

2025.02.05.

유진투자증권 

음식료 Initiation
Overweight

올라온더
찾기

二
刀
流

이도류

음식료 김진우
02)368-6195
jinwookim@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
가성비	가격 대비 성능비, 투입한 금액 대비 효용
가심비	본래 가격 대비 심리적/주관적인 만족감을 뜻하나, 비용과 상관없이 만족스러운 것을 구매하는 소비 형태를 가리키기도 함
경소상 (經銷商, 经销商)	제조업체로부터 상품을 구입해 소비자에게 직접 판매하는 중개 판매상
페이스 (Face)	상품이 진열을 통해 소비자에게 보여지는 정면 부분
페이싱 (Facing)	고객에게 보여줄 상품의 수량을 (가로로) 몇 개 진열할지 결정하는 것
Flavor Extension	기존 제품의 기본적인 특성을 유지하면서 새로운 맛을 추가하여 확장하는 전략
Health & Wellness	신체적, 정신적, 사회적 건강을 종합적으로 추구하는 것 식품 업계에서는 주로 건강과 맛 모두를 충족시키는 것 을 의미함.
HMR (Home Meal Replacement)	가정 간편식
MPB (Manufacturing Private Brand)	유통업체와 제조업체가 협력하여 제조업체가 자사 브랜드로 생산한 것을 유통업체가 재판매하는 형태의 상품
MT(Modern Trade) 채널	대형 할인점, 체인 슈퍼마켓, 이커머스 등 현대적 유통 경로
PB (Private Brand)	유통업체가 독자적으로 기획하고 제조업체에 생산을 위탁하거나 직접 생산하여 판매하는 상품
SKU (Stock Keeping Unit)	재고 관리를 위한 제품 고유 코드로, 품목 수를 지칭할 때도 사용
SSM (Super Supermarket)	대형 마트와 편의점 중간 규모의 기업형 슈퍼마켓
TT(Traditional Trade) 채널	동네 슈퍼마켓, 독립 소매점 등 전통적 유통 경로

Contents

Executive Summary	4
-------------------	---

Key Chart	5
-----------	---

I. 2025: 수출 성장 × 원가 안정화	10
중장기 수출 모멘텀 유효, 추가적인 원가 부담은 제한적	10
2025년: 곡물가 안정으로 수익성 회복기 진입	23

II. 외형: 2020년대 식품 소비 양극화 트렌드 캐치업	30
트렌드를 잘 알아야 한다	30
2020년대 트렌드 제시: 소비의 목적이 더 중요해진 세상	36
第一刀: 분모 최소화 (저렴하게 실속을 챙기는 소비)	37
第二刀: 분자 극대화 (만족감을 우선시하는 소비)	50

III. 수익성: 원가 스프레드로 미리 알아보기	71
품목별 현황 및 전망	71
결론: 원가 스프레드를 통해 본 개별 기업별 수익성	104
투자매력도 순위	107

Appendix.	108
국내 음식료 산업의 밸류체인과 특징	108
곡물의 생산, 유통, 가격 변동 요인	113
이익결정변수 점검	125
트럼프 2.0 영향 점검	130
해외의 음식료 기업들	135

기업분석	141
삼양식품(003230)	
CJ제일제당(097950)	
★오리온(271560): Top-pick	
농심(004370)	
롯데웰푸드(280360)	

Executive Summary

결론

- 1. 역설적으로 내수 영향력에 집중해야 할 때
- 2. 영향력을 결정짓는 것은 트렌드 대응
- 3. 현재 국내 트렌드는 소비 양극화 (실속과 부가가치 동시 추구)
- 4. 트렌드에 대응 가능한 제품 라인업 다수를 보유 중이고, 이익스프레드 괴리가 확대되고 있는 오리온을 Top-pick으로 제시

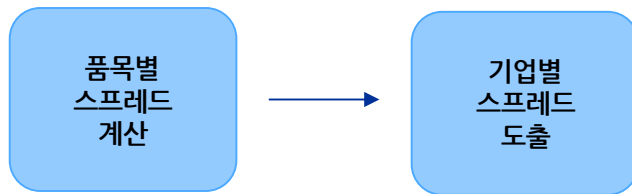
Key Factor

- 1) 외형: 국내 소비 트렌드 대응 역량 비교
Why Domestic Trend?
 - 수출 확대를 기대하기 위해서는 내수 영향력 확보가 필요
 - 내수에서 대중화된 제품은 한류 영향력 확대에 힘입은 해외 확산 가능성 높음
- 2) 수익성: 스프레드를 이용한 수익성 점검

① 외형



② 수익성



Top pick

- 오리온 (BUY/ 147,000원)
 - 소포장, 저용량 SKU 확판으로 분모 최소화 수요에 가장 적극적인 대응 중
 - Flavor extension 신제품을 활용해 분자 극대화 수요에도 신속한 대응이 가능
 - 스프레드-수익성 간 괴리 확대로 향후 수익성 개선 기대

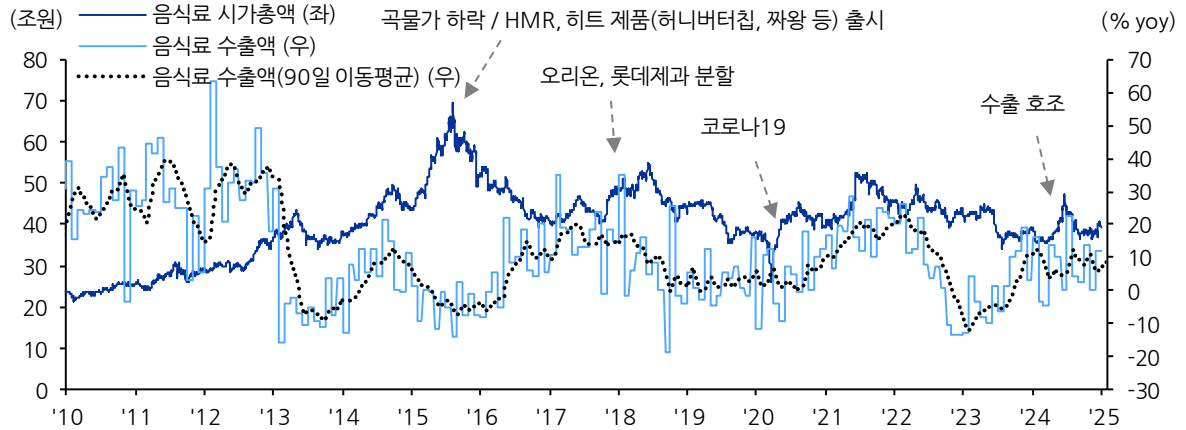
Key Chart

커버리지 기업 투자의견 및 투자포인트

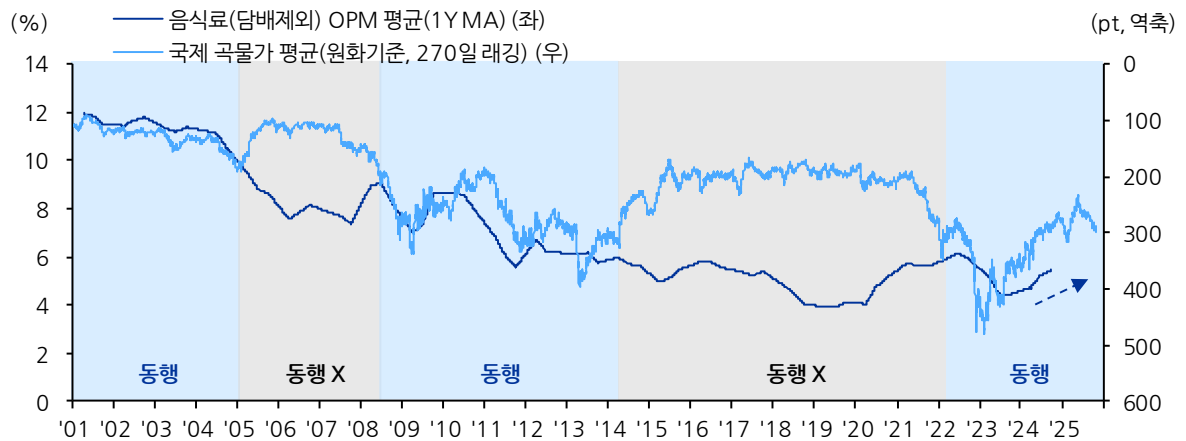
기업명	투자의견	목표주가	투자포인트
★오리온	BUY	147,000원	<ul style="list-style-type: none"> 저가 SKU 확판과 베스트셀링 제품군의 Flavor extension 을 통해 소비양극화 트렌드에 가장 잘 대응 중인 기업 트렌드 부합 → 내수 영향력 확대 → 해외로의 확산 기대 (외형 성장) 중국 고성장 채널(간식점, CVS 등) 입점을 통한 탑라인 성장 기대 당사 추정 변동비 스프레드와 매출충이익률 간 괴리 확대로 향후 수익성 개선 기대 중국·러시아 매출공백 해소와 베트남·러시아 설비 증설에 따른 실적 상승 기대
삼양식품	BUY	931,000원	<ul style="list-style-type: none"> 밀양 2공장 가동과 월마트 메인 매대 이동 등 → 면스낵 매출 고성장 기대 Buldak 브랜드는 해외에서 단기 유행에 그치지 않고 꾸준한 소비를 이끌 것이라 판단 유럽 판매법인 설립, 중국 공장 증설로 현지 내수 시장에 대응 → 중장기 성장 동력 확보
CI제일제당	BUY	320,000원	<ul style="list-style-type: none"> 규모의 경제와 수직계열화를 통한 비용 절감 및 사업부 간 시너지 극대화 가능 쿠팡 직거래 재개 효과로 온라인 채널 중심의 매출 회복 기대 베트남의 우호적 돈가 흐름으로 연내 F&C 흑자 기초 유지 전망 헝가리, 미국 증설로 신규 만두 시장 대응과 기존 시장에서의 초격차 구축을 위한 거점 마련
농심	BUY	497,000원	<ul style="list-style-type: none"> 압도적인 내수 점유율로 충성 고객층 다수 보유 다양한 신제품 테스트에 유리한 환경 → 트렌드에 맞는 신제품 출시로 외형 성장 기대 미국 2공장 신규 라인 가동, 월마트 메인 매대 이동 → 실적 개선 기대
롯데웰푸드	BUY	136,000원	<ul style="list-style-type: none"> 무설탕 건·빙과 시장 선두주자 해외 판가 인상을 통한 실적 개선 기대 인도 푸네 빙과 신공장 가동으로 매출 증가 기대

자료: 유진투자증권

국내 음식료 기업 시가총액 합계 및 음식료품 수출액 추이



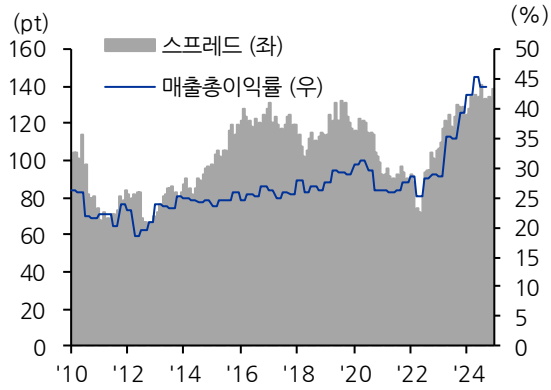
2025년 음식료 섹터 영업이익률 개선 전망



밸류에이션 저평가 구간

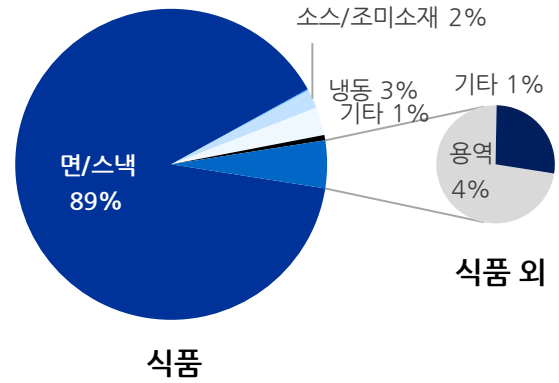


삼양식품 가중평균 스프레드



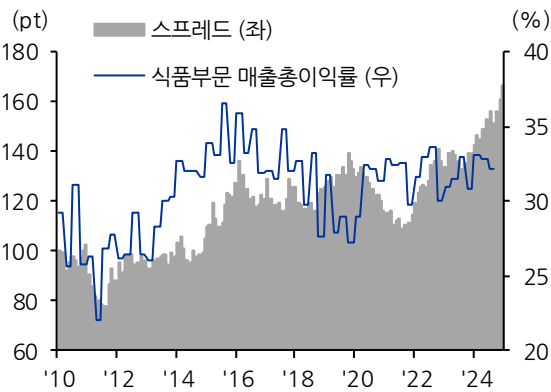
자료: 유진투자증권

삼양식품 매출액 비중 (3Q24)



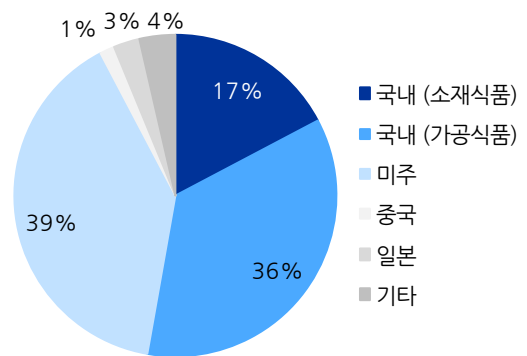
자료: Dart, 유진투자증권
참고: 매출에누리 차감 전 기준

CJ제일제당 식품부문 가중평균 스프레드



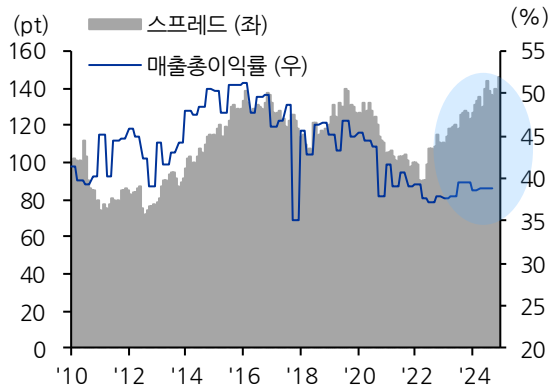
자료: 유진투자증권

CJ제일제당 식품부문 매출액 비중 (3Q24)



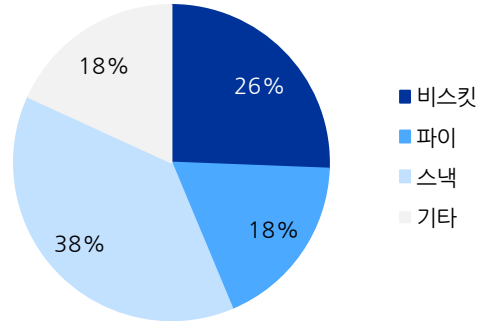
자료: Dart, 유진투자증권

오리온 가중평균 스프레드



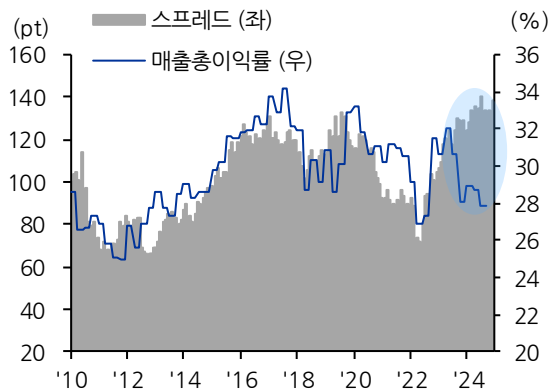
자료: 유진투자증권

오리온 매출액 비중 (3Q24)



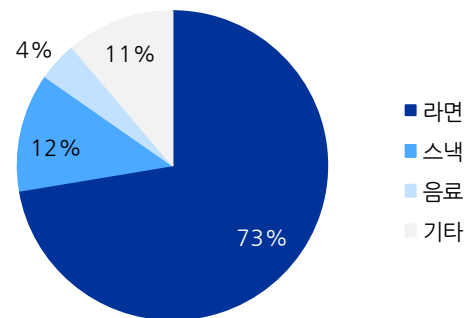
자료: Dart, 유진투자증권
참고: 매출에누리 차감 전 기준

농심 가중평균 스프레드



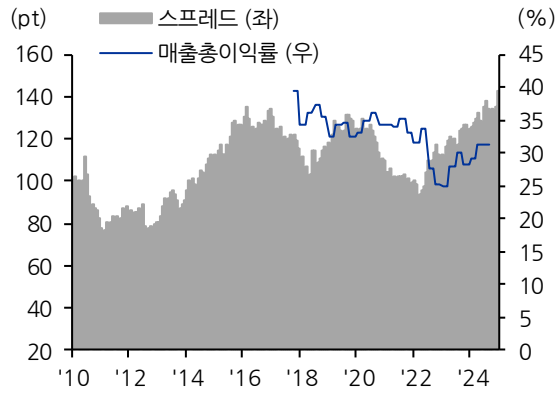
자료: 유진투자증권

농심 매출액 비중 (3Q24)



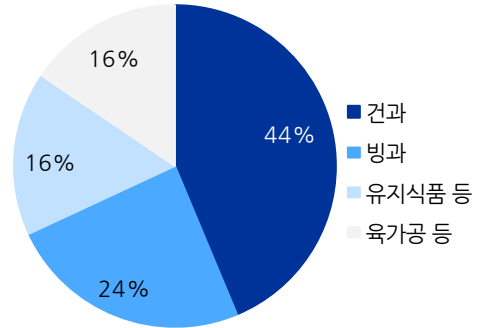
자료: Dart, 유진투자증권

롯데웰푸드 가중평균 스프레드



자료: 유진투자증권

롯데웰푸드 매출액 비중 (3Q24)



자료: Dart, 유진투자증권

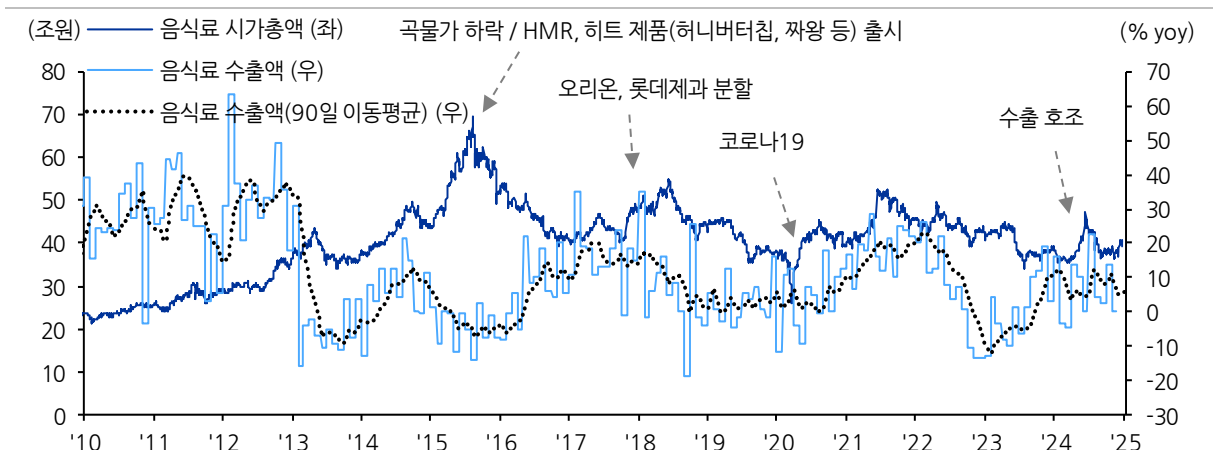
I. 2025: 수출 성장 × 원가 안정화

중장기 수출 모멘텀 유효, 추가적인 원가 부담은 제한적

현재 식품주의 주가는 낮아져 있다. 2024년 상반기까지 이어진 식품주들의 동반 랠리는 수출 호조와 곡물 가격 하락에 따른 실적 개선 기대감 때문이었다. 차익 실현 매물이 출회되는 가운데, 침체 장기화로 부진했던 내수 실적은 큰 폭의 조정으로 이어졌다.

음식료 섹터의 본업은 경기 변화에 둔감한 필수소비재라는 점에서 경기 침체 우려에 따른 최근의 낙폭은 상대적으로 과대하다. 중장기 수출 성장 모멘텀도 여전히 유효하다. 코코아, 팜유 등 일부 원료 가격이 상승하고 있으나 곡물 가격은 안정기에 진입했으며, 곡물 가격과 밀접하게 연관된 에너지 수요 전망치도 연일 하향되며 추가적인 원가 부담은 제한적일 전망이다. 2025년은 수출 성장과 원가 안정화로 음식료 기업 실적 회복의 원년이 될 것이며, 주가도 회복세에 접어들 것이라 전망한다.

도표 1. 국내 음식료 기업 시가총액 합계 및 음식료품 수출액 추이



자료: Quantivise, KATI, 유진투자증권
참고: WICS 업종 분류 기준

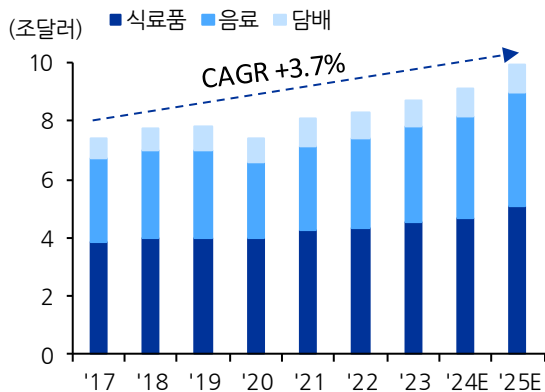
K-푸드 중장기 수출 모멘텀은 여전히 지속 中

글로벌 음식료 시장규모(담배 포함)는 2022 년 기준 약 8.3 조달러로, 5 개년 CAGR 2.3%의 낮은 성장세를 보인다. 반면, 국내 시장은 347 조원(2022 년, 유통업 포함 시 725 조원) 규모로 7.4%의 높은 5 개년 CAGR 을 기록했다. 내수 출하의 정체에도 불구하고 국내 시장 성장률이 글로벌 시장 성장률을 상회한 것은 같은 기간 수출(동기간 CAGR 중량기준 3.9%, 금액기준 7.2%) 규모가 빠르게 확대됐기 때문이라 판단한다.

K-푸드 수출액은 2024 년 연간 기준 106.6 억달러(15 조원, +7.0%yoy)에 달하며, 국가 전체 수출액의 성장률(동기간 8.1%yoy)을 소폭 하회했다. 그러나, 우리나라의 2023 년 수출액이 크게 역성장(-7.5%yoy)해 기저가 낮아져 있었다는 사실을 감안할 필요가 있다. K-푸드 수출액은 9 년 연속 플러스 성장 중이다.

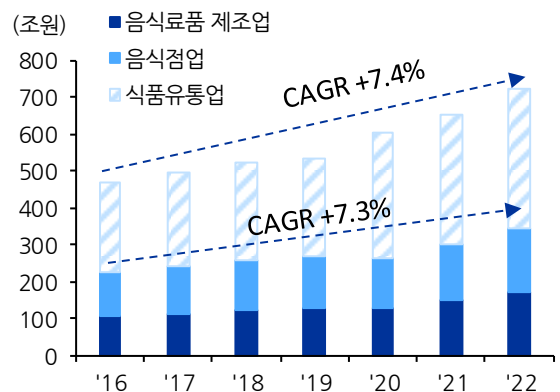
품목별로 살펴보면, 라면, 김, 음료, 참치, 김치, 소주, 아이스크림 등의 수출금액이 상위권을 차지하며, 특히 과일소주가 포함된 기타리큐르류 및 코디얼과 라면, 김, 아이스크림 등의 성장이 지난 5 년간 K-푸드 수출 성장을 주도하였음을 알 수 있다.

도표2. 글로벌 음식료 산업 시장규모



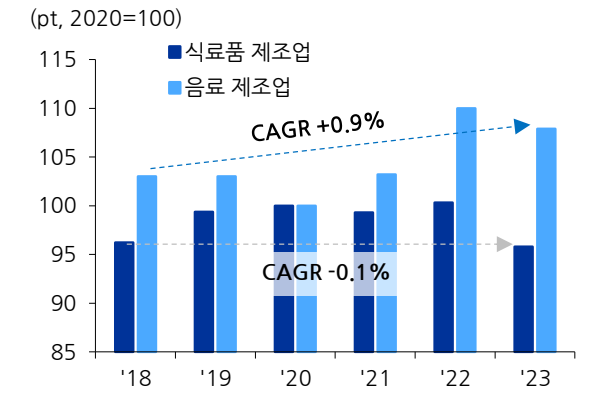
자료: 식품산업통계정보, 유진투자증권

도표3. 국내 음식료 산업 시장규모



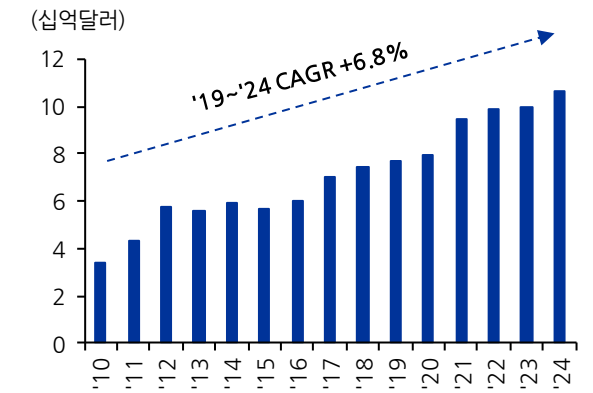
자료: 식품산업통계정보, 유진투자증권

도표4. 한국 내수 출하지수 (2018~2023)



자료: 통계청, 유진투자증권

도표5. 한국 농식품 수출 규모 (비식품 제외)



자료: KATI, 유진투자증권

*비식품: 종자, 사료 등

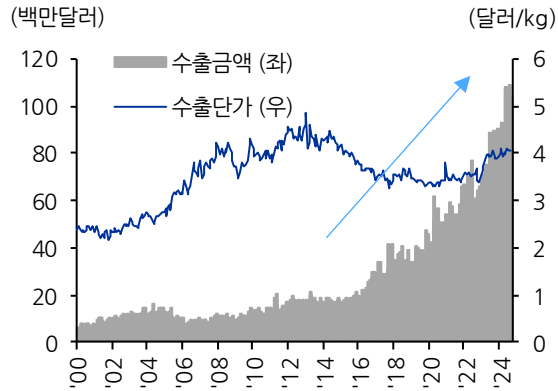
도표6. K-푸드 수출액 상위 20개 품목

(단위: 천톤, 백만달러, %)	관련기업	HS Code	수출중량		수출금액		'19~'24 증감률(%)	
			2019	2024	2019	2024	중량	금액
라면	삼양식품, 농심, 오뚜기 등	1902301010	137	467	310	1,248	126.1	167.3
조미김	CI 씨푸드, 동원F&B 등	2008995010	4	105	19	590	327.2	463.0
기타 비알콜 음료 (과채주스 제외)	롯데칠성 등	2202999000	293	270	362	449	23.8	66.6
마른김		1212211010	11	201	15	406	37.9	101.7
소스 및 소스용 조제품	삼양식품, CJ제일제당, 대상 등	2103909090	37	125	61	220	63.8	75.5
냉동 다량어 필레	동원산업, 사조씨푸드 등	304879000	18	200	24	214	32.5	6.8
냉동 가다랑어	동원산업, 사조산업, 신라교역 등	303430000	173	167	160	191	-7.2	13.9
정백당	CJ제일제당, 삼양사, 대한제당 등	1701990000	286	119	270	182	-5.3	52.7
기타 베이커리 제품		1905901090	21	88	33	173	54.7	96.4
김치 (냉동하지 않은 것)	CJ제일제당, 동원F&B 등	2005991000	30	105	47	164	58.8	55.8
인스턴트커피	동서 등	2101111000	12	123	12	156	-4.2	26.5
프로필렌글리콜 (유화/습윤/안정제)	SKpicglobal	2905320000	109	133	118	149	8.4	12.0
비스킷, 쿠키 및 크레커	오리온, 롯데웰푸드 등	1905901040	17	99	15	117	-12.9	18.8
커피크리머	동서 등	2106909010	45	82	46	113	3.5	37.9
소주	하이트진로, 롯데칠성, 무학 등	2208904000	66	90	70	105	6.5	16.4
기타리큐류 및 코디얼	하이트진로, 롯데칠성 등	2208709000	18	29	53	96	189.7	233.7
아이스크림(코코아를 함유한 것)	롯데웰푸드, 빙그레 등	2105001090	14	46	27	88	92.0	93.3
찌거나 삶은 쌀		1904901010	8	24	30	85	288.6	256.4
과실주스 음료	롯데칠성 등	2202992000	56	53	63	85	12.3	60.2
냉동 고등어	동원산업, CI 씨푸드 등	303540000	44	45	78	85	78.8	86.4

자료: 농식품수출정보, 유진투자증권

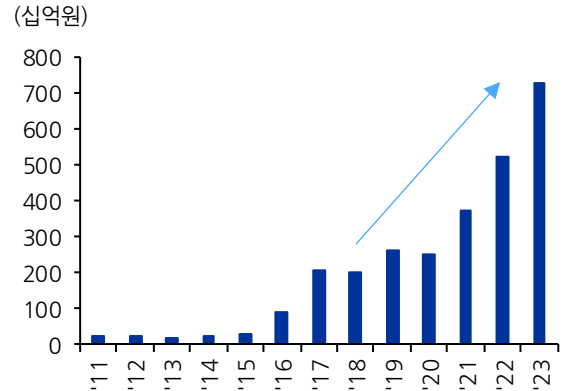
참고: 기타 따로 분류되지 않는 조제식료품(HS 2106909099), 물(HS2202109000) 및 기타 조제식료품(HS 1901909091) 제외

도표7. 라면 월별 수출 추이



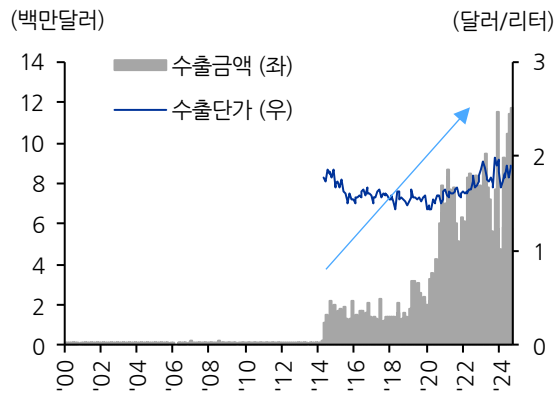
자료: KITA, 유진투자증권

도표8. 삼양식품 라면 수출 추이



자료: 삼양식품, 유진투자증권

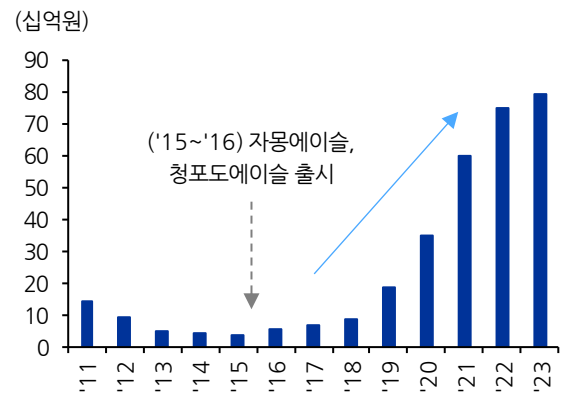
도표9. 기타리큐르류 및 코디얼 월별 수출 추이



자료: KITA, 유진투자증권

참고: 2014년 4월 이전 수출단가는 적은 물량으로 인해 왜곡되어 제외

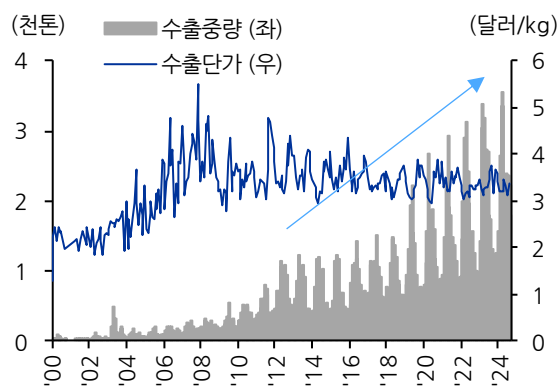
도표10. 하이트진로 기타제재주 수출 추이



자료: Dart, 유진투자증권

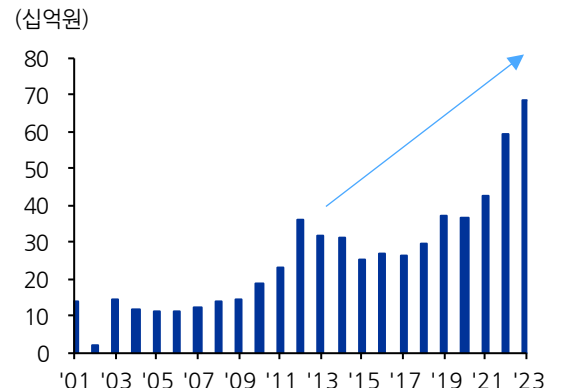
*기타제재주: 증류/발효주에 알코올, 당분, 향료 등을 혼합해 만든 술

도표11. 아이스크림(코코아함유) 월별 수출 추이



자료: KITA, 유진투자증권

도표12. 빙그레 아이스크림 수출 추이



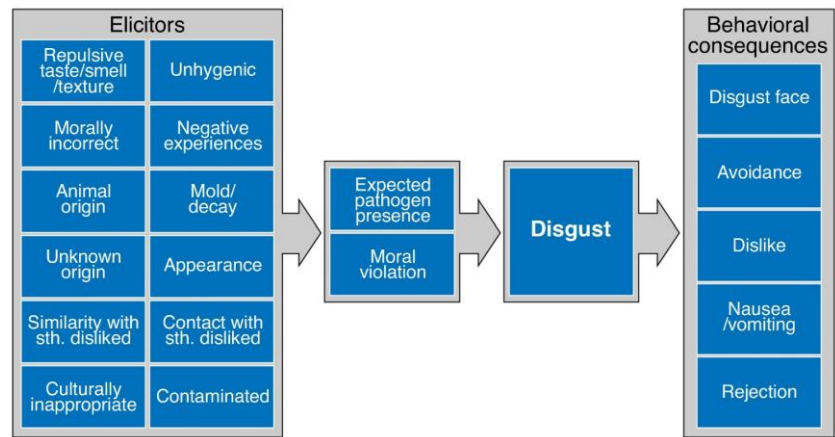
자료: Dart, 유진투자증권

미디어와
음식의 결합

K-푸드의 세계적인 성공은 전통적 음식료의 개념을 탈피해 소프트파워와 결합하였다는 점에서 그 이유를 찾을 수 있다. 사람들은 혁신적인 IT 기술이 적용된 신 제품에 열광하지만, 생전 처음 보는 음식에는 본능적인 거부감을 가진다. 유소년기의 섭식이 한 사람이 ‘친숙하다’고 느끼는 음식의 종류를 결정짓고, 이것이 특정 음식에 대한 선호도와 수용성을 좌우한다는 사실은 여러 연구를 통해 확인된 바 있다(Harris and Mason, 2017; Aldridge et al., 2009).

따라서, 문화적 영향력 행사 없이 단순히 음식으로서 접근한다면 원료의 선택과 배합, 음식의 색상, 형태 및 질감, 네이밍과 라벨링에 이르기까지 해당국의 인문학적 특색을 고려하여야지만 새로운 음식을 수용시키는 과정에서의 거부감을 최소화할 수 있다. 이로 인해 낯선 식품이 해외에서 성공적으로 자리잡기까지는 오랜 시간이 걸린다. 서구권에서 현재는 고급 음식의 대명사인 스시도 기피의 대상(Ladies' Home Journal, 1929)에서 건강하고 매력적인 요리로 인식이 바뀌는 데에 최소 40~50 년이 걸렸다.

도표 13. 음식에 대한 잠재적 혐오 유발인자(좌측)가 섭취 회피, 거부 등 행동적 결과(우측)로 이어지는 방식을 나타내는 개념적 모델



Current Opinion in Food Science

자료: Hely Tuorila and Christina Hartmann(2020), 유진투자증권

한류 미디어의 세계적 흥행이 이러한 과정을 극적으로 단축시켰다. K-Pop 아이돌이나 드라마 등 매체를 통해 제품을 자연스럽게 접한 해외 각국의 소비자들은 한국 음식에까지 손을 대기 시작했다. 한국 드라마의 특징은 **작중 음식을 먹는 장면이 비중 있게 다뤄진다는** 것으로, 초기 해외 한국 음식 열풍 확산의 주역은 K-드라마라고 할 수 있을 정도로 치킨, 김밥, 짜장면 등 다수의 한국 먹거리가 등장한다. 한국 미디어 콘텐츠는 K-푸드에 대한 생소함을 열어지게 만들었고, 나아가 한류 문화에 열광하는 외국인들이 K-푸드를 문화적 충족감을 느끼는 도구로 사용하게끔 유도했다.

한국 문화의 확산으로 해외 K-푸드 판매량은 지속 증가할 전망이다. 한류실태조사에 따르면, **영화나 드라마와 같은 영상 콘텐츠 및 SNS 를 통해 한국 음식과 접촉하고, 콘텐츠에 등장한 한국의 식문화를 경험해 보기 위해 한국 음식을 소비하는** 흐름을 관찰할 수 있다

한류의 확대, 재확산

한국 문화의 영향력은 지속 확대되는 중이다. 최근에는 단순한 한국 문화 수입과 소비를 넘어서, 자국에서 제작하는 콘텐츠에 한국적인 요소를 삽입하거나, 한국 방송의 포맷을 구입하여 각색하는 등 한류의 자발적 현지화와 영향력 재확산의 움직임까지 나타나고 있다.

또한, 젊은 층을 중심으로 한국어 학습자 수가 폭발적으로 증가하고 있다. 미국 대학에서는 제 2 외국어에 대한 전반적인 학습 수요가 감소하였음에도 한국어 학습자 수는 오히려 크게 증가했다. 한국어 학습은 한국 문화·상품 선호도에 긍정적인 영향을 미치는 요인으로(이정평&김종근, 2015), 동등한 조건에서 각국의 여러 문화나 상품 가운데 하나를 골라 소비할 기회가 주어진다면 한국어 학습자들은 상대적으로 친숙한 한국의 것을 택할 것이다. K-푸드의 수출 전망은 여전히 밝다.

도표 14. '별에서 온 그대' 천송이(전지현 扮) (치맥)



자료: SBS News, 유진투자증권

도표 15. '이태원 클라쓰' (순두부찌개, 짬뽕)



자료: 한국일보, 유진투자증권

도표 16. BTS가 소개한 LA 곱창집에서 히트곡 '버터'를 부르는 팬들과



자료: 연합뉴스, 유진투자증권

도표 17. 해당 식당 밖에 길게 늘어선 대기줄



자료: 연합뉴스, 유진투자증권

도표 18. '이상한 변호사 우영우' (김밥)



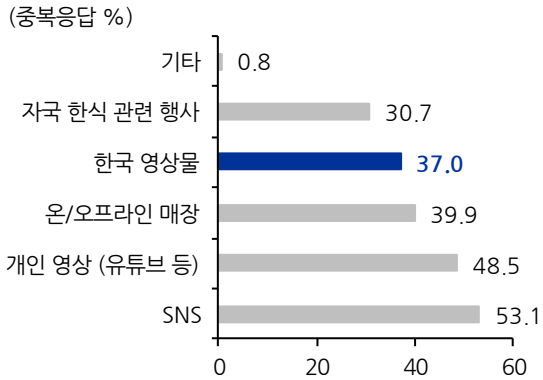
자료: 언론, 유진투자증권

도표 19. 호주 맥도날드의 오징어게임 밀 세트



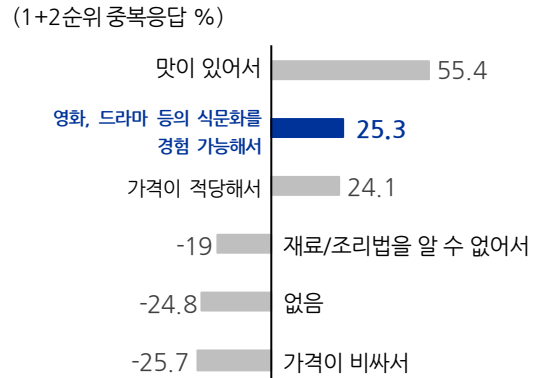
자료: McDonald's, 유진투자증권

도표 20. 한국 음식 접촉경로



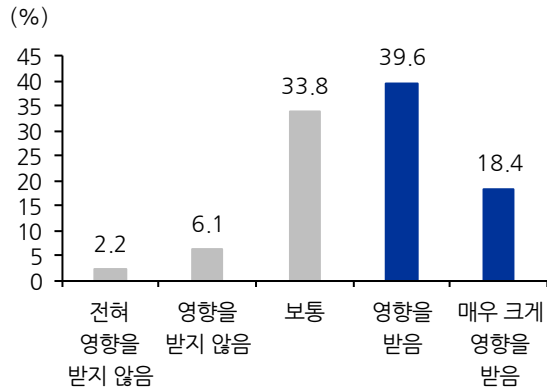
자료: KOFICE, 유진투자증권

도표 21. 한국 음식 호감요인/호감저해요인



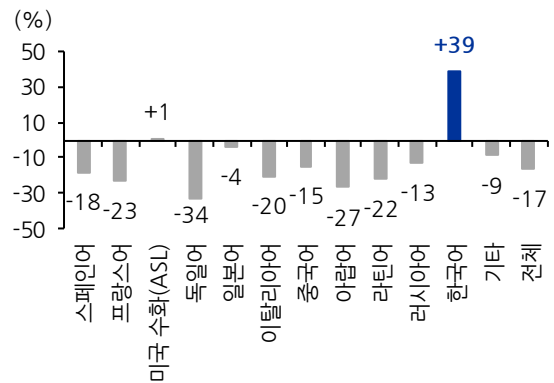
자료: KOFICE, 유진투자증권

도표 22. 한국 문화콘텐츠가 소비가 한국 브랜드 제품 구매에 미치는 영향



자료: KOFICE, 유진투자증권

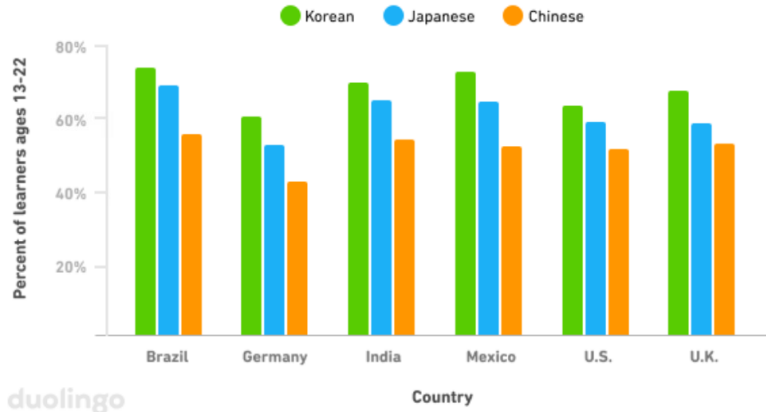
도표 23. 미국 대학 외국어 수강인원수 변화율



자료: MLA, 유진투자증권

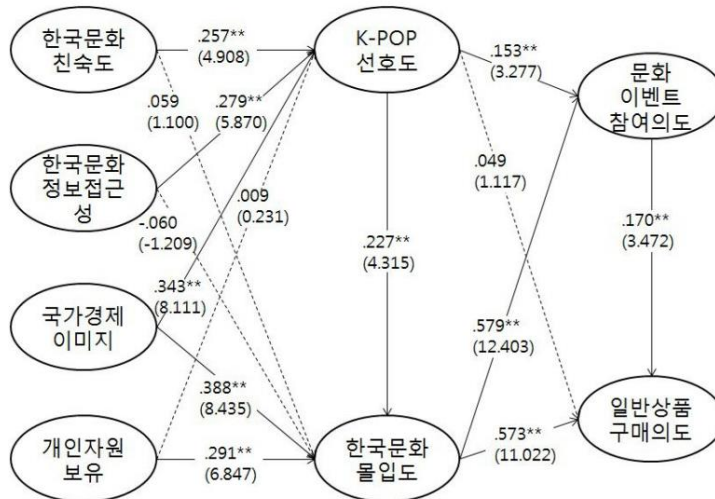
도표 24. 젊은 세대 중심으로 한국어 학습 열풍

How many Asian language learners are ages 13-22?



자료: Duolingo, 유진투자증권

도표 25. 한국 문화에 대한 접근성 · 친숙도 상승 → 한류 선호/몰입 → 한국 상품 구매



주: 숫자는 표준경로계수(괄호안은 C.R값)를 나타냄
*p<.05, **p<.01

자료: 이퇴(2012), 유진투자증권

내수 트렌드 부합 → 해외 매출 증대 → 외형 성장

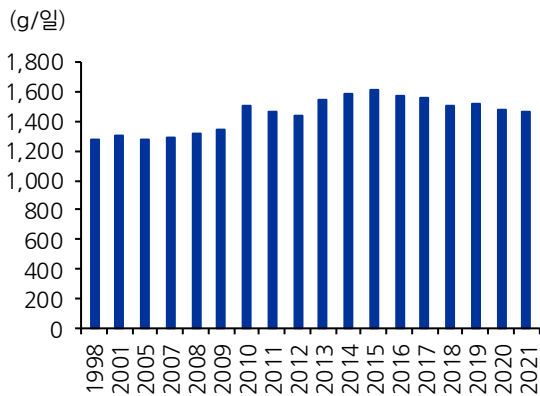
지속적 성장을 위해선
해외 진출이 필수적

향후에는 해외 시장에서의 매출액 성장세가 **음식료 기업 밸류에이션의 Key factor** 일 것이다. 한국 내수시장만으로는 한계가 있기 때문이다. 음식은 한 사람이 하루에 소비할 수 있는 양에 분명한 상한이 있고, 한국의 예견된 인구절벽으로 인해 전체 시장규모의 확대도 제한적이다. 즉, **기업의 지속적 성장을 위해서는 해외 진출이 필수적**이라 할 수 있다.

또한, 국내/해외 간 수익성에 유의미한 차이가 있다는 점도 식품업계에서 해외 사업 비중을 높이려는 주된 이유 중 하나이다. 국내에서는 정부의 물가안정정책과 소비자의 가격 저항으로 가격 인상을 통한 수익성 극대화가 어려운 반면, 식량 자급률이 낮은 데에 따른 원재료 수입가의 변동성으로 리스크는 크다. 그러나, K-푸드의 세계적 위상이 높아지며 해외 시장에서는 필수소비재의 이미지를 벗어난 프리미엄 전략 구사가 가능하다.

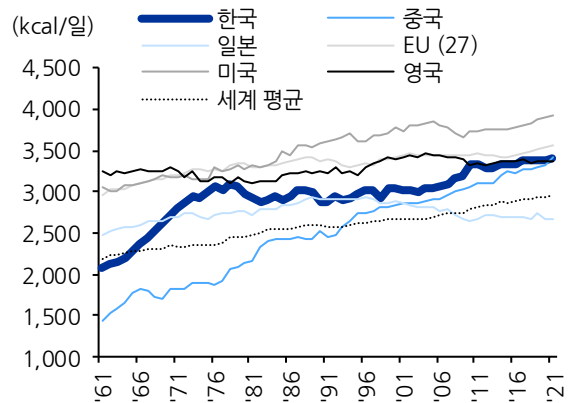
실제로, 주요 식품료 기업들의 실적을 통해서도 해외 매출 비중이 높은 기업의 영업이익률이 그렇지 않은 기업 대비 높다는 것을 확인할 수 있다.

도표 26. 한국 1인당 식품 섭취량: 크게 늘기 어려움



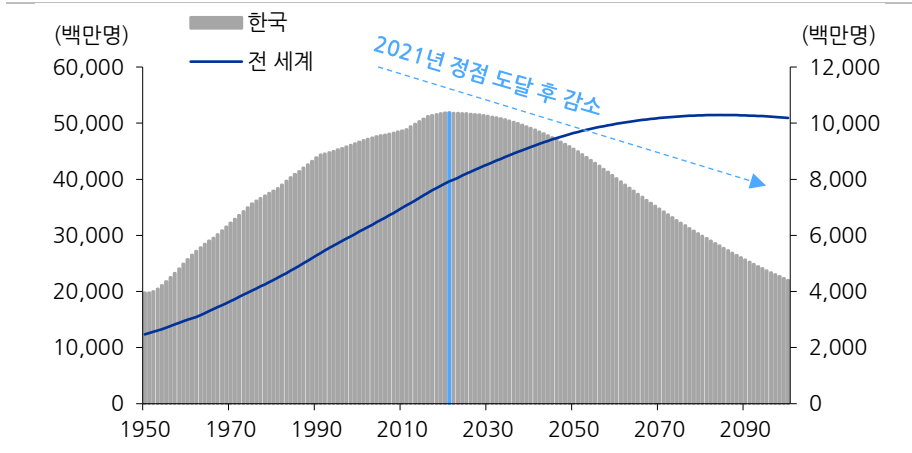
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 27. 인당 칼로리 섭취도 10년 이상 정체



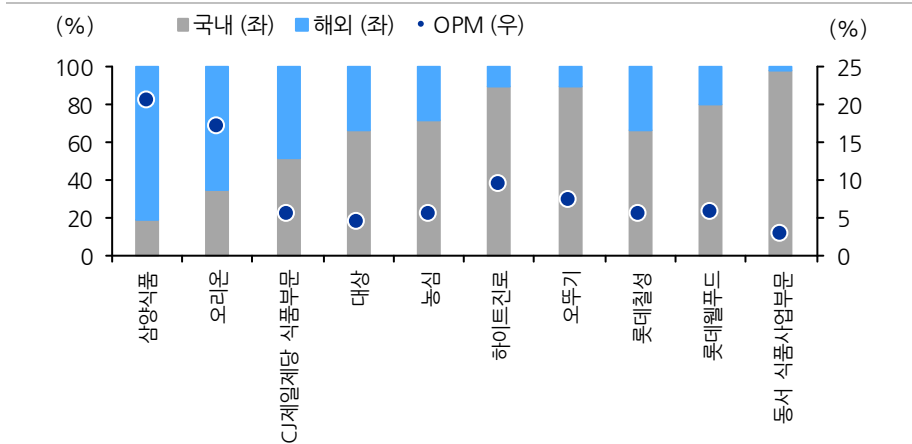
자료: OVID, 유진투자증권

도표 28. UN 인구 전망: 한국은 2021년 정점 도달 후 가파르게 감소



자료: UN, 유진투자증권

도표 29. 주요 음식료 업체의 해외 매출 비중 및 수익성



자료: Dart, 유진투자증권

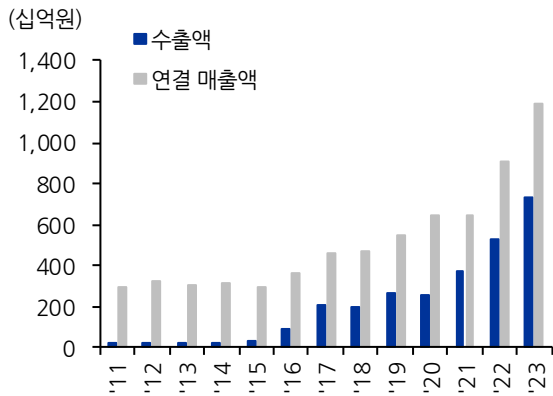
참고: 2개사(CJ제일제당, 동서)는 식품부문 기준, 이외 업체는 연결 기준

역설적이게도 내수 영향력에 주목해야

- 작년 음식료 랠리:** 해외 매출 비중이 상대적으로 높은 음식료 기업은 삼양식품, 오리온, CJ제일제당 등이 있으나, 선두주자로는 2024년 상반기 음식료 주가 랠리를 이끈 삼양식품을 들 수 있으며, 이것은 '불닭볶음면'의 흥행 덕분이다.
- 인플루언서의 불닭 챌린지** 불닭볶음면이 해외에서 유명해진 데에는 크게 두 번의 계기가 있다. 첫 번째는 유튜브 채널 '영국남자'의 불닭볶음면 먹방(2014.02)이 해외 유튜버들 사이에서 유행시킨 'Fire Noodle Challenge'고, 두 번째는 미국 래퍼 카디비가 틱톡에서 까르보 불닭볶음면을 소개(2024.03)한 영상이다.
- 한국에서 대중화 → 해외로 확산** 영상에서 카디비는 "SNS 등지에서 불닭볶음면을 자주 접했기 때문에 이를 구입했다"고 말하였지만 이전에도 핫도그, 떡볶이, 김치 등 한국 음식을 먹는 영상 사진을 SNS에 게재한 적이 있어 이미 K-푸드에 익숙했을 것이라 판단한다. 또한, '영국남자' 채널의 먹방도 한국 팬들이 선물한 불닭볶음면을 이용해 촬영한 것이다. 따라서, 한국에서 주목받지 못하던 제품이 해외에서 돌연 흥행에 성공한 것이 아닌, 이미 한국 내에서 대중적으로 소비되던 K-푸드 제품의 인기가 해외로 확장된 것이라고 보아야 한다.
- 성공 요인:** 그렇다면 불닭볶음면은 어떻게 한국에서 대중화되었을까? 2012년 4월 출시 이후, 불닭볶음면은 점차 입소문을 타기 시작했고, 2013년 '나 혼자 산다'에서 배우 이성재가 편의점에서 불닭볶음면과 치즈 등을 조합해 먹는 모습이 방영되며 본격적으로 인기를 끌었다. 또한, 삼양은 스코빌 지수를 제품에 직접적으로 표기하여 마케팅 포인트로 사용했는데, 이것이 도전적 소비문화와 스마트폰·SNS 시대의 태동을 겪으며 자랑·인증하기를 좋아하는 대중의 심리에 잘 부합했다. 불닭볶음면의 전파에 매스컴과 입소문의 영향력도 있었던 것은 사실이나, 보다 근본적으로는 제품의 콘셉트와 출시 시기가 소비 트렌드에 잘 부합한 것이 성공의 원인이라 판단한다.
- 2010년대 트렌드:** 국내에서는 2010년대 들어 매운 음식 트렌드가 본격적으로 자리잡았다. 1인당 고추 섭취량 추이를 보면 2009년 1.7kg에서 불닭볶음면이 출시되기도 전인 2010년부터 3kg대로 증가한 것을 확인할 수 있다. 원래 매운 음식을 좋아하는 한국인이지만, 2010년대 들어 특별히 더 매운 맛을 선호하기 시작한 것이다. 매운 떡볶이의 대명사인 '신전떡볶이'의 가맹점 수도 2010년대 초 이후 급증하는 모습을 보였으며, 음식점에서 매운 맛을 단계별로 세분화하여 도전 의식을 유발하는 것이 유행이 된 것도 같은 시기부터이다. 즉, 매체 노출이 불닭볶음면 유행의 불씨를 댕겼지만, 그 전부터 매운 음식 트렌드는 언제든 수면 위로 떠오를 준비를 갖추고 있었다는 것이다.

향후 수출 성과를 높이기 위해서는 역설적이게도 국내 트렌드에 잘 대응하여 내수 시장 영향력을 키울 필요가 있다고 판단한다. 한국 문화의 위상은 연일 높아지고 있으며, 국내에서 인기를 끈 음식이 해외 한류 팬에게 전파되는 것은 자연스런 수순이다(도표 20~21). 그렇다면, 현재 국내 시장에서의 트렌드는 무엇이며 어떻게 대응해야 하는가? 본 보고서는 2 장에서부터 '소비양극화'를 음식료 섹터의 주요 트렌드로 규정하고, 이에 대해 다루고자 한다.

도표 30. 삼양식품 라면 수출액 및 실적 기여도



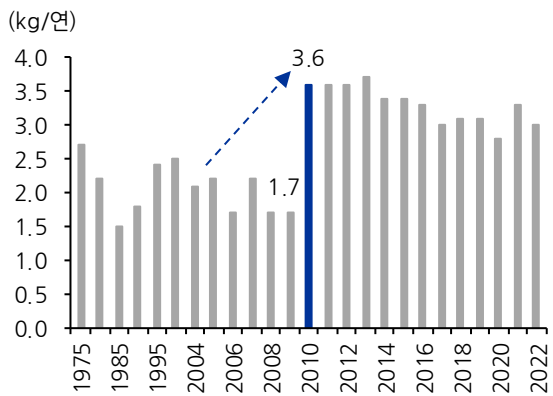
자료: 삼양식품, 유진투자증권

도표 31. YouTube '영국남자'의 불닭볶음면 챌린지



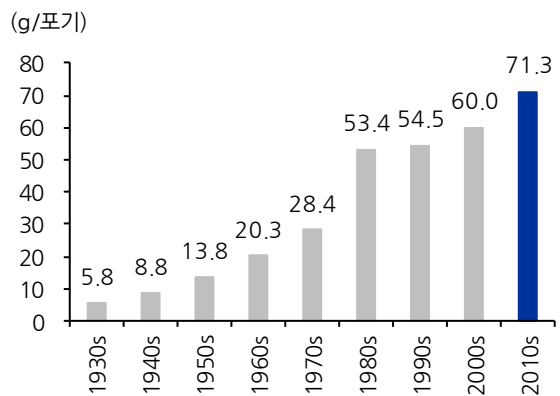
자료: YouTube, 유진투자증권

도표 32. 한국 인당 고추 소비량 급증



자료: 농림축산식품부, 유진투자증권

도표 33. 배추김치 1 포기당 평균 고추 사용량



자료: 서모란&정희선(2015), 유진투자증권

2025 년: 곡물가 안정으로 수익성 회복기 진입

곡물 가격이 미리 알려주는 수익성

음식료 기업 수익성의 장기추세는 기본적으로 국제 곡물 가격 및 환율과 상당한 연관이 있다. 농산물 구입 비용이 매출원가에서 큰 비중을 차지하며, 곡물 자급률이 낮아 상당 부분을 수입에 의존하기 때문이다.

2000 년대 이후 환율을 반영한 국제 곡물가격이 급변할 때마다 음식료 섹터 기업들의 수익성이 후행하여 변동하는 흐름을 관찰할 수 있다. 따라서 음식료 섹터의 선행 멀티플도 곡물 가격 및 환율 등락으로 인한 미래의 수익성 변화를 예측하여 변동하는 특징이 있다. 곡물 가격이 수익성에 반영되는 데에 2~4개 분기가 소요되는 것은 국제 곡물가격이 국내 수입 가격으로 반영된 후, 국내 수입 가격이 다시 식품 가공 기업들의 투입원가로 인식되기까지 시차가 존재하기 때문이다.

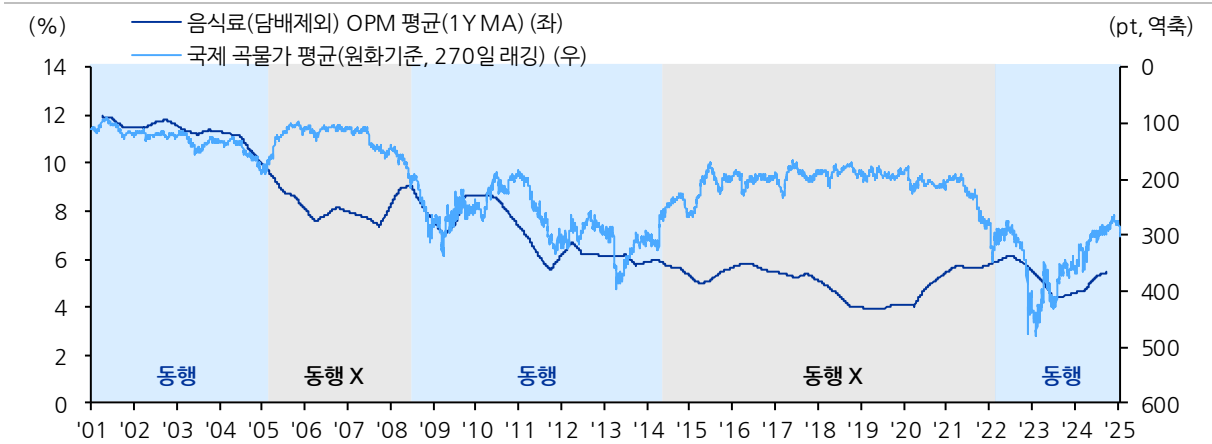
과거 시기별 음식료 기업들의 수익성을 살펴보면 y 축 반전된 원화기준 래깅 곡물가격과의 동행성을 기준으로 ①2001 년~2005 년 1 월, ②2005 년 2 월~2008 년 8 월, ③2008 년 9 월~2014 년 4 월, ④2014 년 5 월~2022 년 10 월, ⑤2022 년 11 월~2025 년 현재 5 개의 구간을 식별할 수 있다.

곡물가격과 수익성의 상관관계가 약화된 2005 년~2008 년의 경우, 계속된 경기 침체와 조류독감, 중국 김치 파동 등 식품 안전 관련 사고로 수요가 위축되었고, 구매력을 갖춘 대형마트·할인점의 증가로 유통구조가 재편되며 마진 압박이 발생한 것이 원인이라 판단한다.

2014 년~2022 년의 경우에는 업체 간 경쟁이 치열해진 것이 곡물가격 하락에도 불구하고 구조적인 비용 상승을 부추겼다. 허니버터칩, 짜왕, 진짬뽕 등 히트 제품의 유행이 모방 제품으로 짧아지며 실적을 장기간 견인하지 못한 반면, 업계 경쟁의 과열로 광고·판촉비 등 영업비용이 증가했다.

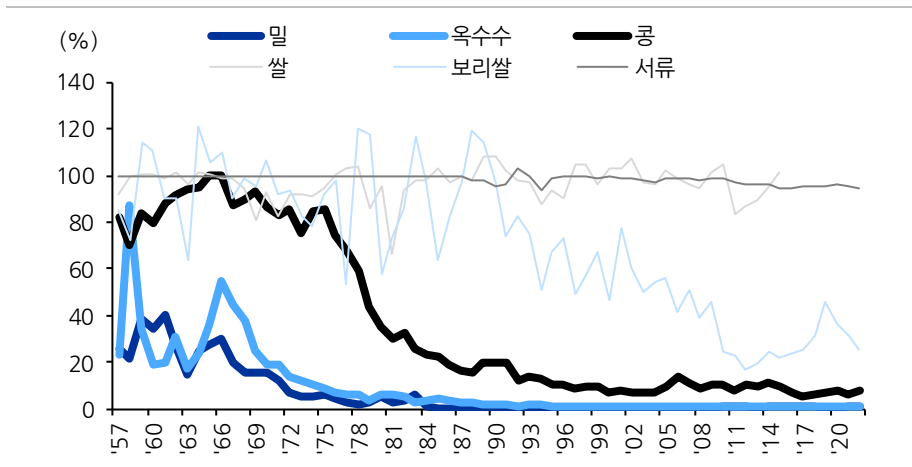
향후에는 곡물가격 변동이 갖는 기업이익 설명력이 높을 것으로 전망한다. SKU 감축, 저수익채널 합리화, 경소상 간접판매 전환(오리온), ZBB 프로젝트(롯데월드·롯데칠성) 등 업체들의 비용 절감 노력으로 판매·관리 비용 비중이 안정적으로 관리되고 있기 때문이다.

도표 34. 국내 음식료 섹터 영업이익률과 원화기준 곡물가격



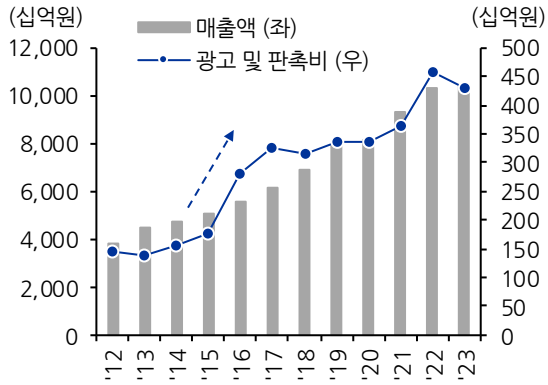
자료: Quantwise, Bloomberg, 유진투자증권
 참고: WICS 업종 분류 기준

도표 35. 한국 양곡 자급률(사료용 포함): 3 대 곡물 대부분을 수입에 의존하므로 국제 곡물가격 변동이 국내 기업 수익성에 미치는 영향 대



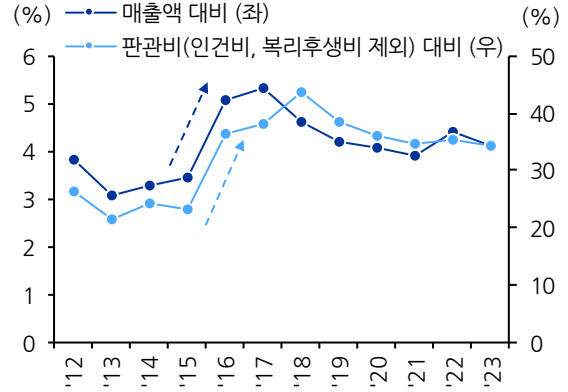
자료: 농림축산식품부, 유진투자증권
 참고: 굵은 선은 3대 곡물

도표 36. 음식료 5 개사 연간 매출액, 광고/판촉비 추이



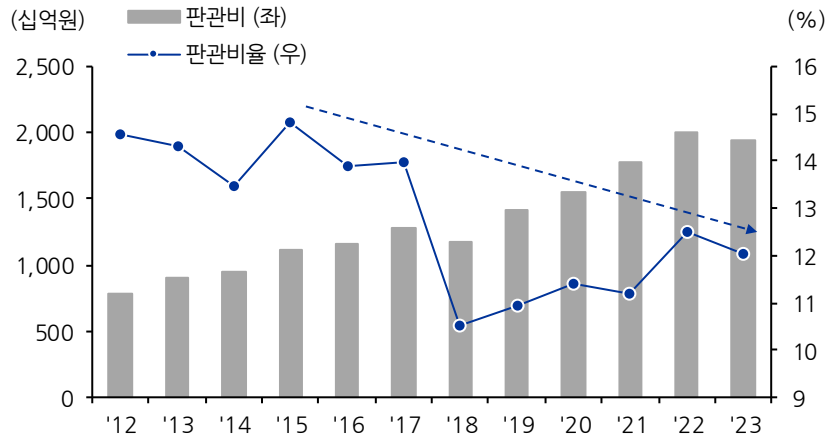
자료: Quantwise, 유진투자증권
*5 개사: 삼양식품, CJ제일제당, 농심, 롯데칠성, 대상

도표 37. 음식료 5 개사 광고/판촉비 비중



자료: Quantwise, 유진투자증권
*5 개사: 삼양식품, CJ제일제당, 농심, 롯데칠성, 대상

도표 38. 음식료 5 개사 합산 판관비 및 판관비율 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권
*5 개사: 삼양식품, CJ제일제당, 농심, 롯데칠성, 대상

국내 음식료 업종(담배제조업 제외)의 과거 평균 매출원가율은 74% 수준이며, 5~6%의 안정적인 영업이익률을 보인다. 2022년 말~2023년 상반기에는 매출 성장이 둔화되고, 높은 투입원가가 반영되면서 마진이 하락하는 국면이 지속되었다. 그러나 2023년 하반기에 들어서며 곡물가격이 하락 추세로 전환했고, 음식료 기업들의 수익성은 2023년 4분기에 바닥을 확인한 뒤 반등하기 시작했다.

향후에는 곡물 가격 안정화에 따른 수익성 개선 흐름이 지속될 것이라 전망한다. 신곡(新穀) 수급 상황이 구곡(舊穀) 대비 개선되며 가격 하락으로 이어질 것이기 때문이다. 미 농무부는 옥수수, 대두의 초과공급 상황이 내년에도 이어질 것으로 전망하고 있다. 소맥의 경우, 초과수요 국면인 것은 여전하나 순생산량 증가로 올해 대비해서는 수급이 개선될 전망이다. 향후 러-우 전쟁 종전 시 지정학 리스크로 인해 부여되었던 프리미엄도 축소될 것이라 전망한다. 곡물 수요는 인구 수, 가축 수 등에 비례하는 어느 정도 '예상 가능한 변수'인 반면, 공급의 변동성은 기온, 병충해 등 요인으로 높는데, 미국의 2024/25년도 수확이 대부분 완료되었음을 고려 시 이는 신뢰성이 높은 전망치라고 할 수 있다.

곡물가격 안정세에 따른 긍정적 레깅 효과는 지속될 것이다. 반면, y축 반전 곡물 가격과 음식료 섹터 멀티플의 괴리는 확대되고 있다. 곡물 가격과 환율이 모두 안정되는 구간에서 음식료 섹터가 상대적 강세를 보였다는 점을 고려 시, 환율의 추가 상승 여력이 제한적이라면 음식료 섹터의 멀티플 저평가 구간은 다시 도래할 것이다.

