.5)	(7.6)
재무현금	(34.9)	170.2	(18.3)	(17.7)	(21.4)
차입금증가	(3.2)	107.7	(14.9)	20.0	20.0
자본증가	(19.4)	69.3	(36.0)	(37.7)	(41.4)
배당금지급	19.4	29.8	36.0	37.7	41.4
현금 증감	116.1	(2.0)	163.4	240.5	125.6
총현금흐름(Gross CF)	410.5	615.4	782.8	800.2	871.1
(-) 운전자본증가(감소)	(58.0)	165.2	158.5	(20.1)	(10.0)
(+) 설비투자	228.5	449.0	501.6	448.3	619.5
(+) 자산매각	(4.9)	(10.6)	(5.5)	(6.5)	(7.6)
Free Cash Flow	188.8	(57.4)	249.0	336.8	225.7
(-) 기타투자	0.0	(0.1)	10.6	14.7	13.1
잉여현금	188.8	(57.2)	238.3	322.2	212.6

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	36,106	51,697	77,193	79,446	85,003
BPS	100,754	157,668	233,319	307,746	387,094
DPS	3,300	4,800	5,000	5,500	6,000
Multiples(x,%)					
PER	21.2	23.8	14.8	14.3	13.4
PBR	7.6	7.8	4.9	3.7	2.9
EV/ EBITDA	14.8	16.0	10.4	9.1	8.2
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
PCR	14.0	15.1	11.0	10.7	9.8
PSR	3.3	3.9	2.7	2.3	2.1
재무건전성 (%)					
부채비율	92.6	72.7	54.6	48.0	40.4
Net debt/Equity	4.3	12.1	7.8	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	9.2	26.2	17.0	n/a	n/a
유동비율	138.5	158.1	180.5	193.9	201.8
이자보상배율	76.0	73.4	74.1	17.1	12.7
이자비용/매출액	0.8	0.6	0.6	1.6	2.0
자산구조					
투하자본(%)	65.1	72.8	74.7	71.0	71.7
현금+투자자산(%)	34.9	27.2	25.3	29.0	28.3
자본구조					
차입금(%)	31.8	28.4	26.4	22.1	18.9
자기자본(%)	68.2	71.6	73.6	77.9	81.1

삼양식품

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	5천억이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	83.6	302/1295	10/49

연도별 성과

2023	AA
2024	AA
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 의 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
76.7	47.2	25%	▲
78.0	48.5	중	▲
75.8	45.3	상	▲
평가제외	평가제외	평가제외	-
평가제외	평가제외	평가제외	-
87.0	55.7	35%	▲
77.9	54.2	중	▲
90.5	53.2	중	▲
93.5	67.1	중	▲
94.7	53.4	하	▲
50.7	55.7	40%	▼
56.4	51.6	중	▲
48.6	62.6	하	▼
47.5	56.8	중	▼
95.3	72.4	하	▲
32.5	60.7	하	▼
85.2	53.1	하	▲

컨트론티 이슈 (1개)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*컨트론티 및 심각성 평가 방법론

- 컨트론티 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	13.1%	27.0%	35.6%
2023	12.4%	19.2%	72.6%
2024	9.1%	22.6%	255.2%

오리온

(271560)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	180,000	180,000	유지

Earnings

Stock Information

현재가 (7/10)	137,100원
예상 주가상승률	31.3%
시가총액	54,194억원
비중(KOSPI내)	0.09%
발행주식수	39,529천주
52주 최저가 / 최고가	99,300 - 146,000원
3개월 일평균거래대금	162억원
외국인 지분율	38.8%
주요주주지분율(%)	
오리온홀딩스 (외 9인)	43.8
국민연금공단 (외 1인)	9.1
Westwood Global Investments LLC (외 1인)	5.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	10.9	11.3	10.5
PBR(배)	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	4.0	4.6	4.1
배당수익률(%)	3.3	2.8	3.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.5	33.0	12.9	29.7
KOSPI 대비 상대수익률(%)	6.8	(30.0)	(121.9)	(47.7)

실력은 환경을 탓하지 않는다

Issue

2Q26 Review

Pitch

비우호적 매크로 환경에서 최고의 방어 시현 중. 환율도 우호적으로 작용 중

Rationale

- 2Q26P 법인 합산 매출액 8,993억원(YoY +15.7%), 영업이익 1,359억원(YoY +11.9%, OPM +15.1%) 기록
- [중국] 위안화 기준 매출액 YoY +8.3%, 원화 기준 매출액 YoY +24% 기록. 채널 전용 제품 확대, 성장채널(간식점·이커머스) 신규 입점 확대, 위안화 강세 지속으로 하반기에도 두 자릿수 성장을 이어갈 것. 매크로 불확실성에도 불구하고 원재료비·하락, 생산량 증가에 따른 영업 레버리지 확대로 전년동기대비 수익성 개선 흐름 지속 전망
- [베트남] 동화 기준 매출액 YoY +6.3%, 원화 기준 매출액 YoY +13.5% 기록. 시즌한정제품 확대, 중동향 수출 물량 재개로 전년 높은 기저에도 불구하고 견조한 성장 기록. 다만 중동 전쟁 여파에 따라 4월부터 원부재료비, 에너지비, 운임비 상승으로 수익성 둔화는 불가피했음. 또한 '26년 상반기 경쟁사의 하노이 공장 증설로 스낵 카테고리 경쟁 심화되며 당분간 판촉 할인 확대될 전망
- [러시아] 루블화 기준 매출액 YoY +11.9%, 원화 기준 매출액 YoY +29.9% 기록. 4-5월은 현지 주요 유통채널의 할인 정책 대응 과정에서 발생한 출고 조정으로 일시적 성장을 둔화 관찰됐으나, 6월부터 다시 정상화 흐름. 또한 러시아 법인은 현지 원재료 조달 확대 바탕 원재료비 하락으로 가장 완연한 수익성 흐름 시현 중이며, 이는 하반기까지도 이어질 전망
- [배당] 동사는 지난 7/6 창사 이래 첫 중간배당을 공시(1,750원). 향후 고배당 기업 조건 충족을 기조로 배당 집행 예정. 중간배당 시행에 따라 배당 증가에 대한 가시성은 더욱 확대됐으며, 당사 추정치에 배당성장 40% 적용 시 연간 DPS 4,840원, 배당성장 25%에 전년 대비 DPS 10% 증가 적용 시 3,850원
- [투자의견] 2Q26는 중동전쟁 여파로 인한 원가 부담이 업종 전반 기업 실적에 반영되는 분기. 동사는 이러한 환경 속에서 2분기 영업이익률 15.1%로 최고의 수익성 방어 시현 중. 불확실성 환경 속 상대적 투자 매력도 더욱 높아질 것

2Q26 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정			시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(P)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2026.06(P)	2025.06(A)	vs Chg	2026.03(A)
매출액	899.3	882.4	1.9	871.4	3.2	777.2	15.7	930.4	-3.3
영업이익	135.9	149.4	-9.0	137.6	-1.2	121.5	11.9	165.5	-17.9
지배주주순이익	91.1	101.2	-10.0	103.0	-11.6	69.8	30.4	124.5	-26.9
OPM	15.1	16.9	-1.8	15.8	-0.7	15.6	-0.5	17.8	-2.7
NIM	10.1	11.5	-1.3	11.8	-1.7	9.0	1.1	13.4	-3.3

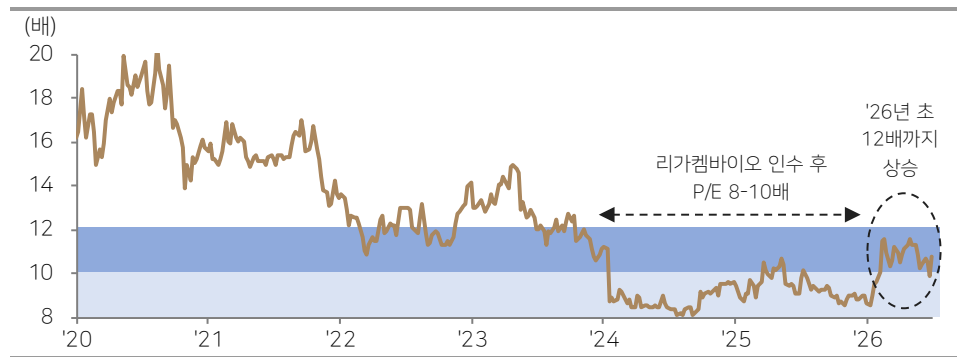
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 84: 오리온 P/E Valuation

구분		비고
EPS(원)	12,088	'26년 기준
적정P/E(배)	15	적정배수 유지
적정주가(원)	180,000	적정주가 유지
증가(원)	137,100	
상승여력(%)	31.3	

Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 85: 오리온의 12M Fwd. P/E



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 86: 오리온 Peer Valuation (Bloomberg Consensus 기준)

기업명	국가	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)			매출액성장률(%)			영업이익률(%)			P/E(배)		
			'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E
오리온	KS	5,522	3,332	3,720	3,963	7.3	11.6	6.5	16.8	17.5	17.8	10.9	11.4	10.4
롯데웰푸드	KS	966	4,216	4,403	4,584	4.2	4.4	4.1	2.6	4.3	4.7	14.0	8.3	6.9
WANT WANT	HK	7,762	4,543	5,606	5,703	-0.3	14.5	1.7	24.6	21.5	21.5	12.5	8.5	8.2
TingYi	HK	12,164	15,643	18,073	18,577	-2.0	15.5	2.8	8.7	8.6	8.9	13.3	12.3	11.5
Calbee	JP	3,825	2,952	3,391	3,540	6.4	5.4	4.4	9.0	7.5	7.8	16.7	20.5	19.0
Mondelez	US	116,540	54,793	61,159	62,996	5.8	11.6	3.0	9.2	13.4	14.1	17.4	19.8	17.9
PepsiCo	US	298,737	133,564	149,600	154,245	2.3	12.0	3.1	12.2	16.2	16.4	18.0	16.9	16.0

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 87: 오리온의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	802	777	829	925	930	899	952	1,026	3,332	3,808	4,026
한국	282	291	283	289	283	300	294	300	1,146	1,177	1,212
중국	328	305	337	350	410	378	407	396	1,321	1,590	1,683
베트남	128	103	121	187	151	116	143	213	538	624	688
러시아	67	81	90	102	90	105	109	118	339	423	453
연결조정	4	2	1	4	5	0	0	1	12	6	10
YoY(%)	7.1	8.1	7.0	7.3	16.0	15.7	14.9	11.0	7.3	14.3	5.7
한국	4.0	4.9	4.3	4.5	0.4	3.0	4.0	3.5	4.4	2.7	3.0
중국	7.1	3.0	4.7	1.4	24.8	24.0	20.5	13.0	4.0	20.4	5.8
베트남	8.5	4.4	-1.0	5.9	17.9	13.5	18.6	14.0	4.6	15.9	10.3
러시아	33.0	64.5	44.7	47.7	34.7	29.9	21.7	16.2	47.3	24.6	7.1
YoY(현지통화) (%)											
중국	-0.8	-2.2	-0.3	1.2	17.6	8.3	6.0	5.0	-0.5	9.1	5.0
베트남	2.8	8.8	-1.4	6.1	20.5	6.3	10.0	10.0	4.0	11.7	10.0
러시아	25.0	43.8	28.7	15.9	12.6	11.9	10.0	10.0	27.0	11.0	14.1
영업이익	131	121	138	168	165	136	164	192	558	657	691
한국	46	49	42	50	48	41	45	53	187	188	191
중국	56	52	67	66	80	65	79	74	242	298	315
베트남	21	14	21	40	27	14	23	44	97	108	121
러시아	9	10	12	17	14	15	16	22	47	68	67
연결조정	1	3	4	5	4	-0	0	1	13	5	4
YoY(%)	5.0	-0.2	0.6	4.9	25.9	11.9	18.9	14.4	2.7	17.7	5.2
한국	5.6	3.4	-3.8	13.7	4.6	-14.9	7.5	6.5	4.7	0.7	1.4
중국	3.2	-6.6	5.4	-5.4	42.7	24.0	18.3	11.4	-1.0	23.3	5.8
베트남	8.7	-5.9	-10.7	-4.5	25.2	0.2	9.2	10.4	-3.6	11.8	12.3
러시아	9.2	44.6	26.9	25.8	66.2	58.9	40.3	30.4	25.9	45.4	-0.4
영업이익률(%)	16.4	15.6	16.6	18.1	17.8	15.1	17.2	18.7	16.8	17.3	17.2
한국	16.4	16.7	14.9	17.2	17.1	13.8	15.4	17.7	16.3	16.0	15.7
중국	17.1	17.1	19.8	19.0	19.5	17.1	19.5	18.7	18.3	18.7	18.7
베트남	16.5	14.0	17.6	21.2	17.6	12.4	16.2	20.6	17.9	17.3	17.6
러시아	12.8	12.0	13.1	16.3	15.7	14.7	15.1	18.3	13.7	16.0	14.9
지배순이익	104	70	103	106	124	91	128	135	383	478	518
YoY(%)	11.2	-10.5	3.0	-58.2	19.3	30.4	24.4	27.1	-27.0	24.9	8.4
NIM(%)	13.0	9.0	12.4	11.5	13.4	10.1	13.4	13.1	11.5	12.5	12.9

