

2024년 3월 11일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 음식료/유통

K-Food, 해외로 펼쳐지는 꿈

음식료/유통 Analyst 박상준 CFA sjpark@kiwoom.com
RA 신대현 shin8d@kiwoom.com



Contents



K-Food, 해외로 펼쳐지는 꿈	2
<hr/>	
I. 4Q23 실적리뷰	3
> 유통	3
> 음식료	13
<hr/>	
II. 유통:	
대형마트 업황 변화가 관건	29
> 지속되는 구조적 어려움	29
> 대형마트 신용평가 상황 주시	31
> 유통 업종 투자 전략	34
<hr/>	
III. 음식료:	
내수가 막히면 해외로	35
> 원가율 개선 및 담배 가격 인상 기대감 지속	35
> 불닭볶음면 글로벌 확장 탄력	38
> 새로운 기회의 땅, 인도	43
> 음식료 업종 투자전략	52
<hr/>	
기업분석	54
> BGF리테일 (282330)	55
> KT&G (033780)	58
> 삼양식품 (003230)	61
> 롯데월푸드 (280360)	64
<hr/>	
Compliance Notice	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 당사는 3월 11일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. ■ 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. ■ 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. ■ 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 	

K-Food, 해외로 펼쳐지는 꿈

>>> 소비 회복 지연, 가격인상 여력 주목

중국 직구 플랫폼의 고성장, 기준금리 인하 시기 지연 등으로 인해, 내수 소비경기 회복 시점에 대한 불확실성이 지속되고 있다. 따라서, 음식료/유통 업종에서는 소비경기 회복으로 인한 판매량 회복 기대감 보다는 실적 안정성, 가격인상 여력, 원가 안정화 등에 주목할 필요가 있다. 특히, 담배업의 가격 인상 여력이 식품 업종 내에서 가장 높기 때문에, **KT&G와 BGF리테일**을 각각 음식료와 유통 업종의 최선호주로 제시한다.

>>> 불닭볶음면 글로벌 확장 탄력 전망

한편, K-Food의 글로벌 성장 관점에서는 라면 수출과 인도 시장의 성장성에 주목할 필요가 있다. 한류 열풍과 인플레이션에 따른 가성비 선호 확대로 인해, 한국 라면의 수출 성장세가 강화되고 있기 때문이다. 특히, 내년에 생산 Capa가 +30% 이상 증가하는 **삼양식품**은 1) 중국 온라인 채널 가격 협상 완료에 따른 수요 정상화, 2) 미국 메인스트림 채널 및 지역 커버리지 확대, 3) 동남아/유럽 시장 신규 거래선 확대 등에 힘입어, 불닭볶음면 제품의 글로벌 확장세가 더욱 탄력 받을 것으로 전망된다.

>>> 새로운 기회의 땅, 인도

또한, 음식료 업종 내에서 인도 매출 비중이 가장 높은 **롯데월푸드**에 대해 관심을 가질 필요가 있다. 인도는 일자리 증가와 소득 수준의 고성장으로 유통 채널이 현대화되고 있기 때문에, 아이스크림 등 필수소비재의 판매량과 ASP가 중장기적으로 고성장 할 가능성이 높다. 특히, 작년은 비우호적인 날씨와 인플레이션 영향으로 인해, 아이스크림 판매량의 기저효과도 존재하기 때문에, **롯데월푸드** 자회사 하브모어(Havmor)의 아이스크림 제2공장이 가동되는 올해 5~6월부터 인도 법인 매출 성장을 제고에 대한 기대감이 확대될 것으로 전망된다.

I. 4Q23 실적리뷰

>>> 유통

1) 4분기, 백화점 선방에도 면세점, 대형마트 등 부진

4분기에는 백화점과 편의점은 비교적 무난한 실적을 발표하였다. 백화점은 11월 이른 추위에 따라 기존 점 성장률이 반등하였고, 편의점은 점포 출점이 지속되는 가운데 간편식 중심의 매출 성장이 지속되었다. 면세점의 실적은 부진하였다. 중국인 입국객 회복 지연과 체화재고 소진에 따라 영업이익이 QoQ 감소했다. 특히, 호텔신라는 해외점 도매 매출 감소로 매출액이 시장 기대치를 하회하였고, 영업이익은 해외 공항면세점 임차료 혜택 축소로 시장 기대치를 하회하였다. 현대백화점 면세 부문도 다이고 경로 매출 감소로 QoQ 매출이 감소했으며, 광고선전비 집행 증가와 체화재고 소진 영향으로 영업이익도 QoQ 감소했다. 다만, 신세계디에프는 인천공항 T1 정규 매장 전체 오픈 영향으로 QoQ 매출이 증가했다.

대형마트의 실적 또한 부진한 모습이 지속되었다. 소비경기 둔화 속 이커머스 업체들의 MS 확대되었기 때문이다. 특히, 이마트는 연간 기준 첫 영업적자를 기록했다. 설 시점 차이에 따른 할인점 기준점 성장률 하락, 일회성 비용에 따른 별도법인 실적 부진, 신세계건설 영업적자 확대가 지속되었기 때문이다.

2) Defensive Play 여전히 유효

1분기에도 유통 업체들의 비즈니스를 바라보는 시선은 여전히 불안하다. 백화점은 4분기 예상보다 선방하는 모습을 보였으나, 계절적인 요인에 따른 회복으로 지속되기 어려울 것으로 예상된다. 또한, 소비심리 반등 속도도 둔화되면서 기준점 성장을 반등세가 추세적으로 나타나기 어려울 것으로 판단된다.

대형마트도 소비경기 둔화 속, 경쟁 이커머스 업체의 상품 구색, 접근성, 가격 경쟁력 우위에 따른 MS 확대가 지속되면서, 업황 악화 속도가 가속될 수 있다. 특히, 이마트는 고금리 지속과 건설 원가 상승에 따른 실적 불확실성이 지속됨에 따라 향후 신용등급 변화에 따라 재무 안정성과 차입 비용에 대한 평가 변화가 나타날 수 있다.

따라서, 여전히 편의점의 실적 방어력이 상대적으로 돋보일 전망이다. 가공식품 물가 상승률 둔화로 동일점 상승률 둔화 가능성이 있으나, 전사 실적 안정성을 크게 저해하기는 어려울 것이다. 면세점은 올해 초부터 중국 인바운드가 회복되고 있는 점이 긍정적이나, 과거 대비 그룹투어 수요가 약해진 부분을 감안하여, 실적 개선 강도에 대한 모니터링은 필요할 것으로 판단된다.

주요 유통 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	YoY	1Q24E	YoY	2Q24E	YoY
BGF 리테일	매출액	19,492	18,496	20,982	22,068	20,402	4.7%	19,707	6.5%	22,317	6.4%
	영업이익	523	370	781	870	511	-2.3%	424	14.6%	833	6.7%
	OPM	2.7%	2.0%	3.7%	3.9%	2.5%	-0.2%p	2.2%	0.2%p	3.7%	0.0%p
	순이익	409	277	595	700	386	-5.6%	310	11.9%	620	4.2%
GS 리테일	매출액	28,885	26,762	29,333	30,713	29,317	1.5%	28,030	4.7%	30,631	4.4%
	영업이익	853	611	1,137	1,389	914	7.1%	655	7.3%	1,182	4.0%
	OPM	3.0%	2.3%	3.9%	4.5%	3.1%	0.2%p	2.3%	0.1%p	3.9%	0.0%p
	순이익	-596	166	522	683	-1,178	적지	337	102.9%	735	40.6%
호텔신라	매출액	12,999	7,521	8,669	10,118	9,376	-27.9%	10,200	35.6%	11,969	38.1%
	영업이익	-67	345	672	77	-183	적지	318	-7.9%	687	2.2%
	OPM	-0.5%	4.6%	7.8%	0.8%	-1.9%	-1.4%p	3.1%	-1.5%p	5.7%	-2.0%p
	순이익	-810	532	724	-33	-363	적지	202	-62.1%	482	-33.4%
신세계	매출액	22,140	15,634	15,759	14,975	17,203	-22.3%	16,555	5.9%	17,578	11.5%
	영업이익	1,414	1,524	1,496	1,318	2,060	45.7%	1,633	7.2%	1,462	-2.2%
	OPM	6.4%	9.7%	9.5%	8.8%	12.0%	5.6%p	9.9%	0.1%p	8.3%	-1.2%p
	순이익	1,661	1,064	565	433	95	-94.3%	691	-35.0%	539	-4.5%
현대백화점	매출액	15,824	10,977	9,703	10,042	11,353	-28.3%	10,678	-2.7%	10,951	12.9%
	영업이익	686	779	556	740	960	40.0%	1,001	28.6%	640	15.1%
	OPM	4.3%	7.1%	5.7%	7.4%	8.5%	4.1%p	9.4%	2.3%p	5.8%	0.1%p
	순이익	-141	566	179	543	-2,095	적지	612	8.2%	394	119.9%
롯데쇼핑	매출액	37,901	35,616	36,222	37,391	36,329	-4.1%	35,832	0.6%	36,620	1.1%
	영업이익	931	1,125	515	1,420	2,024	117.4%	1,426	26.7%	572	11.1%
	OPM	2.5%	3.2%	1.4%	3.8%	5.6%	3.1%p	4.0%	0.8%p	1.6%	0.1%p
	순이익	-2,851	563	1,095	498	-333	적지	607	7.8%	150	-86.3%
이마트	매출액	74,742	71,354	72,711	77,096	73,561	-1.6%	71,880	0.7%	73,234	0.7%
	영업이익	128	137	-530	779	-855	적전	-131	적전	-388	적지
	OPM	0.2%	0.2%	-0.7%	1.0%	-1.2%	-1.3%p	-0.2%	-0.4%p	-0.5%	0.2%p
	순이익	1,729	112	-878	412	-537	적전	-198	적전	-538	적지

자료: 각사 자료, 키움증권 리서치

3) BGF리테일/GS리테일

BGF리테일의 4Q23 연결기준 매출액은 2.04조원(+4.7% YoY), 영업이익은 511억원(-2.3% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다.

