

음식료 (Positive)

2Q26 Preview: 해외 성장 그리고 비용 통제

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

분석종목

종목명(의견)	목표주가(변동)
KT&G(Buy, 유지)	250,000 원(유지)
삼양식품(Buy, 유지)	1,800,000 원(하향)
오리온(Buy, 유지)	180,000 원(유지)
CJ제일제당(Buy, 유지)	270,000 원(하향)
농심(Buy, 유지)	550,000 원(유지)
롯데월드(Buy, 유지)	170,000 원(하향)
롯데칠성(Buy, 유지)	120,000 원(하향)

지난 1 분기에 이어 이번 2 분기에도 음식료 업종 커버리지 합산 영업이익은 전년 동기 대비 10.9% 증가한 것으로 추정합니다. 해외 성장과 국내 비용 통제가 기업별 실적의 차별화 포인트였습니다.

2분기도 두 자릿수 증익

2026년 2분기 음식료 커버리지 7개사의 합산 매출액은 13조 5,874억 원(+3.4% YoY), 영업이익은 1조 1,342억 원(+4.9% YoY)으로 추정합니다. 다만 CJ제일제당은 F&C 매각에 따른 연결 기준 기저 변화가 반영된 만큼 F&C를 제외한 순수 CJ제일제당 기준으로 합산할 경우 매출액과 영업이익은 각각 +8.9%, +10.9% YoY 증가하고 영업이익률도 9.5%에서 9.7%로 0.2%p 개선될 전망이다. 해외 성장과 제품 믹스 개선이 업종 실적을 견인한 반면 원재료와 물류 등 비용 부담은 일부 기업의 수익성 개선 폭을 제한했다.

해외 성장과 국내 비용 통제가 관건

기업별 실적 차별화는 해외 사업의 성장 강도와 비용 통제 여부에서 나타날 전망이다. 삼양식품은 미국과 중국을 중심으로 매출액과 영업이익이 각각 +39.6%, +45.7% 증가하며 가장 높은 성장세를 이어갈 것으로 추정한다. KT&G 역시 해외 궤련의 물량 증가와 가격 인상, 국내 NGP 믹스 개선으로 영업이익이 +15.6% 증가할 전망이다. 농심은 유럽 매출 확대와 북미 판촉비 기저효과로 영업이익이 +29.8%, 롯데월드푸드는 인도 성장과 국내 경영효율화 효과로 +51.3% 증가할 것으로 예상된다. 오리온은 중국과 러시아의 견조한 성장에도 한국과 베트남의 비용 부담으로 영업이익의 증가율이 +8.7%에 그칠 전망이다.

반면 CJ제일제당과 롯데칠성은 비용 부담이 실적 개선을 제한할 것으로 판단한다. CJ제일제당은 F&C 매각 효과로 연결 매출액이 -2.8%, 영업이익이 -25.2% 감소하고, F&C와 CJ대한통운을 제외한 순수 CJ제일제당 기준으로도 해외 식품의 광고·운반비 증가와 바이오 수익성 부진으로 영업이익 감소가 예상된다. 롯데칠성 역시 가격 인상 전 가수요로 매출은 +3.6% 증가하겠으나, 포장재와 유가 상승 부담으로 영업이익은 -12.5% 감소할 전망이다. 하반기에도 음식료 업종은 내수 판매량 확대보다는 해외 매출 성장, 가격·제품 믹스 개선, 전년도 비용 기저효과가 이익 성장을 결정할 것으로 예상된다.



KT&G (033780) (Buy / 250,000 원)

2026년 2분기 KT&G의 연결 매출액은 1조 6,980억원(+9.7% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 4,043억원(+15.6%)으로 컨센서스 영업이익(3,843억원)을 상회할 전망이다. 해외 궐련의 물량 증가(+8%)와 판가 상승(+11%), 국내 NGP 점유율 확대가 실적 성장을 견인한 것으로 추정한다. 국내 NGP의 경우 시장 침투율의 우상향 추세가 지속되며 궐련 담배의 물량 감소분을 상쇄하고 있는 점, NGP 고가 스탁 비중 확대가 믹스 개선을 견인하고 있는 점이 긍정적이다.

2026년 연결 매출액은 6조 9,762억원(+6.0% YoY), 영업이익은 1조 5,557억원(+15.8%, OPM 22.3%)으로 추정한다. 해외 궐련 사업은 주요 권역 전반의 판매 성장과 가격 인상, 제품 믹스 개선이 동시에 이어지며 비중이 빠르게 확대되고 있다. 신규 국가 진출과 직접 사업 확대, 해외 생산 거점 확충이 병행되고 있어 중장기 성장 여력 역시 높다고 판단한다. 해외 궐련의 이익 기여도 확대는 전사 실적 성장을 견인하는 동시에, 과거 내수 담배 중심의 성장 한계에 따른 할인 요인을 완화하며 Valuation Re-rating의 근거가 될 전망이다.

[표1] KT&G 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,714	1,704	1,698	1,888	1,686	5,909	6,580	6,976
담배	988	1,091	1,232	1,056	1,156	1,221	1,282	1,124	3,906	4,367	4,783
NGP	159	196	279	256	241	243	233	243	784	890	960
국내	139	140	168	140	140	170	165	153	559	587	627
해외	21	56	111	116	101	74	68	90	225	303	333
굴련	823	877	971	799	913	970	1,044	881	3,099	3,470	3,808
국내	374	408	447	364	353	409	427	355	1,649	1,592	1,544
해외	449	469	524	435	560	561	617	525	1,450	1,878	2,263
반제품	6	17	-18	2	2	7	5	0	23	8	15
건기식	314	221	360	242	333	227	375	262	1,302	1,137	1,196
국내	245	162	305	174	265	170	311	183	925	885	929
해외	70	59	55	68	67	56	65	79	377	252	267
부동산	100	144	146	323	117	147	132	197	361	713	593
기타	88	93	89	93	98	104	99	103	340	363	405
YoY (%)	15.4	8.7	11.6	10.1	14.3	9.7	3.4	-1.6	0.8	11.4	6.0
담배	15.4	10.2	17.6	4.4	17.0	11.9	4.1	6.4	8.1	11.8	9.5
NGP	-9.8	-0.8	44.5	18.1	51.6	24.1	-16.5	-5.1	0.6	13.5	7.9
국내	6.5	2.0	7.5	4.0	1.4	21.2	-2.2	8.7	7.6	5.1	6.8
해외	-55.6	-7.3	202.7	41.4	390.7	31.3	-38.2	-22.0	-13.5	34.6	9.9
굴련	21.9	11.3	14.1	1.6	10.9	10.6	7.5	10.2	10.3	12.0	9.7
국내	-2.4	-4.8	3.6	-10.6	-5.5	0.2	-4.4	-2.3	-1.7	-3.5	-3.0
해외	53.9	30.6	24.9	14.7	24.6	19.7	17.7	20.7	28.0	29.5	20.5
반제품	14.3	317.1	-537.5	-83.9	-62.5	-60.0	-130.0	-73.8	3.6	-67.4	98.4
건기식	1.9	-16.8	-11.3	-24.9	5.8	2.7	4.3	8.0	-6.6	-12.6	5.2
국내	0.6	-6.3	-4.9	-7.8	8.4	5.5	2.0	5.0	-12.4	-4.3	5.0
해외	7.1	-36.3	-35.4	-48.9	-3.4	-5.0	17.3	15.8	11.7	-33.1	5.9
부동산	122.1	78.6	48.3	135.2	16.4	2.0	-10.0	-38.8	-34.3	97.3	-16.9
기타	7.5	5.2	5.2	9.2	11.3	11.9	11.8	11.4	10.7	6.7	11.6
영업이익	286	350	465	243	365	404	504	282	1,189	1,344	1,556
담배 및 기타	257	326	373	203	323	380	410	260	1,097	1,159	1,372
건기식	18	6	72	7	28	6	75	10	96	103	119
부동산	10	18	21	32	14	18	20	13	-5	81	64
YoY (%)	20.7	8.7	11.4	14.3	27.7	15.6	8.4	16.2	1.8	13.0	15.8
담배 및 기타	21.8	1.8	11.0	-11.4	25.6	16.6	9.8	27.7	11.7	5.7	18.4
건기식	-20.9	흑전	3.9	32.1	53.3	2.3	4.6	34.4	-17.2	7.2	15.2
부동산	300.0	510.3	63.0	흑전	34.6	0.5	-4.1	-60.2	적전	흑전	-20.4
영업이익률(%)	19.2	22.6	25.5	14.2	21.4	23.8	26.7	16.7	20.1	20.4	22.3
담배 및 기타	23.9	27.5	28.2	17.7	25.7	28.7	29.7	21.2	25.8	24.5	26.5
건기식	5.8	2.8	19.9	3.1	8.4	2.8	19.9	3.8	7.4	9.1	9.9
부동산	10.4	12.3	14.2	10.0	12.0	12.1	15.1	6.5	-1.2	11.4	10.9

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: KT&G]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,863	5,909	6,580	6,976	7,373
매출총이익	2,808	2,902	3,144	3,425	3,651
영업이익	1,167	1,189	1,344	1,556	1,697
EBITDA	1,408	1,439	1,636	1,862	2,008
순이자손익	52	92	53	42	56
외화관련손익	24	364	-41	222	58
지분법손익	10	19	39	41	40
세전계속사업손익	1,248	1,566	1,455	1,784	1,748
당기순이익	922	1,165	1,102	1,334	1,310
지배주주순이익	903	1,166	1,090	1,339	1,312
증가율(%)					
매출액	0.2	0.8	11.4	6.0	5.7
영업이익	-7.9	1.8	13.0	15.8	9.1
EBITDA	-5.7	2.2	13.7	13.8	7.8
순이익	-8.3	26.3	-5.4	21.0	-1.9
이익률(%)					
매출총이익률	47.9	49.1	47.8	49.1	49.5
영업이익률	19.9	20.1	20.4	22.3	23.0
EBITDA 이익률	24.0	24.4	24.9	26.7	27.2
세전이익률	21.3	26.5	22.1	25.6	23.7
순이익률	15.7	19.7	16.8	19.1	17.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	1,266	822	583	1,359	1,558
당기순이익	922	1,165	1,102	1,337	1,310
자산상각비	241	250	293	306	310
운전자본증감	185	-365	-804	-233	-167
매출채권 감소(증가)	-45	-97	-195	10	-105
재고자산 감소(증가)	19	-176	-166	64	-150
매입채무 증가(감소)	338	33	-164	-353	113
투자현금흐름	-848	-530	101	-450	-368
유형자산처분(취득)	-466	-746	-376	-247	-240
무형자산 감소(증가)	-40	-28	-31	-48	-49
투자자산 감소(증가)	45	122	304	-96	-1
재무현금흐름	-776	-293	-948	-816	-1,048
차입금의 증가(감소)	329	883	289	-276	-50
자본의 증가(감소)	-1,079	-1,133	-1,149	-540	-998
배당금의 지급	-776	-587	-588	-623	-688
총현금흐름	1,461	1,514	1,773	1,591	1,725
(-)운전자본증감(감소)	30	458	445	252	167
(-)설비투자	473	768	640	252	240
(+)자산매각	-32	-6	232	-44	-49
Free Cash Flow	926	282	921	1,044	1,269
(-)기타투자	174	-215	155	39	78
잉여현금	753	497	766	1,005	1,191
NOPLAT	869	890	1,018	1,162	1,270
(+) Dep	241	250	293	306	310
(-)운전자본투자	30	458	445	252	167
(-)Capex	473	768	640	252	240
OpFCF	608	-85	227	965	1,174