도표 39. 음식료 섹터 기업의 분기 실적 현황 (KOSPI, KOSDAQ)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
매출액	33,560	36,336	38,646	41,658	35,865	33,844	34,830	33,838	34,009	34,768	35,857
QoQ (%)	(8.7)	8.3	6.4	7.8	(13.9)	(5.6)	2.9	(2.8)	0.5	2.2	3.1
YoY (%)	53.0	22.3	20.3	13.4	6.9	(6.9)	(9.9)	(18.8)	(5.2)	2.7	2.9
매출원가	25,838	27,734	29,949	32,937	27,828	26,100	26,733	26,539	25,980	26,383	27,147
QoQ (%)	(10.1)	7.3	8.0	10.0	(15.5)	(6.2)	2.4	(0.7)	(2.1)	1.6	2.9
YoY (%)	56.7	23.4	22.5	14.6	7.7	(5.9)	(10.7)	(19.4)	(6.6)	1.1	1.5
GPM (%)	23.0	23.7	22.5	20.9	22.4	22.9	23.2	21.6	23.6	24.1	24.3
영업이익	1,851	2,233	2,071	1,228	1,477	1,802	2,052	1,176	1,973	2,045	2,384
QoQ (%)	39.4	20.7	(7.2)	(40.7)	20.2	22.0	13.9	(42.7)	67.8	3.6	16.6
YoY (%)	44.8	25.5	(1.0)	(7.5)	(20.2)	(19.3)	(0.9)	(4.3)	33.6	13.5	16.1
OPM (%)	5.5	6.1	5.4	2.9	4.1	5.3	5.9	3.5	5.8	5.9	6.6

자료: Quantwise, 유진투자증권

참고: 음식료 섹터 합계(담배 제외, WICS 종목 분류 기준)

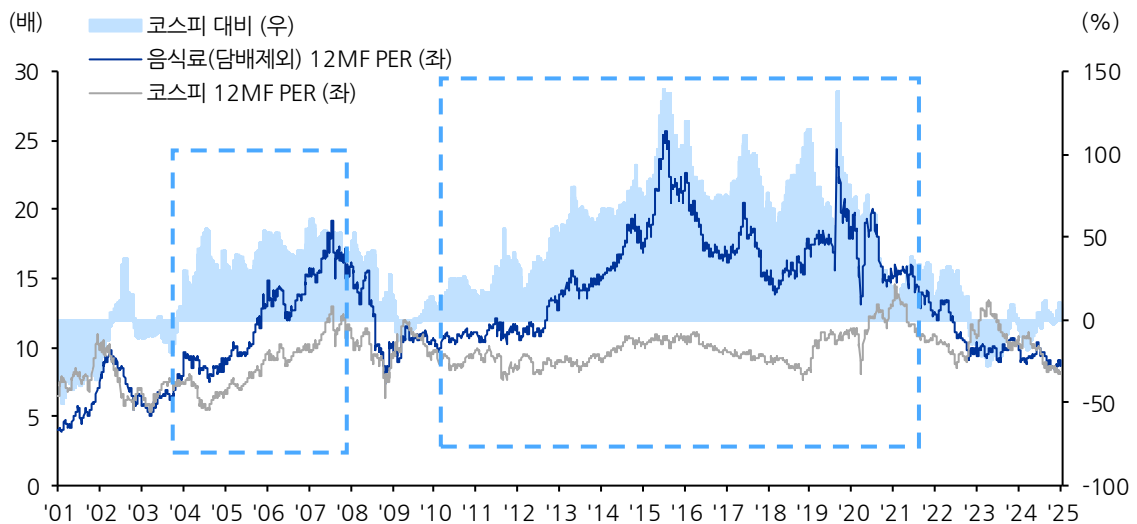
도표 40. 음식료 섹터 기업의 연간 실적 현황 (KOSPI, KOSDAQ)

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	~3Q24
매출액	66,563	70,014	84,400	97,154	104,348	85,870	126,906	147,235	136,129	104,634
YoY (%)	(20.6)	5.2	20.5	15.1	7.4	(17.7)	47.8	16.0	(7.5)	0.1
매출원가	49,201	52,041	64,043	74,568	79,999	64,439	97,091	113,987	105,734	79,510
YoY (%)	(20.0)	5.8	23.1	16.4	7.3	(19.5)	50.7	17.4	(7.2)	(1.4)
GPM (%)	26.1	25.7	24.1	23.2	23.3	25.0	23.5	22.6	22.3	24.0
영업이익	3,498	3,731	4,010	4,321	4,315	4,518	6,871	7,240	6,490	6,401
YoY (%)	(13.2)	6.6	7.5	7.8	(0.2)	4.7	52.1	5.4	(10.4)	20.1
OPM (%)	5.3	5.3	4.8	4.4	4.1	5.3	5.4	4.9	4.8	6.1

자료: Quantwise, 유진투자증권

참고: 음식료 섹터 합계(담배 제외, WICS 종목 분류 기준)

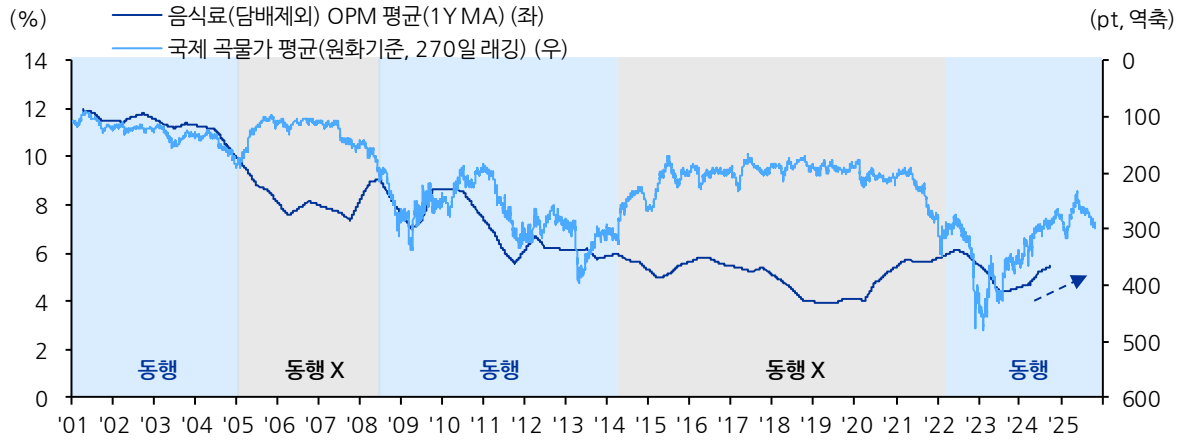
도표 41. 국제 곡물가격 및 환율 동반 안정 구간에서 뚜렷하게 나타나는 음식료 업종의 상대적 강세



자료: Quantwise, Bloomberg, 유진투자증권

참고: WICS 업종 분류 기준

도표 42. 2025년 음식료 섹터 영업이익률 개선 전망



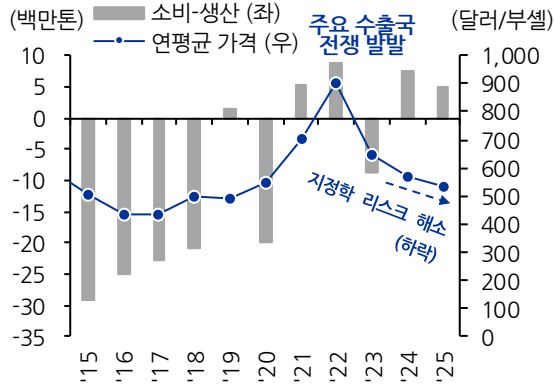
자료: Quantwise, Bloomberg, 유진투자증권
참고: WICS 업종 분류 기준

도표 43. 반면 밸류에이션은 저평가 구간



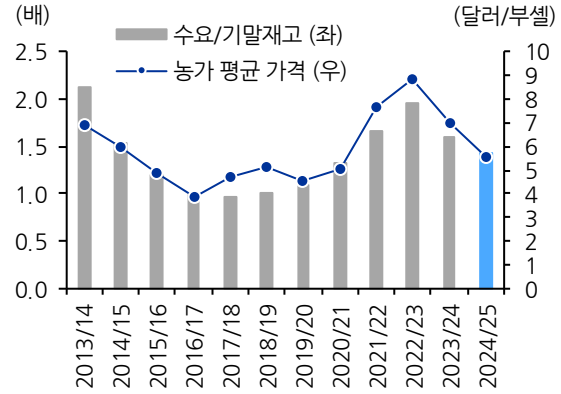
자료: Quantwise, Bloomberg, 유진투자증권
참고: WICS 업종 분류 기준

도표44. 글로벌 소맥 수급 전망



자료: USDA, 유진투자증권

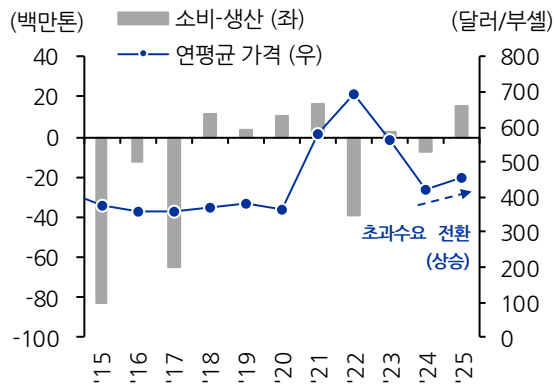
도표45. 미국 소맥 재고율 전망



자료: USDA, 유진투자증권

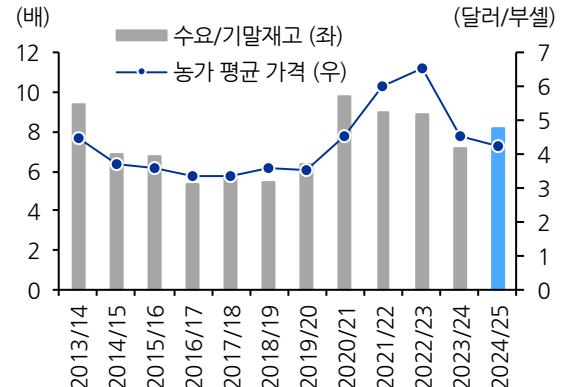
참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

도표46. 글로벌 옥수수 수급 전망



자료: USDA, 유진투자증권

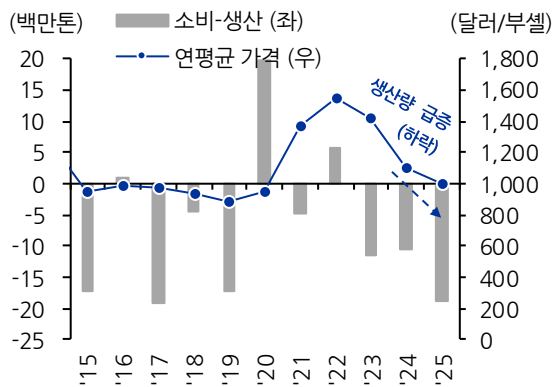
도표47. 미국 옥수수 재고율 전망



자료: USDA, 유진투자증권

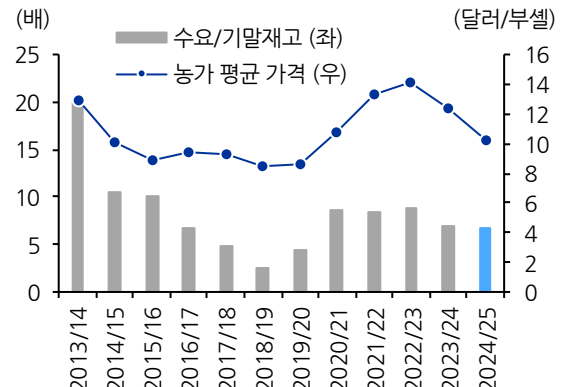
참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

도표48. 글로벌 대두 수급 전망



자료: USDA, 유진투자증권

도표49. 미국 대두 재고율 전망



자료: USDA, 유진투자증권

참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

II. 외형: 2020년대 식품 소비 양극화 트렌드 캐치업

트렌드를 잘 알아야 한다

유행과 트렌드는 다르다. 유행은 단기적 사건이다. 폭발적 관심을 불러일으키지만 지속 기간이 짧다. 특히 유행 식품의 경우, 그 특성상 소비자 개인별로 꾸준한 수요가 보장되지 않고, 평범하게 허기를 달래기 위함이 아닌 의미 부여를 위해 소비되는 경향이 있으므로(Douglas & Isherwood, 1979) 대중에게 더 이상 신선하게 느껴지지 않는 시점부터 급격하게 소비가 감소한다.

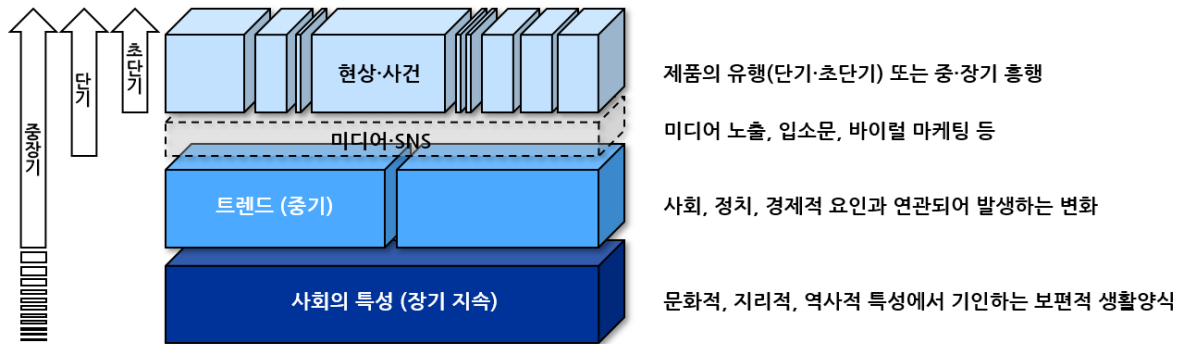
2010년대 초 꼬꼬면과 허니버터칩 등을 시작으로, 국내에서는 탕후루, 포켓몬빵, 아사히 수퍼드라이 생맥주 캔(生ジョッキ缶, 나마조키칸), 떡볶이 등 여러 아이템이 유행했고 이를 구매하기 위한 오픈런까지 심심찮게 벌어졌다. 이들은 출시 초기 폭발적인 인기를 불러일으킨 뒤 대중의 관심도가 식으며 빠르게 잊혔다. 2024년 들어 두바이 초콜릿, 생레몬 하이볼 등이 출시되어 유행하였지만 역시 빠른 유행사이클을 겪으며 점차 소비자의 기억에서 사라졌다.

반면, 트렌드는 소비자 행동, 가치관 등의 변화에서 기인하므로 비교적 오랜 시간 지속 가능하다(십수 년). 트렌드의 기저에는 문화/지리/역사적 특성에서 비롯된 사회·민족의 보편적 생활양식이 깔려 있다. 이를 장기·중기·단기로 구조화하여 나눠 보면, 앞서 설명한 불닭볶음면은 ①소비자들이 매운 음식을 과거보다 특히 더 선호하고, ②도전적 소비문화를 즐기기 시작했으며, ③SNS를 통한 소통(자랑·인증)이 정착되었다는 2010년대의 트렌드를 관통하였기 때문에 장기적인 인기를 얻고 있음을 알 수 있다.

또한, 트렌드가 적응과정을 거쳐 일상적인 현상으로 자리를 잡아가면 그것은 관습이 된다. 한국인들의 매운 음식 섭취량 증가에서 출발한 불닭볶음면의 대성공은 역으로 매운 음식 소비의 일상화에 기여하면서 생활양식에 영향을 주었고(도표 48), 결국 오늘에 이르러서는 하나의 고유한 '메뉴'로서 인식될 정도로 한국인의 삶에 자리잡았다. 반면, 밤양갱, 두바이 초콜릿 등 아이터ම්들은 2020년대 트렌드에 잘 부합하지 못한 상태에서 단순히 미디어·SNS로 인해 유행하였으므로 빠르게 잊혔다.

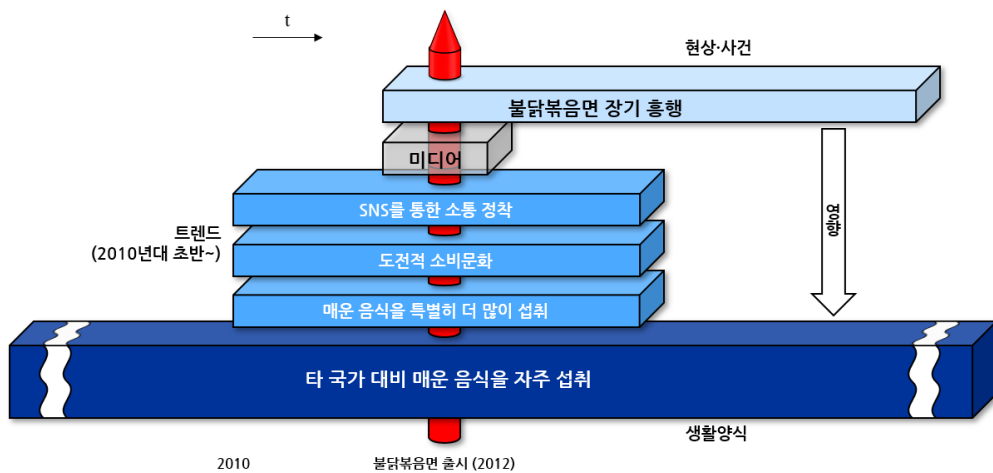
정리하면, 트렌드를 제품에 잘 반영할 경우 ①제품이 유행할 가능성이 높아지며, 소비자들의 지속적인 요구를 충족시킬 수 있으므로 ②장기적인 인기를 얻을 가능성도 함께 높아진다. 'Next 불닭볶음면'은 트렌드에 부합하는 제품 중에서 나올 것이라 전망한다.

도표 50. 사회에서 특정 제품이 단기 유행 또는 중장기 흥행에 이르는 과정



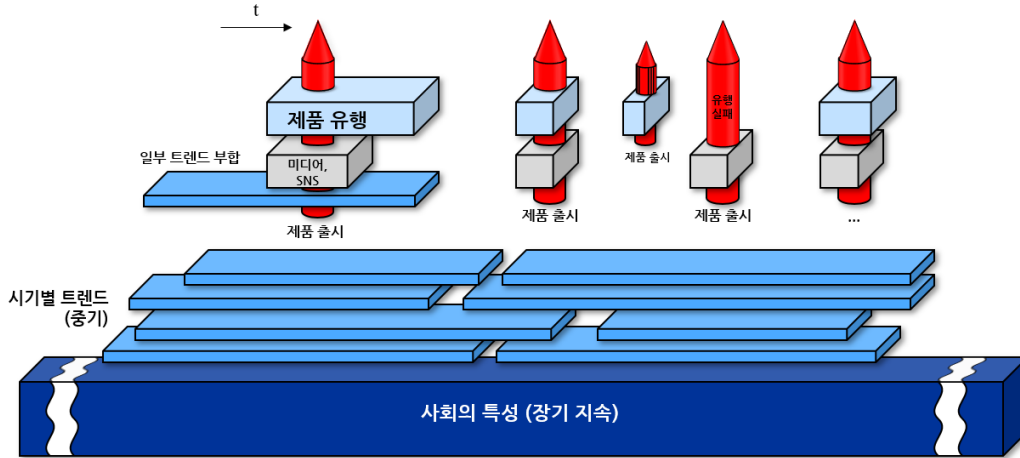
자료: 유진투자증권

도표 51. 불닭볶음면 국내 성공 사례



자료: 유진투자증권

도표 52. 단기 유행 및 유행 실패 사례 (밤양갱, 두바이 초콜릿 등)



자료: 유진투자증권

도표 53. 유행 vs. 트렌드

분류	유행 (Fad)	트렌드 (Trend)
지속 기간	단기적	중장기적
원인	주로 광고, 소셜 미디어 등에서의 순간적 관심	사회, 정치, 경제적 요인의 변화
예시	특정 아이템	건강에 대한 관심 증가 편리함 추구 등

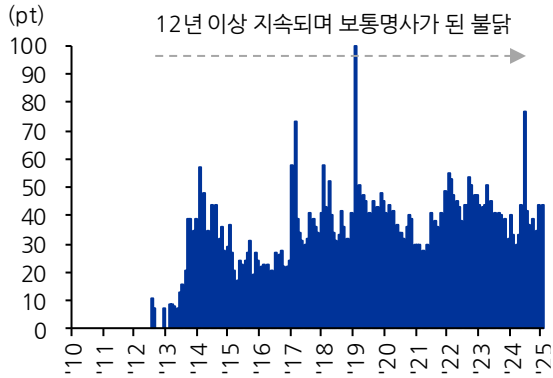
자료: Becker(2016), 유진투자증권

도표 54. 시기별 유행한 식음료 제품/컨셉트

시기	품목
2010	파닭
2011	버블티, 꼬꼬면
2012	컵 닭강정
2013	설빙, 벌집아이스크림
2014	허니버터칩, 불닭볶음면, 치즈등갈비
2015	주씨(과일주스), 양꼬치, 시카고피자, 과일소주, 굽은면발 라면
2016	대왕카스테라, 바나나맛 파이(초코파이, 몽쉘 등)
2017	명랑핫도그
2018	소떡소떡, 마카롱
2019	마라탕, 흑당버블티
2020	달고나커피, 닭껍질 튀김
2021	로제떡볶이
2022	소금빵, 포켓몬빵
2023	탕후루, 멧돼강, 아사히 수퍼드라이 생맥주 캔, ~카세(오마카세 등), 약과(할매니얼)
2024	요아정, 밤양갱, 생레몬 하이볼, 두바이 초콜릿, 밤티라미수

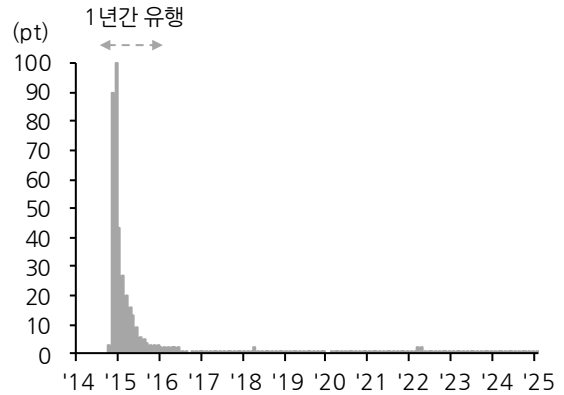
자료: 유진투자증권

도표 55. 불닭볶음면 구글트렌드 관심도 추이



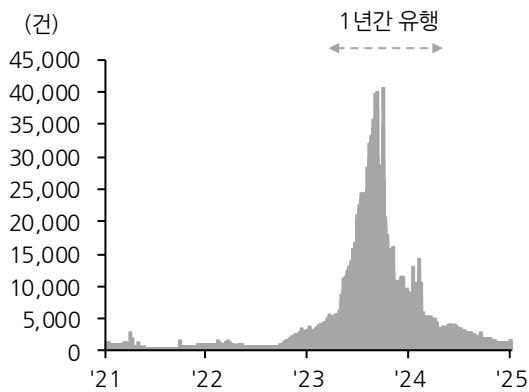
자료: Google Trends, 유진투자증권

도표 56. 허니버터칩 구글트렌드 관심도 추이



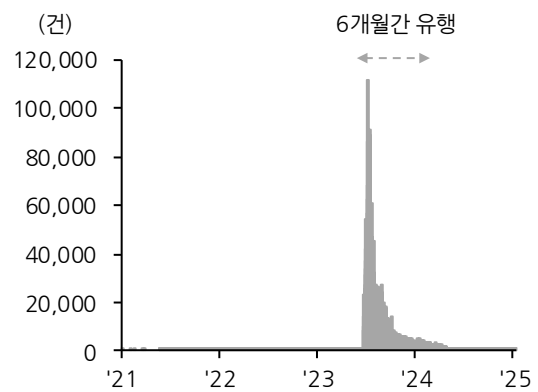
자료: Google Trends, 유진투자증권

도표 57. 탕후루 네이버 검색량 추이



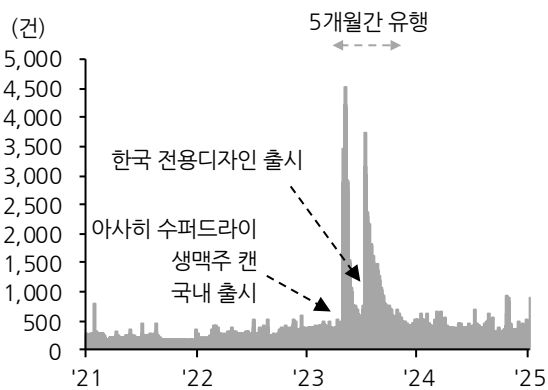
자료: Blackkiwi, 유진투자증권

도표 58. 먹태깡 네이버 검색량 추이



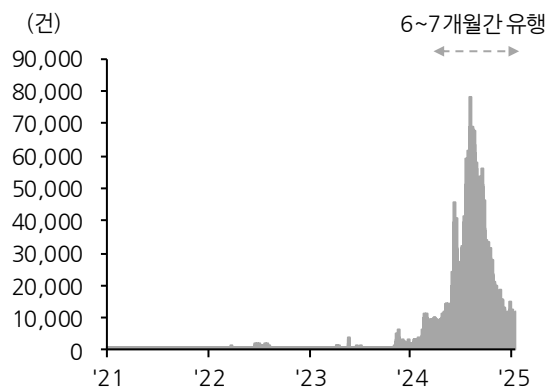
자료: Blackkiwi, 유진투자증권

도표 59. 아사히 네이버 검색량 추이



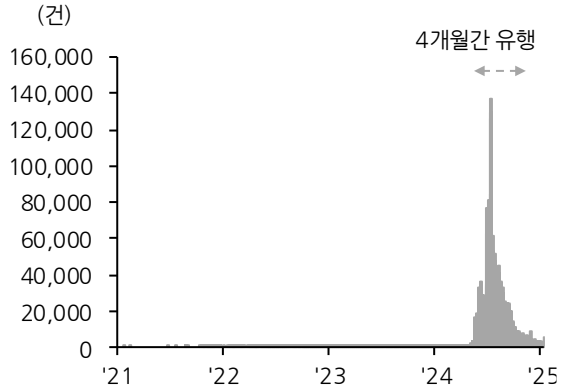
자료: Blackkiwi, 유진투자증권

도표 60. 요아정 네이버 검색량 추이



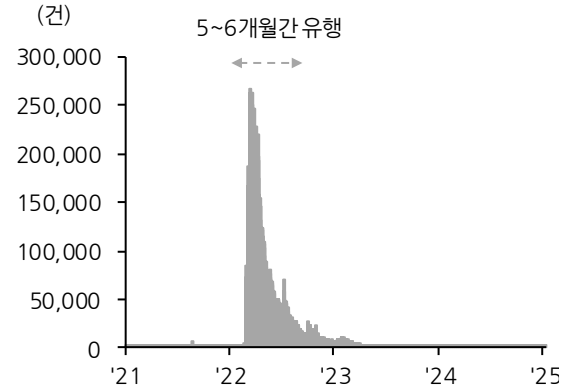
자료: Blackkiwi, 유진투자증권

도표 61. 두바이 초콜릿 네이버 검색량 추이



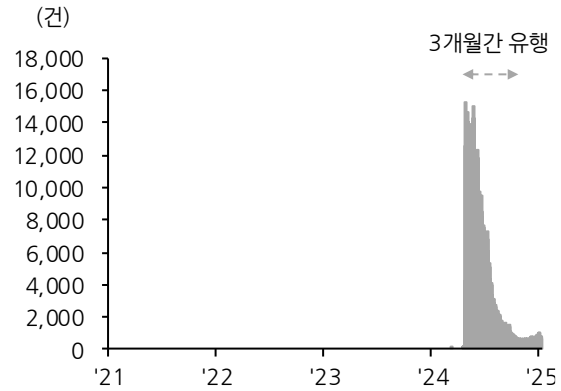
자료: Blackkiwi, 유진투자증권

도표 62. 포켓몬빵 네이버 검색량 추이



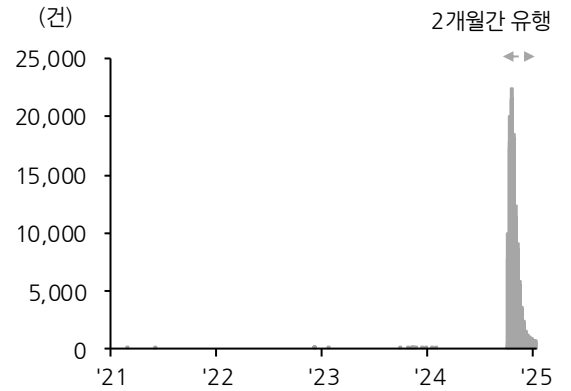
자료: Blackkiwi, 유진투자증권

도표 63. 생레몬 하이볼 네이버 검색량 추이



자료: Blackkiwi, 유진투자증권

도표 64. 밤티라미수 네이버 검색량 추이



자료: Blackkiwi, 유진투자증권

트렌드에 부합하는 제품군을 다수 보유한 업체들 중 신제품 완급 조절이 쉽고 대응이 빠른 업체들이 수혜일 것

트렌드에 부합하였거나, 미디어를 통해 영향력을 행사하였다고 해도 **신제품의 유행이 반드시 보장되지는 않는다**. 더욱이, 최근의 소비자들은 식품 소비에서도 적극적으로 새로움을 추구하며, 커다란 메가히트 상품에 오랫동안 이끌리기보다는 짧은 유행들 사이를 넘나들며 새로운 경험과 시도를 해보는 것 자체에 의의를 두는 경향이 있다.

따라서 기존 라인을 활용해 **트렌드에 맞는 여러 제품을 출시해 보며 시장 반응을 테스트해볼 수 있는 업체들이 유리할 전망이다**. 만일 판매가 부진할 경우에도 주력 제품의 신속한 재생산이 가능하다면 유행 실패 리스크가 적다. 트렌드에 부합하는 제품군을 다수 가졌으면서도 유사시 라인 전환 등 대응이 쉽고 빠른 업체들의 외형 성장이 돋보일 것이다.

도표 65. 시기별 사회 변화, 음식료 트렌드 및 인기 제품/컨셉트

	2000년대	2010년대	2020년대
시대상	인터넷 보급, IMF 이후, 세계화	스마트폰 보급, SNS 확산	팬데믹 및 포스트 팬데믹
단기 (유행)	디지털빵, 젤리탄산음료(환타 셰이커, 아이락 셰이킷 붐붐), 과즙스파클링(트로피카나), 건강 음료/액상차(델몬트 포시즌즈, 미녀는 석류를 좋아해, 글라스 비타민워터 등), 건강식(생식, 콜로렐라 등) 등	파닭, 버블티, 꼬꼬면, 허니버터칩, 생과일주스, 대왕카스테라, 명랑핫도그, 마카롱, 흑당 버블티 등	달고나커피, 맥태깡, 요아정, 밤양갱, 두바이 초콜릿, 밤티라미수 등
중기 (트렌드)	웰빙 추구, 커피 전문점 확산(스타벅스, 커피빈 등), 디저트/패밀리 레스토랑 확산(빨라쥬, 캔모아, TGI Fridays, 베니건스, 아웃백 스테이크하우스 등)	매운 음식을 특별히 더 많이 섭취 도전적 소비문화 SNS를 통한 소통 정착	가성비 중시, 편리함 추구(배달 음식, 밀키트 등), 건강 추구(제로 슈거 등), 경험 중심 소비, 과시성 소비
장기 (생활양식)	외식 문화의 확립	-	매운 음식의 더 많은 · 일상적 섭취, SNS를 통한 소통의 일상화,
		친환경 · 지속가능성 인식 편리함과 속도 중시 디지털과의 융합 확실한 자기표현	
타 국가 대비 잦은 매운 음식, 해조류 섭취			

자료: 유진투자증권

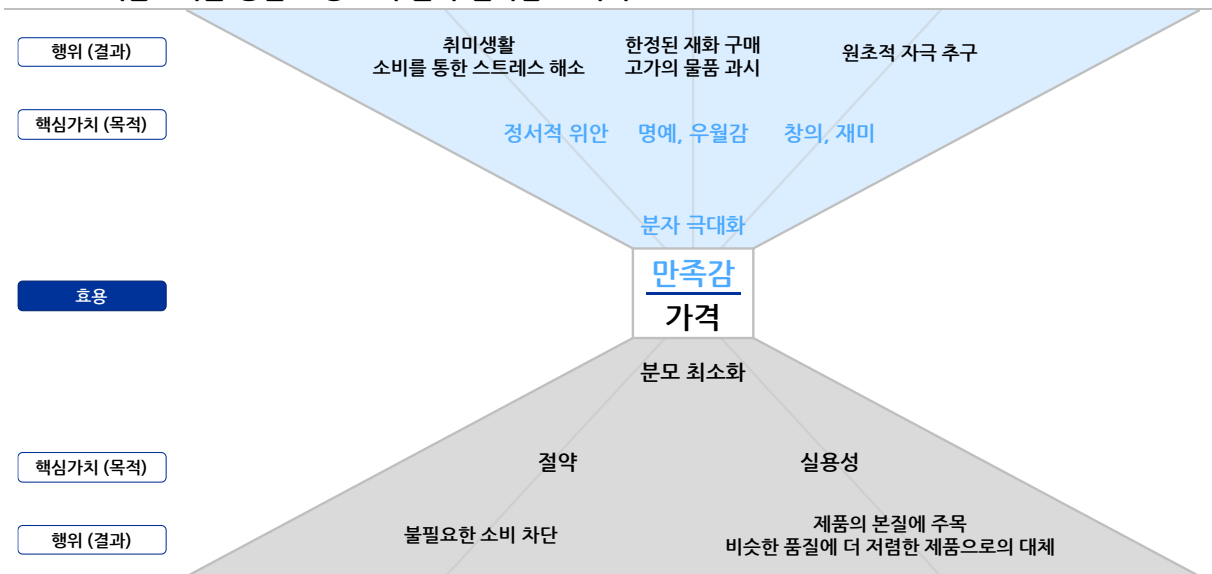
2020 년대 트렌드 제시: 소비의 목적이 더 중요해진 세상

식품소비 패턴이 섭취의 '목적'을 중심으로 양극화되고 있다. 종전의 내식/외식 구분도 희미해져 가고 있으며, 이제는 소비자가 어떤 목적의 소비를 원하는지가 더욱 중요해진 세상이 되었다.

본 보고서는 소비행위가 가격의 역수와 주관적 만족감의 함수를 통해 얻어지는 효용을 추구한다 가정하며, 이에 기반해 2020 년대의 트렌드를 소비 목적에 따라 '가격의 최소화' 와 '만족감의 극대화' 2 가지로 제시한다.

효용의 크기는 가격 대비 얼마만큼의 만족감을 얻었는지에 따라 결정되므로, 소비자는 각자의 선택에 따라 ①만족감(분자)를 극대화하거나, ②가격(분모)를 최소화할 수 있다.

도표 66. 식품소비를 통한 효용 = 주관적 만족감 ÷ 가격



자료: 유진투자증권

참고: 트렌드코리아(2018)를 참고하여 재구성

第一刀: 분모 최소화 (저렴하게 실속을 챙기는 소비)

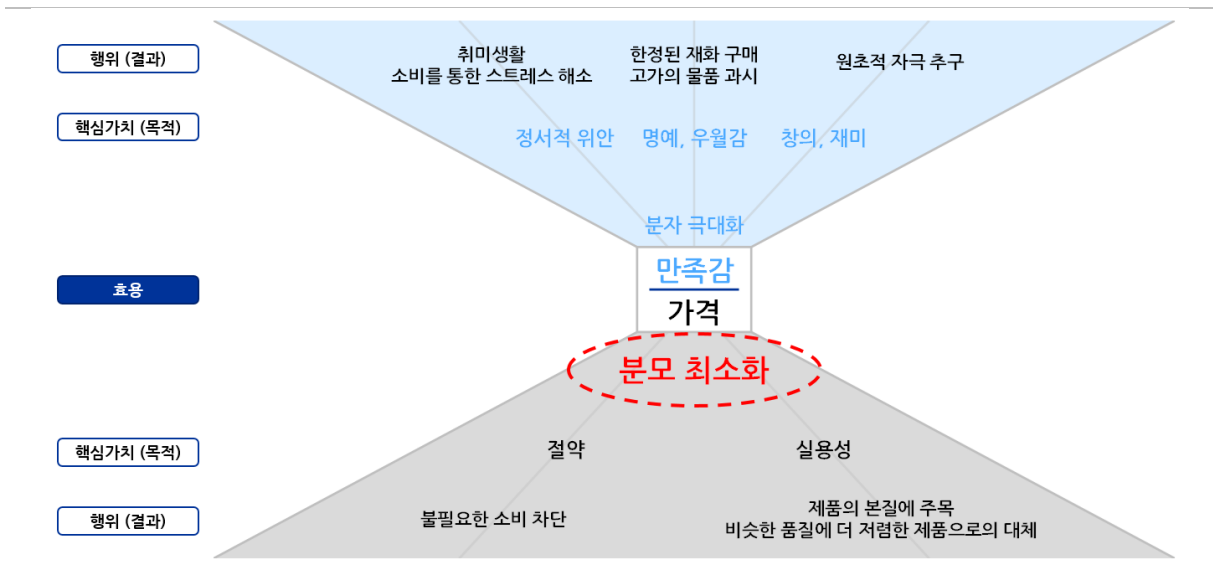
저가 제품 추구 현상 심화

YOLO 가고 YONO 왔다 2024 년은 가성비 높은 초저가 상품이 인기를 끄는 불황형 소비가 두드러졌다. 2024 년 12 월 중국 초저가 앱(알리익스프레스, 테무) 활성 이용자 수(MAU)는 전년 동월 대비 46% 증가했다. 각 세대별 사용비중도 고르게 나타나 시장 전반에서 가격 민감도가 높아져 있음을 짐작 가능하다.

물가 부담이 가중되며 국내외 소비자들은 점차 가성비를 추구하고 있다. 재정상황이 악화되고 가계 실질소득이 감소하면서 꼭 필요한 물건만 소량으로 구매하고, 저가 제품을 선호하는 트렌드가 확산되는 것이다.

딜로이트의 조사 결과에 따르면, 한국과 미국 소비자들은 재정 상황에 대한 우려가 주요국 평균 대비 높으며, 특히 현재 재정 상황의 심각성에 대해 부정적으로 평가한 것으로 나타났다. 우리나라의 경우, GDP 대비 높은 가계부채 비중을 고려 시(2Q24 기준 91.5%) 과도한 채무부담이 가계 실질 처분가능소득을 감소시켜 소비를 위축시키고 있다고 판단한다¹. 글로벌 소비 의향 지수가 여전히 0 을 하회하고 있다는 점에서 소비 절감 트렌드는 세계적 추세로 보인다.

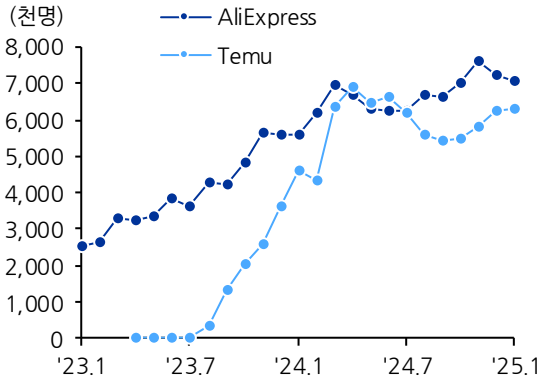
도표 67. 분모 최소화를 통한 소비의 효용 극대화



자료: 유진투자증권

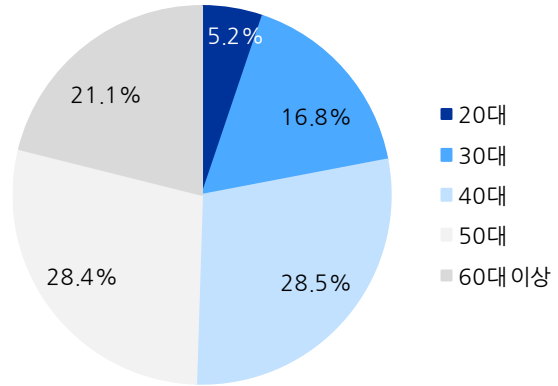
¹ Cecchetti et al.(2011)은 가계부채가 경제성장을 저해하기 시작하는 임계점을 GDP 대비 85%로, Arcand et al.(2015)은 50%로 제시하고 있다.

도표 68. 중국 초저가 종합몰 월간 활성 이용자수 추이



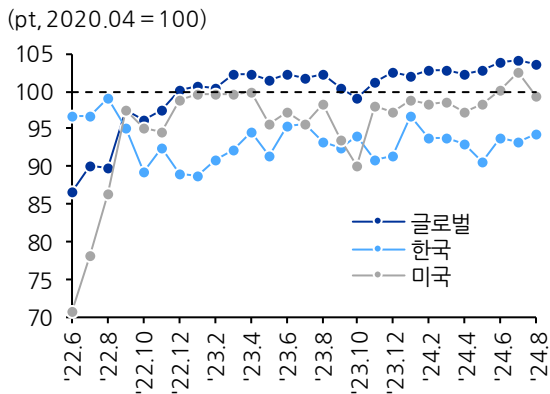
자료: 모바일인덱스(언론 취합), 유진투자증권

도표 69. 중국 초저가 앱 이용고객 연령대 비중



자료: 신한카드 빅데이터연구소, 유진투자증권

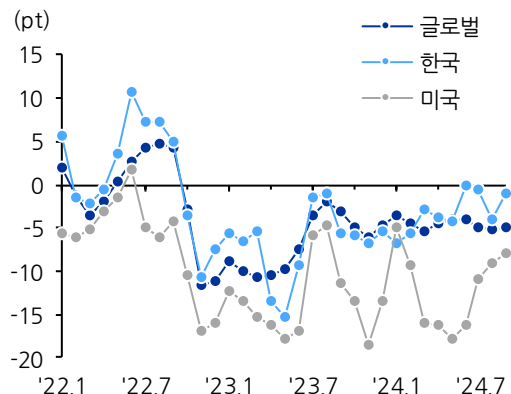
도표 70. 소비자 재정적 웰빙 지수



자료: 딜로이트, 유진투자증권

참고: 지수 값이 높을수록 본인의 재무상태가 건전한 것으로 평가

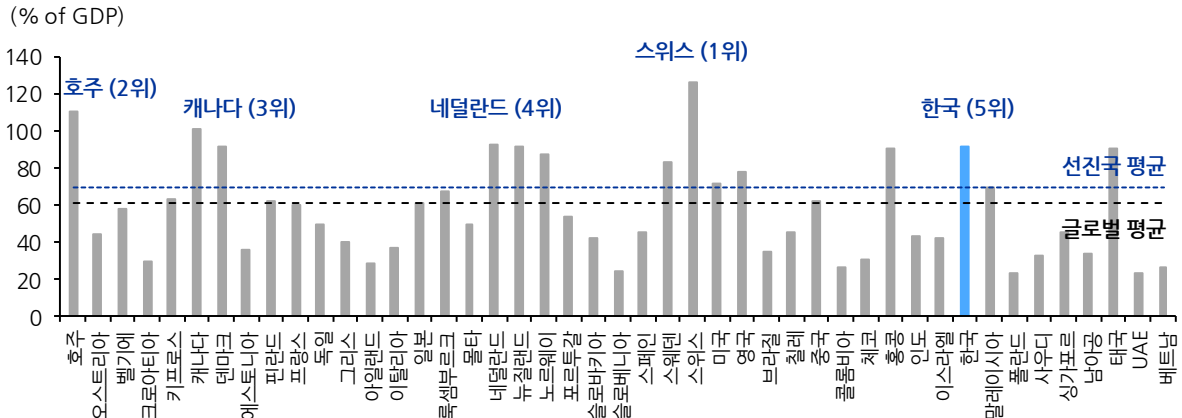
도표 71. 소비 의향 지수



자료: 딜로이트, 유진투자증권

참고: 0보다 높으면 소비 증가 계획, 0보다 낮으면 소비 절감 계획

도표 72. 45 개국 GDP 대비 가계부채 규모 (2Q24)



자료: IIF Global Debt Monitor, 유진투자증권

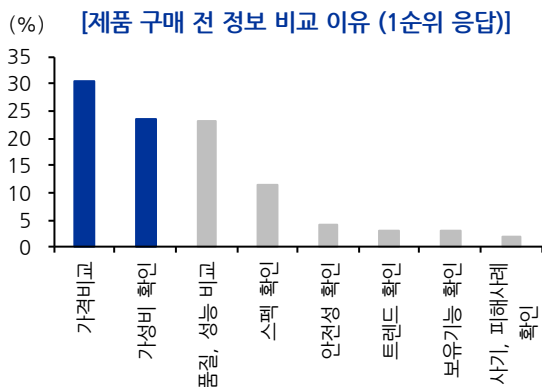
식품에서도 나타나는 가성비 선호

GS25 에 따르면 1 천원 이하 상품 매출의 전년비 증가율은 2021 년 17.1%, 2022 년 28.8%, 2023 년 32.3%, 2024 년 46.5%로 2022 년 물가 급등 이후 가파른 성장률을 보이고 있다. 편의점은 식품 매출액이 담배를 제외한 전체 점포 매출액의 90% 이상을 차지하므로, 이를 고려 시 **저가 상품의 매출액 증가가 대부분 식품에서 비롯된 것임을** 알 수 있다.

대표적 기호식품 중 하나인 커피 시장에서도 저가 제품을 더 선호하는 **실용적인 소비패턴**이 나타난다. 저렴한 가격의 음료와 테이크아웃 위주의 운영을 통해 합리적인 가격으로 승부하는 저가 커피 시장은 경기 불황에도 불구하고 급격하게 성장하고 있다.

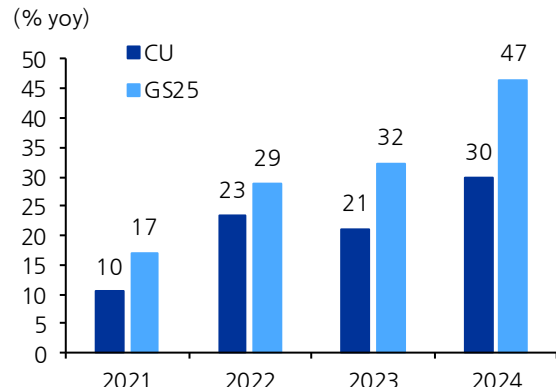
공정위 보도자료(24.4)에 따르면, 전체 프랜차이즈 업종 중 커피 업종의 가맹점 수 증가율이 13%로 가장 높았으며, 폐점률은 7.8%로 치킨(13.7%), 한식(14.5%), 제과제빵(8.9%), 피자(8.5%) 등 **주요 업종 중 가장 낮았다**. 가맹점 연평균 매출액 2 억원 이하의 소규모 가맹브랜드 비중은 70%에 달했다. 메가 MGC 커피 운영사 (주)앤하우스의 경우 2023 년 매출액 3,684 억원으로 전년비 111% 성장했으며, 같은 기간 백다방 브랜드를 보유한 더본코리아도 매출액 4,107 억원(+46%yoy)을 기록했다.

도표 73. 실용성 중시 소비패턴 관측 (2024)



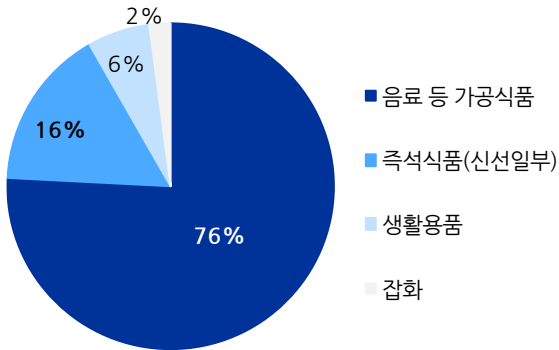
자료: 한국소비자원, 유진투자증권

도표 74. 편의점 1,000 원 이하 저가상품 매출 증가율



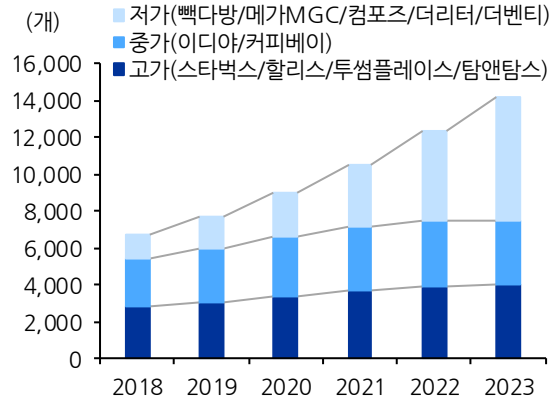
자료: 연론, 유진투자증권

도표 75. 편의점 매출비중 (담배 제외, 2024)



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

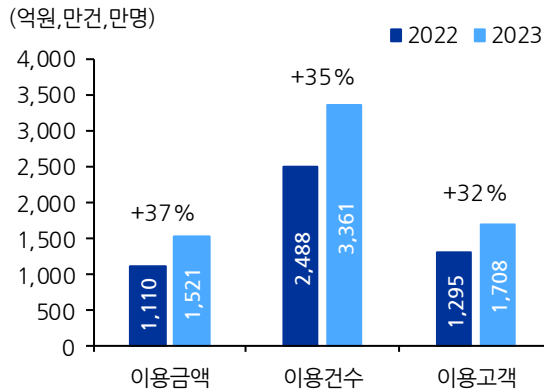
도표 76. 주요 커피 브랜드 직가맹점 수 추이



자료: Dart, 언론 종합, 유진투자증권

참고: 저/중/고가는 아메리카노 가격을 기준으로 임의 분류

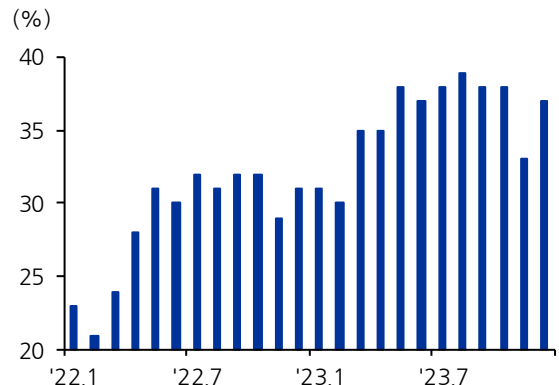
도표 77. 저가커피 이용현황



자료: NH 농협카드, 유진투자증권

참고: NH 농협카드 신용/체크카드 이용 결제 건에 한정

도표 78. 커피업종 내 저가커피 이용액 비중



자료: NH 농협카드, 유진투자증권

참고: NH 농협카드 신용/체크카드 이용 결제 건에 한정

도표 79. 외식업 주요 세부 업종별 가맹점 수

(단위: 개)	2020	2021	2022	증감률(%)	
				2021	2022
치킨	25,867	29,373	29,423	13.6	0.2
한식	25,758	36,015	39,868	39.8	10.7
커피	17,856	23,204	26,217	30.0	13.0
제과제빵	8,325	8,779	8,918	5.5	1.6
피자	7,023	8,053	8,403	14.7	4.3
주점	7,989	8,638	9,379	8.1	8.6
외식업 전체	135,113	167,455	179,923	23.9	7.4

자료: 공정거래위원회, 유진투자증권

도표 80. 외식업 주요 세부 업종별 개/폐점률

(단위: %, %p)	개점률			폐점률		
	2021	2022	증감	2021	2022	증감
치킨	17.3	14.4	(2.9)	13.7	14.2	0.5
한식	35.1	29.9	(5.2)	14.5	18.2	3.7
커피	25.1	22.7	(2.4)	7.8	9.2	1.4
제과제빵	13.4	12.0	(1.4)	8.9	9.8	0.9
피자	20.3	13.5	(6.8)	8.5	12.3	3.8
주점	21.9	21.7	(0.2)	19.1	13.1	(6.0)
외식업 전체	26.2	22.4	(3.8)	12.6	14.5	1.9

자료: 공정거래위원회, 유진투자증권

*개점률: (당해연도 신규개점 가맹점 수) ÷ (당해연도 말 가맹점 수)

*폐점률: (당해연도 계약종료해지 가맹점 수) ÷ (당해연도 말 가맹점 수)

높은 식료품 물가 부담

식료품이 비싼 한국

우리나라는 타국 대비 사회 인프라와 서비스 물가가 저렴한 대신 식료품, 의류 등 필수소비재의 물가 부담이 높다. 식료품 가격은 소득수준을 감안해도 OECD 평균 대비 1.5 배 이상 높다. 좁은 국토 면적 및 한정된 일부 지역(수도권)에 대한 비정상적으로 높은 수요와, 영세한 영농 규모로 인해 낮은 농업생산성, 제한적인 일부 농산물의 수입개방 등 특징은 국내 식료품 가격이 높을 수밖에 없는 구조적 요인이다.

가격 상승 속도도 빠른 한국

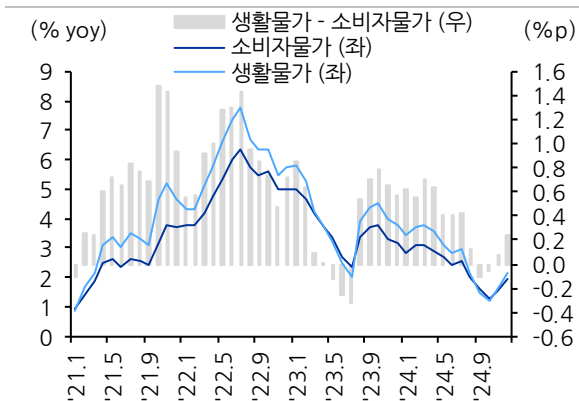
높은 식료품 물가 수준도 문제이지만, 더 큰 문제는 식료품 물가의 상승 속도 또한 여타 국가 대비 빠르다는 점이다. 최근 소비자물가 상승률이 1%대로 둔화되었으나 코로나 19 이후 누적 상승률은 14.5%이며, 체감물가를 반영하는 생활물가의 누적 상승률은 17%를 상회 중이다.

경기 불황 + 물가 상승 = 소비 위축

이처럼 경기 불황이 장기화되고 물가 부담이 가중되며 소비자들은 점차 '가성비(가격 대비 성능)'를 추구하고 있다. 재정상황이 악화되고 가계 실질소득이 감소하면서 미래에 대한 확신이 부족해졌고 소비도 함께 위축되었다. 이는 소비자 심리를 통해서도 확인할 수 있는 부분으로, 향후에도 소비자 구매력 약화에 따른 가성비 추구 현상의 강화가 예상된다.

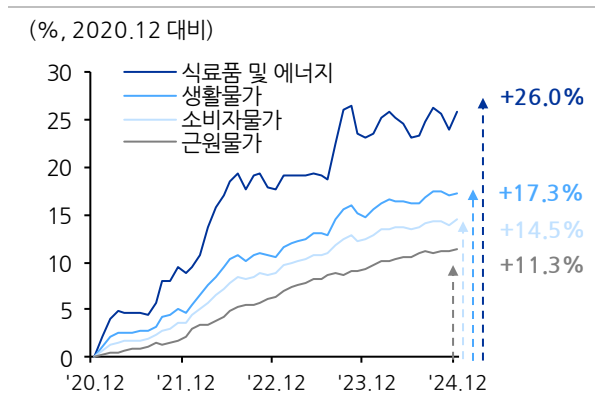
정리하면, 심해지는 물가 부담에 소비자들은 일부 식음료 지출을 줄이려 시도 중이며, 대체 가능한 고가 제품에 대해 감소한 수요가 다른 저렴한 품목(가성비 제품)에 유입되는 현상이 나타나고 있다.

도표 81. 전년 동월 대비 국내 물가 상승률



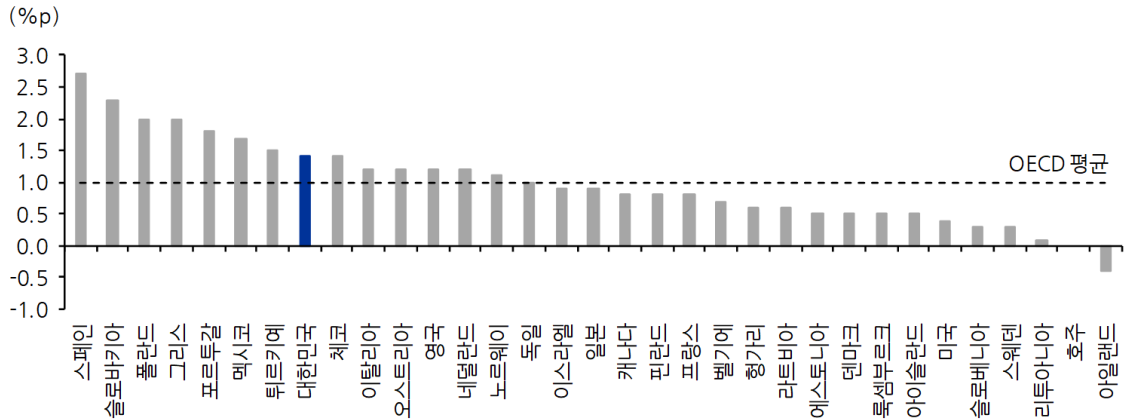
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 82. 코로나 19 이후 누적 물가상승률



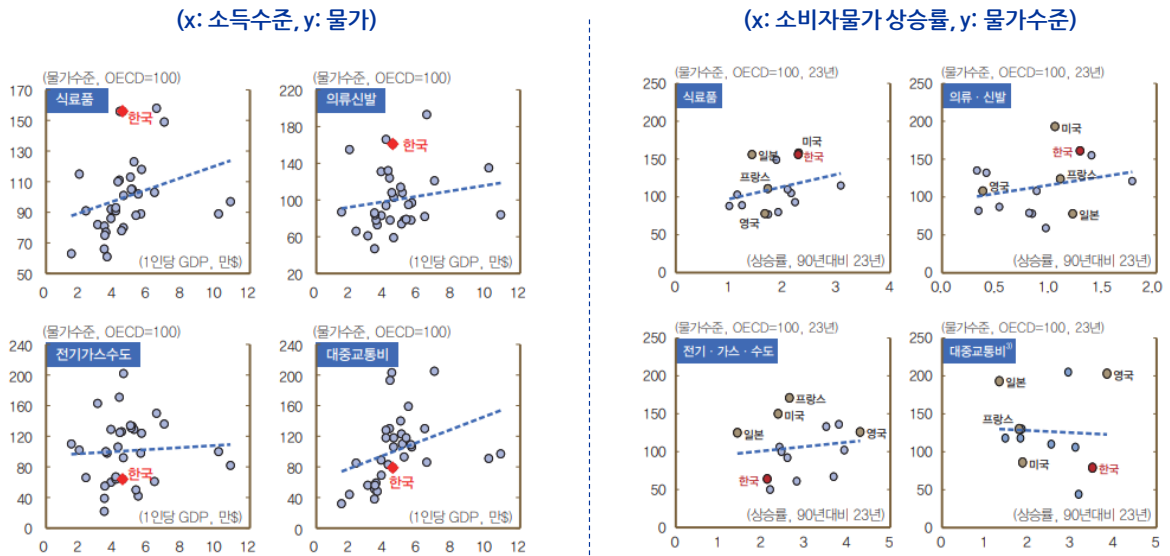
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 83. 총 가계 지출액 대비 식료품 지출 비중 증감폭 (2019 → 2021)



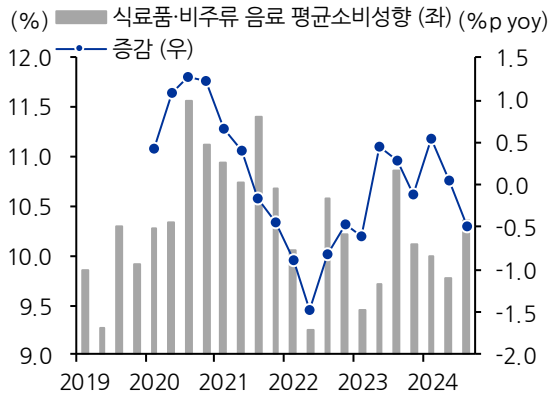
자료: 한국경제연구원(2023), 유진투자증권

도표 84. 주요 OECD 국가와의 품목별 물가수준 비교



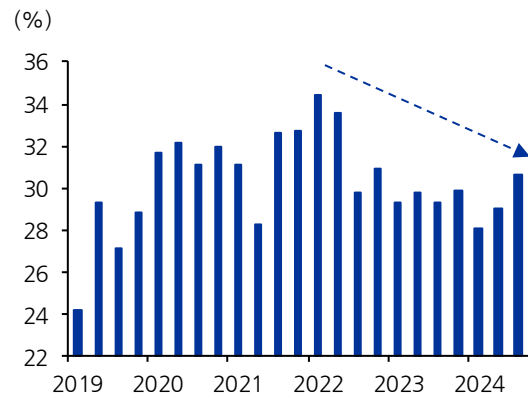
자료: 한국은행(2024), 유진투자증권

도표 85. 식료품 소비성향 (소비지출 ÷ 가치분소득)



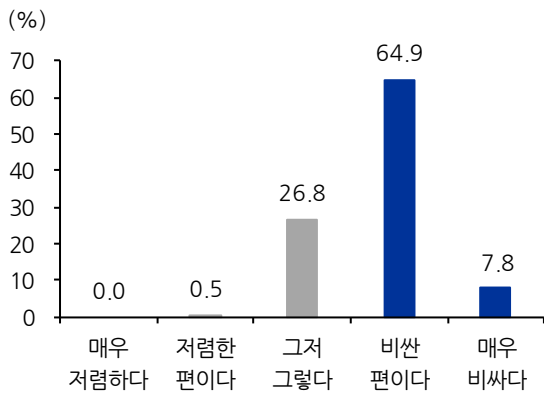
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 86. 가계 흑자율 감소



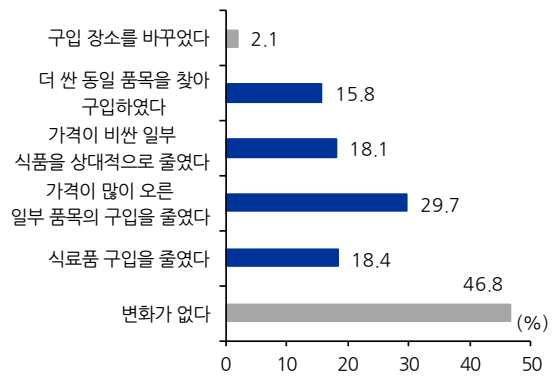
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 87. 올해 체감하는 장바구니 물가수준 (2023)



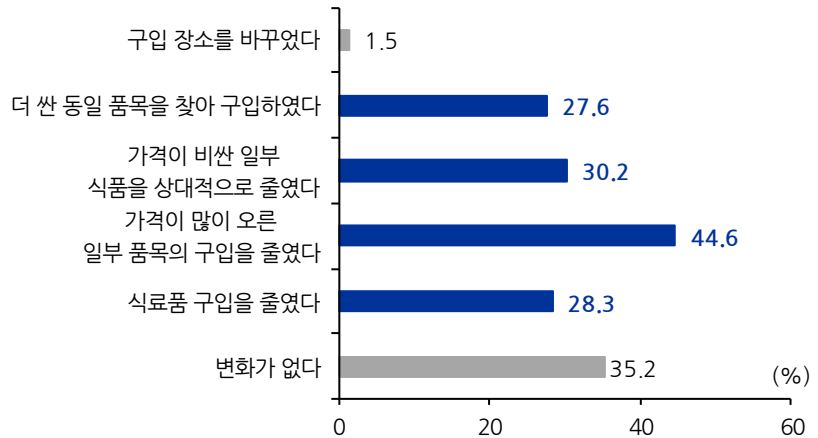
자료: 한국농촌경제연구원, 유진투자증권

도표 88. 물가상승이 식품구입에 끼친 영향 (2023)



자료: 한국농촌경제연구원, 유진투자증권

도표 89. 물가상승이 식품구입에 끼친 영향 (2024)



자료: 한국농촌경제연구원, 유진투자증권

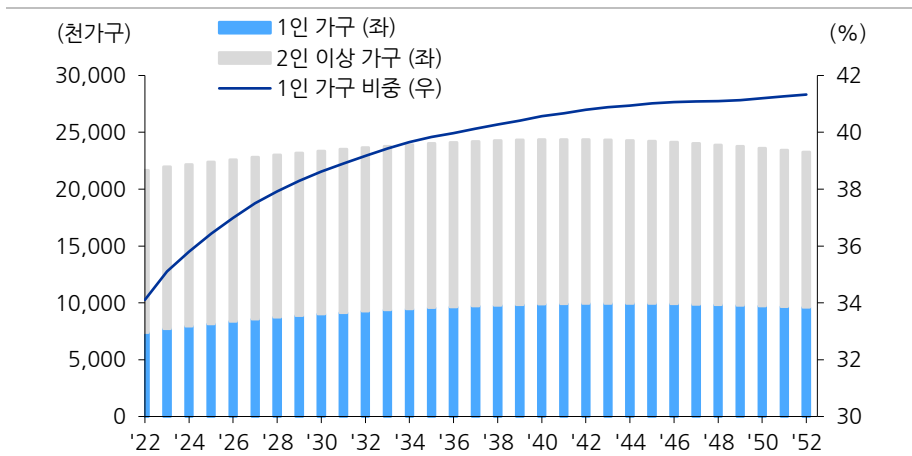
노령화 + 1 인가구 확대 → 더욱 심화될 식품 물가 부담

1인 가구 증가 2000년대 들어 1인 가구가 크게 증가했다. 1인 가구의 비율은 2000년 15.5%에서 2023년 35.5%로 증가했다. 통계청 장래가구추계 2022~2052년에 따르면 국내가구는 2041년에 정점을 기록한 후 2042년부터 내리막에 들어설 전망이다. 평균 가구원수는 2.26명에서 1.81명까지 감소하며, 전체 가구 중 1인 가구 비중은 41.3%까지 증가할 전망이다.

1인 가구는 식품 구매력이 더 나쁘다. 2023년 가계동향조사에 의하면, 1인 가구의 월평균 소득은 287만원이며, 2~4인 가구의 월평균 소득은 각각 464만원, 666만원, 767만원으로 나타났다. 이를 OECD 제곱근지수를 이용해 균등화하면 1인 가구의 소득 수준이 2인 이상 가구에 비해 낮은 데다가, **가구원 수가 늘어남에 따라 동일한 비율로 증가하지 않는 주거 지출로 인해 소비지출 부담이 더욱 커진다는 것을 알 수 있다.**

식료품, 가사서비스, 보건, 통신, 교육 분야에서 1인 가구의 지출금액이 2인 이상 가구의 균등화 지출금액에 비해 현저히 낮는데, 이는 본인의 소득에서 기본적인 생활 영위에 필요한 지출을 제하고 나면 후생수준 향상을 위해 쓸 수 있는 돈이 더 적게 남음을 의미한다.

도표 90. 1인 가구 비중 지속 확대 전망



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 91. 신선식품/가공식품/외식 3개 부문 Marshallian 탄력성:
1인 가구가 가격 변화에 더욱 민감하게 반응

탄력성		부문	신선식품	가공식품	외식
2인 이상 가구	지출탄력성		1.252	0.840	0.932
	가격탄력성		-0.533	-1.023	-0.601
1인 가구	지출탄력성		-0.441	1.062	1.352
	가격탄력성		-0.761	-1.429	-1.488

자료: 소비자문제연구 Vol.47, No.3(2016), 유진투자증권

도표 92. 가계동향조사 - 명목 (2023)

(단위: 천원)	1인 가구	일반 가구		
		2인	3인	4인
소득	2,874	4,638	6,657	7,665
비소비지출	586	819	1,291	1,637
가처분소득	2,288	3,819	5,366	6,028
소비지출	1,693	2,551	3,598	4,425
식료품/비알콜음료	205	434	513	595
주류/담배	34	35	43	45
의류/신발	104	142	224	276
주거/수도/광열	283	314	354	362
가정용품/가사서비스	62	121	174	192
보건	144	292	289	356
교통	244	304	514	477
통신	70	109	173	214
오락/문화	115	178	247	301
교육	16	31	227	624
음식/숙박	299	354	546	672
기타상품/서비스	117	236	296	311
흑자액	595	1,268	1,768	1,603

자료: 통계청, 유진투자증권

도표 93. 가계동향조사 - 균등화 (2023)

(단위: 천원)	1인 가구	일반 가구		
		2인	3인	4인
소득	2,874	3,280	3,843	3,833
비소비지출	586	579	745	819
가처분소득	2,288	2,700	3,098	3,014
소비지출	1,693	1,804	2,077	2,213
식료품/비알콜음료	205	307	296	298
주류/담배	34	25	25	23
의류/신발	104	100	129	138
주거/수도/광열	283	222	204	181
가정용품/가사서비스	62	86	100	96
보건	144	206	167	178
교통	244	215	297	239
통신	70	77	100	107
오락/문화	115	126	143	151
교육	16	22	131	312
음식/숙박	299	250	315	336
기타상품/서비스	117	167	171	156
흑자액	595	897	1,021	802

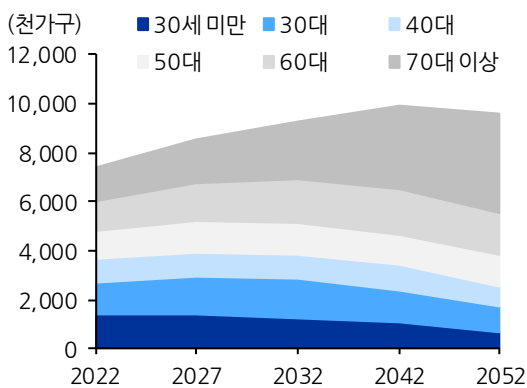
자료: 통계청, 유진투자증권

노령화 여기에 한국 사회의 노령화 문제가 더해지며 본격적인 노령 1인 가구 시대의 도래가 머지않았다. 불과 2년 뒤인 2027년에는 1인 가구의 39.3%(전체 가구의 14.7%)가 60세 이상 노인으로 구성될 것이다. 가구주 중위연령은 2022년 53.2세에서 2052년 65.4세로 12.2세 높아질 전망이다.

경제활동 참여가 적은 노령 1인 가구가 증가하며 가계의 식품 물가 부담은 더욱 심화될 것이다. 인구 및 경제 구조가 유사한 인접 국가 일본의 사례를 보면, 2023년 기준 경제활동 중인 일본 내 가구의 식음료 지출은 전체 소비지출의 26.5%를 차지한 반면, 경제활동을 하지 않는 노년층 가구의 식음료 지출은 전체 소비지출의 29.9%를 차지했다.

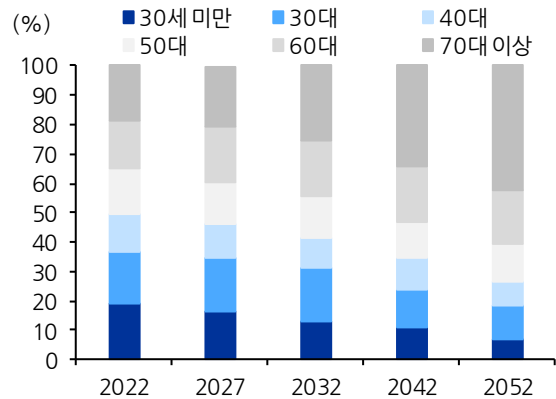
일본 총무성은 과거 가계 식료품 소비지출비중(엔겔 계수) 상승분의 50%가 식료품 가격 상승, 39%가 소비 감소, 나머지 11%가 간편식 확산의 영향이라고 분석한 바 있는데(2014~2016 상승분 기준), 한국도 식료품 물가가 빠르게 상승 중이며, 저출산 고령화로 인한 소비 축소가 예견되고, 간편식 소비가 증가하고 있음을 고려 시 향후 식료품 구매 비용이 한국 사회 전반에 가하는 부담이 더 커질 것이며, '가성비 선호' 현상의 강세가 지속될 것이라 전망한다.

도표 94. 1인 가구 연령별 규모: 노령 1인가구 증가



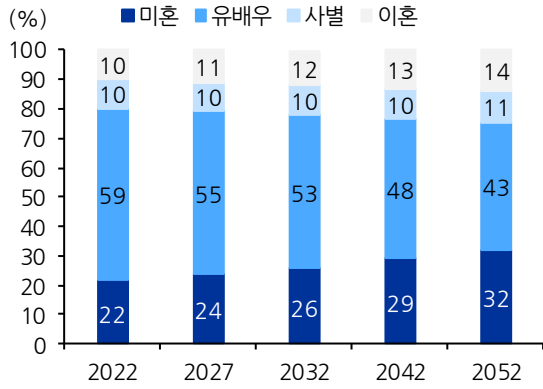
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 95. 1인 가구 연령별 구성비: 노령 1인가구 증가



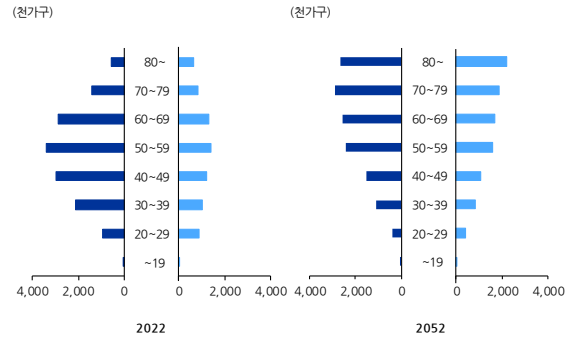
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 96. 전체 가구: 혼인상태별 구성비



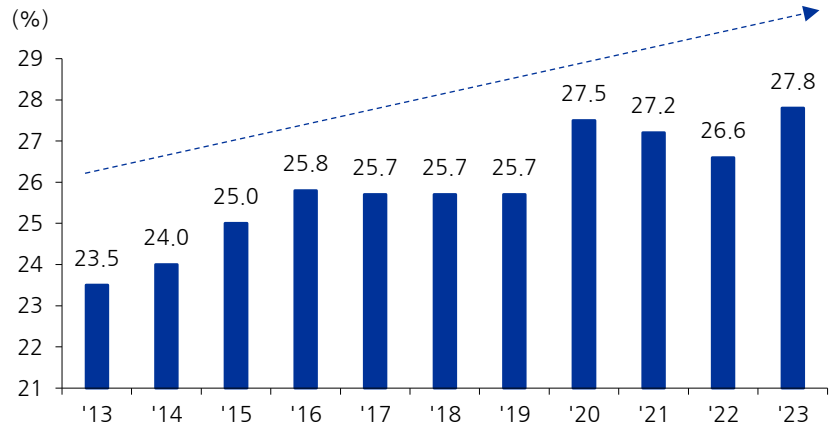
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 97. 전체 가구: 성·연령별 가구주 변화



자료: 통계청, 유진투자증권

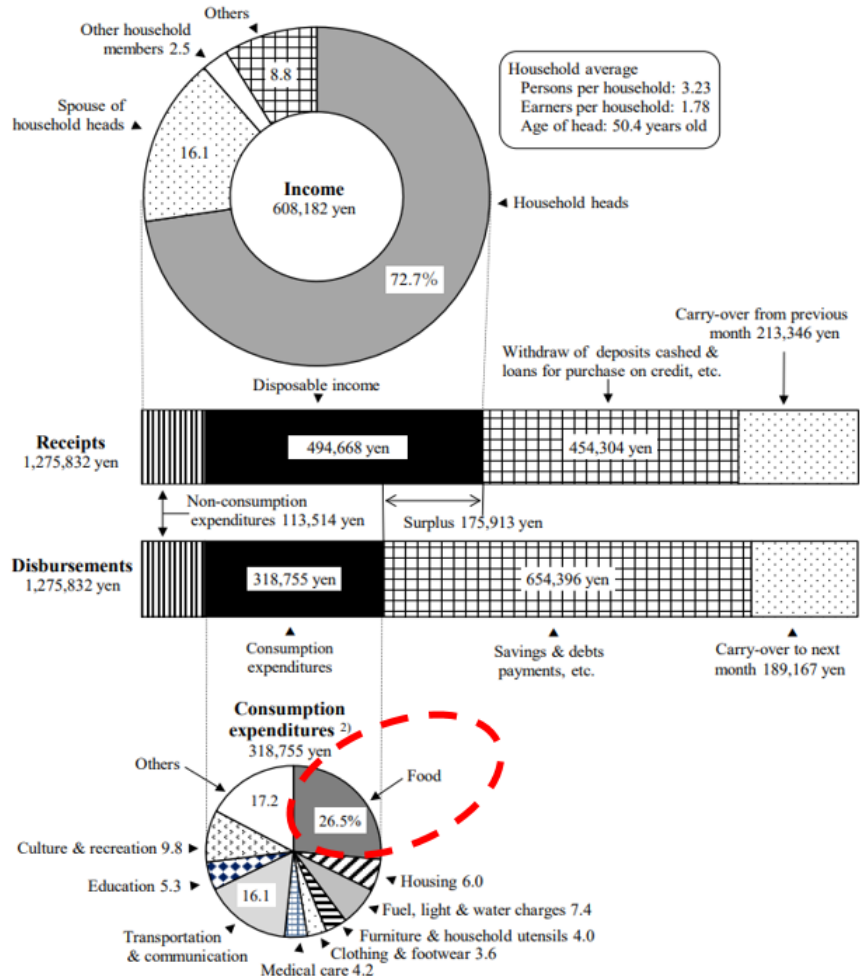
도표 98. 일본 가구의 전체 소비지출 중 식료품 지출 비중 추이



자료: 일본 총무성 통계국, 유진투자증권

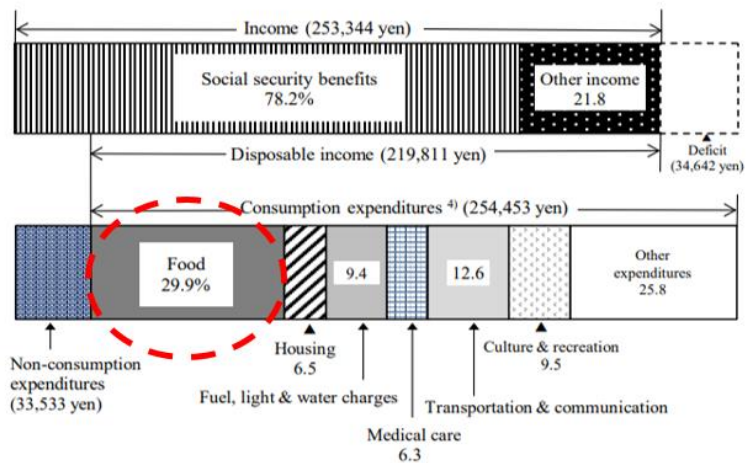
참고: 측정방식 및 기준 등의 차이로 OECD 국민계정 수치와 상이할 수 있음

도표 99. 일본 가구의 월평균 가계지출 (경제활동 중인 가구)



자료: 일본 총무성 통계국(2024), 유진투자증권

도표 100. 일본 가구의 월평균 가계지출(경제활동 없는 노년층 가구):
한국 노령 가구 증가에 따라 식료품 지출 비중은 더욱 확대 전망



자료: 일본 총무성 통계국(2024), 유진투자증권

**음식료 업체들의 분모 최소화 트렌드 대응 전략:
가성비 SKU로 심리적 부담 낮추기**

소비여력이 지속적으로 감소하는 가운데, 업체들은 심화되는 **가성비 추구 현상**에 **최우선적으로 대응**해야 한다. 가격 부담이라는 심리적 장벽을 돌파할 필요가 있다.

가성비는 대용량 or 소포장 가격을 직접적으로 인하하지 않는 한 선택지는 크게 두 가지가 있다. **용량을 키워 '단위용량당 가격'을 낮추는 것(대용량 · 증량)과, 개수를 줄이거나(소포장) 용량을 저감(감량)해 제품의 표시가격을 낮추는 것이다.**

소포장이 대세 가족 단위 소비자나 잦은 섭취를 선호하는 소비자는 단위용량당 가격이 낮은 대용량 제품을 선택할 수도 있다. 그러나, 1인 가구의 증가와 유통기한(제품 보관성), 내수 소비자들의 경제적 부담을 고려하면 주로 **소포장 · 저용량 제품이 선호될 것이라 전망**한다. 판매 단위를 줄이거나, 용량을 감량한 소포장 · 저용량 제품은 한 번에 지불해야 하는 가격의 부담을 줄여주기 때문이다.