연결기준 매출액은 간편식 카테고리의 고성장(+12%)에도 불구하고, 비우호적인 날씨로 인해 4분기 동일점 매출은 전년 수준에 그쳤다(담배 제외 -0.2%). 연결기준 영업이익률은 4분기 상품믹스 개선과 평균 가맹수수료 증가에도 불구하고, 본부임차형 점포 확대에 따른 판관비 증가로 YoY -0.2%p 감소했다.

가공식품 물가 상승률 둔화 국면에서 동일점 상승률 둔화 가능성은 있으나, 전반적인 실적 안정성을 저해할 수준은 아니라고 판단된다. 또한, 본부임차형 점포 확대에 따른 임차료 증가 부담에도 불구하고, 인플레이션이 둔화되면서 전반적인 판관비 증가세는 둔화될 것으로 전망된다.

GS리테일의 4Q23 연결기준 매출액은 2.93조원(+1.5% YoY), 영업이익은 914억원(+7.1% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 다만, 요기요 관련 영업외손실(1,200억원) 반영으로 순이익은 시장 기대치를 하회하였다.

편의점은 FF +16%, 가공식품 +9% 등의 영향으로 경쟁사 대비 소폭 높은 동일점 매출 증가(전체 +0.7%, 담배 제외 +0.1%)를 보였다. 영업이익은 매출 증가에 따른 효과(80억)와 판관비 절감(16억)에 따라 YoY +22.5% 증가했다. 수퍼는 기존점 매출 증가(+0.7% YoY)와 신규 점포 출점에 따른 매출 증가로 영업이익이 YoY +17억원 증가하였다. 홈쇼핑은 믹스 개선으로 GPM은 개선되었으나 4Q22 부가세 환급금에 따른 기고 효과와 취급고 부진 영향으로 영업이익이 감소했다. 호텔은 수도광역비 증가 및 소모품(어메니티) 대규모 구매 비용 등으로 인해, 영업이익이 감소했다. 기타 부문은 프레시몰 사업 철수로 관련 손익을 중단 영업 손익으로 재분류 하였으며, 어바웃펫/쿠캣/퀵커머스 등의 판관비 절감이 지속되었다.

편의점은 즉석식품 수요 호조 속에 가공식품 물가 상승률이 둔화되면서, 동일점 성장을 둔화가 예상되나, 비용 효율화로 수익성 방어가 전망된다. 중국 직구 영향으로 홈쇼핑 사업의 다운사이드 리스크가 커지고 있는 상황이고, 호텔은 올해 7월 코엑스 전면 리뉴얼 영향으로 24년 영업이익은 YoY 감소할 것으로 예상되나, 수퍼 사업은 공격적 출점과 기존점 매출 성장에 힘입어 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 전망된다.

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	1,949.2	1,849.6	2,098.2	2,206.8	2,040.2	1,970.7	2,231.7	2,341.7	2,145.0	7,615.8	8,194.8	8,689.0
(YoY)	11.8%	9.3%	9.4%	7.3%	4.7%	6.5%	6.4%	6.1%	5.1%	12.3%	7.6%	6.0%
별도기준	1,938.2	1,838.4	2,081.9	2,187.5	2,024.0	1,959.5	2,215.3	2,322.4	2,128.8	7,577.8	8,131.7	8,625.9
(YoY)	11.6%	9.0%	9.0%	7.0%	4.4%	6.6%	6.4%	6.2%	5.2%	12.1%	7.3%	6.1%
매출총이익	349.6	335.0	396.9	416.3	374.6	361.3	425.8	445.4	399.6	1,386.2	1,522.8	1,632.1
(GPM)	17.9%	18.1%	18.9%	18.9%	18.4%	18.3%	19.1%	19.0%	18.6%	18.2%	18.6%	18.8%
별도기준	344.6	328.8	387.1	406.2	368.8	355.1	416.1	435.3	393.8	1,367.2	1,490.9	1,600.2
(GPM)	17.8%	17.9%	18.6%	18.6%	18.2%	18.1%	18.8%	18.7%	18.5%	18.0%	18.3%	18.6%
판관비	297.3	298.0	318.8	329.3	323.5	318.9	342.5	351.9	345.0	1,133.8	1,269.6	1,358.4
(YoY)	16.5%	14.3%	13.8%	11.4%	8.8%	7.0%	7.4%	6.9%	6.7%	16.0%	12.0%	7.0%
(판관비율)	15.3%	16.1%	15.2%	14.9%	15.9%	16.2%	15.3%	15.0%	16.1%	14.9%	15.5%	15.6%
별도기준	293.8	289.1	315.7	325.4	319.4	313.0	339.4	348.0	340.9	1,117.9	1,249.5	1,341.3
(YoY)	16.1%	12.7%	14.2%	11.7%	8.7%	8.3%	7.5%	7.0%	6.7%	14.7%	11.8%	7.3%
(판관비율)	15.2%	15.7%	15.2%	14.9%	15.8%	16.0%	15.3%	15.0%	16.0%	14.8%	15.4%	15.5%
영업이익	52.3	37.0	78.1	87.0	51.1	42.4	83.3	93.5	54.5	252.4	253.2	273.8
(YoY)	5.3%	-2.0%	10.3%	-4.9%	-2.3%	14.6%	6.7%	7.5%	6.7%	26.6%	0.3%	8.1%
(OPM)	2.7%	2.0%	3.7%	3.9%	2.5%	2.2%	3.7%	4.0%	2.5%	3.3%	3.1%	3.2%
별도기준	50.8	39.8	71.5	80.8	49.4	42.1	76.7	87.3	52.8	249.2	241.4	258.9
(YoY)	1.1%	2.4%	1.1%	-9.2%	-2.7%	6.0%	7.3%	8.0%	6.9%	26.4%	-3.1%	7.3%
(OPM)	2.6%	2.2%	3.4%	3.7%	2.4%	2.2%	3.5%	3.8%	2.5%	3.3%	3.0%	3.0%
세전이익	53.9	36.1	75.0	89.4	47.9	40.9	81.8	92.0	53.0	254.1	248.4	267.7
순이익	40.9	27.7	59.5	70.0	38.6	31.0	62.0	69.7	40.2	193.5	195.8	202.9
(지배)순이익	40.9	27.7	59.5	70.0	38.6	31.0	62.0	69.7	40.2	193.5	195.8	202.9
(YoY)	14.6%	6.6%	3.7%	1.1%	-5.6%	11.9%	4.2%	-0.4%	4.1%	31.1%	1.2%	3.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	2,888	2,676	2,933	3,071	2,932	2,803	3,063	3,172	3,020	11,226	11,613	12,058
(YoY)	11.3%	4.0%	4.4%	3.9%	1.5%	4.7%	4.4%	3.3%	3.0%	15.8%	3.4%	3.8%
편의점	1,988	1,867	2,092	2,221	2,066	1,990	2,212	2,334	2,168	7,780	8,246	8,704
(YoY)	9.1%	6.3%	7.1%	6.6%	3.9%	6.6%	5.7%	5.1%	4.9%	7.9%	6.0%	5.6%
수퍼	339	341	357	390	359	370	387	420	392	1,322	1,448	1,570
(YoY)	16.1%	7.7%	14.1%	10.6%	5.7%	8.5%	8.3%	7.7%	9.4%	8.9%	9.5%	8.5%
홈쇼핑	321	290	286	260	295	270	266	242	274	1,239	1,131	1,052
(YoY)	-1.9%	-4.0%	-12.5%	-10.2%	-8.0%	-7.0%	-7.0%	-7.0%	-7.0%	100.0%	-8.7%	-7.0%
호텔	122	97	124	126	135	100	127	104	112	369	482	444
개발	15	13	11	12	13	13	11	12	13	65	48	48
공통 및 기타	104	68	63	63	64	60	60	60	60	515	306	288
영업이익	85	61	114	139	91	66	118	133	89	245	405	405
(YoY)	144.5%	175.1%	127.6%	58.4%	7.1%	7.3%	4.0%	-4.5%	-2.9%	11.7%	65.2%	0.0%
(OPM)	3.0%	2.3%	3.9%	4.5%	3.1%	2.3%	3.9%	4.2%	2.9%	2.2%	3.5%	3.4%
편의점	43	23	65	78	53	26	72	84	58	219	219	240
(YoY)	36.7%	-33.2%	-2.5%	4.0%	22.5%	16.0%	9.9%	8.0%	9.5%	2.4%	-0.1%	9.7%
(OPM)	2.2%	1.2%	3.1%	3.5%	2.6%	1.3%	3.2%	3.6%	2.7%	2.8%	2.7%	2.8%
수퍼	4	4	4	13	6	6	6	14	7	22	28	33
(OPM)	1.2%	1.3%	1.2%	3.4%	1.6%	1.5%	1.6%	3.4%	1.7%	1.6%	1.9%	2.1%
홈쇼핑	58	32	27	21	38	28	24	19	29	143	118	100
(OPM)	18.2%	10.9%	9.5%	8.2%	12.8%	10.4%	9.1%	7.8%	10.5%	11.5%	10.4%	9.5%
호텔	31	21	22	33	27	21	22	23	16	71	103	83
개발	3	3	1	2	-11	0	0	0	0	23	-6	0
공통 및 기타	-54	-22	-6	-8	-21	-16	-6	-8	-21	-209	-62	-51
세전이익	-78	43	97	116	-105	43	96	111	67	75	151	317
순이익	-43	18	54	72	-119	33	73	84	51	48	25	240
(지배)순이익	-60	17	52	68	-118	34	73	84	53	40	19	244
(YoY)	적지	76.3%	4.8%	67.8%	적지	102.9%	40.6%	23.1%	흑전	-95.0%	-52.1%	115%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) 호텔신라/현대백화점/신세계

호텔신라의 4Q23 연결기준 영업적자 -183억원(YoY 적자지속)으로 시장 컨센서스를 크게 하회하였다. 매출액은 해외면세점 도매 매출 감소로 인한 매출 감소로 시장 기대를 하회하였고, 영업이익은 해외공항 면세점 임차료 혜택 축소, 호텔/레저부문 상여충당금 추가 반영 등으로 인해 시장 기대치를 하회하였다. TR 부문의 4분기 매출액은 QoQ -9% 감소하였다. 해외 여행 수요 회복에 따른 그룹투어 및 소매 고객 매출 증가에도 불구하고, 해외점 도매 매출이 QoQ 감소하였기 때문이다. 호텔/레저 부문의 4분기 매출액은 YoY +4% 증가하였다. 전년동기 내국인 스테이케이션 수요 호조에 따른 역기저 부담에도 불구하고, 서울점/스테이 중심으로 견조한 수요 흐름이 지속되었다.