Source: 오리온, 다올투자증권 추정

Fig. 88: 오리온 월별 실적

(억원)

(억원)	2025 년						2026 년					
	1 월	2 월	3 월	4 월	5 월	6 월	1 월	2 월	3 월	4 월	5 월	6 월
매출액	3,180	2,249	2,631	2,646	2,699	2,449	3,891	2,544	2,905	3,026	3,011	2,958
한국	945	890	988	983	1,030	899	979	870	985	1,012	1,004	985
중국	1,420	799	1,063	1,060	1,024	964	1,953	931	1,213	1,303	1,237	1,240
베트남	617	341	325	330	355	341	691	429	393	379	401	384
러시아	198	219	255	273	290	245	268	314	314	332	369	349
YoY(%)	-1.4	16.2	14.0	8.5	8.7	7.0	22.4	13.1	10.4	14.4	11.6	20.8
한국	1.2	3.5	7.2	3.0	6.3	5.3	3.6	-2.2	-0.3	3.0	-2.5	9.6
중국	-11.1	42.2	17.6	2.6	3.0	3.5	37.5	16.5	14.1	22.9	20.8	28.6
베트남	13.0	4.0	5.5	11.9	1.4	0.6	12.0	25.8	20.9	14.8	13.0	12.6
러시아	35.6	18.4	46.6	75.0	69.6	49.4	35.4	43.4	23.1	21.6	27.2	42.4
YoY(현지통화)												
한국	1.2	3.5	7.2	3.0	6.3	5.3	3.6	-2.2	-0.3	3.0	-2.5	9.6
중국	-18.9	35.1	8.8	-2.3	0.4	3.3	32.3	6.9	6.0	12.4	7.5	9.0
베트남	6.7	-0.2	-0.1	9.3	1.6	3.9	15.5	23.2	20.9	12.6	7.2	0.4
러시아	40.9	10.3	30.2	57.3	55.4	38.6	2.6	23.4	14.0	10.2	9.5	22.4
영업이익	568	327	429	426	455	369	827	365	499	469	467	423
한국	172	140	154	161	187	137	184	141	159	150	142	121
중국	244	113	203	191	177	155	465	106	228	223	218	207
베트남	125	47	40	39	56	49	136	70	60	41	54	49
러시아	27	27	32	35	35	28	42	48	52	55	53	46
YoY(%)	-8.5	35.7	9.4	-1.8	0.0	2.8	45.6	11.6	16.3	10.1	2.6	14.6
한국	6.2	9.4	3.4	-1.2	6.9	6.2	7.0	0.7	3.2	-6.8	-24.1	-11.7
중국	-26.7	189.7	19.4	-10.7	-7.3	0.0	90.6	-6.2	12.3	16.8	23.2	33.5
베트남	20.2	4.4	-13.0	11.4	-12.5	-10.9	8.8	48.9	50.0	5.1	-3.6	0.0
러시아	22.7	-6.9	18.5	59.1	40.0	40.0	55.6	77.8	62.5	57.1	51.4	64.3
영업이익률(%)	17.9	14.5	16.3	16.1	16.9	15.1	21.3	14.3	17.2	15.5	15.5	14.3
한국	18.2	15.7	15.6	16.4	18.2	15.2	18.8	16.2	16.1	14.8	14.1	12.3
중국	17.2	14.1	19.1	18.0	17.3	16.1	23.8	11.4	18.8	17.1	17.6	16.7
베트남	20.3	13.8	12.3	11.8	15.8	14.4	19.7	16.3	15.3	10.8	13.5	12.8
러시아	13.6	12.3	12.5	12.8	12.1	11.4	15.7	15.3	16.6	16.6	14.4	13.2

Source: 오리온, 다올투자증권

오리온 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,647.4	1,867.0	2,207.9	2,525.3	2,850.2
현금성자산	1,109.0	1,312.4	1,610.4	1,938.1	2,229.5
매출채권	190.2	198.3	224.9	220.6	233.9
재고자산	316.6	321.4	337.4	330.9	350.8
비유동자산	2,661.1	2,731.6	2,953.2	3,010.4	3,115.8
투자자산	889.4	925.4	1,057.6	1,069.3	1,081.3
유형자산	1,701.5	1,716.0	1,785.7	1,813.0	1,888.4
무형자산	70.1	90.2	109.8	128.2	146.0
자산총계	4,308.4	4,598.7	5,161.1	5,535.7	5,966.0
유동부채	537.6	498.2	584.1	576.7	604.4
매입채무	383.4	368.4	449.8	441.2	467.7
유동성이자부채	14.1	14.2	17.5	17.5	17.5
비유동부채	196.8	188.3	214.9	230.9	248.2
비유동이자부채	25.8	21.8	20.6	20.6	20.6
부채총계	734.4	686.5	798.9	807.5	852.5
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
이익잉여금	2,032.7	2,317.1	2,656.3	3,022.3	3,407.5
자본조정	820.6	873.6	976.7	976.7	976.7
자기주식	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
자본총계	3,574.0	3,912.2	4,362.2	4,728.2	5,113.4
투하자본	1,770.6	1,908.3	1,935.6	1,970.4	2,060.8
순차입금	(1,069.1)	(1,276.3)	(1,572.3)	(1,900.0)	(2,191.4)
ROA	13.6	8.8	9.9	9.8	9.7
ROE	16.8	10.7	12.0	11.8	11.6
ROIC	23.4	21.7	25.6	26.9	27.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,104.3	3,332.4	3,808.1	4,026.2	4,268.2
증가율 (Y-Y,%)	6.6	7.3	14.3	5.7	6.0
영업이익	543.6	558.3	657.0	691.0	741.2
증가율 (Y-Y,%)	10.4	2.7	17.7	5.2	7.3
EBITDA	704.0	722.9	833.3	868.6	926.0
영업외손익	148.6	(11.7)	(10.6)	(2.3)	(5.9)
순이자수익	29.9	24.3	26.1	37.8	38.1
외화관련손익	2.8	(1.2)	14.7	0.0	0.0
지분법손익	(9.1)	(27.5)	(29.7)	(28.1)	(28.9)
세전계속사업손익	692.2	546.6	646.4	688.7	735.3
당기순이익	533.2	390.6	483.8	523.4	558.9
지배기업당기순이익	524.6	382.7	477.9	518.2	553.3
증가율 (Y-Y,%)	38.5	(26.7)	23.9	8.2	6.8
NOPLAT	418.7	399.0	491.8	525.1	563.3
(+) Dep	160.5	164.6	176.3	177.7	184.8
(-) 운전자본투자	(96.0)	55.9	(39.7)	(3.0)	5.8
(-) Capex	106.9	122.6	188.4	201.3	256.1
OpFCF	568.3	385.2	519.4	504.4	486.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.6	5.1	9.4	9.1	8.6
영업이익증가율(3Yr)	13.4	6.2	10.1	8.3	9.9
EBITDA증가율(3Yr)	10.4	4.8	8.7	7.3	8.6
순이익증가율(3Yr)	26.5	(0.6)	7.9	(0.6)	12.7
영업이익률(%)	17.5	16.8	17.3	17.2	17.4
EBITDA마진(%)	22.7	21.7	21.9	21.6	21.7
순이익률 (%)	17.2	11.7	12.7	13.0	13.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	651.6	537.3	609.2	732.2	766.7
당기순이익	533.2	390.6	483.8	523.4	558.9
자산상각비	160.5	164.6	176.3	177.7	184.8
운전자본증감	68.7	(70.0)	(69.1)	3.0	(5.8)
매출채권감소(증가)	16.5	2.3	(19.8)	4.3	(13.3)
재고자산감소(증가)	(42.3)	0.6	(3.6)	6.4	(19.9)
매입채무증가(감소)	30.1	(19.0)	(50.1)	(8.6)	26.5
투자현금	(504.9)	(564.2)	(469.8)	(286.2)	(342.7)
단기투자자산감소	(10.2)	(3.8)	(19.2)	(23.2)	(23.7)
장기투자증권감소	(376.7)	(32.3)	(159.4)	(31.5)	(32.4)
설비투자	(106.9)	(122.6)	(188.4)	(201.3)	(256.1)
유무형자산감소	(12.5)	(22.5)	(21.4)	(21.9)	(22.0)
재무현금	(70.1)	(120.9)	(3.5)	(152.2)	(168.0)
차입금증가	(13.9)	(14.6)	(3.5)	0.0	0.0
자본증가	(56.2)	(106.2)	(138.4)	(152.2)	(168.0)
배당금지급	56.2	106.2	138.4	152.2	168.0
현금 증감	85.4	(139.9)	148.1	304.5	267.8
총현금흐름(Gross CF)	698.3	736.1	721.3	729.2	772.6
(-) 운전자본증가(감소)	(96.0)	55.9	(39.7)	(3.0)	5.8
(-) 설비투자	106.9	122.6	188.4	201.3	256.1
(+) 자산매각	(12.5)	(22.5)	(21.4)	(21.9)	(22.0)
Free Cash Flow	262.1	101.9	182.3	445.9	424.0
(-) 기타투자	376.7	32.3	159.4	31.5	32.4
잉여현금	(114.6)	69.6	22.9	414.4	391.7

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	13,269	9,680	12,088	13,106	13,994
BPS	86,025	94,052	104,742	113,536	122,828
DPS	2,500	3,500	3,850	4,250	4,700
Multiples(x, %)					
PER	7.7	10.9	11.3	10.5	9.8
PBR	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	4.2	4.0	4.6	4.1	3.5
배당수익률	2.4	3.3	2.8	3.1	3.4
PCR	5.8	5.7	7.5	7.4	7.0
PSR	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3
재무건전성 (%)					
부채비율	20.5	17.5	18.3	17.1	16.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	306.4	374.8	378.0	437.9	471.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.4	0.5	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	47.0	46.0	42.0	39.6	38.4
현금+투자자산(%)	53.0	54.0	58.0	60.4	61.6
자본구조					
차입금(%)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
자기자본(%)	98.9	99.1	99.1	99.2	99.3

오리온

연도별 성과

연도	성과
2023	A
2024	A
2025	A

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	85.8	252/1295	7/49

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
65.4	47.2	25%	▲
63.4	48.5	중	▲
70.9	45.3	중	▲
50.0	88.6	하	▼
80.0	69.8	하	▲
67.1	55.7	35%	▲
68.7	54.2	중	▲
67.4	53.2	중	▲
64.0	67.1	중	▼
66.8	53.4	하	▲
74.7	55.7	40%	▲
63.7	51.6	중	▲
76.9	62.6	하	▲
72.3	56.8	중	▲
95.3	72.4	하	▲
87.5	60.7	하	▲
60.0	53.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	9.6%	27.0%	24.6%
2023	13.1%	19.2%	-8.3%
2024	18.8%	22.6%	-11.8%

CJ제일제당

(097950)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	280,000	300,000	하향
Earnings			

Stock Information

현재가 (7/10)	191,000원
예상 주가상승률	46.6%
시가총액	28,753억원
비중(KOSPI내)	0.05%
발행주식수	15,054천주
52주 최저가 / 최고가	177,500 - 260,000원
3개월 일평균거래대금	147억원
외국인 지분율	15.6%
주요주주지분율(%)	
CJ (외 8인)	45.5
국민연금공단 (외 1인)	8.1
자사주 (외 1인)	2.4

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	n/a	7.7	10.6
PBR(배)	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	4.8	4.5	4.4
배당수익률(%)	2.9	3.1	3.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(1.8)	(8.0)	(26.0)	(8.2)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	1.4	(71.0)	(160.8)	(85.6)