오리온은 최근 용량을 줄인 대신 가격을 1,000 원으로 내린 스낵 7종을 출시하였으며, CU는 지난 5월 150g 소포장 1인분 쌀을 출시했다. 이는 '슈링크플레이션'과 비슷하지만 다르다. 실속 있는 소비가 목적인 소비자들의 접근성을 끌어올리기 위함이기 때문이다.

도표 101. 마트 '천원 스낵' 매대



자료: 언론, 유진투자증권

도표 102. CU 소포장 1인분 쌀 (150g)



자료: 언론, 유진투자증권

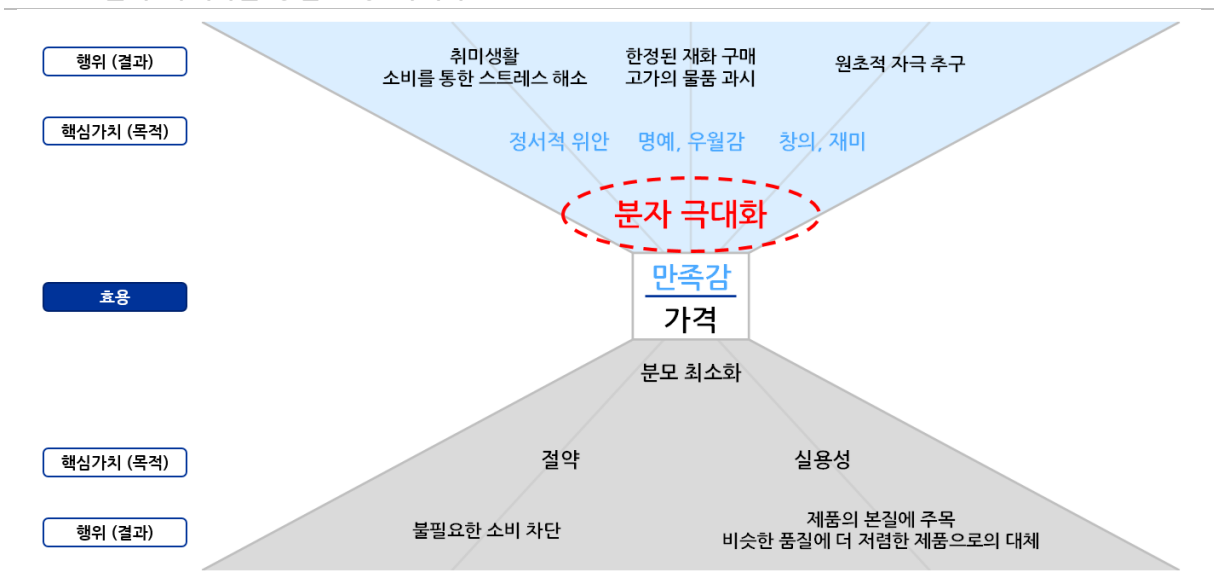
第二刀: 분자 극대화 (만족감을 우선시하는 소비)

가격이 아닌 '가치' 추구

저렴한 가격에 집중하는 소비와 다르게, **개인의 필요와 선호에 맞춤형 가치를 추구하는 소비 트렌드**도 함께 확산되고 있다. 불안정한 재무 상황으로 소비 절감 기조가 지속되는 가운데에도 소비자들은 무조건 아끼기만 하기보다는 그 속에서 '가치 소비'를 찾는 상반된 경향을 보인다. 일상에서 절약하는 경향을 보이다가도 원초적인 자극 또는 자신의 자아가 투영된 제품에 동시에 지갑을 열며 양극단을 오가는 것이다.

가격 대비 심리적 만족감, 즉 단위 소비액당 얼마만큼의 욕구를 충족시키는지와 동일한 소비에도 어떤 가치를 우선시하는지에 따라 개인별로 차이가 있다. 만족감을 주는 요소는 지극히 주관적이므로 여러 종류가 있겠으나, 본문에서는 Sheth et al.(1991)에서 제시한 소비가치의 하위요인을 참고하고, 앞 장(분모 최소화)에서 이미 다룬 가성비와 관련된 내용을 제외하여 **@편리성, @건강, @색다름, @과시**의 4 가지 핵심가치를 제시한다.

도표 103. 분자 극대화를 통한 효용 최대화



자료: 유진투자증권

도표 104. 만족감 극대화와 관련된 식음료 소비의 4 가지 핵심가치

편리성	건강	색다른	과시
시간노동 절약	균형 잡힌 영양 섭취, 체중 조절, 죄책감 회피	개인의 개성·취향 반영, 색다른 경험, 흥미, 재미 추구	명예, 성취, 우월감 추구

자료: Sheth et al.(1991), 장은지&김기욱(2018), 홍민혜(2023), 유진투자증권

③ 편리성 추구

1 인가구 증가 + 코로나 19 → 편리성 추구
 코로나 19 를 겪으며 사회 전반적으로 편리함에 대한 선호도가 크게 증가하였다. 팬데믹 기간 동안 외식과 식사 모임이 줄고, 배달 음식 섭취가 늘어나면서 오프라인 마트에는 발길이 끊기고 온라인 배송이 확대되었다.

코로나 종식 이후 단계적으로 일상이 회복되며 이전의 모습이 차츰 되돌아왔으나 새로운 식사 패턴이 자리잡는 것은 막지 못하였는데, 외식 경향은 뚜렷하게 감소하였지만 편리한 간편식, 배달에 대한 선호는 확대되었음을 확인 가능하다.

도표 105. 간편식 섭취 횟수 증감률 (코로나 이전 대비)

(%)	밥	김밥	볶음 밥	비빔 밥	덮밥	국탕 류	찌개 류	곰탕 류	샌드 위치	식사 빵	햄버 거	돈육 구이	양념 구이	생선 구이	라면	떡볶 이	만두	치킨	까스 류	샐러 드
▲▲	283				43.3	28.0	109.1	25.7				46.0	75.1			31.2			28.7	45.9
▲			3.2							21.0				11.8	3.6			0.9		
▼		-2.5							-100		-105						-7.3			
▼▼																				

자료: 문정훈 외(2023), 유진투자증권
 참고: ‘/’ 표시는 만 건당 섭취 횟수 10 회 이하를 의미

도표 106. 배달/테이크아웃 섭취 횟수 증감률 (코로나 이전 대비)

(%)	밥	김밥	볶음 밥	비빔 밥	덮밥	국탕 류	찌개 류	곰탕 류	샌드 위치	식사 빵	햄버 거	돈육 구이	양념 구이	생선 구이	라면	떡볶 이	만두	치킨	까스 류	샐러 드
▲▲	252				61.6	30.1		62.5	49.1	27.3	45.6		75.1			31.2			28.7	45.9
▲		12.8	23.3														10.2	11.4		
▼				-1.3			-4.5													
▼▼																				

자료: 문정훈 외(2023), 유진투자증권
 참고: ‘/’ 표시는 만 건당 섭취 횟수 10 회 이하를 의미

도표 107. 직접조리 섭취 횟수 증감률 (코로나 이전 대비)

(%)	밥	김밥	볶음 밥	비빔 밥	덮밥	국탕 류	찌개 류	곰탕 류	샌드 위치	식사 빵	햄버 거	돈육 구이	양념 구이	생선 구이	라면	떡볶 이	만두	치킨	까스 류	샐러 드
▲▲										58.2										
▲	0.5	13.1		2.1	10.8				6.2			7.6	0.5				12.4			13.6
▼			-7.0			-6.6	-20.4							-21.8						-12.6
▼▼								-26.3												

자료: 문정훈 외(2023), 유진투자증권
 참고: ' / ' 표시는 만 건당 섭취 횟수 10 회 이하를 의미

도표 108. 외식 섭취 횟수 증감률 (코로나 이전 대비)

(%)	밥	김밥	볶음 밥	비빔 밥	덮밥	국탕 류	찌개 류	곰탕 류	샌드 위치	식사 빵	햄버 거	돈육 구이	양념 구이	생선 구이	라면	떡볶 이	만두	치킨	까스 류	샐러 드
▲▲																				
▲										2.0										4.4
▼	-3.4	-19.4			-0.3	-11.5	-22.6	-15.5	-18.6		-3.4	-1.8	-8.3	-2.48	-17.9	-2.43	-11.7	-18.7		-15.2
▼▼			-28.4	-27.5																

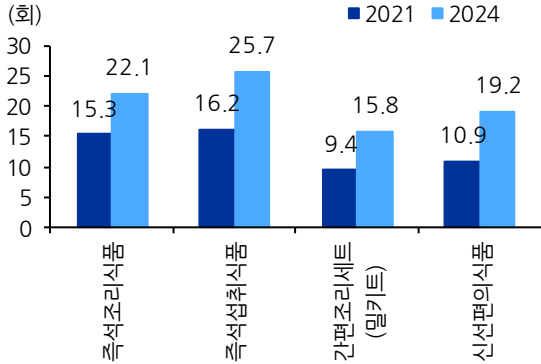
자료: 문정훈 외(2023), 유진투자증권
 참고: ' / ' 표시는 만 건당 섭취 횟수 10 회 이하를 의미

간편식 구입 빈도를 보아도 편리함에 대한 수요가 늘어나고 있음을 알 수 있다. 편의점 제품으로 끼니를 해결하는 빈도도 2030 세대를 중심으로 빠르게 상승하고 있다.

또한, 마트에도 발길이 끊기고 있다. 2016 년 초 65%에 달하던 오프라인 대형 점포(대형마트, 백화점, SSM)의 식품 매출 비중은 2024 년 12 월 기준 34%까지 감소했다. 반면, 10%대 초반에 불과하던 온라인 유통 비중은 같은 기간 43%로 증가했다. 먹기만 쉬운 것이 아니라, 구매하기도 편리해야 소비자들의 선택을 받는 시대가 된 것이다.

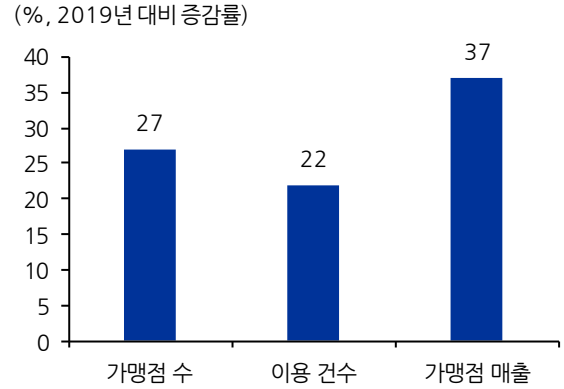
종합해 보면, 편리성은 더 이상 제품 선정에 있어 부차적인 고려 대상이 아니며, 오히려 근래의 식음료 소비 패턴을 좌우하는 핵심 가치로 부상하고 있다고 할 수 있다.

도표 109. 간편식 종류별 주 1회 이상 구입 빈도



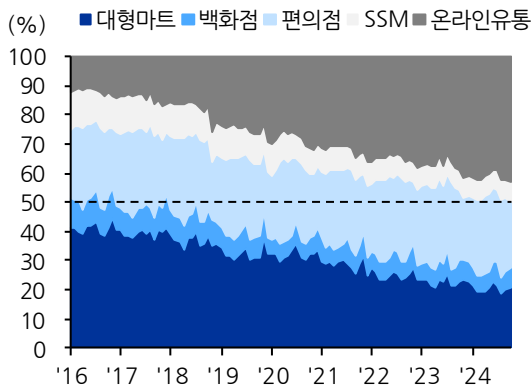
자료: 한국농촌경제연구원, 유진투자증권

도표 110. 반찬 업종 이용 변화 (2023)



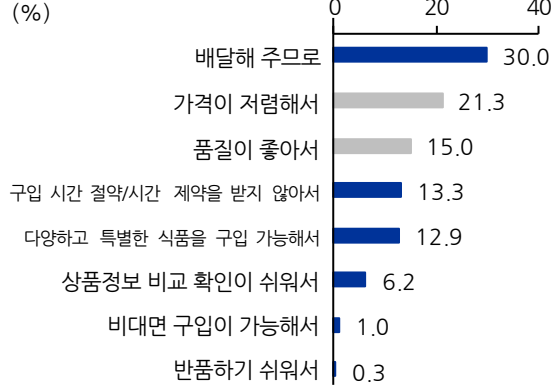
자료: 신한카드 빅데이터연구소, 유진투자증권

도표 111. 식품 유통경로별 M/S



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

도표 112. 온라인 식품 구매 이유 (2024)

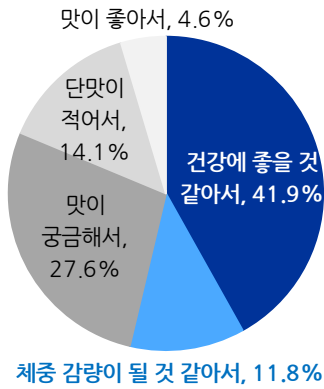


자료: 한국농촌경제연구원, 유진투자증권

⑥ 건강 추구

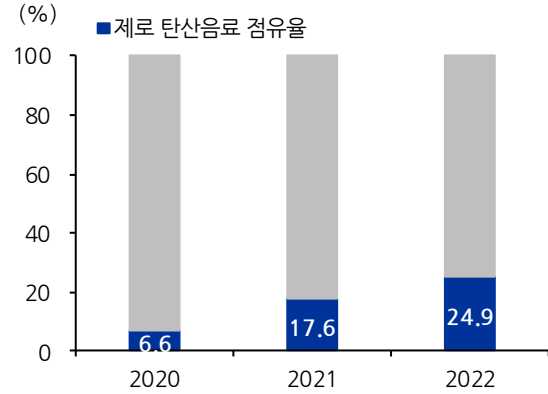
<p>'Zero' 선호 현상</p>	<p>양심의 가책 없이 먹고 마실 수 있는 '제로' 제품에 대한 선호가 급격하게 증가하고 있다. 최근 '헬시 플레저(Healthy pleasure)' 트렌드, 즉 건강을 즐겁게 관리하겠다는 소비자 욕구와 맞물려 제로 제품이 급속도로 시장 점유율을 늘려 나가고 있다.</p>
<p>맛있으면 0 칼로리, 그런데 그것이 실제로 일어났습니다</p>	<p>제로 음료와 같이 '제로 칼로리' 또는 '제로 슈거'를 표방하는 제품이 대표적이다. 제로 음료는 주로 탄산음료의 형태로 출시된다. 초기에는 기존 스테디셀러 제품군을 제로 버전으로 출시하여 리스크를 줄이는 방식을 택했다. 그러나, 제로 라인업의 인기로 오히려 기존 제품의 판매가 함께 증가하는 현상까지 나타나자 음료 업체들은 단종되었던 제품까지 제로 버전으로 재출시(e.g. 탐스 제로)하는 등 다양한 맛과 브랜드로 포트폴리오를 확대하고 있다.</p> <p>2022년 국내 제로 탄산음료 시장규모는 3,683 억원으로 전년비 54.9% 성장하였으며, 전체 탄산음료 시장의 약 25%를 차지하는 것으로 추정된다. 또한 기존에는 탄산음료 위주로 출시되던 제로 음료가 이온음료, 에너지음료, 차음료 등으로 확산되며 시장 성장을 견인하고 있다(한국농수산식품유통공사, 2023).</p>
<p>과자도, 아이스크림도 제로</p>	<p>초기에는 아세설팜칼륨, 아스파탐 등 감미료를 첨가하여 단순히 설탕을 대체하는 정도였다면 근래에는 식품업체들을 중심으로 일반 제품과 구분하기 어려울 정도로 유사한 맛까지 구현하려는 시도가 이루어지며 수요 확대에 기여하고 있다. 예를 들어, 롯데웰푸드는 당알코올을 이용한 무설탕 브랜드 'ZERO'를 론칭하여 기존 제품과 맛 차이가 크지 않으면서도 낮은 칼로리와 혈당 상승폭을 가진 건·빙과를 제조 및 판매 중이다. 2024년 4월부터는 0kcal 아이스크림(100ml 당 4kcal 미만)을 출시해 Health & Wellness 시장에 대응하고 있다.</p>
<p>디카페인, 무알코올까지...</p>	<p>건강을 중시하는 소비자가 늘어나며 카페인과 알코올을 제거한 음료도 각광을 받고 있다. 오후 시간대의 카페인 섭취를 부담스러워하는 소비자들과 술맛을 즐기고 싶지만 취하기는 싫어하는 소비자들에 의해 소비가 증가하고 있기 때문이다. 디카페인 원두의 수입규모는 2018년 1,724 톤에서 2023년 6,521 톤으로 278% 증가하였으며, 같은 기간 알코올을 함유하지 않은 맥주의 수입규모는 788 톤에서 7,716 톤으로 879% 증가했다.</p>

도표 113. 제로슈거 음료 구매 이유 (2023)



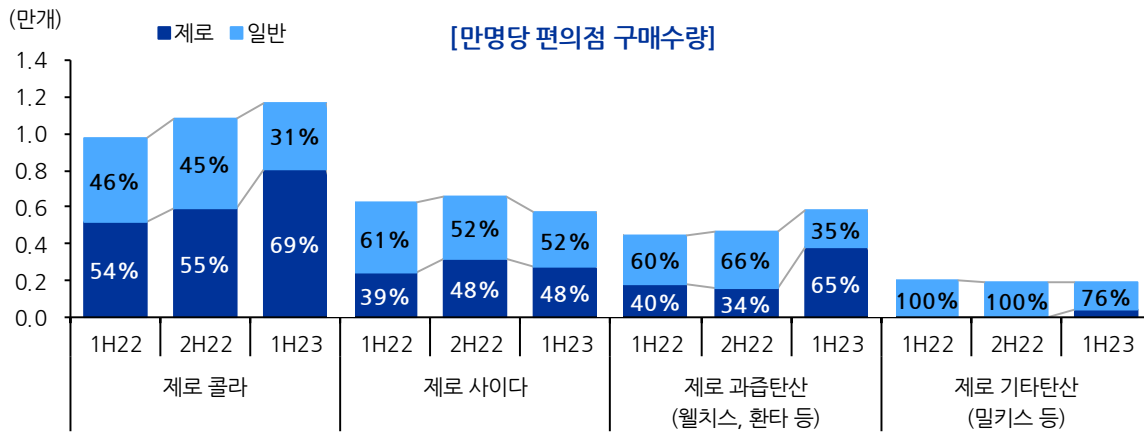
자료: 한국농수산식품유통공사, 유진투자증권

도표 114. 국내 제로 탄산음료 M/S 추이



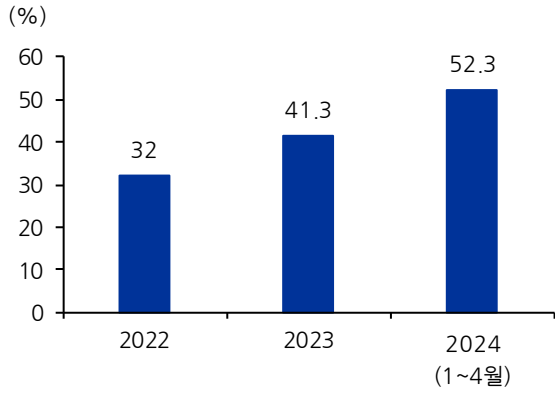
자료: 마켓링크, 유진투자증권

도표 115. 콜라와 과즙탄산 시장을 중심으로 제로 대체 현상 관측



자료: 문정훈(2023), 유진투자증권

도표 116. GS25 전체 탄산음료 중 제로음료 매출비중



자료: 언론, 유진투자증권

도표 117. 롯데웰푸드 ZERO 브랜드 및 0kcal 빙과



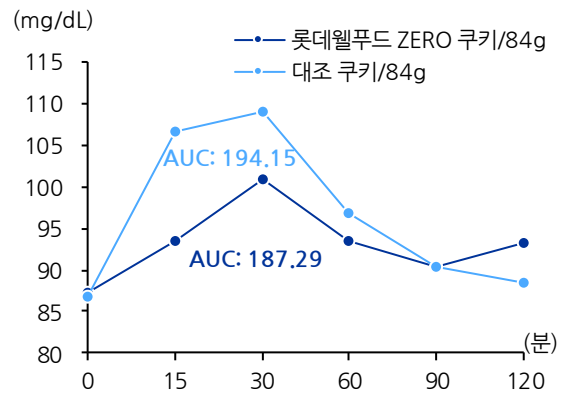
자료: 롯데웰푸드, 유진투자증권

도표 118. 설탕을 당알코올로 대체 시

구분	롯데웰푸드 ZERO 쿠키/84g	대조 쿠키/84g
열량 (kcal)	367.1	420.9
탄수화물 (g)	51.2	50.3
당 (g)	0.3	25.5
당알코올 (g)	22.4	0.0
단백질 (g)	7.0	7.0
지방 (g)	20.8	21.3

자료: 한희진 외(2024), 유진투자증권

도표 119. 혈당 상승 억제 효과 관측



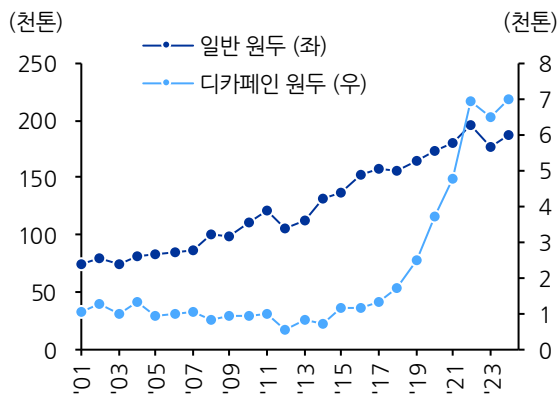
자료: 한희진 외(2024), 유진투자증권

도표 120. 대체 감미료를 사용하면 4.6~13.1%의 칼로리 저감이 가능

감미료 대체율	원료	설탕 100%	당알코올			
			자일리톨	말티톨	락티톨	이소말트
0% (대조 쿠키)	열량 (kcal/100g)	398.3				
	대조 쿠키 대비	100.0%				
35%	열량 (kcal/100g)		383.9	389.8	380.1	380.1
	대조 쿠키 대비		96.4%	97.9%	95.4%	95.4%
50%	열량 (kcal/100g)		377.8	386.1	372.3	372.3
	대조 쿠키 대비		94.9%	96.9%	93.5%	93.5%
75%	열량 (kcal/100g)		367.6	380.1	359.2	359.2
	대조 쿠키 대비		92.3%	95.4%	90.2%	90.2%
100%	열량 (kcal/100g)		357.3	374	346.2	346.2
	대조 쿠키 대비		89.7%	93.9%	86.9%	86.9%

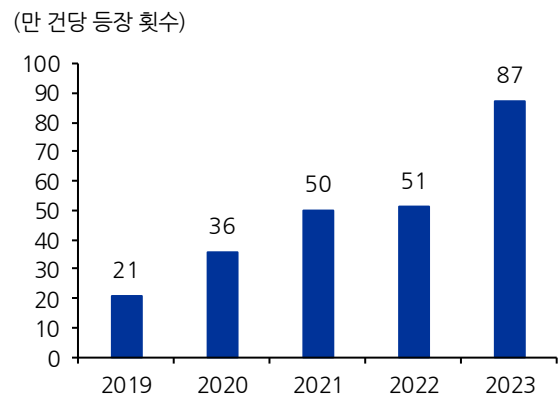
자료: 신인영 외(1999), 유진투자증권

도표 121. 디카페인 원두 수입규모 증가



자료: KITA, 유진투자증권

도표 122. 연도별 디카페인 커피 섭취 추이



자료: 문정훈 외(2023), 유진투자증권

도표 123. 저당 + 디카페인 니즈 증가로
제로 슈거 & 제로 카페인 제품까지 출시



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 124. 국내/외 무알코올, 비알코올 맥주 브랜드



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 125. 트럼프 집무실에 돌아온 제로콜라 버튼



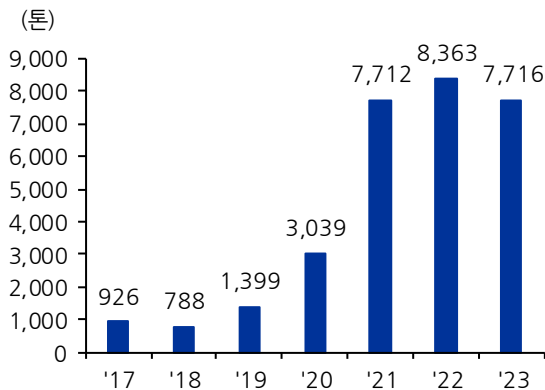
자료: 언론, 유진투자증권

도표 126. 일론 머스크도 포기 못 하는 제로콜라



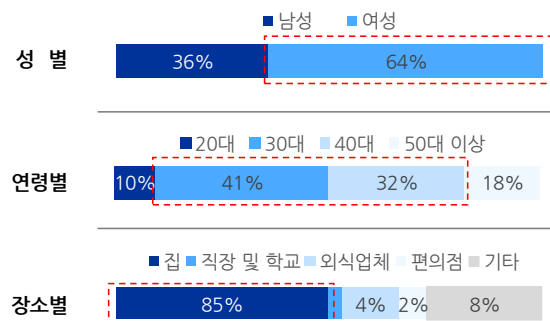
자료: X, 유진투자증권

도표 127. 알코올을 함유하지 않은 맥주 수입규모 추이



자료: KITA, 유진투자증권

도표 128. 상황별 무/비알코올 맥주 섭취비중: 3040 여성을
중심으로 가볍게 즐길 수 있는 홈술 문화에 부합



자료: 문정훈 외(2023), 유진투자증권

◎ 색다름 추구

SNS의 일상화로
경험적 소비 증가

새로운 경험·시도를 해보는 것 자체에 의미를 두는 식소비 문화도 확산되고 있다. 최신 유행과 특별한 경험을 중시하며 재미를 쫓는 소비 성향을 지닌 MZ 세대는 SNS 등을 통해 자신의 소비를 공유 및 확산(자신을 표현)하는 강한 소비 파급력을 가졌다.

이에, 업계에서도 이들을 사로잡기 위해 유명 브랜드, 콘텐츠와 협업했거나, 독특한 패키지가나 사이즈를 적용했거나, 또는 생소한 맛이나 레트로 감성을 첨가한 이색 제품을 출시 중이다.

특히, '소비자 경험'이 가지는 중요성이 부각되면서 포토존, 굿즈, 각종 이벤트 부스 등 체험형 공간을 마련한 팝업스토어의 형태로 제품을 홍보하는 경우도 늘어나고 있다.

도표 129. 이색 콜라보 성공사례 (곰표 밀맥주 등)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 130. 흥미를 사로잡는 다양한 콜라보 제품



자료: 언론, 유진투자증권

도표 131. GS25 초대형 라면 4종 ('23.5~'24.4)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 132. 오레오 코카콜라맛 ('24.9)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 133. 마라/엔초비/고수/민트초코 등 '괴식'을 이용한 푸드페어링 팝업 ('24.6 성수동 짐빔괴식당)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 134. 시음과 함께 칩을 걸고 게임이 가능했던 선양소주 팝업 ('24.4 성수동 선양카지노')



자료: 언론, 유진투자증권

도표 135. 풀무원 전략제품 팝업스토어 ('24.10 성수동)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 136. 맥심 커피믹스 등 다과를 즐길 수 있는 브랜드 체험 공간 ('24.10~11 군산 맥심골목')



자료: 언론, 유진투자증권

도표 137. 음식과 예술, 문화가 결합된 복합 문화의 공간으로 자리잡은 잠실 노트드 월드



자료: 언론, 유진투자증권

도표 138. 시장 과일 가게 콘셉트로 체험을 유도한 오리온 젤리 팝업 ('24.6 광장시장 알맹이네')



자료: 언론, 유진투자증권

㉔ 과시 추구

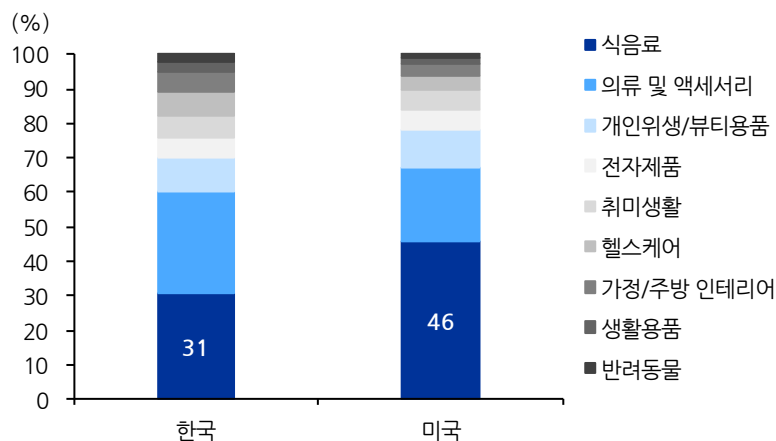
자랑하는 '맛'에 산다

또 주요한 가치로는 '과시'가 있다. 이는 SNS 등을 통해 '타인이 쉽게 접해볼 수 없는 것(주로 한정판이나 고가의 제품)을 먹어보았다는 사실', 즉 차별성을 과시함으로써 얻어지는 효용이다. 이러한 행동은 음식에 단순히 먹고 즐기는 것 이상의 의미를 부여하며, 자신의 정체성이나 능력을 드러내고 타인과 구별짓는 수단으로 작용한다. 과시적 소비행위는 주로 충동적으로 나타나며, 일상에서의 소비 절약으로 인해 억눌려 있던 욕망이 이따금 분출되며 과시행위를 유발하는 것으로 파악된다.

대표적인 예시로는 과거 꼬꼬면, 허니버터칩 등이 있다. 이들을 구매하기 위해 '오픈런'과 '리셀' 등 새로운 사회현상을 겪으며 2010년대 중반 이후 한국에서는 식품 유행의 새로운 흐름이 나타났고, 이것은 지금까지도 이어지고 있다.

또한, 세계적으로 주로 식음료부문에 과시적인 소비가 나타나고 있다. 세계적으로 과시성 소비는 주로 식음료 부문에서 나타나고 있으며, 한국의 평균 소비금액은 약 8만원으로 글로벌 평균(5.7만원)이나 미국 평균(4.8만원) 대비 높게 나타났다. 국내 소비자들의 과시성 구매 동인은 정서적 위안(15%), 실용성(15%), 취미생활(13%) 순이었으며, 미국에서는 정서적 위안(23%), 스트레스 해소(16%), 실용성(12%) 순으로 나타났다. 경제적 여건이 나쁜 가운데에도 소비자들은 과시 목적의 소비를 병행하며 정서적 위안을 찾고 있으며, 구매욕을 자극하는 한정 수량의 고가 상품 등에 지갑을 열고 있다.

도표 139. 최근 1 달간 과시성 구매를 한 응답자들의 비율 (2024.05)



자료: 딜로이트, 유진투자증권

도표 140. 아사히 생맥주 캔 출시 당시 구매를 위해 팝업스토어 오픈런 중인 사람들



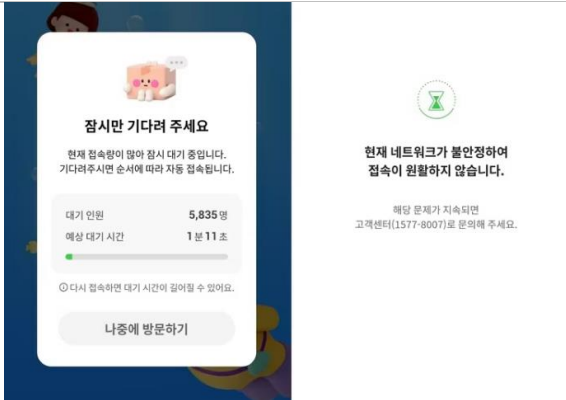
자료: 언론, 유진투자증권

도표 141. 평가 대비 높은 리셀 가격은 제품의 희소성에 부여된 부가가치를 설명



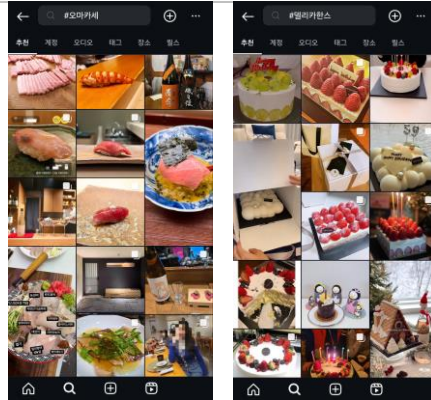
자료: 언론, 당근, 유진투자증권
참고: 성심당 달기시루 2.3kg 매장 판매가는 4 만 9,000 원

도표 142. 밤티라미수 한정수량 예약 열기에 CU앱 마비



자료: 언론, 포켓 CU, 유진투자증권

도표 143. SNS 를 통해 '인증'하는 소비



자료: Instagram, 유진투자증권

도표 144. 고가의 한정판 위스키(러셀 리저브 15 년) 구매를 위해 밤샘 중인 사람들



자료: 언론, 유진투자증권
참고: 팝업스토어 판매가 39 만 9,000 원

도표 145. 일품진로 24년 CS 한정판



자료: 하이트진로, 유진투자증권
참고: 중개 플랫폼 'KREAM'을 통해 추첨 판매 (100 만원)

불황에도 소비를 통해 만족감을 추구하는 것은 자연스러운 현상

Maslow의
욕구 계층 이론

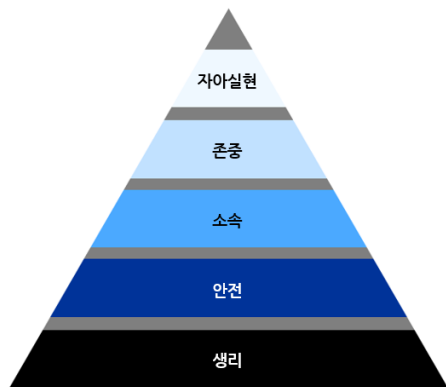
불황에도 소비를 통해 만족감을 추구하는 것은 자연스러운 현상이다. 식품소비와 관련된 '욕구'를 연구한 자료의 상당수는 Maslow(1943)가 제시한 5 단계의 '욕구 계층 이론(Hierarchy of needs)'을 기본으로 한다. 그 중, Lazaridis and Drichoutis(2005)에 의하면 소비자들은 식품소비를 통해 생리적 욕구를 먼저 충족하고자 하며, 생리적 욕구가 충족되면 식품소비를 통해 식품의 안전, 소속감, 나아가 자아실현까지 추구하고자 한다.

가난하지만
FLEX가 하고 싶어

즉, 소득 수준이 낮은 사람들은 우선 음식에 대한 생리적 욕구(배고픔, 갈증 해소)를 충족시키고자 하며, 소득 수준이 증가할수록 음식을 단순한 에너지원으로 바라보지 않게 되면서 다양한 '가치 소비'에 이끌린다는 것이다.

이는 소비자들이 물가 부담에 가성비를 추구(욕구 ①단계)하다가도 때때로 원초적 자극을 주거나 자아가 투영된 제품(욕구 ⑤단계)에 돈을 아끼지 않는 것이 상위 계층의 욕구 충족을 위한 자연스러운 경향임을 설명해 준다.

도표 146. Maslow의 욕구 5 단계



자료: Lazaridis and Drichoutis(2005), 유진투자증권

도표 147. 욕구 계층구조에 따른 식품소비 형태

단계	욕구	식품 소비 형태
① 생리적 단계	식욕, 수면욕 등	배고픔과 갈증 해소
② 안전 단계	위험 회피, 안정, 보호	신체적, 정신적 건강 증진을 위한 섭취
③ 소속감 단계	사랑, 우정, 소속 등	친구/애인과의 식사, 감사 표시를 위한 음식 접대
④ 존중 단계	명예, 우월감, 지위, 성취 등	지위, 명성 등을 과시하기 위한 고가의 음식 소비
⑤ 자아실현 단계	자기 완성, 창의, 재미 등	자신에게 의미 있거나 만족할 만한, 또는 창의적이고 흥미를 유발하는 음식 소비

자료: 유진투자증권

참고: 이계임 외(2016), Lazaridis and Drichoutis(2005) 등을 참고하여 재구성

음식료 업체들의 분자 극대화 트렌드 대응 전략: Flavor extension

이상으로 현 소비 트렌드 아래에서 4 가지 핵심가치를 식별 및 제시하였다. 이 중 하나 또는 다수의 가치를 충족시키는 개별 아이템 사이에서 유행이 결정될 전망이다, 트렌드에 잘 부합하는 제품 중에서 향후 메가히트 제품이 탄생할 것이라 판단한다.

치다 보면 홈런이...

만족감을 극대화하는 소비 수요에 대응하기 위해서 업체들은 트렌드에 맞는 여러 제품을 빠르게 상품화하여 판매할 수 있어야 할 것이다. 이를 위해서는 **빠른 신제품 출시 및 타 제품으로의 전환에 용이한 라인업 확보와 생산능력의 여유**가 필요하다고 판단한다.

통상 신제품의 출시에는 다년간의 R&D 가 선행된다. 또한, 이전에 없던 제형(texture)의 생산이나 기술 도입을 위해서는 공정 및 라인 재설계가 필요하므로 막대한 자본이 투입되어야 한다. 제품을 출시하더라도 흥행을 장담할 수는 없고, 유행 궤도에 오르는 데 성공해도 장기적 고정 소비층을 확보하기는 매우 어렵다.

반면, 맛(flavor)의 확장은 기존 생산라인을 이용하여 제품의 정체성을 유지한 채 시즈닝, 필링, 포장 등 일부만 교체하는 것이므로 약간의 R&D 비용 정도의 투자로도 충분히 가능하다. 만일 판매가 부진할 경우에도 본래 제품의 신속한 재생산이 가능하다. 즉, 리스크가 적다.

따라서, 이미 존재하는 제품에 맛의 변화를 주어 색다른 매력을 갖추되, 기존 생산설비를 활용하여 큰 리스크 없이 생산하고자 하는 Flavor extension(맛 확장)은 지금의 트렌드에 주효한 전략이라고 할 수 있다. 이러한 전략은 소비자에게 새로운 경험을 제공하면서도 브랜드 충성도를 유지하는 데 효과적이며, 특정 기간 동안 한정판으로 출시해 희소성을 높이기도 한다.

도표 148. 식음료 소비의 4 가지 핵심가치 및 관련 제품/서비스

가치	내용	관련 식음료 제품/서비스
편리성	시간/노동 절약	간편/즉석조리식품, 식사대용식, 캡슐 커피, 배달, 새벽배송 등
건강	균형 잡힌 영양 섭취, 체중 조절, 죄책감 회피	샐러드·닭가슴살 등 식단용 제품, 비타민 등 건강기능식품, 각종 무·저첨가(염분, 당, 카페인, 알코올) 및 대체(스테비아, 당알코올) 제품
색다름	개인의 개성·취향 반영, 색다른 경험, 흥미, 재미 추구	한정판 제품, 이색 콜라보 제품, 플레이버 확장 제품, 빅사이즈 제품, 커스터마이징
과시	명예, 성취, 우월감 추구	한정판 제품, 프리미엄 제품, 고객 등급 기반 서비스

자료: 유진투자증권

도표 149. Flavor extension 사례 (과자/스낵류)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 150. Flavor extension 사례 (과자/스낵류)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 151. Flavor extension 사례 (과자/스낵류)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 152. Flavor extension 사례 (음료)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 153. Flavor extension 사례 (라면)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 154. Flavor extension 사례 (아이스크림)



자료: 언론, 유진투자증권

업체별 양극화 대응 전략 비교

소비양극화가 갑작스럽게 대두된 개념은 아닌 만큼 섹터 내 기업들 모두가 이에 대처하고 있다. 그러나, 업체별로 세부 방식에 차이는 존재한다. 최근 1년간 국내에서 판매된 제품들을 통해 각 업체가 분모 최소화와 분자 극대화 소비 트렌드에 어떻게 대응하고 있는지 살펴보았으며, 이 결과에 기반한 선호 순서는 **오리온 > 롯데웰푸드 > 농심 > CJ제일제당 > 삼양식품**이다.

오리온: 오리온은 소용량 제품, 소포장 제품 모두를 판매 중에 있는 것으로 확인된다. 분모 최소화(○) 초코파이 2개입과 같은 소포장 SKU를 2024년 하반기 이후 강화한 것으로 보이며, 스낵은 중량 조절을 통해 '천원 스낵'과 같은 형태로 판매 중이다. 분자 극대화(○) CAPA 여력(○) 유일하게 적극적으로 가성비 수요에 대응하고 있으며, 이는 스낵, 파이, 비스킷 등 건과류가 유연한 중량이나 개수조정에 유리하기 때문이라 판단한다.

또한 초코파이, 꼬북칩 등 주력 제품에서 적극적인 Flavor extension을 시도하고 있으며, 계절마다 제철 과일을 활용한 한정판을 출시한다. 1월에는 봄 한정판으로 초코파이情 딸기, 딸기송이, 오!딸기 3종이 출시되었다.

건강 관련 제품으로는 닥터유 및 마켓오네이처 브랜드를 이용해 단백질 파우더/바/칩/볼/드링크 제품 및 그래놀라 제품을 생산한다. 기존 무설탕 라인업의 부재가 약점이었으나 지난 1월 13일 마이구미 포도 제로 슈거를 출시하였으며, 향후에도 저당/무설탕 SKU의 지속 확대가 예상된다.

생산능력은 (주)오리온 기준 연간 약 16만톤이다(포장재 제외). 2교대 근무와 현 가동률 고려 시 연간 3만톤 가량의 CAPA 여유가 존재하므로, 향후 초과수요 제품 발생 시 유연한 대응이 가능할 전망이다. 실속형 제품을 통해 가성비 수요에 대응하면서 적극적인 신제품 출시로 트렌드에 부합하고자 하는 시도를 많이 만들어낼 수 있는 오리온의 외형성장이 부각될 것이라 전망한다.

롯데웰푸드: 롯데웰푸드는 빼빼로, 몽쉘, 빈츠 등 건과와 월드콘, 돼지바 등 빙과 제품에서 분모 최소화(×) 모두 Flavor extension을 진행하고 있다. 그러나, 소용량·소포장 SKU는 구축하지 않은 것으로 확인된다. 대신 'ZERO(무설탕)', '식사이론(간편식)' 라인업 분자 극대화(○) 과 같은 H&W(Health & Wellness) 지위 강화에 주력하고 있으며, 이는 가성비 CAPA 여력(○) 추구 트렌드에 직접 대응하기보다는 기술 적용 및 건강에 대한 소비자 니즈 부합을 통한 부가가치 창출로 판가를 끌어올리는 전략을 보유하고 있다고 풀이된다.

생산능력은 지배회사 기준 연간 껌/캔디 3 만톤, 비스킷/초콜릿 11 만톤, 빙과/기타 36 만톤, 유지식품 등 56 만톤, 육가공 등 19 만톤이다. 현재 지배회사 가동률은 54% 수준으로, 최대 건/빙과 약 12 만톤, 육가공 약 6 만톤의 충분한 CAPA 여력이 존재하는 것으로 판단한다.

농심: 농심은 일부 스낵 제품(바나나킥, 빵부장, 포테토칩)과 주력 라면(신라면 · 너구리) 브랜드를 활용한 Flavor extension 을 하고 있다. 최근에는 신라면 통바를 출시했다. 주로 건면을 통해 건강을 추구하는 니즈에 대응하며, 웰치 제로 시리즈로 무설탕 음료 수요에도 대응한다. 라이필 브랜드를 통해 일부 건강기능식품도 판매한다. 마찬가지로 가성비 대응을 위한 SKU 는 확인되지 않는다.

생산능력은 국내 기준 라면 40 억개, 스낵 5,200 만상자, 음료 1,600 만상자이다. 라면 가동률은 72%로, 유탕면은 가동률 상향 여력이 제한적이며 건면/사출면/냉면 중심의 증산이 가능할 것이라 판단한다. 스낵은 1 만상자 이상의 CAPA 여유가 존재하며, 음료 가동률은 낮아져 있다.

CJ제일제당: CJ 제일제당은 건강지향 브랜드 '이틀리'를 론칭해 고단백 저당 도시락을 판매 중이며, 자회사 CJ 웰케어를 통해 유산균, 다이어트 제품 등 건강기능식품도 생산하고 있다. 회사는 백설, 비비고, 고메 등 종합 브랜드를 통해 다양한 맛과 종류의 가정 간편식을 제공한다. 그러나, 단순한 구조의 스낵보다는 주로 '요리'에 가까운 HMR 제품의 특성상 제품의 원형을 그대로 계승하며 맛만 변화하는 것(Flavor extension)이 아닌 제품군 자체가 다양화되는 경향이 있다. 식품 생산능력은 연간 400 만톤이며, 가동률은 76% 수준이다.

삼양식품: 삼양식품은 추러스짬뽕, 사또밥 꿀버터고구마와 같은 Flavor extension 제품을 판매 중이나, 이는 모두 2022 년 출시된 상품이다. 2024 년에 출시된 제품은 흰둥이 짬뽕이다. 불닭볶음면 시리즈 제품인 까르보(2018 정식출시), 4 가지 치즈(2021), 로제(2021)나 불닭볶음탕면(2016 최초 출시) 모두 출시된지 3 년 이상 경과했다. 불닭 시리즈 수출 호조로 여념이 없는 모습이며, 가성비 대응을 위한 SKU 는 확인되지 않는다.

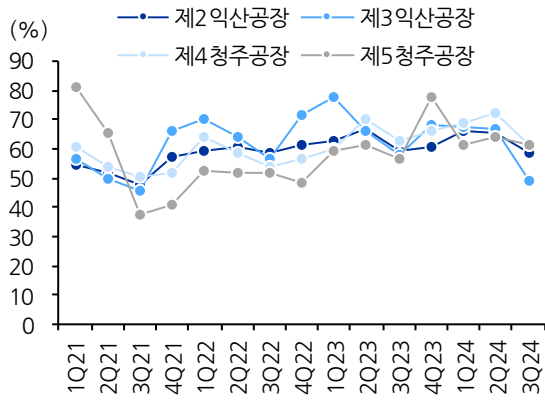
생산능력은 연간 라면 18 억개(원주+익산 12 억개, 밀양 6 억개)이며, 주말 생산과 같은 특근에도 불구하고 생산량이 한계에 근접한 것으로 파악된다. 동사는 현재 SKU 효율화(내수 비인기 제품 단종)를 통한 CAPA 확보 작업을 진행 중이다.

도표 155. 기업별 국내 양극화 트렌드 대응 제품군

기업명	2020년대 트렌드	유형	제품 라인업
★오리온	분모 최소화	감량/스포장 제품	천원스낵(포카칩, 오감자, 고소미, 예감), 초코칩쿠키 미니, 초코파이 등
		섭취가 간편한 제품/간편식	건과류, 오!그레놀라
	분자 극대화	건강 관련 제품	닥터유 시리즈(단백질 드링크/파우더/칩/바/블, 에너지바), 오!그레놀라(저당 통보리, 팥/바/아웃), 마이구미 제로슈거
		Flavor extension	초코파이(바나나/딸기/수박 등), 카스타드(딸기생크림), 후레쉬베리(요거트베리, 멜론, 복숭아), 고복칩(카라멜팝콘, 초코츄러스, 스테이크와사비, CGV 팝콘), 썬(대파크림치즈, 갈릭바게트), 오!감자(어니언), 스윙칩(양파크림치즈), 참봉어빵(호떡풍은), 오징어땅콩(핫스파이시, 불), 초코송이(해피베리, 멜론), 포카칩(MAX 블랙트러플/레드스파이시), 뉴롱지(고추장카라멜), 고래밥(달콤치즈, 매콤양념), 눈물감자(칠리치즈 프라이즈) 등
클라보/ 한정판	베스킨라벤스 아이스 후레쉬베리, 나폴리맛피자 협업 스윙칩 스윙로드 Italy(나폴리피자, 머쉬룸크림파스타), 이마트 오!감자 콜라보(오징어, 회오리소시지&치즈밥, 감자찰떡, 알감자버터구이 등), 계절 한정판(초코파이 해피베리/수박/딸기, 후레쉬파이 멜론, 딸기송이, 오!딸기, 크리스마스 세트) 등		
롯데월드푸드	분모 최소화	감량/스포장 제품	-
		섭취가 간편한 제품/간편식	건/냉과류, 일부 육가공 제품, Cheffood(카레, 덮밥, 볶음밥, 파스타, 전골, 떡갈비, 만두, 핫도그 등), 식사이론(떡볶이만, 만두)
	분자 극대화	건강 관련 제품	ZERO(쿠키, 초콜릿, 아이스크림, 젤리 등), 0kcal 아이스크림(씨없는 수박바, 조스바, 스크류바, 캔타타), 식사이론(떡볶이만, 만두)
		Flavor extension	빼빼로(남해우자, 스트로베리, 크런키 그레놀라 등), 월드콘(까마로사 딸기), 돼지바(핑크, 블랙), 몽셀(스트로베리, 부엌알밤), 마가렛트(구운모카), 카스타드(스트로베리, 부엌알밤), 빈츠(스트로베리, 부엌알밤), 꼬깔콘(MAD HOT 고추장 직화구이) 등
클라보/ 한정판	배민 B 마트 콜라보(빼빼로), 이마트 24 콜라보(뽕빼레, ABC 핫초코 등), 정년이 콜라보(편빵, 빠다코코넛, 마가렛트 등), 트와이스 콜라보(구구콘), 티코 크리스마스 에디션, 가나레트로 패키지, ABC 초콜릿 한글날 에디션 등		
농심	분모 최소화	감량/스포장 제품	-
		섭취가 간편한 제품/간편식	라면류, 스낵류, 소스류, 밀키트(무파마 부대전골, 오징어짬뽕 해물전골)
	분자 극대화	건강 관련 제품	건면류, 라이필(크릴오일, 유산균, 콜라겐, 비오틴), 웰치 제로(오렌지, 사인머스켓, 체리스트로베리), 카프리션(멀티비타민) 등
		Flavor extension	바나나칩(딸기, 롱쿠키슈, 칩쌀떡, 마카롱파이, 생크림도넛빵), 빵부장(라즈베리빵, 마늘빵), 포테토칩(잭슨퍼퍼로니, 막태청양/고추장마요, 올디스타코), 신라면(더레드, 톰바, 블랙 두부김치), 너구리(김치찌구리, 마라상구리, 푸팟풍구리) 등
클라보/ 한정판	캔든 콜라보, 미키마우스 백산수, 배홍동 콜라보(CU 참치비빔밥/비빔참치유부밥/참치김밥), 꿀파배기 막걸리, 배홍동비빔면 겨울 한정판 등		
CJ제일제당	분모 최소화	감량/스포장 제품	-
		섭취가 간편한 제품/간편식	비비고(만두, 김치, 국/탕/찌개, 죽, 반찬, 김), 핫반, 스팸, 고메(피자, 함박/미트볼, 치킨, 돈카츠, 핫도그, 베이커리, 누들, 수프, 중화식)
	분자 극대화	건강 관련 제품	이틀리 고단백저당도시락, 저염장류, 잡곡밥, 바이오코어, 팻다운
		Flavor extension	비비고 왕고자(김치, 새우, 매운), 비비고칩(오리지널, 스위트콘, 포테이토), 뽕띠첼(복숭아, 밀감, 포도, 파인애플, 코코그린애플), 뽕띠첼요거젤리(밀감, 화이트코코, 복숭아) 등
클라보/ 한정판	오징어게임 콜라보(떡볶이, 만두), HYBE 콜라보(떡볶이, 봉어빵, 만두)		
삼양식품	분모 최소화	감량/스포장 제품	-
		섭취가 간편한 제품/간편식	라면류, 소스류, 떡볶이, 냉동간편식(볶음밥, 만두, 떡갈비 등)
	분자 극대화	건강 관련 제품	라이트 불닭볶음면, 잭앤필스(프로틴 드링크, 플랜트/후무스 바이스, 에너지바스트/딤슬립 포션)
		Flavor extension	짱구(츄러스, 흰둥이), 사또밥(꿀버터구미), 불닭볶음면(치즈, 까르보, 짜장, 4가지치즈, 로제), 불닭소스(까르보, 핵, 치폴레)마요, 스리라차
클라보/ 한정판	-		

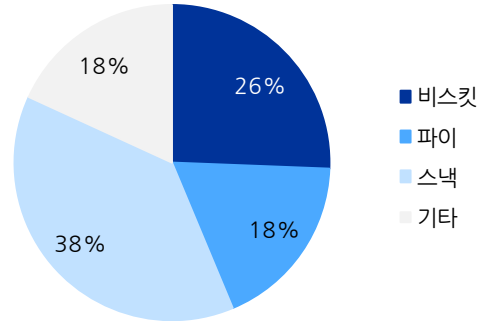
자료: 언론, 각 사, 유진투자증권

도표 156. (주)오리온 가동률 추이



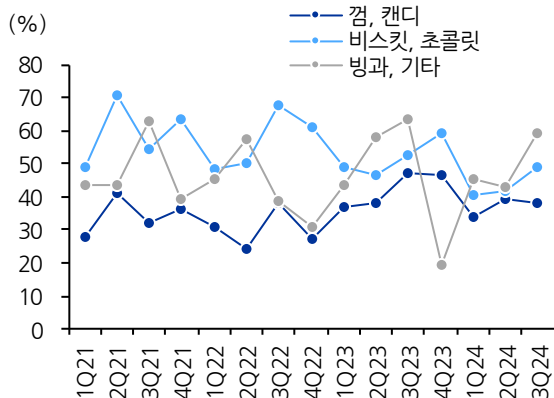
자료: Dart, 유진투자증권

도표 157. 오리온 매출액 비중 (3Q24)



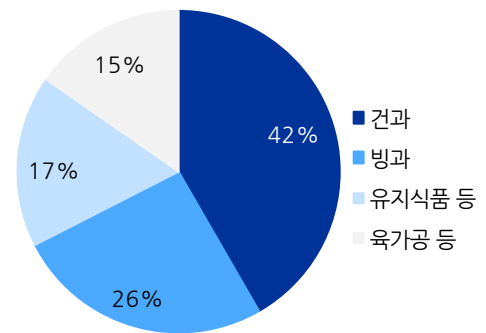
자료: Dart, 유진투자증권
참고: 매출에누리 차감 전 기준

도표 158. 롯데웰푸드 지배회사 가동률 추이



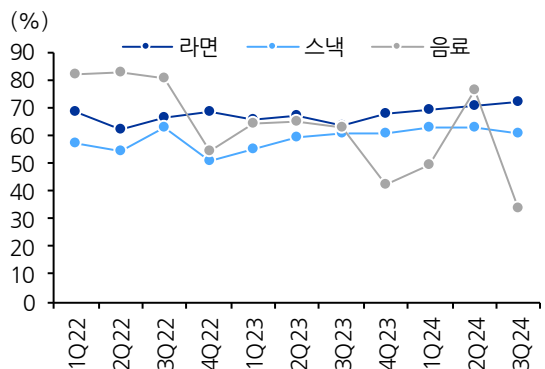
자료: Dart, 유진투자증권

도표 159. 롯데웰푸드 매출액 비중 (3Q24)



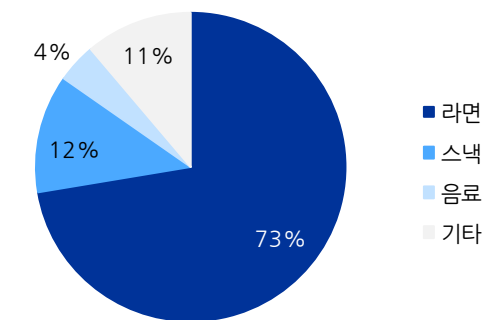
자료: Dart, 유진투자증권

도표 160. 농심 국내사업소 가동률 추이



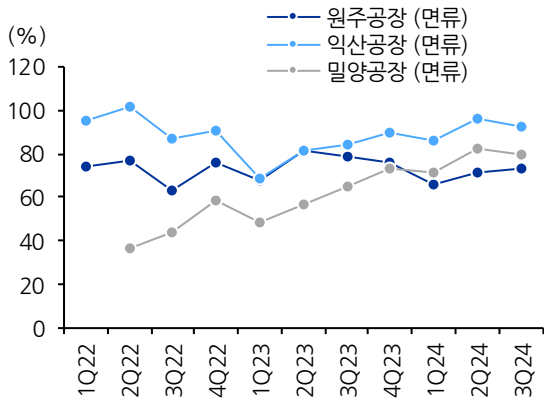
자료: Dart, 유진투자증권

도표 161. 농심 매출액 비중 (3Q24)



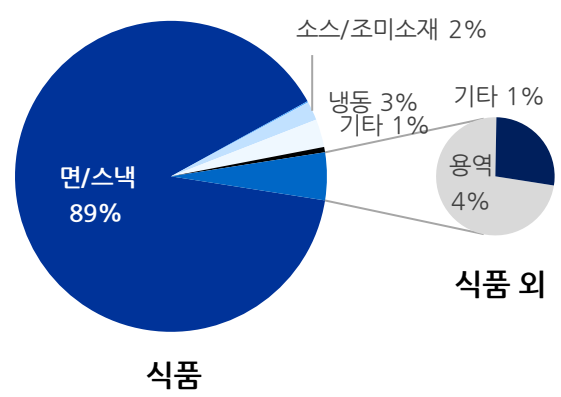
자료: Dart, 유진투자증권
참고: 매출에누리 차감 전 기준

도표 162. 삼양식품 가동률 추이



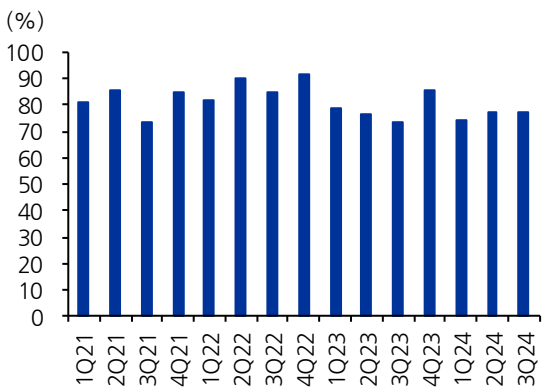
자료: Dart, 유진투자증권

도표 163. 삼양식품 매출액 비중 (3Q24)



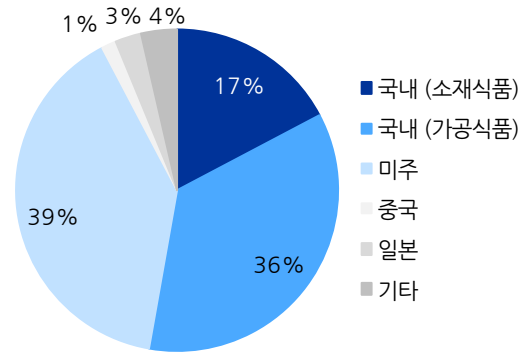
자료: Dart, 유진투자증권
참고: 매출에누리 차감 전 기준

도표 164. CJ제일제당 식품부문 가동률 추이



자료: Dart, 유진투자증권

도표 165. CJ제일제당 식품부문 매출액 비중 (3Q24)



자료: Dart, 유진투자증권

Ⅲ. 수익성: 원가 스프레드로 미리 알아보기

품목별 현황 및 전망

개요 이번 장에서는 국내 업체들이 주로 생산하는 세부 품목들의 스프레드를 계산하였고, 이를 통해 업체별 스프레드를 도출했다. 세부 품목으로는 당류, 밀가루/분말류, 식용유지류, 식용유지가공품, 육류가공품, 조미수산가공품, 김치류, 유가공품, 아이스크림류, 과자류, 캔디/초콜릿/껌류, 면류, 음료류, 주류를 제시한다. 품목별 스프레드를 가중평균하여 각 업체별 스프레드를 계산했을 때, **오리온과 농심의 수익성 향상**이 전망된다.

사용한 방법은 다음과 같다. 우선, 한국농수산물유통공사가 국내 식품제조업체들을 대상으로 농·축·수산물 원료의 구매·사용 실태를 조사한 ‘식품산업 원료소비 실태조사’를 바탕으로 식품공전상 가공식품분류에 따른 **세부 품목별 원료 사용 비중**을 계산하였고, 여기에 **품목 유형별 원료 최대 110 여 종의 원화기준 월별 가격을 대입해 품목별 원재료 스프레드를 도출했다.** 포장지 등 부재료 영향은 제외하였다.

당류 스프레드(▼²): **당류 스프레드는 약세를 전망한다.** 당류는 정제당, 포도당, 과당, 올리고당, 물엿 등을 말한다. 관련 기업으로는 **CJ 제일제당, 삼양사, 대한제당, 대상** 등이 있다. 핵심 원료(무게 기준, 이하 동일)는 정제당의 주 재료인 원당(70%)과 액상과당을 만드는 데 쓰이는 옥수수(27%)이다.

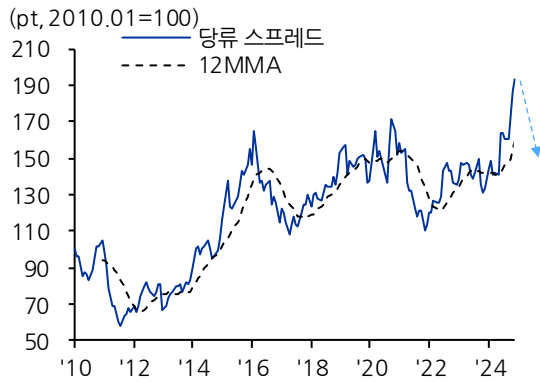
원당 가격은 브라질(세계 생산의 약 25%)의 열파와 화재로 9 월 한 달간 18% 상승하였다. 단기적으로는 원료가격의 급등에 따른 스프레드 악화가 예상된다. 또한 사탕수수는 덥고 습한 열대성 기후에서 잘 자라는데, 사탕수수 주 산지인 브라질 중남부 지역을 건조하게 만드는 **라니냐의 발생 확률이 높아질 것으로 전망되는** 점도 원당 가격에 상방 압력을 가할 수 있는 요인이다.

그러나 중장기적으로는 원당가격이 정상화되는 흐름을 보이며 스프레드가 반등할 것으로 전망한다. 화재로 이미 연소된 사탕수수를 부분적으로 가공하는 것이 가능해 피해 면적이 모두 손실로 이어지지는 않을 것이며, 브라질의 생산량 감소

² 전망을 강세(▲), 보합(▶), 약세(▼)의 3 단계로 구분

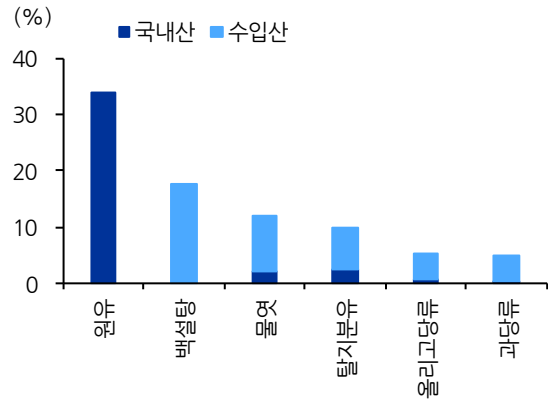
에도 불구하고 중국, 인도, 태국의 생산량 증가분이 브라질 생산량 감소분을 넘어서며 글로벌로는 전년비 공급이 증가할 것으로 보이기 때문이다.

도표 166. 당류 스프레드 (▼)



자료: 유진투자증권

도표 167. 당류 주요 원재료 및 사용량 비중



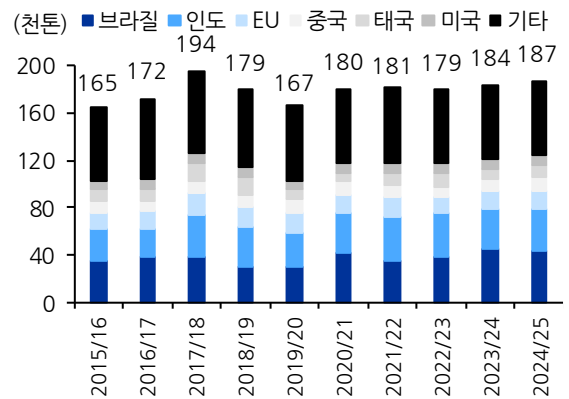
자료: 한국농수산식품유통공사, 유진투자증권
 참고: 1 차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 168. 원당 가격 추이



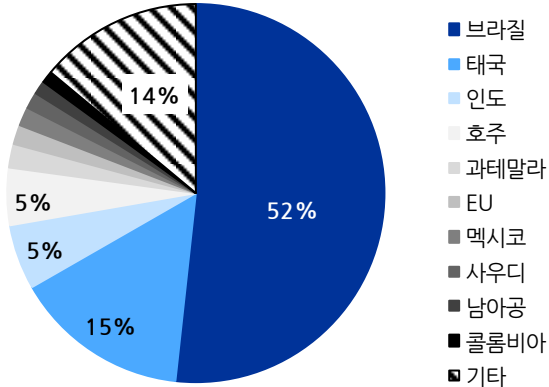
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 169. 세계 원당 생산량 추이



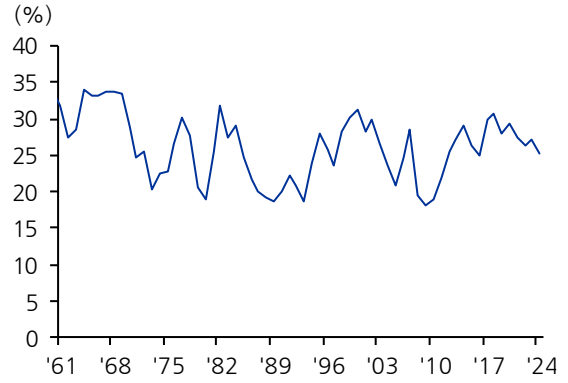
자료: USDA, 유진투자증권

도표 170. 원당 수출량 상위 국가 (2023/24)



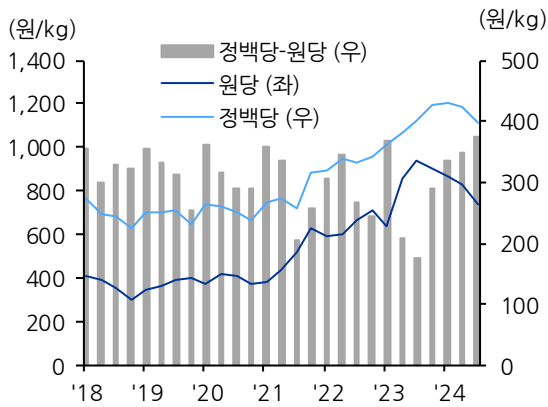
자료: USDA, 유진투자증권

도표 171. 원당 기말재고율: 우려할 만한 상황은 아님



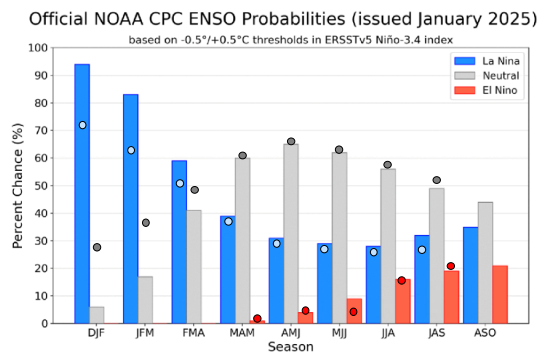
자료: USDA, 유진투자증권

도표 172. C1제일제당 정제당, 원당 가격 추이



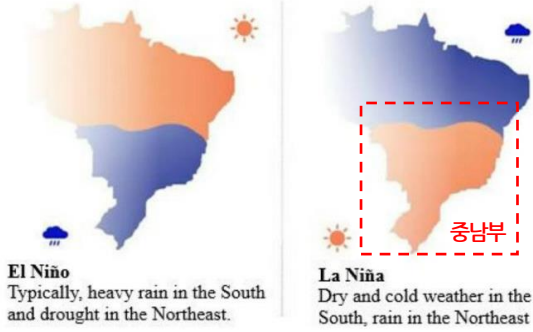
자료: 유진투자증권

도표 173. 엘니뇨/라니냐 발생 가능성 (●: 전월 전망치)



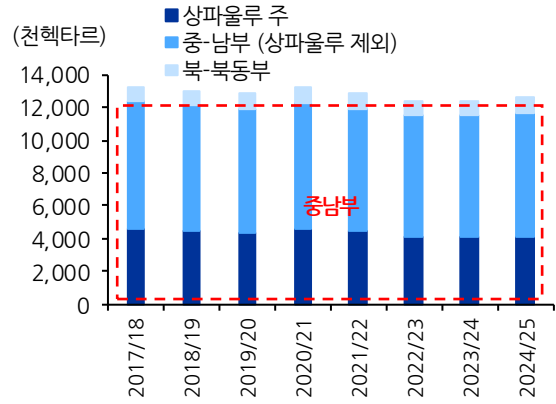
자료: NOAA, 유진투자증권

도표 174. 엘니뇨/라니냐가 브라질에 미치는 영향



자료: USDA, 유진투자증권

도표 175. 브라질 지역별 사탕수수 생산면적



자료: USDA, 유진투자증권

도표 176. 엘니뇨 감시구역의 평년 대비 해수면 온도 전망: 약한 라니냐 지속 전망

가능성(%)	≤2.0C	≤1.5C	≤1.0C	≤0.5C	≥0.5C	≥1.0C	≥1.5C	≥2.0C
'24.12~'25.02	~0	~0	5(▼)	94(▲)	~0	~0	~0	~0
'25.01~'25.03	~0	~0	12	83(▲)	~0	~0	~0	~0
'25.02~'25.04	~0	~0	6(▼)	59(▲)	~0	~0	~0	~0
'25.03~'25.05	~0	~0	3(▼)	39(▲)	1(▼)	~0	~0	~0
'25.04~'25.06	~0	~0	4	31(▲)	4(▼)	~0	~0	~0
'25.05~'25.07	~0	~0	5	29(▲)	9(▼)	1	~0	~0
'25.06~'25.08	~0	1	7(▲)	28(▲)	16	3	~0	~0
'25.07~'25.09	~0	2	11(▲)	32(▲)	19(▼)	5(▼)	1	~0
'25.08~'25.10	1	4	15	35	21	7	2	~0

자료: NOAA, 유진투자증권

엘니뇨: 엘니뇨 감시구역(Nino3.4)의 해수면온도 편차(3MMA)가 5개월 연속 +0.5C 이상으로 유지되는 것

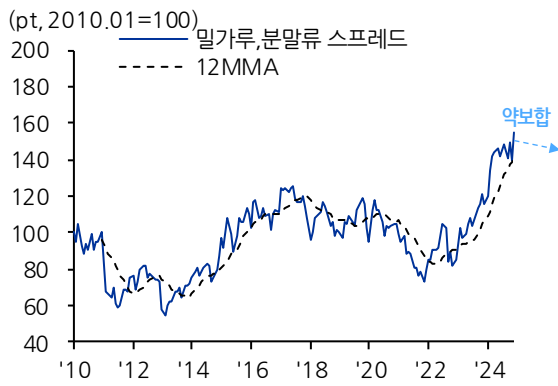
라니냐: 상기 값이 5개월 연속 -0.5C 이하인 것

참고: ▲, ▼는 전월 전망치 대비 증감을 의미

밀가루·분말류 스프레드(▶):
가격 하락

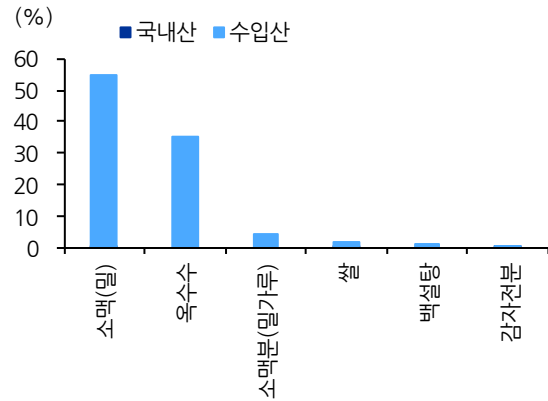
밀가루·분말류 스프레드는 약보합세를 전망한다. 밀가루 및 분말류는 밀가루, 밀가루가공품(부침가루, 튀김가루 등), 전분류, 곡물가루 등을 포함한다. 관련 기업으로는 **대한제분, CJ 제일제당, 사조동아원, 삼양사** 등이 있다. 핵심 원료는 밀(55%)과 옥수수(35%)이며, 사실상 전량을 수입에 의존한다. 앞 장에서 설명한 것과 같이, 소맥 가격 하락이 시차를 두고 반영되는 단계에 있는 만큼 향후에도 양호한 수익성을 유지하겠으나, 밀가루 판가 인하 가능성을 고려하여 스프레드는 약보합세를 전망한다.

도표 177. 밀가루, 분말류 스프레드 (▶)



자료: 유진투자증권

도표 178. 밀가루, 분말류 주요 원료 및 사용량 비중



자료: 유진투자증권

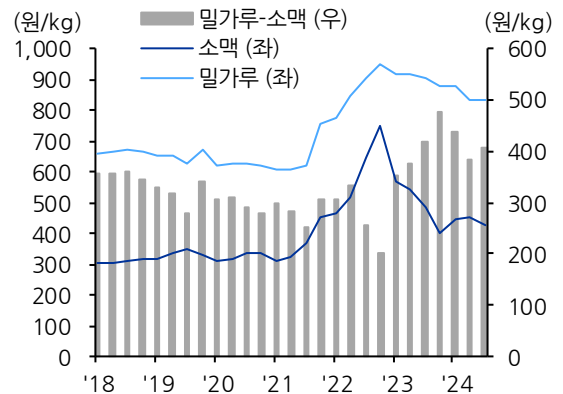
참고: 1 차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 179. 국제 소맥 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 180. CJ제일제당 제분 수익성 추정



자료: 유진투자증권

식용유지류 스프레드(▲):
(대두유) 비용 하락

식용유지류 스프레드는 강세를 전망한다. 식용유지류는 팜유, 대두유, 옥배유(옥수수 기름), 카놀라유, 올리브유, 참기름, 들기름 등을 말한다. 관련 업체로는 CJ제일제당, 롯데웰푸드, 오뚜기, 사조대림 등이 있다. 국내 식용유지 제조업체들의 주된 원료는 대두(72%)와 옥수수(12%)이며, 땅콩, 깨 정도를 제외하면 대부분을 수입에 의존한다. 기름야자(Oil palm) 또는 팜 원유가 핵심 원료가 아닌 것은 열매나 조유(Crude Oil)보다는 이미 정제가 완료된 형태의 팜올레인·팜스테아린이 주로 수입되기 때문이다.