1분기 연결기준 매출액은 1조 200억원(+9% QoQ/+36% YoY), 영업이익은 318억원(OPM 3.1%)으로 전망한다. 코로나 시기 대량 입고된 재고가 어느 정도 정리된 가운데, 그룹투어 및 계절적 수요 회복 흐름으로 1Q24에는 실적이 QoQ 회복 가능할 것으로 전망된다. 특히, 올해 초부터 중국 인바운드가 회복되는 모습이 보이고 있기 때문에, 면세점 수요 환경이 점차 개선될 것으로 전망된다.

현대백화점의 4Q23 연결기준 영업이익은 960억원(+40% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 다만, 순이익은 지누스 영업권 손상차손 2,583억원 인식에 따라 적자전환하였다. 백화점은 4분기 기존점 매출은 이른 추위에 따른 매출 증가, 전년동기 대전점 기저효과로 인해 YoY +7% 증가하였다. 면세점은 다이고 경로 매출 감소, 광고선전비 증가, 체화재고 소진 등의 영향으로 인해 QoQ 이익이 감소하였다. 지누스는 신제품 출시를 위한 기존 제품 공급 감소로 인해, 매출과 영업이익이 YoY 모두 감소하였다.

소비경기 회복 지연에도 불구하고 동사의 24년 연결기준 영업이익은 YoY 증가할 것으로 전망된다. 백화점은 신규 브랜드 유치에 따른 명품 매출 증가, 대전점 영업중단에 따른 이익 기저효과, 지주사 전환에 따른 관리 인력 비용 감소로 올해 무난한 증익이 전망된다. 면세점은 시내점의 부진을 인천공항의 면세점의 안정적 운영과 해외 여행 수요 회복이 상쇄해 BEP를 넘을 것으로 전망된다.

신세계의 4Q23 연결기준 영업이익은 2,060억원(+45.7% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 백화점 법인과 라이브쇼핑의 실적이 당시 기대치를 상회했다. 다만, 순이익은 라이브쇼핑, 디에프글로벌 관련 영업권 손상차손 반영으로 감소했다. 백화점의 4분기 기준점 매출은 +8.2% 성장하였다. 여성, 식품, 생활 카테고리의 성장이 높았으며, 신세계동대구, 광주신세계, 대전신세계 등의 자회사 수익성을 양호한 모습을 보였다. 면세점은 인천공항 T1 전체 오픈에 따른 매출 증가, FIT 매출 증가에도 불구하고, 중국 입국객 회복 지연, 인천공항 임시매장 운영과 정규매장 오픈, 체화재고 소진(30억)에 따라 영업이익이 QoQ 하락했다.

백화점은 소비경기 회복 지연을 감안하여, 올해 판촉비 효율화 등을 통해 수익성 확보에 주력하고, 강남점/본점을 리뉴얼 할 계획이다. 올해 초부터 중국 인바운드가 회복되는 모습이 보이고 있기 때문에, 면세점 수요 환경도 점차 개선될 것으로 전망된다.

호텔신라 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
영업수익	1,299.9	752.1	866.9	1,011.8	937.6	1,020.0	1,196.9	1,240.0	1,148.6	4,922.0	3,568.5	4,605.5
(YoY)	15.1%	-31.3%	-25.6%	-25.7%	-27.9%	35.6%	38.1%	22.6%	22.5%	30.2%	-27.5%	29.1%
TR	1,140.0	608.5	708.1	845.1	772.0	865.1	1,027.7	1,062.5	972.2	4,326.3	2,933.7	3,927.5
(YoY)	13.2%	-37.8%	-29.9%	-29.4%	-32.3%	42.2%	45.1%	25.7%	25.9%	29.4%	-32.2%	33.9%
한국 시내점	954.8	334.5	325.3	342.5	372.2	399.6	456.6	471.8	486.5	3,788.7	1,374.5	1,814.4
(YoY)	3.3%	-62.7%	-63.2%	-67.5%	-61.0%	19.4%	40.4%	37.7%	30.7%	24.6%	-63.7%	32.0%
공항점 및 해외	185.2	274.0	382.8	502.6	399.8	465.5	571.1	590.7	485.8	537.6	1,559.2	2,113.1
(YoY)	121.8%	234.6%	203.8%	247.8%	115.9%	69.9%	49.2%	17.5%	21.5%	77.3%	190.0%	35.5%
호텔&레저	159.9	143.6	158.8	166.7	165.6	155.0	169.2	177.5	176.3	595.7	634.7	678.0
(YoY)	30.5%	23.9%	1.9%	1.6%	3.6%	7.9%	6.6%	6.5%	6.5%	36.9%	6.5%	6.8%
서울	52.7	46.3	57.0	56.9	59.4	50.9	59.9	59.7	62.4	189.5	219.6	232.9
제주	18.9	16.8	19.7	22.8	17.1	18.5	21.7	25.1	18.8	90.2	76.4	84.0
스테이	53.2	42.1	50.9	51.9	55.8	45.5	55.0	56.1	60.3	170.8	200.7	216.8
레저	33.3	33.8	30.4	30.9	31.3	35.5	31.9	32.4	32.9	115.8	126.4	132.7
기타	1.8	4.6	0.8	4.2	2.0	4.6	0.8	4.2	2.0	29.4	11.6	11.6
영업이익	-6.7	34.5	67.2	7.7	-18.3	31.8	68.7	72.6	35.3	78.3	91.2	208.4
(YoY)	128.0%	55.6%	-71.0%	적자	-7.9%	2.2%	838.1%	흑전	-34.1%	16.4%	128.5%	
(OPM)	-0.5%	4.6%	7.8%	0.8%	-1.9%	3.1%	5.7%	5.9%	3.1%	1.6%	2.6%	4.5%
TR	-19.6	25.2	43.2	-16.3	-29.7	20.9	45.3	45.2	22.5	8.5	22.4	133.9
(YoY)	98.4%	191.9%	적전	적전	적자	-17.0%	4.9%	흑전	흑전	-93.6%	163.5%	497.9%
(OPM)	-1.7%	4.1%	6.1%	-1.9%	-3.8%	2.4%	4.4%	4.3%	2.3%	0.2%	0.8%	3.4%
호텔&레저	12.9	9.3	24.0	24.0	11.4	10.9	23.4	27.4	12.8	69.7	68.7	74.5
(OPM)	8.1%	6.5%	15.1%	14.4%	6.9%	7.0%	13.8%	15.5%	7.3%	11.7%	10.8%	11.0%
세전이익	-95.7	64.0	85.9	-4.0	-38.5	26.6	63.6	67.5	30.1	-59.6	107.4	187.8
순이익	-81.0	53.2	72.4	-3.3	-36.3	20.2	48.2	51.1	22.9	-50.2	86.0	142.4
(지배)순이익	-81.0	53.2	72.4	-3.3	-36.3	20.2	48.2	51.1	22.9	-50.2	86.0	142.4
(YoY)	적전	흑전	195.0%	적전	적자	-62.1%	-33.4%	흑전	흑전	적전	흑전	65.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
총매출액	3,143	2,366	2,493	2,537	2,737	2,595	2,657	2,581	2,906	10,522	10,133	10,739
(YoY)	22.6%	3.7%	2.5%	-4.8%	-12.9%	9.7%	6.6%	1.7%	6.2%	15.4%	-3.7%	6.0%
순매출액	1,582	1,098	970	1,004	1,135	1,068	1,095	1,083	1,223	5,014	4,208	4,469
(YoY)	43.8%	17.5%	-13.8%	-26.8%	-28.3%	-2.7%	12.9%	7.9%	7.7%	40.4%	-16.1%	6.2%
백화점	597	573	594	580	656	607	618	592	669	2,290	2,403	2,485
(YoY)	5.3%	5.4%	0.9%	3.5%	9.9%	6.0%	4.0%	2.0%	2.0%	8.9%	4.9%	3.4%
(기존점 성장률)	2.6%	1.0%	0.0%	3.5%	7.0%	6.0%	4.0%	2.0%	2.0%	9.3%	3.0%	3.5%
면세점	704	332	194	237	234	247	277	283	287	2,257	998	1,094
(YoY)	24.0%	-21.8%	-65.9%	-57.5%	-66.7%	-25.5%	42.4%	19.4%	22.4%	41.8%	-55.8%	9.7%
지누스	318	229	220	221	282	252	240	244	305	605	952	1,040
(YoY)	-1.4%	-21.2%	-16.9%	-22.6%	-11.4%	9.8%	9.2%	10.0%	8.0%	57.5%	9.2%	
기타 및 연결조정	-37	-36	-38	-35	-37	-38	-39	-36	-38	-137	-145	-150
영업이익	69	78	56	74	96	100	64	71	110	321	303	346
(YoY)	-27.2%	-12.4%	-21.9%	-19.8%	40.0%	28.6%	15.1%	-3.8%	14.8%	21.4%	-5.4%	13.9%
(OPM)	2.2%	3.3%	2.2%	2.9%	3.5%	3.9%	2.4%	2.8%	3.8%	3.0%	3.0%	3.2%
백화점	95	95	61	80	120	110	70	75	116	379	356	371
(OPM)	4.8%	5.4%	3.4%	4.5%	6.0%	5.9%	3.7%	4.2%	5.7%	5.2%	4.9%	4.9%
면세점	-23	-16	-1	1	-16	-4	1	3	1	-66	-31	1
(OPM)	-2.6%	-3.9%	-0.2%	0.2%	-3.4%	-0.8%	0.1%	0.5%	0.2%	-2.4%	-1.6%	0.0%
지누스	17	8	5	3	2	4	3	4	3	28	18	14
(OPM)	5.0%	3.4%	2.1%	1.2%	0.5%	1.4%	1.2%	1.3%	1.0%	4.2%	1.7%	1.2%
기타 및 연결조정	-20	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-20	-40	-40
세전이익	-27	91	41	87	-177	93	57	64	94	247	41	309
순이익	-12	69	26	63	-199	73	46	51	71	186	-41	241
(지배)순이익	-14	57	18	54	-210	61	39	42	59	144	-81	201
(YoY)	적전	-9.4%	-60.9%	8.7%	적자	8.2%	119.9%	-23.4%	흑전	-23.9%	적전	흑전