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	6,418	7,176	7,026	7,353	7,789
현금성자산	1,393	1,619	1,215	1,034	1,177
매출채권	1,772	1,895	2,159	2,216	2,320
재고자산	2,764	3,101	3,285	3,188	3,339
비유동자산	6,354	6,749	7,163	7,390	7,622
투자자산	4,083	3,905	4,169	4,202	4,321
유형자산	2,096	2,664	2,823	3,000	3,092
무형자산	175	180	171	188	210
자산총계	12,772	13,925	14,189	14,744	15,410
유동부채	2,672	3,143	3,237	3,392	3,518
매입채무	2,323	2,336	2,152	2,389	2,502
유동성이자부채	108	505	789	688	688
비유동부채	805	1,424	1,616	1,525	1,442
비유동이자부채	515	1,057	1,069	943	893
부채총계	3,478	4,567	4,853	4,918	4,960
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	534	535	538	539	539
이익잉여금	8,979	8,783	8,552	8,925	9,549
자본조정	-1,294	-1,034	-765	-643	-643
자기주식	-1,237	-1,031	-835	-950	-1,260
자본총계	9,295	9,358	9,336	9,826	10,450

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,745	9,299	10,503	13,748	13,785
BPS	68,557	73,700	78,656	86,915	94,315
DPS	5,200	5,400	6,000	7,000	8,000
CFPS	10,917	12,077	15,027	14,261	15,767
ROA(%)	7.2	8.7	7.8	9.3	8.7
ROE(%)	9.8	12.7	11.8	14.1	13.0
ROIC(%)	12.0	11.4	12.1	13.1	13.6
Multiples(x, %)					
PER	25.4	18.4	16.3	12.4	12.4
PBR	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8
PSR	3.9	3.6	3.1	2.7	2.5
PCR	15.7	14.2	11.4	12.0	10.8
EV/EBITDA	12.1	12.3	11.2	9.9	9.0
배당수익률	3.0	3.2	3.5	4.1	4.7
안정성(%)					
부채비율	37.4	48.8	52.0	50.0	47.5
Net debt/Equity	-8.3	-0.6	6.9	6.1	3.9
Net debt/EBITDA	-54.6	-4.0	39.3	32.1	20.1
유동비율	240.2	228.3	217.1	216.8	221.4
이자보상배율(배)	25.5	28.2	18.1	19.9	23.9
자산구조(%)					
투하자본	57.5	59.9	61.6	63.6	63.5
현금+투자자산	42.5	40.1	38.4	36.4	36.5
자본구조(%)					
차입금	6.3	14.3	16.6	14.2	13.1
자기자본	93.7	85.7	83.4	85.8	86.9

삼양식품 (003230) (Buy / 1,800,000 원)

2026년 2분기 삼양식품의 연결 매출액은 7,720억원(+39.6% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 1,750억원(+45.7%, OPM 22.7%)으로 컨센서스 영업이익(1,796억원)에 부합할 전망이다. 1분기에 이어 2분기에도 미국과 중국을 중심으로 해외 법인이 전사 실적 성장을 견인했을 것으로 추정한다. [미주] 매출액은 2,000억원(+51.5%), [중국]은 2,039억원(+62.3%), [기타] 지역은 2,394억원(+31.1%)으로 예상한다. 미국향 5월 선적 물량의 일부가 3분기 매출로 인식될 예정인 점을 고려하면, 미국의 높은 수출 성장세가 2분기 실적에 모두 반영되지는 않았을 것으로 판단한다. 매출총이익률은 42.3%로 전분기와 유사한 수준을 유지했으나, 인건비가 610억원(+54.3%)으로 증가하며 수익성 개선을 제한했던 것으로 추정한다. 광고선전비 역시 317억원(+38.1%)으로 증가했으나, 매출액 대비 비중은 전년 동기와 유사한 수준으로 유지됐을 전망이다.

2026년 연결 매출액은 3조 1,080억원(+32.2% YoY), 영업이익은 7,262억원(+38.5%, OPM 23.4%)으로 추정한다. 미주와 중국 매출액은 각각 +43.7%, +40.7% 성장하고, 기타 해외 지역 역시 +28.8%의 견조한 증가세를 이어갈 전망이다. 특히 2분기 미국향 선적 물량 일부의 매출 인식 지연으로 3분기 미국 법인의 성장 가시성이 높아졌으며, 중국과 유럽을 포함한 기타 지역에서도 수요 확대가 이어지고 있다.

다만 높은 실적 기저와 신규 브랜드 출시에 따른 비용 부담, 중국 공장 가동 이후의 성장 지속성, 인건비 및 광고선전비 확대, 오너 일가 지분 승계 등의 우려가 현재의 실적 성장보다 주가에 더 크게 반영되고 있다. 이러한 우려를 해소하기 위해서는 예상을 상회하는 해외 성장이나 추가적인 공급 능력 확대 등 기존 추정치를 넘어서는 성장 트리거가 필요하다고 판단한다. Peer group의 밸류에이션 하락과 할증률을 하향해 Target Multiple을 종전 대비 하향하고, 목표주가를 1,800,000원으로 하향 조정한다.

[표2] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	529	553	632	638	714	772	803	818	1,728	2,352	3,108
내수	105	113	121	129	129	129	129	137	392	468	523
해외	424	440	511	509	585	643	675	682	1,336	1,884	2,585
미주	135	132	156	175	185	200	231	243	380	598	859
중국	126	126	185	148	171	204	235	212	415	584	822
그외	163	183	170	186	228	239	208	227	540	702	904
YoY	37.1	30.3	44.0	33.2	35.0	39.6	27.1	28.3	44.9	36.1	32.2
내수	8.5	22.3	23.8	22.5	23.2	14.0	6.0	6.2	2.2	19.3	11.8
해외	46.7	32.5	49.8	36.2	38.0	46.1	32.2	33.9	65.1	41.0	37.2
미주	80.5	35.2	59.4	59.1	37.0	51.5	48.5	38.6	136.4	57.2	43.7
중국	34.9	32.3	56.1	36.2	36.0	62.3	27.5	42.9	87.7	40.7	40.7
그외	34.9	30.8	36.3	19.9	40.3	31.1	22.3	22.2	26.5	29.9	28.8
매출액 비중											
내수	19.9	20.4	19.2	20.2	18.1	16.7	16.0	16.7	22.7	19.9	16.8
해외	80.1	79.6	80.8	79.8	81.9	83.3	84.0	83.3	77.3	80.1	83.2
미주	25.6	23.9	24.6	27.4	25.9	25.9	28.7	29.6	22.0	25.4	27.6
중국	23.8	22.7	29.2	23.2	24.0	26.4	29.3	25.9	24.0	24.8	26.5
그외	30.8	33.0	27.0	29.2	32.0	31.0	25.9	27.8	31.3	29.8	29.1
영업이익	134	120	131	139	177	175	187	187	345	524	726
YoY	67.2	34.2	49.9	58.8	32.2	45.7	42.7	34.5	133.6	52.1	38.5
영업이익률	25.3	21.7	20.7	21.8	24.8	22.7	23.3	22.9	19.9	22.3	23.4

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: 삼양식품]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,193	1,728	2,352	3,108	3,739
매출총이익	417	723	1,053	1,292	1,561
영업이익	148	345	524	726	884
EBITDA	180	391	588	808	971
순이자손익	-7	-5	-7	11	18
외화관련손익	2	27	-6	-21	-8
지분법손익	11	0	0	0	0
세전계속사업손익	156	352	517	752	917
당기순이익	127	271	389	562	685
지배주주순이익	126	272	389	562	686
증가율(%)					
매출액	31.2	44.9	36.1	32.2	20.3
영업이익	63.2	133.6	52.1	38.5	21.7
EBITDA	53.6	117.4	50.5	37.4	20.2
순이익	57.7	114.3	43.3	44.6	21.9
이익률(%)					
매출총이익률	34.9	41.9	44.8	41.6	41.7
영업이익률	12.4	19.9	22.3	23.4	23.6
EBITDA 이익률	15.1	22.6	25.0	26.0	26.0
세전이익률	13.1	20.3	22.0	24.2	24.5
순이익률	10.6	15.7	16.5	18.1	18.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	168	358	309	740	709
당기순이익	127	271	389	562	685
자산상각비	32	46	64	81	87
운전자본증감	-8	-7	-194	30	-65
매출채권 감소(증가)	0	-15	-61	1	-59
재고자산 감소(증가)	-39	5	-112	-26	-71
매입채무 증가(감소)	21	15	-2	97	62
투자현금흐름	-24	-214	-479	-116	-191
유형자산처분(취득)	-45	-228	-447	-169	-180
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-12	-5	-5
투자자산 감소(증가)	14	8	-34	28	-1
재무현금흐름	-20	-35	170	-65	-72
차입금의 증가(감소)	4	-3	108	-29	-16
자본의 증가(감소)	-12	-19	75	-36	-56
배당금의 지급	-12	-19	-25	-36	-56
총현금흐름	204	410	615	710	775
(-)운전자본증감(감소)	-41	-58	165	53	65
(-)설비투자	45	228	449	169	180
(+)자산매각	-3	-5	-11	-5	-5
Free Cash Flow	196	235	-9	483	525
(-)기타투자	38	54	14	-113	5
잉여현금	159	181	-24	596	519
NOPLAT	119	266	394	543	660
(+) Dep	32	46	64	81	87
(-)운전자본투자	-41	-58	165	53	65
(-)Capex	45	228	449	169	180
OpFCF	147	141	-156	402	502

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	497	682	878	1,480	2,060
현금성자산	241	350	350	912	1,359
매출채권	81	138	189	230	290
재고자산	142	148	245	274	345
비유동자산	673	913	1,317	1,389	1,492
투자자산	73	105	177	136	142
유형자산	543	748	1,073	1,184	1,281
무형자산	55	58	68	69	69
자산총계	1,170	1,595	2,196	2,869	3,552
유동부채	402	492	555	684	743
매입채무	175	246	264	239	300
유동성이자부채	176	132	164	305	297
비유동부채	192	274	369	376	370
비유동이자부채	169	254	340	343	335
부채총계	594	767	925	1,060	1,113
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	79	79	79
이익잉여금	522	770	1,129	1,670	2,300
자본조정	-6	-2	9	5	5
자기주식	-7	-7	0	0	0
자본총계	577	828	1,272	1,809	2,439

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	16,761	36,106	52,217	75,405	91,959
BPS	74,979	108,436	166,650	237,889	321,508
DPS	2,100	3,300	4,800	7,500	9,200
CFPS	27,072	54,487	81,694	94,238	102,839
ROA(%)	12.1	19.7	20.5	22.2	21.4
ROE(%)	24.8	39.4	37.6	36.9	32.6
ROIC(%)	18.6	35.0	34.9	36.8	40.6
Multiples(x, %)					
PER	64.0	29.7	20.5	14.2	11.7
PBR	14.3	9.9	6.4	4.5	3.3
PSR	6.8	4.7	3.4	2.6	2.2
PCR	39.6	19.7	13.1	11.4	10.4
EV/EBITDA	45.5	20.8	14.0	9.7	7.6
배당수익률	0.2	0.3	0.4	0.7	0.9
안정성(%)					
부채비율	102.9	92.6	72.7	58.6	45.6
Net debt/Equity	17.8	4.3	12.1	-14.6	-29.8
Net debt/EBITDA	57.1	9.2	26.2	-32.7	-74.9
유동비율	123.7	138.5	158.1	216.4	277.2
이자보상배율(배)	12.1	23.9	34.7	n/a	345.1
자산구조(%)					
투하자본	68.0	65.1	72.8	59.5	53.2
현금+투자자산	32.0	34.9	27.2	40.5	46.8
자본구조(%)					
차입금	37.4	31.8	28.4	26.4	20.6
자기자본	62.6	68.2	71.6	73.6	79.4