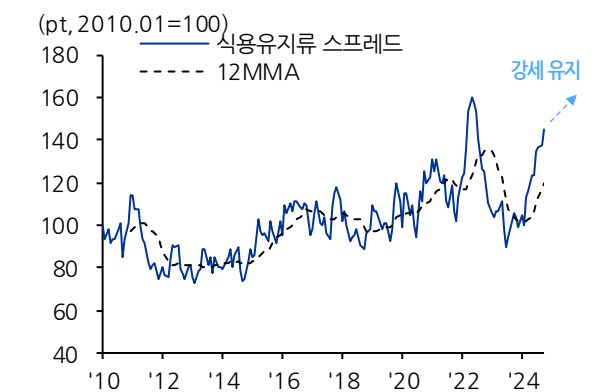
앞서 언급한 것과 같이 대두는 2024/25 신곡 공급 증가로 초과 공급 국면에 진입할 전망이다. 그러나 대두유와 대체 관계에 있는 팜유 가격은 지속 상승 중이다. 국제유가가 약세를 보이는 상황에서도 강행될지는 의문이나 2025년에 인도네시아의 바이오디젤 내 팜유 40% 혼합 의무화 프로그램(B40)이 시행된다면 팜유 수급은 더욱 타이트해질 것이다.

팜유와 대두유 간 가격 방향성이 엇갈리며 팜유 수요 일부가 타 유종으로 유입될 수 있다. 대두 기반의 유지원유를 생산하는 국내 식용유지가공업체들의 스프레드 강세가 유지될 것으로 기대한다.

식용유지가공품 스프레드(▼):
비용 상승

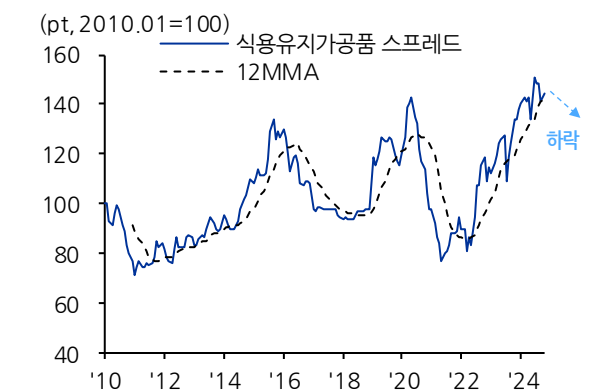
유지 원료에 첨가물을 더하여 제조하는 식용유지가공품(쇼트닝, 마가린 등)의 경우 팜유 및 여타 유지원유 가격 연쇄 상승에 따른 마진 축소가 나타날 수 있다. 그러나 향후 가격 인상을 통한 비용 전가가 이루어질 수 있다면 수익성 감소폭은 제한적이라 판단한다. 최근 주요 유지가공업체에서 고객사와 연 2 회 이상의 단가 조정을 진행하고 있는 것으로 파악되며, 식용유지가공품은 가공식품 제조에 필수적이면서 42%가 다운스트림 제조업체에 납품되는 B2B 중심의 제품이므로, 가격 인상에 따른 수요 감소 효과가 크지 않기 때문이다.

도표 181. 식용유지류 스프레드 (▲)



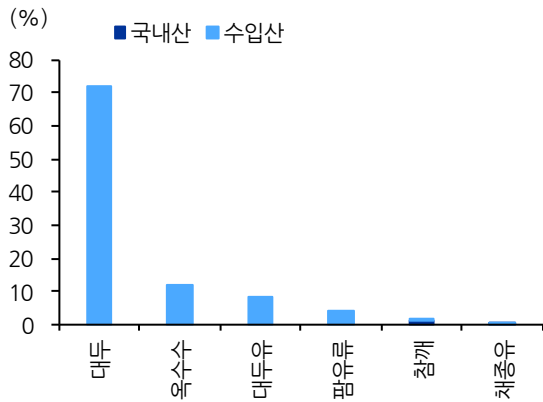
자료: 유진투자증권

도표 182. 식용유지가공품 스프레드 (▼)



자료: 유진투자증권

도표 183. 식용유지류 주요 원재료 및 사용량 비중



자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 184. 3대 곡물 가격 추이



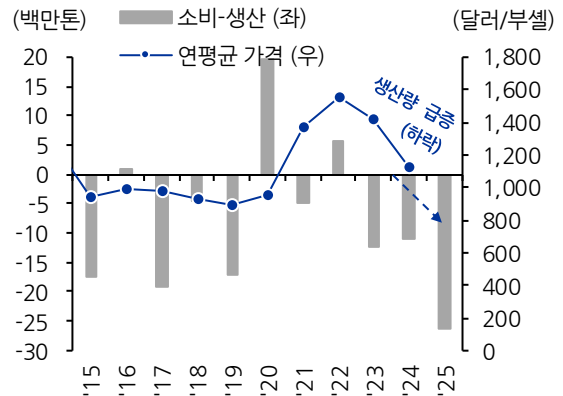
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 185. 대두유 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 186. 글로벌 대두 수급 전망



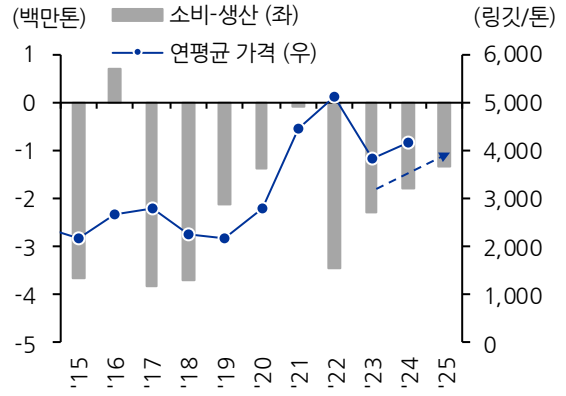
자료: USDA, 유진투자증권

도표 187. 팜유 가격 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 188. 글로벌 팜유 수급 전망



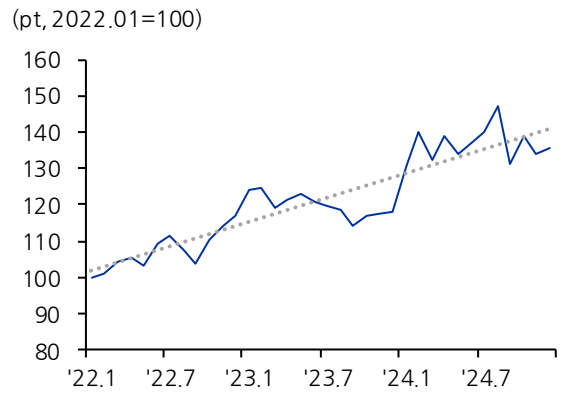
자료: USDA, 유진투자증권

도표 189. 경유 가격 추이



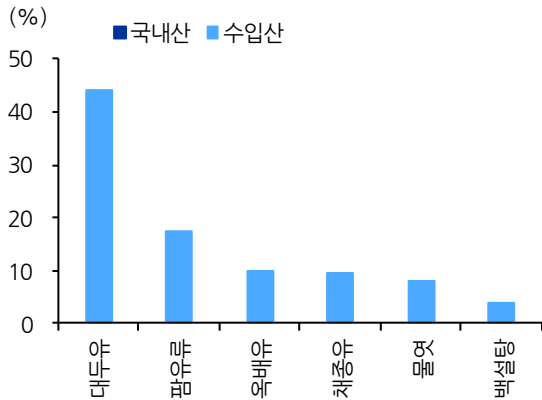
자료: 페트로넷, 유진투자증권

도표 190. 국내 식용유 가격 변동 추이



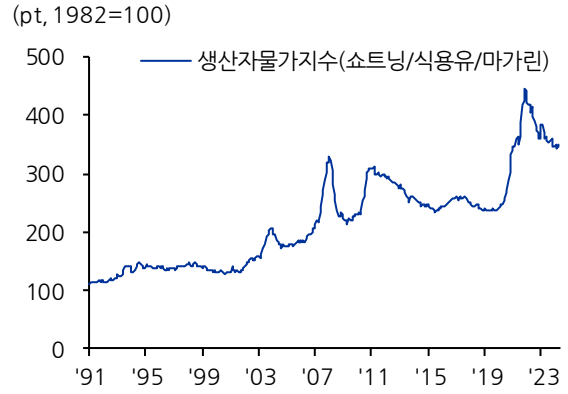
자료: 유진투자증권
참고: 백설, 오뚜기, 해표 3종 평균

도표 191. 식용유지가공품 주요 원재료 및 사용량 비중



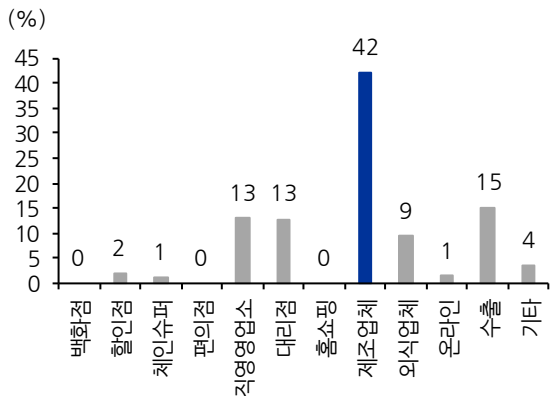
자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1 차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 192. 식용유지가공품 PPI 추이



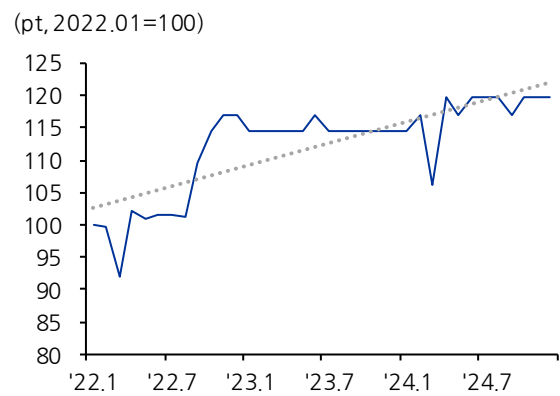
자료: FRED, 유진투자증권

도표 193. 식용유지가공품 판매처별 매출비중



자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권

도표 194. 국내 마가린 가격 변동 추이



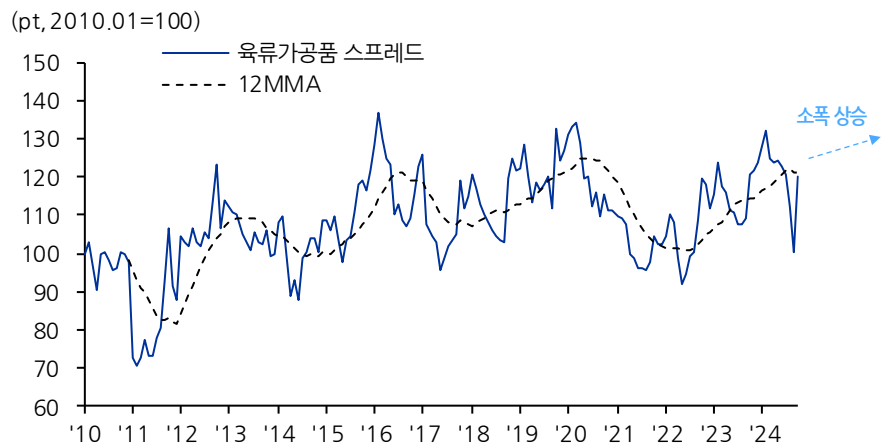
자료: 유진투자증권
참고: 모두기 2종 평균

육류가공품 스프레드(▲):
비용 하락

육류가공품 스프레드는 소폭 강세를 전망한다. 육류가공품은 소시지, 햄, 베이컨, 육포, 양념육 등을 총칭한다. 관련 기업으로는 CJ 제일제당, 신세계푸드, 롯데월드푸드 등이 있다. 핵심 원료는 돼지고기(사용량 비중 44%, 이하 동일)와 닭고기(33%)이다. 축산물 원료의 경우 쇠고기를 제외하면 국산 원료 사용 비중이 높아 국내 가격 흐름에 주목할 필요가 있다.

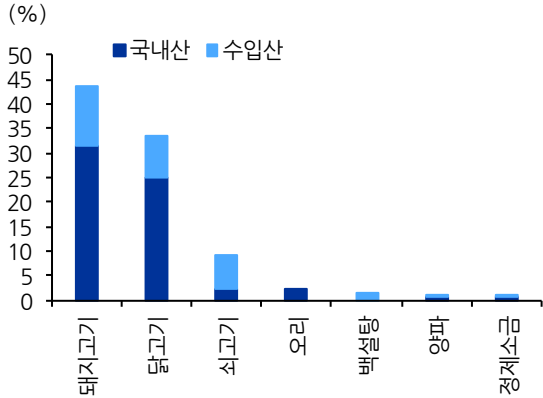
축종별로 살펴보면, 돼지고기 가격은 지난 8~9 월 추석 대목에 아프리카돼지열병에 따른 이동제한 여파로 급등하였다가 안정화 시도 중이다. 현재는 사육두수와 도축두수가 동반 증가하는 사이클에 진입하였으므로 향후 공급 증가에 따른 돈가의 하락세를 전망한다. 닭고기는 4Q24 기준 분기 평균 가격이 전년비 13% 낮은 상태이며, 최근의 반등을 감안해도 2023 년보다는 부담이 덜할 것이다. 육류가공품 스프레드는 향후 소폭 우상향할 것으로 전망한다.

도표 195. 육류가공품 스프레드 (▲)



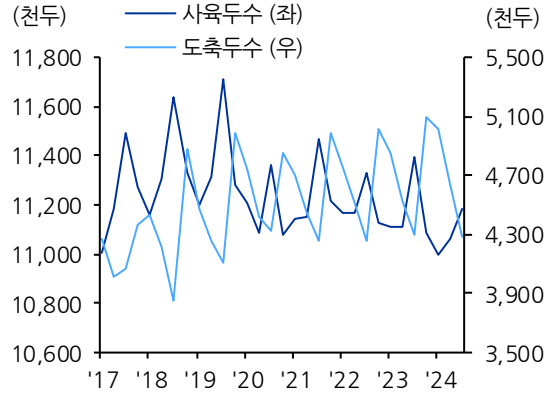
자료: 유진투자증권

도표 196. 육류가공품 주요 원료 및 사용량 비중



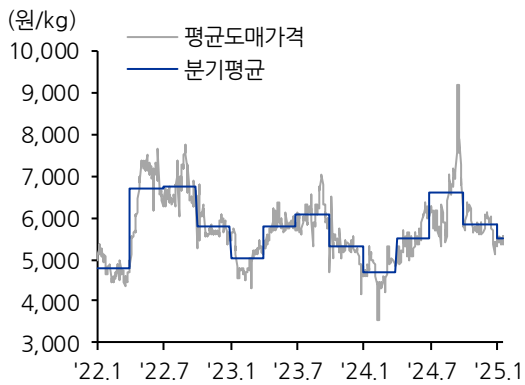
자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 197. 국내 돼지 사육·도축두수



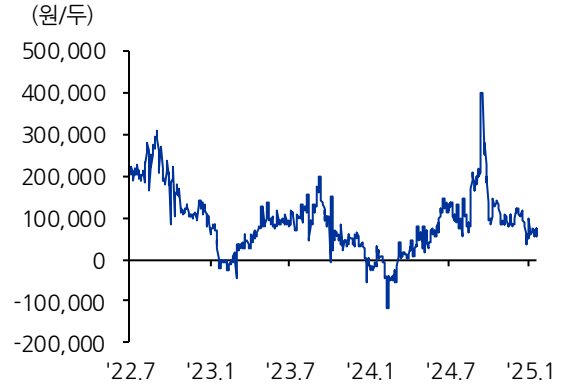
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 198. 국내 돈가 추이



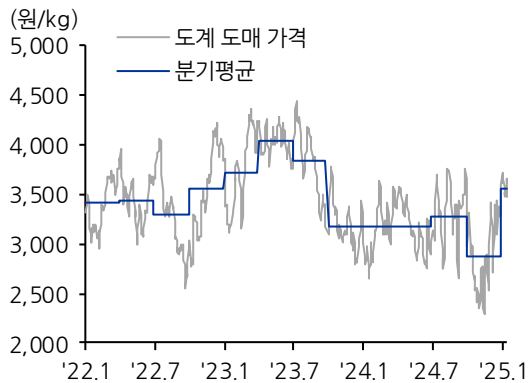
자료: 유진투자증권

도표 199. 국내 농가 양돈 수익성 추정



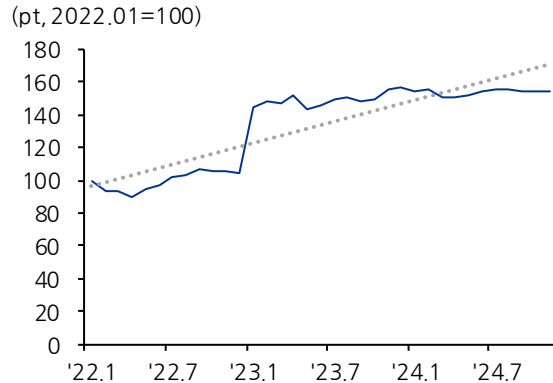
자료: 유진투자증권

도표 200. 국내 육계(도계) 가격 추이



자료: 유진투자증권
도계: 도축하여 털, 머리, 내장, 발 등이 제거된 상태

도표 201. 국내 주요 육류가공제품 가격 변동 추이



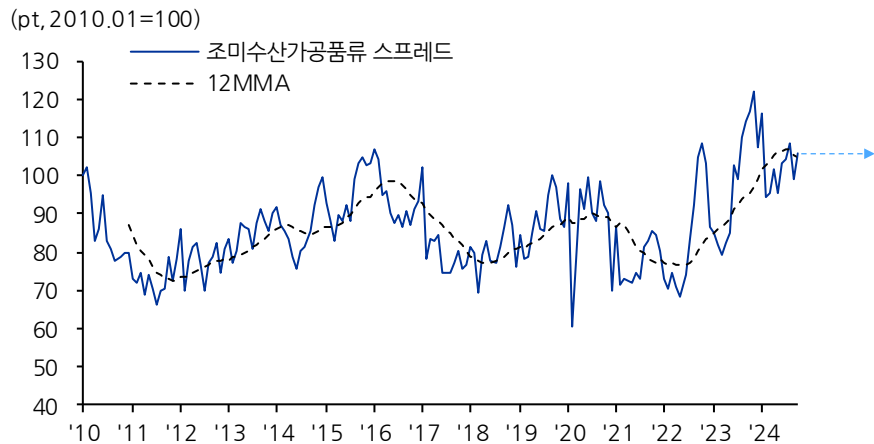
자료: 유진투자증권
참고: 주요 소시지·햄 제품 7종 평균

조미수산가공품 스프레드(▶):
 비용 일부 상승
 가격 상승

조미수산가공품 스프레드는 보합세를 전망한다. 조미수산가공품은 어묵, 어육소시지, 젓갈류, 수산물통조림 등을 총칭한다. 관련 업체로는 **동원 F&B, CJ 씨푸드, 사조대림** 등이 있다. 주요 원재료는 어육살(46.6%), 오징어(10.4%), 천일염(8.3%), 소맥분(7.5%) 등이다.

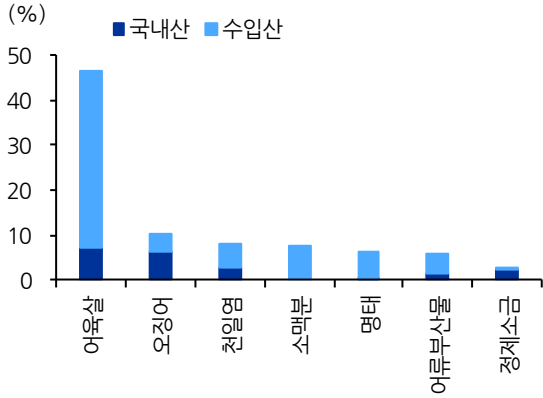
품목별로는 어육살은 84%가 수입(노르웨이, 베트남, 중국 등)을 통해 조달되며, 수입단가가 꾸준히 상승하고 있으나 특이사항은 없는 흐름을 보인다. 전년비 다소 하락했던 참치어가는 과거 평균 수준으로 되돌아왔다. 오징어의 경우 60%가 국내산으로 조달되는데, 어획량 감소로 공급이 평년 대비 크게 감소하였으며, 수입단가도 전년비 상승 추세에 있어 비용 상승세가 지속될 것으로 전망한다. 어묵(사조, CJ), 젓갈(동원), 참치캔(동원, 오뚜기, 사조) 등 주요 제품가격이 지속 상승 추세에 있는 점을 감안하여 조미수산가공품 스프레드는 보합세일 것으로 예상된다.

도표 202. 조미수산가공품 스프레드 (▶)



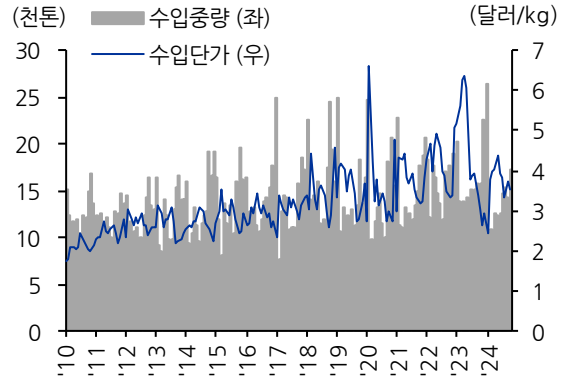
자료: 유진투자증권

도표 203. 조미수산가공품 주요 원료 및 사용량 비중



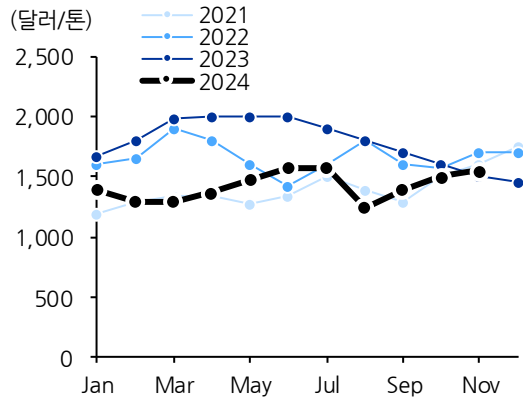
자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 204. 어육살 월별 수입중량 및 수입단가



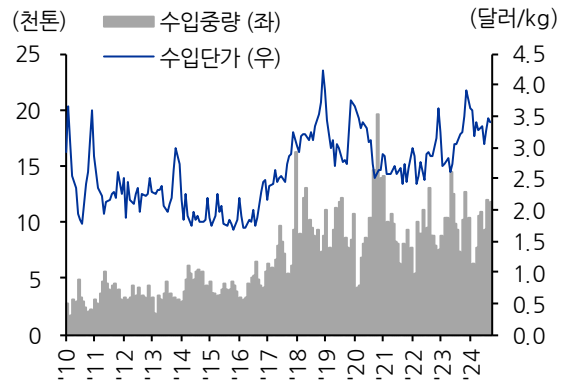
자료: KITA, 유진투자증권

도표 205. 월별 참치어가 추이



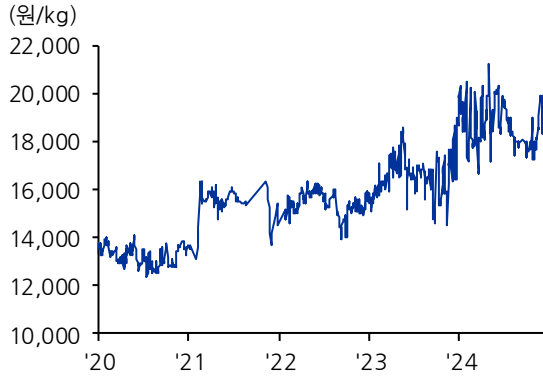
자료: Thai Union, 유진투자증권

도표 206. 오징어 수입중량 및 수입단가 추이



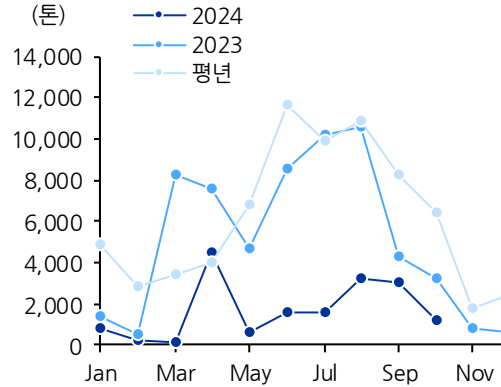
자료: KITA, 유진투자증권

도표207. 국내 오징어 가격



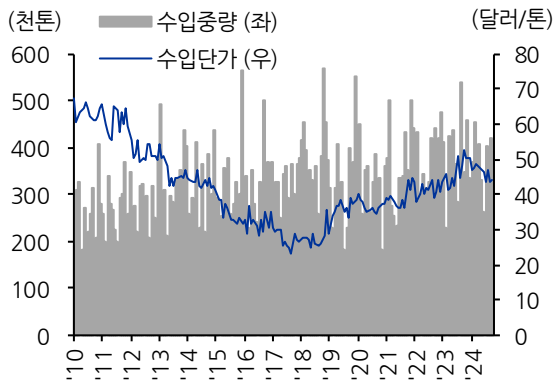
자료: KAMIS, 유진투자증권

도표208. 국내 오징어 생산량



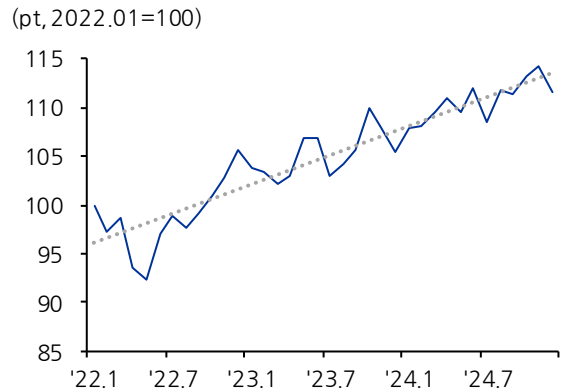
자료: 해양수산부, 유진투자증권

도표209. 천일염 월별 수입중량 및 수입단가



자료: KITA, 유진투자증권

도표210. 국내 주요 조미수산물가공품 가격 변동 추이



자료: 유진투자증권

참고: 주요 어묵·참치캔 제품 7종 평균

김치류 스프레드(▼):
비용 상승

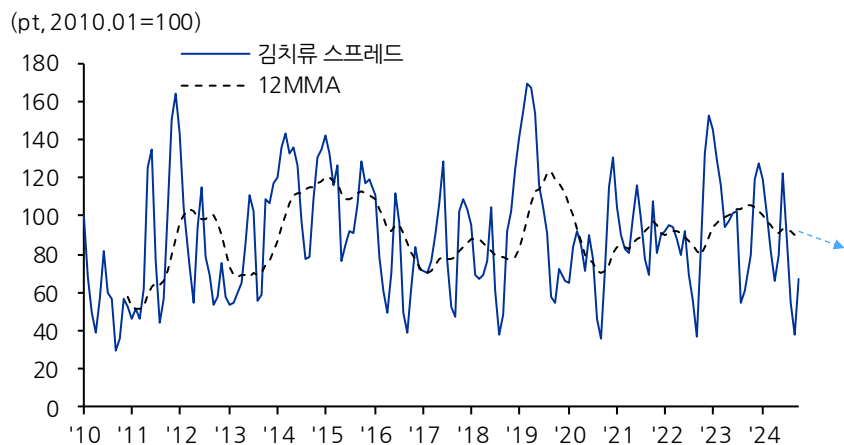
김치류 스프레드는 약세를 전망한다. 관련 업체로는 대상, CJ제일제당 등이 있다. 주요 김치의 주요 원재료는 배추(72%), 무(13%), 고춧가루(3%), 천일염 및 정제소금(5%) 등이다. 배추의 경우, 100% 국내산이 사용되는데(2023년 기준), 국내 배추 가격이 평년 대비 50% 이상 비싸 원가 부담이 가중되고 있다.

배추 가격 급등으로 김장 물가가 비싸지면 소비자들은 상대적으로 저렴한 포장 김치를 찾는 경향이 있으므로 제품 수요 측면에서는 긍정적이다. 그러나, 원물 수급 문제로 생산에 차질이 발생할 가능성도 함께 높아진다. 향후에도 김치 원료 수급은 더 타이트해질 것으로 예상된다. 국내 배추·무 생산량은 재배면적에 크게 좌우되는데, 배추 정식기와 무 파종기의 기상악화 등 영향으로 김장배추와 무 재배면적이 각각 전년 154ha(-1.2%), 1,205ha(-19.4%) 감소했기 때문이다. 또한, 배추는 호랭(好冷)성 채소로 결국 이후 고온에 노출되면 정상적 생육이 불가한데(농촌진흥청, 2021), 온난화로 재배가능지가 북상하며 국내 재배면적은 구조적으로 감소할 수밖에 없다.

정부는 배춧값 인상을 제어하고자 중국산 신선배추 수입을 추진하고 있으나, 이미 국산 원료를 활용한 프리미엄 이미지를 구축해 둔 국내 제조업체들이 중국산 배추를 적극적으로 채용하기는 어려울 것이라 판단한다.

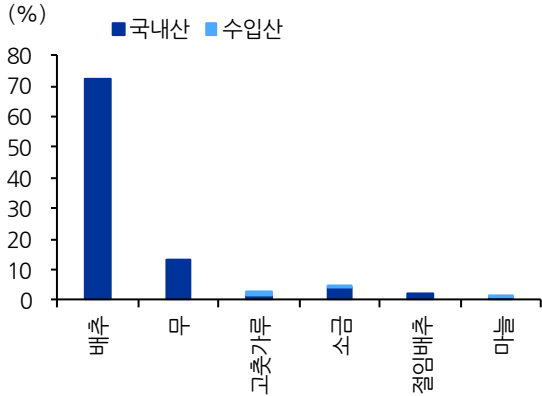
종합하면, 높은 김장 물가로 김장을 포기하는 가구가 늘어나며 발생한 포장 김치 수요는 가격 인상의 근거가 될 수 있겠으나, 아직까지는 대용량 제품이 아닌 편의점 채널의 소포장 제품 중심으로 가격 인상이 이루어지고 있어 추가 가격 인상 없이는 스프레드의 약세가 불가피할 것으로 전망한다.

도표 211. 김치류 스프레드 (▼)



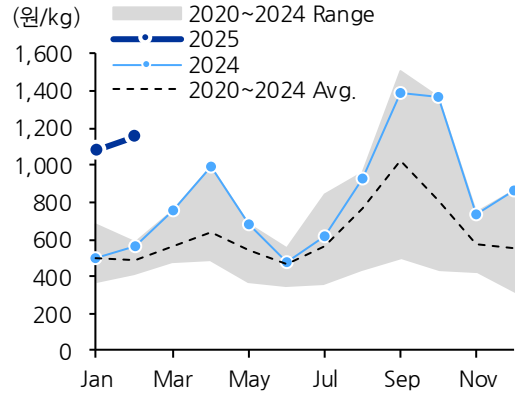
자료: 유진투자증권

도표212. 김치류 주요 원재료 및 사용량 비중



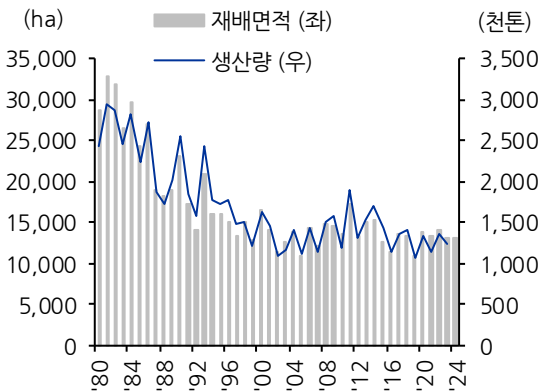
자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표213. 전국 김장배추 도매가격



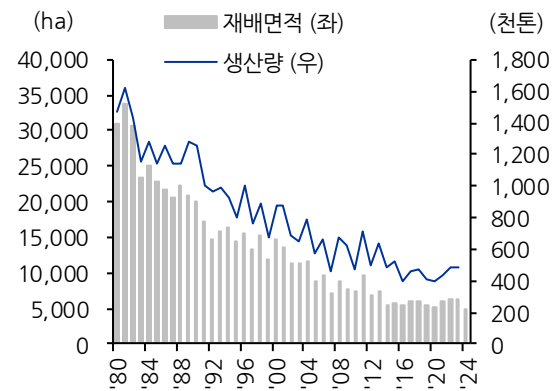
자료: 유진투자증권

도표214. 국내 김장배추 재배면적 및 생산량 추이



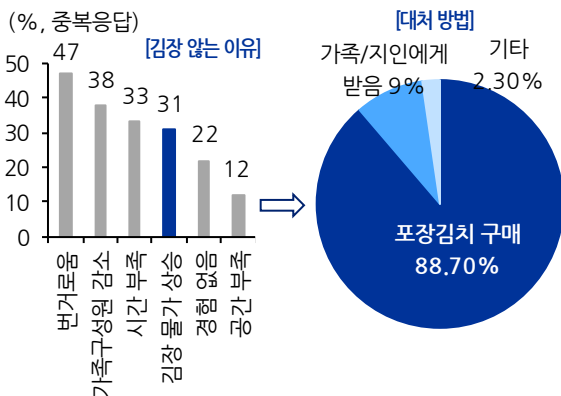
자료: 통계청, 유진투자증권

도표215. 국내 김장무 재배면적 및 생산량 추이



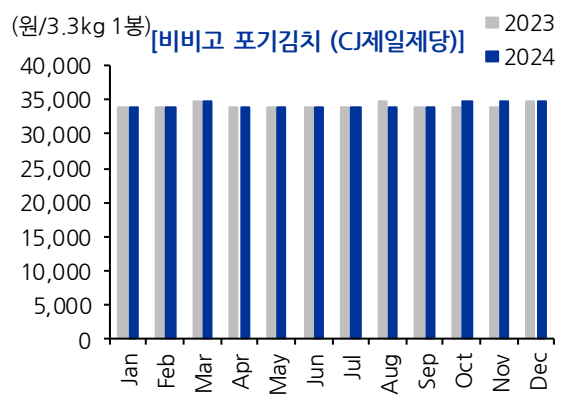
자료: 통계청, 유진투자증권

도표216. 김장물가 상승은 포장김치 수요로 이어짐



자료: 농협경제지주, 유진투자증권

도표217. 3.3kg 김치 가격은 2년째 동결



자료: 유진투자증권
참고: 마트 가격 기준

유가공품 스프레드(▶):
 비용 유지
 가격 유지

유가공품 스프레드는 보험세를 전망한다. 유가공품은 일반/가공우유, 발효유, 치즈, 버터, 분유, 유크림 등을 포함한다. 관련 업체로는 **매일유업, 남양유업** 등이 있다. 핵심 원료는 원유(原乳,91%)이며, 전량 국내산이 사용된다.

국산 원유의 가격은 수급상황이 아닌 낙농단체와의 원유가격 협상에 따라 결정되어 왔으며(생산비연동제), 시장 상황과 무관하게 농가 생산비 상승분을 반영해야 했다. 그 결과 국내 흰 우유 시장은 ①우유 소비가 줄고, 값싼 멸균유 수입이 증가하며 국산 우유 판매량이 지속적으로 감소하는 가운데, ②낙농가 생산비 보전을 위해 원유값이 인상되고 이것이 우유 및 관련 제품가격의 인상으로 이어지면서 ③우유 소비가 더욱 줄어드는 구조적 악순환에 빠졌다.

이에 2023년부터는 음용유와 가공유를 나눈 용도별 차등가격제를 도입해 원유 수급상황을 함께 반영할 수 있게 되었고, 2024년 8월 음용유 가격은 1,084 원/리터로 동결, 가공유 가격은 882 원/리터로 5 원(-0.6%) 인하되었다. 용도별 차등가격제하의 원유 가격조정은 생산비와 경영비 증감액(통계청, 매년 5월 발표)을 기반으로 한 협상범위 내에서 이루어지는데, 이때 생산비 및 경영비의 변화는 **주로 사료비에 의해 발생한다.** 2023년 기준, 경영비와 생산비에서 사료비가 차지하는 비중은 각각 67%, 57%이다(부산물 수입 제외).

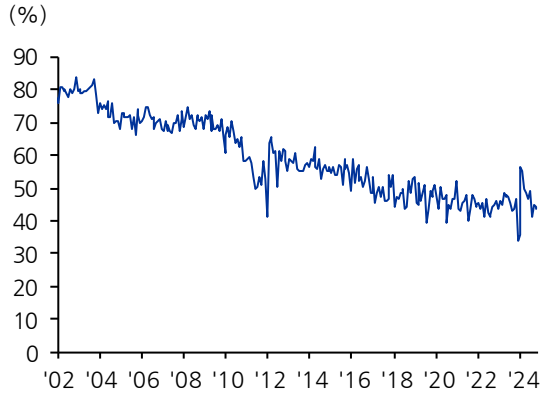
2024년 기준 **국내 낙농사료의 평균가격은 전년 대비 6% 하락**해 있다. 1)연내 사료가격의 전년비 증감률이 동일하게 유지되고, 2)다른 비목은 과거 5개년 평균 증가율만큼 비용이 증가한다 가정 시 **다음번 가격조정**의 근거가 될 **2024년 낙농가의 경영비는 -2.3%yoy, 생산비는 -1.4%yoy** 변동할 것으로 전망한다. 따라서, 가격조정 협상 발동 기준(누적 생산비 변동폭 ±4%이상) 미달로 별도의 이사회 의결이 없는 한 **최장 2026년 7월까지 원유가격은 현 수준을 유지할 것**이라 예상된다. 원유 가격이 동결된다면 유가공 업체들의 가격 인상 명분 또한 약해질 것이므로, 현 수준의 스프레드가 유지될 것으로 전망한다.

도표 218. 유가공품 스프레드 (▶)



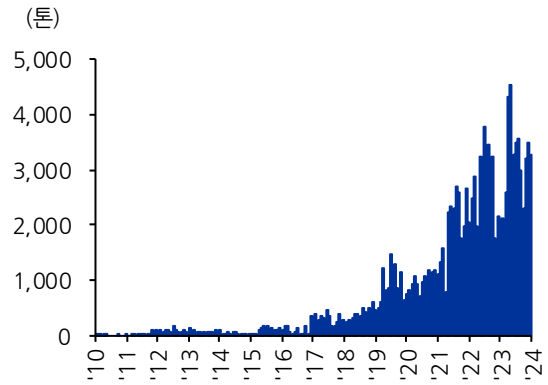
자료: 유진투자증권

도표 219. 원유 자급률 추이



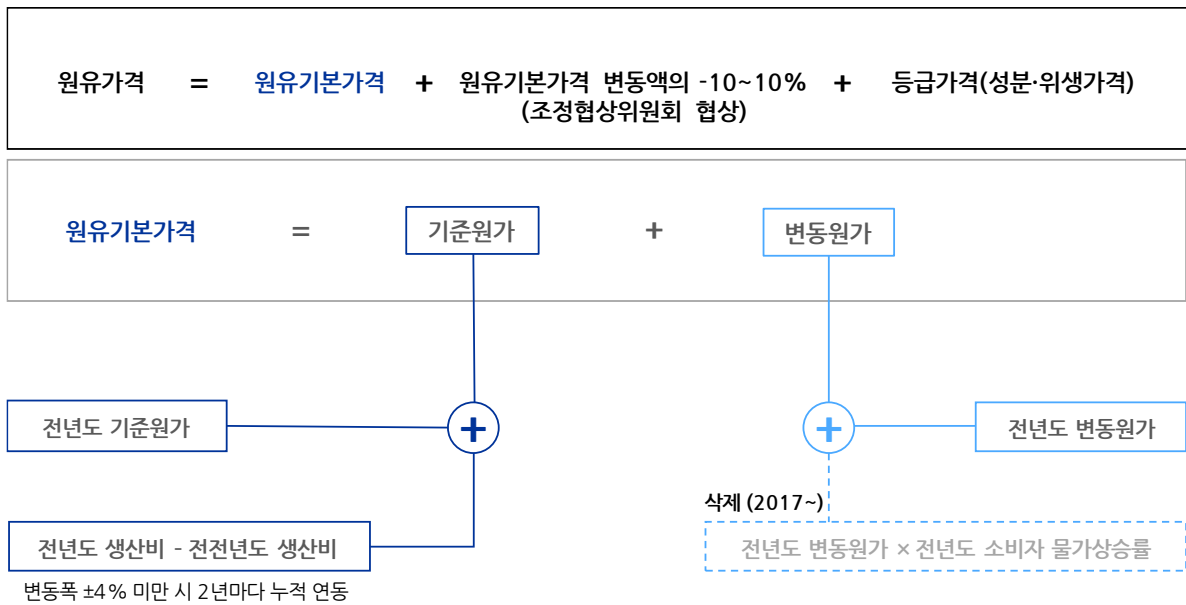
자료: 낙농진흥회, 유진투자증권

도표 220. 월별 멸균우유 수입량 추정



자료: KITA, 유진투자증권

도표 221. 과거 생산비연동제에서는 시장상황과 무관하게 농가 생산비 변동에 의해 원유기본가격이 변화



자료: 농림축산식품부, 유진투자증권

도표 222. 음용유용 원유 가격 조정기준

구분	부족	적정	과잉
음용유용 원유사용량 변화	1.7% 초과 증가	±1.7% 이내	1.7% 초과 감소
협상 범위	생산비 증가액의 80~120%	생산비 증가액의 60~90%	생산비 증가액의 -30~70%
	생산비 감소액의 -70~30%	생산비 감소액의 -90~60%	생산비 감소액의 -80~120%
가격조정 협상 발동기준	① 누적 생산비 변동폭 ±4% 초과 시 ② 이사회에서 의결을 통해 가격조정이 필요하다 고 결정하는 경우		

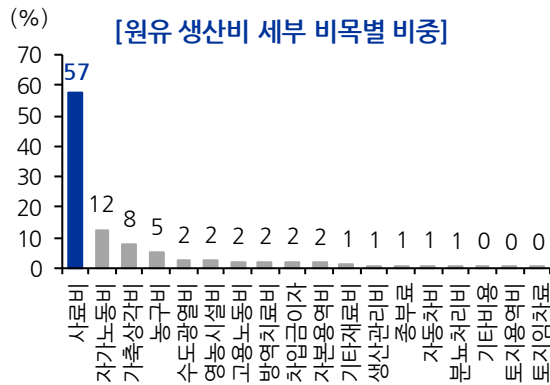
자료: 농림축산식품부, 유진투자증권

도표 223. 가공유용 원유 가격 조정기준

구분	양호	악화
가공유 가격과 국제가격 차액	150원 이내	150원 초과
협상 범위	생산비 증가액의 80~120%	경영비 증가액의 -30~70%
	생산비 하락액의 -70~30%	경영비 감소액의 -80~120%
가격조정 협상 발동기준	별도의 협상 발동기준 없이 음용유용 원유가격 조정 협상과 병행	

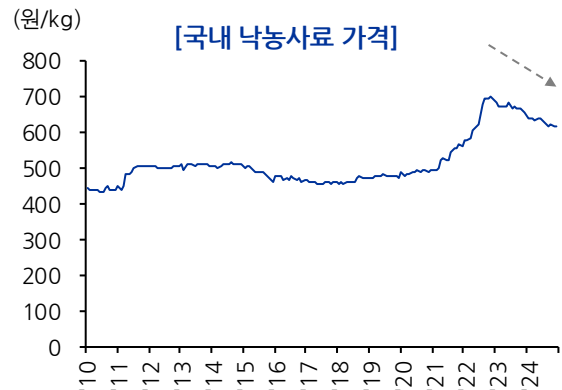
자료: 농림축산식품부, 유진투자증권

도표 224. 낙농가 원유생산비용은 사료비에 좌우됨



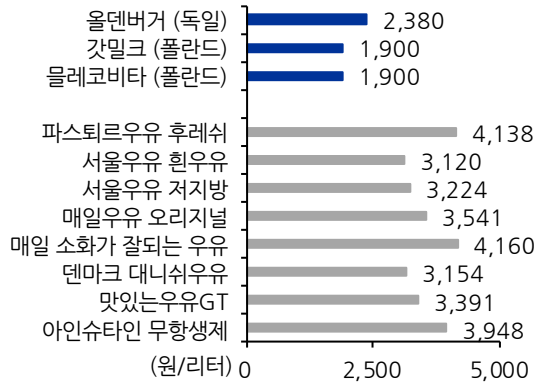
자료: 통계청, 유진투자증권
참고: 부산물수입 차감 전 기준

도표 225. 사료 가격 안정화 시도 중



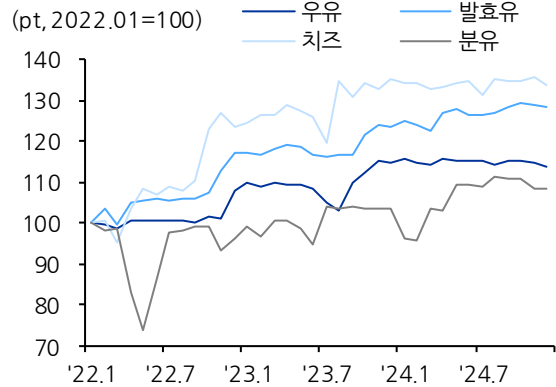
자료: 농림축산식품부, 유진투자증권

도표 226. 수입 멸균/국산 우유 가격 비교 (1ℓ 환산)



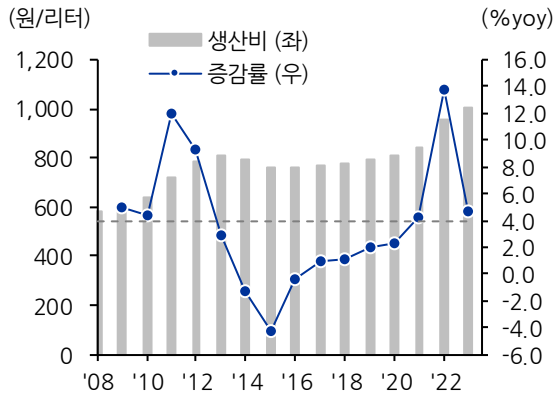
자료: 유진투자증권
참고: 2024년 12월 기준

도표 227. 국내 유제품 가격 변동 추이



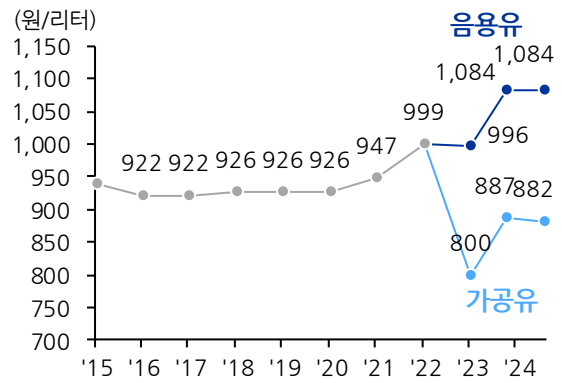
자료: 유진투자증권
참고: 우유 4종, 발효유 4종, 치즈 5종, 분유 2종 평균

도표 228. 국내 원유 생산비 추이



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 229. 국내 원유 기본가격 추이



자료: 낙농진흥회, 유진투자증권

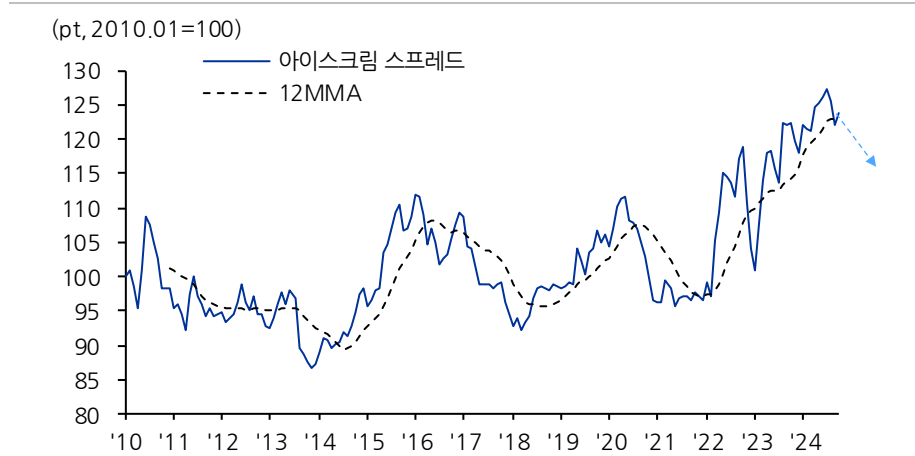
아이스크림류 스프레드(▼):
 비용 상승
 가격 일부 상승

아이스크림류 스프레드의 악화를 전망한다. 아이스크림류의 핵심 원료는 원유(34%), 백설탕(18%), 물엿(12%), 탈지분유(10%), 올리고당류(5%) 등이다. 관련 업체로는 **롯데월드푸드, 빙그레**가 있다.

상술하였듯, 원유 가격은 현 수준을 유지할 것으로 전망한다. 그러나, 백설탕 가격이 최근의 원당 가격 상승분을 반영하면서 Cost-push 에 따른 아이스크림 스프레드 악화가 나타날 것으로 예상한다.

관건은 **비용 부담을 얼마나 빨리 전가하는지**다. 업체들은 최근 2~3년간 주로 겨울철 비수기를 이용해 가격을 인상하는 전략을 택해 왔다. 그러나, 2024년 2월 주요 아이스크림 업체들이 담합 혐의로 1심에서 징역형을 선고받은 뒤 항소심을 진행 중에 있으며, 계속되는 큰 폭의 가격 인상에 정부에서 직접 방문해 물가안정 협조를 요청(23.11)하기까지 하는 등 정부, 소비자 단체, 언론의 시선이 쏠려 있어 가격 인상이 쉽지 않은 분위기가 형성되었다고 판단한다. 따라서, 관련 업체들이 보편적 가격 인상보다는 최근 가격이 재급등 중인 **코코아가 함유된 제품³ 위주의 선별적 가격 인상**을 통해 인상을 정당화할 것이라 전망한다.

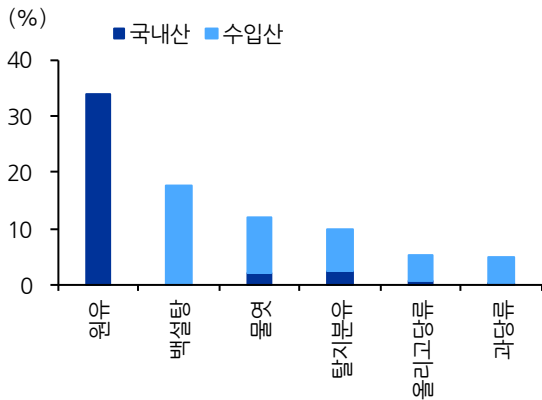
도표 230. 아이스크림류 스프레드 (▼)



자료: 유진투자증권

³ 식품공전상 '식용가능한 식품에 초콜릿류가 혼합 가공된 복합제품으로서 코코아고형분 함량 2% 이상인 것은 별도 유형(초콜릿가공품)으로 분류되므로 위 스프레드를 통해 설명되지 않음

도표 231. 아이스크림류 주요 원재료 및 사용량 비중



자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1 차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 232. 원당 가격 추이



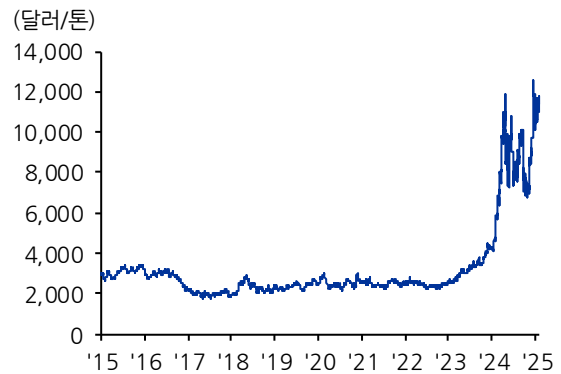
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 233. 국내 주요 업체 가격 인상 History

시기	업체	내용
22년 2월	해태아이스크림	플라포 20%, 부라보콘 25% 인상
22년 3월	롯데월드푸드*	월드콘 등 20여종 평균 13% 인상
22년 3월	빙그레	메로나 25%, 투게더 9% 인상
22년 8월	빙그레	붕어싸만코, 빵또아 20% 인상
22년 8월	해태아이스크림	모나카샌드 6종 20% 인상
22년 12월	빙그레	투게더, 붕어싸만코 등 10~13% 인상
23년 3월	빙그레	메로나, 비비빅 등 14~25% 인상
23년 3월	해태아이스크림	누기바, 쌍쌍바 등 10~20% 인상
23년 3월	롯데월드푸드	월드콘, 더블비안코 등 10% 인상
23년 10월	롯데월드푸드	스크류바, 돼지바 등 최대 25% 인상
23년 10월	해태아이스크림	홈컵, 미니컵 등 500원 인상
23년 10월	빙그레	홈, 미니, 플레도르 등 300~500원 인상

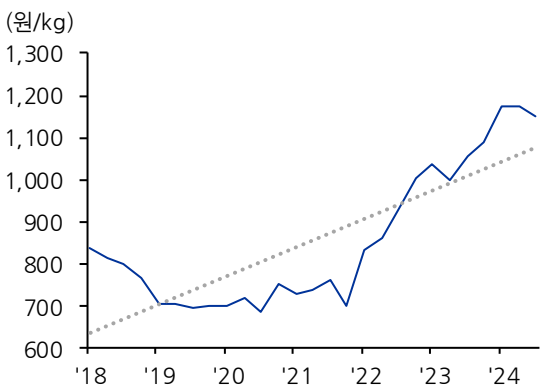
자료: 언론, 유진투자증권
*롯데월드푸드: 舊 롯데제과 · 롯데푸드

도표 234. 코코아 가격 재급등



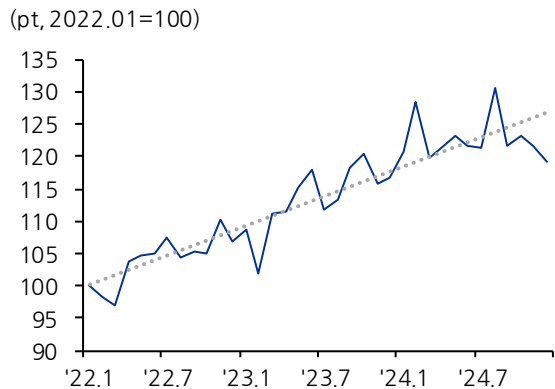
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 235. 국내 당류 가격 변동 추정



자료: 유진투자증권

도표 236. 국내 아이스크림 가격 변동 추이



자료: 유진투자증권
참고: 롯데월드푸드, 빙그레, 해태아이스크림 7종 평균

과자류 스프레드(▶): 과자류 스프레드는 보합세를 전망한다. 과자류(비스킷, 웨이퍼, 쿠키, 크래커, 스낵 등)의 핵심 원료는 소맥분(32%), 백설탕(16%), 감자(9%), 물엿(6%), 팜유류(6%), 옥수수(4%) 등이다. 관련 업체로는 **오리온, 롯데웰푸드, 농심, 해태제과식품, 크라운제과** 등이 있다.

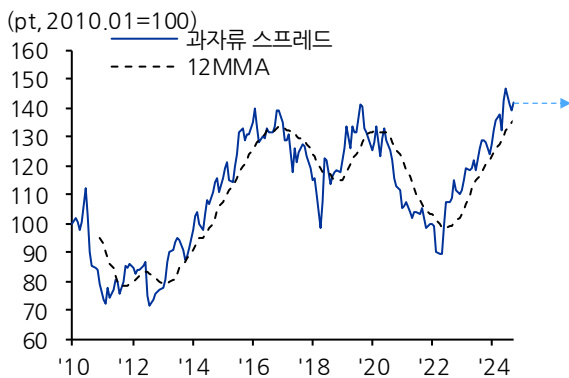
감자 가격에는 특이사항이 없다. 나머지 원재료 중 소맥분과 옥수수의 가격 하락과 당류의 가격 상승이 상쇄되며 현 수준의 스프레드가 유지될 것이라 전망한다.

캔디/초콜릿/껌류 스프레드(▼): 캔디/초콜릿/껌류 스프레드는 마찬가지로 **당류 가격 상승에 따른 스프레드 약세를 전망한다.** 핵심 원료는 백설탕(51%), 물엿(16%), 팜유류(6%), 원유(4%), 카카오원두&코코아매스(7%) 등이다. 관련 업체로는 **오리온, 롯데웰푸드, 해태제과식품, 크라운제과** 등이 있다.

그중 초콜릿의 경우, 2024 년 들어 급격히 오른 뒤 큰 폭의 등락을 반복하던 코코아 가격이 11 월 이후 재급등하며 제품 수익성이 하락할 전망이다. 팜유 가격도 동반 상승하였으므로 준초콜릿(대용유지를 사용해 제조) 대체 투입을 통한 원가 절감도 어려워질 것으로 보인다. 단, 카카오원두, 코코아매스, 코코아버터 등 초콜릿 관련 원료의 합산 사용량 비중이 10% 미만(중량 기준)으로 높지 않아 향후 가격 인상을 통해 해결 가능한 이슈라 판단한다.

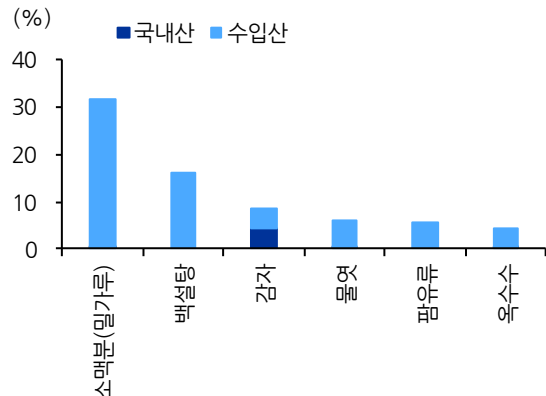
껌은 껌베이스에 당류와 향료를 첨가해 만들며, 껌베이스는 BR(부타디엔고무), SBR(스티렌-부타디엔 고무), PVA(폴리아세트산비닐) 등 폴리머와 가소제, 향산화제 등을 사용해 제조한다. 껌의 제품 가격 변동폭은 크지 않은 반면, 설탕, 포도당 등의 재료비 비중이 50%에 달하므로 원재료비는 당류 가격 등락에 영향을 크게 받는다. 그러나, 껌의 원료비 비중 자체가 타 식품 대비 월등히 낮아 원료 가격보다는 제품 가격에 보다 주목할 필요가 있는데, 출고가에는 큰 변동이 없다.

도표 237. 과자류 스프레드 (▶)



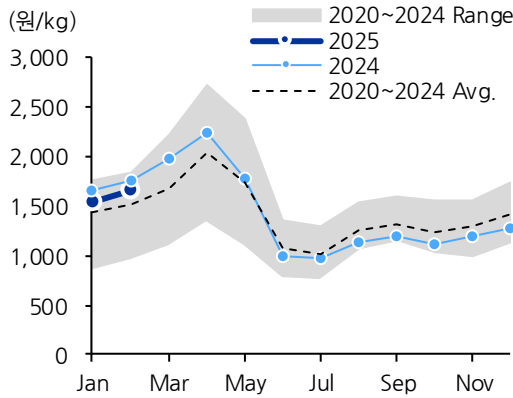
자료: 유진투자증권

도표 238. 과자류 주요 원재료 및 사용량 비중



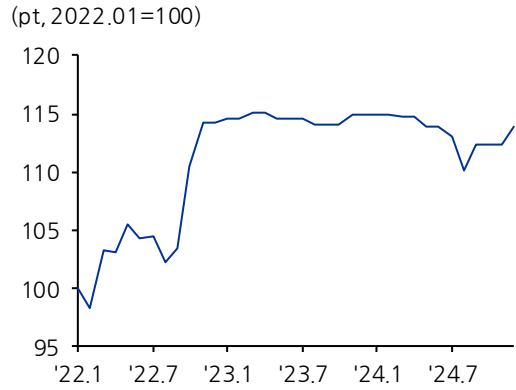
자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 239. 전국 감자 도매가격



자료: 유진투자증권

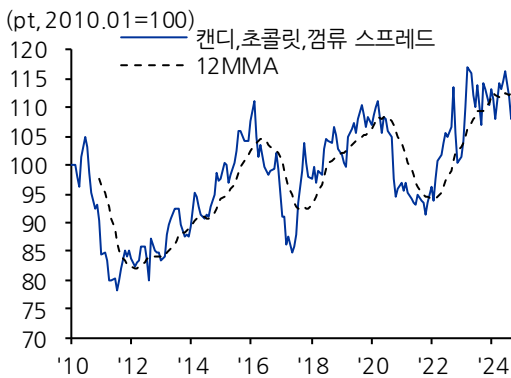
도표 240. 국내 과자류 제품 가격 추이



자료: 유진투자증권

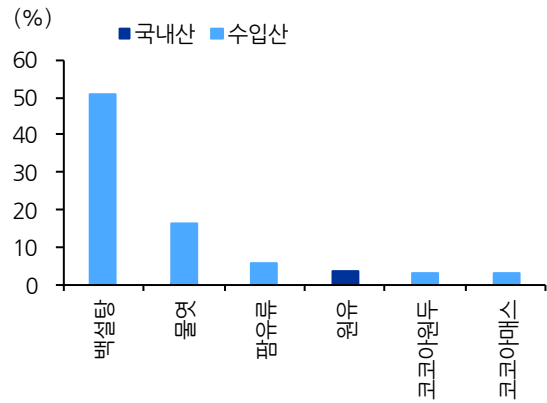
참고: 초콜릿/가공품을 제외한 스낵 및 비스킷 21 종의 마트가격 평균

도표 241. 캔디/초콜릿/껌류 스프레드 (▼)



자료: 유진투자증권

도표 242. 캔디/초콜릿/껌류 주요 원재료 및 사용량 비중



자료: 한국농수산물식품유통공사, 유진투자증권

참고: 1 차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 243. 준초콜릿은 코코아고형분 함량 7% 이상만 충족하면 되므로 원가절감 가능 (초콜릿은 30% 이상 필요)



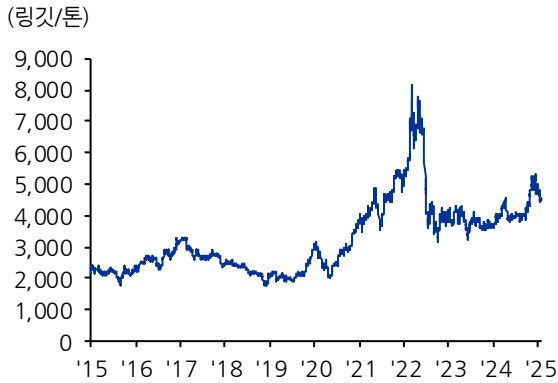
식품유형 초콜릿가공품 소비기한 밀면표기일까지(연.월.일) 품목보고번호 F1(서울) 19690086003338, F2(양산) 197806140096 영업장의 명칭 및 소재지 롯데웰푸드(주) 서울시 영등포구 양평로 19길 19 원재료명 밀가루(말:미국산, 캐나다산), 초콜릿, 설탕, 코코아메스(코코아빈:가나산), 가공유지(싱가포르산), 유당, 혼합분유, 설탕, 소트닝(팜유, 팜올레인유, 말레이시아산), 가공연유, 가공버터, 전분가공품, 맥아엑기스, 전지분골드1, 정제소금, 산도조절제3종, 기타과당, 혼합제제(말토덱스트린, 밀가루, 변성전분, 아세트인, 비타민B1염산염, 비타민C, 카제인나트륨, 알긴산프로필렌글리콜, 메틸 피-틸트-부틸피닐 아세테이트), 향료, 효소제, 효모 밀, 우유, 대두, 땅콩 함유

식품유형 초콜릿가공품 소비기한 밀면표기일까지(연.월.일) 품목보고번호 F2(양산) 1978061400958, F4(대전) 19960242067247 영업장의 명칭 및 소재지 롯데웰푸드(주) 서울시 영등포구 양평로 19길 19 원재료명 준초콜릿, 설탕, 가공유지(싱가포르산), 혼합분유(싱가포르산), 코코아메스(유당), 밀가루(말:미국산, 캐나다산), 아몬드(미국산), 준초콜릿III(설탕, 혼합분유, 가공유지, 코코아메스, 유당), 설탕, 소트닝, 가공연유, 가공버터, 전분가공품, 맥아엑기스, 전지분골드1, 정제소금, 산도조절제3종, 기타과당, 혼합제제(말토덱스트린, 밀가루, 변성전분, 아세트인, 비타민B1염산염, 비타민C, 카제인나트륨, 알긴산프로필렌글리콜, 메틸 피-틸트-부틸피닐 아세테이트), 향료, 효소제, 효모
--

식품유형 초콜릿가공품 소비기한 밀면표기일까지(연.월.일) 품목보고번호 F2(양산) 19780614009498 영업장의 명칭 및 소재지 롯데웰푸드(주) 서울시 영등포구 양평로 19길 19 원재료명 준초콜릿I(설탕, 가공유지(싱가포르산), 혼합분유(싱가포르산), 코코아메스, 유당), 밀가루(말:미국산, 캐나다산), 준초콜릿III(설탕, 혼합분유(외국산), 가공유지(싱가포르산), 코코아메스, 유당, 지트(곡류가공품), 설탕, 소트닝, 가공연유, 가공버터, 전분가공품, 맥아엑기스, 전지분골드1, 정제소금, 산도조절제3종, 기타과당, 혼합제제(말토덱스트린, 밀가루, 변성전분, 아세트인, 비타민B1염산염, 비타민C, 카제인나트륨, 알긴산프로필렌글리콜, 메틸 피-틸트-부틸피닐 아세테이트), 향료, 효소제, 효모

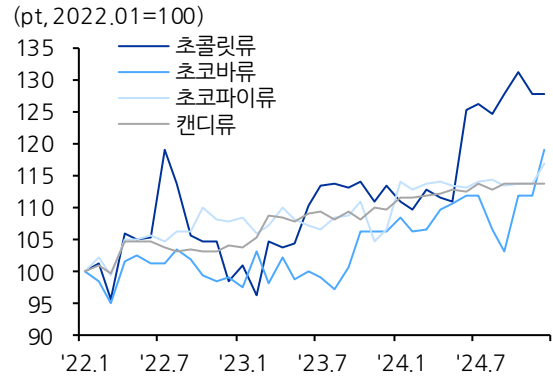
자료: 롯데웰푸드, 식약처, 유진투자증권

도표 244. 그러나 유지가격 상승으로 절감효과 제한적



자료: Bloomberg, 유진투자증권


도표 245. 국내 초콜릿/캔디 제품 가격 변동 추이



자료: 유진투자증권

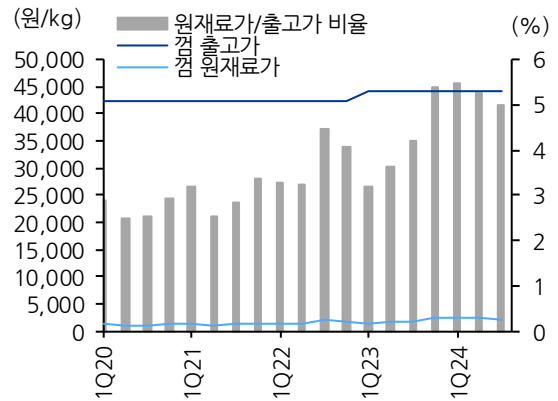
참고: 검은 데이터(시계열) 부족으로 제외

도표 246. 검은 크게 껌베이스+당류+향료로 구성

제품명 롯데 후레쉬민트 내용량 26 g x 1개 원재료명 설탕, 껌베이스(감미료(아세실 팜칼륨, 수크랄로스)), 포도당, 물엿, 향료 • 천연향료(페퍼민트오일) 0.01% 품목보고번호 19690086003321 제조 롯데월드(주) 서울시 판매원 영등포구 양평로21길 25 소비기한 후면표기일까지(연.월.일) • 우유, 복숭아, 돼지고기, 대두 혼입 가능 • 부정, 불량식품 신고는 국번없이 1399 • 소비자분쟁에 의한 피해보상 • 직사광선 및 습기를 피해 서늘한 곳에 진열하시고, 유통 중 변질품은 구입상점 및 본사에서 항상 교환해 드립니다. • 세부사항은 개별 제품을 참고하세요.	제품명 쥬시후레쉬 내용량 26 g x 1개 원재료명 설탕, 껌베이스(감미료(아세실 팜칼륨, 수크랄로스)), 포도당, 물엿, 향료 • 천연향료(스피아민트향) 0.06% 품목보고번호 19690086003320 제품명 롯데 스피아민트 내용량 26 g x 1개 원재료명 설탕, 껌베이스(감미료(아세실 팜칼륨, 수크랄로스)), 포도당, 물엿, 향료 • 천연향료(스피아민트향) 0.06% 품목보고번호 19690086003320  8 801062 858217 OTHER 고객지원센터 080-024-6060(수신요금부담)
--	---

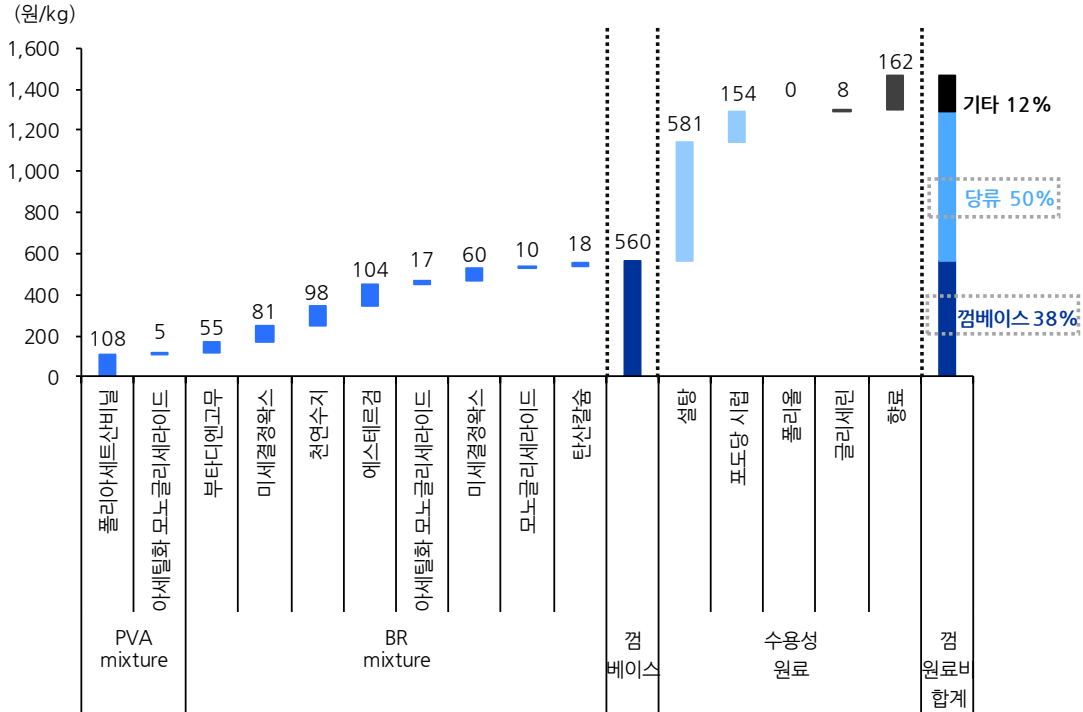
자료: 롯데월드, 유진투자증권

도표 247. 검은 원재료비가 차지하는 비중이 미미해 재료 가격 등락에 큰 영향을 받지 않음



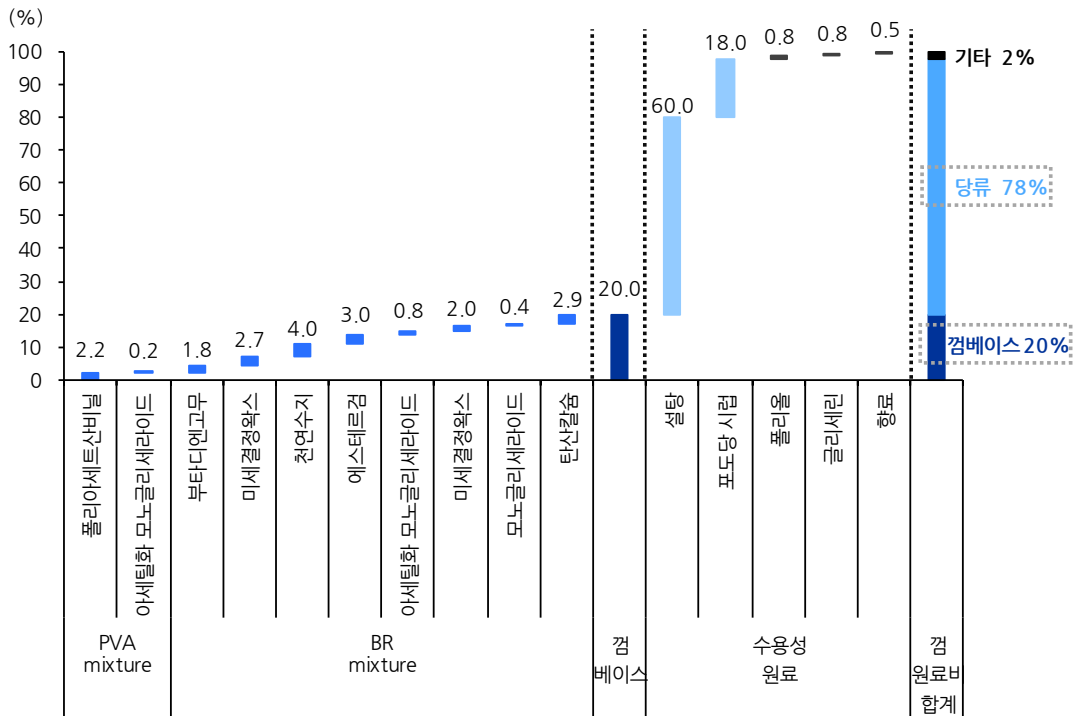
자료: 소비자물가정보, 유진투자증권

도표 248. 껌 가격 기준 원재료 비중 (2024.12 기준)



자료: KITA, 유진투자증권

도표 249. 껌 무게 기준 원재료 비중 (2024.12 기준)



자료: KITA, 유진투자증권

면류 스프레드(▲):
비용 소폭 하락

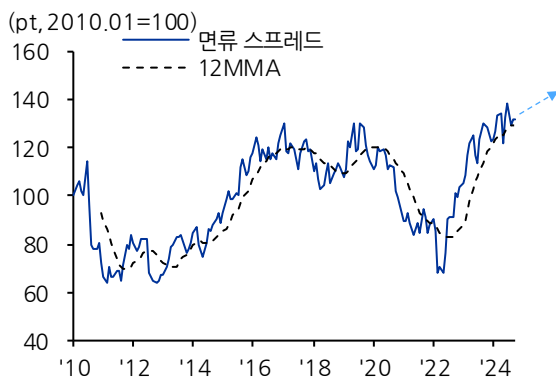
면류 스프레드는 강세를 전망한다. 면류는 생면, 숙면, 건면, 유탕면을 말한다. 관련 업체로는 **삼양식품, 농심, 오뚜기** 등이 있다. 핵심 원료는 소맥분(66%), 팜유류(15%), 감자전분(6%)이다. 팜유 가격이 상승하고 있으나, 이보다 4 배 이상 많이 투입되는 밀가루의 가격이 하락할 것으로 전망되고, 감자전분 가격 역시 안정되고 있다. 헬시 플레저 트렌드의 확산으로 건면에 대한 수요가 늘어나고 있는 점 또한 팜유 원료 가격 상승 부담을 일부 회피할 수 있는 요인이라는 것을 고려하면, 비용은 소폭 하락할 것이라 판단한다. 제품 가격 측면에서도 주요 제조사들이 10 년 이상에 걸쳐 꾸준한 라면 가격 인상을 통해 원가 부담을 전가시켜 왔음을 확인할 수 있다. 스프레드 강세가 유지될 것으로 전망한다.