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
총매출액	3,526	2,675	2,732	2,604	3,121	2,765	2,900	2,840	3,330	12,494	11,132	11,835
(YoY)	11.7%	-5.8%	-10.7%	-15.1%	-11.5%	3.4%	6.1%	9.1%	6.7%	22.3%	-10.9%	6.3%
별도기준	1,373	1,206	1,242	1,205	1,486	1,254	1,285	1,229	1,516	5,017	5,139	5,284
(YoY)	6.5%	2.9%	-2.3%	0.3%	8.2%	4.0%	3.5%	2.0%	2.0%	13.5%	2.4%	2.8%
(기준점 성장률)	6.5%	2.9%	-2.3%	0.3%	4.5%	4.0%	3.5%	2.0%	2.0%	13.5%	1.4%	2.8%
신세계동대구	229	199	203	196	243	207	211	202	250	828	841	871
(YoY)	8.5%	2.3%	-3.3%	0.7%	6.3%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	19.9%	1.6%	3.5%
광주신세계	149	127	127	119	148	129	130	121	151	526	521	531
(YoY)	6.6%	8.6%	-7.9%	-2.8%	-0.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	276.2%	-1.0%	2.0%
대전신세계	155	138	129	125	152	134	126	129	158	541	543	547
(YoY)	16.7%	16.4%	1.1%	-10.8%	-2.1%	-3.0%	-2.0%	4.0%	4.0%	151.3%	0.5%	0.8%
신세계인터넷내셔널	430	312	334	316	393	328	350	332	412	1,554	1,354	1,422
(YoY)	3.0%	-11.4%	-13.1%	-18.5%	-8.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	7.1%	-12.8%	5.0%
신세계 DF	1,066	570	564	499	548	589	666	680	721	3,670	2,180	2,656
(YoY)	17.4%	-31.0%	-35.2%	-45.1%	-48.6%	3.4%	18.1%	36.3%	31.7%	18.7%	-40.6%	21.9%
신세계까사	59	53	55	62	65	54	57	64	67	268	235	242
센트럴시티	89	84	89	94	82	84	89	94	82	324	350	350
기타 및 연결조정	-25	-13	-10	-12	4	-14	-15	-12	-28	-234	-31	-69
순매출액	2,214	1,563	1,576	1,497	1,720	1,656	1,758	1,735	1,948	7,813	6,357	7,096
(YoY)	14.5%	-11.5%	-16.0%	-23.4%	-22.3%	5.9%	11.5%	15.8%	13.2%	23.7%	-18.6%	11.6%
별도기준	498	462	470	455	525	481	486	465	535	1,866	1,912	1,966
(YoY)	3.8%	4.3%	0.6%	-0.5%	5.4%	4.0%	3.5%	2.0%	2.0%	11.6%	2.5%	2.9%
신세계동대구	73	68	69	66	78	71	72	68	81	270	281	291
(YoY)	5.1%	8.3%	-0.4%	0.8%	7.6%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	14.3%	4.0%	3.5%
광주신세계	49	45	44	41	50	45	45	42	50	185	180	183
(YoY)	-0.4%	4.7%	-8.5%	-7.4%	0.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	272.8%	-2.9%	2.0%
대전신세계	49	46	46	42	51	45	45	43	53	166	185	186
(YoY)	23.7%	25.2%	17.0%	-0.2%	5.1%	-3.0%	-2.0%	4.0%	4.0%	179.8%	11.0%	0.8%
신세계인터넷내셔널	430	312	334	316	393	328	350	332	412	1,554	1,354	1,422
(YoY)	3.0%	-11.4%	-13.1%	-18.5%	-8.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	7.1%	-12.8%	5.0%
신세계 DF	997	511	485	436	484	520	588	601	637	3,439	1,917	2,347
(YoY)	21.1%	-33.8%	-40.3%	-49.1%	-51.4%	1.8%	21.3%	37.8%	31.7%	29.3%	-44.3%	22.5%
신세계까사	59	53	55	62	65	54	57	64	67	268	235	242
센트럴시티	89	84	89	94	82	84	89	94	82	324	350	350
기타 및 연결조정	-30	-18	-16	-15	-7	27	25	26	30	-259	-56	108
영업이익	141	152	150	132	206.0	163	146	162	221	645	640	692
(YoY)	-27.5%	-6.9%	-20.2%	-13.9%	45.7%	7.2%	-2.2%	22.5%	7.4%	24.7%	-0.9%	8.2%
(OPM)	4.0%	5.7%	5.5%	5.1%	6.6%	5.9%	5.0%	5.7%	6.6%	5.2%	5.7%	5.9%
별도기준	103	71	54	60	92	76	58	60	100	348	277	294
(YoY)	5.6%	-19.2%	-34.2%	-20.5%	-10.7%	8.0%	7.5%	-0.2%	9.0%	33.1%	-20.5%	6.4%
(OPM)	7.5%	5.8%	4.4%	4.9%	6.2%	6.1%	4.5%	4.8%	6.6%	6.9%	5.4%	5.6%
신세계동대구	22	19	17	19	25	20	18	19	24	79	81	81
(OPM)	9.5%	9.7%	8.6%	9.6%	10.4%	9.7%	8.6%	9.4%	9.5%	9.6%	9.6%	9.3%
광주신세계	17	14	14	11	17	14	13	11	14	66	55	53
(OPM)	11.6%	10.8%	10.6%	9.4%	11.1%	10.6%	10.4%	9.2%	9.6%	12.5%	10.5%	9.9%
대전신세계	8	7	7	3	11	8	2	2	9	9	28	22
(OPM)	5.0%	5.0%	5.4%	2.6%	7.0%	5.9%	1.6%	1.8%	5.9%	1.7%	5.1%	4.0%
신세계인터넷내셔널	19	10	18	6	14	15	21	10	20	115	49	66
(OPM)	4.5%	3.3%	5.5%	1.9%	3.6%	4.5%	5.9%	3.1%	4.8%	7.4%	3.6%	4.6%
신세계 DF	-26	24	40	13	9	14	29	36	19	5	87	98
(OPM)	-2.5%	4.3%	7.1%	2.7%	1.6%	2.5%	4.3%	5.3%	2.6%	0.1%	4.0%	3.7%
신세계까사	-18	-9	-5	-2	-1	-4	0	0	2	-28	-17	-1
센트럴시티	19	22	9	25	24	22	9	25	24	63	79	79
기타 및 연결조정	-3	-6	-5	-3	15	-2	-4	-2	8	-13	2	1
세전이익	78	139	98	116	88	123	98	120	178	522	442	519
순이익	220	129	79	62	33	93	74	91	135	548	303	393
(지배)순이익	166	106	56	43	9	69	54	69	109	406	216	302
(YoY)	190.5%	-12.1%	11.3%	-36.5%	-94.3%	-35.0%	-4.5%	60.3%	1054%	32.3%	-46.9%	40.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) 롯데쇼핑/이마트

롯데쇼핑의 4Q23 연결기준 영업이익은 2,024억원(+117.4% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 판관비 효율화로 백화점 수익성이 당사 기대치를 상회했다. 백화점은 11월 이른 추위에 따른 기존점 성장(+1.8%), GPM 개선 및 판관비 효율화 등으로 영업이익이 YoY +348억원 증가했다. 할인점/국내 슈퍼는 내식 수요 증가에 따른 신선식품 중심의 매출 증가와 GPM 개선으로 손익이 개선되었으나, 희망퇴직 비용 반영이 증가분을 일부 상쇄했다. 하이마트/홈쇼핑은 비용 효율화로, 이커머스는 GMV 증가(YoY +4.7%)와 그로서리 물류비, IT 운영비 및 판관비 효율화로 영업적자가 축소되었다. 컬처웍스는 투자/배급 작품 흥행 부진 및 고정비 증가로 영업적자가 확대되었다.

동사는 24년 가이던스로 백화점 기존점 성장을 23년 수준의 소폭 성장을 전망했고, 영업이익은 홈쇼핑/하이마트 실적 기저효과를 감안하면 무난히 전년대비 개선될 것으로 전망했다. 7년만에 당기순이익은 흑자전환을 하였고, 손상차손 규모가 줄어든 점은 편더멘털 측면에서 긍정적이라 판단된다. 다만, 회사는 EBITDA 범위 내 투자를 지속하며, 차입금을 증가하지 않는 수준으로 관리하겠다고 밝혔다. 따라서, 금리 인하 이후 다양한 자산유동화 계획이 전제되어야 주주환원 정책 여력이 크게 확대될 수 있을 것으로 판단된다.

이마트의 4Q23 연결기준 영업적자는 -855억원(YoY 적자전환)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 별도법 인의 실적 부진 및 일회성 비용 영향과 자회사 신세계건설의 영업적자 확대(-975억원) 때문이다. 할인점은 22년 높은 기저 영향, 설 시점 차이에 따른 12월 세트 매출 이월로, 기존점 성장을 -2.1%를 기록했다. 트레이더스는 기존점 성장을 +0.6% 증가, 매출총이익률 개선에도 수원화서점 오픈 영향에 따른 판관비 증가 영향으로 영업이익률 Flat을 기록했다. 전문점은 SSG도곡, 청담 영업종료로 노브랜드 매출이 -6.2% 감소했음에도 불구하고, 영업이익은 YoY +30억원 증가했다. 쓱닷컴은 GMV +29% 증가에도 불구하고, 순매출액이 -12.1% 감소하며 영업이익이 감소했다. G마켓은 순매출액이 -4.4% 감소했지만, 비효율 프로모션 축소, 물류비 효율화 영향으로 영업이익 흑자전환 하였다. SCK컴퍼니(스타벅스)는 기존점 매출 +5.7% 성장과 점포 수 증가로 영업이익이 +136억원 증가했다.