오리온 (271560) (Buy / 180,000 원)

2026년 2분기 오리온의 연결 매출액은 8,969억원(+15.4% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 1,321억원(+8.7%, OPM 14.7%)을 기록한 것으로 추정한다. 중국은 4~6월 원화 기준 매출이 각각 +22.9%, +20.8%, +28.6% 성장했으며, 환율 효과를 제외한 현지 통화 기준으로도 +12.4%, +7.5%, +9.0%의 견조한 성장을 이어갔다. 간식점과 이커머스 중심의 채널 전환이 지속된 가운데 전용제품 확대와 생산량 증가, 유지류·감자 플레이크 등 주요 원재료 가격 하락으로 이익 성장도 가속화됐다. 러시아 역시 현지 통화 기준 두 자릿수 성장을 이어갔고, 원부재료 조달 현지화와 주요 원재료 단가 하락으로 제조원가율이 크게 개선되며 2분기 영업이익은 +58.9% 증가한 것으로 추정한다. 베트남은 파이와 수출 중심의 외형 성장은 지속됐으나 에너지·포장재·물류비 상승과 시장 경쟁 심화로 이익 개선 폭은 제한됐다. 한국은 신제품과 편의점·이커머스 채널 성장에도 원재료 가격 상승, 인건비 및 임대료 등의 비용 증가분이 반영되며 영업이익은 감소한 것으로 추정한다.

하반기에는 해외 성장 지속과 일부 비용 부담 완화에 주목한다. 중국은 간식점과 이커머스 전용제품 확대가 이어지는 가운데 9월 스낵 라인 증설로 공급 여력도 확대될 전망이다. 러시아 역시 가동률이 100%를 상회하는 상황에서 3분기 말 파이 라인 증설이 예정돼 있어 높은 성장세가 이어질 가능성이 높다. 베트남은 경쟁 심화와 비용 부담이 단기적으로 이어질 가능성이 있으나, 파이 중심의 제품력 강화와 원재료 연간 계약법인 간 공동구매 등 원가 절감 활동을 병행하고 있어 점진적인 손익 회복이 예상된다.

[표3] 오리온의 분기 및 연간 실적

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	802	777	829	925	930	897	962	1,046	3,104	3,332	3,835
한국	282	291	283	290	283	300	294	300	1,098	1,146	1,178
중국	328	305	337	350	410	378	410	407	1,270	1,321	1,605
베트남	128	103	121	187	151	116	139	214	514	538	620
러시아	67	81	90	102	90	105	121	128	230	339	445
연결조정	-4	-2	-1	-4	-5	-3	-1	-4	-8	-11	-13
YoY(%)	7.1	8.1	7.0	7.3	16.0	15.4	16.1	13.1	6.6	7.3	15.1
한국	4.0	4.9	4.2	4.5	0.4	3.0	4.0	3.7	2.6	4.4	2.8
중국	7.1	3.0	4.7	1.4	24.8	24.0	21.6	16.3	7.7	4.0	21.5
베트남	8.5	4.3	-1.0	5.9	17.9	13.5	15.1	14.6	8.2	4.6	15.3
러시아	33.0	64.5	44.7	47.7	34.7	30.0	34.6	26.1	15.1	47.3	31.0
영업이익	131	121	138	168	165	132	163	193	544	558	654
한국	46	49	42	50	49	41	44	52	178	187	186
중국	56	52	67	67	80	65	81	77	244	242	304
베트남	21	14	21	40	27	14	25	48	100	96	114
러시아	9	10	12	17	14	15	16	22	37	47	68
연결조정	-1	-3	-4	-5	-4	-4	-5	-6	-16	-13	-18
YoY(%)	5.0	-0.2	0.6	4.9	26.0	8.7	18.1	15.4	10.4	2.7	17.1
한국	5.7	3.4	-3.9	13.5	4.7	-14.8	5.3	5.1	5.7	4.6	-0.1
중국	3.2	-6.5	5.4	-5.4	42.8	24.0	21.7	16.3	10.4	-0.9	25.6
베트남	9.1	-6.3	-10.7	-4.7	25.2	0.4	19.7	20.1	14.5	-3.7	18.2
러시아	9.2	44.6	26.9	26.0	65.7	58.9	39.8	30.3	14.8	26.0	45.1
영업이익률(%)	16.4	15.6	16.6	18.1	17.8	14.7	16.9	18.5	17.5	16.8	17.0
한국	16.4	16.7	14.9	17.2	17.1	13.8	15.1	17.4	16.3	16.3	15.8
중국	17.0	17.2	19.8	19.0	19.5	17.2	19.8	19.0	19.2	18.3	18.9
베트남	16.5	14.0	17.6	21.2	17.6	12.4	18.4	22.2	19.5	17.9	18.4
러시아	12.8	12.0	13.1	16.3	15.7	14.7	13.6	16.8	16.0	13.7	15.2

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: 오리온]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,912	3,104	3,332	3,835	4,080
매출총이익	1,127	1,196	1,223	1,414	1,513
영업이익	492	544	558	654	702
EBITDA	650	704	723	835	891
순이자손익	34	30	24	47	49
외화관련손익	2	3	-1	15	0
지분법손익	1	-9	-27	-12	0
세전계속사업손익	520	692	547	718	763
당기순이익	385	533	391	544	580
지배주주순이익	377	525	383	534	571
증가율(%)					
매출액	1.4	6.6	7.3	15.1	6.4
영업이익	5.5	10.4	2.7	17.1	7.4
EBITDA	3.4	8.4	2.7	15.5	6.7
순이익	-3.3	38.5	-26.7	39.2	6.6
이익률(%)					
매출총이익률	38.7	38.5	36.7	36.9	37.1
영업이익률	16.9	17.5	16.8	17.0	17.2
EBITDA 이익률	22.3	22.7	21.7	21.8	21.8
세전이익률	17.9	22.3	16.4	18.7	18.7
순이익률	13.2	17.2	11.7	14.2	14.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	437	652	537	532	742
당기순이익	385	533	391	544	580
자산상각비	157	160	165	181	189
운전자본증감	-108	69	-70	-74	-4
매출채권 감소(증가)	9	17	2	-17	-14
재고자산 감소(증가)	-30	-42	1	-18	-22
매입채무 증가(감소)	-24	30	-19	-23	30
투자현금흐름	-541	-505	-564	-358	-306
유형자산처분(취득)	-165	-105	-121	-294	-228
무형자산 감소(증가)	-2	-15	-24	-22	-22
투자자산 감소(증가)	-372	-10	-4	-36	-47
재무현금흐름	-138	-70	-121	-145	-162
차입금의 증가(감소)	-101	-14	-15	-7	-4
자본의 증가(감소)	-38	-56	-99	-138	-158
배당금의 지급	-38	-56	-99	-138	-158
총현금흐름	663	698	736	606	747
(-)운전자본증가(감소)	88	-96	56	-22	4
(-)설비투자	166	107	123	295	228
(+)자산매각	-1	-13	-22	-21	-22
Free Cash Flow	409	675	535	312	493
(-)기타투자	22	402	430	102	8
잉여현금	387	272	106	211	484
NOPLAT	365	419	399	495	534
(+) Dep	157	160	165	181	189
(-)운전자본투자	88	-96	56	-22	4
(-)Capex	166	107	123	295	228
OpFCF	268	568	385	404	490

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,628	1,647	1,867	2,126	2,487
현금성자산	1,133	1,109	1,312	1,508	1,831
매출채권	212	190	198	222	236
재고자산	260	317	321	352	375
비유동자산	1,893	2,661	2,732	2,913	2,983
투자자산	181	889	925	916	925
유형자산	1,658	1,702	1,716	1,888	1,933
무형자산	54	70	90	109	125
자산총계	3,521	4,308	4,599	5,040	5,469
유동부채	399	538	498	586	618
매입채무	304	383	368	476	507
유동성이자부채	14	14	14	16	14
비유동부채	167	197	188	191	176
비유동이자부채	14	26	22	19	17
부채총계	566	734	686	777	794
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	1,560	2,033	2,317	2,713	3,126
자본조정	684	821	874	821	821
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,955	3,574	3,912	4,263	4,676

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	9,527	13,269	9,682	13,522	14,447
BPS	72,400	87,799	96,334	105,004	115,449
DPS	1,250	2,500	3,500	4,000	4,500
CFPS	16,779	17,662	18,619	15,322	18,885
ROA(%)	10.9	13.4	8.6	11.1	10.9
ROE(%)	13.9	16.6	10.5	13.4	13.1
ROIC(%)	20.7	23.4	21.7	24.8	25.2
Multiples(x, %)					
PER	13.5	9.7	13.3	9.5	8.9
PBR	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1
PSR	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
PCR	7.7	7.3	6.9	8.4	6.8
EV/EBITDA	6.1	5.7	5.3	4.3	3.7
배당수익률	1.0	1.9	2.7	3.1	3.5
안정성(%)					
부채비율	19.1	20.5	17.5	18.2	17.0
Net debt/Equity	-37.4	-29.9	-32.6	-34.6	-38.5
Net debt/EBITDA	-170.0	-151.9	-176.6	-176.5	-202.0
유동비율	408.2	306.4	374.8	363.0	402.6
이자보상배율(배)	136.8	536.2	37.6	373.7	445.3
자산구조(%)					
투하자본	58.0	47.0	46.0	46.1	44.0
현금+투자자산	42.0	53.0	54.0	53.9	56.0
자본구조(%)					
차입금	1.0	1.1	0.9	0.8	0.7
자기자본	99.0	98.9	99.1	99.2	99.3

CJ 제일제당 (097950) (Buy / 270,000 원)

2026년 2분기 CJ제일제당의 연결 매출액은 7조 323억원(-2.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 2,640억원(-25.2%, OPM 3.8%)으로 추정한다. 다만 이는 F&C 매각에 따른 기저 변화를 반영한 수치이며, F&C와 CJ대한통운을 제외한 순수 CJ제일제당 기준으로 는 매출액 3조 9,655억원(+5.3%), 영업이익 1,514억원(-21.4%, OPM 3.8%)을 예상한다.

[식품]은 국내에서 가공식품 중심의 성장이 이어진 것으로 파악된다. 핫반, 만두, 스펀 등 대형 제품 판매가 견조했고 신제품 반응도 양호해 가공식품만으로는 유의미한 성장세(+5.8%)가 예상된다. 반면 소재식품은 원가 부담과 판가 인하 부담이 겹치며 예상보다 부진(-8.5%)했던 것으로 파악된다. 해외 식품 역시 매출(+6.8%) 측면의 우려는 제한적이다. 미국 경기 둔화에도 만두와 핫반 등 GSP 판매는 견조하고 환율도 우호적이기 때문이다. 다만 미주를 포함한 해외 전반에서 광고선전비와 운반비 부담이 확대되고 있어 수익성은 기대보다 약할 전망이다. 반면 [바이오]는 1분기를 바닥으로 QoQ 회복 흐름이 이어지고 있다. 주요 아미노산의 스팟 가격이 저점 대비 반등했기 때문이다. 이에 2분기 바이오 매출액은 +8.9% 성장한 것으로 추정한다.