바이오 판가 회복 확인

Issue

2Q26E Preview

Pitch

2Q26E 실적은 시장 기대치 부합 예상

Rationale

- 2Q26E 연결 매출액 6조 8,513억원(YoY-11.5%), 영업이익 2,972억원(OPM +4.3%, YoY -24.7%)으로 시장 기대치 부합 추정. F&C와 CJ대한통운 제외한 매출액, 영업이익은 각각 YoY +4.3%, YoY -14.1% 추정
- 전사 식품 매출액 YoY +3.6% 추정. 국내 가공식품 YoY +4%, 해외식품 YoY +5.2% 추정하며, 국내 소재식품은 역성장 예상. 곡물가, 환율 상승이 수익성 부담 요인으로 작용하고 있으나, SKU 효율화 등 재무구조 개선 노력에 힘입어 전사 식품 영업이익률은 전년동기와 유사한 3.4% 추정
- 바이오 매출액 YoY +6%, 영업이익 660억원, 영업이익률 5.6% 추정. 대두박 가격 상승 수혜로 사료용 아미노산 판매량이 QoQ 증가했으며, 판가도 QoQ 회복. 판가와 함께 동반 상승한 원가가 수익성 개선폭을 제한했으나, 메치오닌 판가 인상분 본격 반영으로 메치오닌의 이익 기여 확대. 셀렉타 역시 성수기 효과와 대두박 가격 상승에 힘입어 판매량과 이익 모두 개선
- 동사가 연초 발표한 재무구조 개선 관련 구체적인 윤곽이 점차 드러나고 있음. 언론 보도에 따르면 동사는 인천3공장, 충남논산3공장 등 생산시설을 매각대상 자산으로 분류하고 원매자를 물색 중이며, 해당 자산의 합산 가치는 약 2,300억원 규모. 1) 사업 포트폴리오 리밸런싱, 2) 비핵심자산 유통화, 3) 생산시설 효율화라는 방향성 속 세부 방안 구체화 전망
- 적정P/E를 기존 12배(바이오 바텀아웃 기대감 반영 구간에 부여)에서 11배로 하향 조정해 적정주가를 28만원으로 하향. 1Q26를 저점으로 바이오 부문 YoY 이익 회복세는 하반기까지도 이어질 것. 다만 QoQ 증익 가시성은 아직 높지 않은 만큼 업황에 대한 추가적인 모니터링이 필요하다고 판단. 7월 예상되는 미국의 중국산 라이신 반덤핑 확정관세 판정은 동사 판가에 우호적으로 작용 가능. 이와 더불어 재무구조 개선 방법 구체화 시 주가는 탄력적으로 반응할 것

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
매출액	6,851.3	6,853.8	-0.0	6,939.0	-1.3	7,237.2	-5.3	7,111.1	-3.7
영업이익	297.2	276.9	7.3	277.9	6.9	349.1	-14.9	238.1	24.8
지배주주순이익	74.4	70.0	6.2	102.0	-27.1	158.6	-53.1	81.8	-9.1
OPM	4.3	4.0	0.3	4.0	0.3	4.8	-0.5	3.3	1.0
NIM	1.1	1.0	0.1	1.5	-0.4	2.2	-1.1	1.2	-0.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 89: CJ제일제당 P/E Valuation

구분		비고
EPS(원)	24,671	'26년 기준
적정P/E(배)	10	적정배수 하향 (12→11배)
적정주가(원)	280,000	
증가(원)	191,000	
상승여력(%)	46.6	

Source: CJ제일제당, 다올투자증권 추정

Fig. 90: CJ제일제당의 Peer Valuation (Bloomberg Consensus 기준)

구분	기업명	국가	시총 (조원)	P/E(배)			매출액성장률(%)			영업이익률(%)			ROE(%)		
				'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E
	CJ제일제당	KS	3	-	8.5	7.1	0.4	4.4	4.1	4.5	4.5	4.9	-7.0	5.0	6.0
바이오/식품 Peer	Ajinomoto	JP	52	42.4	40.7	33.8	6.3	8.5	6.2	7.2	11.7	13.0	9.0	17.2	20.1
식품 Peer	Kraft Heinz	US	45	9.4	12.1	11.9	-3.5	-1.9	0.5	-	16.3	16.2	-	5.8	6.0
식품 Peer	Conagra Brands	US	10	9.8	8.2	8.8	-3.6	-2.8	-1.6	18.7	11.4	10.7	12.9	9.5	8.8
글로벌 식품 벤치마크	Nestle	SW	403	22.4	19.2	18.0	-2.0	-0.5	3.5	13.7	16.2	15.8	26.3	32.7	32.3
글로벌 식품 벤치마크	PepsiCo	US	297	18.0	16.8	15.9	2.3	5.2	3.1	12.2	16.2	16.4	42.9	52.3	48.4
바이오 다운스트림	Tyson Foods	US	58	16.8	17.0	14.5	-6.2	4.8	4.2	1.2	3.5	3.8	4.8	9.5	10.4
바이오 업스트림	ADM	US	31	13.6	14.4	12.7	2.1	4.3	0.8	2.0	4.0	4.3	2.6	6.9	8.6

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 91: CJ제일제당의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액 (대통 포함)	6,706	7,740	7,440	7,006	7,111	6,851	7,060	7,155	28,891	28,177	29,097
YoY(%)	-7.1	6.9	0.3	30.4	6.0	-11.5	-5.1	2.1	6.1	-2.5	3.3
매출액 (대통 제외)	4,403	4,361	4,573	3,976	4,027	3,969	4,184	4,131	17,312	16,310	17,012
YoY(%)	-0.9	0.7	-1.0	-11.1	-8.5	-9.0	-8.5	3.9	-3.1	-5.8	4.3
매출액 (대통, F&C 제외)	3,860	3,806	4,003	3,976	4,027	3,969	4,184	4,131	15,645	16,310	17,012
YoY(%)	0.2	1.2	-0.9	1.8	4.3	4.3	4.5	3.9	0.5	4.2	4.3
1. 식품	2,925	2,687	2,984	2,926	3,038	2,783	3,062	2,997	11,522	11,881	12,341
국내식품	1,437	1,319	1,529	1,314	1,483	1,343	1,539	1,315	5,597	5,680	5,758
해외식품	1,488	1,369	1,455	1,612	1,556	1,440	1,523	1,682	5,925	6,201	6,583
YoY(%)	3.3	-0.7	0.4	2.9	3.9	3.6	2.6	2.4	1.5	3.1	3.9
국내식품	-1.4	-4.5	-2.6	-3.8	3.2	1.8	0.7	0.1	-3.0	1.5	1.4
해외식품	8.2	3.4	3.7	9.0	4.5	5.2	4.7	4.3	6.2	4.7	6.2
2. 바이오	936	1,118	1,019	1,050	989	1,185	1,121	1,134	4,123	4,429	4,671
YoY(%)	-8.4	5.9	-4.7	-1.1	5.7	6.0	10.0	8.0	-2.0	7.4	5.5
3. 대한통운	2,993	3,048	3,067	3,177	3,215	3,023	3,020	3,170	12,285	12,427	12,678
YoY(%)	2.4	-0.4	3.1	0.5	7.4	-0.8	-1.5	-0.2	1.4	1.2	2.0
영업이익 (대통 포함)	288	395	347	296	238	297	424	448	1,325	1,407	1,471
OPM(%)	4.3	5.1	4.7	4.2	3.3	4.3	6.0	6.3	4.6	5.0	5.1
YoY(%)	-23.5	5.0	-15.9	2.7	-17.2	-24.7	22.4	51.3	-8.8	6.2	4.5
영업이익 (대통 제외)	236	241	202	139	149	159	261	241	817	810	848
OPM(%)	5.4	5.5	4.4	3.5	3.7	4.0	6.2	5.8	4.7	5.0	5.0
YoY(%)	-11.6	-9.1	-25.8	-35.7	-37.0	-33.9	29.5	73.9	-19.8	-0.9	4.6
영업이익 (대통, F&C 제외)	201	198	190	139	149	159	261	241	728	810	848
OPM(%)	7.3	6.1	5.9	4.9	5.2	5.2	4.7	3.5	4.6	5.0	5.0
YoY(%)	43.2	1.7	-14.8	-4.1	-28.9	-14.1	-20.7	-27.9	-23.0	11.4	4.6
1. 식품	129	90	169	138	143	93	173	142	526	551	568
OPM(%)	4.4	3.4	5.6	4.7	4.7	3.4	5.6	4.7	4.6	4.6	4.6
YoY(%)	-30.3	-33.7	4.5	-0.1	11.2	3.6	2.6	2.4	-15.3	4.8	3.1
2. 바이오	72	108	21	0	6	66	89	99	202	259	280
OPM(%)	7.7	9.7	2.1	0.0	0.6	5.6	7.9	8.8	4.9	5.9	6.0
YoY(%)	-26.3	13.9	-72.6	-99.4	-92.4	-39.0	313.8	33,035	-37.8	28.4	7.9
3. 대한통운	85	115	148	160	92	131	160	160	508	543	573
OPM(%)	2.9	3.8	4.8	5.0	2.9	4.3	5.3	5.0	4.1	4.4	4.5
YoY(%)	-21.9	-8.1	4.4	3.4	7.9	13.7	7.9	0.2	-4.3	6.8	5.7
지배순이익	14	163	73	-821	82	74	143	80	-571	379	279
NIM(%)	0.2	2.1	1.0	-11.7	1.2	1.1	2.0	1.1	-2.0	1.3	1.0
YoY(%)	-85.2	79.2	-53.0	적지	499.8	-54.2	95.9	흑전	적전	흑전	-26.5