쓱닷컴/G마켓 적자 축소 효과에도 불구하고, 신세계건설 실적 불확실성이 지속되며, 2Q24까지 영업흑자 가시성은 약한 상황이다. 신세계건설 손실을 제외하면, 24년 연간 영업이익은 2,400억~2,500억원 수준은 전망되나 여전히 PER 밸류에이션이 높은 상황이다. 이자비용 부담이 여전히 높은 수준이고, 신세계건설 관련 실적 불확실성도 상존하기 때문에, 기준금리 인하 속도가 빨라져야 전사 실적 개선 가시성이 높아질 것으로 판단된다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
총매출액	5,377	4,990	5,078	5,125	5,261	5,104	5,167	5,249	5,348	21,472	20,454	20,868
(YoY)	-1.5%	-4.7%	-6.4%	-5.7%	-2.2%	2.3%	1.8%	2.4%	1.7%	0.3%	-4.7%	2.0%
백화점	2,336	2,053	2,092	1,956	2,371	2,171	2,155	2,060	2,389	8,458	8,472	8,776
(YoY)	3.8%	3.6%	-2.4%	-2.1%	1.5%	5.7%	3.0%	5.3%	0.8%	9.0%	0.2%	3.6%
할인점	1,571	1,577	1,570	1,660	1,505	1,601	1,618	1,688	1,551	6,462	6,312	6,457
(YoY)	6.4%	-1.7%	-1.1%	-2.4%	-4.2%	1.5%	3.1%	1.7%	3.0%	3.1%	-2.3%	2.3%
국내	1,224	1,199	1,191	1,315	1,156	1,193	1,209	1,315	1,173	5,072	4,861	4,890
해외	347	378	379	345	349	408	409	373	377	1,390	1,451	1,567
이커머스	36	29	36	32	38	30	38	34	40	113	135	142
슈퍼	323	337	337	359	321	340	340	363	324	1,398	1,354	1,367
하이마트	760	648	699	743	593	597	653	718	609	3,337	2,610	2,507
홈쇼핑	285	239	239	230	265	251	251	235	260	1,138	973	996
컬처웍스	115	112	127	154	169	118	133	162	178	497	562	590
기타 및 연결조정	-49	-5	-22	-9	-2	-5	-22	-9	-2	69	35	31
순매출액	3,790	3,562	3,622	3,739	3,633	3,583	3,662	3,769	3,699	15,476	14,556	14,713
(YoY)	0.2%	-5.5%	-7.2%	-6.8%	-4.1%	0.6%	1.1%	0.8%	1.8%	-0.6%	-5.9%	1.1%
영업이익	93	113	51	142	202.4	143	57	155	225	386	508	580
(YoY)	-14.9%	63.7%	-30.8%	-5.3%	117.4%	26.7%	11.1%	9.2%	11.1%	86.0%	31.6%	14.0%
(OPM)	2.5%	3.2%	1.4%	3.8%	5.6%	4.0%	1.6%	4.1%	6.1%	2.5%	3.5%	3.9%
백화점	175	131	66	74	210	125	59	83	214	496	481	481
(OPM)	20.0%	16.8%	8.2%	10.1%	23.3%	15.7%	7.2%	11.3%	24.0%	15.4%	14.6%	14.4%
할인점	6	32	-3	51	8	37	1	48	11	48	88	97
(OPM)	0.5%	2.2%	-0.2%	3.4%	0.6%	2.5%	0.1%	3.1%	0.8%	0.8%	1.5%	1.7%
국내	4	19	-15	42	1	23	-12	39	4	22	47	55
해외	2	13	11	9	7	14	13	9	7	28	40	43
이커머스	-24	-20	-21	-23	-21	-20	-20	-20	-20	-156	-85	-80
슈퍼	-7	8	5	14	-2	10	7	16	0	-4	25	34
하이마트	-45	-26	8	36	-10	-6	8	20	-8	-52	8	15
홈쇼핑	-2	4	2	-8	10	12	12	10	10	78	8	43
컬처웍스	-2	-11	2	3	-3	-9	-3	3	7	1	-9	-2
기타 및 연결조정	-9	-6	-7	-5	10	-6	-7	-5	10	-25	-8	-8
영업외손익	-728	-7	38	-63	-290	-56	-25	-55	-67	-954	-322	-203
이자수익-	-93	-99	-104	-116	-115	-116	-116	-116	-116	-382	-434	-465
이자비용												
지분법손익	26	18	84	19	28	20	51	21	30	130	149	122
기타	-662	73	58	35	-204	40	40	40	19	-701	-38	139
세전이익	-635	105	90	79	-88	87	32	100	158	-567	186	377
순이익	-338	58	117	62	-56	66	24	76	120	-319	180	285
(지배)순이익	-285	56	110	50	-33	61	15	66	117	-325	182	259
(YoY)	적지	16.3%	330.2%	흑전	적지	7.8%	-86.3%	32.9%	흑전	적지	흑전	42.0%

자료: 회사자료, 기움증권 리서치

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
총매출액												
별도기준	4,186	4,110	3,939	4,439	4,063	4,156	3,998	4,492	4,181	16,902	16,550	16,827
(YoY)	4.0%	-2.6%	-0.5%	-2.2%	-2.9%	1.1%	1.5%	1.2%	2.9%	2.7%	-2.1%	1.7%
할인점	3,112	3,017	2,861	3,216	2,993	3,017	2,876	3,216	3,038	12,415	12,087	12,146
(YoY)	5.8%	-2.5%	-1.3%	-2.9%	-3.8%	0.0%	0.5%	0.0%	1.5%	4.9%	-2.6%	0.5%
트레이더스	796	818	801	944	810	882	864	1,015	887	3,387	3,373	3,649
(YoY)	3.3%	-2.7%	0.5%	-0.9%	1.7%	7.8%	7.9%	7.5%	9.6%	2.2%	-0.4%	8.2%
전문점	277	273	276	279	259	256	258	261	255	1,091	1,087	1,030
순매출액	7,474	7,135	7,271	7,710	7,356	7,188	7,323	7,694	7,457	29,332	29,472	29,662
(YoY)	8.9%	1.9%	1.7%	0.0%	-1.6%	0.7%	0.7%	-0.2%	1.4%	17.6%	0.5%	0.6%
별도기준	3,832	3,772	3,597	4,074	3,699	3,815	3,651	4,122	3,807	15,487	15,142	15,395
연결-별도	3,643	3,363	3,675	3,636	3,657	3,373	3,673	3,572	3,649	13,846	14,330	14,267
쓱닷컴	456	421	427	430	401	349	341	289	340	1,745	1,678	1,319
G 마켓글로벌	334	303	293	281	319	281	283	275	281	1,318	1,196	1,120
SCK 컴퍼니	668	683	707	759	781	758	778	823	840	2,594	2,930	3,198
(YoY)	1.4%	13.4%	6.2%	15.3%	17.0%	11.0%	10.0%	8.5%	7.5%	294.0%	12.9%	9.2%
이마트 24	534	501	574	598	552	520	585	601	570	2,118	2,225	2,276
기타 및 연결조정	1,651	1,455	1,674	1,569	1,604	1,466	1,686	1,584	1,618	6,071	6,301	6,354
영업이익	13	14	-53	78	-85.5	-13	-39	127	40	136	-47	115
(YoY)	-83.5%	-60.4%	적지	-22.7%	적전	적전	적지	62.4%	흑전	-57.2%	적전	흑전
(OPM)	0.2%	0.2%	-0.7%	1.0%	-1.2%	-0.2%	-0.5%	1.6%	0.5%	0.5%	-0.2%	0.4%
별도기준	81	64	-26	110	39	71	-24	103	68	259	188	218
(OPM)	1.9%	1.6%	-0.7%	2.5%	1.0%	1.7%	-0.6%	2.3%	1.6%	1.5%	1.1%	1.3%
할인점	62	48	-50	78	17	51	-52	70	44	177	93	112
(OPM)	2.0%	1.6%	-1.7%	2.4%	0.6%	1.7%	-1.8%	2.2%	1.4%	1.4%	0.8%	0.9%
트레이더스	13	8	14	23	13	11	16	24	14	66	58	65
(OPM)	1.6%	1.0%	1.7%	2.5%	1.6%	1.2%	1.9%	2.3%	1.6%	1.9%	1.7%	1.8%
전문점	7	8	11	9	9	9	11	10	10	16	38	41
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1
쓱닷컴	-22	-16	-18	-31	-38	-20	-18	-16	-22	-111	-103	-76
G 마켓글로벌	-13	-11	-11	-10	0	-6	-5	-4	1	-66	-32	-14
SCK 컴퍼니	19	21	36	50	33	23	39	50	35	123	140	148
(OPM)	2.9%	3.0%	5.1%	6.6%	4.2%	3.1%	5.0%	6.1%	4.2%	4.7%	4.8%	4.6%
이마트 24	-3	-4	3	-3	-19	-10	-3	0	-7	7	-23	-20
PPA 상각비	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-160	-160	-160
기타 및 연결조정	-10	-1	3	2	-60	-32	13	32	5	84	-57	19
영업외손익	44	-8	-84	-36	-37	-37	-39	-46	-39	1,117	-165	-160
이자수익-	-74	-75	-82	-84	-80	-81	-81	-81	-81	-258	-320	-323
이자비용	0	4	2	-5	11	4	2	-5	11	11	13	13
지분법손익	118	62	-4	52	32	40	40	40	31	1,364	142	151
세전이익	57	5	-137	42	-122	-50	-78	81	1	1,252	-212	-45
순이익	141	3	-103	20	-107	-38	-59	61	1	1,008	-187	-34
(지배)순이익	173	11	-88	41	-54	-20	-54	62	14	1,029	-89	2
(YoY)	148.8%	-98.6%	적지	-61.2%	적전	적전	적지	49.8%	흑전	-34.5%	적전	흑전

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 음식료

1) 일회성 비용 제외 시 대체로 양호한 실적

주요 음식료 업체들의 4분기 실적은 일회성 비용 제외 시 대체로 양호하였다. 1) 원재료 단가 하락에 따른 원가 안정화, 2) 판촉 비용의 절감이 나타났고, 3) 해외 중심의 판매량 증가가 나타났기 때문이다.