도표 250. 식품공전상 면의 분류: 라면은 유탕면과 건면에 해당

유형	기준
생면	곡분 또는 전분을 주원료로 하여 성형한 후 바로 포장한 것이거나 표면만 건조시킨 것
숙면	곡분 또는 전분을 주원료로 하여 성형한 후 익힌 것 또는 면발의 성형과정 중 익힌 것
건면	생면 또는 숙면을 건조시킨 것으로 수분 15% 이하의 것
유탕면	생면, 숙면, 건면을 유탕처리한 것

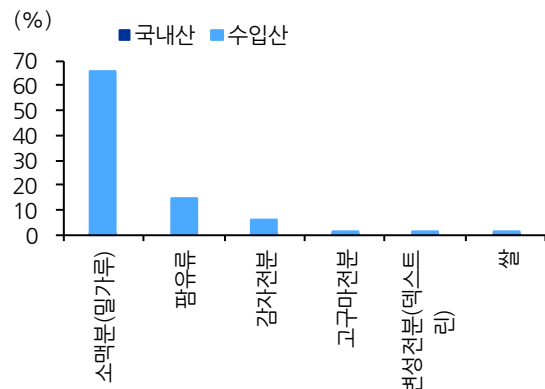
자료: 식품의약품안전처, 유진투자증권

도표 251. 면류 스프레드 (▲)



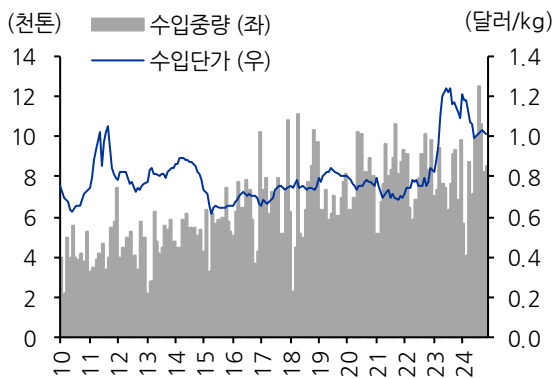
자료: 유진투자증권

도표 252. 면류 주요 원재료 및 사용량 비중



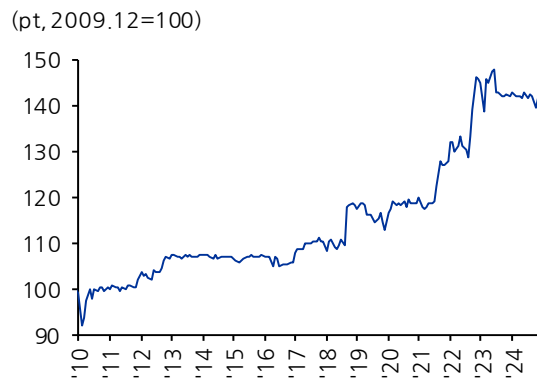
자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1 차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 253. 감자전분 수입



자료: 유진투자증권

도표 254. 국내 주요 국물라면 가격 추이



자료: 유진투자증권
참고: 삼양라면, 신라면, 진라면 순한맛 3종 평균

음료류 스프레드(▼):
비용 상승

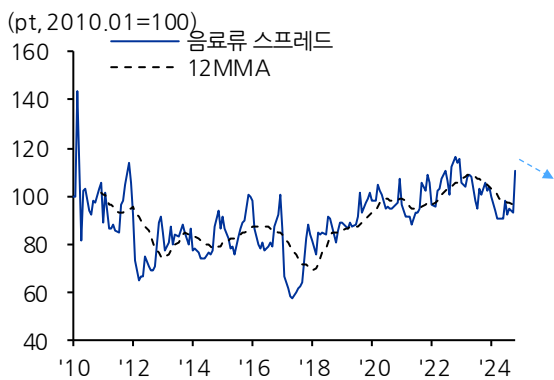
음료류 스프레드는 약세를 전망한다. 음료는 다(茶)류, 커피, 과채음료, 탄산음료, 우유, 발효음료, 인·홍삼음료 등으로 구분된다. 관련 업체로는 **롯데칠성음료, 동서식품, LG 생활건강** 등이 있다. 핵심 원료는 과당류(25%), 백설탕(24%), 농축과채즙(12%), 사과(9%), 감귤(7%), 대두(6%) 등이다.

액상과당은 주로 옥수수에서 추출한 전분을 원료로 한다. 현재는 옥수수 가격이 안정되어 있으나, 글로벌 수급 상황 고려 시 향후 옥수수 가격의 상승 위험이 존재한다고 판단한다. 원당의 경우 최근의 가격 급등으로 정제당 제품의 가격 인상이 예견된다.

전체 음료 생산액의 31%를 차지하는 커피의 핵심 원료인 원두 가격도 사상 최고가를 경신 중이다. 이는 주 산지인 브라질의 고온, 가뭄으로 2024/25 생산량이 예상을 하회했기 때문이다. 즉, **원재료 가격의 전방위적 상승에 따른 음료 스프레드 축소는 불가피하다.**

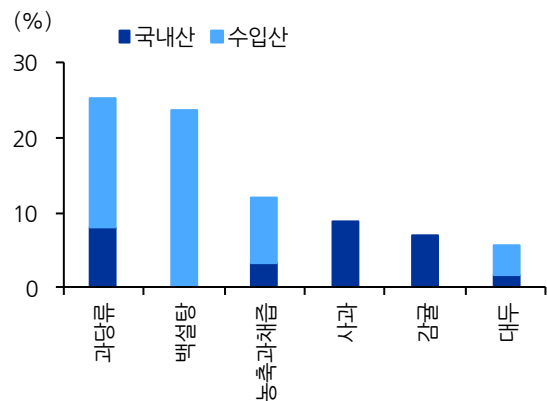
제품 가격 측면에서는, 최근 2년간 주스, 커피, 비타민음료의 가격 상승이 두드러졌으며, 이온음료, 탄산음료, 에너지음료, 우유의 가격은 상대적으로 완만한 상승폭을 보여줬다. 주스와 커피 제품을 중심으로 원가 부담 전가를 통한 스프레드 회복을 기대한다.

도표 255. 음료류 스프레드 (▼)



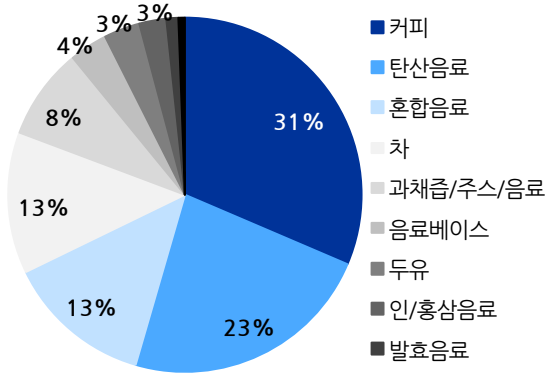
자료: 유진투자증권

도표 256. 음료류 주요 원재료 및 사용량 비중



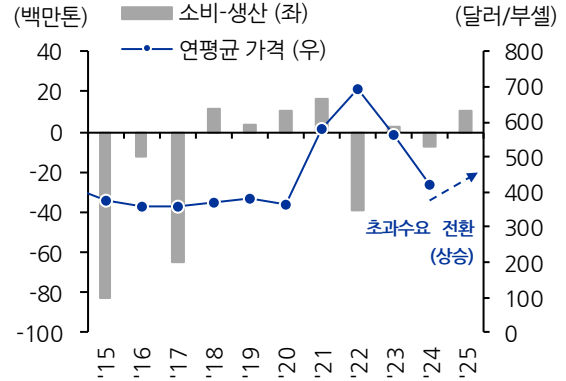
자료: 한국농수산물유통공사, 유진투자증권
참고: 1차가공을 거친 중간재도 최초 원산지를 기준으로 구분

도표 257. 음료류 세부 품목별 생산액 비중 (2023)



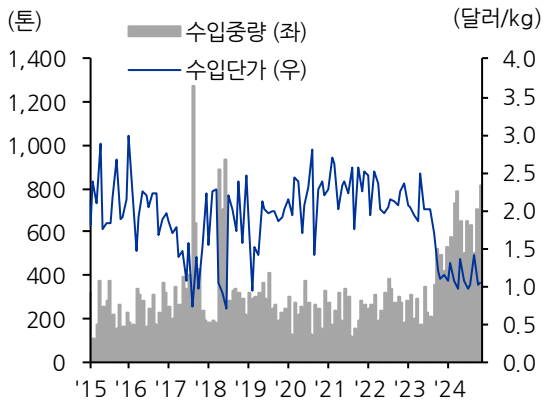
자료: 식약처, 유진투자증권

도표 258. 옥수수 수급 전망



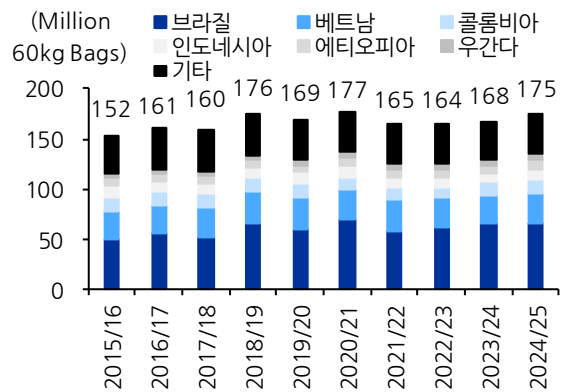
자료: USDA, 유진투자증권

도표 259. 액상과당 수입



자료: KITA, 유진투자증권

도표 260. 세계 커피 생산량 추이



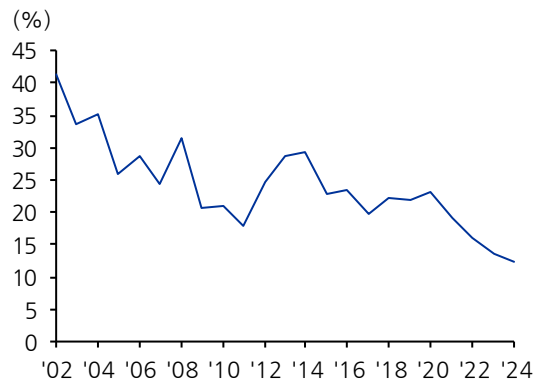
자료: USDA, 유진투자증권

도표 261. 커피 수출량 상위 국가 (2023/24)



자료: USDA, 유진투자증권

도표 262. 커피 기말재고율: 점차 낮아지는 추세



자료: USDA, 유진투자증권

도표263. 커피 원두 선물 가격 추이



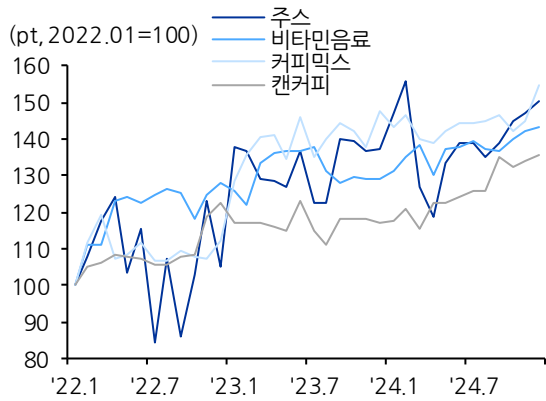
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표264. 오렌지주스 선물 가격 추이



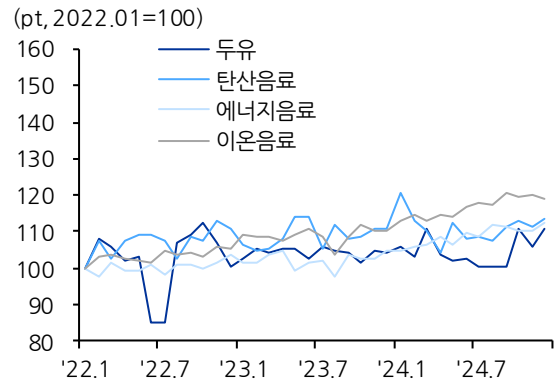
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표265. 국내 음료 제품 가격 추이: 상승폭 급격



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표266. 국내 음료 제품 가격 추이: 상승폭 완만



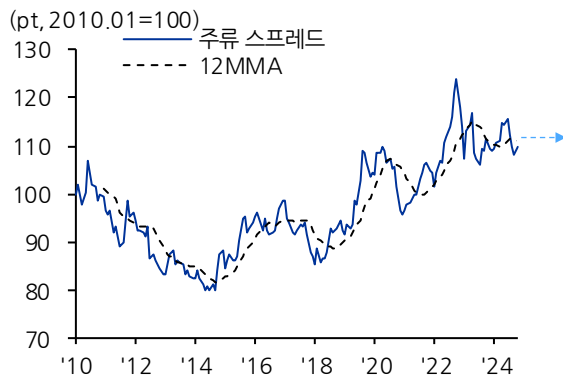
자료: KITA, 유진투자증권

주류 스프레드(▶): 주류 스프레드는 **현 수준에서 보합세를 전망한다.** 관련 기업으로는 **하이트진로, 비용 유지 롯데칠성음료** 등이 있다. 주류의 핵심 원료는 주정(76%), 보리(10%), 쌀(4%) **가격 유지** 등이다.

맥주 업체들은 맥아를 분쇄·당화·여과한 맥아즙에 홉 등을 첨가한 뒤 발효시켜 맥주를 만들며, 소주 업체들은 주정(대한주정판매 공급)에 물과 감미료를 첨가해 소주를 제조한다.

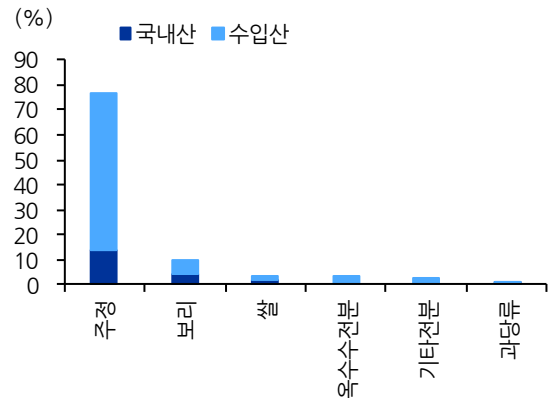
맥주의 경우, 호주, 덴마크 등지에서 수입하는 맥아의 수입단가가 하락 추세에 있고, 홉 가격은 박스권에서 등락을 거듭하고 있다. 소주에 사용되는 발효주정의 주 원료는 전분질 원료로 보리, 고구마, 타피오카(카사바) 등이다. 타피오카 가격에는 특이사항이 없다. 2022~2023년 대한주정판매의 주정가격 연속 인상으로 주요 주주(주정 제조업체)들의 실적이 크게 개선되었으므로 주정 가격 **추가 인상 가능성은 낮다고 판단하며,** 이 경우에는 소주 가격 인상 가능성도 마찬가지로 낮을 것이다. 종합하면, 주류 스프레드는 현 스프레드 수준을 유지할 것으로 전망한다.

도표 267. 주류 스프레드 (▶)



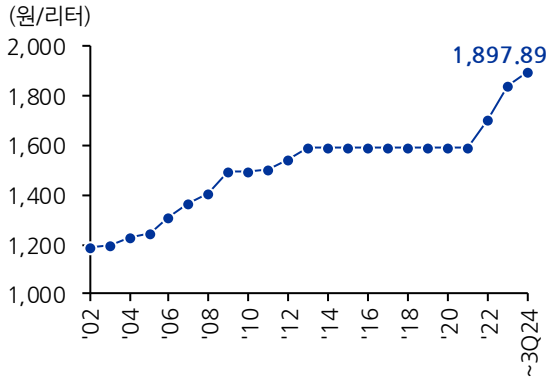
자료: 유진투자증권

도표 268. 주류 주요 원재료 및 사용량 비중



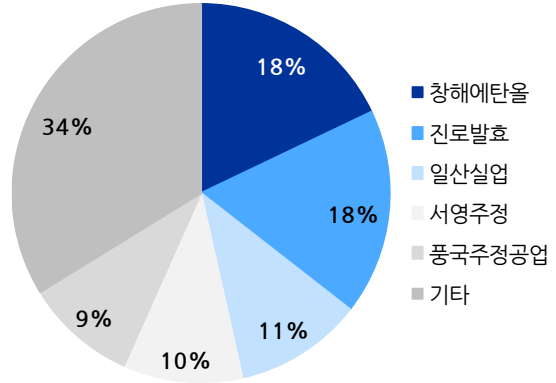
자료: 유진투자증권

도표 269. 하이트진로 주정 매입가격 추이



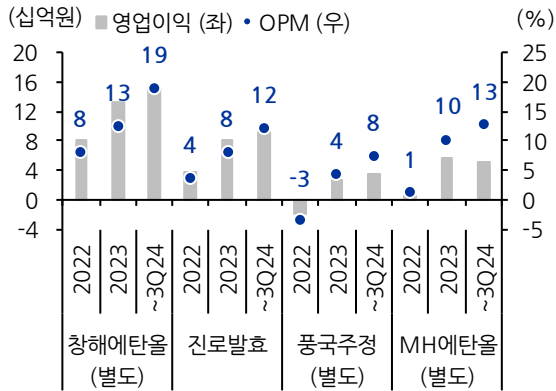
자료: Dart, 유진투자증권

도표 270. 대한주정판매 주요 주주 및 지분율 (3Q24)



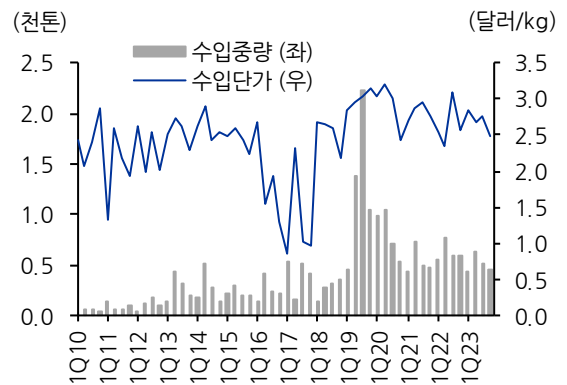
자료: Dart, 유진투자증권

도표 271. 주요 주정업체 실적 추이



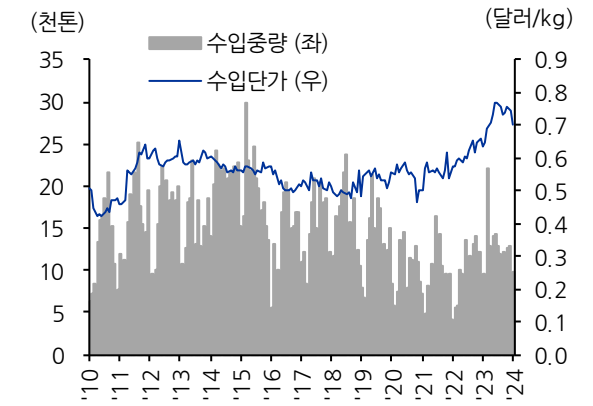
자료: Dart, 유진투자증권

도표 272. 타피오카 수입



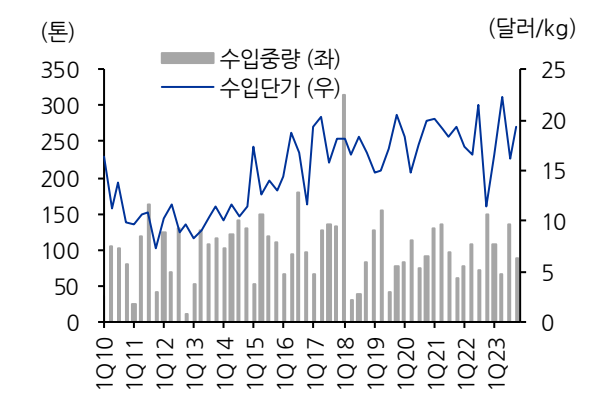
자료: KITA, 유진투자증권

도표 273. 맥아 수입



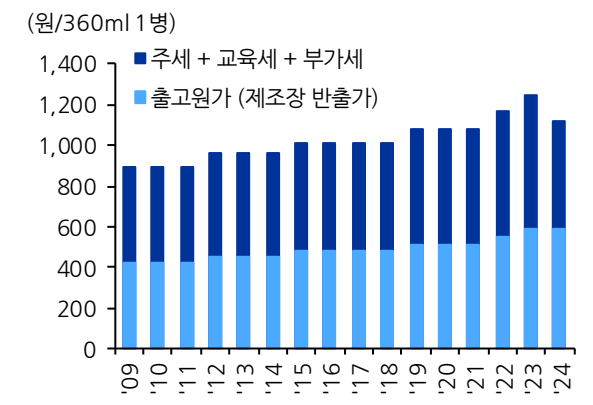
자료: KITA, 유진투자증권

도표 274. 홉 수입



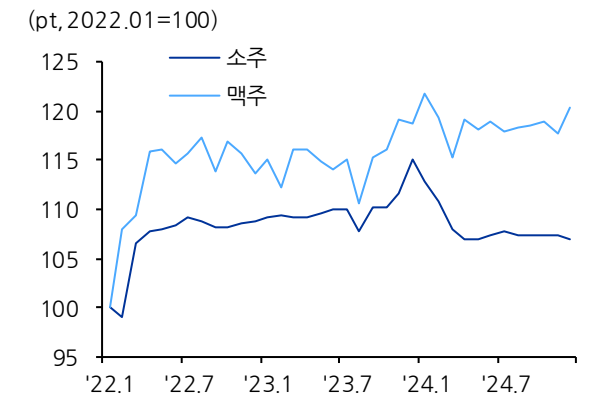
자료: KITA, 유진투자증권

도표 275. 하이트진로 참이슬 출고원가 추정



자료: Dart, 국세청, 언론, 하이트진로, 유진투자증권

도표 276. 국내 소주, 맥주 제품 가격 추이



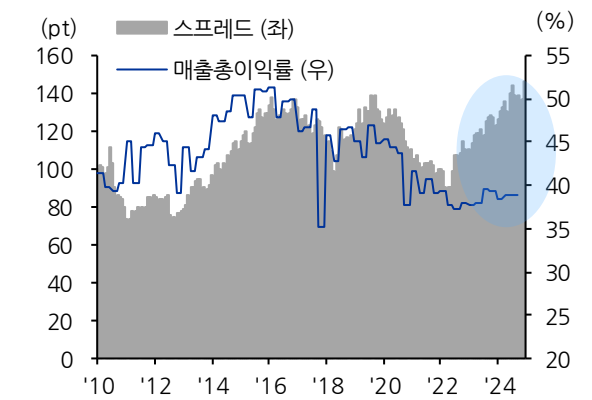
자료: 유진투자증권

결론: 원가 스프레드를 통해 본 개별 기업별 수익성

앞서 구한 품목별 스프레드를 이용, 주요 업체의 매출 비중에 따라 가중평균하여 산출한 개별 기업별 스프레드는 아래와 같다. 마찬가지로 부재료 영향은 제외하였다. 주목할 점은, **오리온 및 농심의 매출총이익률과 스프레드 간 차이가 크게 벌어지고 있다**는 것으로, 향후 수익성이 정상 수준으로 회귀함에 따른 실적 상승을 기대한다.

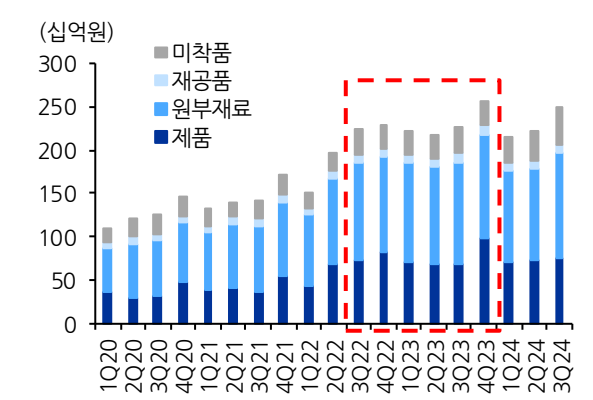
오리온의 스프레드와 매출총이익률 간 괴리 확대는 ①2022년 9월 이후 2년간 국내 제품 가격을 동결한 것과 ②2022~2023년 원료 가격 급등기에서 각 사이트별 넉넉한 재고관리로 공급충격에 대비하며 급증한 고원가 재고, ③생산직 급여액 증가(2년간 +13~14% yoy)에 따른 인건비 부담 등이 종합적으로 영향을 미친 결과라고 판단한다. 지난 12월의 가격 인상(국내 제품 13종의 가격을 10.6% 인상)과 향후 해외 가격 추가 인상 가능성을 고려했을 때, 최근의 팜유 가격 상승에도 불구하고 동사 수익성은 다시 스프레드와 일정 수준 동행할 것이라 전망한다.

도표 277. 오리온 가중평균 스프레드



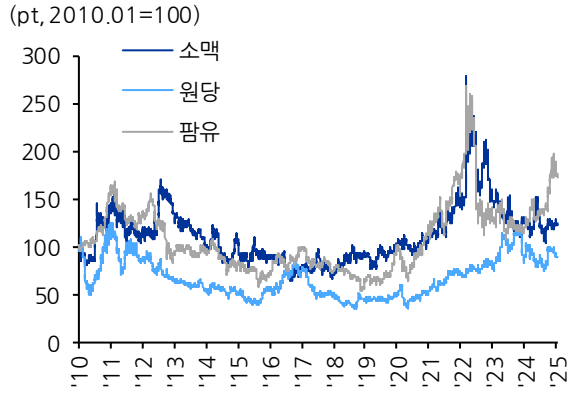
자료: 유진투자증권

도표 278. 오리온 재고재산



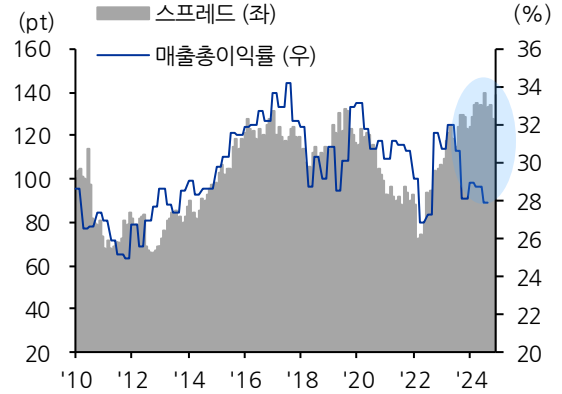
자료: 유진투자증권

도표 279. 주요 원재료 가격 추이



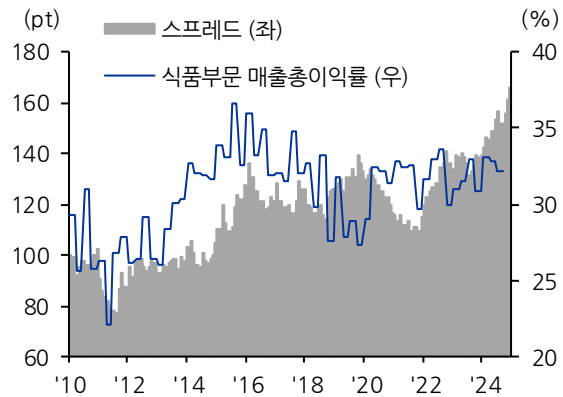
자료: 유진투자증권

도표 280. 농심 가중평균 스프레드



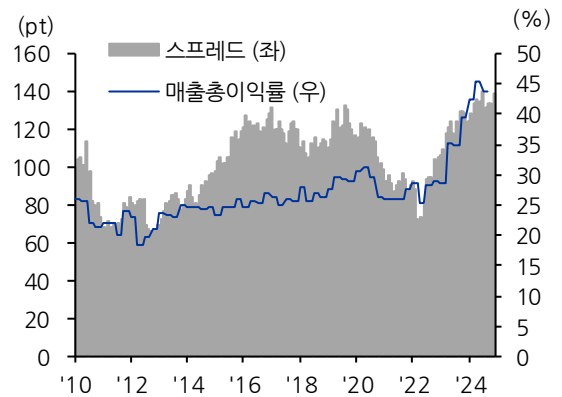
자료: 유진투자증권

도표 281. CJ제일제당 식품부문 가중평균 스프레드



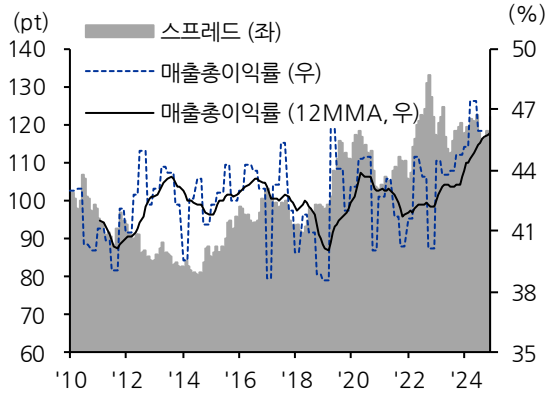
자료: 유진투자증권

도표 282. 삼양식품 가중평균 스프레드



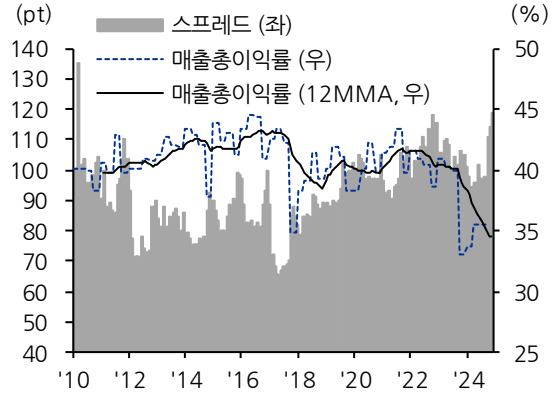
자료: 유진투자증권

도표 283. 하이트진로 가중평균 스프레드



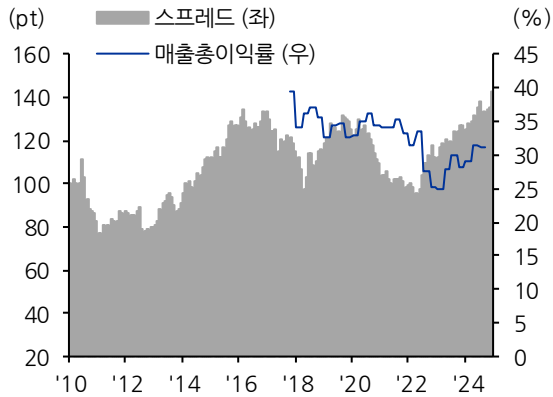
자료: 유진투자증권

도표 284. 롯데칠성 가중평균 스프레드



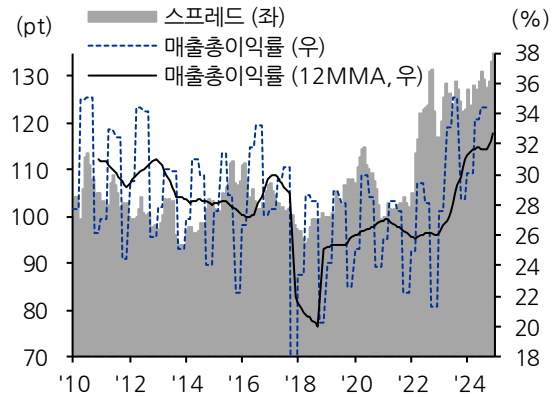
자료: 유진투자증권

도표 285. 롯데웰푸드 가중평균 스프레드



자료: 유진투자증권

도표 286. 빙그레 가중평균 스프레드



자료: 유진투자증권

투자 매력도 순위

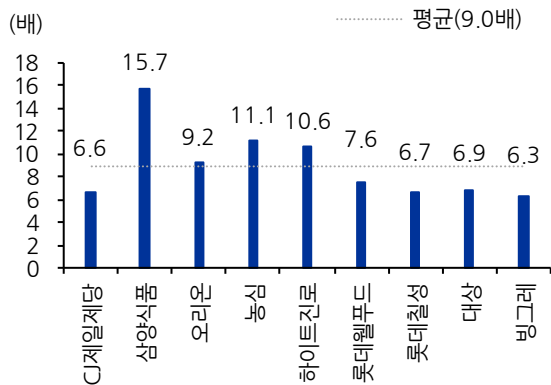
최선호 기업으로 오리온을 제시한다. 2020년대 트렌드인 분모 최소화와 분자 극대화에 부합하는 SKU를 적극적으로 출시하고 있고, 수익성과 스프레드의 괴리가 가장 확대되어 있는 업체이기 때문이다. 실속형 제품을 통해 가성비 수요에 대응하면서 적극적인 신제품 출시로 트렌드에 부합하고자 하는 시도를 많이 만들어낼 수 있는 오리온의 외형 성장이 부각될 것이라 전망한다.

도표 287. 커버리지 기업 투자 매력도 순위

기준		삼양식품	C제일제당	오리온	농심	롯데웰푸드
외형	저가 SKU	-	-	●	-	-
	Flavorextension	-	▲	●	●	●
수익성	당사 추정 GPM 스프레드 기반	-	-	●	●	-
Top-pick				✓		

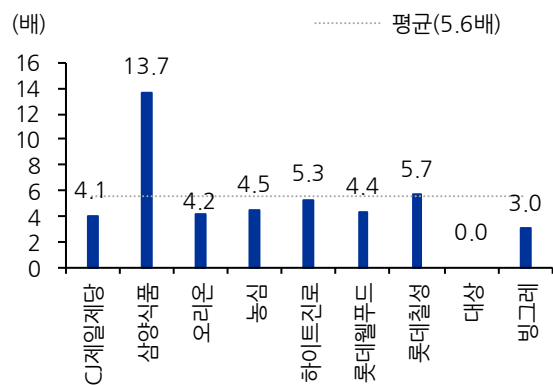
자료: 유진투자증권

도표 288. 12MF PER



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 289. 12MF EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 유진투자증권

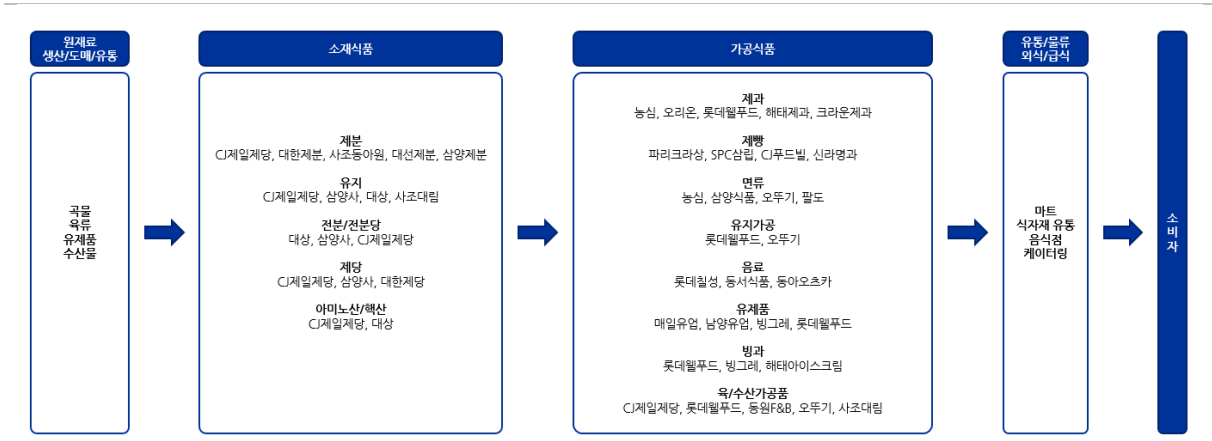
Appendix.

국내 음식료 산업의 밸류체인과 특징

밸류체인

국내 음식료 업종은 크게 ①원재료를 가공하여 중간원재료인 밀가루, 유지, 설탕 등을 제조하는 소재가공업과 ②이를 이용해 각종 가공식품을 생산하는 식품가공업으로 나눌 수 있다.

도표 290. 음식료 업종 밸류체인 (업체별)



자료: 유진투자증권

국내 식품가공업체들의 국산원료와 수입원료의 사용량 비중은 각각 32%, 68%로(2022년 기준), 국산 원료는 주로 조달이 용이하거나 소비자의 원산지 민감도가 높은 경우 사용되며, 필요한 물량과 신선도 등 품질 조건 확보가 용이한 산지 직구매 비중이 가장 높다(36.9%). 수입 원료는 주로 저렴한 단가에 조달이 가능해 사용되며, 대부분 직수입(36.4%), 수입상사(26.8%), 중간도매/벤더업체(18.4%) 경로를 통해 조달된다.

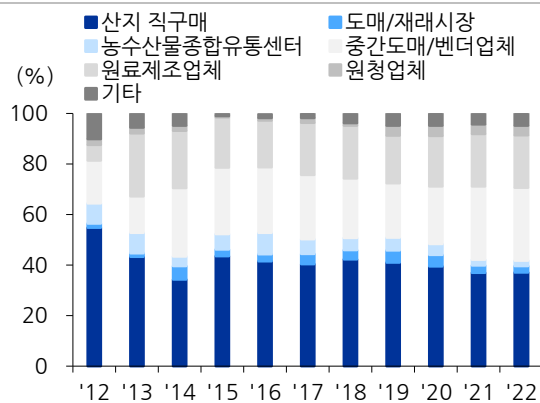
이후, 생산된 식품은 직영영업소(19.9%), 대리점(19.8%), 대형/중소유통업체(20.8%)를 통해 판매되거나 중간원료로서 다시 제조업체에 납품(17.6%)된다.

도표 291. 식품제조업 소비 흐름도 (2022년 기준)



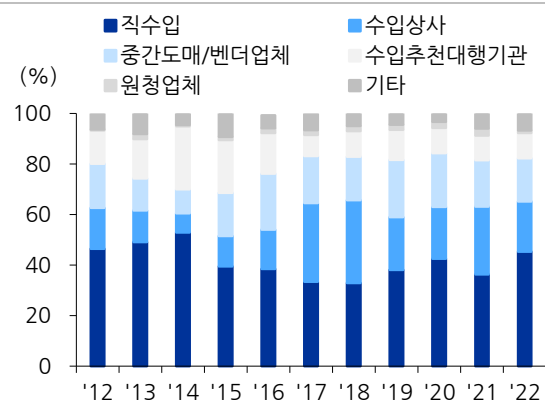
자료: 식품산업통계정보, 유진투자증권

도표 292. 국산원료 조달경로



자료: 식품산업통계정보, 유진투자증권

도표 293. 수입원료 조달경로



자료: 식품산업통계정보, 유진투자증권

특징

국내 음식료 산업의 주요 특징은 낮은 경기민감도(필수소비재)와 내수 성장률, 낮은 대체가능성(기술변화의 위험 低, 진입장벽 高), 하방 경직적 판가, 국제 농산물 가격/환율/운임에 대한 높은 민감도로 요약이 가능하다.

국내 음식료 산업은 비교적 안정적인 매출을 창출하며 진입 장벽이 높아 독과점이 형성되어 있는 성숙기 산업으로서, 신규 성장 동력 확보를 위해서는 해외시장 진출이 필수적이다. 또한, 정부의 식품 가격 규제(민생안정)로 인한 가격 인상 억제 압력이 상시 존재하는 한편, 원료가격 변화에 따른 매출원가 변동성이 커 국제 곡물가격의 변동이 기업 수익성에 미치는 영향이 지대하다. 즉, 국내 음식료 기업의 수익성은 아래와 같은 함수로 요약 가능하다.

$$\text{국내 음식료 기업 수익성} = f(\text{수출성장, 국제 곡물가격, 환율, 운임} \dots)$$

경기민감도
및 내수성장률 低

식품은 필수소비재로서 경기 변화에 대한 민감도가 낮아 수요 기반이 매우 안정적이다. 그러나, 인구 증가에 따른 양적 성장에 의존하는 특성을 지녀 인구증가율 둔화 구간에 들어선 선진국의 음식료 산업은 내수성장률이 낮다.

대체가능성 低

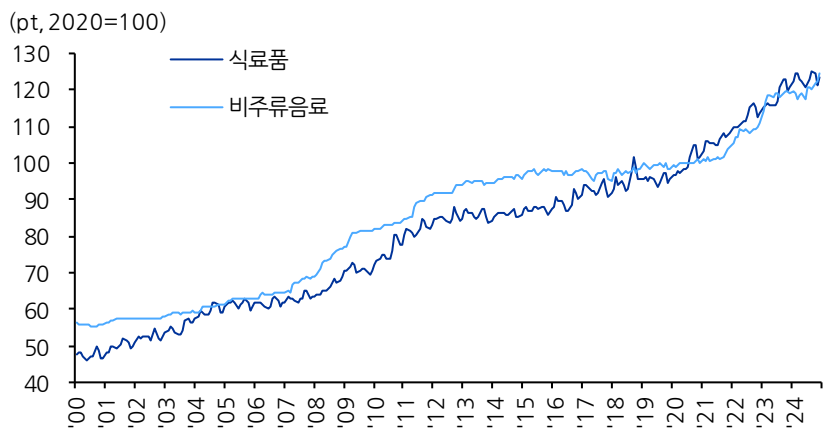
음식료 산업은 초기 대규모 설비 투자와 유지보수, 위생관리, 품온(상온/냉장/냉동)별 유통·물류 시스템 확보 등 초기 진입 장벽이 높은 편이며, 기술 변화의 위험이 낮아 시장 내 핵심 참여자들이 특정 제품군에 대해 독과점을 형성한 경우가 많다.

도표 294. 핵심 참여자들이 특정 식품 카테고리에 대해 독과점 형성

(십억원)	전체 국내판매액	M/S 1위기업	M/S 2위 기업	M/S 3위 기업	M/S 4위 기업	M/S 5위 기업	M/S 1~5위 합	국내판매액 대비 (%)
과자/빵/떡류	8,987	739	732	447	403	337	2,657	29.6
빙과류	370	92	45	42	18	17	214	57.8
코코아가공품/초콜릿류	1,005	260	212	174	48	32	726	72.2
식용유지류	3,273	570	383	373	324	172	1,823	55.7
면류	3,546	1,342	524	340	253	119	2,578	72.7
음료류	11,054	2,181	1,196	1,053	339	287	5,057	45.7
조미식품	6,152	695	284	204	148	93	1,424	23.1
주류	5,760	2,021	1,451	596	120	103	4,292	74.5
수산가공식품류	6,265	594	110	110	103	91	1,007	16.1

자료: 식약처, 유진투자증권
참고: 2023년 기준

도표 295. 식품 물가의 하방경직성



자료: 한국은행, 유진투자증권

국제 농산물 가격, 환율, 운임에 대한 민감도 高

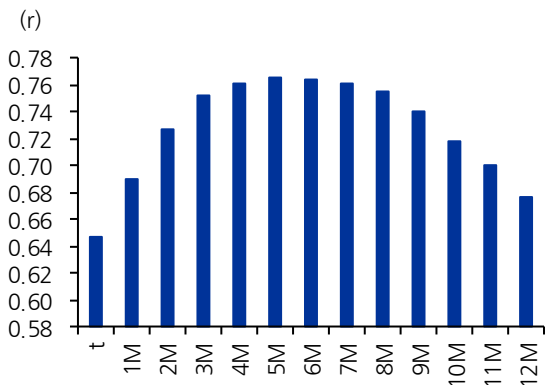
국제 농산물 가격, 특히 곡물 가격은 음식료 기업의 매출원가에서 큰 비중을 차지하고 있다. 일반적으로 국제 곡물가격이 국내 수입 가격으로 반영되는 데에는 1~2 개 분기의 시차가 존재하며, 이것이 식품 가공 기업들의 투입원가로 반영되는 것까지 고려 시 2~4 개 분기의 시차가 발생한다.

기업들은 높아진 투입원가를 제품 가격 인상을 통해 소비자에게 전가하기까지 축소되는 마진스프레드로 인해 실적이 훼손되는 경향을 보인다. 반대로, 국제 곡물가격 안정 시 하락세로 돌아선 곡물 가격이 가격 인하 압박으로 나타나기까지에도 상당한 시차가 발생하며, 인하 시점까지 미리 인상해 둔 제품 가격 효과로 인해 실적이 개선된다.

그러나, 원료가 인상분을 적시에 모두 전가하기는 어려우므로 농산물 가격의 지속 상승 국면에서 가공 업체들의 수익성이 하락하는 현상이 발생한다. 반면, 원료 가격이 하락해도 이것이 제품 가격에 잘 반영되지 않는 식료품의 특성상 농산물 가격이 하락할 경우에는 수익성이 개선된다.

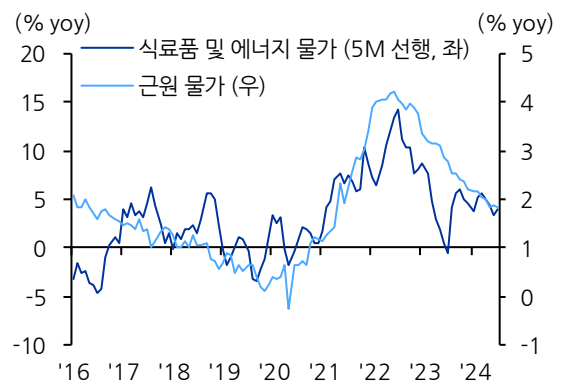
정리하면, 음식료 제조업은 국제 곡물가 상승 구간에서 ①일정 시차를 두고 원재료 투입단가가 상승하여 ②음식료 기업들의 수익성이 하락, 하락한 수익성은 ③제품 판가 인상을 통해 만회되며, 이후 ④국제 곡물가격이 하락 추세로 전환하면 다시 일정 시차를 두고 마진스프레드가 확대되는 사이클을 반복하는 특성을 지닌다. 국제 농산물 가격의 추이는 향후 주요 식품 투입원가의 변동 방향성을 제시하며, 이는 제조원가 스프레드와 유의미한 상관관계를 가지고 있어 국내 음식료 기업 수익성의 선행지표로서 중요한 의미를 가진다.

도표 296. 식료품/에너지물가-근원물가 시차 상관관계



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 297. 식료품/에너지물가 및 근원물가



자료: 통계청, 유진투자증권

곡물의 생산, 유통, 가격 변동 요인

생산과 유통

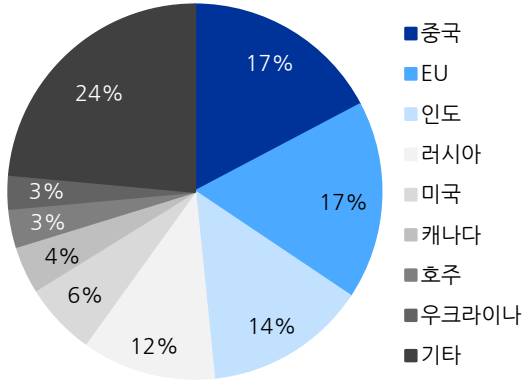
생산 지구상의 거의 모든 국가가 곡물을 재배하나, 생산량이 자국 내 수요를 상회하여 잉여 물량을 수출 가능한 국가는 미국, 캐나다, 브라질, 아르헨티나, 러시아, 우크라이나, 호주 등 일부 국가에 불과해 매우 한정적이다. 반면, 자국 내 생산물량으로 수요 대응이 불가능해 수입에 의존하는 곡물 수입국은 전세계에 넓게 분포되어 있다. 이는 공급 부족 사태 발생 시 곡물 가격 폭등을 유발할 수밖에 없는 구조이다.

밀(2023/24 Market Year 기준, 이하 동일)의 경우 세계 생산량은 7.9 억톤이며, 그중 EU와 중국이 각각 17%를, 인도가 14%를, 러시아가 12%를 담당하는 등 공급이 비교적 골고루 분산되어 있다. 세계 소비량은 8 억톤으로, 그중 중국이 19%를, 인도와 EU가 각각 14%를, 북아프리카가 6%를, 러시아가 5%를 소비한다. 세계 수출량은 2.1 억톤으로, 러시아가 세계 수출량의 24%를, EU가 17%를, 미국과 호주가 각각 9%를, 우크라이나가 8%를, 아르헨티나와 카자흐스탄이 각각 5%를 담당한다. 소맥은 품종이 다양해서 수입국마다 선호도가 다르다.

옥수수의 경우 세계 생산량은 12.3 억톤이며, 그중 32%를 미국이, 23%를 중국이, 나머지를 브라질, 아르헨티나, 우크라이나 등이 생산한다. 세계 소비량은 12.1 억톤으로, 그중 26%를 미국이, 25%를 중국이, 나머지를 브라질, EU, 동남아, 멕시코 등이 소비한다. 세계 수출량은 2.2 억톤으로, 미국과 브라질이 각각 세계 수출량의 26%를, 아르헨티나가 21%를 담당한다. 중국과 EU의 경우 주요 생산국이면서도 수입에 의존하고 있으며, 우리나라와 일본, 그리고 이집트의 경우 생산량에 비해 소비량이 월등히 높아 대부분을 수입에 의존한다.

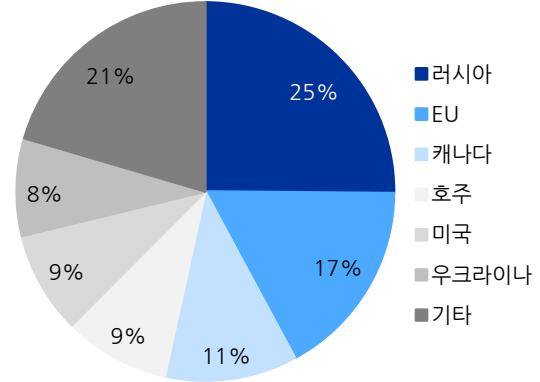
대두의 경우, 세계 생산량은 4 억톤이며, 그중 39%를 브라질이, 29%를 미국이, 13%를 아르헨티나가 생산한다. 세계 소비량은 3.8 억톤으로, 그중 32%를 중국이, 17%를 미국이, 15%를 브라질이, 11%를 아르헨티나가 소비한다. 세계 수출량은 1.7 억톤으로, 브라질이 세계 수출량의 59%를, 미국이 30%를 담당한다. 중국의 높은 대두 수입의존도 및 수입량은 과거부터 중국의 약점으로 꼽혔을 정도로 중요한 문제이다.

도표 298. 주요국 밀 생산 비중 (2023/24)



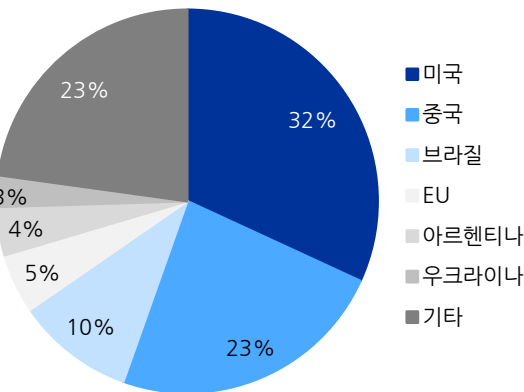
자료: USDA, 유진투자증권

도표 299. 주요국 밀 수출 비중 (2023/24)



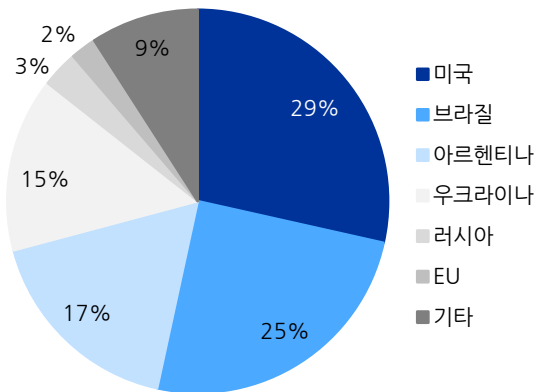
자료: USDA, 유진투자증권

도표 300. 주요국 옥수수 생산 비중 (2023/24)



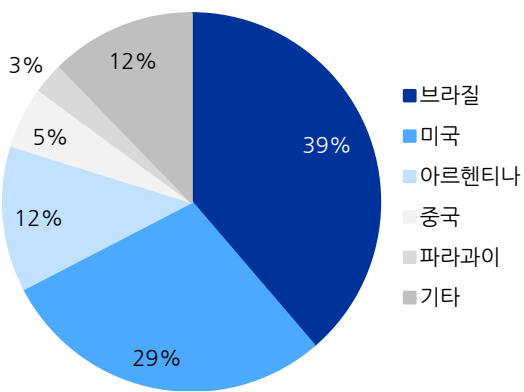
자료: USDA, 유진투자증권

도표 301. 주요국 옥수수 수출 비중 (2023/24)



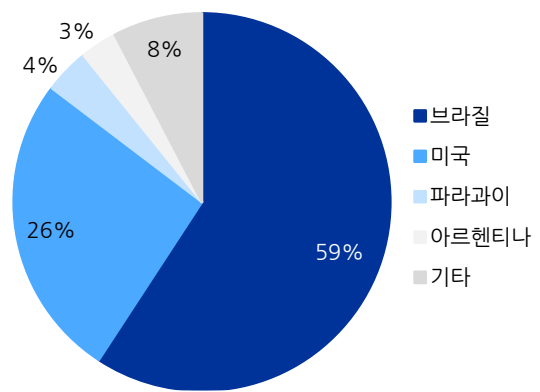
자료: USDA, 유진투자증권

도표 302. 주요국 대두 생산 비중 (2023/24)



자료: USDA, 유진투자증권

도표 303. 주요국 대두 수출 비중 (2023/24)



자료: USDA, 유진투자증권

유통/수출입 곡물의 유통 과정은 생산 농가에서부터 시작된다. 농가는 단순히 곡물을 생산하
기만 하는 것이 아니라 곡물 판매상의 역할을 수행하기도 하기 때문이다. 농가는
입도선매(立稻先賣)의 형식으로 선물거래소나 대형 공급업체에 곡물을 판매하거
나 수확 후 일부 물량을 인근 곡물 저장소(On-Farm Storage)에 넘기고, 이외 물
량은 농가 내에 보관하다가 높은 가격에 판매한다.

이후, 중간 유통 형태의 곡물 집하장에서는 매입한 곡물의 품질을 검사하고, 등
급을 나누어 필요 시 건조·소독하여 수출업자에게 판매하거나 내수용으로 곡물
가공 업체 및 사료 업체에 처분한다.

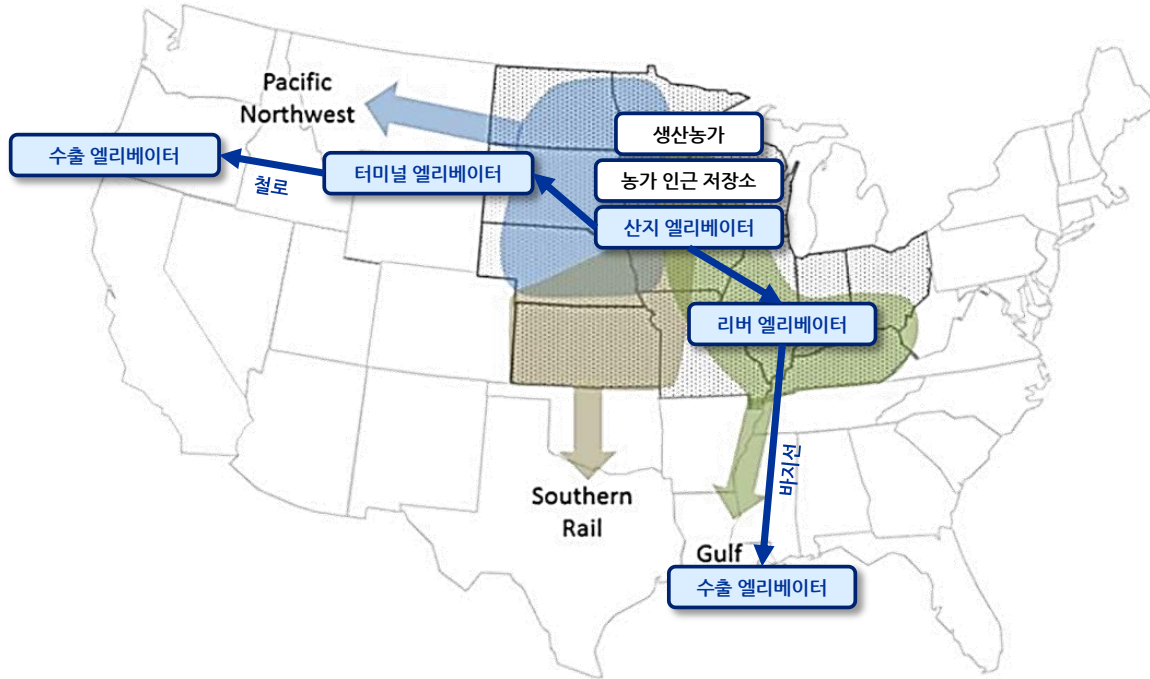
국가별로 곡물 유통 저장소의 운용 형태나 구조는 상이하나, 유통 방식은 유사하
다. 미국의 경우, 생산 농가 → 농가 인근 저장소 → 산지 엘리베이터 → 터미널
· 리버 엘리베이터 → 수출 엘리베이터 순서로 유통된다. ①산지에서 미시시피
강을 이용해 바지선으로 남부 걸프 해안까지 도달하는 경로와 ②산지에서 철로
로 운송되어 북서부 태평양 수출항(PNW)까지 도달하는 경로가 대표적이다
(2023년 곡물 수출량 기준 Gulf 1,846 만톤, PNW 746 만톤). 이외에 ③산지에
서 내륙 운송을 통해 텍사스 항까지 운송되는 경로와 ④육상으로 멕시코 국경을
통과하는 경로 등이 존재한다.

도표 304. 곡물 시장의 유통 구조

서비스 대행업체 <ul style="list-style-type: none"> • 파종 • 농약살포 • 수확 • 저장 		바이오연료회사 사료회사		수입업체
▼		▲		▲
농가 <ul style="list-style-type: none"> • 파종 계획 • 자재 구매 • 생산 • 저장 • 종자 보존 	▶	곡물 집하장 <ul style="list-style-type: none"> • 곡물 수매 • 품질 검사 • 등급 분류/혼합 • 건조/저장/소독 	▶	항구 터미널 <ul style="list-style-type: none"> • 품질 조사 • 등급 분류/혼합 • 저장/소독 • 선적
▲		▼		
농자재 제공회사 <ul style="list-style-type: none"> • 종자 • 비료 • 농약 		식품 가공회사 착유회사		

자료: 성명환 외(2018), 유진투자증권

도표 305. 미국의 곡물 수출 시스템



자료: U.S. Grains Council, 유진투자증권

곡물 가격의 변동 요인

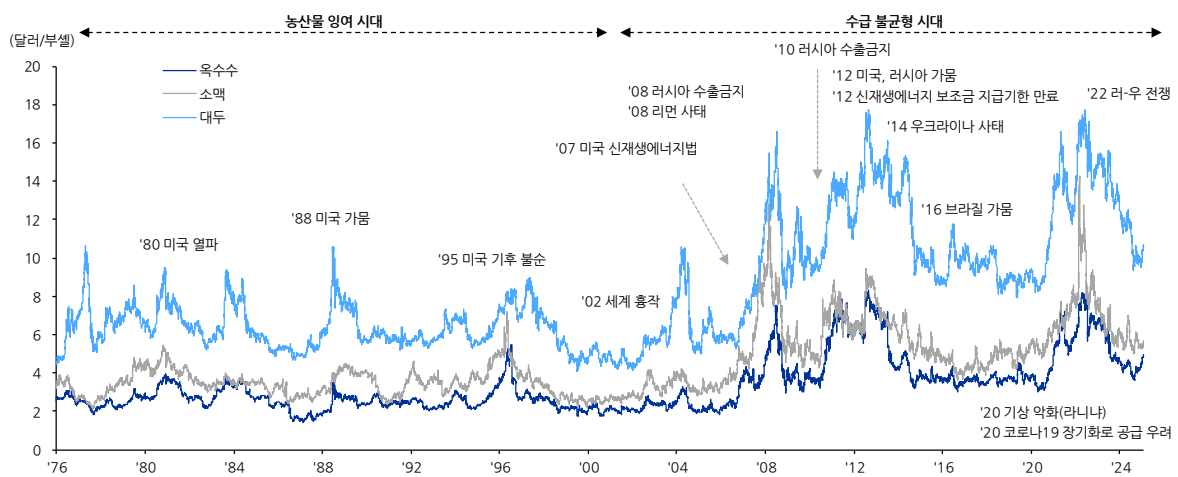
현대의 국제 곡물 가격은 과거와 같이 주요 생산국의 곡물 생산 여건에 따라 일정한 등락을 반복하는 패턴이 아닌, 기후, 수요, 투자 심리 등 다양한 요인이 반영된 미래 수급 상황에 대한 예측에 따라 급변하는 모습을 보인다.

①글로벌 인구 증가, ②국가 간 분쟁의 표면화, ③작황에 비우호적인 기후 변화 등은 국제 곡물의 수급이 타이트해지도록 만드는 요인이며, 이는 곡물 가격의 높은 변동성으로 나타나고 있다.

곡물 가격의 변동성 확대는 곧 가공업체들의 마진 스프레드가 변동함을 의미한다. 국제 곡물 가격이 상승하면 일정 시차를 두고 음식료 업체들의 수익성이 하락하고, 이를 제품 판가 인상을 통해 만회한 뒤 국제 곡물가격이 하락 추세로 전환하면 다시 마진스프레드가 확대되기 때문이다.

아래에서는 다양한 곡물 가격의 변동 요인을 크게 수급 요인과 수급 외 요인 2가지로 나누어 정리했다.

도표 306. 곡물 선물가격의 장기 추세와 가격변동 요인



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- ① 수급 요인 곡물 가격은 수급 상황의 변화에 민감하게 반응하는 특성이 있다. 우선 공급 측면에서는 주요 국가의 생산 시즌 초기(파종) 단계부터 수확에 이르기까지 기후와 토양 상태, 병해충 발생 여부 등에 의해 생산량과 품질이 결정되고, 이것이 곡물 가격에 직접적인 영향을 미친다. 주요 공급량 결정 지표로는 재배면적의 증감, 단위면적당 수확량(단수) 및 생육 상황이 있으며, 미국 농무부(USDA)가 주기적으로 발표하는 '세계 곡물 수급 전망 보고서(WASDE)'나 '곡물 작황 보고서(Crop Progress Report)' 등을 통해 생산량의 사전 예측이 가능하다. 따라서, 해당 보고서가 발표되는 시점에는 곡물 가격이 크게 변동한다.

도표 307. 전세계 3대 곡물 수급 전망

(단위: 백만톤)		생산	공급	교역	소비	기말 재고	비고	
소맥	2022/23	789.89	1,063.85	221.75	789.58	274.27		
	2023/24	791.02	1,065.29	221.22	797.83	267.47		
	2024/25E	11월	794.73	1,060.98	214.67	803.41	257.57	
		12월	792.95	1,060.36	213.65	802.47	257.88	
	1월	793.24	1,060.71	212.00	801.89	258.82	생산, 공급, 교역, 소비, 재고	
옥수수	2022/23	1,163.38	1,477.43	180.34	1,172.76	304.67		
	2023/24	1,230.01	1,534.68	192.04	1,217.22	317.46		
	2024/25E	11월	1,219.40	1,533.62	189.83	1,229.48	304.14	
		12월	1,217.89	1,534.11	193.04	1,237.66	296.44	
	1월	1,214.35	1,531.81	191.41	1,238.47	293.34	생산, 공급, 교역, 소비, 재고	
대두	2022/23	378.16	471.06	171.75	366.67	101.24		
	2023/24	394.97	496.21	177.62	384.29	112.38		
	2024/25E	11월	425.40	537.82	181.71	402.28	131.74	
		12월	427.14	539.30	181.97	403.64	131.87	
	1월	424.26	536.64	181.97	405.53	128.37	생산, 공급, 소비, 재고	

자료: USDA, 유진투자증권

도표 308. 미국 3대 곡물 수급 전망

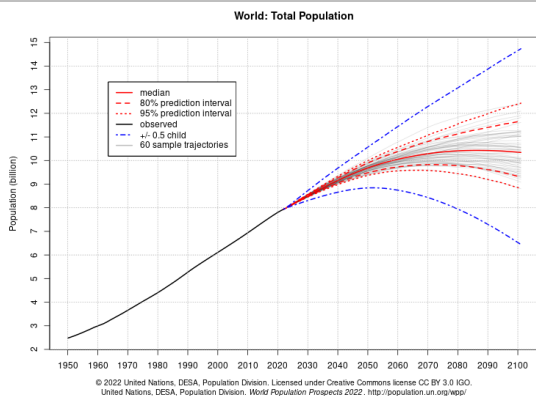
(단위: 백만톤)		생산	공급	교역	소비	기말 재고	비고	
소맥	2022/23	44.90	63.26	20.73	30.33	15.50		
	2023/24	49.10	64.60	19.24	30.16	18.95		
	2024/25E	11월	53.65	72.60	22.45	31.24	22.17	
		12월	53.65	72.60	23.13	31.24	21.63	
	1월	53.65	72.60	23.13	31.30	21.71	소비, 재고	
옥수수	2022/23	346.74	381.72	42.22	305.93	34.55		
	2023/24	389.67	424.22	58.23	321.92	44.79		
	2024/25E	11월	384.64	429.36	59.06	321.71	49.23	
		12월	384.64	429.36	62.87	322.98	44.15	
	1월	377.63	422.42	62.23	321.71	39.12	생산, 공급, 교역, 소비, 재고	
대두	2022/23	116.22	123.69	53.87	63.29	7.19		
	2023/24	113.27	120.46	46.13	65.58	9.32		
	2024/25E	11월	121.42	130.73	49.67	68.67	12.80	
		12월	121.42	130.73	49.67	68.67	12.80	
	1월	118.84	128.16	49.67	68.70	10.34	생산, 공급, 소비, 재고	

자료: USDA, 유진투자증권

곡물의 소비는 품목마다 용도별로 차이가 있으며, 주요국 내수 시장에서 소비량의 증감이 세계 곡물 가격에 큰 영향을 미친다. 곡물을 생산하여 잉여 재고를 축적하는 국가는 한정적인 데 반해 자급률이 낮아 수입에 의존하는 국가는 상당히 많고, 수출국의 내수 소비가 늘어나면 수출 여력과 기말 재고량이 동반 감소하면서 글로벌 수급이 불안정해지기 때문이다. 기말 재고량은 말 그대로 사용되지 않고 남아있는 물량을 뜻하며, 수급 상황에 급격한 변화가 발생할 때 완충 역할을 할 수 있다는 점에서 중요한 공급 요인 중 하나이다. 일반적으로 기말 재고량은 가격과 강한 음의 상관관계를 지닌다. 기말 재고량을 총수요량으로 나눈 것을 기말 재고율이라 하며, 이는 곡물 수급의 균형을 파악하는 척도가 된다.

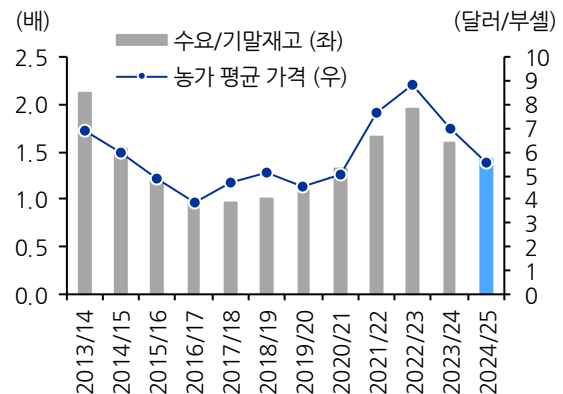
보다 장기적으로는, 각국의 곡물 수요는 인구에 영향을 받는다. UN 인구보고서에 따르면, 13년 후인 2037년에 글로벌 인구가 90억명에 도달한다. 세계 인구가 정점을 맞는 시기와 규모는 2086년 104억명이며, 2100년까지 이 수준이 유지될 전망이다.

도표 309. 글로벌 인구 전망



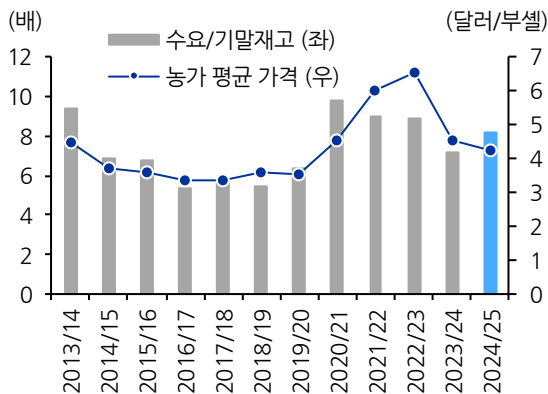
자료: 유진투자증권

도표 310. 미국 소맥 기말재고



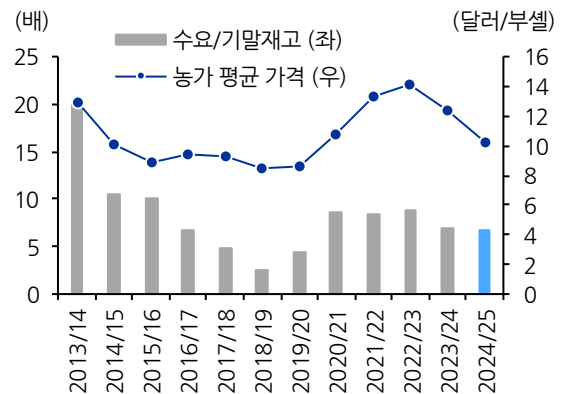
자료: 유진투자증권
참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

도표 311. 미국 옥수수 기말재고



자료: 유진투자증권
참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

도표 312. 미국 대두 기말재고



자료: 유진투자증권
참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

도표 313. 3대 곡물의 품목별 주요 소비 용도

품목	용도	비고
옥수수	사료용	-
	식용	-
	종자용	-
	산업용	주로 바이오에탄올 제조용
소맥	사료용	-
	제분용	-
	기타	-
대두	착유용	대두유 또는 바이오디젤 생산 착유 후 부산물(대두박)은 사료용으로 사용
	식용	-
	종자용	-

자료: 유진투자증권

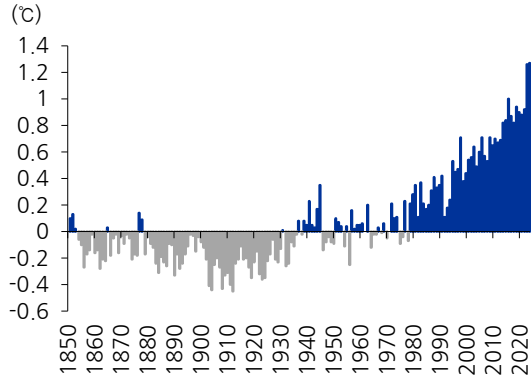
② 수급 외 요인

그 밖의 요인으로는 지정학적 위기, 환율, 경제, 증시, 에너지 가격, 기후 변화 등이 있다. 글로벌 기후 여건도 곡물가격 변동 요인 중 하나다. 2024년 8월 기준 지구 평균 표면온도는 1850년 대비 약 1.3℃ 상승하였는데, 지구 해양의 엄청난 규모와 열용량을 감안할 때, 이는 상당한 열이 누적되었음을 의미한다. 열에너지의 누적은 동식물의 서식지 범위를 변화시키고 있으며, 극지방의 반사성 얼음 및 눈을 녹여 온난화를 증폭시킨다. 보다 직접적으로는, 기상 이변이 곡물의 생산과 작황에 직접적으로 영향을 끼친다.

한국의 기후도 점점 따뜻해지고 있다. 국내에서 가장 흔한 곡물 중 하나인 벼를 예로 들면, 벼 출수(出穗) 후 기온이 매 1℃ 상승할 때마다 쌀의 외관품질이 2~3%, 식미치(밥맛)는 6%, 쌀 수량은 약 5%씩 하락하여 상품가치 및 생산성이 급격히 악화된다. 특히 늦겨울~초봄 기온이 따뜻할 경우 해충의 발육이 앞당겨져 병해충 피해를 키운다. 지속적인 고온의 환경은 가축의 사료섭취량 및 증체량 감소를 유발하며, 생식기능에 영향을 끼쳐 번식효율을 저하시키는 등 축산업 생산성에도 치명적이다.

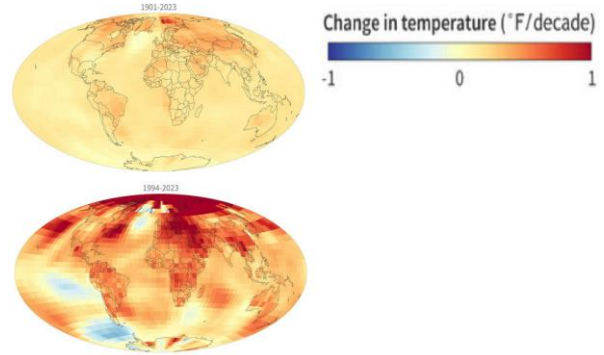
농촌진흥청 시뮬레이션에 따르면, 중간 수준의 기후변화 시나리오(SSP2-4.5)에서 강원도 산간을 제외한 남한 대부분의 지역이 21세기 후반기에 가까워질수록 아열대 기후로 변경되고, 주요 농작물 재배가능지가 확장할 전망이다.