Source: CJ제일제당, 다올투자증권 추정

CJ제일제당 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	9,000.0	8,869.1	10,612.6	10,708.6	11,228.1
현금성자산	1,937.2	1,417.1	2,960.3	2,830.8	3,097.2
매출채권	3,480.9	3,127.7	3,136.2	3,252.8	3,384.9
재고자산	2,520.5	2,181.9	2,352.2	2,439.6	2,538.7
비유동자산	21,133.7	20,875.7	20,772.2	20,827.4	20,955.9
투자자산	3,909.8	3,971.2	3,476.1	3,625.7	3,782.0
유형자산	12,376.2	12,348.6	12,592.5	12,493.7	12,457.5
무형자산	4,846.4	4,546.9	4,703.6	4,707.9	4,716.5
자산총계	30,133.7	29,744.8	31,384.8	31,536.0	32,184.0
유동부채	10,311.7	10,433.3	10,393.7	10,400.8	10,519.7
매입채무	3,142.5	2,840.7	2,352.2	2,439.6	2,538.7
유동성이자부채	6,402.7	5,648.6	6,078.1	5,978.1	5,978.1
비유동부채	7,595.1	7,760.3	8,766.6	8,728.1	8,792.1
비유동이자부채	5,932.3	6,291.2	7,251.6	7,151.6	7,151.6
부채총계	17,906.8	18,193.6	19,160.3	19,128.9	19,311.8
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,304.4	1,295.8	1,295.8	1,295.8	1,295.8
이익잉여금	5,731.2	5,025.7	5,380.9	5,563.5	6,028.6
자본조정	730.1	655.2	855.3	855.3	855.3
자기주식	(100.3)	(100.3)	(100.3)	(100.3)	(100.3)
자본총계	12,226.9	11,551.2	12,224.5	12,407.2	12,872.2
투하자본	21,788.4	21,178.7	22,185.9	22,273.0	22,445.1
순차입금	10,397.9	10,522.7	10,369.4	10,298.9	10,032.5
ROA	1.2	(1.4)	1.6	1.6	2.5
ROE	4.6	(5.6)	6.8	6.6	9.9
ROIC	3.0	(15.2)	4.7	5.0	5.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	27,239.7	27,342.6	28,176.7	29,096.7	30,207.4
증가율 (Y-Y,%)	(6.1)	0.4	3.1	3.3	3.8
영업이익	1,452.1	1,233.6	1,407.1	1,470.9	1,741.4
증가율 (Y-Y,%)	12.4	(15.0)	14.1	4.5	18.4
EBITDA	3,010.2	2,865.7	2,987.0	3,039.2	3,302.8
영업외손익	(878.6)	(1,168.7)	(737.2)	(805.8)	(698.5)
순이자수익	(437.9)	(439.8)	(326.0)	(355.6)	(292.6)
외화관련손익	(189.9)	44.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	17.8	19.3	20.5	27.3	27.0
세전계속사업손익	573.5	64.9	669.9	665.1	1,042.9
당기순이익	345.9	(417.0)	500.1	505.5	792.6
지배기업당기순이익	132.3	(571.5)	379.4	278.8	569.3
증가율 (Y-Y,%)	(38.2)	적전	흑전	1.1	56.8
NOPLAT	638.3	(3,276.2)	1,018.6	1,117.9	1,323.5
(+) Dep	1,558.1	1,632.1	1,580.0	1,568.2	1,561.3
(-) 운전자본투자	349.8	(486.6)	669.4	118.6	134.1
(-) Capex	1,000.9	1,630.5	1,300.2	1,454.8	1,510.4
OpFCF	845.7	(2,788.0)	629.0	1,112.7	1,240.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.2	(3.1)	(1.0)	2.2	3.4
영업이익증가율(3Yr)	(1.6)	(9.5)	2.9	0.4	12.2
EBITDA증가율(3Yr)	2.6	(2.2)	1.8	0.3	4.8
순이익증가율(3Yr)	(27.1)	n/a	(3.7)	13.5	n/a
영업이익률(%)	5.3	4.5	5.0	5.1	5.8
EBITDA마진(%)	11.1	10.5	10.6	10.4	10.9
순이익률 (%)	1.3	(1.5)	1.8	1.7	2.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	2,255.3	2,481.6	2,908.0	3,527.8	3,792.8
당기순이익	345.9	(417.0)	500.1	505.5	792.6
자산상각비	1,558.1	1,632.1	1,580.0	1,568.2	1,561.3
운전자본증감	(675.9)	(43.1)	(461.8)	(118.6)	(134.1)
매출채권감소(증가)	(259.0)	67.0	(533.7)	(116.6)	(132.1)
재고자산감소(증가)	429.3	189.5	291.1	(87.4)	(99.1)
매입채무증감(감소)	(566.4)	(33.0)	255.7	87.4	99.1
투자현금	(1,103.5)	(1,526.8)	(1,661.2)	(1,642.0)	(1,710.6)
단기투자자산감소	(182.8)	66.9	(247.8)	(45.9)	(47.8)
장기투자증권감소	17.1	(55.7)	2.9	2.2	0.4
설비투자	(1,000.9)	(1,630.5)	(1,300.2)	(1,454.8)	(1,510.4)
유무형자산감소	(37.9)	(7.4)	(32.1)	(18.9)	(23.3)
재무현금	(1,863.3)	(1,102.0)	(381.6)	(296.2)	(104.2)
차입금증가	(593.8)	(400.8)	(233.7)	(200.0)	0.0
자본증가	(96.2)	(96.2)	(96.2)	(96.2)	(104.2)
배당금지급	96.2	96.2	96.2	96.2	104.2
현금 증감	(586.3)	(262.8)	790.6	(175.5)	218.6
총현금흐름(Gross CF)	3,128.5	2,799.2	3,419.1	3,646.4	3,926.9
(-) 운전자본증가(감소)	349.8	(486.6)	669.4	118.6	134.1
(-) 설비투자	1,000.9	1,630.5	1,300.2	1,454.8	1,510.4
(+) 자산매각	(37.9)	(7.4)	(32.1)	(18.9)	(23.3)
Free Cash Flow	1,349.1	1,229.2	1,296.2	1,885.8	2,082.2
(-) 기타투자	(17.1)	55.7	(2.9)	(2.2)	(0.4)
잉여현금	1,366.2	1,173.5	1,299.1	1,888.1	2,082.6

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	8,786	(37,960)	24,671	17,945	37,237
BPS	183,204	153,327	177,658	188,541	216,407
DPS	6,000	6,000	6,000	6,500	6,500
Multiples(x,%)					
PER	29.1	n/a	7.7	10.6	5.1
PBR	1.4	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	4.8	4.8	4.5	4.4	4.0
배당수익률	2.3	2.9	3.1	3.4	3.4
PCR	1.3	1.2	0.9	0.9	0.8
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	146.5	157.5	156.7	154.2	150.0
Net debt/Equity	85.0	91.1	84.8	83.0	77.9
Net debt/EBITDA	345.4	367.2	347.1	338.9	303.8
유동비율	87.3	85.0	102.1	103.0	106.7
이자보상배율	3.3	2.8	4.3	4.1	6.0
이자비용/매출액	1.8	1.8	2.7	3.1	2.8
자산구조					
투하자본(%)	78.8	79.7	77.5	77.5	76.5
현금+투자자산(%)	21.2	20.3	22.5	22.5	23.5
자본구조					
차입금(%)	50.2	50.8	52.2	51.4	50.5
자기자본(%)	49.8	49.2	47.8	48.6	49.5

농심
(004370)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	500,000	500,000	유지
Earnings			

Stock Information

현재가 (7/10)	356,000원
예상 증가상승률	40.4%
시가총액	21,654억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	6,083천주
52주 최저가 / 최고가	329,500 - 522,000원
3개월 일평균거래대금	99억원
외국인 지분율	22.6%
주요주주지분율(%)	
농심홀딩스 (외 6인)	44.2
국민연금공단 (외 1인)	5.9
자사주 (외 1인)	4.1

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	15.5	10.5	9.9
PBR(배)	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.8	3.9	3.2
배당수익률(%)	1.4	1.7	1.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(1.8)	(12.4)	(10.9)	(17.7)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	1.5	(75.4)	(145.7)	(95.1)

예상보다 강한 2분기

Issue

2Q26 Preview

Pitch

영업이익 기준 시장 기대치 상회 추정

Rationale

- 2Q26E 매출액 9,365억원(YoY +7.9%), 영업이익 525억원(YoY +30.8%, OPM 5.6%)으로 영업이익 기준 시장 기대치 상회 추정
- 2분기는 중동 전쟁에 따른 각종 원가 부담이 본격 반영되는 시기. 그럼에도 '25년 3월(국내), '25년 7월(미국) 실시한 가격 인상 및 마케팅비 효율화로 당 분기까지도 전년동기대비 증익 이어갈 전망
- 마케팅비 효율화 진행 중. 동사는 '25년 하반기 중국·미국 중심 각종 광고 및 프로모션 강화로 해외 법인 수익성이 둔화된 바 있었음. 당 분기 진행된 대규모 마케팅은 없으며, 하반기에도 대규모 마케팅비 집행 가능성 낮음
- 동사는 주요 원재료 조달 계약을 주로 2분기에 진행함. 소맥 가격은 전년대비 낮춰 계약 완료되었으며, 포장재 가격은 전년대비 상승이 불가피했으나 타 원재료(스프·소맥·전분) 대비 원부재료 내 차지하는 비중이 작은 만큼 이로 인한 대규모 수익성 훼손은 일어나지 않을 것. 또한 유류비 상승으로 인한 운임 및 생산비 증가 영향은 4Q26부터는 일단락될 가능성이 높음
- 해외는 1Q26과 유사한 수준의 성장률 시현 추정. 미국은 원화 약세와 더불어 원화 기준 총매출액은 두 자릿수 성장 추정하며, 특히 이번 분기는 신라면 외 브랜드의 성장률도 소폭 반등 추정. 중국 역시 위안화 강세 및 간식점·창고형 할인매장 입점 확대로 전 분기에 이어 두 자릿수 매출 성장 기록 추정
- '26년 6월 러시아 지역 내 판매법인 출범. 현재 수출 매출액 내 러시아+CIS 비중은 약 10% 수준이며, CIS 지역 수출 매출액은 두 자릿수 성장이 이어지고 있음. '26년 10월 가동 예정인 녹산 수출 공장에는 고속 면 라인 3개가 들어설 예정으로, 이는 현재 수출 물량을 대응하는 부산·구미 공장 내 수출 생산량과 유사한 수준. 수출 대응 능력 확대와 함께 유럽('25.05), 러시아('26.06) 내 판매 법인 설립으로 점차적인 해외 모멘텀 강화 전망. 적정주가 50만원 유지

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
매출액	936.5	933.1	0.4	925.8	1.2	867.7	7.9	934.0	0.3
영업이익	52.5	47.4	10.7	47.7	10.1	40.2	30.8	67.4	-22.1
지배주주순이익	51.4	47.4	8.3	43.4	18.4	36.5	40.8	60.6	-15.3
OPM	5.6	5.1	0.5	5.2	0.5	4.6	1.0	7.2	-1.6
NIM	5.5	5.1	0.4	4.7	0.8	4.2	1.3	6.5	-1.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 92: 농심 P/E Valuation

구분		비고
EPS(원)	33,992	'26년 기준
적정P/E(배)	15	삼양식품에 부여한 적정P/E(25배) 대비 할인
적정주가(원)	500,000	
증가(원)	356,000	
상승여력(%)	40.4	

Source: 농심, 다올투자증권 추정

Fig. 93: 농심 Peer Valuation (Bloomberg Consensus 기준)

기업	국가	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)			매출액성장률(%)			영업이익률(%)			P/E(배)		
			'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E
농심	KS	2,168	3,514	3,712	3,881	2.2	5.6	4.6	5.2	5.6	5.8	14.7	11.3	10.6
삼양식품	KS	8,497	2,352	3,047	3,667	36.1	29.6	20.3	22.3	23.7	24.2	23.8	15.4	12.6
Tingyi	HK	12,164	15,643	18,073	18,577	-2.0	15.5	2.8	8.7	8.6	8.9	13.3	12.3	11.5
Toyo Suisan	JP	11,144	4,688	5,415	5,617	4.8	6.7	3.7	14.9	14.8	14.9	13.8	15.3	14.3
Nissin	JP	8,057	7,107	8,062	8,449	6.0	8.1	4.8	7.9	8.1	8.3	16.6	17.4	15.9
Uni-President	HK	6,197	6,274	7,504	7,871	4.6	19.6	4.9	8.1	7.9	8.1	15.4	12.6	11.8

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 94: 농심의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	893	868	871	882	934	937	925	941	3,514	3,737	3,991
1. 별도	693	694	675	672	715	702	689	687	2,735	2,793	2,906
라면	516	515	501	518	534	521	513	530	2,050	2,098	2,210
내수	410	404	406	418	408	399	414	425	1,638	1,646	1,679
수출	106	111	96	100	126	122	99	105	413	452	531
스낵	109	122	120	105	110	125	122	107	456	464	473
기타	155	142	138	135	160	144	140	137	571	580	586
매출에누리	86	89	85	85	89	88	86	86	346	349	363
2. 해외	254	252	266	288	313	305	305	322	1,060	1,245	1,375
중국	45	42	44	41	53	48	48	43	173	191	201
미국	136	124	122	142	141	129	127	145	524	542	559
유럽	-	9	23.7	28.4	37	40	43	46	61	167	225
기타국가	46	57	56	55	57	69	67	66	214	258	305
YoY(%)	2.3	0.8	2.4	3.2	4.6	7.9	6.2	6.6	2.2	6.3	6.8
1. 별도	1.4	0.9	1.2	1.4	3.1	1.2	2.1	2.2	1.2	2.1	4.0
라면	5.2	1.6	1.8	3.1	3.5	1.2	2.3	2.3	2.9	2.3	5.3
내수	5.3	3.0	5.1	2.0	-0.5	-1.2	2.1	1.6	3.8	0.5	2.0
수출	5.0	-3.4	-10.2	8.1	18.8	10.0	3.0	5.0	-0.5	9.4	17.5
스낵	-10.9	6.3	7.8	-1.8	1.2	2.0	2.0	2.0	0.2	1.8	2.0
2. 해외	2.9	6.6	14.4	18.2	23.1	21.2	14.7	11.7	10.5	17.4	10.5
중국	-4.5	2.3	31.9	7.1	16.0	14.0	8.0	5.0	7.6	10.9	4.9
미국	-0.1	-3.8	-7.3	4.4	3.9	4.0	4.0	2.0	-1.7	3.4	3.0
유럽	-	-	-	-	-	337.1	82.3	62.9	-	172.3	34.7
기타국가	20.4	27.7	20.0	19.1	22.9	20.0	20.0	20.0	21.8	20.6	18.0
영업이익	56	40	54	33	67	53	52	41	184	213	241
별도	38	31	42	23	47	34	38	33	134	152	154
해외	15	12	12	8	23	22	18	12	47	75	86
중국	6	2	4	0	7	6	4	1	12	19	22
미국	8	8	5	7	12	12	9	8	27	41	44
YoY(%)	-8.7	-8.1	44.6	63.4	20.3	30.8	-4.3	23.0	12.9	15.7	13.3
별도	-0.6	77.3	146.5	107.5	24.4	9.9	-9.0	42.7	59.8	13.8	1.0
해외	-33.2	-54.0	-29.2	7.1	52.6	92.0	47.8	43.8	-35.3	59.6	14.5
중국	20.8	-70.1	27.7	-14.1	20.1	205.9	21.4	90.6	-20.3	54.6	16.4
북미	-48.7	-49.9	-59.8	34.6	61.1	42.6	88.4	23.6	-43.0	50.8	9.0
OPM(%)	6.3	4.6	6.2	3.8	7.2	5.6	5.6	4.4	5.2	5.7	6.0
별도	5.5	4.4	6.2	3.4	6.6	4.8	5.5	4.8	4.9	5.5	5.3
해외	6.0	4.6	4.5	2.8	7.4	4.8	5.8	3.6	4.4	6.0	6.2
중국	13.1	4.8	8.1	1.1	13.6	13.0	9.1	2.0	6.9	9.7	10.8
북미	5.6	6.6	3.7	4.7	8.7	9.0	6.7	5.7	5.1	7.5	7.9
지배순이익	52	36	51	31	61	51	51	44	170	207	219
YoY(%)	-2.1	-14.8	38.8	24.7	16.2	40.8	0.0	42.9	8.2	21.5	5.7
NIM(%)	5.8	4.2	5.8	3.5	6.5	5.5	5.5	4.7	4.8	5.5	5.5