특히, 대형주 3社/제과 업체들이 해외 판매량 증가로 양호한 실적을 발표했다. KT&G는 해외 담배 판매량 증가와 건기식 매출 회복에 힘입어, 시장 기대치에 부합했고, 오리온은 춘절 시점 차이에 따른 부정적 영향에도 불구하고 젤리와 신제품 판매 호조, 원부재료 단가 하락으로 시장 기대치를 상회했다. 롯데월푸드는 저수익 사업 정리에 따라 매출은 감소했지만, 인도에서의 라인 증설에 따른 판매량 증가와 카자흐스탄에서의 가격 인상으로 일회성 비용 제외 시 무난한 실적을 발표했다. CJ제일제당은 국내/미주 중심 가공 식품 판매량 증가와 판관비 효율화로 시장 기대치에 부합한 실적을 발표하였으나, F&C 부문의 판매량 감소가 크게 나타나면서, 올해 실적 불확실성을 완전히 해소하지 못한 것으로 판단된다.

다만, 라면 업체들은 높은 기저에 따른 부담과 중국에서의 판매량 감소가 부정적으로 작용했으며, 주류 업체들은 가격 인상 지연, 기준판매비율 적용에 따른 12월 소주 출고 약세 등이 부정적으로 작용했다. 특히, 롯데칠성은 맥주 신제품 판매 부진, 펩시필리핀 비용 이슈로 인해 컨센서스를 하회하는 실적을 발표했다.

2) 원가 안정화로 견조한 실적 전망

1분기에도 음식료 업체들의 견조한 실적 흐름은 지속될 전망이다. 인플레이션 둔화와 정부 정책에 따라 가격 인상률은 둔화될 것이나, 밀가루, 유지, 감자, 참치원어, 포장재 등을 중심으로 원재료 투입단가가 점차 안정화되고 있기 때문이다. 원/달러 환율 상승은 다소 부담될 수 있으나, 원재료 가격 하락률이 상대적으로 높기 때문에, 주요 음식료 업체들의 원가율은 전반적으로 개선될 것으로 기대된다.

KT&G는 면세 채널 중심으로 담배/홍삼 판매가 회복되며, 해외 담배 판매량 증가되는 가운데, 부재료 상승 부담 완화로 원가율 상승세가 완화될 것으로 전망된다. 오리온은 젤리/파이 중심의 라인 증설 효과, 신제품 출시에 따른 외형 성장이 지속되는 가운데, 감자/유지 등을 중심으로 원재료 단가도 안정화되어 올해도 실적 개선 가시성이 높을 것으로 판단된다.

라면/제과 업체들의 실적 흐름도 견조할 전망이다. 1) 밀가루/감자/유지/포장재 등의 원재료 투입단가 안정화가 되고 있고, 2) 글로벌 사업 확장이 지속되고 있기 때문이다. 삼양식품은 중국 온라인 채널 사업 정비 이후 Re-Stocking 효과가 기대되며, 2분기부터 미국 코스트코 채널 내 커버리지를 확대 할 계획이다. 농심은 1분기에는 해외보다 국내 실적이 양호할 것으로 전망되나, 중기적으로 북미 생면 라인업 확대, 중국 신흥 이커머스 채널 확대 계획에 따른 글로벌 성장 기대감은 여전하다. 롯데월푸드는 국내 유지 사업의 수익성 개선이 기대되는 가운데, 올해 2분기에는 푸네(Pune)에 아이스크림 제2공장이 오픈되면서, 인도 법인의 매출 성장을 제고에 대한 기대감이 강화될 전망이다.

중소형주에선 동원F&B에 대해 관심을 가질 필요가 있다. 1분기부터 원어투입단가 하락 효과가 나타나면서, 수익성 개선의 가시성이 높아질 수 있고, 투자규모 효율화 정도에 따라 주주환원율과 기대 배당수익률이 크게 제고될 수 있기 때문이다.

주요 음식료 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	YoY	1Q24E	YoY	2Q24E	YoY
KT&G	매출액	14,067	13,957	13,360	16,895	14,512	3.2%	15,796	13.2%	15,007	12.3%
	영업이익	2,014	3,165	2,461	4,067	1,986	-1.4%	3,275	3.5%	2,662	8.2%
	OPM	14.3%	22.7%	18.4%	24.1%	13.7%	-0.6%p	20.7%	-1.9%p	17.7%	-0.7%p
	순이익	-519	2,705	2,008	3,138	1,219	흑전	2,581	-4.6%	2,134	6.3%
오리온	매출액	8,516	6,638	7,139	7,663	7,684	-9.8%	7,663	15.4%	7,637	7.0%
	영업이익	1,467	991	1,122	1,407	1,403	-4.4%	1,341	35.3%	1,236	10.2%
	OPM	17.2%	14.9%	15.7%	18.4%	18.3%	1.0%p	17.5%	2.6%p	16.2%	0.5%p
	순이익	1,630	761	815	1,070	1,119	-31.4%	943	23.9%	875	7.4%
CJ 제일제당	매출액	75,711	70,712	72,194	74,434	72,894	-3.7%	72,635	2.7%	72,975	1.1%
	영업이익	2,406	2,528	3,446	3,960	2,983	24.0%	3,342	32.2%	3,213	-6.7%
	OPM	3.2%	3.6%	4.8%	5.3%	4.1%	0.9%p	4.6%	1.0%p	4.4%	-0.4%p
	순이익	517	66	659	2,009	1,125	117.6%	1,029	1453.1%	933	41.6%
CJ 제일제당 (대통제외)	매출액	47,267	44,081	44,233	46,734	43,857	-7.2%	44,690	1.4%	43,986	-0.6%
	영업이익	1,232	1,504	2,358	2,753	1,579	28.2%	2,082	38.4%	1,961	-16.8%
	OPM	2.6%	3.4%	5.3%	5.9%	3.6%	1.0%p	4.7%	1.2%p	4.5%	-0.9%p
농심	매출액	8,236	8,604	8,375	8,559	8,567	4.0%	9,011	4.7%	8,852	5.7%
	영업이익	463	638	537	557	389	-15.9%	638	0.2%	529	-1.4%
	OPM	5.6%	7.4%	6.4%	6.5%	4.5%	-1.1%p	7.1%	-0.3%p	6.0%	-0.4%p
	순이익	270	544	450	501	223	-17.5%	540	-0.7%	458	1.8%
삼양식품	매출액	2,400	2,456	2,854	3,352	3,268	36.2%	3,177	29.4%	3,469	21.6%
	영업이익	192	239	440	434	355	84.7%	378	58.5%	475	7.8%
	OPM	8.0%	9.7%	15.4%	13.0%	10.9%	2.9%p	11.9%	2.2%p	13.7%	-1.7%p
	순이익	22	223	348	378	295	1215.3%	284	27.3%	357	2.6%
하이트진로	매출액	6,086	6,035	6,416	6,544	6,210	2.0%	6,330	4.9%	6,778	5.6%
	영업이익	131	387	119	435	298	127.7%	456	17.7%	497	316.8%
	OPM	2.1%	6.4%	1.9%	6.6%	4.8%	2.6%p	7.2%	0.8%p	7.3%	5.5%p
	순이익	-229	220	-36	218	139	흑전	244	11.1%	273	흑전
롯데칠성	매출액	6,690	6,798	7,962	8,304	9,184	37.3%	9,566	40.7%	10,976	37.9%
	영업이익	244	593	592	843	80	-67.3%	537	-9.5%	669	13.1%
	OPM	3.6%	8.7%	7.4%	10.1%	0.9%	-2.8%p	5.6%	-3.1%p	6.1%	-1.3%p
	순이익	27	410	441	870	353	1225.9%	367	-10.5%	499	13.2%
롯데월풀드	매출액	10,265	9,596	10,406	10,865	9,796	-4.6%	9,809	2.2%	10,777	3.6%
	영업이익	194	186	486	806	292	50.2%	419	125.0%	681	40.3%
	OPM	1.9%	1.9%	4.7%	7.4%	3.0%	1.1%p	4.3%	2.3%p	6.3%	1.7%p
	순이익	-172	11	134	712	-151	적지	205	1823.9%	404	200.6%
동원 F&B	매출액	9,968	10,808	10,520	12,075	10,206	2.4%	11,226	3.9%	11,021	4.8%
	영업이익	289	434	274	630	328	13.4%	517	19.1%	332	20.8%
	OPM	2.9%	4.0%	2.6%	5.2%	3.2%	0.3%p	4.6%	0.6%p	3.0%	0.4%p
	순이익	268	299	166	443	180	-32.9%	353	17.8%	212	27.3%
CJ 프레시웨이	매출액	7,108	6,975	7,795	8,090	7,882	10.9%	7,542	8.1%	8,324	6.8%
	영업이익	174	127	321	302	243	39.9%	133	5.4%	343	6.9%
	OPM	2.4%	1.8%	4.1%	3.7%	3.1%	0.6%p	1.8%	0.0%p	4.1%	0.0%p
	순이익	-37	44	166	227	108	흑전	53	19.0%	211	27.0%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

3) KT&G

KT&G의 4Q23 연결기준 영업이익은 1,986억원(-1.4% YoY)로 시장 컨센서스에 부합하였다. **담배** 부문은 원재료 투입단가 상승, 중동 수출 선적 일시 조정에도 불구하고, NGP 판매량 증가, 해외 월련 판매 확대와 가격 인상 등으로 인해, 영업이익이 YoY +470억원 증가하였다. **건기식(홍삼)** 부문은 국내 로드샵 매출 확대와 면세 채널 회복, 중국 광군절 및 미국 추수감사절 프로모션에 따른 매출 확대로, 영업이익이 YoY +166억원 증가하였다. **부동산** 부문은 수원 사업 준공 및 기반시설 공사원가 일시 반영으로 영업이익이 전자전환 하였다.