2026년 연간 순수 CJ제일제당의 매출액은 16조 4,257억원(+6.1% YoY), 영업이익은 7,663억원(+4.6%, OPM 4.7%)으로 추정한다. 하반기에도 국내 소재식품의 원가·판가 부담과 해외 식품의 광고·운반비 증가가 예상되나, 업황 회복에 따른 바이오 판가 상승분 반영과 국내 식품 손익 개선, 해외 GSP 성장이 기대된다. Peer group의 밸류에이션 하락을 반영해 Target Multiple을 종전 대비 하향하고, 목표주가를 270,000원으로 하향 조정한다.

[표4] CJ제일제당 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	7,209	7,237	7,440	7,006	7,111	7,032	7,210	7,521	29,359	28,891	28,875
식품	2,925	2,687	2,984	2,926	3,038	2,789	3,070	3,224	11,353	11,522	12,122
바이오	895	1,080	979	1,005	989	1,176	1,051	1,087	4,210	3,959	4,303
F&C	543	555	569	-	-	-	-	-	2,309	1,667	-
물류	2,846	2,915	2,907	3,075	3,084	3,067	3,088	3,210	11,488	11,742	12,449
YoY (%)	-0.1	0.0	0.3	-6.5	-1.4	-2.8	-3.1	7.4	1.2	-1.6	-0.1
식품	3.3	-0.7	0.4	2.9	3.9	3.8	2.9	10.2	0.8	1.5	5.2
바이오	-12.4	2.2	-8.4	-5.4	10.4	8.9	7.3	8.2	1.8	-5.9	8.7
F&C	-8.2	-2.6	-1.7	-	-	-	-	-	-7.4	-27.8	-
물류	2.7	0.3	4.0	2.0	8.4	5.2	6.2	4.4	3.2	2.2	6.0
매출액 비중 (%)											
식품	40.6	37.1	40.1	41.8	42.7	39.7	42.6	42.9	38.7	39.9	42.0
바이오	12.4	14.9	13.2	14.3	13.9	16.7	14.6	14.5	14.3	13.7	14.9
F&C	7.5	7.7	7.7	-	-	-	-	-	7.9	5.8	-
물류	39.5	40.3	39.1	43.9	43.4	43.6	42.8	42.7	39.1	40.6	43.1
영업이익	333	353	346	296	238	264	375	394	1,553	1,329	1,271
식품	129	90	169	138	143	94	173	166	620	526	576
바이오	82	102	22	1	6	58	58	70	338	207	190
F&C	35	43	12	-	-	-	-	-	75	90	-
물류	87	118	144	157	90	113	144	159	521	506	505
YoY (%)	-11.4	-7.9	-16.8	-21.6	-28.5	-25.2	8.1	33.3	20.2	-14.4	-4.3
식품	-30.3	-33.7	4.5	0.0	11.2	4.0	2.7	20.1	-5.3	-15.2	9.6
바이오	-15.7	3.4	-73.3	-99.1	-93.3	-43.7	161.5	13,835	34.3	-38.6	-8.2
F&C	흑전	24.9	-63.2	-	-	-	-	-	흑전	20.3	-
물류	-20.2	3.0	2.9	-0.2	3.1	-4.5	0.0	1.0	10.3	0.0	-0.2
영업이익 비중 (%)											
식품	38.6	25.5	48.6	46.7	60.1	35.5	46.2	42.1	39.9	39.6	45.3
바이오	24.7	29.0	6.4	0.2	2.3	21.8	15.4	17.7	21.7	15.6	15.0
F&C	10.6	12.1	3.5	-	-	-	-	-	4.8	6.8	-
물류	26.1	33.4	41.5	53.1	37.6	42.7	38.4	40.2	33.5	38.1	39.7
영업이익률 (%)	4.6	4.9	4.7	4.2	3.3	3.8	5.2	5.2	5.3	4.6	4.4
식품	4.4	3.4	5.6	4.7	4.7	3.4	5.6	5.2	5.5	4.6	4.8
바이오	9.2	9.5	2.2	0.0	0.6	4.9	5.5	6.4	8.0	5.2	4.4
F&C	6.5	7.7	2.1	-	-	-	-	-	3.2	5.4	-
물류	3.1	4.0	5.0	5.1	2.9	3.7	4.7	4.9	4.5	4.3	4.1
CJ대한통운 제외 매출액	4,363	4,322	4,533	3,931	4,027	3,965	4,122	4,311	17,871	17,149	16,426
YoY (%)	-1.8	-0.2	-1.9	-12.2	-7.7	-8.3	-9.1	9.7	-0.1	-4.0	-4.2
CJ대한통운 제외 영업이익	246	235	203	139	149	151	231	236	1,032	823	766
YoY (%)	-7.8	-12.6	-26.7	-36.9	-39.7	-35.6	13.8	69.9	26.0	-20.3	-6.9
영업이익률 (%)	5.6	5.4	4.5	3.5	3.7	3.8	5.6	5.5	5.8	4.8	4.7
F&C 제외 순수 CJ제일제당 매출액	3,820	3,767	3,963	3,931	4,027	3,965	4,122	4,311	15,563	15,482	16,426
YoY (%)	-0.9	0.1	-1.9	0.6	5.4	5.3	4.0	9.7	1.1	-0.5	6.1
F&C 제외 순수 CJ제일제당 영업이익	211	193	191	138.8	149	151	231	236	958	733	766.3
YoY (%)	-25.2	-18.1	-21.8	-29.5	-29.6	-21.4	21.0	69.9	5.7	-23.5	4.6
영업이익률 (%)	5.5	5.1	4.8	3.5	3.7	3.8	5.6	5.5	6.2	4.7	4.7

주1: 셀렉타 매각 철회에 따라 관련 회계 처리가 재검토되어 재무제표의 일부 평가 항목이 재평가 및 조정됨. 해당 영향은 2Q25 수치부터 반영,

주2: F&C 매각에 따라 2025년 연간 재무제표에서는 관련 회사가 중단영업으로 분류. 다만 2025년 1~3분기 실적의 부문별 구분이 불명확해 분기 실적표에는 4Q25부터 F&C를 제외. 이에 2025년 연간 재무제표 수치와 분기 합산치는 일치하지 않음

주3: 2026년 2분기 대한통운 제외 가이던스는 매출액 Mid-Single Digit 증가, 영업이익률 4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: CJ제일제당]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	29,023	27,240	27,343	28,875	30,541
매출총이익	6,053	6,155	5,908	6,261	6,646
영업이익	1,292	1,452	1,234	1,271	1,449
EBITDA	2,834	3,010	2,866	2,839	2,950
순이자손익	-459	-438	-440	-383	-361
외화관련손익	3	-190	44	107	76
지분법손익	139	18	19	19	19
세전계속사업손익	732	573	65	627	903
당기순이익	559	346	-417	449	650
지배주주순이익	386	132	-571	296	423
증가율(%)					
매출액	-3.5	-6.1	0.4	5.6	5.8
영업이익	-22.4	12.4	-15.0	3.0	14.0
EBITDA	-7.6	6.2	-4.8	-0.9	3.9
순이익	-30.3	-38.2	격전	흑전	44.6
이익률(%)					
매출총이익률	20.9	22.6	21.6	21.7	21.8
영업이익률	4.5	5.3	4.5	4.4	4.7
EBITDA 이익률	9.8	11.1	10.5	9.8	9.7
세전이익률	2.5	2.1	0.2	2.2	3.0
순이익률	1.9	1.3	-1.5	1.6	2.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	2,445	2,255	2,482	733	1,723
당기순이익	559	346	-417	449	650
자산상각비	1,542	1,558	1,632	1,568	1,501
운전자본증감	-155	-676	-43	-1,271	-251
매출채권 감소(증가)	160	-259	67	-993	-268
재고자산 감소(증가)	366	429	190	-1,130	-215
매입채무 증가(감소)	-338	-566	-33	860	241
투자현금흐름	-703	-1,104	-1,527	-1,091	-1,093
유형자산처분(취득)	-1,017	-908	-1,527	-800	-790
무형자산 감소(증가)	-135	-131	-111	-174	-174
투자자산 감소(증가)	219	-183	67	-15	-16
재무현금흐름	-1,658	-1,863	-1,102	-537	-296
차입금의 증가(감소)	-793	-594	-401	-160	-200
자본의 증가(감소)	-141	-128	-996	-377	-96
배당금의 지급	-141	-128	-996	-377	-96
총현금흐름	2,832	3,129	2,799	2,005	1,974
(-)운전자본증감(감소)	101	350	-487	1,271	251
(-)설비투자	1,124	1,001	1,631	800	790
(+)자산매각	-27	-38	-7	-174	-174
Free Cash Flow	1,580	1,740	1,648	-240	760
(-)기타투자	-176	208	485	102	114
잉여현금	1,756	1,532	1,162	-342	646
NOPLAT	987	638	-3,276	911	1,043
(+) Dep	1,542	1,558	1,632	1,568	1,501
(-)운전자본투자	101	350	-487	1,271	251
(-)Capex	1,124	1,001	1,631	800	790
OpFCF	1,304	846	-2,788	408	1,503

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	9,580	9,000	8,869	10,200	11,124
현금성자산	2,192	1,937	1,417	538	887
매출채권	2,941	3,481	3,128	4,121	4,389
재고자산	2,649	2,521	2,182	3,312	3,527
비유동자산	20,026	21,134	20,867	20,377	19,954
투자자산	3,839	3,910	3,971	4,092	4,224
유형자산	11,875	12,376	12,349	11,716	11,138
무형자산	4,308	4,846	4,547	4,569	4,591
자산총계	29,606	30,134	29,745	30,577	31,078
유동부채	9,556	10,312	10,433	11,252	11,415
매입채무	3,314	3,142	2,841	3,701	3,941
유동성이자부채	4,971	6,403	5,649	5,529	5,369
비유동부채	8,271	7,595	7,760	7,792	7,803
비유동이자부채	6,711	5,932	6,291	6,251	6,211
부채총계	17,826	17,907	18,194	19,044	19,218
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,223	1,304	1,296	1,296	1,296
이익잉여금	5,731	5,731	5,026	4,945	5,271
자본조정	115	730	655	718	718
자기주식	-100	-100	-100	-100	-100
자본총계	11,780	12,227	11,551	11,533	11,859

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	25,147	8,253	-80,048	19,596	28,202
BPS	436,559	479,046	430,886	429,763	449,682
DPS	5,500	6,000	6,000	6,000	6,000
CFPS	172,898	190,977	170,872	122,374	120,522
ROA(%)	1.3	0.4	-1.9	1.0	1.4
ROE(%)	5.6	1.8	-7.7	4.2	5.9
ROIC(%)	4.8	3.0	-15.2	4.2	4.8
Multiples(x, %)					
PER	7.4	22.5	-2.3	9.5	6.6
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	1.1	1.0	1.1	1.5	1.5
EV/EBITDA	4.4	4.4	4.7	5.0	4.6
배당수익률	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2
안정성(%)					
부채비율	151.3	146.5	157.5	165.1	162.1
Net debt/Equity	80.6	85.0	91.1	97.5	90.2
Net debt/EBITDA	334.9	345.4	367.2	395.9	362.5
유동비율	100.3	87.3	85.0	90.6	97.4
이자보상배율(배)	2.5	2.9	2.5	2.8	3.4
자산구조(%)					
투하자본	77.2	78.8	79.7	82.5	80.9
현금+투자자산	22.8	21.2	20.3	17.5	19.1
자본구조(%)					
차입금	49.8	50.2	50.8	50.5	49.4
자기자본	50.2	49.8	49.2	49.5	50.6