Source: 농심, 다올투자증권 추정

농심 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,743.7	1,960.2	2,010.8	2,222.9	2,446.9
현금성자산	892.1	999.1	1,008.9	1,171.8	1,354.1
매출채권	328.1	340.4	371.1	394.7	414.4
재고자산	323.2	353.3	360.7	383.7	402.9
비유동자산	1,853.7	1,861.9	1,927.5	1,964.0	1,974.5
투자자산	200.4	211.0	219.6	228.5	237.8
유형자산	1,579.8	1,586.1	1,645.2	1,673.9	1,676.1
무형자산	73.6	64.9	62.7	61.6	60.6
자산총계	3,597.5	3,822.1	3,938.2	4,186.9	4,421.4
유동부채	678.2	833.1	840.0	890.7	934.8
매입채무	567.9	622.4	628.7	668.8	702.2
유동성이자부채	39.6	148.9	148.9	158.9	168.9
비유동부채	246.7	157.9	162.2	176.7	181.4
비유동이자부채	163.5	27.7	27.7	37.7	37.7
부채총계	924.9	990.9	1,002.2	1,067.4	1,116.1
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	130.3	137.2	137.2	137.2	137.2
이익잉여금	2,437.4	2,578.2	2,750.0	2,933.5	3,119.2
자본조정	73.8	84.8	17.9	17.9	17.9
자기주식	(80.8)	(66.9)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
자본총계	2,672.6	2,831.2	2,936.1	3,119.6	3,305.3
투하자본	1,925.3	1,938.4	2,030.6	2,068.3	2,078.6
순차입금	(689.0)	(822.5)	(832.3)	(975.1)	(1,147.4)
ROA	4.6	4.6	5.3	5.4	5.2
ROE	6.2	6.2	7.2	7.2	7.0
ROIC	6.4	7.4	8.2	8.9	8.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,438.7	3,514.3	3,736.5	3,990.6	4,190.2
증가율 (Y-Y,%)	0.8	2.2	6.3	6.8	5.0
영업이익	163.1	183.9	213.0	241.3	246.3
증가율 (Y-Y,%)	(23.1)	12.9	15.7	13.3	2.1
EBITDA	285.7	311.3	345.9	377.3	383.1
영업외손익	54.7	34.2	57.9	46.0	51.9
순이자수익	23.0	20.8	38.1	32.1	35.1
외화관련손익	2.1	0.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.2
세전계속사업손익	217.8	218.1	270.9	287.3	298.2
당기순이익	157.6	170.1	207.0	218.4	223.7
지배기업당기순이익	157.3	170.1	206.8	218.5	223.6
증가율 (Y-Y,%)	(8.1)	7.9	21.7	5.5	2.4
NOPLAT	118.0	143.4	162.7	183.4	184.7
(+) Dep	122.7	127.4	132.9	136.0	136.9
(-) 운전자본투자	131.2	63.8	33.8	8.6	7.6
(-) Capex	122.9	67.6	186.8	159.6	134.1
OpFCF	(13.4)	139.4	75.0	151.1	179.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.9	3.9	3.1	5.1	6.0
영업이익증가율(3Yr)	15.4	17.9	0.1	14.0	10.2
EBITDA증가율(3Yr)	10.6	10.8	1.6	9.7	7.2
순이익증가율(3Yr)	16.5	13.6	6.5	11.5	9.6
영업이익률(%)	4.7	5.2	5.7	6.0	5.9
EBITDA마진(%)	8.3	8.9	9.3	9.5	9.1
순이익률 (%)	4.6	4.8	5.5	5.5	5.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	272.5	268.7	285.0	405.6	412.8
당기순이익	157.6	170.1	207.0	218.4	223.7
자산상각비	122.7	127.4	132.9	136.0	136.9
운전자본증감	(51.6)	(87.8)	(33.8)	(8.6)	(7.6)
매출채권감소(증가)	0.7	(16.1)	(30.7)	(23.6)	(19.7)
재고자산감소(증가)	4.5	(34.3)	(7.4)	(23.0)	(19.2)
매입채무증감(감소)	(22.8)	6.8	6.3	40.1	33.4
투자현금	(381.9)	(116.8)	(228.6)	(203.9)	(180.0)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(30.3)	(31.5)	(32.8)
장기투자자산감소	520.4	684.7	(2.7)	(2.8)	(2.9)
설비투자	(122.9)	(67.6)	(186.8)	(159.6)	(134.1)
유무형자산감소	6.4	4.2	(3.1)	(4.0)	(4.0)
재무현금	95.1	(41.2)	(35.0)	(15.0)	(27.9)
차입금증가	129.5	(12.5)	0.0	20.0	10.0
자본증가	(28.9)	(28.9)	(35.0)	(35.0)	(37.9)
배당금지급	28.9	28.9	35.0	35.0	37.9
현금 증감	(2.0)	112.6	(20.5)	131.3	149.5
총현금흐름(Gross CF)	363.2	380.4	318.8	414.2	420.4
(-) 운전자본증가(감소)	131.2	63.8	33.8	8.6	7.6
(-) 설비투자	122.9	67.6	186.8	159.6	134.1
(+) 자산매각	6.4	4.2	(3.1)	(4.0)	(4.0)
Free Cash Flow	(70.3)	175.7	56.4	201.7	232.8
(-) 기타투자	(520.4)	(684.7)	2.7	2.8	2.9
잉여현금	450.0	860.5	53.8	198.9	229.9

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	25,861	27,970	33,992	35,926	36,766
BPS	427,185	454,711	472,299	502,651	533,350
DPS	5,000	6,000	6,000	6,500	7,000
Multiples(x, %)					
PER	14.5	15.5	10.6	10.1	9.8
PBR	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	5.6	5.8	4.0	3.3	2.8
배당수익률	1.3	1.4	1.7	1.8	1.9
PCR	6.3	6.9	6.9	5.3	5.2
PSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	34.6	35.0	34.1	34.2	33.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	257.1	235.3	239.4	249.6	261.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.2	0.6	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	63.8	61.6	62.3	59.6	56.6
현금+투자자산(%)	36.2	38.4	37.7	40.4	43.4
자본구조					
차입금(%)	7.1	5.9	5.7	5.9	5.9
자기자본(%)	92.9	94.1	94.3	94.1	94.1

농심

연도별 성과

2023	A
2024	A
2025	BB

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

등급	자산규모	평가시기	섹터
BB	2조이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	76.9	459/1295	22/49

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
76.7	47.2	25%	▲
89.0	48.5	중	▲
80.0	45.3	중	▲
50.0	88.6	하	▼
80.0	69.8	하	▲
80.2	55.7	35%	▲
68.6	54.2	중	▲
88.7	53.2	중	▲
76.0	67.1	중	▲
100.0	53.4	하	▲
57.5	55.7	40%	▲
49.4	51.6	중	▼
38.7	62.6	하	▼
67.7	56.8	중	▲
86.0	72.4	하	▲
47.5	60.7	하	▼
84.3	53.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

해당사항 없음

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유효 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	24.9%	27.0%	13.7%
2023	16.8%	19.2%	15.4%
2024	18.4%	22.6%	-6.9%

롯데웰푸드

(280360)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	140,000	150,000	하향

Earnings

Stock Information

현재가 (7/10)	106,500원
예상 증가상승률	31.5%
시가총액	9,803억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	9,205천주
52주 최저가 / 최고가	91,900 - 135,600원
3개월 일평균거래대금	24억원
외국인 지분율	13.9%
주요주주지분율(%)	
롯데지주 (외 13인)	69.3
국민연금공단 (외 1인)	7.3
브이아이피자산운용 (외 1인)	5.1

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	14.8	8.4	6.9
PBR(배)	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.5	4.9	4.6
배당수익률(%)	2.9	3.1	3.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.2	(0.4)	(15.1)	(7.1)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	6.5	(63.4)	(150.0)	(84.5)

체질 개선으로 불확실성 극복 중

Issue

2Q26E Preview

Pitch

2Q26E 영업이익 시장 기대치 소폭 상회 추정

Rationale

- 2Q26E 연결 매출액 1조 1,135억원(YoY +4.6%), 영업이익 504억원(YoY +46.8%, OPM +4.5%)로 영업이익 기준 시장 컨센서스 소폭 상회 전망
- 국내 제과 매출액 YoY +4% 추정. 신제품 효과, 창고형매장 등 신성장채널향 매출 증가 영향. 해외법인 매출액 YoY +12.2% 추정. 인도 내 더운 기상여건과 함께 인도 빙과 푸네 공장의 가동률이 60~70%까지 상승하며 기여 확대
- 인도 빙과 수익성 개선(푸네 공장 안정화 전 2Q25 하이싱글 vs. 2Q26 로우틴), 저수익 SKU 효율화, 영업체계 정비 및 신성장 채널향 매출 확대로 영업이익은 전년동기대비 +46.8% 증가한 504억원 추정. 핵심 브랜드 중심 제품 전략, 영업 방식 효율화, 고정비 감축 노력이 환율 및 포장재 가격 상승 영향을 효과적으로 방어했기 때문임. 당 분기에도 희망퇴직이 시행됐으나, 관련 일회성 인건비상 비용은 2Q25, 2Q26 각각 100억원 규모로 유사해 전년동기와 비교 시 해당 영향은 상쇄
- 2Q26 카카오 투입단가는 YoY Flat 추정. 전년동기대비 투입단가 개선은 하반기 중 해외법인을 중심으로 나타날 전망. 국내의 경우 환율 상승(*동사 사업계획상 환율 상반기 1,450원, 하반기 1,380원)으로 투입단가 개선폭이 상쇄될 가능성 존재
- 6월 인도 초코파이 4번째 라인 투입, 인도 빙과 부문의 생산 안정화 및 영업망 확대로 '26년 인도 양 부문은 미드틴 이상의 성장을 기록할 전망. 또한 꾸준한 해외 가격인상을 진행하고 있는 만큼(2Q26 계획: 카자흐스탄, 파키스탄, 인도 건과, 미얀마 제빵) 해외 법인의 이익 기여가 점차 확대될 수 있다고 판단
- 하반기 이익 추정치를 하향 조정해 적정주가를 기존 15만원에서 14만원으로 소폭 하향. 원화 약세로 하반기 원가 전망에 불확실성이 상존하나, 동사는 이를 제품·채널·구매·생산 등 다방면에 걸친 효율화 노력을 바탕으로 상쇄하고자 노력 중. 매크로 불확실성 해소와 함께 해당 영업 효율화 노력이 빛을 발할 것

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
매출액	1,113.5	1,102.8	1.0	1,116.6	-0.3	1,064.3	4.6	1,027.3	8.4
영업이익	50.4	46.6	8.1	44.7	12.7	34.3	46.8	35.8	40.8
지배주주순이익	40.4	37.3	8.3	27.8	45.7	17.7	129.0	17.3	134.2
OPM	4.5	4.2	0.3	4.0	0.5	3.2	1.3	3.5	1.0
NIM	3.6	3.4	0.2	2.5	1.1	1.7	2.0	1.7	2.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 95: 롯데웰푸드 P/E Valuation