동사의 24년 연결기준 영업이익은 1조 2,045억원(+3.1% YoY)으로 전망된다. 임담배 투입단가 상승은 작년에 이어 올해도 동사 수익성 전망에 부정적인 요인으로 판단된다. 다만, 1) NGP 침투율 증가, 2) 해외법인 담배 판매량 증가와 가격인상, 3) 부재료 투입단가 상승 부담 완화를 통해, 연간 영업이익 증가가 예상된다.

주주환원 확대 여력이 충분한 것도 긍정적이다. 동사는 실적 발표 당일 공시를 통해, 기 보유 자사주 350만주 소각을 발표하였고(총 발행주식수의 2.6%), 연간 주당 배당금도 YoY +200원 상향 조정하였으며, 하반기에도 비슷한 규모의 추가적인 자사주 매입 및 즉시 소각을 계획하고 있다. 또한, 종기적으로 금리 인하 국면에서 고배당주의 매력도가 제고될 수 있는 점도 벨류에이션 상승 측면에서 긍정적으로 작용할 수 있다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	
매출액	1,407	1,396	1,336	1,690	1,451	1,580	1,501	1,700	1,566	5,851	5,872	6,347	
(YoY)	12.8%	-0.5%	-5.7%	4.0%	3.2%	13.2%	12.3%	0.7%	7.9%	11.9%	0.4%	8.1%	
담배	860	858	888	973	901	918	975	1,011	981	3,574	3,619	3,885	
(YoY)		3.6%	-5.7%	3.1%	4.7%	7.0%	9.8%	4.0%	8.9%		1.3%	7.3%	
국내	509	518	550	584	545	515	563	582	548	2,125	2,197	2,208	
(YoY)		4.8%	-0.3%	2.4%	7.1%	-0.4%	2.2%	-0.4%	0.5%		3.4%	0.5%	
NGP	123	128	124	136	132	129	140	145	142	466	519	556	
궐련	387	390	427	448	414	386	422	437	407	1,659	1,678	1,652	
해외	345	337	332	381	351	399	406	421	428	1,421	1,400	1,654	
(YoY)		3.3%	-13.5%	4.0%	1.5%	18.5%	22.4%	10.7%	22.0%		-1.5%	18.2%	
NGP	85	72	66	59	63	65	80	80	80	410	260	305	
궐련	260	265	265	322	287	334	326	341	348	1,010	1,139	1,349	
수출	141	136	153	173	104	132	124	124	116	547	566	496	
해외법인	119	129	113	148	184	202	202	217	232	463	574	854	
반제품	6	3	6	8	5	3	6	8	5	28	22	22	
매출 증감률													
국내 NGP	20.9%	6.0%	12.5%	7.5%	0.9%	13.2%	6.7%	7.6%		11.5%	7.1%		
국내 궐련	0.5%	-2.0%	-0.3%	7.0%	-0.9%	-1.0%	-2.5%	-1.7%		1.1%	-1.5%		
해외 궐련	17.1%	-1.3%	26.3%	10.4%	26.0%	22.8%	6.1%	21.1%		12.8%	18.4%		
수출	-0.6%	6.0%	38.8%	-26.5%	-2.8%	-19.0%	-28.4%	11.6%		3.4%	-12.4%		
해외법인	44.2%	-9.8%	14.3%	54.1%	56.4%	79.7%	46.5%	26.4%		23.9%	48.8%		
판매량													
증감률													
국내 NGP	9.9%	10.7%	12.0%	5.9%	-0.8%	10.8%	16.1%	15.9%		14.4%	11.2%		
국내 궐련	-11.5%	-6.1%	10.0%	5.4%	-10.2%	-6.1%	5.3%	5.0%		-1.2%	-2.2%		
해외 궐련	16.6%	2.3%	21.2%	-7.3%	8.5%	6.3%	-2.2%	23.0%		7.8%	8.2%		
수출	-0.7%	-5.8%	30.8%	-26.2%	-7.9%	-16.5%	-29.6%	11.5%		-1.0%	-13.3%		
해외법인	59.9%	20.4%	5.4%	23.6%	33.8%	46.1%	53.7%	34.3%		24.9%	41.4%		
원/달러	1,362	1,274	1,316	1,312	1,322	1,310	1,310	1,310	1,310	1,287	1,306	1,310	
(YoY)		5.8%	4.5%	-1.9%	-3.0%	2.8%	-0.5%	-0.2%	-0.9%		1.5%	0.3%	
건기식	276	384	261	413	336	416	278	436	325	1,389	1,394	1,454	
(YoY)		-3.2%	-2.2%	-8.2%	21.9%	8.3%	6.4%	5.5%	-3.2%		0.4%	4.3%	
국내	176	320	194	350	192	336	194	357	185	1,104	1,056	1,072	
(YoY)		-5.3%	-10.1%	-6.5%	9.6%	5.0%	0.0%	2.0%	-4.0%		-4.3%	1.4%	
해외	100	64	67	63	130	80	84	79	140	285	324	383	
부동산	192	84	114	225	130	176	175	175	176	607	553	701	
기타	79	70	73	79	84	70	73	79	84	281	307	307	
영업이익	201	317	246	407	198.6	327	266	349	262	1,268	1,168	1,204.5	
(YoY)		-29.0%	-4.9%	-24.9%	0.3%	-1.4%	3.5%	8.2%	-14.2%	31.8%	-5.3%	-7.9%	3.1%
(OPM)		14.3%	22.7%	18.4%	24.1%	13.7%	20.7%	17.7%	20.5%	16.7%	21.7%	19.9%	19.0%
담배	181	237	243	269	228	250	263	268	232	1,009	977	1,012	
(OPM)		21.1%	27.6%	27.3%	27.7%	25.4%	27.2%	26.9%	26.5%	23.6%	28.2%	27.0%	26.1%
건기식	-5	55	-11	61	11	59	-15	62	8	88	116	114	
(OPM)		-1.9%	14.3%	-4.1%	14.7%	3.4%	14.1%	-5.3%	14.2%	2.6%	6.3%	8.4%	7.9%
부동산	28	24	11	76	-44	19	19	19	19	181	67	74	
기타	-3	1	0	0	3	1	0	0	3	-10	4	4	
세전이익	-96	393	276	460	121	354	292	375	288	1,430	1,249	1,309	
순이익	-60	274	202	333	117	258	213	274	210	1,005	927	955	
(지배)순이익	-52	271	201	314	122	258	213	274	210	1,016	907	955	
(YoY)		적전	2.4%	-40.9%	-32.4%	흑전	-4.6%	6.3%	-12.7%	72.3%	3.9%	-10.7%	5.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) CJ제일제당

CJ제일제당의 4Q23 연결기준 영업이익은 2,983억원(+24.0% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다 (대한통운 제외기준 영업이익 1,579억원(+28.2% YoY)). 다만, 순이익은 일회성 법인세 환입 영향으로 시장 컨센서스를 상회하였다.

- 식품: 매출 -2%, OPM +2.5%p YoY. 설날 시점 차이에 따른 국내 매출 감소 및 소재 마진 스프레드 악화에도 불구하고, 국내/미주 중심 가공식품 판매량 증가 및 인센티브 감소 등에 따른 판관비 효율화로 수익성 개선.
- 바이오+FNT: 매출 -9% YoY/-2% QoQ, OPM 5.5% 시현. 셀렉타 업황 악화에 따른 이익 감소를 고수익 아미노산 제품 고성장과 제조원가 개선이 상쇄.
- F&C: 매출 -23% YoY/-5% QoQ, OPM -7.3% 시현. 베트남/인도네시아 판가 및 판매량 부진과 원가 상승 부담으로 부진한 실적 시현.

동사는 4Q23 실적 가이던스로 매출 YoY mid-single digit 증가, OPM 5~6% 수준을 제시하였고,(대한통운 제외 기준) 비교적 합리적인 레벨로 판단된다. 아미노산은 중국 라이신 시황 악화, F&C는 동남아 경기 부진과 MS하락이 우려 요인으로 판단되나, 전반적인 업황의 기저효과와 올해 고정비 절감 계획 등을 감안한다면, 추가적인 감익 리스크는 제한적으로 판단된다. 식품 부문도 국내/미주 판매량 성장과 원자료비 안정화에 따라 안정적인 이익 증가가 가능할 것으로 전망된다.