농심 (004370) (Buy / 550,000 원)

2026년 2분기 농심의 연결 매출액은 9,328억원(+7.5% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 522억원(+29.8%)으로 컨센서스 영업이익(492억원)을 소폭 상회할 전망이다. **[국내]** 매출액은 6,229억원(+1.1%), 영업이익은 323억원(+8.9%, OPM 5.2%)으로 추정한다. 국내 라면 가격 인하 영향에도 신제품 판매 호조로 전년 대비 소폭 성장할 전망이다. 수출은 유럽 법인 설립에 따른 연결 조정 영향에도 서유럽 중심 수요가 견조해 매출액은 1,240억원(+12.2%)으로 추정한다. **[해외]** 법인별 매출액은 중국 489억원(+16.5%), 미주 1,511억원(+5.5%), 일본 467억원(+24.8%), 유럽 390억원(+323.7%), 호주 194억원(+21.1%)으로 추정한다. 미국은 환율 상승분을 감안하면 전년 수준의 판매를 기록한 것으로 추정되나, 지난해 판촉 및 마케팅비 과집행에 따른 기저효과로 이익은 큰 폭의 증가세를 시현한 것으로 파악된다. 유럽은 영국·독일 등 서유럽 중심 SKU 확대가 외형 성장을 견인한 것으로 판단한다.

2026년 연결 매출액은 3조 7,237억원(+6.0%), 영업이익은 2,228억원(+21.1%, OPM 6.0%)으로 전망한다. 국내 매출액은 2조 4,577억원(+0.1%)으로 정체가 예상되나, 영업이익은 1,504억원(+13.6%)으로 개선될 전망이다. 국내 라면 내수 성장률은 +1.8%에 그칠 것으로 예상되지만, 수출은 4,731억원(+14.6%)으로 성장하며 국내 법인 실적을 방어할 전망이다. 해외는 유럽 법인 매출 본격화와 북미 수익성 회복이 핵심이다. 지역별 매출액은 중국 1,954억원(+13.1%), 미주 6,453억원(+5.4%), 일본 1,646억원(+21.9%), 유럽 1,648억원(+168.9%), 호주 762억원(+20.4%), 베트남 197억원(+24.2%)으로 추정한다. 하반기에는 국내 가격 인하 효과와 부자재 가격 상승 부담이 일부 반영되겠으나, 미국 수익성 회복과 유럽 법인 매출 확대, 일본·호주·베트남 고성장이 이를 상쇄할 전망이다. 4분기 녹산 수출 전용 공장 가동 이후에는 유럽향 물량 대응력이 확대되며 2027년 해외 성장 가시성도 높아질 것으로 판단한다.

[표5] 농심 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	893	868	871	882	934	933	922	935	3,439	3,514	3,724
한국	639	616	605	594	621	623	614	600	2,479	2,454	2,458
라면	516	515	501	518	534	536	516	537	1,993	2,050	2,124
내수	410	404	406	418	408	412	409	422	1,578	1,638	1,651
수출	106	111	96	100	126	124	107	115	415	413	473
스낵	109	122	120	105	110	125	123	107	455	456	466
중국	45	42	44	41	53	49	48	45	161	173	195
미주	163	143	143	164	166	151	153	175	623	612	645
일본	28	37	33	36	34	47	40	44	106	135	165
유럽	-	9	24	28	37	39	41	48	-	61	165
호주	14	16	19	14	18	19	21	17	56	63	76
베트남	4	4	4	4	5	5	5	5	13	16	20
YoY (%)	2.3	0.8	2.4	3.2	4.6	7.5	5.9	5.9	0.8	2.2	6.0
한국	2.1	-1.4	-2.1	-2.8	-2.8	1.1	1.4	1.0	2.0	-1.0	0.1
라면	5.2	1.6	1.8	3.1	3.5	4.2	3.0	3.7	6.6	2.9	3.6
내수	5.3	3.0	5.1	2.0	-0.5	2.0	0.8	1.0	1.9	3.8	0.8
수출	5.0	-3.4	-10.2	8.1	18.8	12.2	12.2	15.3	29.5	-0.5	14.6
스낵	-10.9	6.3	7.8	-1.8	1.2	2.5	2.5	2.5	-1.1	0.2	2.2
중국	-4.5	2.3	31.8	7.3	16.0	16.5	10.0	9.9	-15.2	7.6	13.1
미주	0.9	-4.6	-6.7	2.9	2.2	5.5	7.3	7.0	-1.9	-1.8	5.4
일본	21.0	38.7	25.9	21.7	20.3	24.8	20.3	21.7	11.6	26.9	21.9
유럽	-	-	-	-	-	323.7	73.3	67.4	-	-	168.9
호주	20.7	9.8	11.5	11.6	29.0	21.1	15.0	18.0	14.3	13.0	20.4
베트남	15.6	17.7	17.5	24.3	19.6	26.2	25.0	26.0	18.2	18.8	24.2
영업손익	56	40	54	33	67	52	64	39	163	184	223
한국	38	30	41	24	48	32	44	26	81	132	150
중국	6	2	4	0	7	2	4	2	15	12	16
미주	8	7	5	7	13	14	9	7	50	26	43
일본	1	2	2	1	2	3	3	1	5	6	9
유럽	-	0	0	0	0	1	1	1	-	0	3
호주	0	1	1	0	0	1	1	0	1	2	2
베트남	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
조정	3	-1	2	2	-4	-1	2	2	9	5	-1
YoY (%)	-8.7	-7.9	44.6	63.1	20.3	29.8	17.3	18.2	-23.1	12.8	21.1
한국	1.7	80.0	134.6	133.6	26.7	8.9	6.9	10.5	-31.3	62.6	13.6
중국	20.8	-70.1	27.7	-17.0	20.1	20.2	21.0	375.4	29.4	-20.4	33.4
미주	-51.8	-60.9	-58.8	18.2	75.1	103.8	88.7	9.6	-21.0	-48.6	68.0
일본	-37.6	137.4	36.5	-41.8	75.6	43.8	29.0	34.9	60.6	14.9	42.2
유럽	-	-	-	-	-	1,555.1	113.0	645.8	-	-	522.9
호주	104.9	28.8	44.2	-71.1	-2.0	24.7	18.5	21.5	96.4	21.0	15.5
베트남	-28.6	86.5	2,771.4	적지	-13.5	30.0	28.8	적지	-49.6	110.4	16.1
영업이익률(%)	6.3	4.6	6.2	3.8	7.2	5.6	6.9	4.2	4.7	5.2	6.0
한국	5.9	4.8	6.8	4.0	7.7	5.2	7.2	4.3	3.3	5.4	6.1
중국	13.1	4.8	8.1	1.1	13.6	5.0	8.9	4.6	9.4	6.9	8.2
미주	4.7	4.7	3.4	4.1	8.0	9.0	6.0	4.2	8.1	4.2	6.7
일본	3.4	5.6	6.9	1.8	4.9	6.5	7.4	2.0	4.9	4.4	5.2
유럽	-	0.6	1.2	0.4	1.1	2.5	1.5	2.0	-	0.8	1.8
호주	3.1	3.2	3.9	0.7	2.3	3.3	4.0	0.7	2.6	2.8	2.7
베트남	4.5	7.0	4.1	-1.3	3.2	7.2	4.2	-1.3	2.0	3.5	3.2

주: 별도 합산 매출액과 연결 기준 공시되는 한국 지역 실적 차이는 연결 조정 영향

자료: 농심, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: 농심]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,411	3,439	3,514	3,724	3,910
매출총이익	1,035	966	1,019	1,098	1,154
영업이익	212	163	184	223	235
EBITDA	330	286	311	353	364
순이자손익	18	23	21	28	30
외화관련손익	-1	2	1	6	3
지분법손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업손익	231	218	218	264	276
당기순이익	171	158	170	200	210
지배주주순이익	172	157	170	200	210
증가율(%)					
매출액	9.0	0.8	2.2	6.0	5.0
영업이익	89.1	-23.1	12.8	21.1	5.5
EBITDA	44.4	-13.4	8.9	13.3	3.2
순이익	47.8	-8.1	7.9	17.6	5.0
이익률(%)					
매출총이익률	30.4	28.1	29.0	29.5	29.5
영업이익률	6.2	4.7	5.2	6.0	6.0
EBITDA 이익률	9.7	8.3	8.9	9.5	9.3
세전이익률	6.8	6.3	6.2	7.1	7.1
순이익률	5.0	4.6	4.8	5.4	5.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	327	273	269	101	332
당기순이익	171	158	170	200	210
자산상각비	118	123	127	130	129
운전자본증감	1	-52	-88	-42	-11
매출채권 감소(증가)	-12	1	-16	13	-17
재고자산 감소(증가)	-24	4	-34	4	-18
매입채무 증가(감소)	50	-23	7	-23	33
투자현금흐름	-267	-382	-117	-81	-138
유형자산처분(취득)	-107	-116	-67	-130	-100
무형자산 감소(증가)	0	-1	4	0	1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-64	-33
재무현금흐름	-45	95	-41	20	-16
차입금의 증가(감소)	-16	130	-12	55	21
자본의 증가(감소)	-29	-29	-29	-35	-38
배당금의 지급	-29	-29	-29	-35	-38
총현금흐름	362	363	380	143	343
(-)운전자본증감(감소)	-39	131	64	-14	11
(-)설비투자	108	123	68	130	100
(+)자산매각	1	6	4	1	1
Free Cash Flow	294	116	253	27	233
(-)기타투자	198	186	77	-58	7
잉여현금	96	-70	176	85	227
NOPLAT	157	118	143	169	179
(+) Dep	118	123	127	130	129
(-)운전자본투자	-39	131	64	-14	11
(-)Capex	108	123	68	130	100
OpFCF	206	-13	139	182	197

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,420	1,744	1,960	2,093	2,350
현금성자산	673	892	999	1,105	1,316
매출채권	313	328	340	347	364
재고자산	318	323	353	358	376
비유동자산	1,815	1,854	1,862	1,947	1,924
투자자산	218	200	211	252	259
유형자산	1,535	1,580	1,586	1,633	1,608
무형자산	62	74	65	62	57
자산총계	3,235	3,597	3,822	4,040	4,274
유동부채	696	678	833	876	912
매입채무	596	568	622	669	702
유동성이자부채	32	40	149	151	151
비유동부채	97	247	158	165	191
비유동이자부채	29	164	28	28	50
부채총계	794	925	991	1,041	1,103
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	122	130	137	137	137
이익잉여금	2,316	2,437	2,578	2,743	2,915
자본조정	-38	74	85	88	88
자기주식	-81	-81	-67	-67	-67
자본총계	2,441	2,673	2,831	2,999	3,171