구분		비고
EPS(원)	12,709	'26년 기준
적정P/E(배)	11	적정P/E 유지 (오리온 적정P/E 15배)
적정주가(원)	140,000	적정주가 하향
증가(원)	106,500	
상승여력(%)	31.5	

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

Fig. 96: 롯데웰푸드의 Peer Valuation (Bloomberg Consensus 기준)

기업명	국가	시가총액	매출액(십억원)			매출액성장률(%)			영업이익률(%)			P/E(배)		
		(십억원)	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E	'25	'26E	'27E
롯데웰푸드	KS	966	4,216	4,403	4,584	4.2	4.4	4.1	2.6	4.3	4.7	14.0	8.3	6.9
오리온	KS	5,522	3,332	3,720	3,963	7.3	11.6	6.5	16.8	17.5	17.8	10.9	11.4	10.4
Mondelez	US	115,308	54,793	61,159	62,996	5.8	11.6	3.0	9.2	13.4	14.1	17.4	19.6	17.7
Meiji Holdings	JP	10,255	10,561	11,535	11,762	4.4	3.9	2.0	7.3	8.3	8.7	17.5	16.8	15.3
Glico	JP	3,403	3,435	3,551	3,619	9.1	3.4	1.9	2.4	3.4	3.8	68.5	33.1	27.8

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 97: 롯데웰푸드의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	975	1,064	1,157	1,020	1,027	1,114	1,188	1,054	4,216	4,383	4,534
국내	757	832	934	759	770	853	947	771	3,283	3,342	3,393
제과	416	480	560	417	430	499	571	426	1,874	1,926	1,965
식품	333	343	366	334	330	345	366	337	1,375	1,377	1,391
해외	230	244	233	274	270	274	255	295	981	1,094	1,193
카자흐스탄	68	61	64	98	83	72	70	103	291	327	353
인도	80	104	74	68	93	118	84	75	326	371	419
건과	34	28	33	34	39	30	37	38	130	145	160
빙과	46	77	40	34	54	88	46	37	197	226	259
벨기에	21	16	31	36	27	18	32	40	104	117	124
러시아	24	27	27	32	29	28	30	35	110	122	132
기타국가	37	36	38	40	38	38	40	41	150	157	165
YoY(%)	2.5	1.9	7.3	5.1	5.4	4.6	2.7	3.4	4.2	4.0	3.5
국내	-0.9	-0.6	6.2	1.3	1.7	2.5	1.4	1.6	1.6	1.8	1.5
제과	-0.5	-1.8	6.9	2.5	3.3	4.0	2.0	2.0	1.9	2.8	2.0
식품	-0.9	0.9	6.2	0.0	-0.8	0.5	0.0	1.0	1.6	0.2	1.0
해외	16.6	11.2	12.2	17.8	17.6	12.2	9.1	7.7	14.5	11.5	9.1
카자흐스탄	1.9	7.1	10.7	17.3	22.8	18.0	8.0	5.0	9.8	12.5	8.0
인도	24.2	8.9	6.3	11.7	16.5	13.1	13.6	11.0	12.3	13.6	13.0
건과	12.5	6.1	5.9	16.0	14.9	8.0	12.0	12.0	10.2	11.9	10.0
빙과	34.4	10.0	6.6	7.7	17.7	15.0	15.0	10.0	13.7	14.8	15.0
벨기에	24.4	10.3	24.1	15.1	25.6	12.0	5.0	10.0	18.6	12.0	6.0
러시아	22.5	27.3	21.0	48.7	19.9	5.0	10.0	10.0	29.9	11.0	8.0
기타국가	24.8	15.2	12.6	13.1	4.2	5.0	5.0	5.0	16.2	4.8	5.0
영업이익	16	34	69	-10	36	50	83	21	109	190	207
국내	10	26	63	-14	28	28	69	5	84	129	0
해외	9	13	10	7	12	25	19	18	38	74	0
YoY(%)	-56.1	-45.8	-8.9	적지	118.4	46.8	19.8	흑전	-30.3	73.5	9.0
국내	-63.0	-38.8	-3.8	적지	174.2	10.0	8.9	흑전	-23.7	53.2	0.0
해외	-37.1	-41.2	-30.7	-25.5	33.3	95.1	92.1	159.5	-35.2	91.6	0.0
OPM(%)	1.7	3.2	6.0	-1.0	3.5	4.5	7.0	2.0	2.6	4.3	4.6
국내	1.3	3.1	6.7	-1.9	3.6	3.3	7.2	0.6	2.6	3.9	0.0
해외	3.9	5.2	4.2	2.6	4.4	9.1	7.3	6.2	3.9	6.7	0.0
지배순이익	24	18	49	-18	17	40	60	1	72	118	144
YoY(%)	10.0	-58.1	5.8	적지	-27.0	129.0	22.6	흑전	-14.6	63.6	22.0
NIM(%)	2.4	1.7	4.2	-1.7	1.7	3.6	5.0	0.1	1.7	2.7	3.2

Source: 롯데웰푸드, 다올투자증권 추정

롯데웰푸드 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,428.7	1,573.8	1,539.3	1,547.3	1,551.8
현금성자산	466.4	501.5	516.2	491.2	473.2
매출채권	306.6	332.1	342.7	354.6	362.6
재고자산	567.1	638.6	577.8	597.9	611.4
비유동자산	2,913.0	3,000.2	3,212.5	3,355.7	3,497.0
투자자산	484.5	426.6	493.6	513.6	534.5
유형자산	2,087.3	2,257.1	2,414.9	2,558.0	2,696.9
무형자산	341.1	316.5	304.0	284.0	265.6
자산총계	4,341.7	4,574.0	4,751.8	4,903.0	5,048.8
유동부채	1,056.1	1,002.8	1,026.7	1,048.1	1,064.4
매입채무	450.9	452.2	450.7	466.4	476.9
유동성이자부채	539.7	475.3	499.9	504.9	509.9
비유동부채	1,059.3	1,284.4	1,329.9	1,344.6	1,359.7
비유동이자부채	844.4	1,055.5	1,090.4	1,095.4	1,100.4
부채총계	2,115.3	2,287.3	2,356.6	2,392.7	2,424.1
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4
이익잉여금	568.9	618.6	704.4	819.5	933.9
자본조정	430.7	437.3	456.5	456.5	456.5
자기주식	(23.3)	(18.2)	(18.2)	(18.2)	(18.2)
자본총계	2,226.4	2,286.7	2,395.2	2,510.3	2,624.7
투하자본	3,068.1	3,270.0	3,420.3	3,568.4	3,708.7
순차입금	917.8	1,029.2	1,074.1	1,109.1	1,137.2
ROA	1.9	1.6	2.5	2.9	2.9
ROE	3.9	3.3	5.1	6.0	5.8
ROIC	4.0	2.5	4.3	4.5	4.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,044.3	4,216.0	4,383.0	4,534.4	4,635.2
증가율 (Y-Y,%)	(0.5)	4.2	4.0	3.5	2.2
영업이익	157.1	109.5	190.0	207.2	218.9
증가율 (Y-Y,%)	(11.3)	(30.3)	73.5	9.0	5.7
EBITDA	361.0	321.5	419.8	450.8	473.3
영업외손익	(49.3)	(9.5)	(36.0)	(22.8)	(29.4)
순이자수익	(32.4)	(37.4)	(25.7)	(23.5)	(25.2)
외화관련손익	(8.3)	14.2	(6.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.9	(25.7)	(14.1)	(19.7)	(16.9)
세전계속사업손익	107.8	100.1	154.0	184.4	189.5
당기순이익	82.0	71.4	115.5	140.1	144.0
지배기업당기순이익	84.6	72.3	118.2	144.2	148.0
증가율 (Y-Y,%)	21.0	(12.9)	61.7	21.4	2.8
NOPLAT	119.5	78.1	142.5	157.4	166.3
(+) Dep	203.9	212.0	229.8	243.6	254.4
(-) 운전자본투자	23.2	98.7	(48.4)	16.6	11.2
(-) Capex	315.8	346.5	364.0	362.7	370.8
OpFCF	(15.6)	(155.1)	56.7	21.7	38.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	23.5	9.6	2.5	3.9	3.2
영업이익증가율(3Yr)	13.1	(0.9)	2.4	9.7	26.0
EBITDA증가율(3Yr)	16.8	6.5	4.5	7.7	13.8
순이익증가율(3Yr)	31.1	17.6	19.4	19.6	26.4
영업이익률(%)	3.9	2.6	4.3	4.6	4.7
EBITDA마진(%)	8.9	7.6	9.6	9.9	10.2
순이익률 (%)	2.0	1.7	2.6	3.1	3.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	285.6	231.1	478.8	446.8	464.0
당기순이익	82.0	71.4	115.5	140.1	144.0
자산상각비	203.9	212.0	229.8	243.6	254.4
운전자본증감	(77.7)	(119.5)	63.4	(16.6)	(11.2)
매출채권감소(증가)	52.0	(18.3)	(7.8)	(11.9)	(8.0)
재고자산감소(증가)	(83.8)	(66.8)	75.8	(20.1)	(13.5)
매입채무증감(감소)	(5.2)	(1.3)	0.9	15.7	10.5
투자현금	(385.1)	(141.5)	(428.3)	(409.0)	(415.2)
단기투자자산감소	(77.7)	116.5	(26.7)	(2.5)	(2.6)
장기투자증권감소	0.0	11.2	(15.7)	(21.6)	(19.0)
설비투자	(315.8)	(346.5)	(364.0)	(362.7)	(370.8)
유무형자산감소	(13.7)	0.5	(3.9)	(4.0)	(4.0)
재무현금	(82.1)	45.9	(15.8)	(19.2)	(23.6)
차입금증가	(2.7)	127.3	(2.9)	10.0	10.0
자본증가	(27.2)	(29.6)	(29.2)	(29.2)	(33.6)
배당금지급	27.2	29.6	29.2	29.2	33.6
현금 증감	(177.1)	142.5	(11.6)	(27.5)	(20.7)
총현금흐름(Gross CF)	403.9	370.4	423.3	463.4	475.3
(-) 운전자본증가(감소)	23.2	98.7	(48.4)	16.6	11.2
(+) 설비투자	315.8	346.5	364.0	362.7	370.8
(-) 자산매각	(13.7)	0.5	(3.9)	(4.0)	(4.0)
Free Cash Flow	(58.9)	109.4	58.4	37.8	48.9
(-) 기타투자	0.0	(11.2)	15.7	21.6	19.0
잉여현금	(58.9)	120.7	42.7	16.2	29.9

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	8,969	7,769	12,706	15,501	15,903
BPS	190,113	201,451	214,098	228,609	242,880
DPS	3,300	3,300	3,300	3,800	3,800
Multiples(x,%)					
PER	12.4	14.8	8.3	6.8	6.6
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/ EBITDA	5.5	6.5	4.9	4.6	4.5
배당수익률	3.0	2.9	3.1	3.6	3.6
PCR	2.6	2.9	2.3	2.1	2.1
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	95.0	100.0	98.4	95.3	92.4
Net debt/Equity	41.2	45.0	44.8	44.2	43.3
Net debt/EBITDA	254.2	320.1	255.9	246.1	240.3
유동비율	135.3	156.9	149.9	147.6	145.8
이자보상배율	4.9	2.9	7.4	8.8	8.7
이자비용/매출액	1.3	1.2	1.7	1.6	1.7
자산구조					
투하자본(%)	76.3	77.9	77.2	78.0	78.6
현금+투자자산(%)	23.7	22.1	22.8	22.0	21.4
자본구조					
차입금(%)	38.3	40.1	39.9	38.9	38.0
자기자본(%)	61.7	59.9	60.1	61.1	62.0

롯데웰푸드

A

등급	자산규모	평가시기	섹터
A	2조이상	2025 상반기	음식료담배
	ESG점수	전체순위	섹터내순위
	84.4	285/1295	8/49

연도별 성과

2023	BB
2024	A
2025	A

섹터내 규모별 기업비교

자산규모	최상위기업	최하위기업
2조이상	KT&G	동원산업
5천억이상	하림	신라교역
5천억미만	크라운제과	마니커

ESG 성과

부문	평가항목
E(환경)	혁신 활동
	생산 공정
	공급망 관리
	생물다양성
S(사회)	인적자원 관리
	공급망 관리
	고객 관리
	사회공헌 및 지역사회
G(지배구조)	주주의 권리
	정보의 투명성
	이사회 구성과 활동
	이사의 보수
	관계사 위험
	ESG경영 인프라

점수	섹터평균	가중치	섹터대비
82.1	47.2	25%	▲
86.0	48.5	중	▲
79.7	45.3	중	▲
100.0	88.6	하	▲
44.0	69.8	하	▼
88.9	55.7	35%	▲
88.4	54.2	중	▲
89.3	53.2	중	▲
83.5	67.1	중	▲
100.0	53.4	하	▲
58.9	55.7	40%	▲
58.7	51.6	중	▲
63.6	62.6	하	▲
59.3	56.8	중	▲
100.0	72.4	하	▲
60.0	60.7	하	▼
94.3	53.1	하	▲

컨트로버시 이슈 (없음)

※ 추가 이슈는 Controversy 시트에서 확인 가능함.