도표314. 지구 평균 표면온도 변화 (1850~2024)



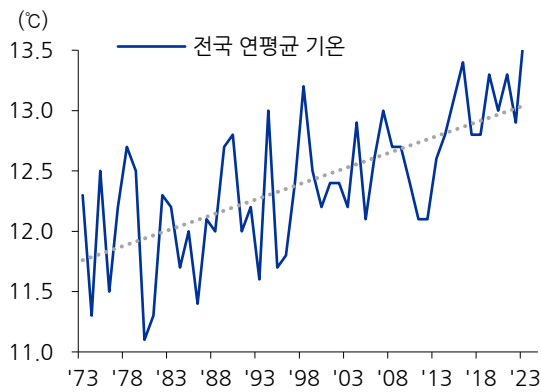
자료: NOAA, 유진투자증권

도표315. 장기 추세보다 급격히 빠른 30년 온도 변화



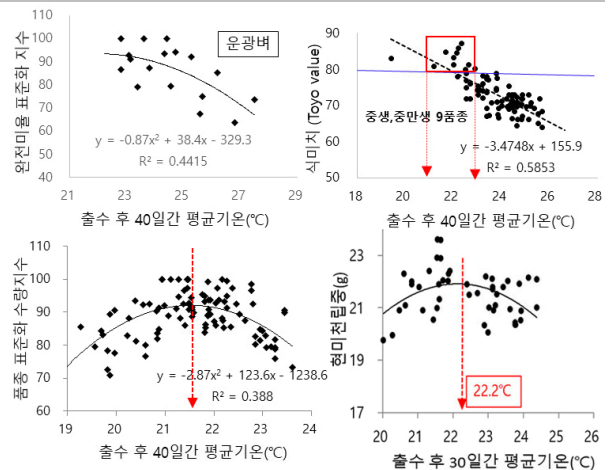
자료: NOAA, 유진투자증권

도표316. 한국 평균 기온도 점점 상승 중



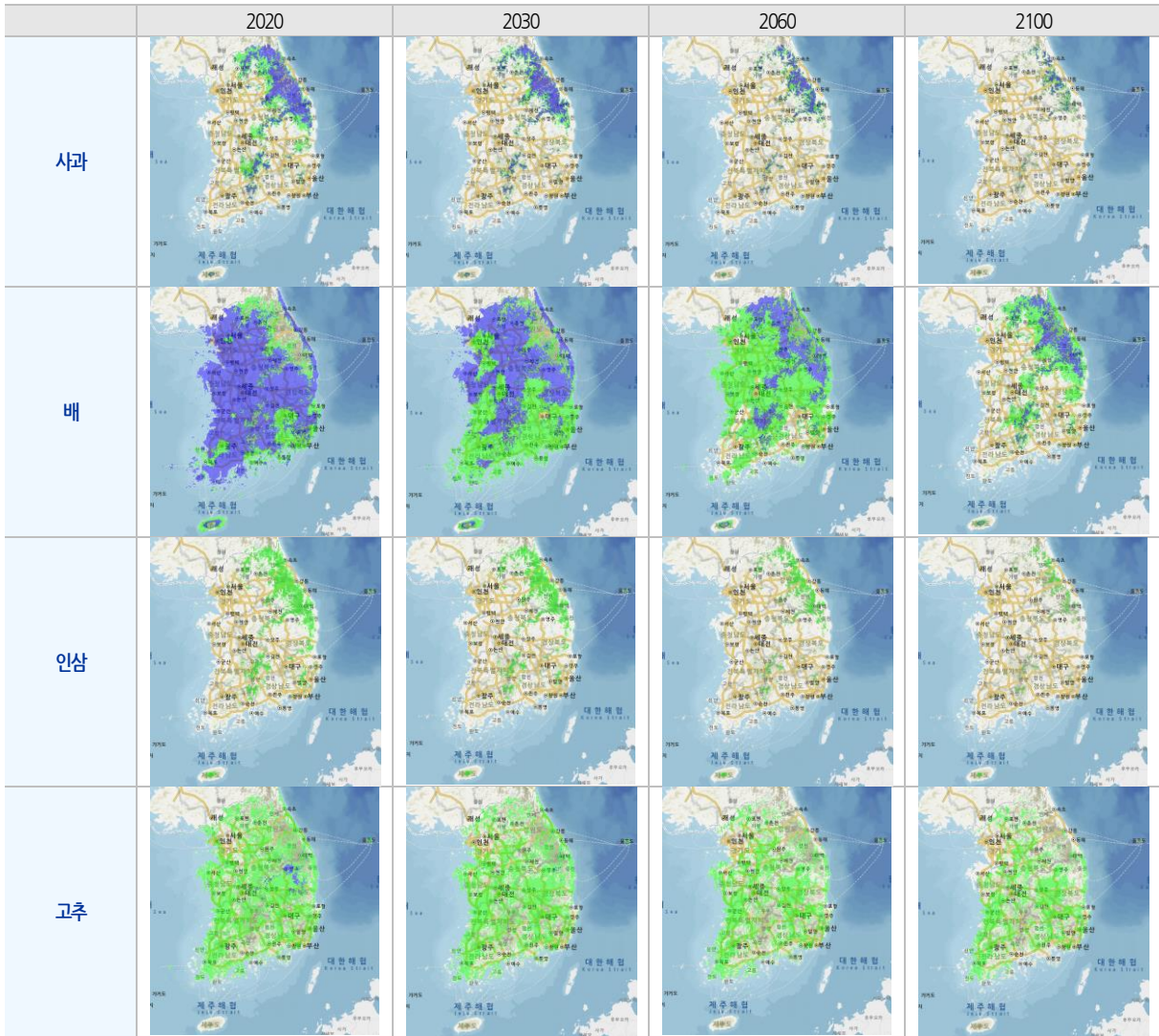
자료: 기상청, 유진투자증권

도표317. 등숙기 평균온도에 따른 쌀의 품질/생산성 변화



자료: 농촌진흥청, 유진투자증권

도표 318. IPCC SSP2-4.5 에 따른 주요 농산물 재배가능지 변동 예측 (녹색: 재배가능지, 청색: 재배적합지)



자료: 농촌진흥청, 유진투자증권

*SSP2-4.5: 기후변화 완화 정책 및 사회·경제 발전 정도가 중간 수준일 것으로 가정

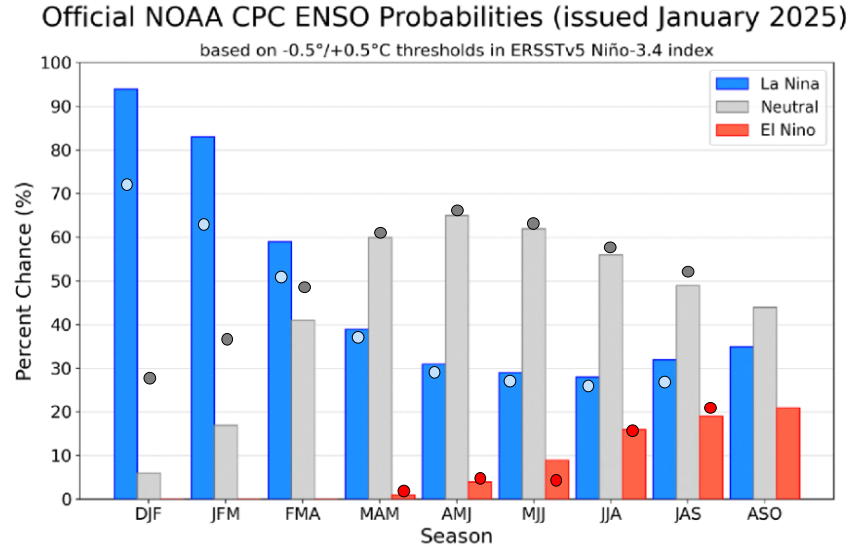
도표 319. 온난화는 축산업 생산성에도 치명적

		돼지		
	구분	수정 두수(두)	임신율(%)	배아 생존율(%)
인공수정	대조구	88	41	71±4
	고온스트레스 노출	77	29	48±5
자연교배	대조구	37	82	82±2
	고온스트레스 노출	40	59	79±4

		닭		
	환경 온도(°C)	난중(g)	난각강도(kg/cm)	난각 두께(mm)
	20	66.1	2.85	0.365
	25	64.1	2.81	0.357
	30	62.7	2.75	0.341
	35	59.8	2.26	0.315

자료: R. P. Wettemann and F. W. Bazer(1985), 축산위생연구소, 유진투자증권

도표 320. 엘니뇨/라니냐 발생 가능성 (●: 전월 전망치)



자료: NOAA, 유진투자증권

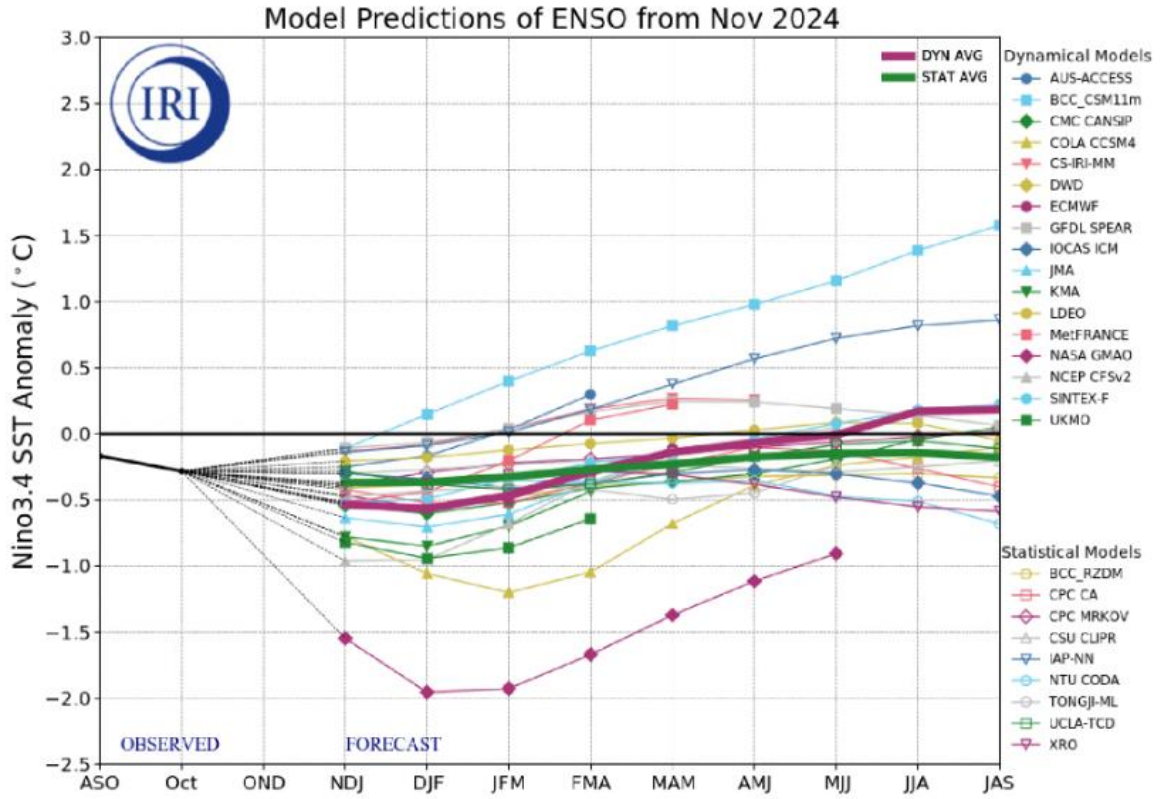
도표 321. Nino3.4 지역의 평년 대비 해수면 온도 전망 (24.12~25.10)

가능성(%)	≤-2.0℃	≤-1.5℃	≤-1.0℃	≤-0.5℃	≥0.5℃	≥1.0℃	≥1.5℃	≥2.0℃
24.12~25.02	~0	~0	5(▼)	94(▲)	~0	~0	~0	~0
25.01~25.03	~0	~0	12	83(▲)	~0	~0	~0	~0
25.02~25.04	~0	~0	6(▼)	59(▲)	~0	~0	~0	~0
25.03~25.05	~0	~0	3(▼)	39(▲)	1(▼)	~0	~0	~0
25.04~25.06	~0	~0	4	31(▲)	4(▼)	~0	~0	~0
25.05~25.07	~0	~0	5	29(▲)	9(▼)	1	~0	~0
25.06~25.08	~0	1	7(▲)	28(▲)	16	3	~0	~0
25.07~25.09	~0	2	11(▲)	32(▲)	19(▼)	5(▼)	1	~0
25.08~25.10	1	4	15	35	21	7	2	~0

자료: NOAA, 유진투자증권

참고: ▲, ▼는 전월 전망치 대비 증감을 의미

도표 322. 콜롬비아대 국제기후 및 사회연구소의 모델별 해수면온도 예측 결과



자료: IRI, 유진투자증권

참고: +0.5°C 이상일 때 엘니뇨, -0.5°C 이하일 때 라니냐

이익결정변수 점검

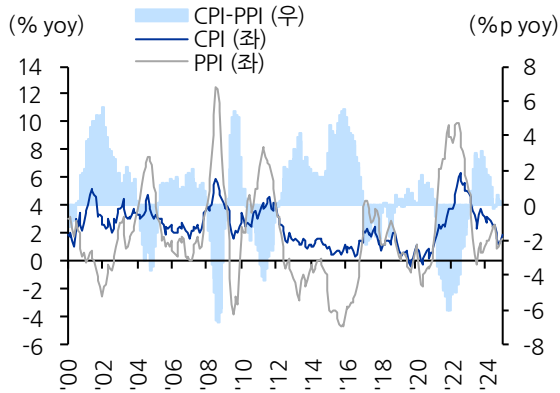
가격 세계적으로 경기 침체에 대한 경계의 목소리가 커지면서, 업체들이 물가 상승기에 높아진 생산원가 부담을 제품 판매 가격에 반영하고 있는지 점검이 필요하다.

소비자물가(%yoy)-생산자물가(%yoy) 스프레드를 통해 각 업종별로 곡물 등 원재료 가격 상승 부담을 제품가격으로 잘 전가하여 안전마진을 확보 중인지 확인할 수 있다. 0 에 가까운 스프레드는 원재료 가격 상승분을 제품가격에 반영하여 영향을 상쇄하였음을, 양수(+) 스프레드는 원료 가격 상승분을 제품가격 인상으로 상쇄하고도 초과 수익이 발생했음을 의미한다.

업종별로 구분해서 보면 식료품(+1.6%p yoy)과 음료(+0.5%p yoy)의 스프레드는 양수 구간에 있는 것으로 나타났으며, 시장 평균이라 할 수 있는 전체 업종 제품 스프레드(+0.3%p yoy)를 상회 중임이 확인되었다. 반면, 주류(-2.3%p yoy)는 스프레드가 음수로 나타났다.

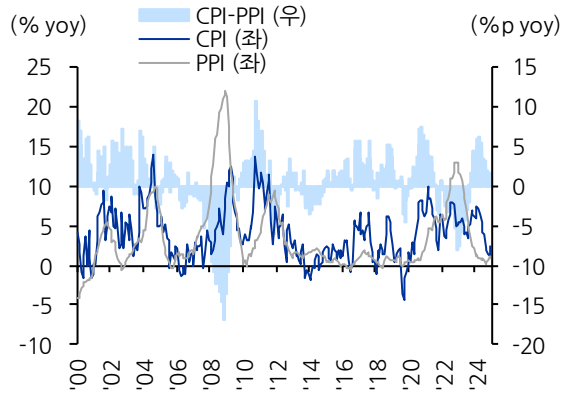
가격 전가 속도 측면에서는 CPI-PPI 상승률 스프레드가 음수로 전환(생산자물가 상승폭이 소비자물가 상승폭을 추월)한 구간에서 다시 양수로 전환되기까지 전체 업종은 2000년 이후 9개 사이클 평균 11개월이 걸렸던 반면, 식료품(21개 사이클)과 음료(25개 사이클)는 평균 5개월이 소요되며 생산자물가 상승을 상당히 빠르게 소비자물가로 전가시켜 왔다는 것을 확인할 수 있다. 최근 코코아 등 일부 원재료 가격이 급등하였지만 생산원가 부담이 비교적 잘 전가되고 있어 장기적으로 기업 수익성을 저해할 요인은 아니라고 판단한다.

도표 323. 생산자물가-소비자물가 스프레드 (전 제품)



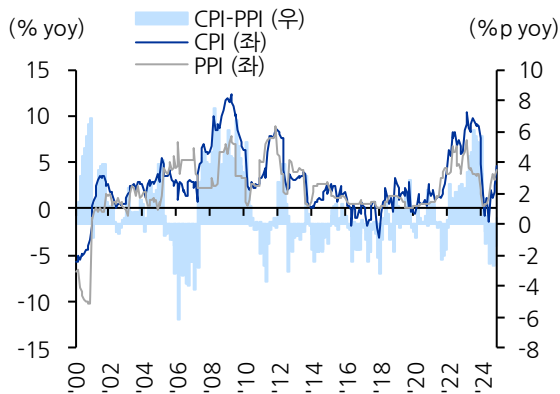
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 324. 생산자물가-소비자물가 스프레드 (식료품)



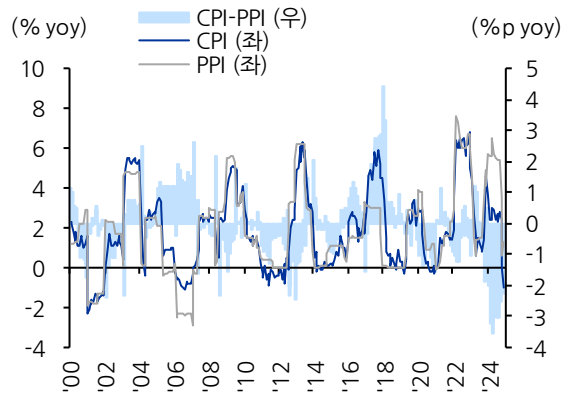
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 325. 생산자물가-소비자물가 스프레드 (비주류 음료)



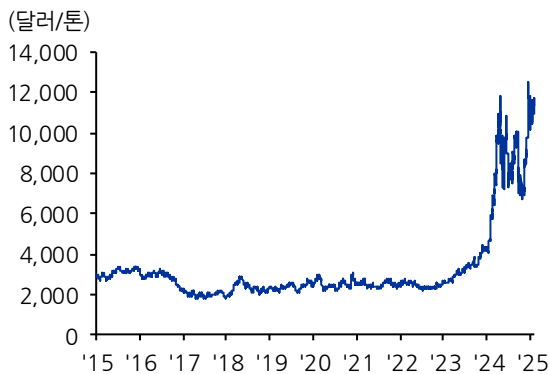
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 326. 생산자물가-소비자물가 스프레드 (주류)



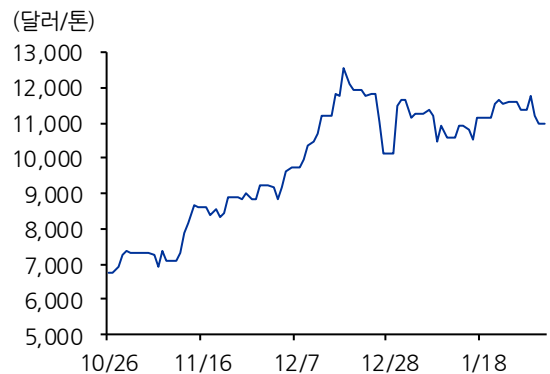
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 327. 코코아 가격 장기 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 328. 코코아 가격 단기 추이 (14 주)



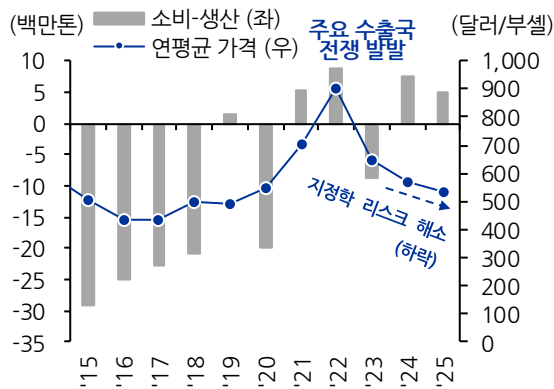
자료: Bloomberg, 유진투자증권

비용 2025 년의 곡물투입가는 래깅 시차를 감안하면 전년대비 하락을 전망한다. 그러나 일부 곡물 가격이 바닥에 근접했고, 신곡의 부진한 작황으로 가격이 상승해 하반기 이후 반등세를 보일 수 있다는 점을 고려 시 2026 년에는 원재료 관련 비용 이 다시 증가할 수 있다고 판단한다.

환율은 ①트럼프 재선 확정 및 ②국내 비상계엄 관련 정치적 리스크로 높아져 있으나, 작년 12 월 국회 본회의서 탄핵소추안이 가결되고, 헌재가 8 인 체제를 갖추게 되며 대내적 혼란이 가중될 여지는 적어졌다고 판단한다. 국정 정상화로 한국의 정치적 리스크 프리미엄이 소멸한다면 환율의 추가 상승 여력은 제한적 일 것이라 전망한다.

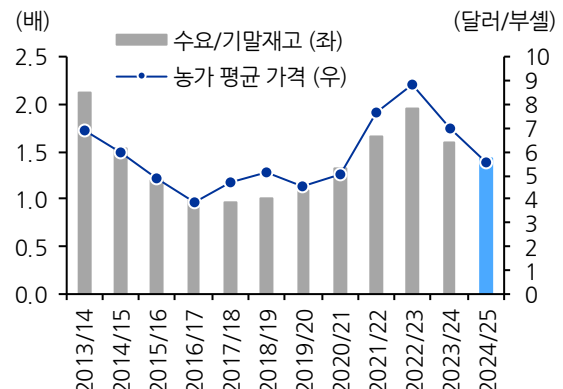
운임의 경우, 2024 년 3 분기까지 평균 해상 운임이 상승한 것은 실적에 부정적 으로 작용했다. 그러나 이는 운임이 어느 수준까지 상승할지 알 수 없는 상태에서 운임이 더 오르기 전에 운송하려는 화주들의 수요 쏠림 현상으로 인해 발생 한 것이라 판단하며, 선박 공급 과잉 국면임을 고려 시 해상 운임은 앞으로 점진 하락할 것이라 전망한다. 실제로 SCFI는 2024년 4분기 들어 하락세로 전환했다. 또한, 곡물가에 직접적 영향을 끼치는 벌크선 운임은 지속적으로 안정되는 추세 이다.

도표 329. 글로벌 소맥 수급 전망



자료: USDA, 유진투자증권

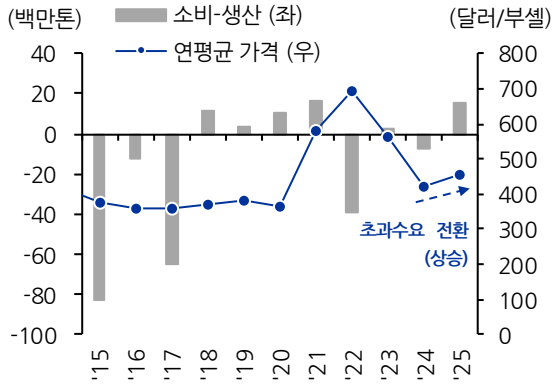
도표 330. 미국 소맥 재고 전망



자료: USDA, 유진투자증권

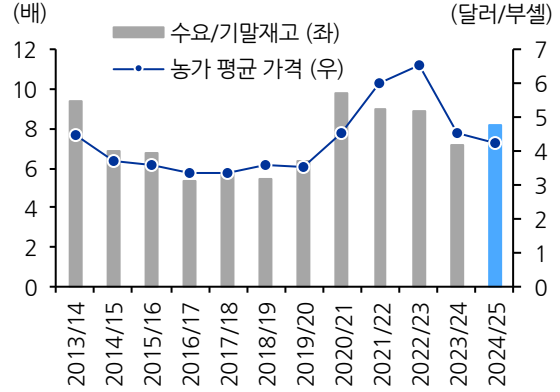
참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

도표 331. 글로벌 옥수수 수급 전망



자료: USDA, 유진투자증권

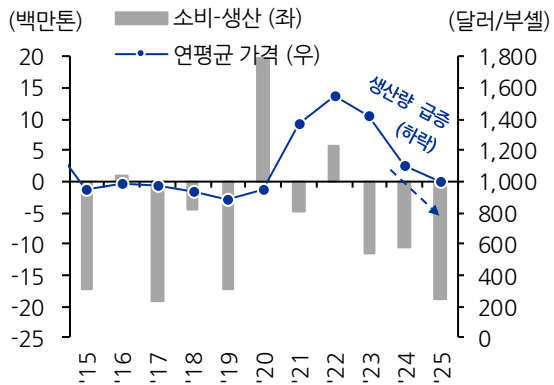
도표 332. 미국 옥수수 재고 전망



자료: USDA, 유진투자증권

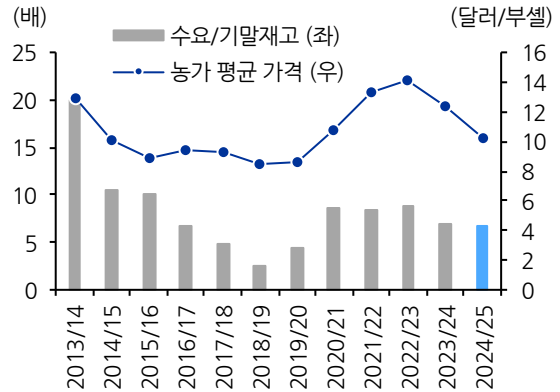
참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

도표 333. 글로벌 대두 수급 전망



자료: USDA, 유진투자증권

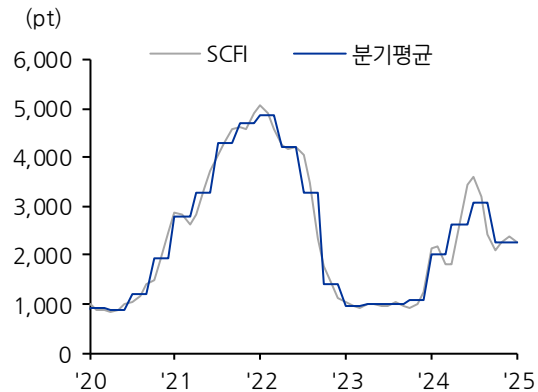
도표 334. 미국 대두 재고 전망



자료: USDA, 유진투자증권

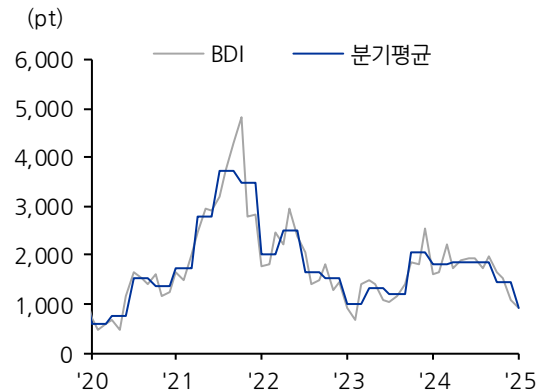
참고: 직관적 이해를 위해 재고율의 역수(수요÷재고)를 사용

도표 335. 상하이컨테이너운임지수 추이



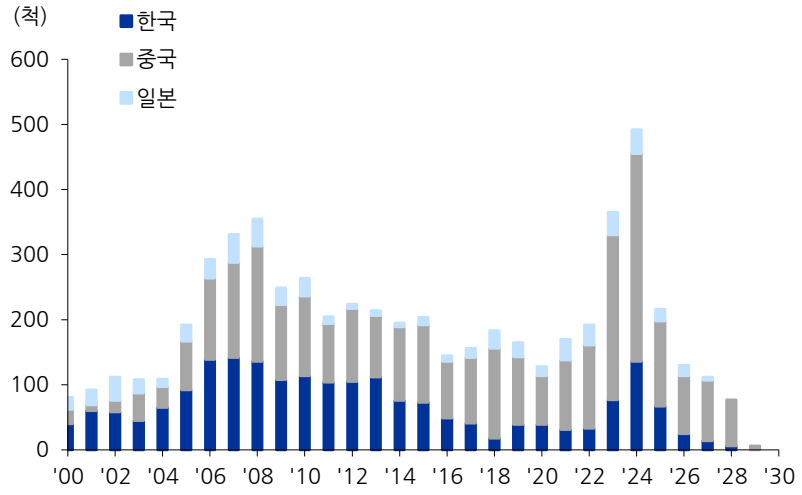
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 336. 발틱운임지수 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 337. 한/중/일 조선소 컨테이너선 인도 예정 스케줄



자료: Clarksons, 유진투자증권

트럼프 2.0 영향 점검

고율의 '관세 보복전'으로 번질 가능성은 낮다

최근 미국 트럼프 대통령은 멕시코, 캐나다 및 중국에서 수입되는 상품에 대한 전면적인 관세를 부과한다고 발표했다. 중국에는 2 월 4 일부터 10%의 관세가, 캐나다와 멕시코에는 한 달의 유예기간을 거쳐 3 월부터 25%(캐나다 에너지 제품은 10%)의 관세가 부과된다.

향후 관세 보복전이 일부 확대될 가능성은 존재한다. 특히 특정 산업이나 전략적 부문에 대해서는 미국이 중국 등 국가와 참여한 대립을 지속할 수 있다. 그러나 고율의 보복 관세가 오가는 전면적이고 장기적인 무역전쟁으로 비화될 가능성은 제한적일 것이라 판단한다.

수입관세
→ 소비자 부담 가중

식료품까지 포함한 보편적 관세 부과는 아보카도, 토마토, 메이플 시럽, 맥주 등 자국 식품 물가 상승에 큰 영향을 미칠 것이다. 실제로 트럼프 1 기 행정부 당시 미국의 수입 관세는 거의 완전히 미국 국내 가격으로 전이되어 자국 소비자의 부담으로 작용하였으며, 대미 수출업체가 받은 가격에는 영향이 없었다(Amiti et al., 2019). 트럼프 대통령은 인플레이션에 대한 유권자들의 불만을 등에 업고 재선에 성공했다. 대두되는 물가 우려는 고율 관세 보복전의 장기 지속에 있어 심각한 제약 요인이다.

일방적 · 급진적이었던 1 기
vs. 예상 가능한 2 기

또한, 상대국들 역시 지난 트럼프 1 기 때의 경험을 바탕으로 미국의 관세 부과에 대해 구체적인 강도/범위별 대응 전략을 마련해 두었다는 점 또한 과거와는 다른 부분이다. 캐나다는 이전부터 보복 관세 부과 목록을 준비하고 있었으며, 미국의 관세 조치가 알려지자마자 25%의 광범위한 보복 관세 발표로 즉각 대응했다. 멕시코 세인바움 대통령은 준비해 둔 플랜 A, B, C 중 관세 및 비관세 조치를 포함한 '플랜 B'를 시행할 것이라 발표했다. 중국은 WTO 제소와 함께 상응하는 반격 조치를 예고했으며, 미국의 대중국 관세 발효 몇 분만에 10%(원유, 농기계, 픽업트럭 등)~15%(석탄, LNG)의 관세 보복 조치를 발표했다.

중국도 나름 반격이 가능 중국이 미국산 농산물에 다시 보복관세를 부과할 가능성도 간과할 수 없다. 중국은 미국의 가장 큰 대두 수출 시장이다. 미국산 밀과 옥수수를 세계에서 3 번째, 5 번째로 많이 수입하는 미국의 최대 농산물 수출처 중 하나이기도 하다.

과거 무역 분쟁 당시 미국산 농산물에 대한 중국의 보복 관세 부과로 미국의 대 중국 대두 수출은 2017 년 124 억 달러(미국 대두 수출의 57%)에서 2018 년 31억달러(미국 대두 수출의 18%)까지 감소했고, 미국은 자국 농산물 산업이 큰 타격을 입어 농장 구제 방안까지 마련해야 했다(The Family Farmer Relief Act).

또한, 2020 년 1 월 중국이 대미 수입을 2 천억달러 늘리기로 약속하며 1 단계 무역 합의안이 서명되었지만, 무역합의 이행률이 절반 수준에 그쳤음에도 미국은 대응에 나서지 않았다. 추가 제재 조치를 취할 경우 이미 높은 수준의 관세로 어려움을 겪고 있던 미국 소비자의 부담이 가중될 우려가 있으며, 추가 제재의 여지 자체도 크지 않아서였다. 당시 이에 대해 캐서린 타이 무역대표부(USTR) 대표는 기존 수단으로 중국의 변화를 이끌어내기 어렵다고 강조한 바 있다.

동일한 방식의 관세 보복전이 갖는 실효성이 높지 않을 것으로 기대되는 상황에서 양국 간 무역의존도가 상당히 낮아져 있다는 점까지 고려하면, 보편적 관세 부과는 추가 협상을 이끌어내는 단기적인 카드로서 활용될 가능성이 더 높다고 전망한다.

도표 338. 미-중 무역전쟁 관세부과 추이

관련 통상법	미국			중국		
	규모 (세번/달러)	대상품목	추가관세	규모 (세번/달러)	대상품목	보복관세
232 조 (*18.4)	-	철강	25%	128개 (28.7억)	농축산물, 강관 등 (120개)	15%
		알루미늄	10%		둔육가공품, 재생알루미늄 등 (8개)	25%
301 조 1 단계 (*18.7)	818개 (340억)	기계, 전자제품, 운송장비 등	25%	545개 (340억)	농축산물, 수산물, 자동차 등	25%
2 단계 (*18.8)	279개 (160억)	화학, 기계, 운송장비, 전자제품 등	25%	333개 (160억)	화학, 에너지, 의료제품, 트랙터, 트럭 등	25%
3 단계 (*18.9)	5,745개 (2,000억)	농산물, 화학, 섬유, 광물 등	10% → 25%	5,207개 (600억)	쇠고기, 연어, 티타늄 제품, 섬유 제품 등	5~10% → 5~25%
4A 단계 (*19.9)	3,729개 (3,000억)	농산물, 섬유, 광물, 목재 등	15% → 7.5%	5,078개 (750억)	농산물, 화학, 섬유, 철강 등	5~10%
4B 단계 (유예)	542개	수산물, 목재, 신발 등	15%			

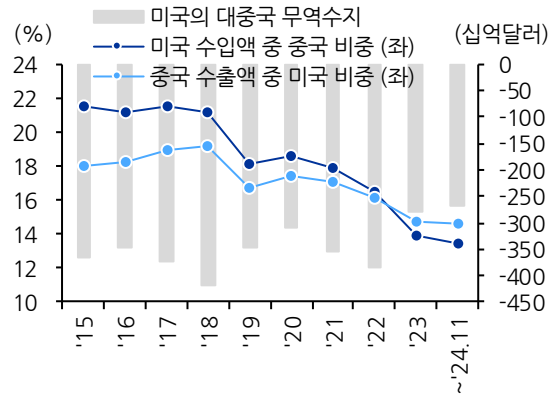
자료: KREI, 언론, 유진투자증권

도표 339. 중국의 1 단계 무역합의 이행 결과

구매확대 품목	대미 수입 합의액		실제 수입 이행액		이행률
	2020	2021	2020	2021	
공산품	1,114	1,233	684	794	63.0%
농산품	366	436	236	389	78.0%
에너지	253	407	99	213	47.2%
합계	1,733	2,076	1,019	1,395	63.4%

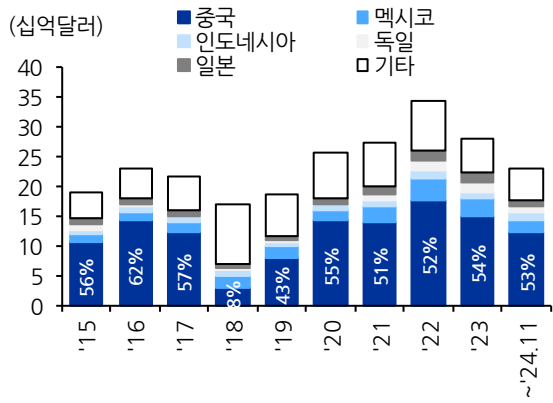
자료: KITA, 유진투자증권

도표 340. 미중 양국의 상호 무역의존도는 지속 하락



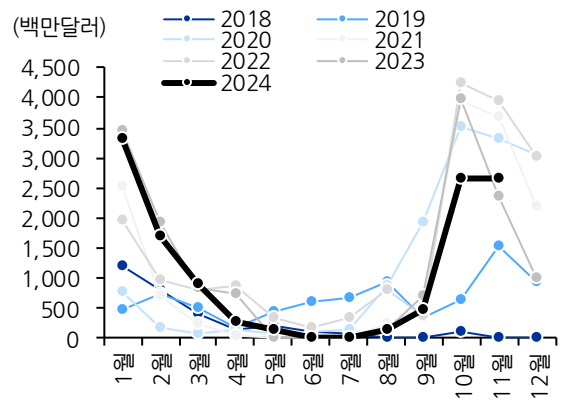
자료: KITA, 유진투자증권

도표 341. 미국의 국가별 대두 수출액



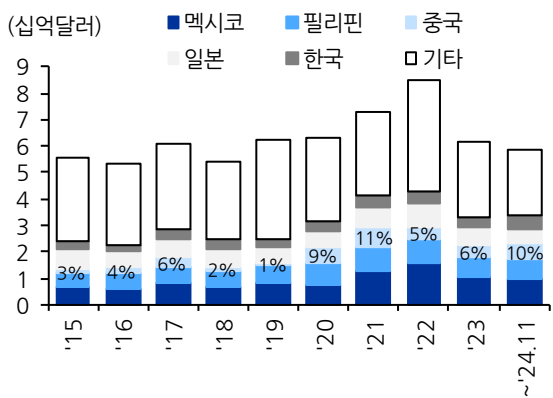
자료: KITA, 유진투자증권

도표 342. 미국의 대중국 대두 수출액 추이



자료: KITA, 유진투자증권

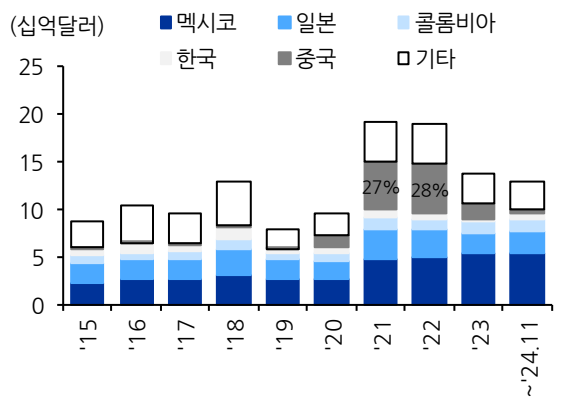
도표 343. 미국의 국가별 밀 수출액



자료: KITA, 유진투자증권

참고: 메슬린(밀과 호밀을 혼합한 것) 포함

도표 344. 미국의 국가별 옥수수 수출액



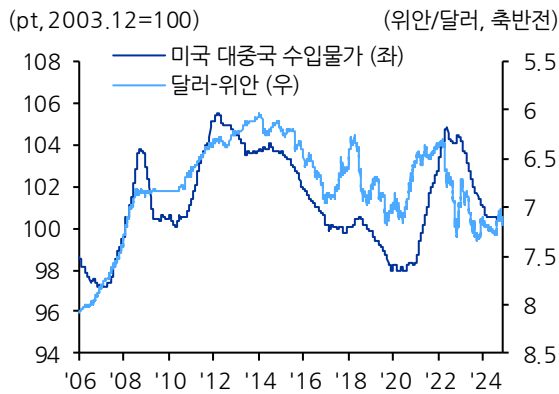
자료: KITA, 유진투자증권

환율: 갈등 격화 시 상승 리스크 존재

고율 관세 → 위안화 절하 우선, 무역 분쟁 격화로 고율 관세 부과 시, 중국은 위안화를 대폭 절하하는 방식으로 대응할 것이라 판단한다. 역사적으로 미국의 대중국 수입물가는 위안화 가치에 크게 연동되었으므로, 고율 관세 부과 시 위안화 절하로 이를 상쇄할 수 있기 때문이다.

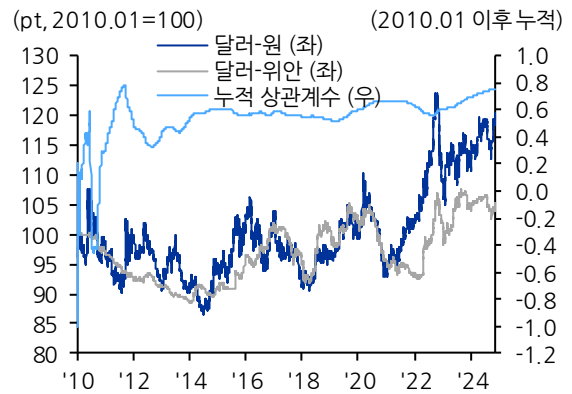
위안화 절하 → 원화 약세 위안화 약세는 원화 가치 하락으로 이어질 것이다. 한국의 대중국 수출 비중이 낮아지고 있으나, 원화의 프록시 통화 기능은 여전히 유효하다. 실제로 2010 년 이후 달러-원과 달러-위안의 누적 피어슨 상관계수는 0.75 로, 동조화 현상이 지속되고 있다. 다만, 수출 비중이 높은 기업의 경우 달러 강세 구간에서도 추가적인 수익성 개선이 가능하다. 환율이 상승하면 외화매출채권 및 현금성 자산에 대한 평가이익을 기대할 수 있기 때문이다.

도표 345. 관세 부과 시 중국은 환율 절하로 대응할 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 346. 원화와 위안화 간 동조화 현상 지속



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 347. 위안화 절하 시 원화도 함께 절하



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미-중 갈등은 기회로 이어질 것

어부지리 트럼프 1기 사례를 살펴보면, 미-중 간 무역 감소는 제3국과의 무역전환 효과로 이어졌다. 무역전쟁 격화로 쌍방의 농식품에 대한 고율 관세가 부과된다면 일부 한국산 제품이 중국산을 대체할 가능성도 존재한다.

현재 미국 시장으로 중국과 한국이 모두 일정규모 이상 수출하고 있는 품목은 파스타/만두류(HS 1902, 이하 HS 코드), 과채류(0808, 2005, 2008), 후추/고추류(0904), 차(0902), 소스류(2103), 기타 베이커리(1905), 어류/수생무척추동물(0304, 1604, 1605), 식물성 추출물(1302), 유지(1518), 설탕과자(1704) 등이 있다. 즉, 해당 제품군에서 중국산에 비해 한국산 식품의 가격 경쟁력이 제고되는 효과가 나타날 수 있다.

우리나라 농식품의 경우, 제조업과 달리 우리가 중국에 원자재나 부품을 제공하는 형태의 밸류체인은 거의 존재하지 않기 때문에 중국 식품의 대미시장 수출감소가 국내 농업이나 식품산업에 미치는 영향은 미미할 것이다. 또한, 미국산 제품에 대한 관세 부과는 중국 시장에서 한국 제품이 미국산 가공식품을 대체할 수 있는 요인이 되기도 한다(한국농촌경제연구원, ITC).

도표 348. 미국 식품 수입시장 내 한국과 중국의 경합 품목

품목	HS코드 (4단위)	중국의 대미 수출액 (2024년, 천달러)	한국의 대미 수출액 (2024년, 천달러)
파스타 (만두 포함)	1902	193,095	303,017
과실, 견과류 (조제/보존처리)	2008	462,799	233,591
기타 베이커리 제품	1905	64,027	137,441
소스 및 소스용 조제품	2103	203,389	87,888
동식물성 유지	1518	1,089,414	85,522
채소 (조제/보존처리)	2005	258,132	56,521
갑각류, 수생무척추동물 (조제/보존처리)	1605	347,985	39,038
사과, 배, 마르멜로	0808	32,187	34,238
어류, 캐비어 (조제/보존처리)	1604	651,242	31,223
어육	0304	682,594	28,020
식물성 추출물	1302	474,574	24,609
설탕과자 (코코아 제외)	1704	293,814	8,046
후추, 고추류	0904	105,046	7,045
쌀	1006	0	5,506
건조 채소	0712	443,923	4,702
차	0902	61,386	4,251
과채주스	2009	302,436	2,420
건조 과실	0813	114,724	738

자료: KITA, 유진투자증권

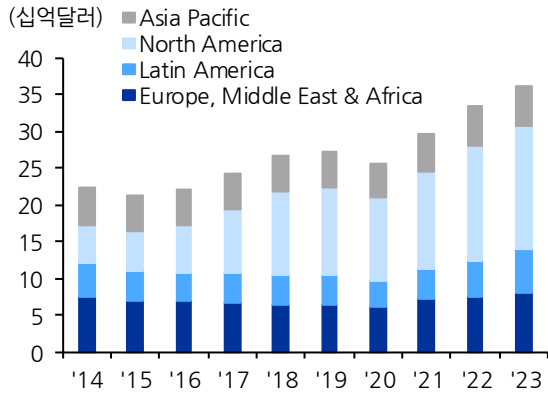
해외의 음식료 기업들

도표 349. 글로벌 주요 음식료 업체 및 제품군

(단위: 십억달러, 배)	국가	시가총액	매출액 ('25F)	P/E ('25F)	주요 제품
Coca-Cola	미국	275.9	47.6	21.8	탄산음료(Coca-Cola, Sprite, Fanta), 생수(Dasani, Smartwater, Ice Dew), 주스(Minute Maid), 스포츠음료(Powerade), 비타민워터(Glaceau)
Kweichow Moutai	중국	248.8	26.2	19.1	백주(Moutai)
Nestle	스위스	226.6	102.7	17.4	커피(Nescafe, Nespresso), 초콜릿/스낵(Nesquik, KitKat, Milo, Smarties, Aero, Milkybar, Crunch, Yes!, Blue Riband) 시리얼(Cini Minis, Fitness), 간편식(Maggi, Digiorno, Stouffer's, Buitoni, Lean Cuisine, Hot Pockets), 탄산수(San Pellegrino, Perrier)
PepsiCo	미국	208.4	94.2	17.8	탄산음료(Pepsi, Mountain Dew), 주스(Tropicana), 스포츠음료(Gatorade), 스낵(Lay's, Doritos, Cheetos), 오토밀(Quaker Oats), 생수(Aquafina)
AB InBev	벨기에	100.3	60.1	13.9	맥주(Budweiser, Corona, Stella Artois, Beck's, Hoegaarden, Leffe, Modelo, 카스, 한맥)
Mondelez	미국	78.1	37.5	17.8	쿠키/크래커(Oreo, Ritz, Chips Ahoy!, BelVita, Fig Newtons, Tuc), 초콜릿(Toblerone, Cadbury, Milka, Dairy Milk, Flake, Crunchie, Wispa), 껌/캔디(Trident, Halls), 음료(Tang)
Wuliangye	중국	68.2	13.4	14.0	백주(Wuliangye)
Diageo	영국	67.1	20.1	18.0	위스키(Jonnie Walker, Talisker, Singleton, Lagavulin, Mortlach, Caol Ila, Roseisle), 보드카(Ciroc, Smirnoff), 럼(Captain Morgan), 리큐르(Baileys), 진(Tanqueray, Gordon's), 맥주(Guinness)
Nongfu Spring	중국	52.8	7.4	26.8	생수(Nongfushanquan), 음료(Cha π)
Monster Beverage	미국	48.0	8.0	26.5	에너지 드링크(Monster Energy, Reign, NOS, Full Throttle, Burn)
Danone	프랑스	47.9	29.4	17.8	생수(Evian, Volvic), 분유(Aptamil), 발효유(Activia, Actimel)
Keurig Dr Pepper	미국	43.7	16.2	15.8	탄산음료(Dr Pepper, 7UP, Canada Dry, Schweppes), 차/커피(Snapple, Green Mountain Coffee)
Heineken	네덜란드	40.4	32.4	13.4	맥주(Heineken, Desperados, Sol)
Kraft Heinz	미국	36.6	25.9	9.9	소스(Heinz, Kraft, Classico), 육가공(Oscar Mayer), 치즈(Kraft, Philadelphia), 음료(Kool-Aid), 젤리(Jell-O), 커피(Maxwell House)
General Mills	미국	33.4	19.9	13.8	시리얼(Cheerios, Cinnamon Toast Crunch, Chex, Cocoa Puffs), 아이스크림(Haagen-Dazs), 발효유(Yoplait)
Constellation Brands	미국	33.3	10.2	13.7	맥주(Pacifico)
Foshan Haitian	중국	31.5	4.1	32.6	소스(Haitian)
Hershey	미국	30.8	11.4	20.2	초콜릿(Hershey's, Reese's, Kisses, Almond Joy, Whoppers, 5th Avenue), 젤리/캔디(Sour Strips, Ice Breakers, Twizzlers, Jolly Rancher),
Shanxi Xinghuacun Fen Wine Factory	중국	29.0	5.8	14.9	백주(Fenjiu)
Pernod Ricard	프랑스	28.8	11.8	14.8	위스키(Chivas Regal, Jameson, Ballantine's, The Glenlivet, Aboulay, Strathisla, Glenburgie, Longmorn, Scapa, Redbreast), 리큐르(Malibu, Kahlua), 코냑(Martell), 보드카(Absolute), 진(Beefeater, Ki No Bi), 럼(Havana Club)
FEMSA	멕시코	28.2	41.7	18.1	음료(Coca-Cola FEMSA)
Kellanova	미국	28.2	13.1	20.9	스낵(Pop Tarts, Pringles, Cheez It, Grahams Crackers, Rice Krispies Treats), 에너지바(Special K)
Lindt	스위스	26.7	6.5	33.1	초콜릿(Lindt, Ghirardelli, Russell Stover, Lindor)
Yili	중국	24.5	17.1	15.6	우유(Ambpomial, Satine, Youngfun, Zhenhong, Shuhua, Guliduo, MilkZi), 발효유(Changqing, Meijitian, JoyDay), 아이스크림(Chodiz, Gemice, Qixuan, Iceology, Cremo), 치즈
Luzhou Laojiao	중국	23.5	4.8	11.1	백주(Luzhou Laojiao, Guojiao, Gaoguang)
Varun Beverages	인도	21.0	2.8	53.2	탄산음료(PepsiCo), 유음료(Cream Bell)
McCormick	미국	20.8	6.8	25.3	간편식/소스/향신료(McCormick, Old Bay, Zatarain's, Lawry's, Cattlemen's BBQ Sauce), 젤리(Aeroplane), 꿀(Billy Bee)
Ajinomoto	일본	20.6	9.9	31.8	조미료/소스(Umami Seasoning, Hondashi, Ajimayo), 간편식(Vono, Tai Pei, Golden Tiger, Butcher Boy), 젤리(Aqua Solita)
Tyson Foods	미국	20.2	53.5	16.4	육가공(Jimmy Dean, Hillshire Farm, Aidells, Ball Park), 간편식(Steakeze, State Fair, Landshire)
Eastroc Beverage	중국	17.5	2.8	28.3	에너지 드링크(Dongpengteyin), 차/커피(Daka, Shangcha), 음료(Haidaoye, Youganzhi), 생수

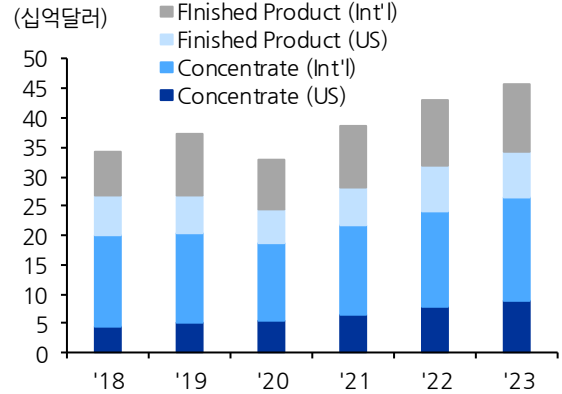
자료: Bloomberg, 각 사, 유진투자증권
참고: 주된 사업 기준. 2025-01-31 기준

도표 350. 코카콜라 지역별 매출액



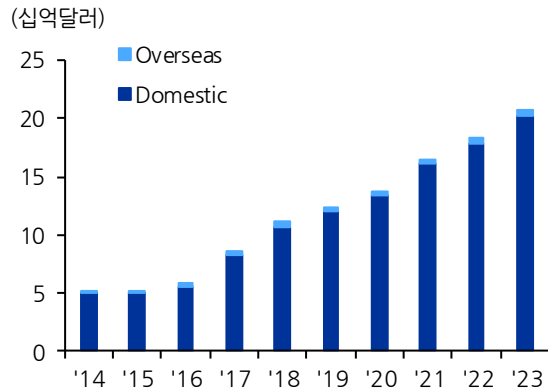
자료: Bloomberg, 유진투자증권
참고: Global Ventures, Bottling Investment 제외

도표 351. 코카콜라 부문별 매출액



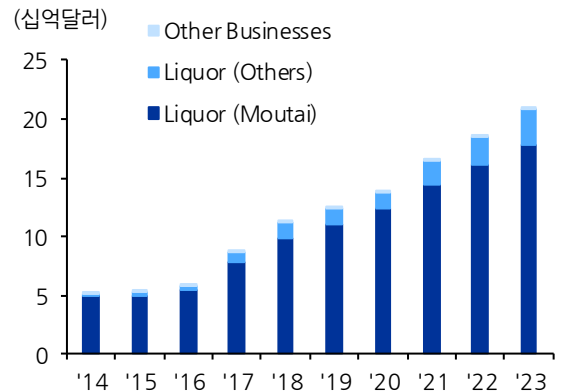
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 352. 마오타이 지역별 매출액



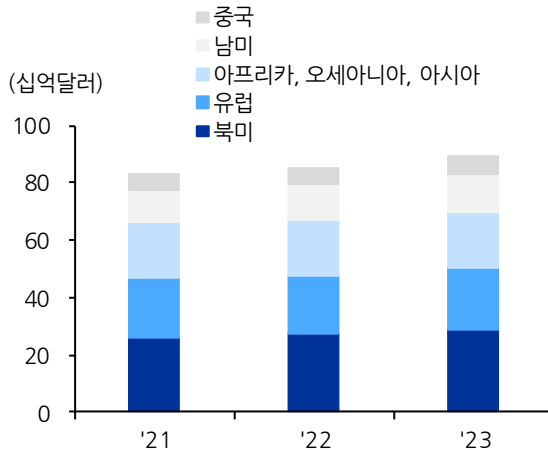
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 353. 마오타이 부문별 매출액



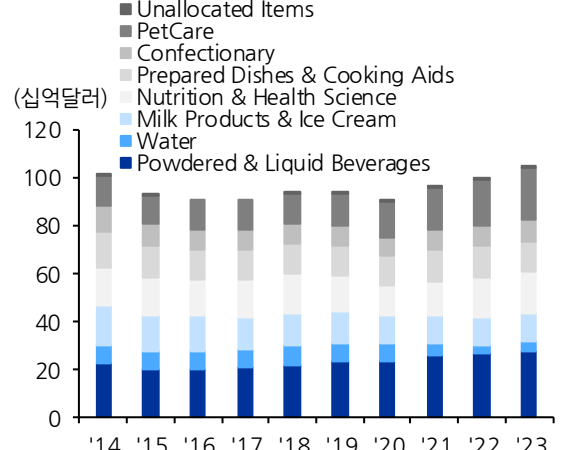
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 354. 네슬레 지역별 매출액



자료: Bloomberg, 유진투자증권
참고: 지역별로 분류되지 않는 Nespresso 및 Health Science 등 제외

도표 355. 네슬레 부문별 매출액



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 356. 네슬레 주요 브랜드 (1)



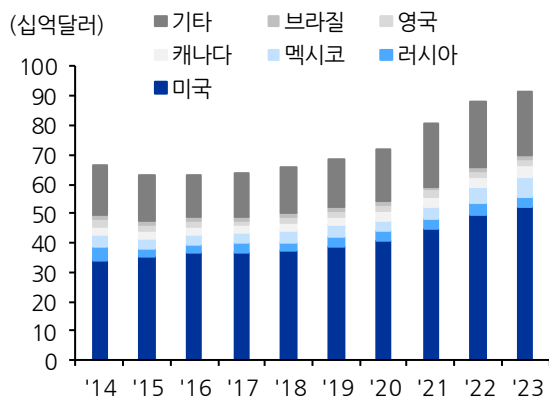
자료: 언론, 유진투자증권

도표 357. 네슬레 주요 브랜드 (2)



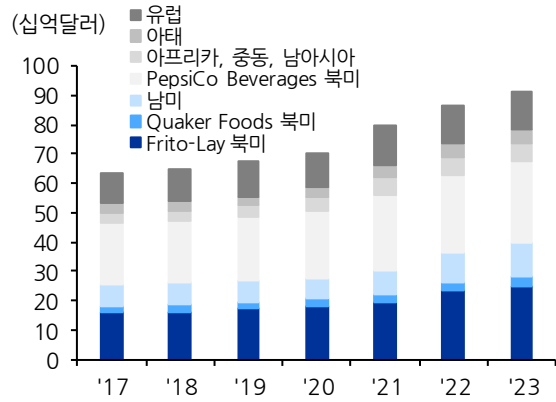
자료: 언론, 유진투자증권

도표 358. 펩시코 지역별 매출액



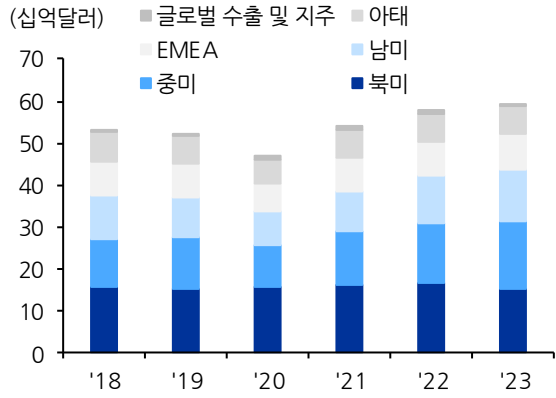
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 359. 펩시코 부문별 매출액



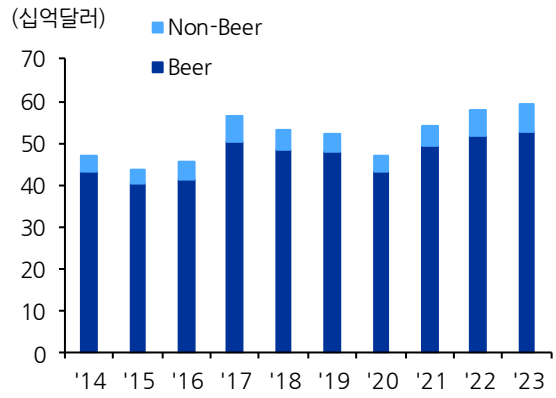
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 360. AB InBev 지역별 매출액



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 361. AB InBev 부문별 매출액



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 362. AB InBev 주요 브랜드



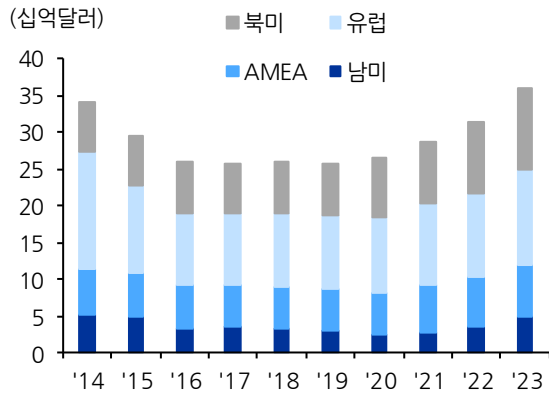
자료: 언론, 유진투자증권

도표 363. AB InBev 주요 브랜드 (OB 맥주)



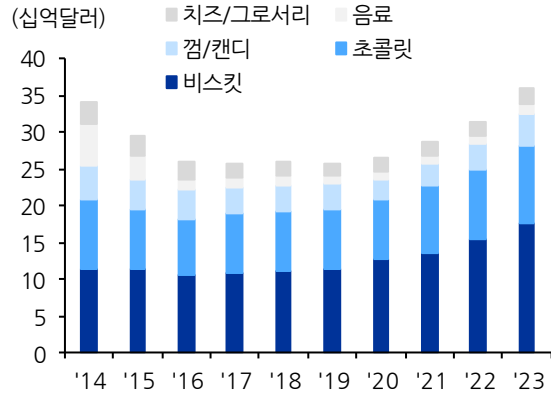
자료: 언론, 유진투자증권

도표 364. 몬델레즈 지역별 매출액



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 365. 몬델레즈 부문별 매출액



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 366. 몬델레즈 주요 브랜드 (1)



자료: 언론, 유진투자증권

도표 367. 몬델레즈 주요 브랜드 (2)



자료: 언론, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

기업분석

삼양식품(003230)

BUY(신규) / TP 931,000 원

라고 할 때 살 걸

CJ제일제당(097950)

BUY(신규) / TP 320,000 원

수익성 점진 개선 전망

★오리온(271560): Top-pick

BUY(신규) / TP 147,000 원

올라올 오리온

농심(004370)

BUY(신규) / TP 497,000 원

세계를 울리는 신라면

롯데웰푸드(280360)

BUY(신규) / TP 136,000 원

Zero 부터 시작하는 'Well-Food' 생활

삼양식품 (003230)

라고 할 때 살 걸

투자의견

BUY(신규)

목표주가

931,000 원(신규)

현재주가

699,000 원(2/4)

시가총액

5,266(십억원)

음식료 김진우_02)368-6195_jinwookim@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 931,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2025~2026년 EPS 평균 49,737원에 Target PER 18.7배를 적용해 산출
- 2025년 매출액 2조원(+18%yoy), 영업이익 4,153억원(+20%yoy) 전망. 밀양 2공장 가동과 월마트 메인 매대 이동 등 영향으로 동사의 2025~2026년 면스낵 수출액은 각각 전년비 23%, 30% 증가할 전망. 라면 수출액이 동사 주가를 움직여 온 Key-factor임을 고려 시 다가올 외형 고성장예 주목할 필요
- Buldak 브랜드는 해외에서 단기 유행에 그치지 않고 꾸준한 소비를 이끌 것이라 판단. 한류 수용성이 지속 확대되는 가운데, 불닭볶음면은 ①과거보다 'Hot & Spicy'이라는 '킵'을 선호하며, ②대담한 시도를 즐기고 자랑하는 국외 트렌드에 부합하기 때문. 이는 불닭볶음면이 흥행했던 2010년대의 한국과 유사한 환경
- 유럽 판매법인 설립, 중국 공장 증설을 통해 현지 내수 시장에 대응하며 중장기 성장 동력도 확보

주가(원,2/4)	699,000
시가총액(십억원)	5,266

발행주식수	7,533천주
52주 최고가	800,000원
최저가	169,600원
52주 일간 Beta	0.13
60일 일평균거래대금	552억원
외국인 지분율	14.4%
배당수익률(2024F)	0.4%

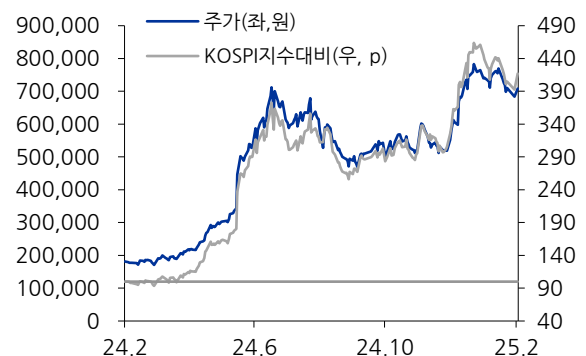
주주구성	
삼양라운드스퀘어 (외 7인)	45.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-7.3	28.2	291.5
절대기준	-5.7	20.9	286.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	931,000	-	신규
영업이익(24)	346	-	신규
영업이익(25)	416	-	신규

12월 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,193	1,717	2,019	2,494
영업이익	148	346	416	527
세전손익	156	351	423	527
당기순이익	127	270	334	416
EPS(원)	16,761	35,906	44,325	55,148
증감률(%)	58.2	114.2	23.4	24.4
PER(배)	12.9	19.5	15.8	12.7
ROE(%)	24.8	39.5	34.5	31.3
PBR(배)	2.9	6.5	4.7	3.5
EV/EBITDA(배)	9.6	13.6	11.2	8.5

자료: 유진투자증권



Valuation & 실적 추정

삼양식품(003230.KS)에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 931,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2025~2026년 EPS 평균값에 Target PER 18.7 배(라면 수출액이 전년비 평균 28% 성장한 2017~2020년의 PER 평균 적용)를 적용해 산출했다.

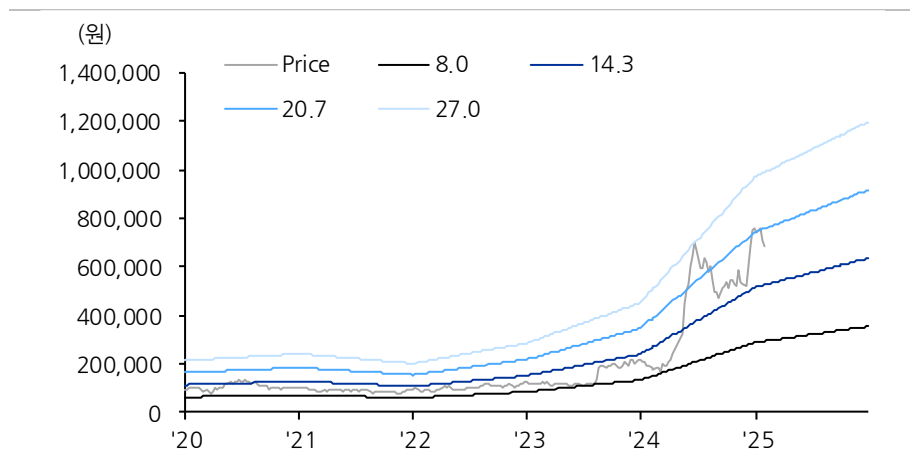
2025년 매출액 2조원(+18%yoy), 영업이익 4,162억원(+20%yoy), 영업이익률 20.6%(+0.5%p yoy)를 전망한다. 2025년은 밀양 제2공장의 가동이 개시되는 첫 해다. 연간 7억개의 라면 추가 생산이 가능해지며 전사 라면 CAPA는 18억개에서 25억개(+39%)로 도약한다. 이를 기반으로 2025~2026년간 매년 20% 수준의 탑라인 성장이 가능할 전망이며, 기업가치도 제고될 수 있을 것이라 판단한다.

도표 368. 목표주가 산정 내역

구분	산식	비고
지배순이익(십억원)	㉑	375
Target PER(배)	㉒	18.7
기업가치(십억원)	㉓ = ㉑ × ㉒	7,013
주식수(천주)	㉔	7,533
주당가치(원)	㉕ = ㉓ ÷ ㉔	930,946
목표주가(원)		931,000
현재주가(원)		699,000
상승여력(%)		33

자료: 유진투자증권

도표 369. PER Band Chart



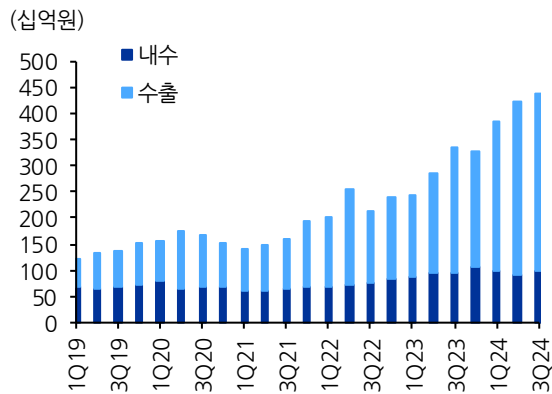
자료: 유진투자증권

도표 370. 삼양식품 실적 추정

(십억원, %)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023A	2024F	2025F
매출액	386	424	439	468	460	481	519	559	1,193	1,717	2,019
YoY	57.1	48.7	30.9	43.2	19.1	13.4	18.2	19.5	31.2	43.9	17.6
해외	289	332	341	370	365	387	422	461	809	1,332	1,635
YoY	83.0	74.9	42.2	67.0	26.2	16.5	23.8	24.5	33.6	64.6	22.7
국내	97	92	98	98	95	94	97	98	384	385	384
YoY	10.4	(3.8)	2.7	(7.0)	(2.1)	2.1	(1.4)	0.2	26.6	0.2	(0.3)
영업이익	80	89	87	89	99	96	106	115	148	346	416
YoY	235.8	103.1	101.0	147.1	23.7	7.4	21.9	28.2	63.2	134.7	20.2
OPM	20.8	21.1	19.9	19.1	21.6	20.0	20.5	20.5	12.4	20.2	20.6
당기순이익	66	70	59	75	80	77	89	88	127	270	334
YoY	194.5	101.9	55.4	138.2	20.9	9.8	50.7	18.2	57.7	113.5	23.8
NPM	17.2	16.6	13.4	16.0	17.5	16.1	17.1	15.8	10.6	15.7	16.6

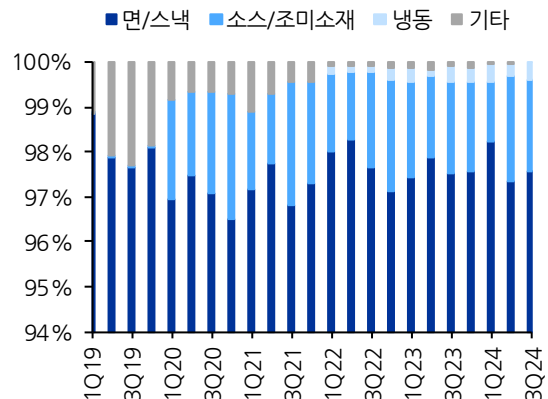
자료: 삼양식품, 유진투자증권

도표 371. 삼양식품 국내/해외 매출액 추이



자료: Dart, 유진투자증권

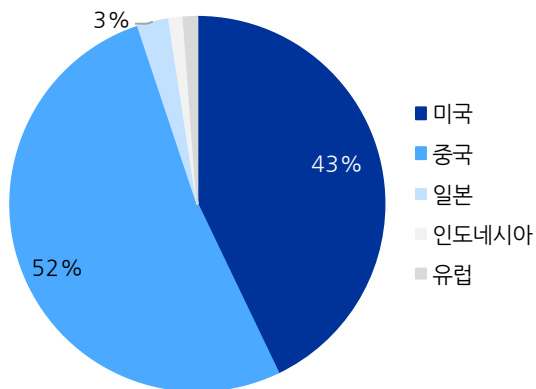
도표 372. 삼양식품 세부 수출품목별 매출액 비중



자료: Dart, 유진투자증권

참고: 매출에누리 제외

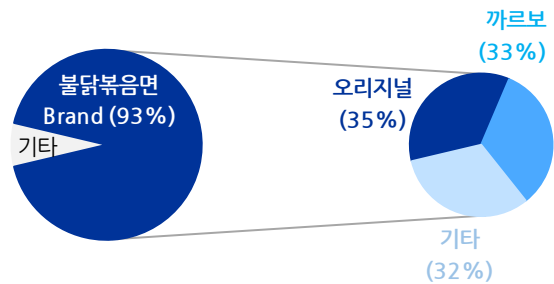
도표 373. 해외 부문별 매출액 비중



자료: Dart, 유진투자증권

참고: 한국 및 부문이 소재하지 않은 국가 제외

도표 374. 라면 수출 포트폴리오



자료: 삼양식품, 유진투자증권

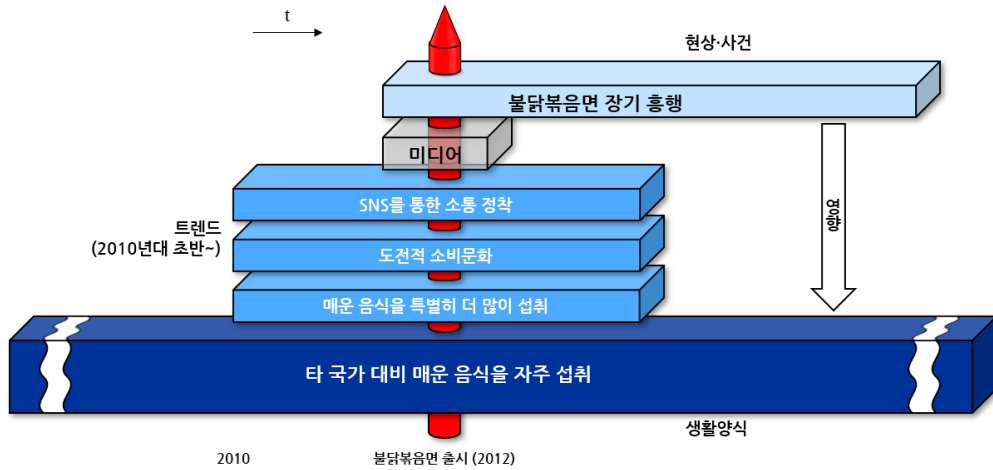
불닭은 문화다

앞서 설명한 것과 같이, 불닭볶음면은 ①소비자들이 매운 음식을 과거보다 특히 더 선호하고, ②도전적 소비문화를 즐기기 시작했으며, ③SNS 를 통한 소통이 정착되었다는 2010 년대의 국내 트렌드를 관통하였기 때문에 장기적인 인기를 얻었다. 장기 흥행으로 일상화된 불닭볶음면은 결국 한국인의 삶에 관습처럼 자리 잡았다.

현재 해외에 갖춰진 환경도 불닭볶음면이 흥행했던 2010 년대 이후의 한국과 유사하다. 한국의 문화적 파급력 확대로 해외 각국에서의 한류 수용성이 지속적으로 확대되는 가운데, ①과거보다 'Hot & Spicy'라는 '킵'을 더 선호하며, ②대담한 시도를 즐기고 공유하길 좋아하는 트렌드가 관찰되고 있기 때문이다.

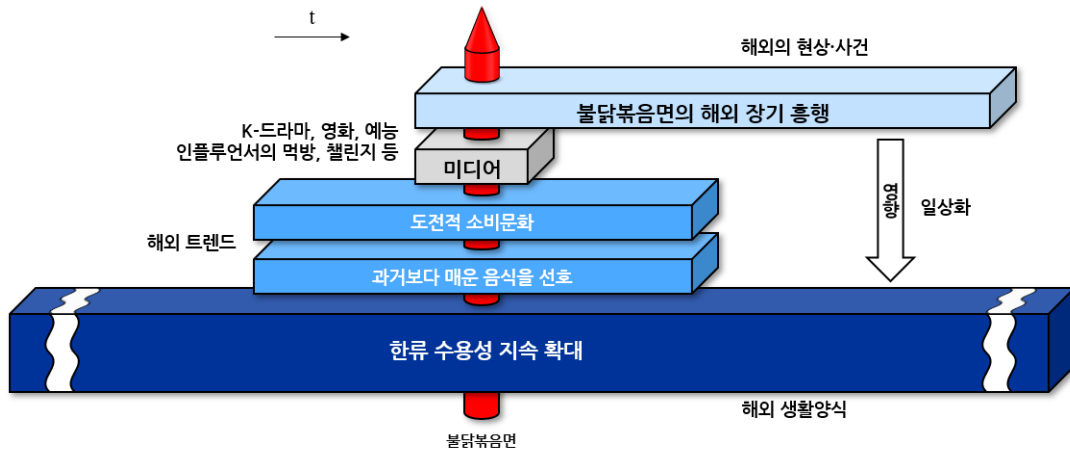
불닭볶음면은 이번엔 한국을 넘어 세계인의 생활양식과 트렌드에 부합함으로써 일상에 녹아들고 있다. 불닭볶음면이 길거리 음식의 식재료로까지 활용되는 현상은 그만큼 깊숙한 일상으로 침투하였다는 것을 보여주는 단적인 사례이다. 실제로 말레이시아, 중국 등지에서 불닭볶음면을 활용한 치즈오믈렛, 카오렁멘(烤冷面) 등이 소비되는 것을 확인할 수 있다. 불닭볶음면의 매운 맛은 단기적 유행에 그치지 않고 앞으로도 꾸준히 소비될 것이라 전망한다.