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	28,261	25,861	29,421	34,563	36,297
BPS	399,535	439,285	465,374	492,954	521,281
DPS	5,000	5,000	6,000	6,500	7,000
CFPS	59,561	59,710	62,531	23,519	56,436
ROA(%)	5.5	4.6	4.6	5.1	5.0
ROE(%)	7.3	6.2	6.2	6.9	6.8
ROIC(%)	8.8	6.4	7.4	8.6	9.1
Multiples(x, %)					
PER	12.4	13.6	11.9	10.1	9.7
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
PCR	5.9	5.9	5.6	14.9	6.2
EV/EBITDA	4.6	5.0	4.2	3.4	2.8
배당수익률	1.4	1.4	1.7	1.9	2.0
안정성(%)					
부채비율	32.5	34.6	35.0	34.7	34.8
Net debt/Equity	-25.1	-25.8	-29.1	-30.9	-35.2
Net debt/EBITDA	-185.4	-241.1	-264.2	-262.5	-306.5
유동비율	203.9	257.1	235.3	239.0	257.8
이자보상배율(배)	54.9	26.8	22.1	35.4	33.3
자산구조(%)					
투하자본	66.3	63.8	61.6	59.3	55.5
현금+투자자산	33.7	36.2	38.4	40.7	44.5
자본구조(%)					
차입금	2.4	7.1	5.9	5.6	6.0
자기자본	97.6	92.9	94.1	94.4	94.0

롯데웰푸드 (280360) (Buy / 170,000 원)

2026년 2분기 롯데웰푸드의 연결 매출액은 1조 1,294억원(+6.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 519억원(+51.3%, OPM 4.6%)을 기록하며 컨센서스 영업이익(461억원)을 상회할 것으로 추정한다. **[국내]**는 제과 신제품 출시와 트렌드 마케팅, 빙과 판매 호조에 힘입어 +2.6% 성장이 예상된다. 희망퇴직 관련 일회성 비용과 포장재 가격 상승 등 원가 부담이 반영되겠지만, 저수익 SKU 축소, 구매 효율화, 물류 개선 등 경영개선 활동 효과가 이를 상당 부분 상쇄할 것으로 판단한다. **[해외]**는 인도가 성장을 견인할 전망이다. 몬순 지연에 따른 우호적인 빙과 판매 환경과 푸네 산공장의 생산 안정화로 인도 빙과는 현지 통화 기준 +15.5% 성장이 예상되며, 6월 중순부터 초코파이 4번째 생산라인이 가동되기 시작해 건과 성장(+12.4%)도 점차 확대될 것으로 기대한다. 카자흐스탄 역시 현지 통화 기준 고성장(+16.1%)을 이어가는 가운데 러시아향 수출 확대와 내수 회복이 동반되고 있으며, 러시아는 일부 거래선 변경 영향에도 현지 통화 기준 전년 수준의 판매를 유지한 것으로 추정한다. 다만 포장재 가격 상승과 환율 부담은 하반기까지 비용 부담으로 이어질 가능성이 있다.

2026년 연결 매출액은 4조 4,690억원(+6.0%), 영업이익은 2,029억원(+85.3%, OPM 4.5%)으로 전망한다. 하반기에는 해외 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 가능성이 높다. 인도는 푸네 공장 가동률이 빠르게 상승하며 고정비 부담이 완화되고 있고, 빙과 수익성 정상화와 함께 건과 CAPA 확대 효과도 더해질 전망이다. 국내에서는 저수익 SKU 축소와 인력 운영 효율화, 구매 경쟁입찰 확대 등 경영개선 활동이 지속되는 가운데, 핵심 브랜드 중심의 매출 확대와 창고형 할인점·H&B·다이소 등 신성장 채널 대응 강화로 질적인 성장이 이어질 것으로 기대한다. 단기적으로는 포장재와 환율, 일부 원재료 부담이 남아 있으나 3분기부터 카카오 투입단가 하락 효과가 반영될 것으로 예상하고, 구조적인 수익성 개선과 해외 성장축 확대가 이를 상쇄하며 실적 개선세를 이어갈 것으로 판단한다. Peer group의 밸류에이션 하락을 반영해 Target Multiple을 종전 대비 하향하고, 목표주가를 170,000원으로 하향 조정한다.

[표6] 롯데웰푸드 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	975	1,064	1,157	1,020	1,027	1,129	1,227	1,086	4,044	4,216	4,469
국내	745	820	923	746	757	842	942	765	3,188	3,235	3,305
건과	285	262	284	302	292	273	289	308	1,104	1,133	1,163
빙과	101	182	243	82	103	192	248	84	610	607	627
유지	114	124	131	122	121	130	133	126	452	491	510
육가공 및 HMR	125	122	130	117	115	114	132	119	518	494	481
기타	121	131	135	123	125	133	139	127	503	510	524
해외	230	244	233	274	270	287	285	321	857	981	1,164
CIS	92	88	91	130	112	113	125	161	349	401	511
카자흐스탄	68	61	64	98	83	81	87	121	265	291	372
러시아	24	27	27	32	29	32	38	39	85	110	138
인도	80	104	74	68	93	116	82	73	291	326	363
건과	34	28	33	34	39	30	37	37	118	130	143
빙과	46	77	40	34	54	86	44	36	173	197	220
기타	58	52	68	76	65	59	79	88	217	254	290
YoY	2.5%	1.9%	7.3%	5.1%	5.4%	6.1%	6.0%	6.5%	-0.5%	4.2%	6.0%
국내	-1.2%	-0.5%	6.1%	1.1%	1.6%	2.6%	2.0%	2.5%	-2.3%	1.5%	2.2%
건과	1.1%	0.4%	3.9%	4.6%	2.7%	4.1%	1.9%	2.0%	1.6%	2.6%	2.6%
빙과	-5.6%	-7.5%	9.3%	-3.5%	2.6%	5.5%	2.0%	2.9%	0.2%	-0.5%	3.3%
유지	3.0%	7.4%	16.4%	7.5%	6.2%	5.0%	1.8%	3.0%	-4.1%	8.6%	3.9%
육가공 및 HMR	-4.6%	-4.1%	-2.3%	-7.5%	-7.6%	-6.5%	1.4%	2.4%	-2.7%	-4.6%	-2.6%
기타	-2.5%	4.6%	4.7%	-1.3%	3.1%	1.9%	2.8%	2.9%	-10.4%	1.4%	2.7%
해외	16.6%	11.2%	12.2%	17.8%	17.6%	17.8%	22.1%	17.4%	6.5%	14.5%	18.7%
CIS	6.6%	12.6%	13.6%	23.7%	22.1%	28.6%	36.4%	24.0%	0.6%	14.7%	27.4%
카자흐스탄	1.9%	7.1%	10.7%	17.3%	22.8%	33.1%	35.0%	24.1%	-1.9%	9.8%	28.1%
러시아	22.5%	27.3%	21.0%	48.7%	19.9%	18.5%	39.7%	23.5%	9.1%	29.9%	25.4%
인도	24.2%	8.9%	6.3%	11.7%	16.5%	11.1%	10.5%	7.0%	8.0%	12.3%	11.4%
건과	12.5%	6.1%	5.9%	16.0%	14.9%	8.9%	11.1%	7.0%	13.7%	10.2%	10.5%
빙과	34.4%	10.0%	6.6%	7.7%	17.7%	11.9%	10.1%	7.0%	4.4%	13.7%	12.0%
기타	24.6%	13.7%	17.5%	14.0%	12.1%	13.2%	15.4%	15.4%	15.3%	17.2%	14.2%
현지 통화 기준 매출액 YoY											
카자흐스탄	5.3%	15.8%	17.3%	18.2%	19.3%	16.1%	10.8%	10.0%	-1.7%	15.0%	13.4%
러시아	16.1%	21.4%	0.3%	18.8%	0.1%	0.5%	15.6%	10.0%	13.8%	12.0%	6.7%
인도	18.4%	11.0%	5.9%	13.8%	22.1%	14.7%	10.5%	10.0%	5.1%	12.0%	14.5%
영업이익	16	34	69	-10	36	52	83	32	157	110	203
국내	7	22	60	-17	24	28	67	13	98	71	132
해외	9	13	10	7	12	23	16	19	59	38	71
YoY	-56.1%	-45.8%	-8.9%	적지	118.4%	51.3%	20.0%	흑전	-11.3%	-30.3%	85.3%
국내	-67.9%	-48.1%	-3.9%	적지	223.1%	31.7%	13.2%	흑전	-17.4%	-27.2%	86.2%
해외	-37.1%	-41.2%	-31.0%	-25.5%	32.5%	84.6%	62.2%	177.8%	1.2%	-35.3%	83.7%
영업이익률	1.7%	3.2%	6.0%	-1.0%	3.5%	4.6%	6.8%	3.0%	3.9%	2.6%	4.5%
국내	1.0%	2.6%	6.5%	-2.3%	3.2%	3.4%	7.2%	1.7%	3.1%	2.2%	4.0%
해외	3.9%	5.2%	4.2%	2.6%	4.4%	8.2%	5.5%	6.1%	6.9%	3.9%	6.1%

주: 연결 조정은 국내 실적에 포함되어 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: 롯데월드푸드]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	4,066	4,044	4,216	4,469	4,693
매출총이익	1,132	1,195	1,143	1,248	1,343
영업이익	177	157	110	203	239
EBITDA	368	361	321	433	482
순이자손익	-29	-32	-37	-34	-31
외화관련손익	-15	-8	14	-14	-10
지분법손익	-1	1	-26	-2	-7
세전계속사업손익	110	108	100	164	202
당기순이익	68	82	71	124	153
지배주주순이익	71	85	72	126	156
증가율(%)					
매출액	26.9	-0.5	4.2	6.0	5.0
영업이익	57.5	-11.3	-30.3	85.3	18.0
EBITDA	38.2	-1.8	-10.9	34.8	11.2
순이익	54.4	21.0	-12.9	73.5	23.9
이익률(%)					
매출총이익률	27.8	29.6	27.1	27.9	28.6
영업이익률	4.4	3.9	2.6	4.5	5.1
EBITDA 이익률	9.0	8.9	7.6	9.7	10.3
세전이익률	2.7	2.7	2.4	3.7	4.3
순이익률	1.7	2.0	1.7	2.8	3.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	453	286	231	331	382
당기순이익	68	82	71	124	153
자산상각비	191	204	212	230	242
운전자본증감	97	-78	-119	-29	-32
매출채권 감소(증가)	0	52	-18	-18	-19
재고자산 감소(증가)	143	-84	-67	-40	-37
매입채무 증가(감소)	-14	-5	-1	45	26
투자현금흐름	-237	-385	-142	-433	-356
유형자산처분(취득)	-256	-313	-341	-333	-320
무형자산 감소(증가)	-3	-16	-5	-7	-8
투자자산 감소(증가)	5	-78	116	-27	-3
재무현금흐름	-35	-82	46	-87	-99
차입금의 증가(감소)	29	-3	127	-58	-60
자본의 증가(감소)	-21	-27	-29	-29	-39
배당금의 지급	-21	-27	-29	-29	-39
총현금흐름	390	404	370	360	415
(-)운전자본증감(감소)	-148	23	99	85	32
(-)설비투자	325	316	346	334	320
(+)자산매각	65	-14	1	-7	-8
Free Cash Flow	278	51	-74	-65	55
(-)기타투자	33	32	-67	10	26
잉여현금	245	19	-7	-75	29
NOPLAT	109	119	78	154	182
(+) Dep	191	204	212	230	242
(-)운전자본투자	-148	23	99	85	32
(-)Capex	325	316	346	334	320
OpFCF	123	-16	-155	-34	72