해당사항 없음

*컨트로버시 및 심각성 평가 방법론

- 컨트로버시 레벨: 심각성과 재발가능성 고려
- 심각성: 이해관계자 피해규모와 이해관계자 및 기타주체 반응 수준 고려
- 이해관계자의 피해규모: 이해관계자의 종류에 따라 다른 평가 방법 적용
- 이해관계자 및 기타주체의 반응 수준: 해당 이벤트가 사회적으로 가져온 파장과 다양한 이해관계자들과 기타주체들의 반응 유무 여부 평가

주주환원정책

연도	배당성향	배당성향 섹터중앙값	TSR (총주주환원율)
2022	43.2%	27.0%	3.6%
2023	37.6%	19.2%	3.5%
2024	34.5%	22.6%	-9.9%

롯데칠성

(005300)

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	140,000	160,000	하향
Earnings			

Stock Information

현재가 (7/10)	100,800원
예상 주가상승률	38.9%
시가총액	9,353억원
비중(KOSDAQ내)	0.02%
발행주식수	9,279천주
52주 최저가 / 최고가	95,900 - 148,200원
3개월 일평균거래대금	28억원
외국인 지분율	16.4%
주요주주지분율(%)	
롯데지주 (외 17인)	59.7
국민연금공단 (외 1인)	7.7
김성진 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	27.3	10.7	10.7
PBR(배)	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	7.0	5.4	5.4
배당수익률(%)	2.4	3.4	3.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(1.2)	(19.4)	(24.1)	(27.6)
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	2.1	(82.4)	(159.0)	(105.0)

이중고에도 신제품 성과를 기대

Issue

2Q26E Preview

Pitch

영업이익 기준 시장 기대치 하회 추정

Rationale

- 2Q26E 연결 매출액 1조 1,279억원(YoY +3.7%), 영업이익 603억원(YoY -3.3%, OPM +5.3%) 추정하며 영업이익 기준 시장 기대치 하회 추정
- 카테고리별 매출액은 기존 트렌드와 동일. 별도 음료에서는 RTD, 에너지, 스포츠 카테고리에서 전년동기대비 성장이 나타났으며, 수출도 하이싱글 수준 성장 기록 추정. 별도 주류에서는 '새로' 성장이 지속되고 있으며, '처음처럼'은 감소폭이 완만해짐. 맥주 '크러쉬'는 '클라우드' 브랜드로 리브랜딩 완료
- 동사는 '26년 6월 말 주요 음료 제품에 대해 평균 +5.3%의 가격인상을 시행. 환율 및 원부재료비 상승에 따른 원가 부담이 존재하는 상황이나, 가격인상이 이를 상쇄할 수 있을 것
- 원화 약세로 알루미늄 등 원부재료 부담 가중. 캔 원가는 시차를 두고 시세에 연동돼 반영되는 구조이며, 동사는 캔 제품 중 일부를 PET로 교체하는 등 원가 절감을 위한 여러 가지 방안 모색 중. 사업계획상 환율은 1,430원으로, 현재 1,500원대 환율 고려 시 당분간은 원가 부담 국면이 지속될 전망
- 동사는 국내외 공장·물류센터 통합 및 ZBB(Zero-Based Budgeting) 등으로 각종 비용 효율화를 지속적으로 진행해온 바 있음. 동시에 트렌드 기반 신제품 출시, 프로바이오틱 소다와 같은 신규 카테고리 개척 등 향후 성장동력 확보도 병행 중. 자산·인력구조 슬림화가 상당 부분 진행된 만큼, 향후 국내외 판매량 성장과 함께 원가 부담 해소 시 영업이익 레버리지 효과가 극대화될 수 있음
- Peer Valuation 하락을 반영, 적정 EV/EBITDA Multiple을 하향 조정해 적정 주가를 14만원으로 하향. 향후 주가 리레이팅은 신제품 성과 가시화, 해외법인 이익 기여 확대, 전사 영업 레버리지 효과 가시화와 함께 나타날 전망

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
매출액	1,127.9	1,098.5	2.7	1,123.0	0.4	1,087.3	3.7	952.5	18.4
영업이익	60.3	64.6	-6.7	63.0	-4.3	62.4	-3.3	47.8	26.1
지배주주순이익	27.2	28.4	-4.2	32.5	-16.2	24.8	9.6	24.4	11.7
OPM	5.3	5.9	-0.5	5.6	-0.3	5.7	-0.4	5.0	0.3
NIM	2.4	2.6	-0.2	2.9	-0.5	2.3	0.1	2.6	-0.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 98: 롯데칠성 SOTP Valuation

(억원, 원, 배, %)

	가치	비고
1) 영업가치	2,305	
EBITDA	461	'26 년 기준
적정 Multiple	5	적정 Multiple 하향 (6→5 배)
2) 비영업가치	490	
투자부동산	390	1Q26 기준, 유형자산으로 분류된 부지가치(장부가) 포함
관계기업투자자산	99	
3) 순차입금	1,370	1Q26 기준
공정가치	1,425	1) + 2) - 3)
시가총액(7/7)	997	
주당가치(공정가치)	141,737	적정주가 14 만원으로 하향
종가(7/7)	100,800	
상승여력(%)	38.9	

Source: 롯데칠성, 다올투자증권 추정

Fig. 99: 롯데칠성의 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	910	1,087	1,079	894	953	1,128	1,104	929	3,971	4,113	4,254
별도음료	408	492	538	376	414	497	538	378	1,814	1,827	1,825
내수	355	422	467	330	359	422	465	331	1,575	1,577	1,554
탄산	199	215	227	183	205	224	231	187	824	847	838
비탄산	157	207	240	147	154	199	233	144	751	730	715
수출	30	41	38	23	34	47	43	26	131	149	168
별도주류	193	189	193	177	194	192	185	170	753	741	733
내수	171	168	174	160	173	169	164	152	672	658	645
소주	86	90	90	86	88	92	88	84	351	352	349
맥주	13	14	15	10	9	13	13	9	52	44	42
기타	72	64	69	64	75	64	63	59	269	261	254
수출	22	21	20	17	22	22	21	18	80	83	87
글로벌	341	443	384	378	378	482	422	417	1,546	1,699	1,860
필리핀	254	303	248	271	259	316	260	287	1,077	1,122	1,184
필리핀 외	86	140	136	107	119	166	161	130	470	577	676
YoY(%)	-2.8	-1.1	1.3	-3.1	4.6	3.7	2.3	3.9	-1.3	3.6	3.4
별도음료	-5.4	-8.5	-0.1	-6.4	1.5	1.1	-0.2	0.7	-5.0	0.7	-0.1
내수	-6.1	-9.5	0.1	-7.0	0.9	0.1	-0.6	0.2	-5.5	0.1	-1.5
수출	7.0	6.7	7.5	-2.6	13.4	15.0	13.0	13.0	5.2	13.7	13.0
별도주류	-10.2	-6.5	-5.3	-7.7	0.7	1.3	-4.4	-4.1	-7.5	-1.6	-1.1
내수	-12.8	-9.0	-6.0	-7.8	0.6	2.4	-4.7	-4.6	-9.0	-1.6	-1.6
수출	5.3	5.9	3.6	-1.9	-1.6	5.0	5.0	5.0	3.4	3.2	5.0
글로벌	9.4	15.2	9.5	6.9	11.1	8.7	9.7	10.2	10.4	9.9	9.5
필리핀	5.4	6.1	2.3	4.3	1.8	4.0	5.0	6.0	4.6	4.2	5.5
필리핀 외	23.1	41.4	25.5	14.3	38.4	18.9	18.3	20.8	26.5	22.7	17.1
영업이익	25	62	92	-12	48	60	83	16	167	207	204
별도	25	28	72	-23	34.4	24	60	1	102	119	110
음료	13	24	55	-18	21.1	19	48	4	74	93	83
주류	14	3	14	-3	15.6	3	10	-2	28	27	27
글로벌	1	36	21	10	14.3	37	24	15	67	91	94
YoY(%)	-31.9	3.5	16.6	적전	90.9	-3.3	-9.5	흑전	-9.6	23.7	-1.4
별도	-27.4	-31.8	11.6	적지	36.5	-14.2	-15.9	흑전	-26.7	16.9	-7.8
음료	-45.6	-33.1	4.4	적지	62.3	-18.0	-12.2	흑전	-29.0	25.4	-10.1
주류	11.8	-9.4	43.3	적전	9.9	8.0	-26.8	적지	-18.7	-3.5	-0.3
글로벌	-76.0	69.7	44.8	7.4	2,283.3	4.7	16.7	50.8	42.0	35.7	2.8
OPM(%)	2.7	5.7	8.5	-1.3	5.0	5.3	7.5	1.7	4.2	5.0	4.8
별도	4.0	3.9	9.4	-4.0	5.5	3.4	8.1	0.1	3.8	4.5	4.2
음료	3.2	4.8	10.2	-4.8	5.1	3.9	9.0	1.0	4.1	5.1	4.6
주류	7.4	1.5	7.2	-1.6	8.0	1.6	5.5	-1.0	3.7	3.7	3.7
글로벌	0.2	8.1	5.4	2.7	3.8	7.8	5.7	3.7	4.4	5.4	5.0
지배순이익	7	25	59	-44	24	27	49	-10	47	90	90
YoY(%)	-60.1	28.4	35.6	적지	247.5	9.6	-17.3	적지	-20.1	91.3	-0.3
NIM(%)	0.8	2.3	5.5	-4.9	2.6	2.4	4.4	-1.1	1.2	2.2	2.1