도표 375. 불닭볶음면 국내 성공 사례



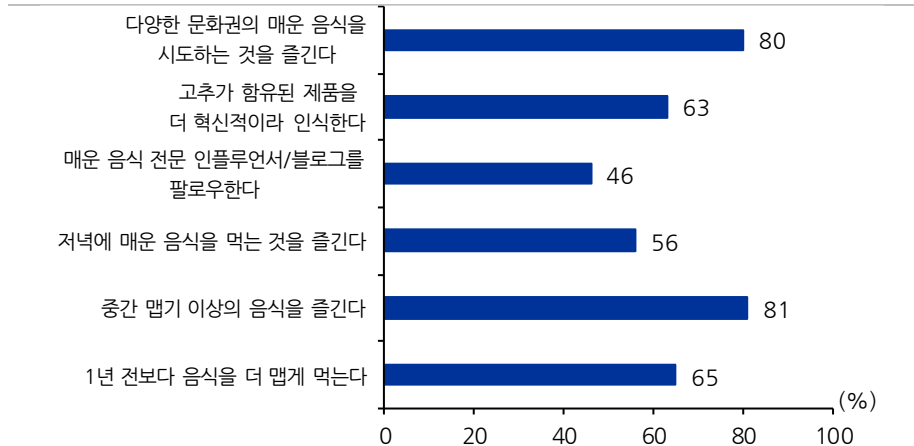
자료: 유진투자증권

도표 376. 불닭볶음면은 해외에서도 꾸준한 소비로 나타날 것



자료: 유진투자증권

도표 377. 매운 음식 선호 트렌드는 세계로 확산 중 (2024)



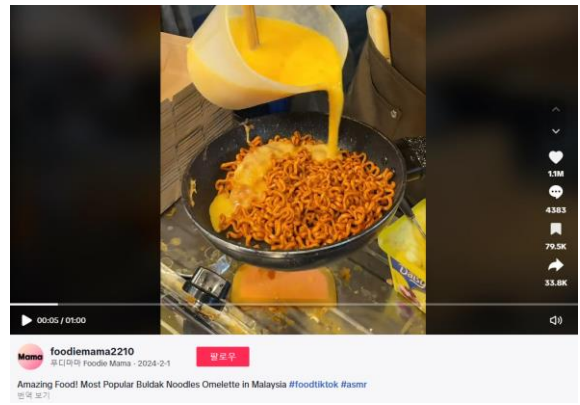
자료: Kalsec, 유진투자증권

도표 378. 태국 현지 음식과 콜라보한 불닭 소스 활용 제품



자료: 현지 언론, 유진투자증권

도표 379. 말레이 길거리 음식에 활용되는 불닭볶음면



자료: TikTok(@foodiemama2210), 유진투자증권

밀양 2 공장 증설로 외형 성장

2025년 5월 말 준공 예정인 밀양 2 공장은 실적에 날개를 달아 줄 전망이다. 현 수준의 생산능력으로 높아진 글로벌 수요에 대응하지 못하고 있기 때문이다. 밀양 2 공장은 봉지면/용기면 합산 6 개 라인으로 구성될 예정이며, 당초 5 개 라인 이던 계획을 수정하여 봉지면 생산라인 1 개를 추가 도입하였다. 이는 **해외에서의 불닭볶음면 초과 수요에 대응하기 위함**이라고 판단한다.

밀양 1 공장의 자동화 설비가 구 설비 대비 1.8 배 수준의 인당 생산효율을 보유하고 있으므로, 밀양 2 공장 또한 효과적인 고정비 절감을 통한 영업레버리지 극대화가 가능할 것이다.

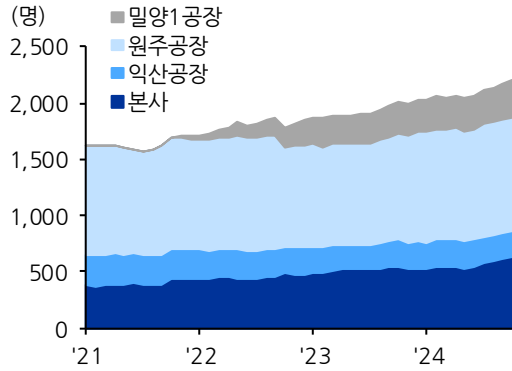
단, 밀양 2 공장의 준공 시점이 순연될 가능성을 체크할 필요는 있다. 2 공장의 면적이 1 공장보다 작은 것은 사실이나(1 공장 70,152m² vs. 2 공장 31,392m²), **공기(工期)가 밀양 1 공장 대비 짧고, 배관/마감 등 아직 일부 공사가 완료되지 못한 것으로 추정하기 때문이다.** 또한, 과거 밀양 1 공장은 준공 8~9 개월 전부터 인력이 충원되었는데, 밀양 2 공장은 아직 시공관리/설비구축/생산계획수립 관련 TFT 인력만 채용하고 있는 것으로 확인된다.

도표 380. 밀양 2 공장에서 연간 최대 7억개의 라면 생산 가능

구분	밀양 1 공장	밀양 2 공장	비고
생산능력 (억식)	5.6	6.9	260일/2교대 기준
라인 수 (개)	4	6	
연면적 (m ²)	70,152	31,392	
투자금액 (억원)	2,074	1,838	

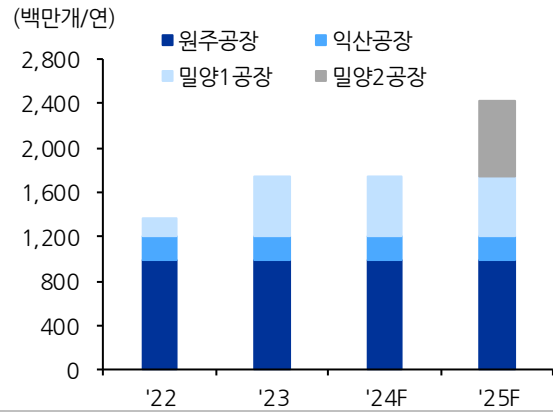
자료: 삼양식품, 유진투자증권

도표 381. 공장별 인력 추정



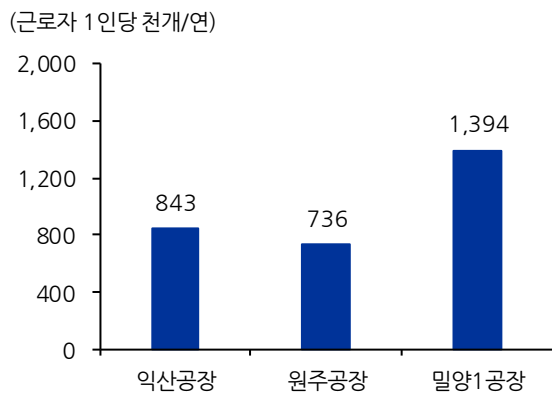
자료: 유진투자증권

도표 382. 공장별 연간 생산능력



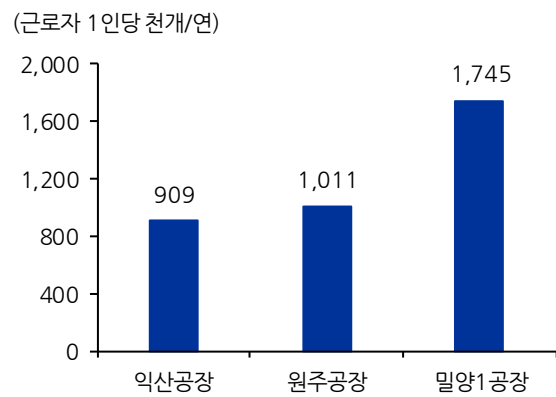
자료: 유진투자증권

도표 383. 공장별 생산효율 추정 (3Q24 가동률 기준)



자료: 유진투자증권

도표 384. 공장별 생산효율 추정 (Full CAPA 기준)



자료: 유진투자증권

도표 385. 현재 시공관리, 설비구축, 생산계획수립, 시운전 준비 담당 TFT 만 채용 중 (채용 시 마감 공고)



채용 중인 공고 자주 묻는 질문

채용 중인 공고

구분 ^

- 삼양라운드스퀘어
- 삼양라운드빌
- 삼양로지스틱스
- 삼양식품
- 삼양식품 Healthcare BU
- 삼양애니
- 삼양세븐

부문 ^

- 경영지원
- 불빛브랜드본부
- 삼양애니
- 신상장/디자인팀

직군 ^

- Business Strategy
- Engineering
- F&B
- IMC
- IP세일즈
- MD
- PD
- PLM 개발
- PM
- PPC
- R&D 기획
- SCM
- engineer
- user researcher
- 건축
- 경영인단
- 공무
- 공장관리
- 관광운영팀
- 구매
- 구매/물류/SCM
- 국내영업
- 기계
- 기계설비구매
- 내부회계
- 데이터
- 디자인
- 디자인파트
- 마케팅
- 마케팅
- 물류
- 물류영업
- 물류운송
- 브랜드기획
- 브랜드마케팅/마케팅전략
- 사업관리
- 사업기획
- 상품구매
- 생산
- 생산관리
- 생산기술
- 생산팀
- 소스/HR개발

Q 밀양

삼양식품 - 밀양)공무팀 전기 제어 담당 채용

삼양식품 | 공무 | 경력 5년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양2공장TFT 건축 담당 채용

삼양식품 | 건축 | 경력 10년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양2공장TFT 전기 담당 채용

삼양식품 | 전기 | 경력 5년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양2공장TFT 자동화참고 담당 채용

삼양식품 | 자동화참고 | 경력 5년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양2공장TFT 기계 담당 채용

삼양식품 | 기계 | 경력 5년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양2공장TFT 생산관리 담당 채용

삼양식품 | 생산관리 | 경력 8년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양공장 면생산2팀 파트장 채용

삼양식품 | 공장관리 | 경력 7~10년 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양공장 면생산2팀 공정관리담당 채용

삼양식품 | 공장관리 | 경력 3~5년 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양공장 면생산2팀 자재담당 채용

삼양식품 | 자재관리 | 경력 3~5년 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양안전환경파트 환경기술인 채용

삼양식품 | 환경기술인 | 경력 1년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양)품질보증팀 인증관리·혁신업무 담당 채용

삼양식품 | 인증관리 | 경력 5년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양)품질보증팀 공정관리·현장 품질관리 담당 채용

삼양식품 | 인증관리 | 경력 5년 이상 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양공장 인사팀 노무담당 채용

삼양식품 | 인사 | 경력 3~6년 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양)공무팀 공무담당(기계) 채용

삼양식품 | 생산 | 경력 5~10년 | 정규직 | 삼양식품

삼양식품 - 밀양)면생산팀 공정관리담당 채용

삼양식품 | 공장관리 | 경력 1~5년 | 정규직 | 삼양식품

자료: 삼양라운드스퀘어, 유진투자증권
참고: 2025.02.04. 기준

삼양식품(003230.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	925	1,170	1,493	1,779	2,071
유동자산	354	497	680	759	976
현금성자산	111	241	397	426	583
매출채권	86	81	118	141	169
재고자산	110	142	133	158	190
비유동자산	571	673	813	1,020	1,095
투자자산	42	73	87	90	93
유형자산	475	543	669	872	942
기타	54	57	57	58	60
부채총계	470	594	677	637	534
유동부채	225	402	427	351	351
매입채무	141	175	126	150	180
유동성이자부채	52	176	249	149	118
기타	32	51	52	52	53
비유동부채	245	192	250	285	183
비유동이자부채	231	169	226	260	156
기타	14	23	24	25	26
자본총계	455	577	816	1,142	1,538
지배지분	453	565	805	1,130	1,526
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	409	522	762	1,088	1,484
기타	(5)	(6)	(7)	(7)	(7)
비지배지분	2	12	12	12	12
자본총계	455	577	816	1,142	1,538
총차입금	283	344	475	409	274
순차입금	172	103	78	(17)	(309)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	48	168	341	365	444
당기순이익	80	127	270	334	416
자산상각비	25	32	46	54	58
기타비현금성손익	2	15	15	0	0
운전자본증감	(63)	(8)	(6)	(24)	(30)
매출채권감소(증가)	(25)	0	(39)	(23)	(28)
재고자산감소(증가)	(64)	(39)	12	(26)	(32)
매입채무증가(감소)	15	21	11	24	30
기타	10	10	10	0	0
투자현금	(100)	(24)	(155)	(263)	(135)
단기투자자산감소	10	14	(13)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(0)	(0)	0	0	0
설비투자	88	45	146	253	125
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	8	(3)	(3)	(5)	(5)
재무현금	37	(20)	(45)	(74)	(154)
차입금증가	68	4	(5)	(66)	(135)
자본증가	(20)	(12)	(27)	(8)	(20)
배당금지급	14	12	27	8	20
현금 증감	(18)	122	141	28	155
기초현금	114	97	219	359	387
기말현금	97	219	359	387	542
Gross Cash flow	107	174	331	389	474
Gross Investment	173	45	148	285	163
Free Cash Flow	(66)	129	183	103	311

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,717	2,019	2,494
증가율(%)	41.6	31.2	43.9	17.6	23.5
매출원가	658	776	963	1,158	1,426
매출총이익	251	417	754	861	1,068
판매 및 일반관리비	161	269	408	445	541
기타영업손익	53	67	51	9	22
영업이익	90	148	346	416	527
증가율(%)	38.3	63.2	134.7	20.2	26.6
EBITDA	115	180	392	470	585
증가율(%)	43.0	55.9	118.4	19.8	24.4
영업외손익	12	9	4	7	(0)
이자수익	2	5	12	14	17
이자비용	5	12	19	16	11
지분법손익	2	6	0	0	0
기타영업외손익	12	10	12	10	(6)
세전순이익	102	156	351	423	527
증가율(%)	41.4	53.3	124.2	20.8	24.4
법인세비용	22	30	80	89	111
당기순이익	80	127	270	334	416
증가율(%)	41.7	57.7	113.5	23.8	24.4
지배주주지분	80	126	270	334	415
증가율(%)	41.6	58.2	114.2	23.4	24.4
비지배지분	0	0	(0)	1	1
EPS(원)	10,593	16,761	35,906	44,325	55,148
증가율(%)	41.6	58.2	114.2	23.4	24.4
수정EPS(원)	10,593	16,761	35,906	44,325	55,148
증가율(%)	41.6	58.2	114.2	23.4	24.4

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	35,906	44,325	55,148
BPS	60,129	74,979	106,797	150,022	202,570
DPS	1,400	2,100	2,600	2,600	2,600
밸류에이션(배, %)					
PER	12.0	12.9	19.5	15.8	12.7
PBR	2.1	2.9	6.5	4.7	3.5
EV/ EBITDA	9.8	9.6	13.6	11.2	8.5
배당수익률	1.1	1.0	0.4	0.4	0.4
PCR	8.9	9.3	15.9	13.5	11.1
수익성(%)					
영업이익률	9.9	12.4	20.2	20.6	21.1
EBITDA이익률	12.7	15.1	22.8	23.3	23.4
순이익률	8.8	10.6	15.7	16.6	16.7
ROE	18.9	24.8	39.5	34.5	31.3
ROIC	13.2	18.6	34.4	33.0	35.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	37.8	17.8	9.6	(1.5)	(20.1)
유동비율	157.1	123.7	159.5	215.9	277.9
이자보상배율	18.9	12.1	17.8	25.5	47.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.3	1.2	1.3
매출채권회전율	12.7	14.3	17.2	15.6	16.1
재고자산회전율	11.7	9.4	12.5	13.9	14.3
매입채무회전율	7.0	7.5	11.4	14.7	15.1

편집상의 공백페이지입니다

CJ 제일제당

(097950)

수익성 점진 개선 전망

투자의견

BUY(신규)

목표주가

320,000 원(신규)

현재주가

242,000 원(2/4)

시가총액

3,643(십억원)

음식료 김진우_02)368-6195_jinwookim@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 320,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2025년 추정 EBITDA를 기반으로 각 부문별 영업가치에 대한통운(50% 할인) 가치를 더하여 산출하였으며, 동사의 적정 기업가치는 4.7조원으로 추정
- 원료의 대규모 조달과 다양한 사업부 간 연계를 통해 비용을 절감하고, 시너지를 극대화하는 것이 핵심 강점
- 2025년 매출액 30.6조원(+4%yoy), 영업이익 1.7조원(+9%yoy) 전망. 대한통운 제외 시 매출액 18.6조원(+4%yoy), 영업이익 1.1조원(+8%yoy) 전망. 국내 가공식품 수요가 여전히 위축되어 있으나, 쿠팡 직거래 재개 효과로 온라인 채널 중심의 매출 회복 예상. 미국은 시장 경쟁 심화로 성장 속도 둔화를 전망하나, 이 외 국가에서는 유럽과 호주를 중심으로 고성장 중. F&C는 베트남의 우호적 돈가 흐름 지속으로 연내 흑자 기조 유지 전망
- 헝가리, 미국 사우스다코타 증설로 신규 만두 시장 대응과 기존 시장에서의 초격차 구축을 위한 거점 마련 중

주가(원,2/4)	242,000
시가총액(십억원)	3,643

발행주식수	15,054천주
52주 최고가	407,500원
최저가	232,500원
52주 일간 Beta	0.49
60일 일평균거래대금	130억원
외국인 지분율	22.6%
배당수익률(2024F)	2.3%

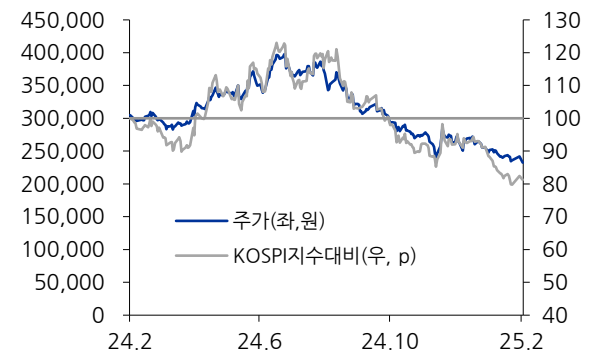
주주구성	
CJ(외 9인)	45.5%
국민연금공단(외 1인)	12.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-5.4	-27.0	-15.5
절대기준	-3.8	-34.2	-20.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	320,000	-	신규
영업이익(24)	1,552	-	신규
영업이익(25)	1,698	-	신규

12월 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	29,023	29,453	30,594	31,400
영업이익	1,292	1,552	1,698	1,765
세전손익	732	878	1,064	1,158
당기순이익	559	663	813	885
EPS(원)	25,636	30,473	39,977	43,534
증감률(%)	-35.2	18.9	31.2	8.9
PER(배)	12.6	7.9	6.1	5.6
ROE(%)	5.6	6.4	8.1	8.2
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.1	4.3	3.7	3.2

자료: 유진투자증권



Valuation & 실적 추정

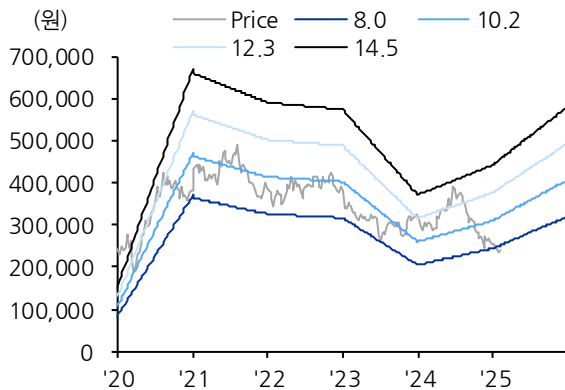
CJ 제일제당(097950.KS)에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 320,000 원을 신규 제시한다. 동사의 적정 기업가치는 4.7 조원으로 추정한다. 이는 영업가치 13.1 조원(2025년 추정 EBITDA에 글로벌 Peer 평균 EV/EBITDA 적용)에 CJ 대한통운 가치 0.4 조원(시가총액을 50% 할인 후 지분을 적용)과 2025년 예상 순차입금 8.5 조원을 반영하여 산출했다. 사업부별 가치는 식품 8.5 조원, 바이오 3.2 조원, F&C 1.4 조원이다.

도표 387. 목표주가 산정 내역

(단위: 십억원, 원)	가치	주당 가치	비고
영업가치	13,103	891,531	
(+) 식품	8,540	581,103	
EBITDA	1,321	89,861	2025F
Target EV/EBITDA (배)	6.5	6.5	글로벌 Peer 평균 (20% 할인)
(+) 바이오	3,156	214,730	
EBITDA	499	33,924	2025F
Target EV/EBITDA (배)	6.3	6.3	글로벌 Peer 평균 (30% 할인)
(+) Feed & Care	1,406	95,698	
EBITDA	276	18,790	2025F
Target EV/EBITDA (배)	5.1	5.1	글로벌 PEER 평균 (30% 할인)
비영업가치	366	18,172	
(+) CJ 대한통운	366	18,172	
시가총액	1,820	90,500	2025년 2월 4일 기준
지분율	40.2%	40.2%	3Q24 기준
주당가치	50.0%	50.0%	50% 할인을 적용
(-) 순차입금	8,497	578,132	2025F
(-) 우선주 가치	169	11,465	2025년 2월 4일 기준
수정발행주식수 (천주)		14,697	3Q24 기준 (자사주 제외)
기업가치	4,705	320,106	
목표주가		320,000	
현재주가		242,000	2025년 2월 4일 기준
상승여력		32%	

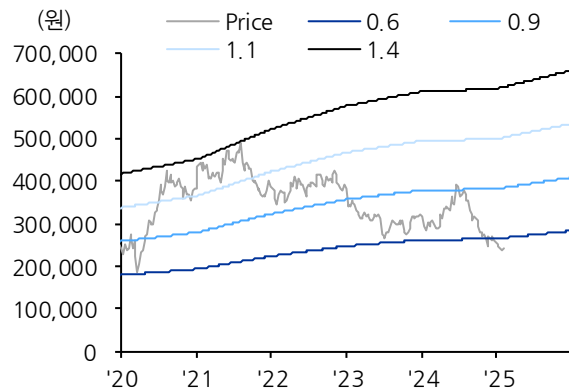
자료: 유진투자증권

도표 388. PER Band chart



자료: 유진투자증권

도표 389. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

동사의 2025년 실적은 매출액 30.6조원(+4%yoy), 영업이익 1.7조원(+9%yoy), 영업이익률 5.6%(+0.3%p yoy)를 전망한다. **대한통운 제외 기준으로는 매출액 18.6조원(+4%yoy), 영업이익 1.1조원(+8%yoy), 영업이익률 6.0%(+0.3%p yoy)를 전망한다.**

부문별로는 **식품부문**은 국내 가공식품 수요가 여전히 위축되어 있으나, 쿠팡 직거래 재개(24.8) 효과로 온라인 채널 중심의 매출 회복을 전망한다. 2022년 말 거래 중단 이후 2년만에 공급이 재개되는 것으로, 기저가 없는 상태에서 핫반, 상온, 냉동 등 가공식품의 물량 성장이 부각될 전망이다. 소재식품은 전년보다 이른 명절로 인해 일부 물량이 2024년 4분기에 인식되면서 연초 선물세트 관련 매출이 전년비 감소할 것이라 판단한다.

해외는 유럽과 호주를 중심으로 고성장 기조를 이어 나갈 것으로 전망한다. 일본의 턴어라운드를 기대하며, 미국은 시장 대비 초과 성장 지속 중임에도 경쟁 심화와 냉동식품 업황 부진으로 성장 속도가 둔화될 것이라 전망한다. 중국은 지상취매각 관련 기저 해소에도 내수 소비가 저조할 것이다. 중국 당국이 전방위적인 내수 부양책을 예고한 만큼 하반기로 갈수록 회복되는 흐름을 기대한다.

바이오 부문은 약세를 전망한다. 아미노산 수요의 지표가 되는 대두박·옥수수 스프레드가 지속 축소되고 있는 것은 바이오 제품 가격 측면에서 우려 요인이다. 대두는 필수 아미노산이 풍부한 반면, 옥수수는 라이신, 트레오닌 등이 상대적으로 부족하여 아미노산 제재를 추가해야 하기 때문이다. 따라서 대두박과 옥수수 간의 가격 차이가 확대되어야 동사 제품 수요에 긍정적이다.

다만, 해상 운임이 아직은 전년비 높은 수준에 있어 지역별 거점을 활용한 경쟁이 가능하며, 고부가 스페셜티 아미노산 위주로 매출 믹스를 재편함에 따른 수익성의 일부 방어가 가능할 것이라 전망한다.

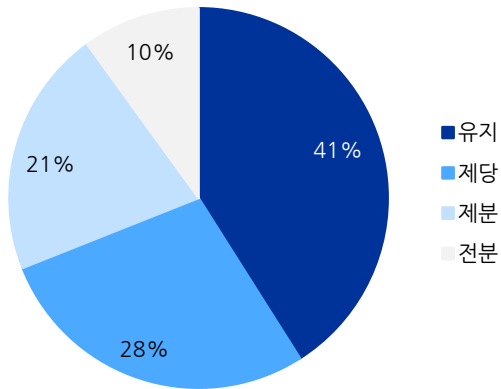
F&C 부문은 베트남에서 ASF(아프리카돼지열병) 확산 이후 돼지 사육 두수가 크게 감소해 돼지 가격이 상승하며 수익성이 개선되는 흐름이 지속되고 있다. 돼지의 생애주기를 고려했을 때, 현지 농가가 다시 사육두수를 늘려 돈육 공급으로 이어지기까지 최소 6개월 이상의 시간이 필요할 것이라 판단한다. 우호적인 돈가 흐름이 지속되며 연내 흑자 기조 유지 및 양호한 실적을 전망한다.

도표 390. 세부 실적 추정 (대한통운 포함)

(단위: 십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023A	2024F	2025F
매출액	7,216	7,239	7,414	7,584	7,524	7,503	7,728	7,839	29,023	29,453	30,594
YoY	2.0	0.3	(0.4)	4.0	4.3	3.7	4.2	3.4	(3.5)	1.5	3.9
식품	2,832	2,705	2,972	2,906	2,981	2,813	3,102	3,082	11,264	11,415	11,978
YoY	2.6	(1.0)	(1.1)	5.0	5.3	4.0	4.4	6.0	1.4	1.3	4.9
국내 식품	1,456	1,381	1,569	1,330	1,437	1,368	1,596	1,389	5,878	5,736	5,790
YoY	3.6	(2.9)	(6.1)	(3.6)	(1.4)	(1.0)	1.7	4.4	(0.8)	(2.4)	0.9
소제식품	435	514	513	387	384	463	478	386	2,173	1,849	1,712
YoY	(19.2)	(11.5)	(16.8)	(11.8)	(11.6)	(9.9)	(6.8)	(0.1)	(4.1)	(14.9)	(7.4)
가공식품	1,022	867	1,056	943	1,052	905	1,118	1,003	3,705	3,888	4,078
YoY	17.7	3.1	0.2	0.2	3.0	4.4	5.9	6.3	1.3	4.9	4.9
해외 식품	1,375	1,324	1,403	1,576	1,544	1,446	1,506	1,693	5,386	5,679	6,189
YoY	1.6	1.1	5.1	13.7	12.3	9.2	7.3	7.4	4.0	5.4	9.0
미주	1,175	1,115	1,174	1,342	1,309	1,212	1,260	1,442	4,381	4,806	5,222
YoY	9.1	7.5	7.6	14.2	11.4	8.7	7.2	7.5	8.6	9.7	8.7
중국	43	44	44	46	43	44	44	46	329	177	176
YoY	(60.9)	(57.3)	(34.8)	(4.1)	(0.2)	(1.5)	0.1	(1.6)	(28.1)	(46.1)	(0.8)
일본	63	68	78	66	67	74	82	70	324	276	293
YoY	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	94	97	107	122	125	116	120	135	353	420	497
YoY	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
바이오	1,022	1,056	1,069	1,009	997	1,005	1,004	973	4,134	4,157	3,978
YoY	3.0	1.0	1.1	(2.8)	(2.4)	(4.9)	(6.2)	(3.6)	(14.8)	0.5	(4.3)
Feed & Care	591	570	579	641	660	660	681	670	2,492	2,381	2,671
YoY	(10.0)	(11.6)	(5.0)	10.3	11.7	15.9	17.7	4.5	(11.7)	(4.5)	12.2
물류	2,921	3,059	2,976	3,179	3,034	3,175	3,091	3,257	11,768	12,135	12,557
YoY	4.0	3.3	1.3	3.9	3.8	3.8	3.9	2.5	(3.0)	3.1	3.5
기타 및 연결조정	(150)	(152)	(182)	(151)	(148)	(150)	(150)	(142)	(635)	(635)	(590)
영업이익	376	384	416	376	444	374	417	464	1,292	1,552	1,698
YoY	48.7	11.3	5.1	26.0	18.1	(2.5)	0.2	23.3	(22.4)	20.1	9.5
OPM	5.2	5.3	5.6	5.0	5.9	5.0	5.4	5.9	4.5	5.3	5.6
식품	185	136	161	135	216	131	168	202	655	616	716
YoY	37.7	(4.8)	(31.1)	(6.3)	16.9	(3.7)	4.1	49.9	4.9	(5.8)	16.2
OPM	6.5	5.0	5.4	4.6	7.2	4.7	5.4	6.6	5.8	5.4	6.0
바이오	98	99	82	67	72	65	70	71	251	346	278
YoY	55.0	17.4	74.9	17.7	(26.1)	(34.8)	(15.4)	6.9	(60.5)	37.7	(19.7)
OPM	9.6	9.4	7.7	6.6	7.2	6.4	6.9	7.3	6.1	8.3	7.0
Feed & Care	(15)	34	33	23	33	42	30	24	(86)	75	129
YoY	착지	287.5	흑전	흑전	흑전	21.9	(8.5)	4.1	착지	흑전	72.4
OPM	(2.6)	6.0	5.7	3.6	5.0	6.3	4.4	3.6	(3.5)	3.1	4.8
물류	109	125	142	147	118	133	145	159	480	523	555
YoY	10.4	11.5	13.5	1.8	8.3	6.1	2.7	8.1	16.6	8.9	6.2
OPM	3.7	4.1	4.8	4.6	3.9	4.2	4.7	4.9	4.1	4.3	4.4
기타 및 연결조정	(0)	(11)	(2)	4	4	4	4	7	(8)	(9)	20
세전이익	208	205	272	194	274	194	271	325	732	878	1,064
YoY	109.1	15.9	(10.9)	28.2	32.0	(5.6)	(0.3)	68.0	(41.2)	19.9	21.2
당기순이익	155	148	212	148	209	148	207	248	559	663	813
YoY	213.5	16.0	(8.0)	(2.6)	35.5	0.1	(2.5)	68.0	(30.3)	18.4	22.7
NPM	2.1	2.0	2.9	2.0	2.8	2.0	2.7	3.2	1.9	2.2	2.7

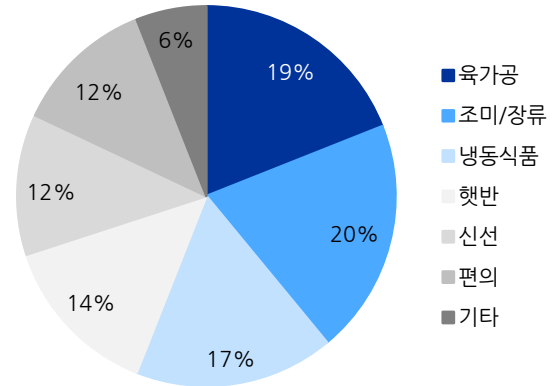
자료: CJ 제일제당, 유진투자증권

도표 391. 소재식품 매출비중 (2023)



자료: CJ제일제당, 유진투자증권

도표 392. 가공식품 매출비중 (2023)



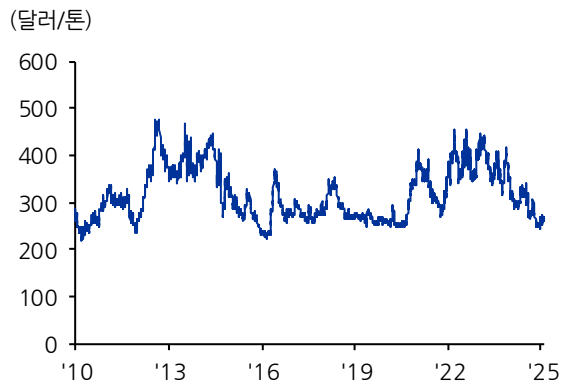
자료: CJ제일제당, 유진투자증권

도표 393. 대두박과 옥수수수의 아미노산 함량: 옥수수는 별도 아미노산 제재 필요

(단위: g/kg)	옥수수	대두박
메티오닌	1.51	5.98
시스테인	1.68	6.87
라이신	2.28	28.2
트레오닌	2.54	17.43
트립토판	0.57	6.08
아르기닌	3.6	33.79
이소류신	2.37	20.38
류신	8.15	34.44
발린	3.38	21.37
히스티딘	2.12	12.07
페닐알라닌	3.4	23.15

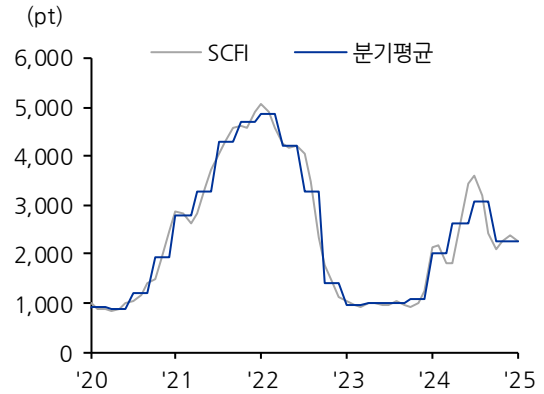
자료: Awachat et al.(2017), 유진투자증권

도표 394. 대두박-옥수수 스프레드



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 395. 전년비 높은 컨테이너 운임 지수



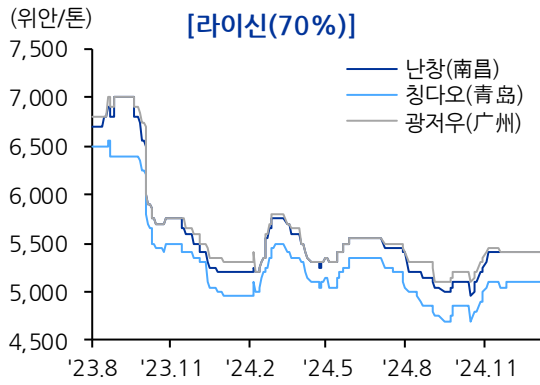
자료: Clarksons, 유진투자증권

도표 396. CJ제일제당 아미노산 생산 사이트



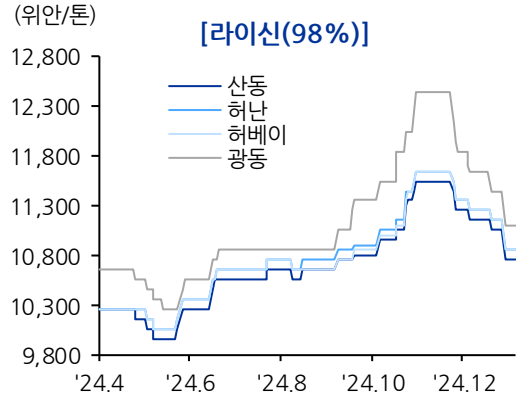
자료: CJ제일제당, 언론, 유진투자증권

도표 397. 중국 라이신 가격 추이 (1)



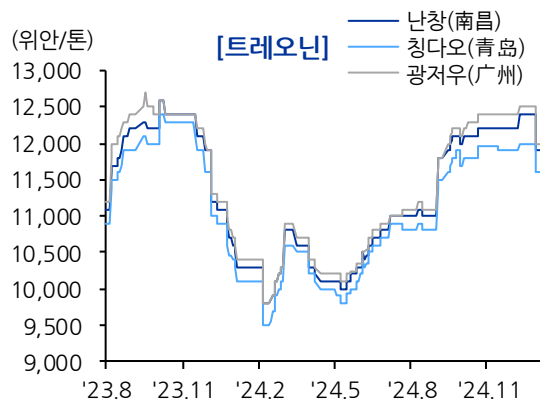
자료: CAAA, 유진투자증권

도표 398. 중국 라이신 가격 추이 (2)



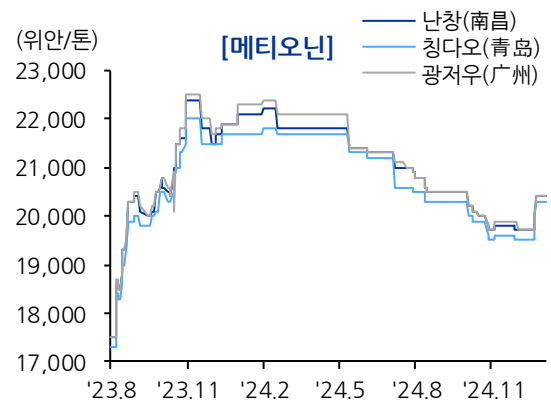
자료: CAAA, 유진투자증권

도표 399. 중국 트레오닌 가격 추이



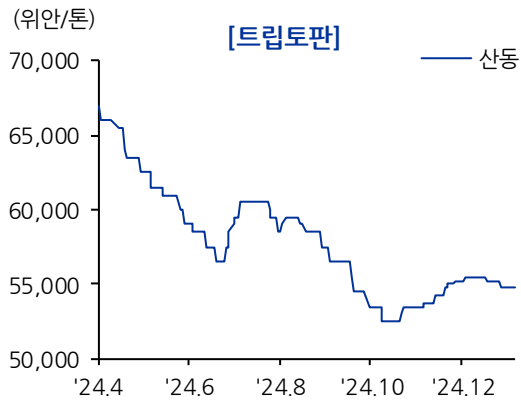
자료: CAAA, 유진투자증권

도표 400. 중국 메티오닌 가격 추이



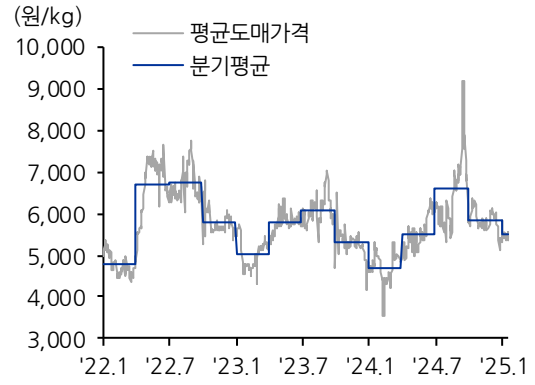
자료: CAAA, 유진투자증권

도표 401. 중국 트립토판 가격 추이



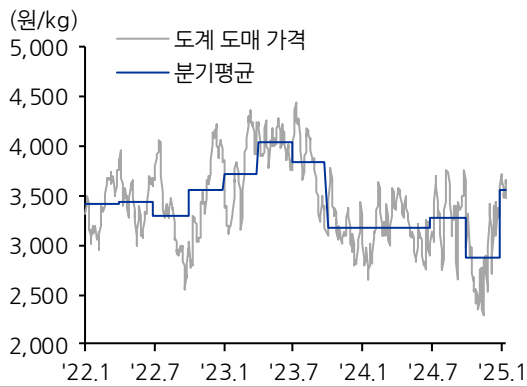
자료: CAAA, 유진투자증권

도표 402. 국내 돈가 추이



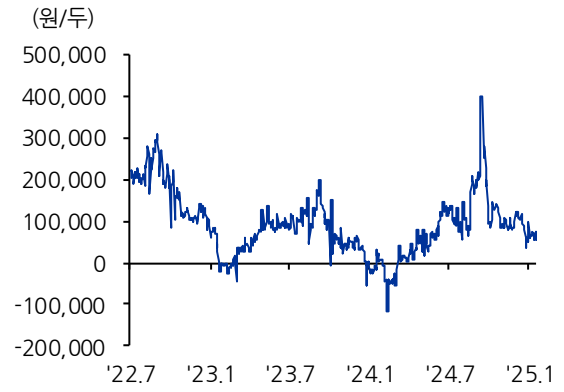
자료: 유진투자증권

도표 403. 국내 육계 가격 추이



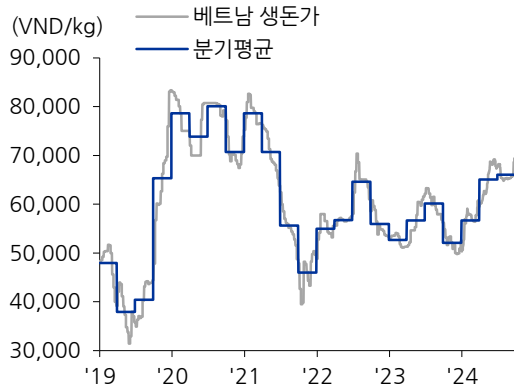
자료: 유진투자증권

도표 404. 국내 양돈 농가 수익성 추정



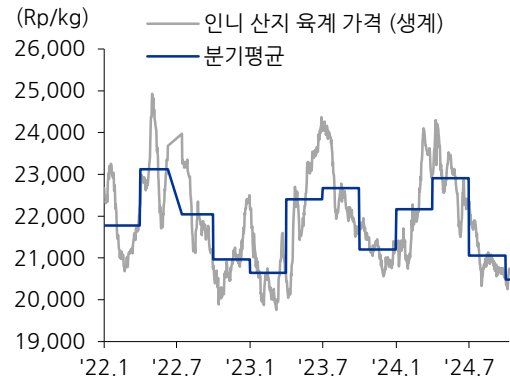
자료: 유진투자증권

도표 405. 베트남 돈가 추이



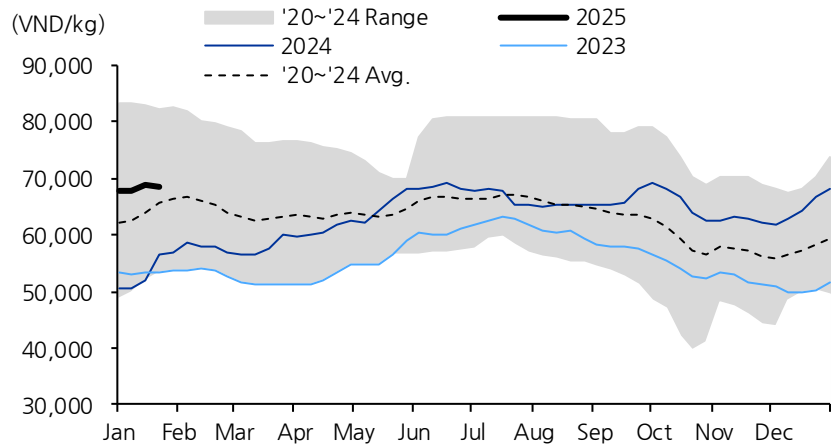
자료: 유진투자증권

도표 406. 인도네시아 육계 가격 추이



자료: 유진투자증권

도표 407. 베트남 돈가는 평년 대비 높은 수준



자료: 유진투자증권

규모의 경제와 수직계열화

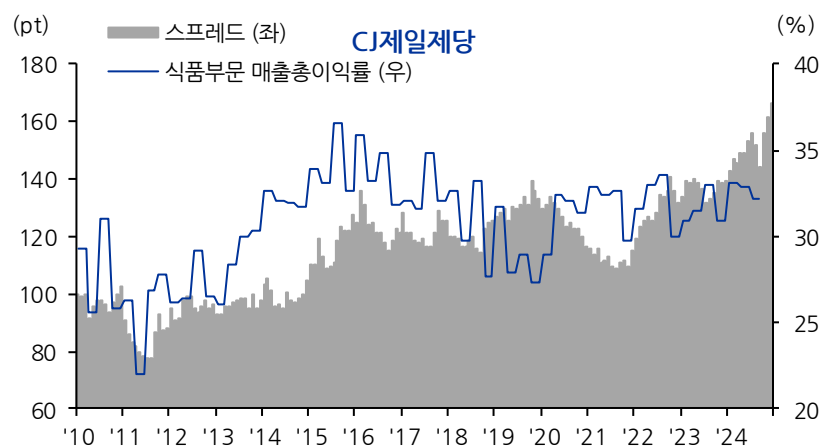
CJ 제일제당은 규모의 경제와 수직계열화를 통해 효율성을 극대화하고, 원가 경쟁력을 확보한다. 원료의 대규모 조달과 다양한 사업부 간 연계를 통해 비용을 절감하고, 시너지를 극대화하는 것이 동사의 핵심 강점이다.

가령, 식품사업부는 원당과 옥수수를 조달하여 설탕, 옥수수유, 옥수수전분 등을 생산하는데, 원당과 옥수수는 동시에 바이오사업부의 아미노산 생산을 위한 미생물 발효 원료로도 사용된다. 동일한 원료를 여러 사업부에서 활용함으로써 조달 규모가 증가하고, 원료 구매 시 구매력이 강화된다.

대두의 경우, 대두유 생산을 위해 기름을 짜고 남은 대두박을 배합사료용 단백질원으로 재활용한다. 이를 통해 부산물 활용도를 극대화할 수 있다. 사료는 다시 F&C 부문의 축산 농장에서 가축 사육에 활용되며, 사육된 가축은 육가공 공장으로 보내져 지육, 신선육 등으로 제품화된다.

압도적 소재식품 점유율을 바탕으로 한 규모의 경제와 수직계열화는 단가 절감과 안정적 공급망 구축으로 이어지므로 비용 경쟁력 확보에 도움이 된다. 실제로, 2021~2022 년의 곡물가·팜유 가격 급등기에도 동사의 수익성은 큰 부침 없이 안정적으로 관리되어 왔음을 확인할 수 있다.

도표 408. CJ제일제당 식품부문 매출원가 스프레드



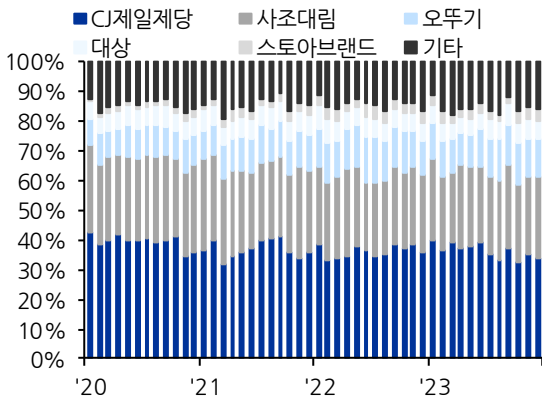
자료: 유진투자증권

도표 409. 대두유 생산 방법

구분	생산 방법	업체
대두 원료 착유 및 정제	대두 → 정선 → 조쇄 → 탈피 → 압편 → 추출 → 탈검 → 탈산 → 탈색 → 탈취 → 정제 대두유	CJ제일제당, 사조대림
수입유 정제	대두 탈검유 → 탈산 → 탈색 → 탈취 → 대두 정제유	CJ제일제당, 사조대림, 오뚜기, 롯데웰푸드, 삼양사

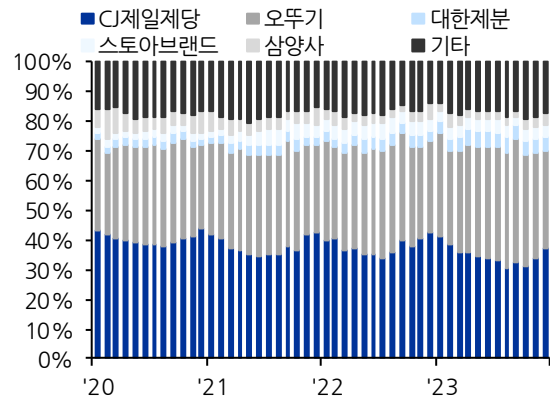
자료: 식품유통연감, 유진투자증권

도표 410. 식용유 소매시장 점유율



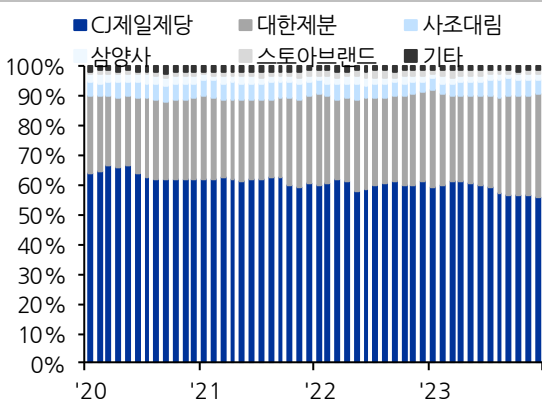
자료: 마켓링크, 유진투자증권

도표 411. 프리믹스류 소매시장 점유율



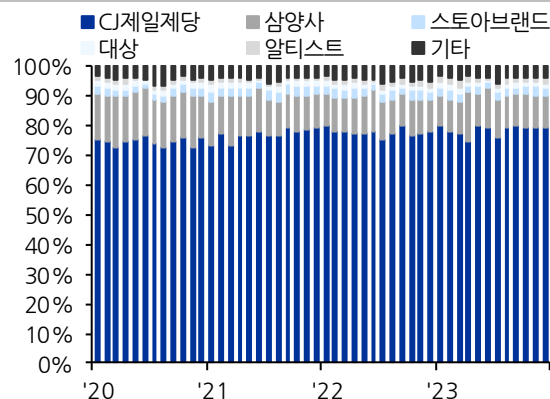
자료: 마켓링크, 유진투자증권
*프리믹스: 부침가루, 튀김가루 등

도표 412. 밀가루 소매시장 점유율



자료: 마켓링크, 유진투자증권

도표 413. 설탕 소매시장 점유율



자료: 마켓링크, 유진투자증권

K-푸드의 글로벌 진출을 위한 거점화 전략

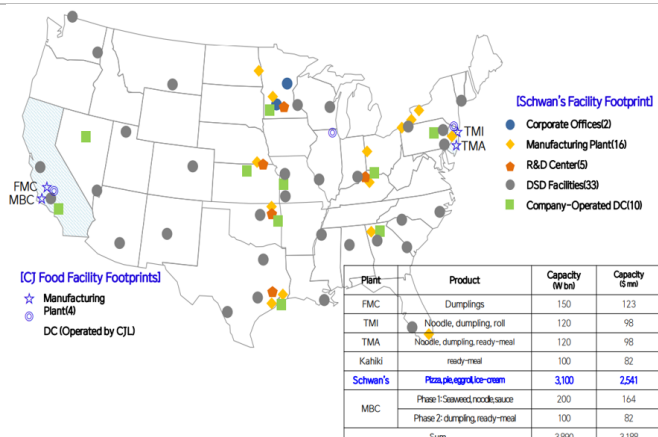
CJ 제일제당은 2019년 미국 냉동식품 기업 슈완스를 약 2 조원에 인수했다. 회사는 슈완스의 유통망을 통해 글로벌 최대 시장 중 하나인 미국 시장으로의 진출 기반을 마련했다. 이후 동사의 만두 제품은 선두주자였던 아지노모토를 제치고 미주시장 점유율 1 위가 되었다. 미국 시장에서 선전하며 동사의 해외 매출액 비중은 1Q18 12%에서 3Q24 기준 47%까지 확대되었다.

2023년에는 자차이(짜사이), 중국식 장류 등을 취급하는 중국 내 식품 자회사 '지상쥬(吉香居)' 지분 전량(60%)을 3천억원에 매각했다. 같은 해 브라질 농축대두단백 생산 자회사 '셀렉타'의 매각도 결정했다. 이는 선택과 집중을 통해 K-푸드 사업 역량을 강화하려는 행보라고 판단한다.

이러한 매각 자금과 보유 현금, 수년간 거점화한 미국에서 쌓은 인지도를 바탕으로 회사는 새로운 성장의 기반을 다지고 있다. 동사는 지난 11월 약 1천억원을 투자해 유럽 헝가리에 신공장을 구축한다고 발표했다. 완공 예정 시기는 2026년 하반기이며, 비비고 만두 생산을 통해 헝가리를 거점으로 유럽 진출을 본격화할 전망이다.

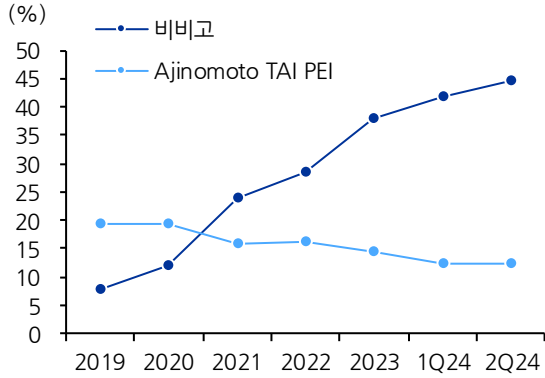
호주에서는 2023년부터 현지 OEM 방식으로 연간 3,500만톤 규모의 만두를 생산 중이며, 2023년 5월 Woolworths(호주 1위 대형마트 체인)를 시작으로 Coles(2위)에 입점했다. 2025년 1월에는 IGA(4위)에도 입점하며 호주 전체 매장의 70% 이상에 진출했다. 만두 이외에도 주먹밥, 봉어빵, 핫도그와 같은 제품들까지 입점한 만큼 향후 새로운 카테고리로의 지속 확장이 기대된다. 앞으로는 유럽과 호주 시장이 미국을 잇는 새로운 거점이자 성장 동력이 될 것이라 전망한다.

도표 414. 슈완스 인수로 미국 내 식품 설비와 그로서리 유통망 확보



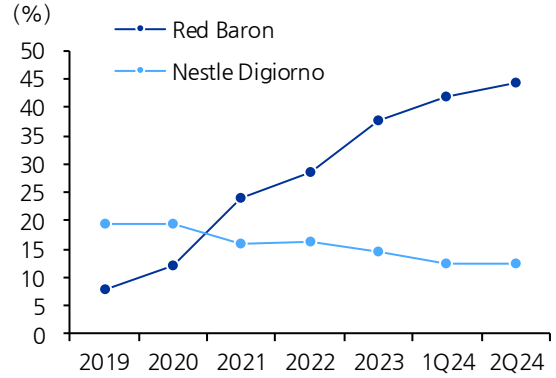
자료: CJ 제일제당, 유진투자증권

도표415. 미주시장 B2C 만두 브랜드 점유율



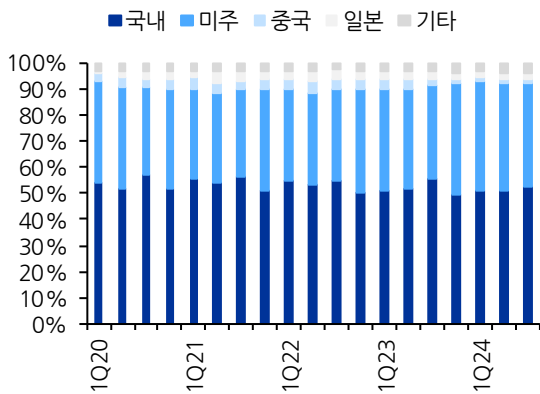
자료: CJ제일제당, 유진투자증권

도표416. 미주시장 B2C 피자 브랜드 점유율



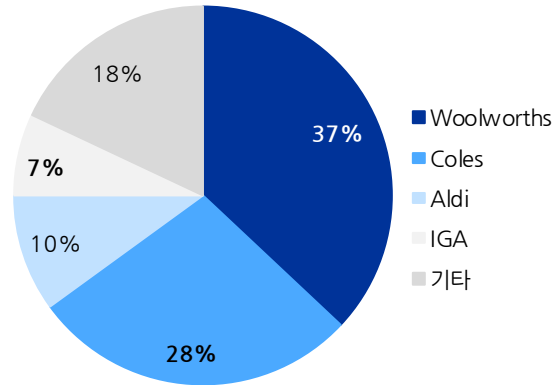
자료: CJ제일제당, 유진투자증권

도표417. 지역별 식품 매출액 비중



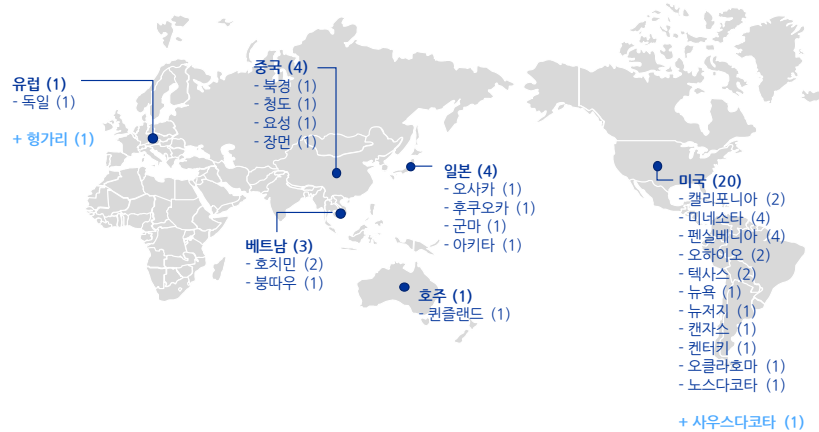
자료: CJ제일제당, 유진투자증권

도표418. 호주 대형마트 M/S (2023)



자료: Statista(GourmetPro 재인용), 유진투자증권

도표419. CJ제일제당 해외 식품 생산시설 현황



자료: CJ제일제당, 유진투자증권

도표 420. CJ제일제당 부문별 연혁

연도	전사	식품	바이오	F&C
1953	제일제당공업주식회사 설립	제당 사업 시작		
1958		제분 사업 시작		
1963		조미료 사업 시작		
1973				사료 사업 시작
1975		다시다 생산 개시		
1977		핵산복합조미료 출시		
1979		식용유 사업 시작		
1980		육가공 사업 시작		
1990		인니 MSG 공장 완공		
1991			인니 라인신 공장 완공	
1995				인니 사료 사업 진출
1996		햇반 출시		
1997				필리핀, 인니 사료 공장 준공
1998			인니 핵산 공장 준공	
1999			바이오 사업부문 신설	
2000			트레오닌 출시	인니 중계 사업 시작
2001				베트남 사료 사업 진출
2002	C(주)로 사명 변경	중국 청도공장 다시다 생산 시작		
2003				중국 사료 사업 진출
2005			중국, 브라질 라인신 공장 완공	
2006		하선정중합식품 인수, 해찬들 합병		베트남 축산 사업 시작 (양돈)
2007	C(주) 기업 분할			
2008		유기농 식품 사업 진출		
2010		천일염 공장 준공	인니 트립토판 출시	
2011	대한통운 인수	자일로스 설탕 출시	브라질 라인신 증설 완공	
2012		인니 MSG 공장 완공	중국 라인신 공장 완공	
2013		비비고 만두 출시	인니 아르기닌 출시, 미국 라인신 공장 완공	베트남 축산 사업 확장 (양계)
2014			중국 발린 출시	
2015			L-메티오닌 생산 시작	캄보디아 사료 사업 진출
2017			브라질 셀렉타 인수	
2018			중국 발효대두박 공장 완공	미얀마 사료 사업 진출 및 중계 사업 시작
2019		미국 슈완스 인수		Feed & Care 출범
2020			TasteNrich 출시	
2021			FlavorNrich 출시	
2023		중국 지상취 매각	브라질 셀렉타 매각 발표	

자료: Dart, 유진투자증권

CJ제일제당(097950.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	30,013	29,606	28,779	28,666	28,753
유동자산	9,788	9,580	9,926	10,291	10,958
현금성자산	2,400	2,192	2,590	2,751	3,262
매출채권	3,136	2,941	2,855	2,951	3,023
재고자산	3,201	2,649	2,665	2,754	2,821
비유동자산	20,225	20,026	18,852	18,375	17,795
투자자산	3,647	3,839	2,793	2,907	3,025
유형자산	11,913	11,875	11,740	11,193	10,546
기타	4,666	4,311	4,319	4,275	4,224
부채총계	18,484	17,826	17,138	16,514	16,036
유동부채	9,750	9,556	9,560	8,976	8,493
매입채무	4,140	3,314	2,436	2,518	2,579
유동성이자부채	5,064	4,971	5,841	5,162	4,606
기타	545	1,270	1,283	1,296	1,309
비유동부채	8,735	8,271	7,578	7,538	7,543
비유동이자부채	7,067	6,711	6,182	6,086	6,031
기타	1,668	1,560	1,396	1,453	1,512
자본총계	11,529	11,780	11,641	12,152	12,717
지배지분	6,756	7,152	7,220	7,732	8,297
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,129	1,223	1,223	1,223	1,223
이익잉여금	5,452	5,731	6,118	6,629	7,195
기타	93	115	(202)	(202)	(202)
비지배지분	4,773	4,628	4,420	4,420	4,420
자본총계	11,529	11,780	11,641	12,152	12,717
충차입금	12,131	11,682	12,023	11,248	10,637
순차입금	9,731	9,490	9,433	8,497	7,375

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1,627	2,445	2,538	2,019	2,180
당기순이익	803	559	663	813	885
자산상각비	1,403	1,542	1,542	1,611	1,692
기타비현금성손익	924	731	638	(868)	(892)
운전자본증감	(1,134)	(155)	(777)	(109)	(83)
매출채권감소(증가)	(644)	160	(364)	(96)	(72)
재고자산감소(증가)	(704)	366	182	(90)	(67)
매입채무증가(감소)	341	(338)	(533)	82	61
기타	(128)	(344)	(62)	(5)	(5)
투자현금	(1,498)	(703)	(784)	(1,018)	(995)
단기투자자산감소	(122)	219	(84)	(26)	(27)
장기투자증권감소	(28)	(25)	142	129	130
설비투자	1,443	1,124	878	1,009	976
유형자산처분	134	108	88	104	97
무형자산처분	(115)	(135)	(112)	(115)	(115)
재무현금	552	(1,658)	(1,708)	(865)	(701)
차입금증가	1,130	(793)	(868)	(775)	(611)
자본증가	(180)	(141)	(88)	(90)	(90)
배당금지급	180	141	88	90	90
현금 증감	700	56	93	135	484
기초현금	1,097	1,797	1,854	1,946	2,082
기말현금	1,797	1,854	1,946	2,082	2,565
Gross Cash flow	3,130	2,832	3,474	2,128	2,263
Gross Investment	2,511	1,076	1,478	1,101	1,051
Free Cash Flow	620	1,756	1,996	1,027	1,212

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	30,080	29,023	29,453	30,594	31,400
증가율(%)	14.4	(3.5)	1.5	3.9	2.6
매출원가	23,525	22,971	22,944	23,967	24,461
매출총이익	6,555	6,053	6,509	6,627	6,939
판매 및 일반관리비	4,890	4,761	4,957	4,929	5,174
기타영업손익	15	(3)	4	(1)	5
영업이익	1,665	1,292	1,552	1,698	1,765
증가율(%)	9.2	(22.4)	20.1	9.5	3.9
EBITDA	3,068	2,834	3,094	3,309	3,457
증가율(%)	10.0	(7.6)	9.2	7.0	4.5
영업외손익	(419)	(560)	(674)	(635)	(607)
이자수익	38	57	56	58	59
이자비용	367	515	549	511	482
지분법손익	32	139	140	142	143
기타영업손익	(122)	(240)	(320)	(323)	(327)
세전순이익	1,246	732	878	1,064	1,158
증가율(%)	2.3	(41.2)	19.9	21.2	8.9
법인세비용	443	173	215	251	273
당기순이익	803	559	663	813	885
증가율(%)	(10.1)	(30.3)	18.4	22.7	8.9
지배주주지분	596	386	459	602	655
증가율(%)	(2.8)	(35.2)	18.9	31.2	8.9
비지배지분	207	174	204	211	230
EPS(원)	39,586	25,636	30,473	39,977	43,534
증가율(%)	(2.8)	(35.2)	18.9	31.2	8.9
수정EPS(원)	39,586	25,636	29,983	39,488	43,044
증가율(%)	(2.8)	(35.2)	17.0	31.7	9.0

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	39,586	25,636	30,473	39,977	43,534
BPS	412,396	436,559	440,752	471,986	506,488
DPS	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
밸류에이션(배, %)					
PER	9.6	12.6	7.9	6.1	5.6
PBR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.1	5.1	4.3	3.7	3.2
배당수익률	1.4	1.7	2.3	2.3	2.3
PCR	2.0	1.9	1.1	1.9	1.8
수익성(%)					
영업이익률	5.5	4.5	5.3	5.6	5.6
EBITDA이익률	10.2	9.8	10.5	10.8	11.0
순이익률	2.7	1.9	2.2	2.7	2.8
ROE	9.3	5.6	6.4	8.1	8.2
ROIC	5.5	4.8	5.7	6.3	6.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	84.4	80.6	81.0	69.9	58.0
유동비율	100.4	100.3	103.8	114.7	129.0
이자보상배율	4.5	2.5	2.8	3.3	3.7
활동성(회)					
총자산회전율	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	9.9	9.6	10.2	10.5	10.5
재고자산회전율	10.9	9.9	11.1	11.3	11.3
매입채무회전율	7.7	7.8	10.2	12.4	12.3

편집상의 공백페이지입니다

오리온 (271560)

올라올 오리온

투자의견

BUY(신규)

목표주가

147,000 원(신규)

현재주가

99,800 원(2/4)

시가총액

3,946(십억원)

음식료 김진우_02)368-6195_jinwookim@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 147,000원으로 커버리지 개시 및 섹터 최선호주로 추천. 목표주가는 2025년 추정 EPS 12,583원에 Target PER 11.7배를 적용해 산출
- 저가 SKU 확판과 베스트셀링 제품군의 Flavor extension을 통해 소비양극화 트렌드에 모두 대응이 가능할 전망. 트렌드에 부합하는 제품의 적극적 출시는 내수 영향력 확대 → 해외 확산을 통한 메가히트 가능성을 높인다고 판단
- 주요 시장인 중국의 내수 소비가 저조함에도 불구하고, '밍밍현망' 등 고성장 간식점 채널 입점을 통한 탑라인 성장 중
- 2025년 연간 매출액 3.4조원(+5%yoy), 영업이익 6,478억원(+17%yoy) 전망. 당사 추정 변동비 스프레드와 매출 총이익률 간 괴리 확대로 향후 수익성 정상화에 따른 실적 성장 기대
- 이에 더해 중국·러시아 매출공백 해소와 베트남·러시아 설비 증설 등 실적 모멘텀 다수 보유

주가(원,2/4)	99,800
시가총액(십억원)	3,946

발행주식수	39,536천주
52주 최고가	106,700원
최저가	81,800원
52주 일간 Beta	0.46
60일 일평균거래대금	121억원
외국인 지분율	28.3%
배당수익률(2024F)	1.3%

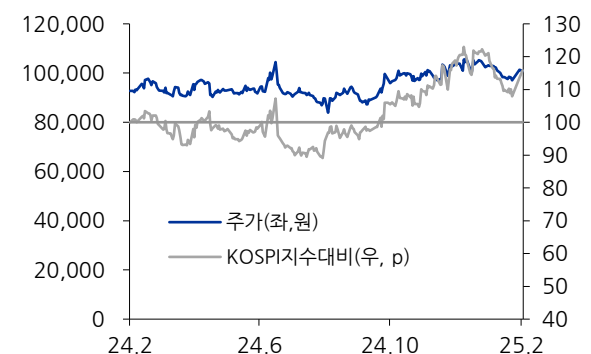
주주구성	
오리온홀딩스(외 8인)	43.8%
국민연금공단(외 1인)	10.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-4.6	18.7	12.7
절대기준	-3.0	11.4	7.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	147,000	-	신규
영업이익(24)	551	-	신규
영업이익(25)	648	-	신규

12월 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,912	3,110	3,351	3,453
영업이익	492	551	648	740
세전손익	520	555	670	758
당기순이익	385	412	507	573
EPS(원)	9,527	10,198	12,583	14,229
증감률(%)	-4.0	7.1	23.4	13.1
PER(배)	12.2	9.8	7.9	7.0
ROE(%)	13.9	13.4	14.7	14.6
PBR(배)	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.4	4.4	3.4	2.4

자료: 유진투자증권



Valuation & 실적 추정

오리온(271560.KS)에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 147,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2025년 추정 EPS 12,583 원에 Target PER 11.7 배(라면 수출을 통한 외형 성장 초기인 삼양식품의 2017년 PER 평균에 불닭볶음면과 같은 글로벌 메가히트 상품이 아직 부재함을 고려하여 50% 할인 적용)를 적용해 산출했다.

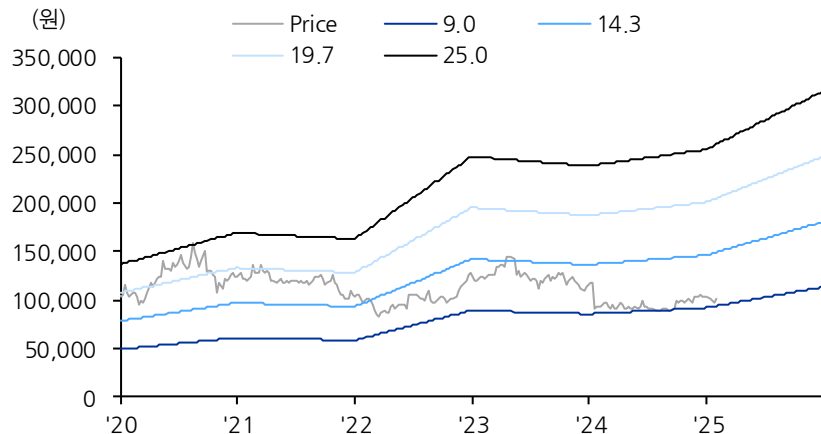
어려운 영업환경에도 불구하고, 가성비 SKU와 Flavor extension을 통해 양극화된 소비 트렌드에 대응 중인 동사의 견조한 실적이 돋보일 전망이다. 동사의 2025년 연간 실적은 매출액 3.4조원(+5%yoy), 영업이익 6,478억원(+17%yoy), 영업이익률 19.3%(+1.6%p yoy)를 전망한다. 중국 경소상 전환 관련 매출공백 해소, 러시아·베트남 증설 등 실적 모멘텀도 충분하다.

도표 421. 목표주가 산정 내역

구분	산식	비고
지배순이익(십억원)	㉑	497
Target PER(배)	㉒	11.7
기업가치(십억원)	㉓ = ㉑ × ㉒	5,821
주식수(천주)	㉔	39,536
주당가치(원)	㉕ = ㉓ ÷ ㉔	147,232
목표주가(원)		147,000
현재주가(원)		99,800
상승여력(%)		47

자료: 유진투자증권

도표 422. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 423. 오리온 실적 전망

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023A	2024F	2025F
매출액	748	719	775	858	819	787	834	910	2,912	3,110	3,351
YoY (%)	13	1	1	12	9	9	8	5	9	8	5
한국	272	278	271	285	293	306	297	314	1,070	1,115	1,209
YoY (%)	9	2	(0)	3	8	10	9	7	14	4	8
중국	306	296	322	339	349	327	354	358	1,179	1,263	1,388
YoY (%)	16	(1)	(2)	18	14	11	10	6	(8)	7	10
베트남	118	98	122	180	126	105	130	186	476	518	546
YoY (%)	12	3	3	15	7	6	7	3	1	9	5
러시아	51	49	62	59	53	52	58	57	200	220	219
YoY (%)	5	(5)	28	13	5	5	(7)	(4)	(5)	10	(0)
기타 및 연결조정	2	(2)	(2)	(4)	(3)	(2)	(4)	(3)	(12)	(6)	(12)
영업이익	125	122	137	164	148	147	154	198	492	551	648
YoY (%)	26	8	(3)	17	18	21	13	18	6	12	17
OPM (%)	17	17	18	19	18	19	18	22	17	18	19
한국	44	47	44	48	60	66	65	66	169	186	257
YoY (%)	17	5	2	8	36	42	49	26	20	10	38
OPM (%)	16	17	16	17	20	22	22	21	16	17	21
중국	54	56	64	62	61	55	62	74	221	235	252
YoY (%)	42	9	(13)	6	13	(1)	(3)	20	4	6	7
OPM (%)	18	19	20	18	17	17	17	21	19	19	18
베트남	20	15	24	48	22	16	20	52	88	107	110
YoY (%)	19	13	9	36	15	5	(17)	7	(3)	22	3
OPM (%)	16	16	20	27	18	15	15	28	18	21	20
러시아	8	7	10	11	7	10	10	13	32	35	40
YoY (%)	(6)	(13)	42	22	(13)	47	10	14	(7)	10	13
OPM (%)	15	14	15	20	13	19	18	23	16	16	18
기타 및 연결조정	(0)	(3)	(4)	(6)	(2)	(1)	(3)	(6)	(17)	(13)	(12)
당기순이익	100	76	104	129	117	114	121	155	385	412	507
YoY (%)	28	(9)	(6)	13	17	50	16	17	(3)	7	23
NPM (%)	13	11	13	15	14	14	14	17	13	13	15

자료: 오리온, 유진투자증권

저가(低價) SKU 확대로 '가성비 소비'에 대응

지속된 경기 침체로 소비여력이 감소하는 가운데, 소비자들도 점차 가성비를 추구하고 있다. 동사는 이러한 변화에 가장 적극적으로 대응하고 있으며, 이는 동사 매출비중의 대부분을 차지하는 건과 제품이 유연한 중량 및 개수 조정에 유리하기 때문이라 판단한다. 최근에는 포카칩, 스윙칩 등의 용량을 줄인 '천원스낵' 제품을 1,000 원 균일가에 판매하고 있으며, '10년 가격 그대로' 행사와 같이 중량과 가격을 장기간 동결한 제품군에 대한 판촉도 진행 중이다.

동사는 과거에도 '도도한 미니미나쵸', '오!감자 미니별' 등 저가 SKU 를 출시한 경험이 있다. 과자의 크기, 형태, 포장 방식 등을 변화시켜 취식 편의성을 높인 미니 제품들은 편의성과 가성비를 중시하는 트렌드에 부합한다.

회사는 계속되는 소비 위축 현상에 대응하기 위해 국내에서 카스타드, 고소미 등 제품의 신규 가성비 SKU 를 준비 중이며, 해외에서도 실속 선물세트와 같은 기획 제품을 강화할 계획이다. 저가 SKU 전략은 어려운 환경에도 지속적인 성장을 이끌 동력이 될 것이라 전망한다.