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,489	1,429	1,574	1,532	1,523
현금성자산	584	466	502	340	269
매출채권	358	307	332	353	372
재고자산	481	567	639	693	730
비유동자산	2,710	2,913	3,000	3,182	3,286
투자자산	440	485	427	492	510
유형자산	1,976	2,087	2,257	2,382	2,483
무형자산	294	341	317	308	293
자산총계	4,199	4,342	4,574	4,714	4,809
유동부채	932	1,056	1,003	1,028	1,017
매입채무	415	451	452	495	521
유동성이자부채	450	540	475	465	425
비유동부채	1,124	1,059	1,284	1,310	1,300
비유동이자부채	915	844	1,055	1,070	1,050
부채총계	2,056	2,115	2,287	2,338	2,316
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
이익잉여금	529	569	619	712	829
자본조정	390	431	437	430	430
자기주식	-23	-23	-18	-18	-18
자본총계	2,143	2,226	2,287	2,376	2,493

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	7,476	8,969	8,298	14,485	17,867
BPS	217,729	226,268	235,468	244,734	257,249
DPS	3,000	3,300	3,300	5,000	6,200
CFPS	41,285	42,806	39,812	38,739	44,576
ROA(%)	1.7	2.0	1.6	2.7	3.3
ROE(%)	3.5	4.0	3.3	5.6	6.7
ROIC(%)	3.8	4.0	2.5	4.5	5.1
Multiples(x, %)					
PER	13.7	11.4	12.4	7.1	5.7
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.5	2.4	2.6	2.6	2.3
EV/EBITDA	4.7	5.2	6.1	4.9	4.5
배당수익률	2.9	3.2	3.2	4.9	6.0
안정성(%)					
부채비율	96.0	95.0	100.0	98.4	92.9
Net debt/Equity	36.5	41.2	45.0	50.3	48.4
Net debt/EBITDA	212.5	254.2	320.1	275.9	250.2
유동비율	159.7	135.3	156.9	149.1	149.8
이자보상배율(배)	3.7	2.9	2.1	3.7	4.6
자산구조(%)					
투하자본	73.5	76.3	77.9	80.9	82.4
현금+투자자산	26.5	23.7	22.1	19.1	17.6
자본구조(%)					
차입금	38.9	38.3	40.1	39.3	37.2
자기자본	61.1	61.7	59.9	60.7	62.8

롯데칠성 (005300) (Buy / 120,000 원)

2026년 2분기 롯데칠성의 연결 매출액은 1조 1,261억원(+3.6% YoY, 이하 YoY), 영업 이익은 546억원(-12.5%, OPM 4.8%)으로 컨센서스 영업이익(647억원)을 하회할 전망이다. 국내 음료, 주류 매출액은 각각 +3.2%, +1.3% 성장해 기존 추정치에 부합할 것으로 예상된다. 음료는 제로탄산과 에너지음료 중심의 성장, 주류는 RTD 신제품과 새로 판매 호조가 외형을 방어했을 것으로 추정한다. 다만 손익은 3월 이후 확대된 중동 리스크 영향이 본격 반영되며 기대치를 하회할 전망이다. 포장재 가격과 유가 상승에 따른 원가 부담이 반영되었을 것으로 판단한다. 해외 자회사 중 필리핀은 매출 및 이익에 큰 변동 요인은 없었던 것으로 파악되나, 전사 이익 개선을 견인하기에는 제한적이었을 전망이다.

2026년 연결 매출액은 4조 1,324억원(+4.1% YoY), 영업이익은 2,106억원(+26.0%, OPM 5.1%)으로 추정한다. 매크로 변수들이 안정화된다는 가정 하에 6월 말 가격 인상 효과가 3분기부터 반영되고 성수기 날씨가 뒷받침될 경우 하반기 이익 방어는 가능할 전망이다. 이익 추정치 하향과 Peer group의 밸류에이션 하락을 반영해 Target Multiple을 종전 대비 하향하고, 목표주가를 120,000원으로 하향 조정한다.

[표7] 롯데칠성 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	910	1,087	1,079	894	952	1,126	1,134	920	4,025	3,971	4,132
별도	601	681	732	553	608	699	752	564	2,723	2,567	2,624
음료	408	492	538	376	414	508	554	388	1,910	1,814	1,865
주류	193	189	193	177	194	192	198	176	813	753	759
PCPPI	254	303	248	271	259	319	260	285	1,029	1,077	1,122
그외연결법인및조정	55	103	100	70	85	108	122	71	272	328	386
YoY	-2.8%	-1.1%	1.3%	-3.1%	4.6%	3.6%	5.1%	2.8%	24.8%	-1.3%	4.1%
별도	-7.0%	-8.0%	-1.5%	-6.8%	1.2%	2.7%	2.8%	2.1%	-1.2%	-5.7%	2.2%
음료	-5.4%	-8.5%	-0.1%	-6.4%	1.5%	3.2%	2.9%	3.4%	-2.2%	-5.0%	2.8%
주류	-10.2%	-6.5%	-5.3%	-7.8%	0.7%	1.3%	2.3%	-0.8%	1.2%	-7.5%	0.9%
PCPPI	5.4%	6.1%	2.3%	4.3%	1.8%	5.0%	4.9%	5.0%	328.9%	4.6%	4.2%
영업이익	25	62	92	-12	48	55	93	15	185	167	211
별도	27	27	69	-21	37	28	67	4	139	102	135
음료	13	24	55	-18	21	25	54	5	104	74	105
주류	14	3	14	-3	16	3	13	-1	35	28	30
PCPPI	-3	9	5	8	5	8	7	7	8	18	28
그외연결법인및조정	1	27	18	1	6	18	19	4	38	47	48
YoY	-31.9%	3.5%	16.7%	적전	90.8%	-12.5%	1.4%	흑전	-12.2%	-9.6%	26.0%
별도	-25.7%	-31.1%	10.4%	적전	34.6%	5.8%	-3.6%	흑전	-29.0%	-26.4%	32.3%
음료	-45.6%	-33.1%	4.4%	적지	62.0%	5.0%	-2.1%	흑전	-35.7%	-29.0%	41.7%
주류	11.8%	-9.4%	43.3%	적전	9.6%	12.4%	-9.4%	적지	3.6%	-18.7%	7.8%
PCPPI	적지	31.3%	-	151.6%	흑전	-8.0%	58%	-8.8%	흑전	129.4%	55.8%
영업이익률	2.7%	5.7%	8.5%	-1.3%	5.0%	4.8%	8.2%	1.6%	4.6%	4.2%	5.1%
별도	4.5%	3.9%	9.4%	-3.7%	6.0%	4.0%	8.8%	0.7%	5.1%	4.0%	5.1%
음료	3.2%	4.8%	10.2%	-4.8%	5.1%	4.9%	9.7%	1.2%	5.5%	4.1%	5.6%
주류	7.4%	1.5%	7.2%	-1.6%	8.0%	1.7%	6.4%	-0.6%	4.3%	3.7%	4.0%
PCPPI	-1.3%	2.9%	1.9%	2.9%	2.1%	2.5%	2.8%	2.5%	0.8%	1.7%	2.5%
그외연결법인및조정	2.1%	26.2%	18.3%	1.2%	6.7%	16.9%	15.8%	6.0%	14.1%	14.4%	12.3%

자료: 롯데칠성, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표: 롯데칠성]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,225	4,025	3,971	4,132	4,335
매출총이익	1,235	1,384	1,327	1,409	1,508
영업이익	211	185	167	211	257
EBITDA	398	426	413	463	506
순이자손익	-44	-72	-74	-59	-57
외화관련손익	-3	-17	-14	-5	-2
지분법손익	75	14	13	16	14
세전계속사업손익	207	96	84	162	213
당기순이익	167	60	51	120	158
지배주주순이익	166	59	47	116	153
증가율(%)					
매출액	13.5	24.8	-1.3	4.1	4.9
영업이익	-5.5	-12.2	-9.6	26.0	21.8
EBITDA	3.1	7.0	-3.1	12.3	9.2
순이익	27.0	-64.0	-14.7	134.5	31.3
이익률(%)					
매출총이익률	38.3	34.4	33.4	34.1	34.8
영업이익률	6.5	4.6	4.2	5.1	5.9
EBITDA 이익률	12.3	10.6	10.4	11.2	11.7
세전이익률	6.4	2.4	2.1	3.9	4.9
순이익률	5.2	1.5	1.3	2.9	3.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	268	325	354	356	391
당기순이익	167	60	51	120	158
자산상각비	187	241	245	253	249
운전자본증감	-76	-28	-4	4	-5
매출채권 감소(증가)	-29	34	44	-6	-13
재고자산 감소(증가)	3	-34	63	14	-21
매입채무 증가(감소)	-27	30	-58	-41	31
투자현금흐름	-194	-307	-213	-210	-211
유형자산처분(취득)	-204	-271	-196	-178	-170
무형자산 감소(증가)	-1	-20	-26	-38	-38
투자자산 감소(증가)	-1	-14	2	-1	-1
재무현금흐름	-166	-92	-105	-172	-85
차입금의 증가(감소)	-122	-55	-66	-138	-50
자본의 증가(감소)	-35	-36	-34	-34	-35
배당금의 지급	-35	-36	-34	-34	-35
총현금흐름	424	457	453	353	396
(-)운전자본증감(감소)	47	10	-35	10	5
(-)설비투자	205	285	206	178	170
(+)자산매각	0	-6	-16	-38	-38
Free Cash Flow	172	156	266	126	183
(-)기타투자	17	21	33	-22	2
잉여현금	155	136	233	147	180
NOPLAT	169	115	102	156	190
(+) Dep	187	241	245	253	249
(-)운전자본투자	47	10	-35	10	5
(-)Capex	205	285	206	178	170
OpFCF	105	61	176	220	265

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,150	1,125	1,046	1,041	1,174
현금성자산	261	206	238	213	309
매출채권	332	306	260	271	283
재고자산	484	535	468	459	480
비유동자산	3,108	3,247	3,239	3,222	3,198
투자자산	579	546	578	582	598
유형자산	2,439	2,603	2,557	2,519	2,462
무형자산	90	98	104	121	137
자산총계	4,258	4,373	4,285	4,263	4,372
유동부채	1,265	1,466	1,344	1,272	1,295
매입채무	727	742	673	673	704
유동성이자부채	501	681	636	554	544
비유동부채	1,456	1,328	1,340	1,309	1,277
비유동이자부채	1,282	1,152	1,151	1,113	1,073
부채총계	2,721	2,794	2,684	2,581	2,571
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	40	38	38	38	38
이익잉여금	2,195	2,204	2,220	2,307	2,425
자본조정	-776	-748	-741	-748	-748
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,537	1,578	1,600	1,683	1,801

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	17,593	6,085	4,805	12,188	16,168
BPS	145,622	149,082	151,359	159,260	170,974
DPS	3,400	3,400	3,400	3,500	3,800
CFPS	42,219	45,441	45,017	35,060	39,339
ROA(%)	4.2	1.4	1.1	2.7	3.5
ROE(%)	11.6	4.0	3.1	7.4	9.2
ROIC(%)	6.3	3.8	3.4	5.2	6.4
Multiples(x, %)					
PER	5.6	16.1	20.4	8.1	6.1
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.3	2.2	2.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	6.2	6.1	6.1	5.2	4.5
배당수익률	3.5	3.5	3.5	3.6	3.9
안정성(%)					
부채비율	177.0	177.0	167.7	153.3	142.8
Net debt/Equity	99.0	103.1	96.7	86.3	72.6
Net debt/EBITDA	382.5	382.3	375.3	313.7	258.6
유동비율	90.9	76.7	77.8	81.9	90.7
이자보상배율(배)	3.8	2.3	2.0	3.0	3.8
자산구조(%)					
투하자본	77.8	80.2	78.5	78.9	76.4
현금+투자자산	22.2	19.8	21.5	21.1	23.6
자본구조(%)					
차입금	53.7	53.7	52.8	49.8	47.3
자기자본	46.3	46.3	47.2	50.2	52.7