Source: 롯데칠성, 다올투자증권 추정

롯데칠성 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,125.3	1,046.1	1,084.2	1,182.5	1,294.8
현금성자산	205.5	238.4	219.5	284.4	356.6
매출채권	306.4	260.2	325.9	339.4	355.8
재고자산	534.8	467.7	458.2	477.3	500.3
비유동자산	3,247.2	3,238.6	3,230.7	3,235.3	3,249.9
투자자산	546.3	577.7	584.1	604.3	625.3
유형자산	2,602.8	2,556.8	2,537.2	2,519.9	2,512.1
무형자산	98.1	104.1	109.5	111.1	112.4
자산총계	4,372.5	4,284.7	4,315.0	4,417.8	4,544.7
유동부채	1,466.3	1,344.0	1,289.7	1,328.8	1,374.0
매입채무	741.7	672.7	692.5	721.2	756.0
유동성이자부채	680.5	635.7	561.3	571.3	581.3
비유동부채	1,327.8	1,340.4	1,348.8	1,356.7	1,374.9
비유동이자부채	1,152.0	1,150.9	1,152.7	1,152.7	1,162.7
부채총계	2,794.1	2,684.4	2,638.5	2,685.5	2,748.9
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
이익잉여금	2,204.5	2,220.3	2,281.4	2,337.3	2,400.8
자본조정	(748.4)	(741.3)	(729.3)	(729.3)	(729.3)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,578.4	1,600.3	1,676.4	1,732.3	1,795.9
투하자본	3,054.8	2,980.5	3,001.2	2,998.8	3,006.7
순차입금	1,626.9	1,548.2	1,494.5	1,439.6	1,387.5
ROA	1.4	1.2	2.2	2.1	2.3
ROE	4.1	3.4	5.9	5.7	6.1
ROIC	3.8	3.4	5.2	5.1	5.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,024.5	3,971.1	4,113.3	4,254.3	4,422.7
증가율 (Y-Y,%)	24.8	(1.3)	3.6	3.4	4.0
영업이익	184.9	167.2	206.8	203.8	216.6
증가율 (Y-Y,%)	(12.2)	(9.6)	23.7	(1.4)	6.3
EBITDA	425.6	412.5	457.9	452.2	464.2
영업외손익	(88.5)	(83.2)	(82.8)	(81.3)	(80.9)
순이자수익	(72.1)	(74.3)	(73.6)	(75.3)	(74.9)
외화관련손익	(16.6)	(14.1)	(1.3)	0.0	0.0
지분법손익	14.3	12.9	14.8	15.5	16.3
세전계속사업손익	96.5	83.9	124.0	122.5	135.7
당기순이익	60.0	51.2	92.7	91.9	101.8
지배기업당기순이익	59.1	47.2	90.4	90.1	99.8
증가율 (Y-Y,%)	(64.0)	(14.7)	81.0	(0.8)	10.8
NOPLAT	115.1	102.0	154.5	152.9	162.5
(+) Dep	240.7	245.3	251.1	248.4	247.6
(-) 운전자본투자	9.8	(34.6)	36.9	4.3	5.1
(-) Capex	285.0	205.6	196.9	212.7	221.1
OpFCF	61.0	176.3	171.8	184.3	183.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.1	11.8	8.5	1.9	3.7
영업이익증가율(3Yr)	0.5	(9.1)	(0.6)	3.3	9.0
EBITDA증가율(3Yr)	7.8	2.2	4.8	2.0	4.0
순이익증가율(3Yr)	(24.1)	(26.9)	(17.7)	15.3	25.7
영업이익률(%)	4.6	4.2	5.0	4.8	4.9
EBITDA마진(%)	10.6	10.4	11.1	10.6	10.5
순이익률 (%)	1.5	1.3	2.3	2.2	2.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	325.2	353.6	348.5	400.5	408.0
당기순이익	60.0	51.2	92.7	91.9	101.8
자산상각비	240.7	245.3	251.1	248.4	247.6
운전자본증감	(28.3)	(4.2)	(62.3)	(4.3)	(5.1)
매출채권감소(증가)	33.9	43.9	(60.8)	(13.5)	(16.4)
재고자산감소(증가)	(33.7)	62.9	14.6	(19.0)	(23.0)
매입채무증감(감소)	29.9	(58.1)	(21.3)	28.7	34.8
투자현금	(307.1)	(212.9)	(223.9)	(237.9)	(246.3)
단기투자자산감소	(14.2)	2.1	(0.4)	(0.5)	(0.5)
장기투자증권감소	(0.0)	0.4	8.6	12.1	12.8
설비투자	(285.0)	(205.6)	(196.9)	(212.7)	(221.1)
유무형자산감소	(5.8)	(15.6)	(24.2)	(20.0)	(20.0)
재무현금	(91.7)	(104.8)	(90.8)	(24.2)	(16.2)
차입금증가	(54.6)	(65.6)	(90.8)	10.0	20.0
자본증가	(36.1)	(36.7)	(34.2)	(34.2)	(36.2)
배당금지급	36.1	36.7	34.2	34.2	36.2
현금 증감	(69.7)	35.5	(20.0)	64.4	71.6
총현금흐름(Gross CF)	456.9	452.6	421.8	404.7	413.1
(-) 운전자본증가(감소)	9.8	(34.6)	36.9	4.3	5.1
(-) 설비투자	285.0	205.6	196.9	212.7	221.1
(+) 자산매각	(5.8)	(15.6)	(24.2)	(20.0)	(20.0)
Free Cash Flow	121.5	235.5	135.6	162.5	161.6
(-) 기타투자	0.0	(0.4)	(8.6)	(12.1)	(12.8)
잉여현금	121.4	235.9	144.2	174.7	174.5

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	6,369	5,090	9,454	9,405	10,451
BPS	139,326	141,001	147,734	153,134	159,323
DPS	3,400	3,400	3,400	3,600	3,600
Multiples(x,%)					
PER	17.6	27.3	10.6	10.7	9.6
PBR	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/ EBITDA	6.4	7.0	5.4	5.4	5.1
배당수익률	3.0	2.4	3.4	3.6	3.6
PCR	2.5	3.1	2.4	2.5	2.4
PSR	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	177.0	167.7	157.4	155.0	153.1
Net debt/Equity	103.1	96.7	89.1	83.1	77.3
Net debt/EBITDA	382.3	375.3	326.4	318.3	298.9
유동비율	76.7	77.8	84.1	89.0	94.2
이자보상배율	2.6	2.3	2.8	2.7	2.9
이자비용/매출액	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9
자산구조					
투하자본(%)	80.2	78.5	78.9	77.1	75.4
현금+투자자산(%)	19.8	21.5	21.1	22.9	24.6
자본구조					
차입금(%)	53.7	52.8	50.6	49.9	49.3
자기자본(%)	46.3	47.2	49.4	50.1	50.7

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 91.7% HOLD : 8.3% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자자의견과 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

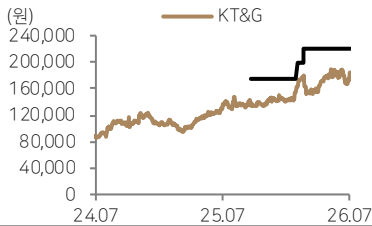
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

KT&G (033780)



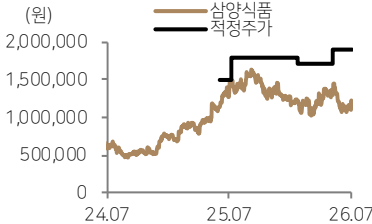
일자	커버리지	2025.09.24	2026.02.06	2026.02.26
투자자의견	개시	BUY	BUY	BUY
적정주가		175,000원	200,000원	220,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2025.09.24	175,000원	141,917원	161,800원	-18.9	-7.54
	2026.02.06	200,000원	172,991원	179,700원	-13.5	-10.15
	2026.02.26	220,000원	170,737원	189,000원	-22.39	-14.09

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 7월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

삼양식품(003230)

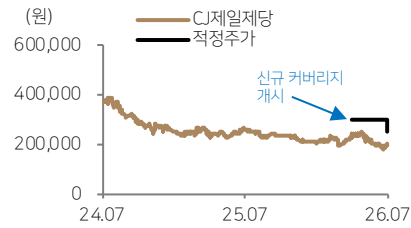


일자	커버리지	2025.06.09	2025.07.15	2026.01.30	2026.05.14
투자자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		1,500,000원	1,800,000원	1,700,000원	1,900,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2025.06.09	1,500,000원	1,318,538원	1,498,000원	-12.1	-0.13
	2025.07.15	1,800,000원	1,370,642원	1,630,000원	-23.85	-9.44
	2026.01.30	1,700,000원	1,205,000원	1,377,000원	-29.12	-19
	2026.05.14	1,900,000원	1,186,632원	1,444,000원	-37.55	-24

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 7월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

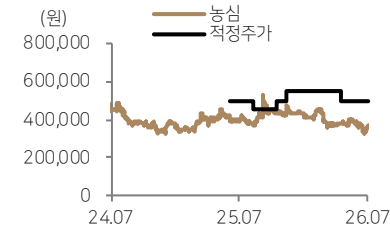
CJ제일제당(097950)

일자	커버리지	2025.04.07	2026.07.13
투자 의견	개시	BUY	BUY
적정주가		300,000원	280,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2026.04.07	300,000원	213,403원	246,500원	-28.87	-17.83
	2026.07.13	280,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 7월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

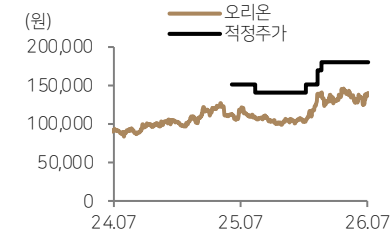
최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용**농심(004370)**

일자	커버리지	2025.06.09	2025.08.18	2025.10.23	2025.11.17	2026.04.23
투자 의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		500,000원	450,000원	500,000원	550,000원	500,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2025.06.09	500,000원	394,571원	420,500원	-21.09	-15.9
	2025.08.18	450,000원	433,198원	522,000원	-3.73	16
	2025.10.23	500,000원	432,176원	443,000원	-13.56	-11.4
	2025.11.17	550,000원	412,245원	472,000원	-25.05	-14.18
	2026.04.23	500,000원	371,167원	400,000원	-25.77	-20

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 7월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

오리온(271560)

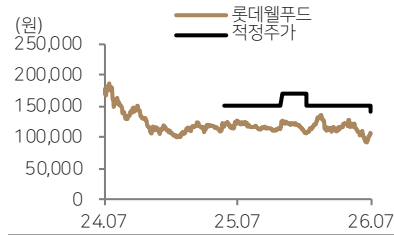
일자	커버리지	2025.06.09	2025.08.20	2026.01.13	2026.02.12	2026.02.26
투자 의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		150,000원	140,000원	150,000원	170,000원	180,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2025.06.09	150,000원	112,169원	121,600원	-25.22	-18.93
	2025.08.20	140,000원	104,792원	111,200원	-25.15	-20.57
	2026.01.13	150,000원	116,927원	130,000원	-22.05	-13.33
	2026.02.12	170,000원	138,386원	141,000원	-18.6	-17.06
	2026.02.26	180,000원	133,946원	146,000원	-25.59	-18.89

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 7월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

롯데웰푸드(280360)



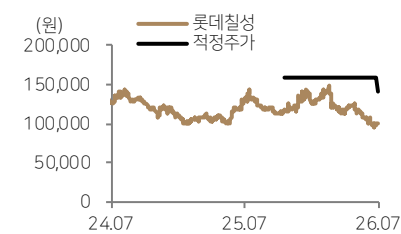
일자	커버리지	2025.06.09	2025.11.07	2026.01.14	2026.07.13
투자 의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		150,000원	170,000원	150,000원	140,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2025.06.09	150,000원	117,413원	126,600원	-21.72	-15.6
	2025.11.07	170,000원	119,091원	126,600원	-29.95	-25.53
	2026.01.14	150,000원	113,798원	135,600원	-24.13	-9.6
	2026.07.13	140,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 7월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

롯데칠성(005300)



일자	커버리지	2025.10.23	2026.07.13
투자 의견	개시	BUY	BUY
적정주가		160,000원	140,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2025.10.23	160,000원	121,356원	148,200원	-24.15	-7.38
	2026.07.13	140,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2026년 7월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무

김현

hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산

최광식

gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산

박영도

ypark@daolfn.com

자동차 · 이차전지

유지웅

jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오

이지수

jislee@daolfn.com

금융

김지원

jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장

고영민

ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기

박종현

alex.park@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 레저

김혜영

hyyy@daolfn.com

음식료 · 통신

이다연

dayeonlee@daolfn.com

철강

이정우

jungwoo@daolfn.com

엔터테인먼트

임도영

dy.lim@daolfn.com

전기전자

김연미

ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략

조병현

bhcho@daolfn.com

계량분석

김경훈

aimhigh2027@daolfn.com

채권분석

허정인

jeongin@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.05.06	유지웅 · 오정하	자동차&로봇 - 메가트렌드의 시작
2026.05.21	고영민	반도체/소부장 2H26 전망 - 꺼지지 않는 초록불
2026.05.25	최광식	방산 - 실전, 현지화, 그래서 K-방산 : 파이프라인 가치 Valuation
2026.05.28	조병현 · 박영찬 · 정현하	2026년 하반기 매크로 전망: 달라지는 관계들
2026.05.28	김연미	전기전자 - AI는 기판 위에서 흐른다
2026.05.28	김혜영	인터넷·게임·레저 - 월드 모델을 타고 AGI로 가자
2026.05.29	박종현	의료기기 - Sex and the diagnostics
2026.06.02	이지수	제약 · 바이오 - Who's Ready? : K-BIO, 준비됐는가?
2026.06.05	조병현 · 김지현	2026년 하반기 주식시장 전망: Climb a little higher
2026.06.08	고영민 · 김연미	Computex 2026 참관기: Ecosystem-Wide Innovation
2026.06.30	이다연	통신서비스 - The Next Connectivity: Mobile to AI
2026.07.02	박영도	건설 · 부동산 - CYCLE IS BACK
2026.07.03	박종현	화장품/의료기기 - K-뷰티의 확장 : Longevity에 투자하라

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임 하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.