도표 424. 마트 '천원스낵' 매대



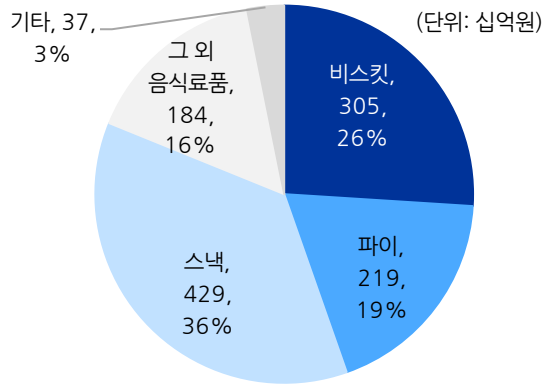
자료: 언론, 유진투자증권

도표 425. '10년 가격 그대로' 행사



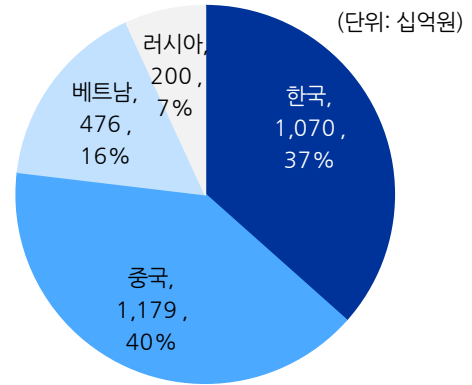
자료: 언론, 유진투자증권

도표 426. 전사 매출비중 (2023)



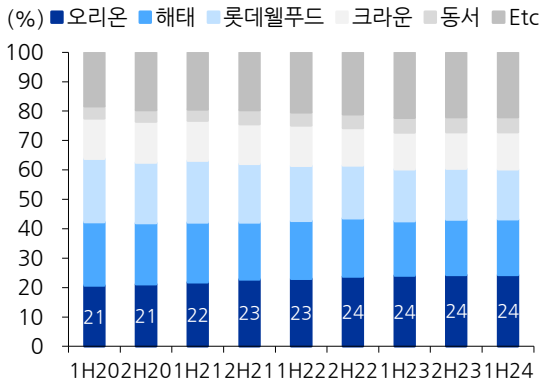
자료: Dart, 유진투자증권
참고: 매출에누리 미반영

도표 427. 주요 4 개국 매출비중 (2023)



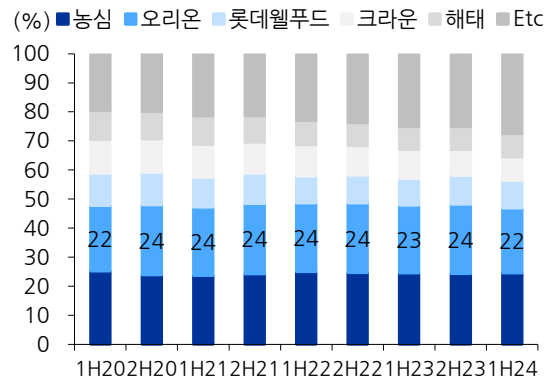
자료: Dart, 유진투자증권

도표 428. 비스킷 국내 M/S (닥터유, 예감 등)



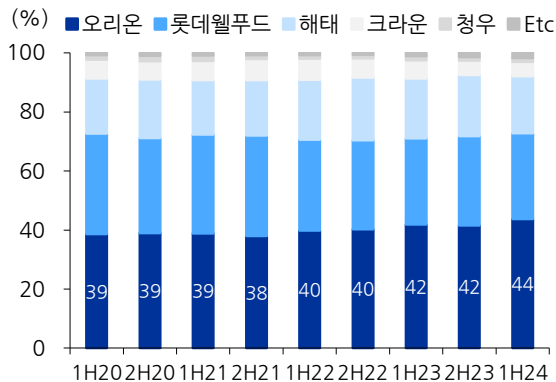
자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 429. 스낵과자 국내 M/S (포카칩 등)



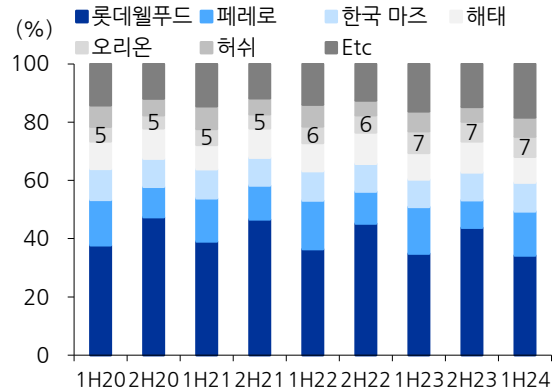
자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 430. 반생초코케익 국내 M/S (초코파이 등)



자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 431. 초콜릿 국내 M/S (닥터유 다이제 등)



자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

색다른 맛과 한정판으로 만족감도 충족

동사는 기존 생산설비를 활용하여 초코파이, 후레쉬베리 등 주력 상품의 Flavor extension 및 한정판 제품을 꾸준히 출시하고 있다. 제품의 정체성을 유지한 채 시즈닝, 필링 등 일부만 교체하므로 적은 비용으로 소비자에게 새로운 경험을 제공해 브랜드 충성도를 높일 수 있다. 판매가 부진할 경우 기존 오리지널 제품으로 바로 전환이 가능한 점 또한 리스크 저감 요인이다. 이러한 시도는 합리적인 비용으로 흥행 가능성을 높일 것이다. 앞서 본문에서 정리한 것과 같이, **트렌드에 부합하고자 하는 시도를 많이 만들어낼 수 있는 기업의 제품 중에서 향후 메가히트 제품이 탄생할 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.**

동사는 지난 겨울 국내에서 해피베리 3종(초코파이, 다쿠아즈, 초코송이)을 출시하였으며, 올해 1 월에는 봄을 맞아 딸기를 활용한 초코파이 딸기, 딸기송이, 오! 딸기 한정판을 발매했다. 이러한 이색 한정판은 앞서 2020 년대 트렌드로 제시한 바 있는 $f(\text{만족감}, 1/\text{가격})$ 의 함수에서 만족감을 극대화하여 소비자 효용을 높인다.

최근 마이구미 제로슈거 제품을 출시하여 저당·무설탕 관련 라인업을 보강하기 시작한 점도 긍정적이다. 회사는 해외에서 저당 제품의 후속 출시를 계획 중이며, 향후에도 점진적인 저당·무설탕 SKU 확장이 이뤄질 것이라 판단한다.

도표 432. 2025 년 봄 한정판 3 종



자료: 언론, 유진투자증권

도표 433. 마이구미 제로슈거 (25.01.)

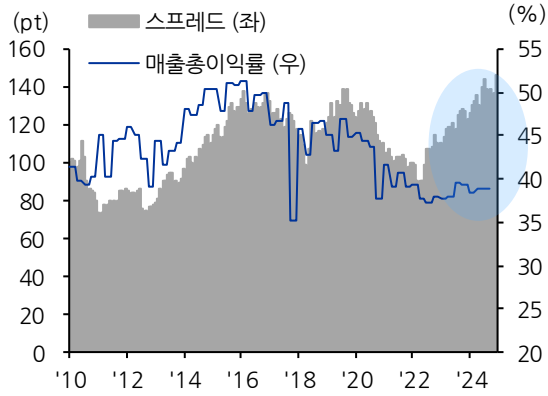


자료: 언론, 유진투자증권

실적 개선 모멘텀 부자

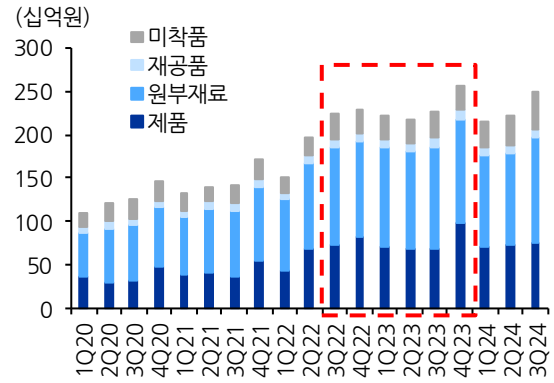
- 매출 공백 해소** 작년 중국과 러시아에서 지속되었던 해외 매출공백이 해소되며 2025년에는 실적 회복에 탄력을 받을 전망이다. 러시아는 소매업체 X5, K&B 와의 거래가 중단되며 2Q24~3Q24 동안 평균 40 억원/월 수준의 매출공백이 발생하였으나 3Q24부터 출고를 재개하였다. 중국은 경소상 간접 판매 전환으로 2024년 1~9월간 30~40 억원/월의 매출공백이 발생했다. 이는 같은 해 10월 말을 기점으로 해소된 것으로 판단한다. 기존에는 판촉사원을 투입하던 매장관리 업무까지 딜러에게 전부 위탁하며 일부 비용 절감도 가능할 전망이다.
- 스프레드** 동사의 가중평균 스프레드와 매출총이익률 간의 괴리가 커지고 있다. 스프레드와 매출총이익률 간 괴리 확대는 ①2022년 9월 이후 2년간 국내 제품 가격을 동결한 것과 ②2022~2023년 원료 가격 급등기에서 각 사이트별 넉넉한 재고 관리로 공급충격에 대비하며 급증한 고원가 재고 등이 종합적으로 영향을 미친 결과라고 판단한다.
- 동사는 지난 12월 초코송이(20%), 마켓오 브라우니(10%), 톱핑(6.7%), 오징어땅콩(6.7%) 등 13종 제품의 가격을 10.6% 인상했다. 2년만의 가격 인상으로 코코아, 설탕 등 원재료 가격의 상승 부담을 소비자에 전가할 수 있을 전망이며, 해외 가격인상도 추가 계획 중에 있다. 가격 인상 효과로 최근의 팜유 가격 상승에도 불구하고 동사 수익성은 다시 스프레드와 일정 수준 동행할 것이라 전망한다.
- 증설** 증설 모멘텀도 가졌다. 파이 공급 부족으로 러시아 법인의 가동률이 100%를 초과하여 운영 중인 상황이다. 회사는 내부적으로 라인 증설 관련 의사결정에 착수한 것으로 파악되며, 1분기 중 FID가 이뤄진다면 2025년 3~4분기 내로 본생산이 가능할 전망이다. 베트남은 올해부터 신공장 공장동 투자가 진행될 예정이며, 2026년 하반기 완공 계획이다. 완공 시 현 베트남 생산능력 기준 30% 이상의 CAPA 확장이 전망된다.

도표 434. 오리온 가중평균 스프레드



자료: 유진투자증권

도표 435. 오리온 재고자산



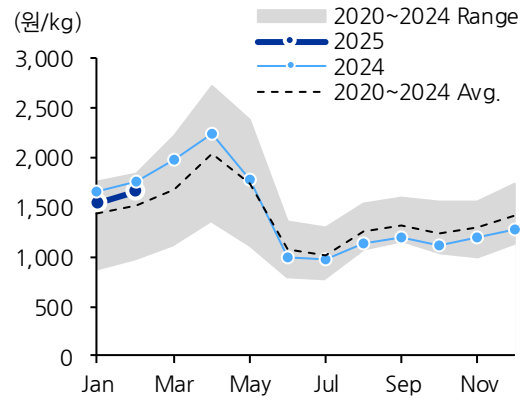
자료: 유진투자증권

도표 436. 주요 원재료 가격 추이



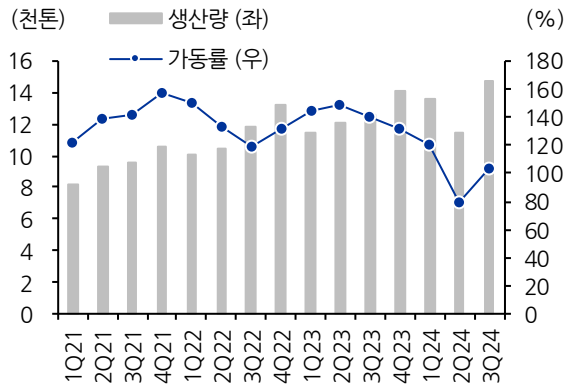
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 437. 감자 도매가격 추이



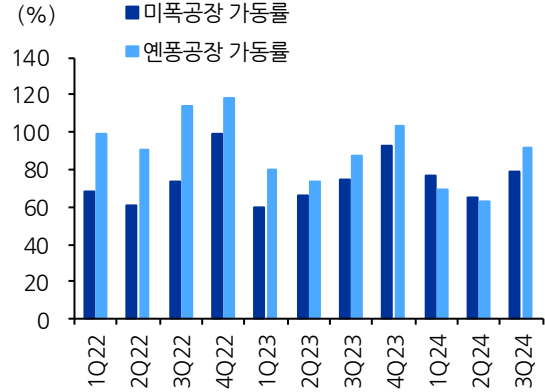
자료: 유진투자증권

도표 438. 러시아 가동률 100% 상회



자료: Dart, 유진투자증권

도표 439. 베트남 가동률도 100%에 근접



자료: Dart, 유진투자증권

2025년 중국 실적 회복세 부각 전망

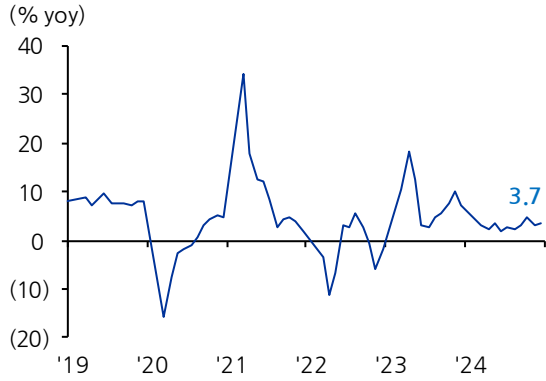
연결기준 중국의 매출액 비중은 약 40%로, 2024년은 내수 소비가 부진한 가운데 경소상 관련 전환으로 매출공백까지 발생하며 실적이 악화되는 흐름을 보였다. 현재 중국 경기의 회복 속도는 여전히 더디나 **당국이 전방위적인 내수 촉진을 예고했으며, 탑라인을 훼손하던 경소상 전환 작업은 완료되었다. 이에 가성비 제품을 중심으로 동사의 실적 회복세가 부각될 전망이다.**

소비여력 감소로 심화된 가성비 선호 현상에 대응하고자 동사는 간식점, CVS 등 고성장 채널에 입점해 특화제품을 확판 중이다. 간식점은 한국의 수입과자 할인점과 같이 주로 **소포장·소용량의 저가 제품을 판매하는 매장으로, 다양성과 가성비를 추구하는 소비자들의 니즈를 만족시킬 수 있어** 현지에서 빠른 성장세를 보이고 있다. 실제로, 간식점 채널의 고성장과 함께 동사의 간식점 채널 매출액 비중은 2023년 약 5%에서 2024년 15%로 크게 확대되었다.

동사가 입점해 있는 주요 간식점 채널로는 '밍밍현망(鸣鸣很忙)'과 '하오상라이(好想来)'가 있다. '밍밍현망 그룹'은 대형 간식점 브랜드 '링스현망(零食很忙)'과 '짜오이밍링스(赵一鸣零食)'가 2023년 합병하며 탄생한 중국 최대의 간식점 업체이다. 2024년 12월 기준 합산 1.4만개 이상의 오프라인 점포를 보유하고 있으며, 동사의 파이(큐티, 초코파이), 스낵(오!감자, 꼬북칩), 비스킷(고래밥, 초코송이) 등 제품군 다수가 입점해 있다. 또한, 초코파이, 고래밥, 오!감자 등 동사 일부 제품의 초대형 패키지를 확인할 수 있는데, 이러한 초대형 제품은 단위용량당 가격을 낮춤과 동시에 **색다른 부가가치를 부여하여 소비 심리를 자극한다.**

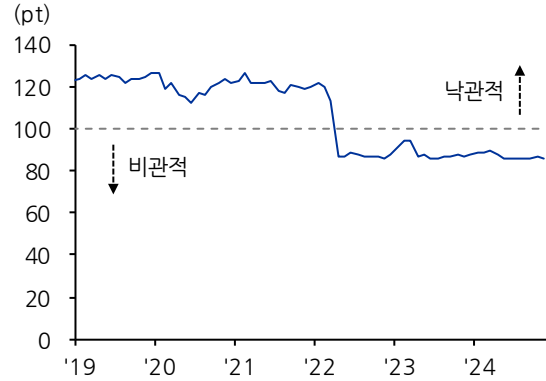
판매구조 조정 작업이 완료되면서 올해는 적극적인 신제품 출시를 위한 여력도 확보될 전망이다. 중국은 신제품 매출액 비중이 약 2%로 주요국 법인 중 가장 낮았는데, 향후에는 시즌 한정 제품, 가성비 기획 제품, 채널 전용 제품 등 다양한 신제품 출시를 통한 실적 성장이 가능할 것이라 기대한다. 제품력을 갖추었으며 트렌드에도 부합하는 다양한 신제품으로 시장의 반응을 테스트해볼 수 있다면 향후 흥행 아이টে을 발굴해 낼 가능성도 높아질 것이다.

도표 440. 중국 내수 소매판매 증가율 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 441. 중국 소비자신뢰지수 추이



자료: CEIC, 유진투자증권

도표 442. 소포장 제품 중심의 간식점 (링스현망)



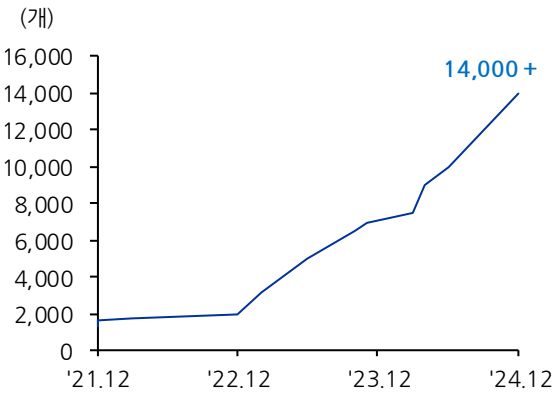
자료: Baidu, 유진투자증권

도표 443. 일부 초대형 제품으로 양극화된 수요에 대응



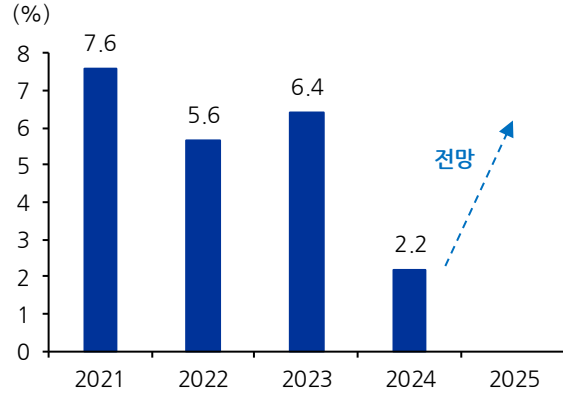
자료: Douyin, 유진투자증권

도표 444. 零食很忙, 赵一鸣零食 합산 점포 수 추이



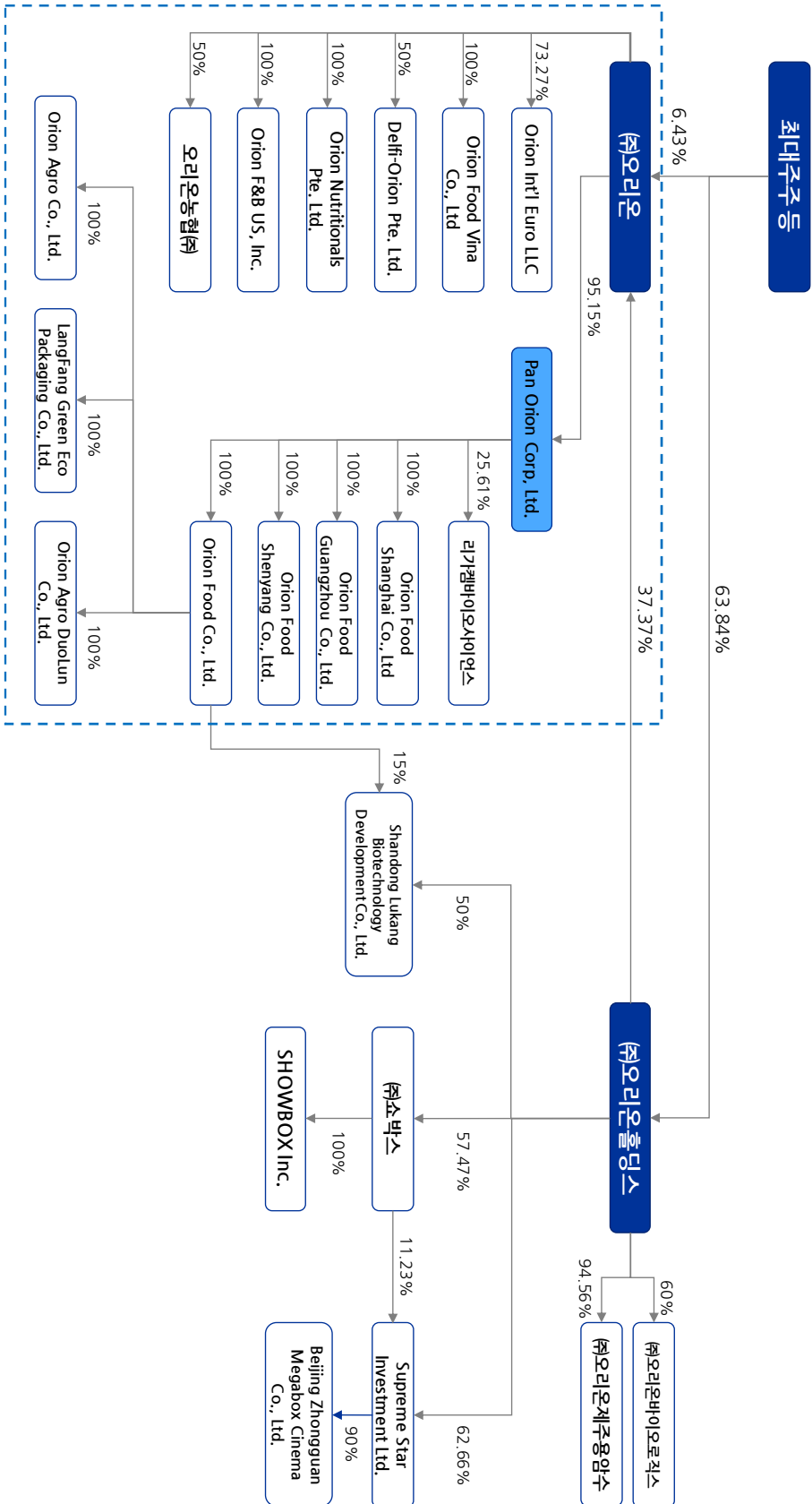
자료: 현지 언론 종합, 유진투자증권

도표 445. 중국 신제품 매출액 비중: 확대 전망



자료: 오리온, 유진투자증권

도표 446. 오리온 지배구조 (2024.06)



자료: Dart, 유진투자증권

오리온(271560.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,372	3,521	3,872	4,341	4,874
유동자산	1,470	1,628	1,331	1,783	2,315
현금성자산	995	1,133	814	1,242	1,756
매출채권	224	212	221	232	240
재고자산	235	260	272	285	295
비유동자산	1,901	1,893	2,542	2,558	2,559
투자자산	179	181	752	783	815
유형자산	1,668	1,658	1,727	1,705	1,669
기타	55	54	63	69	76
부채총계	732	566	617	637	658
유동부채	556	399	460	479	494
매입채무	361	304	378	397	411
유동성이자부채	104	14	1	0	0
기타	91	80	81	82	83
비유동부채	176	167	156	158	164
비유동이자부채	14	14	6	2	1
기타	162	153	150	156	162
자본총계	2,639	2,955	3,255	3,704	4,217
지배지분	2,554	2,862	3,153	3,601	4,114
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	1,218	1,560	1,913	2,361	2,874
기타	718	684	622	622	622
비지배지분	85	93	103	103	103
자본총계	2,639	2,955	3,255	3,704	4,217
총차입금	118	29	7	2	2
순차입금	(877)	(1,104)	(807)	(1,240)	(1,755)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	546	437	434	650	722
당기순이익	398	385	412	507	573
자산상각비	162	157	156	155	158
기타비현금성손익	86	121	(133)	(12)	(5)
운전자본증감	16	(108)	58	(5)	(4)
매출채권감소(증가)	(32)	9	(15)	(11)	(8)
재고자산감소(증가)	(30)	(30)	(3)	(13)	(10)
매입채무증가(감소)	35	(24)	79	19	14
기타	43	(62)	(4)	1	1
투자현금	(292)	(541)	(206)	(180)	(170)
단기투자자산감소	(215)	(372)	517	(11)	(12)
장기투자증권감소	0	(1)	(557)	(22)	(26)
설비투자	85	166	155	134	119
유형자산처분	10	1	3	4	3
무형자산처분	(1)	(2)	(11)	(11)	(11)
재무현금	(177)	(138)	(71)	(53)	(50)
차입금증가	(147)	(101)	(22)	(4)	(0)
자본증가	(30)	(38)	(49)	(49)	(49)
배당금지급	30	38	49	49	49
현금 증감	59	(244)	172	417	502
기초현금	550	610	366	537	954
기말현금	610	366	537	954	1,457
Gross Cash flow	646	663	445	655	726
Gross Investment	62	277	666	174	162
Free Cash Flow	585	387	(221)	481	564

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873	2,912	3,110	3,351	3,453
증가율(%)	22.0	1.4	6.8	7.7	3.0
매출원가	1,782	1,785	1,893	1,998	1,987
매출총이익	1,091	1,127	1,218	1,353	1,466
판매 및 일반관리비	625	635	666	705	725
기타영업손익	9	2	5	6	3
영업이익	467	492	551	648	740
증가율(%)	25.1	5.5	12.0	17.5	14.3
EBITDA	628	650	707	803	898
증가율(%)	20.2	3.4	8.8	13.6	11.8
영업외손익	20	28	4	22	17
이자수익	25	37	31	34	33
이자비용	4	4	3	6	5
지분법손익	1	1	3	3	0
기타영업외손익	(1)	(7)	(27)	(9)	(10)
세전순이익	487	520	555	670	758
증가율(%)	28.4	6.8	6.8	20.6	13.2
법인세비용	88	135	144	163	184
당기순이익	398	385	412	507	573
증가율(%)	51.1	(3.3)	6.9	23.1	13.1
지배주주지분	392	377	403	497	563
증가율(%)	52.2	(4.0)	7.1	23.4	13.1
비지배지분	6	8	9	10	11
EPS(원)	9,924	9,527	10,198	12,583	14,229
증가율(%)	52.2	(4.0)	7.1	23.4	13.1
수정EPS(원)	9,924	9,527	10,198	12,583	14,229
증가율(%)	52.2	(4.0)	7.1	23.4	13.1

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,924	9,527	10,198	12,583	14,229
BPS	64,594	72,400	79,747	91,081	104,060
DPS	950	1,250	1,250	1,250	1,250
밸류에이션(배, %)					
PER	12.9	12.2	9.8	7.9	7.0
PBR	2.0	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/ EBITDA	6.7	5.4	4.4	3.4	2.4
배당수익률	0.7	1.1	1.3	1.3	1.3
PCR	7.8	6.9	8.9	6.0	5.4
수익성(%)					
영업이익률	16.2	16.9	17.7	19.3	21.4
EBITDA이익률	21.9	22.3	22.7	24.0	26.0
순이익률	13.9	13.2	13.2	15.1	16.6
ROE	16.5	13.9	13.4	14.7	14.6
ROIC	21.7	20.7	22.4	26.9	31.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(33.2)	(37.4)	(24.8)	(33.5)	(41.6)
유동비율	264.4	408.2	289.1	372.2	468.8
이자보상배율	106.2	136.8	192.7	110.9	141.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
매출채권회전율	13.8	13.3	14.4	14.8	14.6
재고자산회전율	13.0	11.8	11.7	12.0	11.9
매입채무회전율	9.1	8.8	9.1	8.6	8.5

편집상의 공백페이지입니다

농심 (004370)

세계를 울리는 신라면

투자의견

BUY(신규)

목표주가

497,000 원(신규)

현재주가

351,500 원(2/4)

시가총액

2,138(십억원)

음식료 김진우_02)368-6195_jinwookim@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 497,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 녹산 수출전용공장 가동이 개시되는 2026년 추정 EPS 39,584원에 Target PER 12.6배를 적용해 산출
- 압도적인 내수 시장 점유율을 바탕으로 충성 고객층을 확보. 트렌드에 부합하는 다양한 신제품 출시에 유리한 환경이라 판단. 향후 '신라면 톰바'의 뒤를 잇는 신제품을 통한 외형 성장 기대
- 2025년 매출액 3.6조원(+5%yoy), 영업이익 2,481억원(+39%yoy) 전망. 4Q24부터 미국 2공장 신규 라인 가동, 월마트 메인 매대 이동 등 효과로 실적이 바닥을 확인 후 회복세에 접어들 전망
- 2026년에는 연간 5억개의 라면 생산이 가능한 녹산 수출전용공장이 완공되며 실적 레벨업 가능

주가(원,2/4)	351,500
시가총액(십억원)	2,138

발행주식수	6,083천주
52주 최고가	599,000원
최저가	317,000원
52주 일간 Beta	0.42
60일 일평균거래대금	87억원
외국인 지분율	18.2%
배당수익률(2024F)	1.4%

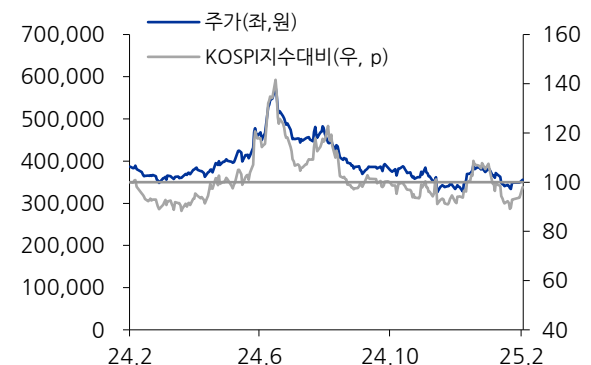
주주구성	
농심홀딩스 (외 6인)	44.3%
국민연금공단 (외 1인)	11.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.4	-17.0	-4.1
절대기준	-7.7	-24.2	-9.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	497,000	-	신규
영업이익(24)	179	-	신규
영업이익(25)	248	-	신규

12월 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,411	3,452	3,619	3,895
영업이익	212	179	248	273
세전손익	231	230	298	325
당기순이익	171	169	221	241
EPS(원)	28,261	27,805	36,311	39,584
증감률(%)	48.0	-1.6	30.6	9.0
PER(배)	14.4	12.6	9.7	8.9
ROE(%)	7.3	6.8	8.4	8.5
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	5.6	4.8	3.7	3.2

자료: 유진투자증권



Valuation & 실적 추정

농심(004370.KS)에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 497,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 녹산 수출전용공장이 본격적으로 실적에 기여하기 시작할 2026년의 추정 EPS 39,584 원에 Target PER 12.6 배(글로벌 Peer 평균 PER 에 농심의 높은 내수 비중을 고려하여 20% 할인 적용)를 적용하여 산출하였다.

2024년 2~3분기 실적이 부진하여 저조한 주가 흐름을 보였으나, 4분기부터 미국 2공장 신규 라인이 가동됐으며, 중남미·유럽 진출과 '신라면 톰바' 등 신제품 효과로 실적이 바닥을 확인 후 회복세에 접어들 것이라 예상한다. 2025년 매출액 3.6조원(+5%yoy), 영업이익 2,481억원(+39%yoy), 영업이익률 6.9%(+1.7%p yoy)를 전망한다.

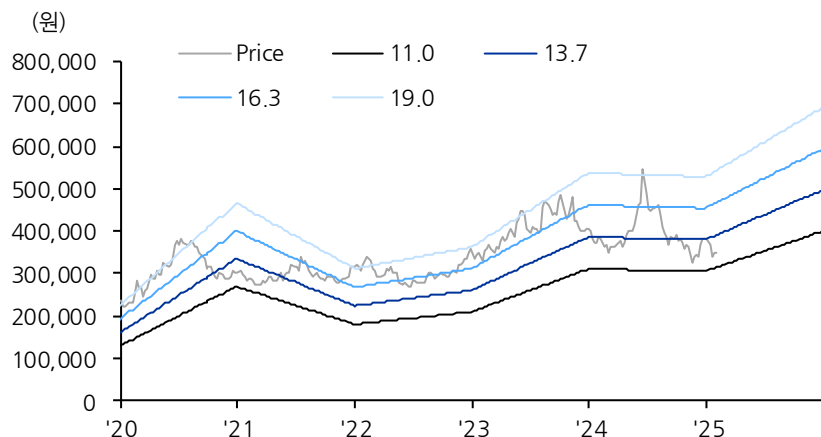
2026년에는 연간 5억개의 라면 생산이 가능한 녹산 수출전용공장이 완공되며 실적이 한층 더 레벨업할 수 있을 전망이다. 추가로, 유럽에 판매법인(설립 검토 중)이 설립될 시 주력 제품(신라면, 짜파게티, 너구리, 순라면) 론칭을 통해 빠르게 신규 시장 진출 및 확장이 가능할 것이라 전망한다.

도표 447. 목표주가 산정 내역

구분	산식		비고
지배순이익(십억원)	①	241	2026F
Target PER(배)	②	12.6	글로벌 Peer 평균 (20% 할인)
기업가치(십억원)	③=①×②	3,024	
주식수(천주)	④	6,083	
주당가치(원)	⑤=③÷④	497,180	
목표주가(원)		497,000	
현재주가(원)		351,500	2025년 2월 4일 기준
상승여력(%)		41	

자료: 유진투자증권

도표 448. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

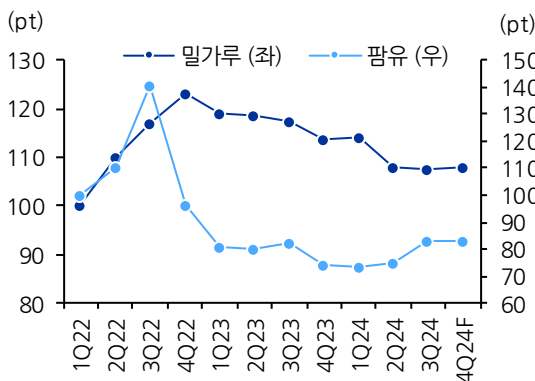
팜유를 제외한 원부재료 비용 부담은 소폭 안정될 것으로 보이나, 비우호적인 국내 소비 환경으로 4 분기 실적은 부진할 전망이다. 부문별로는 **국내**는 스낵과 음료를 중심으로 부진한 소비가 이어지는 가운데 판촉비, 복리후생비 확대로 판관비 부담이 확대될 것이라 판단한다. **미국**은 월마트 메인 매대로의 이동작업 완료 및 2공장 신규 라인 가동에 따른 성장을 전망한다. **중국**은 e-커머스 유통에 강점을 보유한 유베이(优贝)와의 파트너십 확대로 부진했던 온라인 판매가 회복세에 들어설 것으로 보인다.

도표 449. 농심 실적 추정

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F
매출액	873	861	850	869	899	909	901	910	3,452	3,619	3,895
YoY(%)	1.4	2.8	(0.6)	1.4	3.0	5.6	6.0	4.8	1.2	4.8	7.6
국내	625	625	618	610	631	657	648	631	2,478	2,567	2,790
YoY(%)	5.0	4.8	(0.4)	(1.3)	0.9	5.1	5.0	3.4	2.0	3.6	8.7
해외	247	236	233	258	268	252	253	279	974	1,052	1,106
YoY(%)	(6.6)	(2.4)	(1.2)	8.3	8.5	6.7	8.8	8.1	(0.6)	8.0	5.1
중국	48	41	33	42	48	41	35	44	165	168	171
미국	136	129	132	148	150	142	149	164	545	605	646
캐나다	25	21	21	23	25	22	22	24	90	95	98
일본	23	27	26	28	28	28	26	29	105	110	114
호주	12	15	17	13	12	15	17	13	56	57	59
베트남	3	3	3	3	4	4	4	4	14	16	18
영업이익	61	44	38	36	67	65	63	54	179	248	273
YoY(%)	(3.7)	(18.7)	(32.5)	(7.4)	8.7	48.7	66.3	49.5	(15.7)	38.8	10.0
OPM(%)	7.0	5.1	4.4	4.1	7.4	7.1	6.9	5.9	5.2	6.9	7.0
당기순이익	53	43	37	37	57	57	58	49	169	221	241
YoY	(1.8)	(4.9)	(26.2)	64.1	7.6	33.4	55.8	34.0	(1.2)	30.3	9.0
NPM(%)	6.1	5.0	4.3	4.2	6.4	6.3	6.4	5.4	4.9	6.1	6.2

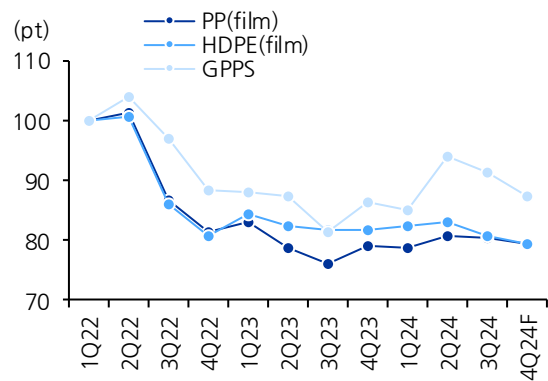
자료: 농심, 유진투자증권

도표 450. 원재료 매입단가 추정: 4Q에도 안정세 지속 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 451. 부재료도 범용화학 공급 과잉으로 부담 없어



자료: 씨스کم, 유진투자증권

2025년: 주력 미국 시장에서의 재도약

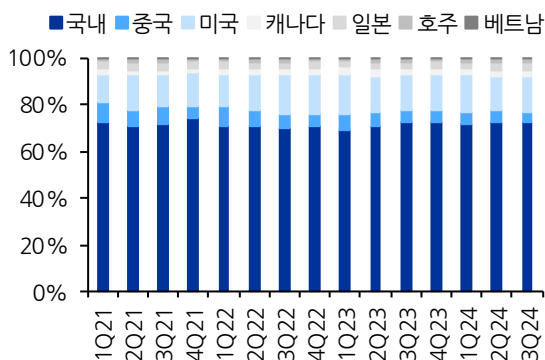
농심 미국 법인의 연결 매출액 비중은 3Q24 기준 16%로, 미국은 해외 매출액의 절반 이상을 차지하는 주력 시장이다. 고금리 장기화와 경기 부진에 따른 소비심리 악화로 1Q23 이후 줄곧 고전했으나, 2024년 4분기부터는 ①월마트 매대 이동과 ②2공장 신규 라인 가동으로 미국법인 실적이 회복하는 흐름을 전망한다.

월마트 매대 이동은 기존 아시아 식료품 코너에 진열되어 있던 라면 제품이 메인스트림 섹션에 있는 수프 매대로 옮겨가는 것이며, 신규 매대는 기존의 약 5배 크기이다. 기존 매대에는 라면·스낵 신제품이 대신 진열된다.

아시아 음식에 익숙하지 않은 고객들은 Asian grocery aisle에 잘 진입하지 않을 수 있으므로, 수프 섹션으로의 이동은 다양한 고객층으로의 노출을 가능케 한다. 또한, 수프 코너에 방문한 고객들이 동사 라면을 다른 수프 제품들과 유사한 간편 식사 옵션으로 인식하고 이를 선택할 수 있다. 메인 매대로의 이동 작업은 2024년 11월 중 모든 매장에서 완료된 것으로 판단하며, 이는 비슷한 시기 가동되기 시작한 제2공장 신규 라인과 함께 실적 성장에 기여할 요인이다.

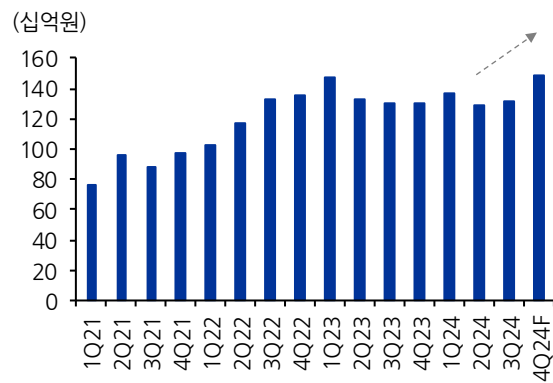
미국 2공장 신규 라인은 용기면 고속 생산 라인으로, 연간 생산능력은 라면 1억 개이다. 기존 라인과 합산하면 연간 총 3.5억개의 라면을 생산 가능하며, 현재 신라면 블랙, 신라면 톰바, 대파육개장 큰사발(코스트코 MPB) 등 제품을 생산 중이다

도표 452. 지역별 매출액 비중: 해외는 미국이 주력



자료: Dart, 유진투자증권
참고: 외부 고객으로부터의 수익 기준

도표 453. 미국 시장 분기 매출액 추이 및 전망



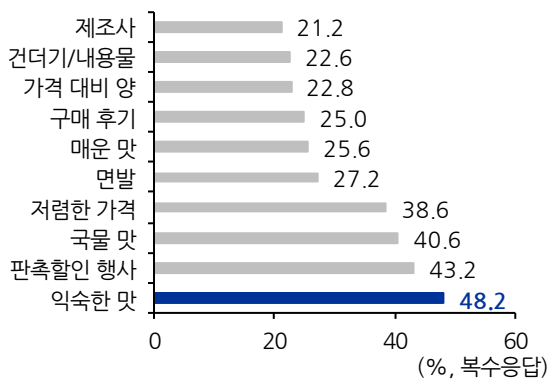
자료: Dart, 유진투자증권

아는 맛이 무섭다

국내 소비자들은 라면을 구입할 때 가장 많이 고려하는 요인으로 '익숙한 맛'을 꼽았다. 라면 구입 시 '나 또는 가족이 좋아하는 몇 개의 브랜드 중 선택하여 구입' 하는 경우는 58.6%로, 국내 소비자의 절반 이상이 주로 구입하는 익숙한 브랜드 중에서 라면을 구입하는 것으로 나타났다. 결국 꾸준히 높은 시장점유율을 가져온 업체가 계속 유리할 수밖에 없는 구조이다.

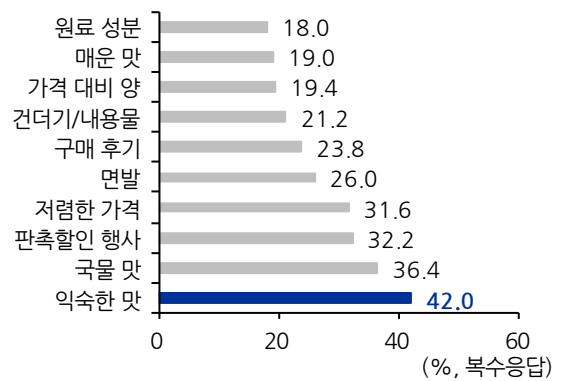
농심은 너구리, 육개장 사발면, 안성탕면, 짜파게티, 신라면 등 막강한 스테디셀러 라인업을 가지고 있으며, 언급된 5 종의 제품만으로도 40%가 넘는 소매판매 시장 점유율을 갖추었다. 압도적 점유율은 트렌드에 부합하는 다양한 신제품 테스트에 유리한 환경을 조성할 것이라 판단한다.

도표 457. 봉지라면 구입시 고려요인



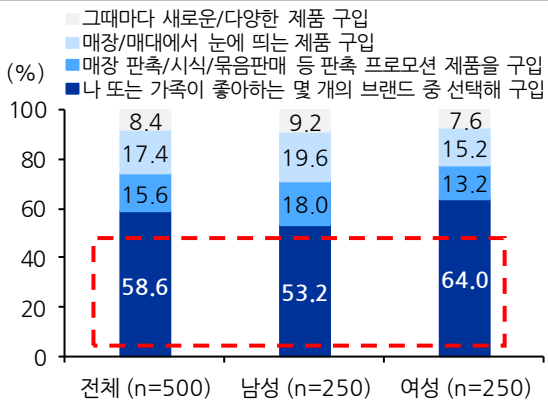
자료: 한국농수산식품유통공사, 유진투자증권

도표 458. 용기라면 구입시 고려요인



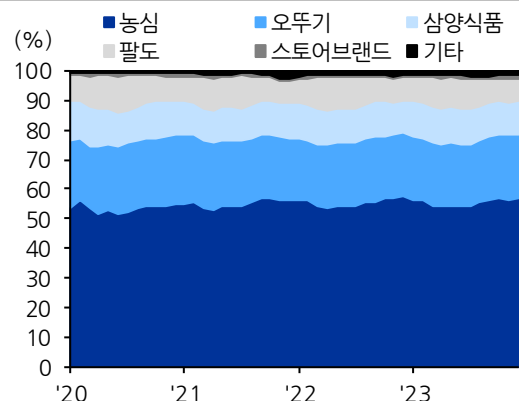
자료: 씨스کم, 유진투자증권

도표 459. 라면 구입 행태



자료: 한국농수산식품유통공사, 유진투자증권

도표 460. 압도적인 국내 라면 소매판매 시장점유율



자료: 마켓링크, 유진투자증권

농심(004370.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,035	3,235	3,512	3,735	4,017
유동자산	1,209	1,420	1,668	1,766	1,931
현금성자산	501	673	901	966	1,056
매출채권	296	313	318	333	369
재고자산	297	318	333	349	387
비유동자산	1,826	1,815	1,843	1,969	2,087
투자자산	252	218	210	218	227
유형자산	1,527	1,535	1,561	1,681	1,793
기타	47	62	73	70	67
부채총계	719	794	965	998	1,070
유동부채	616	696	702	732	800
매입채무	519	596	598	627	695
유동성이자부채	30	32	34	34	34
기타	67	69	70	70	71
비유동부채	103	97	263	267	270
비유동이자부채	34	29	160	160	160
기타	69	68	103	107	110
자본총계	2,315	2,441	2,546	2,737	2,947
지배지분	2,304	2,430	2,536	2,726	2,937
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	122	122	130	130	130
이익잉여금	2,197	2,316	2,456	2,647	2,857
기타	(45)	(38)	(81)	(81)	(81)
비지배지분	11	11	10	10	10
자본총계	2,315	2,441	2,546	2,737	2,947
총차입금	64	61	194	194	194
순차입금	(437)	(612)	(707)	(772)	(862)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	160	327	309	344	369
당기순이익	116	171	169	221	241
자산상각비	116	118	121	122	131
기타비현금성손익	33	73	(16)	1	4
운전자본증감	(74)	1	71	(3)	(6)
매출채권감소(증가)	(60)	(12)	(6)	(15)	(36)
재고자산감소(증가)	(43)	(24)	(13)	(16)	(38)
매입채무증가(감소)	38	50	10	29	68
기타	(8)	(13)	80	(0)	(0)
투자현금	(107)	(267)	(321)	(275)	(276)
단기투자자산감소	0	0	(7)	(27)	(28)
장기투자증권감소	243	378	428	(3)	(3)
설비투자	93	108	148	240	240
유형자산처분	42	1	1	1	0
무형자산처분	(1)	0	(1)	0	0
재무현금	(86)	(45)	107	(30)	(30)
차입금증가	(59)	(16)	131	0	0
자본증가	(23)	(29)	(29)	(30)	(30)
배당금지급	23	29	29	30	30
현금 증감	(30)	15	99	38	62
기초현금	157	128	143	242	280
기말현금	128	143	242	280	342
Gross Cash flow	266	362	280	346	375
Gross Investment	181	267	244	251	255
Free Cash Flow	84	96	36	95	120

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,129	3,411	3,452	3,619	3,895
증가율(%)	17.5	9.0	1.2	4.8	7.6
매출원가	2,230	2,375	2,464	2,569	2,763
매출총이익	900	1,035	988	1,050	1,132
판매 및 일반관리비	787	823	809	801	859
기타영업손익	11	5	(2)	(1)	7
영업이익	112	212	179	248	273
증가율(%)	5.7	89.1	(15.7)	38.8	10.0
EBITDA	229	330	300	370	404
증가율(%)	8.2	44.4	(9.2)	23.5	9.0
영업외손익	47	19	51	50	52
이자수익	12	21	27	26	28
이자비용	3	4	7	7	7
지분법손익	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	38	2	31	30	31
세전순이익	159	231	230	298	325
증가율(%)	16.1	45.5	(0.5)	29.4	9.0
법인세비용	43	60	61	77	84
당기순이익	116	171	169	221	241
증가율(%)	16.5	47.8	(1.2)	30.3	9.0
지배주주지분	116	172	169	221	241
증가율(%)	16.3	48.0	(1.6)	30.6	9.0
비지배지분	(0)	(0)	0	0	0
EPS(원)	19,091	28,261	27,805	36,311	39,584
증가율(%)	16.3	48.0	(1.6)	30.6	9.0
수정EPS(원)	19,091	28,261	27,805	36,311	39,584
증가율(%)	16.3	48.0	(1.6)	30.6	9.0

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,091	28,261	27,805	36,311	39,584
BPS	378,810	399,535	416,900	448,212	482,796
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
밸류에이션(배, %)					
PER	18.7	14.4	12.6	9.7	8.9
PBR	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/ EBITDA	7.6	5.6	4.8	3.7	3.2
배당수익률	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
PCR	8.2	6.8	7.6	6.2	5.7
수익성(%)					
영업이익률	3.6	6.2	5.2	6.9	7.0
EBITDA이익률	7.3	9.7	8.7	10.2	10.4
순이익률	3.7	5.0	4.9	6.1	6.2
ROE	5.2	7.3	6.8	8.4	8.5
ROIC	4.5	8.8	7.5	10.0	10.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(18.9)	(25.1)	(27.8)	(28.2)	(29.3)
유동비율	196.0	203.9	237.6	241.4	241.3
이자보상배율	36.6	54.9	24.8	38.1	41.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	11.7	11.2	10.9	11.1	11.1
재고자산회전율	11.3	11.1	10.6	10.6	10.6
매입채무회전율	6.2	6.1	5.8	5.9	5.9

편집상의 공백페이지입니다

롯데웰푸드 (280360)

Zero부터 시작하는 'Well-Food' 생활

투자의견

BUY(신규)

목표주가

136,000 원(신규)

현재주가

101,300 원(2/4)

시가총액

956(십억원)

음식료 김진우_02)368-6195_jinwookim@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 136,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2025년 추정 EPS에 Target PER 11.0배 적용
- 'ZERO', '식사이론'과 같은 Health & Wellness 지위 강화에 주력 중으로, 현 국내 0kcal 빙과 시장에서 독보적 위치
- 2025년 매출액 4.2조원(+3%yoy), 영업이익 2,006억원(+1%yoy) 전망. 코코아, 유지 등 원가 부담으로 가격 인상이 불가피하다는 판단. 동사는 상반기 중 인도, 카자흐스탄, 벨기에 판가를 10~20% 인상할 계획이며, 인상 시 상고하저의 원가 부담에 따른 상저하고의 실적 전망
- 현 주가는 당사의 2025년 추정 EPS 기준 PER 8.2배로, 역사적 저점 수준의 부담 없는 밸류에이션

주가(원,2/4)	101,300
시가총액(십억원)	956

발행주식수	9,435천주
52주 최고가	208,500원
최저가	99,500원
52주 일간 Beta	0.94
60일 일평균거래대금	16억원
외국인 지분율	13.5%
배당수익률(2024F)	3.0%

주주구성	
롯데지주 (외 17인)	69.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.1	-29.9	-16.3
절대기준	-7.5	-37.2	-21.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	136,000	-	신규
영업이익(24)	199	-	신규
영업이익(25)	201	-	신규

12월 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,066	4,056	4,179	4,428
영업이익	177	199	201	217
세전손익	110	162	165	184
당기순이익	68	117	123	137
EPS(원)	7,476	12,597	12,351	13,774
증감률(%)	50.0	68.5	-2.0	11.5
PER(배)	16.6	8.0	8.2	7.4
ROE(%)	3.5	5.6	5.2	5.6
PBR(배)	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	5.3	4.2	4.2	3.6

자료: 유진투자증권



Valuation & 실적 추정

롯데월드푸드(280360.KS)에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 136,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2025년 추정 EPS 12,351 원에 Target PER 11.0 배(글로벌 Peer 평균에서 높은 내수시장 의존도와 평가 인상 및 신공장 실적 관련 불확실성을 고려하여 40% 할인 적용)를 적용하여 산출했다.

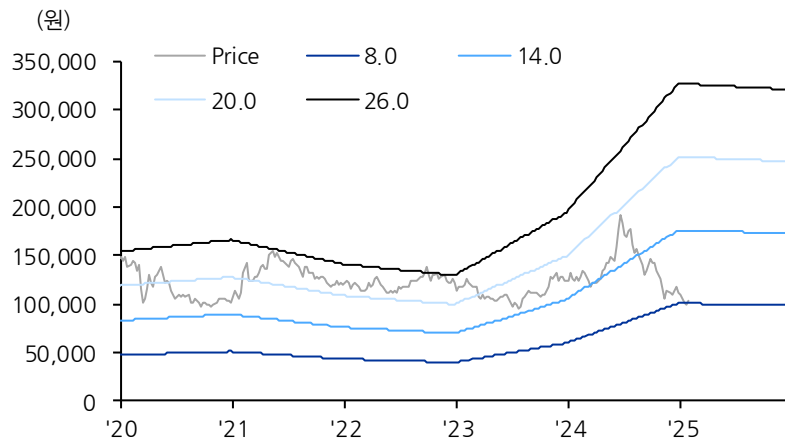
2025년 매출액 4.2조원(+3%yoy), 영업이익 2,006억원(+1%yoy), 영업이익률 4.8%(-0.1%p yoy)를 전망한다. 현재의 주가는 내수 성장세 부진 및 코코아 원가 부담과 같은 요소들을 상당 부분 반영하고 있다. 'ZERO' 브랜드 및 0kcal 빙과 제품의 약진, 1분기 인도 빙과 신공장 가동 및 하반기 견과(빼빼로, 초코파이) 라인 신증설로 인한 탑라인 성장을 고려하면 향후 내수 경기 회복과 평가 인상을 통한 원가 압력 완화 시 주가 상승여력은 충분하다.

도표 461. 목표주가 산정 내역

구분	산식	비고
지배순이익(십억원)	㉑	117
Target PER(배)	㉒	11.0
기업가치(십억원)	㉓ = ㉑ × ㉒	1,286
주식수(천주)	㉔	9,435
주당가치(원)	㉕ = ㉓ ÷ ㉔	136,352
목표주가(원)		136,000
현재주가(원)		101,300
상승여력(%)		34

자료: 유진투자증권

도표 462. PER Band Chart: 역사적 저점 경신 중



자료: 유진투자증권

도표 463. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023A	2024F	2025F
매출액	951	1,044	1,078	982	975	1,066	1,094	1,044	4,066	4,056	4,179
YoY (%)	(0.9)	0.3	(0.7)	0.2	2.5	2.1	1.5	6.3	(0.9)	(0.3)	3.0
국내 부문	764	837	880	770	771	833	875	807	3,301	3,250	3,287
껌, 캔디	56	59	55	52	55	60	57	53	214	222	225
비스킷, 초콜릿	184	162	179	208	185	169	177	220	709	732	751
빙과, 기타	187	273	299	153	192	254	298	164	921	913	909
유지식품 등	205	213	211	220	204	216	204	229	917	848	853
육가공 등	133	130	136	137	135	133	140	140	540	536	549
해외 부문	197	219	208	222	213	242	229	247	800	846	931
카자흐스탄	66	57	58	79	61	57	66	88	270	260	272
인도 빙과	34	70	38	29	37	84	48	39	166	171	208
인도 건과	30	26	32	29	36	32	31	33	103	117	132
러시아	20	21	22	22	22	22	23	23	78	85	89
벨기에	17	14	25	32	27	15	26	33	76	89	101
기타	29	31	34	30	30	32	35	31	108	124	128
기타/연결조정	(10)	(12)	(9)	(9)	(10)	(10)	(10)	(9)	(35)	(41)	(38)
영업이익	37	63	76	22	31	40	71	58	177	199	201
YoY (%)	100.6	30.3	(5.7)	(24.6)	(16.2)	(36.9)	(6.4)	164.2	29.9	12.2	1
OPM (%)	3.9	6.1	7.1	2.2	3.2	3.7	6.5	5.6	4.4	4.9	4.8
순이익	20	41	46	10	16	23	47	37	68	117	123
YoY (%)	61,237.7	227.9	(35.3)	흑전	(18.8)	(44.3)	1.2	287.1	16.0	72.1	5.6
NPM (%)	2.1	3.9	4.3	1.0	1.7	2.1	4.3	3.6	1.7	2.9	2.9

자료: 롯데월드, 유진투자증권

무설탕 시장 선두주자

롯데웰푸드는 저당 및 무설탕 제품군에서 가장 적극적인 행보를 보여주고 있다. 대표적으로 2022년 5월 론칭한 무설탕·무당류 디저트 브랜드 '제로(ZERO)'가 있다. 'ZERO' 제품으로는 쿠키, 초콜릿, 아이스크림, 젤리 등 다양한 라인업이 있으며, 이후에도 지속적으로 SKU를 확대해 나가고 있다.

특히, 지난 2024년 4월에는 0kcal 빙과 제품을 출시하였는데, 이는 기존의 무설탕 제품과 다르게 무열량(100ml 당 4kcal 미만)이므로 **현 트렌드하에서 건강을 중시하는 소비자들의 니즈를 완전하게 충족시킬 수 있어 긍정적이다**. 현재까지 국내에 출시된 0 칼로리 아이스크림은 동사의 '스크류바', '쥬스바', '수박바', '칸타타' 4종과 빙그레의 '생굴탱굴' 뿐으로, 동사는 0 칼로리 빙과 시장에서 독보적인 입지를 구축했다.

단, 향후에 추가 SKU 확장이 제한적일 수 있는 것은 리스크이다. 원료와 제형 문제로 모든 빙과 제품군의 '무열량화'는 어렵기 때문이다. 아이스크림 제조에 백설탕보다 많이 사용되는 원료인 원유에는 약 3%의 단백질과 각각 4~5%의 지방 및 유당이 함유되어 있으며(국내 주도종인 홀스타인 품종 기준), 이는 제로 칼로리 달성에 있어 가장 큰 장애 요인이다.

따라서, 소르베와 같이 본디 유제품이 사용되지 않는 빙과류가 제로 칼로리 전환의 주축이 되고 있는 것은 당연한 수순이다. 향후에는 유제품이 들어간 빙과류의 열량을 어떻게 0에 가깝게 낮출 것인지가 큰 기술적 난관이 될 것이라 판단한다.

도표 464. 제로 브랜드 건·빙과



자료: 롯데웰푸드, 유진투자증권

도표 465. 0 칼로리 빙과



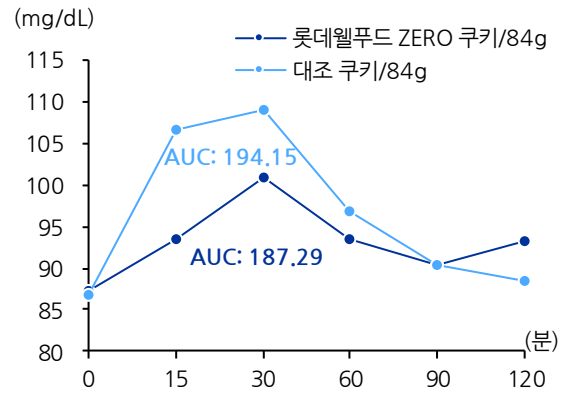
자료: 롯데웰푸드, 유진투자증권

도표 466. 설탕을 당알코올로 대체 시

구분	롯데월드 ZERO 쿠키/84g	대조 쿠키/84g
열량 (kcal)	367.1	420.9
탄수화물 (g)	51.2	50.3
당 (g)	0.3	25.5
당알코올 (g)	22.4	0.0
단백질 (g)	7.0	7.0
지방 (g)	20.8	21.3

자료: 한희진 외(2024), 유진투자증권

도표 467. 혈당 상승 억제 효과 관측



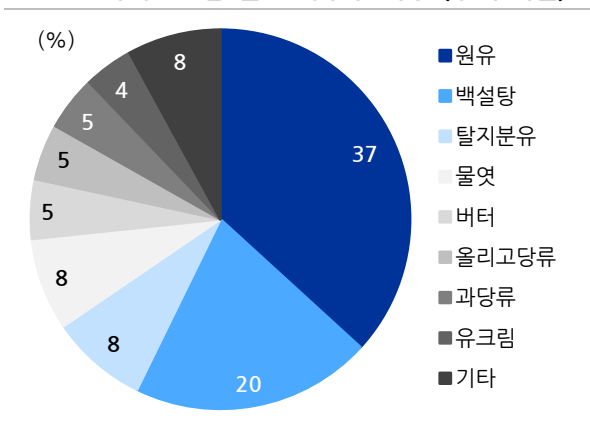
자료: 한희진 외(2024), 유진투자증권

도표 468. 대체 감미료를 사용하면 4.6~13.1%의 칼로리 저감이 가능

감미료 대체율	원료	설탕 100%	당알코올			
			자일리톨	말티톨	락티톨	이소말트
0% (대조 쿠키)	열량 (kcal/100g)	398.3				
	대조 쿠키 대비	100.0%				
35%	열량 (kcal/100g)		383.9	389.8	380.1	380.1
	대조 쿠키 대비		96.4%	97.9%	95.4%	95.4%
50%	열량 (kcal/100g)		377.8	386.1	372.3	372.3
	대조 쿠키 대비		94.9%	96.9%	93.5%	93.5%
75%	열량 (kcal/100g)		367.6	380.1	359.2	359.2
	대조 쿠키 대비		92.3%	95.4%	90.2%	90.2%
100%	열량 (kcal/100g)		357.3	374	346.2	346.2
	대조 쿠키 대비		89.7%	93.9%	86.9%	86.9%

자료: 신인영 외(1999), 유진투자증권

도표 469. 아이스크림 원료 사용량 비중 (무게 기준)



자료: 농림축산식품부, 유진투자증권

도표 470. 원유 구성성분

Item	Jersey		Holstein	
	3 DIM	30DIM	3 DIM	30DIM
Fat (%)	4.82 ± 0.37	4.99 ± 0.25	4.67 ± 0.50	4.12 ± 0.22
Protein (%)	6.43 ± 0.48	3.26 ± 0.03	7.47 ± 0.89	2.82 ± 0.08
Lactose (%)	3.85 ± 0.11	4.72 ± 0.19	4.24 ± 0.12	4.89 ± 0.04

자료: U.S. NIH, 유진투자증권

*DIM(days in milk): 우유 생산 개시 이후 경과한 일수

해외 증설과 실적 개선

인도 건과는 하반기 생산을 목표로 초코파이 제4라인(CAPA 400 억원)과 빼빼로 신규 라인(CAPA 450 억원)을 증설 중이다. 마찬가지로 상반기 중 판가 인상을 통해 원가 부담을 제어한다면 하반기로 갈수록 실적이 개선될 전망이다.

빙과는 2024년 개시 예정이던 푸네 신공장의 가동이 현지 인허가 문제로 지연되었다. 올해 1분기 중으로 가동 예정이며, 회사는 인도 빙과 성수기인 3~5월 이전에 제품 생산에 착수해 대응하려는 계획이다. CAPA는 1,500억 원 규모로, 램프업 기간의 가동률을 감안하면 실적에 완전히 반영되지는 않겠으나, 연간으로 20% 이상의 성장이 가능할 전망이다.

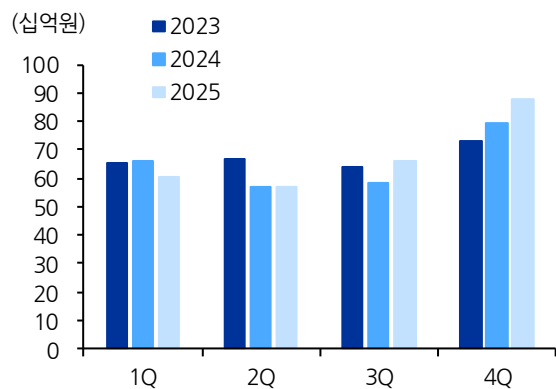
카자흐스탄 카자흐스탄은 동사 해외 매출액의 30%를 차지하며, 단일 법인으로는 가장 큰 해외 매출처이다. 2024년 1~3분기는 텡게화 대비 루블화의 평가절하로 러시아 제품이 싸게 유입되며 동사 매출에 악영향을 주었다. 3Q24 이후 루블화의 상대적 강세가 4Q24 실적에는 긍정적으로 작용했을 전망이나, 연말경 환율이 재차 약세를 보여 1Q25 실적에는 다소 부정적 영향이 있을 것이라 판단한다. 그러나 상반기 중 10~20%의 가격 인상이 계획되어 있는 만큼 하반기로 갈수록 전년비 개선되는 흐름을 전망한다.

도표 471. 러시아 루블-카자흐 텡게 환율



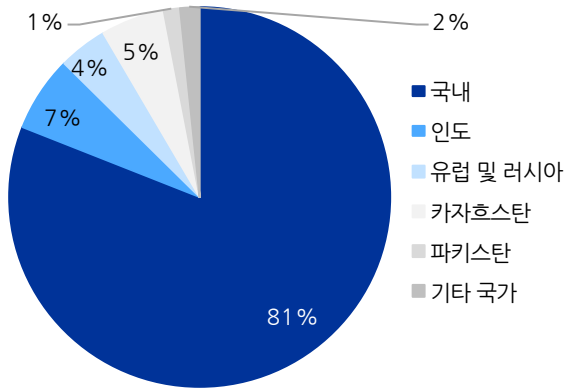
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 472. 카자흐스탄 분기 매출액 추정



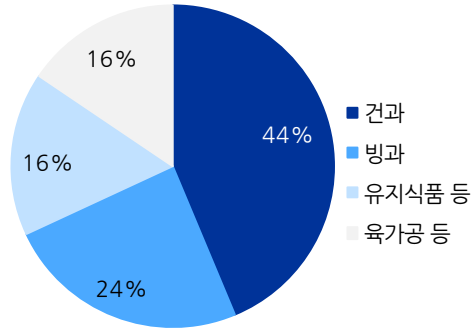
자료: 유진투자증권

도표 473. 3Q24 매출액 비중 (국가별)



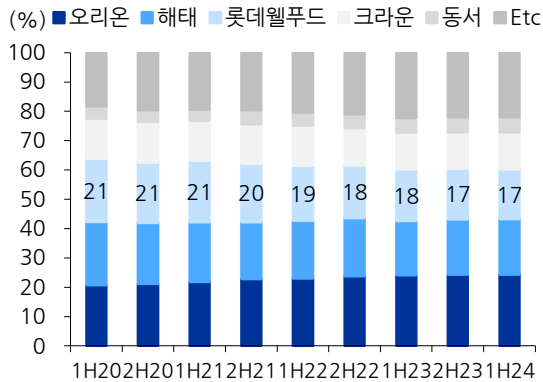
자료: Dart, 유진투자증권
참고: 연결 기준

도표 474. 3Q24 매출액 비중 (부문별)



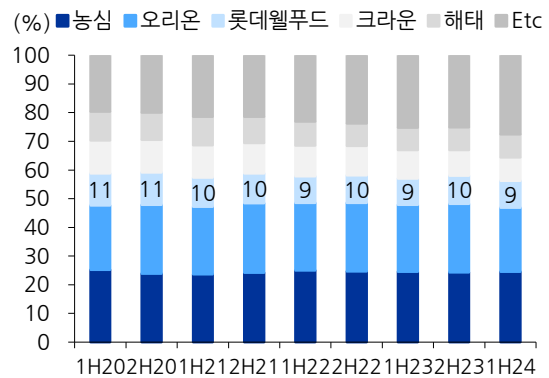
자료: Dart, 유진투자증권
참고: 연결 기준

도표 475. 비스킷 M/S (마가렛트, 롯데샌드 등)



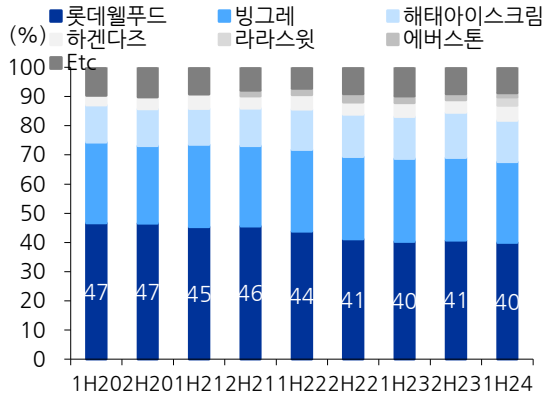
자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 476. 스낵과자 M/S (꼬깔콘 등)



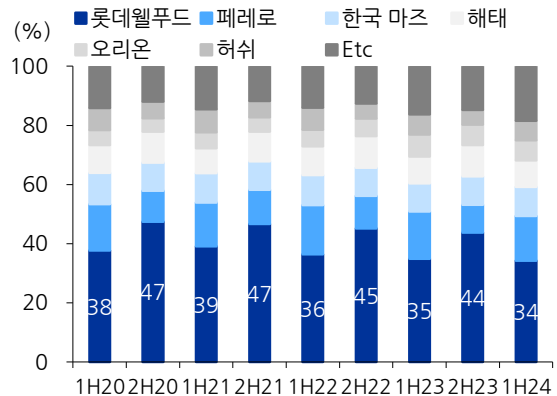
자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 477. 빙과 M/S (월드콘, 빵바레, 구구 등)



자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

도표 478. 초콜릿 M/S (빼빼로, 가나, 크런키 등)



자료: 닐슨코리아, 유진투자증권

롯데유휄드(280360.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	4,105	4,199	4,303	4,346	4,461
유동자산	1,449	1,489	1,514	1,539	1,657
현금성자산	386	584	588	558	631
매출채권	369	358	345	367	385
재고자산	623	481	514	547	573
비유동자산	2,656	2,710	2,789	2,807	2,805
투자자산	490	440	465	484	503
유형자산	1,853	1,976	2,000	2,018	2,015
기타	312	294	325	305	286
부채총계	1,994	2,056	2,024	1,978	1,992
유동부채	921	932	1,073	955	870
매입채무	415	415	388	412	432
유동성이자부채	429	450	617	474	368
기타	78	67	68	69	69
비유동부채	1,073	1,124	951	1,023	1,122
비유동이자부채	865	915	733	797	886
기타	208	209	217	226	235
자본총계	2,112	2,143	2,279	2,368	2,469
자배지분	2,024	2,054	2,191	2,280	2,381
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
이익잉여금	499	529	618	707	808
기타	390	390	438	438	438
비자배지분	88	88	88	88	88
자본총계	2,112	2,143	2,279	2,368	2,469
총차입금	1,293	1,365	1,351	1,271	1,255
순차입금	907	781	762	713	624

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	94	453	430	297	337
당기순이익	44	68	117	123	137
자산상각비	154	191	208	201	222
기타비현금성손익	75	131	146	2	2
운전자본증감	(144)	97	(49)	(30)	(24)
매출채권감소(증가)	12	0	11	(22)	(18)
재고자산감소(증가)	(100)	143	(38)	(33)	(27)
매입채무증가(감소)	(9)	(14)	(25)	25	20
기타	(46)	(32)	3	0	0
투자현금	(105)	(237)	(377)	(226)	(227)
단기투자자산감소	(66)	5	(105)	(7)	(7)
장기투자증권감소	(1)	(2)	(1)	(3)	(3)
설비투자	127	325	272	200	200
유형자산처분	2	68	2	0	0
무형자산처분	(1)	(3)	(14)	0	0
재무현금	33	(35)	(136)	(108)	(44)
차입금증가	85	29	(69)	(80)	(16)
자본증가	(33)	(21)	(27)	(28)	(28)
배당금지급	11	21	27	28	28
현금 증감	23	181	(79)	(37)	66
기초현금	295	318	499	420	382
기말현금	318	499	420	382	448
Gross Cash flow	272	390	509	326	361
Gross Investment	182	144	321	249	244
Free Cash Flow	90	245	188	78	117

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,203	4,066	4,056	4,179	4,428
증가율(%)	49.3	26.9	(0.3)	3.0	6.0
매출원가	2,291	2,935	2,847	2,984	3,154
매출총이익	912	1,132	1,208	1,195	1,275
판매 및 일반관리비	800	955	1,010	995	1,058
기타영업손익	28	19	6	(1)	6
영업이익	112	177	199	201	217
증가율(%)	3.6	57.5	12.2	1.0	8.1
EBITDA	266	368	407	402	439
증가율(%)	17.3	38.2	10.6	(1.2)	9.3
영업외손익	(61)	(67)	(36)	(36)	(33)
이자수익	9	19	20	17	18
이자비용	28	48	54	52	51
지분법손익	(2)	(1)	2	0	0
기타영업손익	(40)	(37)	(5)	0	0
세전순이익	52	110	162	165	184
증가율(%)	(4.8)	113.2	47.8	1.5	11.5
법인세비용	8	42	46	42	47
당기순이익	44	68	117	123	137
증가율(%)	20.7	54.4	72.1	5.6	11.5
지배주주지분	47	71	119	117	130
증가율(%)	34.8	50.0	68.5	(2.0)	11.5
비지배지분	(3)	(3)	(2)	7	7
EPS(원)	4,985	7,476	12,597	12,351	13,774
증가율(%)	(8.3)	50.0	68.5	(2.0)	11.5
수경EPS(원)	4,985	7,476	12,597	12,351	13,774
증가율(%)	(8.3)	50.0	68.5	(2.0)	11.5

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,985	7,476	12,597	12,351	13,774
BPS	214,514	217,729	232,274	241,624	252,398
DPS	2,300	3,000	3,000	3,000	3,000
밸류에이션(배, %)					
PER	24.6	16.6	8.0	8.2	7.4
PBR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.8	5.3	4.2	4.2	3.6
배당수익률	1.9	2.4	3.0	3.0	3.0
PCR	4.2	3.0	1.9	2.9	2.6
수익성(%)					
영업이익률	3.5	4.4	4.9	4.8	4.9
EBITDA이익률	8.3	9.0	10.0	9.6	9.9
순이익률	1.4	1.7	2.9	2.9	3.1
ROE	2.9	3.5	5.6	5.2	5.6
ROIC	4.0	3.8	4.9	5.0	5.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	43.0	36.5	33.4	30.1	25.3
유동비율	157.3	159.7	141.1	161.2	190.4
이자보상배율	4.0	3.7	3.7	3.8	4.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	11.5	11.2	11.5	11.7	11.8
재고자산회전율	7.4	7.4	8.1	7.9	7.9
매입채무회전율	9.5	9.8	10.1	10.4	10.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자이견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자이견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