[Compliance Notice]

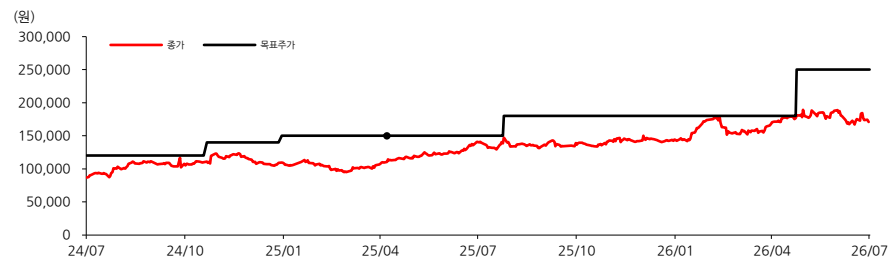
(공표일: 2026년 07월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련된 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[KT&G 주가와 목표주가 추이]



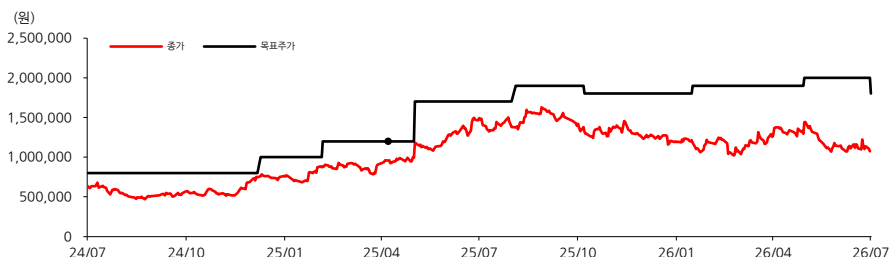
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		140,000	140,000	140,000	140,000	150,000
일 시	2025.01.24	2025.02.28	2025.04.21	2025.05.09	2025.07.07	2025.08.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	180,000
일 시	2025.09.24	2025.10.14	2026.01.14	2026.05.08	2026.05.28	2026.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2026.07.16					
투자의견	Buy					
목표가격	250,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.04	Buy	140,000	-18.18	-11.86
2025.01.13	Buy	150,000	-23.06	-6.20
2025.08.08	Buy	180,000	-17.48	-0.17
2026.05.08	Buy	250,000		

[삼양식품 주가와 목표주가 추이]



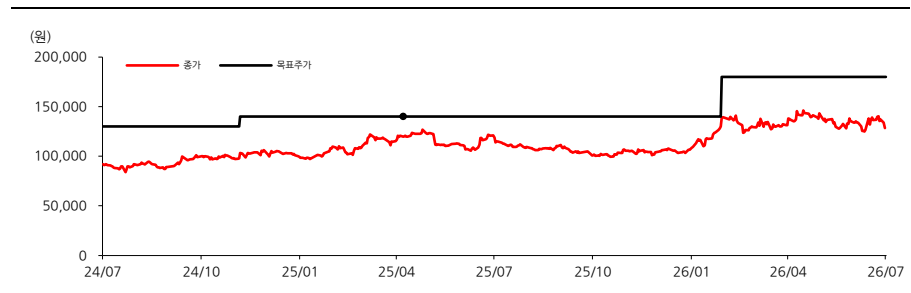
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.11.01	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.09	2024.12.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
일 시	2024.12.27	2025.01.24	2025.02.06	2025.02.19	2025.02.28	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000
일 시	2025.04.02	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.16	2025.05.30	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,700,000	1,700,000	1,700,000
일 시	2025.07.04	2025.07.18	2025.07.25	2025.08.18	2025.08.29	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,700,000	1,700,000	1,700,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000
일 시	2025.10.21	2025.10.31	2025.11.17	2025.11.20	2025.11.28	2025.12.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000
일 시	2025.12.26	2026.01.20	2026.01.30	2026.02.27	2026.03.18	2026.03.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000
일 시	2026.03.27	2026.04.24	2026.05.14	2026.05.28	2026.05.29	2026.06.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,900,000	1,900,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
일 시	2026.07.16					
투자의견	Buy					
목표가격	1,800,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.12.23	Buy	1,000,000	-23.82	-11.40
2025.02.19	Buy	1,200,000	-24.64	-16.75
2025.05.16	Buy	1,700,000	-22.97	-11.65
2025.08.18	Buy	1,900,000	-21.13	-14.21
2025.10.21	Buy	1,800,000	-28.72	-19.11
2026.01.30	Buy	1,900,000	-36.58	-27.53
2026.05.14	Buy	2,000,000	-41.05	-27.80
2026.07.16	Buy	1,800,000		

[오리온 주가와 목표주가 추이]



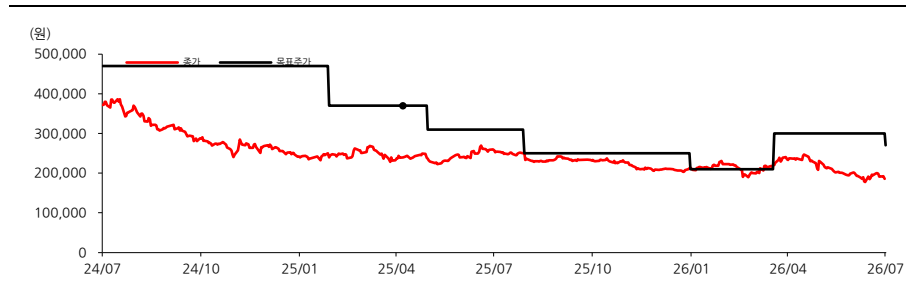
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.11.20	2025.02.21	2025.03.19	2025.04.21	2025.07.07	2026.01.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2026.02.12	2026.02.26	2026.03.17	2026.03.18	2026.04.14	2026.05.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2026.05.28	2026.06.26	2026.07.16			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	180,000	180,000	180,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.20	Buy	140,000	-22.21	-9.36
2026.01.06	Buy	140,000	-18.13	-7.14
2026.02.12	Buy	180,000		

[CJ제일제당 주가와 목표주가 추이]



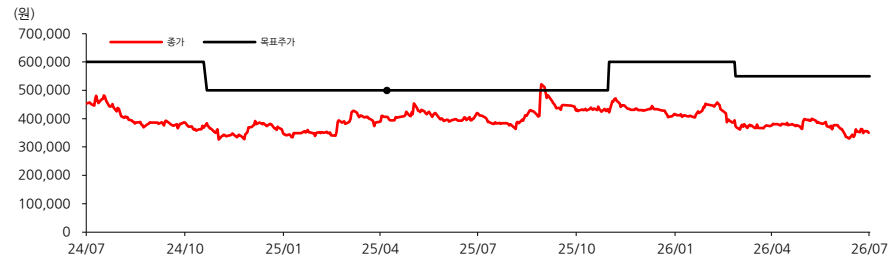
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.04	2024.11.15	2025.02.11	2025.04.21	2025.04.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		470,000	470,000	370,000	370,000	370,000
일 시	2025.05.14	2025.08.12	2025.10.02	2026.01.14	2026.02.10	2026.03.18
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	310,000	250,000	250,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2026.04.02	2026.04.24	2026.05.12	2026.05.28	2026.07.16	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	270,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.02.11	Buy	370,000	-33.37	-27.43
2025.05.14	Buy	310,000	-20.84	-13.06
2025.08.12	Hold	250,000	-10.29	0.40
2026.01.14	Hold	210,000	1.05	-9.52
2026.04.02	Buy	300,000	-29.13	-17.83
2026.07.16	Buy	270,000		

[농심 주가와 목표주가 추이]



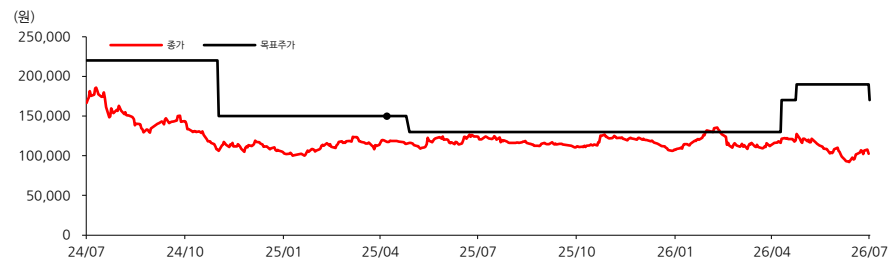
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.04	2024.11.15	2025.01.13	2025.03.07	2025.04.21
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.05.16	2025.07.07	2025.10.23	2025.11.14	2026.03.12	2026.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	500,000	600,000	550,000	550,000
일 시	2026.05.28	2026.07.16				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	550,000	550,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.04	Buy	500,000	-21.45	4.40
2025.11.14	Buy	600,000	-28.75	-21.33
2026.03.12	Buy	550,000		

[롯데웰푸드 주가와 목표주가 추이]



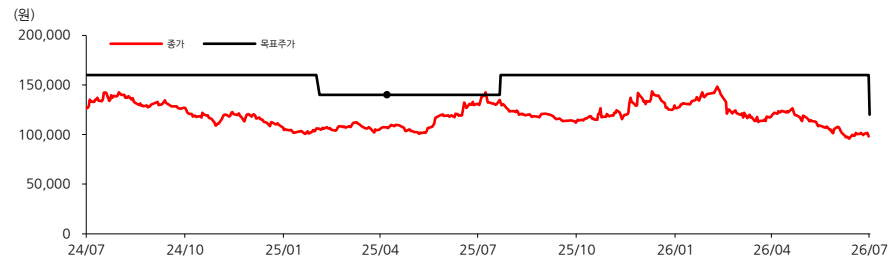
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.11.15	2025.02.18	2025.04.21	2025.05.12	2025.08.06	2026.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	150,000	150,000	150,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2026.03.18	2026.04.24	2026.05.08	2026.05.28	2026.05.29	2026.07.16
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	170,000	190,000	190,000	190,000	170,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.15	Buy	150,000	-24.98	-17.47
2025.05.12	Hold	130,000	-9.78	4.31
2026.04.24	Buy	170,000	-28.93	-28.06
2026.05.08	Buy	190,000	-43.30	-32.84
2026.07.16	Buy	170,000		

[롯데칠성 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	투자의견	목표가격
2016.08.12	투자등급변경	
2024.11.04	Buy	160,000
2024.11.15	Buy	160,000
2025.02.17	Buy	140,000
2025.04.21	Buy	140,000
2025.05.08	Buy	140,000
2025.08.05	Buy	160,000
2025.11.07	Buy	160,000
2026.02.04	Buy	160,000
2026.05.04	Buy	160,000
2026.05.28	Buy	160,000
2026.07.16	Buy	120,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.02.17	Buy	140,000	-18.67	1.79
2025.08.05	Buy	160,000	-24.64	-7.38
2026.07.16	Buy	120,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%