중기적으로 그룹의 재무구조 개선 강도가 중요하기 때문에, 비효율사업 및 투자에 대한 효율화를 통한 현금흐름 개선이 필요하다. 따라서, 셀렉타 매각과 같은 추가적인 구조 개선 전략이 향후 주가 흐름에 중요한 변수로 판단된다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	7,571	7,071	7,219	7,443	7,289	7,264	7,297	7,651	7,647	30,080	29,023	29,859
(YoY)	9.0%	1.3%	-4.0%	-7.1%	-3.7%	2.7%	1.1%	2.8%	4.9%	14.4%	-3.5%	2.9%
식품	2,833	2,760	2,732	3,006	2,767	2,884	2,775	3,125	2,987	11,104	11,264	11,770
(YoY)	14.8%	5.8%	4.8%	-1.6%	-2.3%	4.5%	1.6%	4.0%	8.0%	16.1%	1.4%	4.5%
미주	1,125	1,077	1,037	1,092	1,175	1,203	1,121	1,184	1,265	4,036	4,381	4,773
(YoY)	18.4%	17.7%	13.1%	1.2%	4.5%	11.7%	8.1%	8.5%	7.7%	19.6%	8.6%	9.0%
(USD YoY)	2.8%	11.2%	8.1%	3.2%	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	5.9%	7.5%	7.0%
미주 외	1,708	1,682	1,695	1,914	1,592	1,681	1,654	1,941	1,721	7,069	6,884	6,997
(YoY)	12.5%	-0.7%	0.4%	-3.2%	-6.8%	-0.1%	-2.5%	1.4%	8.2%	14.2%	-2.6%	1.6%
한국	1,427	1,406	1,422	1,671	1,380	1,454	1,413	1,683	1,468	5,923	5,878	6,017
(YoY)	12.7%	-1.9%	2.3%	-0.2%	-3.3%	3.4%	-0.6%	0.7%	6.3%	13.9%	-0.8%	2.4%
가공	892	868	841	1,054	942	984	903	1,133	1,008	3,656	3,705	4,027
소재	535	538	581	617	438	470	510	550	460	2,267	2,173	1,990
아태/유럽	281	277	274	243	212	227	241	258	254	1,146	1,005	980
(YoY)	11.4%	6.0%	-8.7%	-19.9%	-24.7%	-18.0%	-12.0%	6.0%	20.0%	15.8%	-12.2%	-2.6%
바이오+FNT	1,142	992	1,046	1,058	1,038	985	1,044	1,058	1,054	4,854	4,134	4,141
(YoY)	15.1%	-8.4%	-20.7%	-19.2%	-9.1%	-0.7%	-0.2%	0.0%	1.5%	30.1%	-14.8%	0.2%
F&C	752	657	645	609	581	600	580	560	570	2,821	2,492	2,310
(YoY)	18.8%	4.8%	-3.5%	-21.4%	-22.8%	-8.6%	-10.1%	-8.1%	-1.9%	15.3%	-11.7%	-7.3%
물류	3,023	2,808	2,962	2,937	3,061	2,939	3,065	3,074	3,194	12,131	11,768	12,272
(YoY)	-1.1%	-1.7%	-5.6%	-5.7%	1.2%	4.7%	3.5%	4.7%	4.3%	6.9%	-3.0%	4.3%
대통제외 기준	4,727	4,408	4,423	4,673	4,386	4,469	4,399	4,744	4,610	18,779	17,890	18,221
(YoY)	15.5%	2.1%	-3.7%	-9.1%	-7.2%	1.4%	-0.6%	1.5%	5.1%	19.3%	-4.7%	1.9%
영업이익	241	253	345	396	298	334	321	431	393	1,665	1,292	1,479
(YoY)	1.7%	-42.0%	-31.7%	-18.2%	24.0%	32.2%	-6.7%	8.9%	31.7%	9.2%	-22.4%	14.5%
(OPM)	3.2%	3.6%	4.8%	5.3%	4.1%	4.6%	4.4%	5.6%	5.1%	5.5%	4.5%	5.0%
식품	77	134	143	234	144	184	166	234	172	624	655	756
(OPM)	2.7%	4.9%	5.2%	7.8%	5.2%	6.4%	6.0%	7.5%	5.8%	5.6%	5.8%	6.4%
PPA 상각비 차감 전	85	140	149	240	149	189	171	239	177	651	678	776
(OPM)	3.0%	5.1%	5.4%	8.0%	5.4%	6.5%	6.2%	7.7%	5.9%	5.9%	6.0%	6.6%
미주	101	104	90	92	122	120	98	103	125	308	407	444
(OPM)	9.0%	9.6%	8.7%	8.5%	10.3%	9.9%	8.7%	8.7%	9.8%	7.6%	9.3%	9.3%
미주 외	-16	36	59	147	28	69	73	137	53	343	270	332
(OPM)	-1.0%	2.2%	3.5%	7.7%	1.7%	4.1%	4.4%	7.1%	3.1%	4.9%	3.9%	4.8%
PPA 상각비	-8	-6	-6	-6	-5	-5	-5	-5	-5	-27	-23	-20
바이오+FNT	78	63	84	47	57	59	55	70	82	637	251	268
(OPM)	6.9%	6.4%	8.1%	4.5%	5.5%	6.0%	5.3%	6.6%	7.8%	13.1%	6.1%	6.5%
F&C	-32	-47	9	-6	-43	-35	-25	-5	-5	8	-86	-70
(OPM)	-4.3%	-7.1%	1.4%	-1.0%	-7.3%	-5.8%	-4.3%	-0.9%	-0.9%	0.3%	-3.5%	-3.0%
물류	112	99	112	125	144	123	129	136	146	412	480	533
(OPM)	3.7%	3.5%	3.8%	4.2%	4.7%	4.2%	4.2%	4.4%	4.6%	3.4%	4.1%	4.3%
대통제외 기준	123	150	236	275	158	208	196	300	250	1,268	820	954
(YoY)	-8.3%	-58.8%	-40.1%	-28.8%	28.2%	38.4%	-16.8%	8.9%	58.3%	7.6%	-35.4%	16.4%
(OPM)	2.6%	3.4%	5.3%	5.9%	3.6%	4.7%	4.5%	6.3%	5.4%	6.8%	4.6%	5.2%
세전이익	145	99	177	305	151	221	209	318	480	1,246	732	1,228
순이익	76	49	127	231	152	151	142	217	327	803	559	838
(지배)순이익	52	7	66	201	112	103	93	157	257	596	386	610
(YoY)	-57.9%	-96.7%	-62.7%	19.1%	117.6%	1453%	41.6%	-21.8%	128.1%	-2.8%	-35.2%	58.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) 오리온/롯데웰푸드

오리온의 4분기 연결기준 매출액은 7,684억원(-9.8% YoY), 영업이익은 1,403억원(-4.4% YoY)을 시현하였다. 중국/베트남 법인의 명절 시점 차이와 러시아 루블화 약세에 따른 매출 감소에도 불구하고, 생감자 등 원부재료 단가 안정화, 예상보다 양호한 판매량 영향으로 영업이익은 시장 컨센서스를 상회했다.

한국은 높은 기저에도 불구하고, 주요 빅브랜드 매출 증가 및 신제품 성장, 가격 인상 효과에 힘입어, 매출액이 +8.4% 성장하였다. 영업이익률은 유지 등 주요 원부재료 단가 인하와 성과급 관련 일회성 비용 감소 YoY +0.8%p 개선되었다. 중국은 작년 까르푸 관련 일회성 비용 기저에도 불구하고, 위안화 약세와 춘절 시점 차이에 따른 매출 하락으로 영업이익이 하락했다. 베트남은 내수 소비 둔화와 명절 시점 차이 영향으로 매출액이 YoY -4.4% 하락했다. 다만, 젤리 등 전략 카테고리 성장은 지속되었고, 감자, 쇼트닝 등 주요 원재료 단가 하락에 힘입어 영업이익은 YoY +4.6% 증가했다. 러시아는 시장 수요 증가에 따른 RUB 매출 증가에도 불구하고, 루블화 약세 영향에 따라 매출액과 영업이익 모두 YoY 감소했다.

동사는 현지통화 기준 국가별 '24년 매출 성장을 전망치를 모두 +10% 이상 제시하였다. (한국 +10%, 중국 매출 +10%, 베트남 매출 +15%, 러시아 매출 +15%). 12월 중국/베트남의 명절 시점에 따른 매출 하락은 1월 회복된 것으로 판단되며, 1) 젤리/파이 중심의 라인 증설 효과, 2) 신제품 출시 및 신규 카테고리 확장 등으로 외형 성장이 지속될 것으로 판단된다.

중기적으로 원재료 투입단가 안정화와 판매량 고성장에 따른 영업레버리지 효과가 지속될 것으로 예상되나, 레고켐 바이오 지분 인수로 인해 중기 실적 전망에 불확실성은 확대된 상황이다. 다만, 이후 동사의 주가는 크게 하락하며 밸류에이션 매력도는 크게 높아진 상황이다.

롯데웰푸드의 4분기 연결기준 매출액은 9,796억원(-4.6% YoY), 영업이익은 292억원(+50.2% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 금값 상승에 따른 장기 종업원 급여 총당금 증가 등의 영향에 기인한다. 국내 매출은 식자재 저수익 사업 정리 영향으로 YoY -4.6% 감소했다. 다만, 영업이익은 장기 종업원 급여 관련 일회성 비용 증가에도 불구하고, 판촉 활동 등 영업 합리화로 YoY +69.6% 증가했다. 해외 매출은 인도 건과 초코파이 3라인 가동 및 판매 확대에도 불구하고, 루블화 약세에 따른 카자흐스탄, 러시아 매출 감소로 YoY -10.7% 감소했다. 다만, 영업이익은 인도의 판매량 증가와 카자흐스탄에서의 가격 인상에 따라 YoY +21.5% 증가했다.

동사는 금값 상승 관련 일회성 비용 영향을 제외하면, 비교적 무난한 4Q23 실적을 시현했다. '24년 글로벌 국가별 매출 성장을 전망을 인도 +17% 이상, 카자흐스탄 +Low-Teens, 러시아 +High-Single-Digit(원화기준)을 제시했다. 국내 유지 수익성 개선 가시성이 높은 가운데, 2분기 아이스크림 공장 증설 이후 인도 매출 성장률이 향후 주가에 중요한 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	851.6	663.8	713.9	766.3	768.4	766.3	763.7	846.6	847.4	2,873.2	2,912.4	3,224.1
(YoY)	35.9%	1.6%	13.8%	3.4%	-9.8%	15.4%	7.0%	10.5%	10.3%	22.0%	1.4%	10.7%
한국	255.2	248.1	273.3	272.0	276.5	278.0	290.2	295.0	292.9	939.1	1,070.0	1,156.0
(YoY)	19.9%	12.9%	19.8%	15.3%	8.4%	12.0%	6.2%	8.4%	5.9%	16.3%	13.9%	8.0%
중국	370.8	264.2	297.4	329.6	287.8	317.1	311.9	358.7	316.1	1,274.9	1,179.0	1,303.8
(YoY)	38.4%	-13.4%	13.0%	-1.8%	-22.4%	20.0%	4.9%	8.8%	9.8%	14.9%	-7.5%	10.6%
베트남	164.2	105.3	95.7	117.6	156.9	120.6	104.5	129.0	175.2	472.9	475.5	529.2
(YoY)	39.9%	2.8%	2.6%	4.0%	-4.4%	14.4%	9.2%	9.7%	11.7%	38.5%	0.5%	11.3%
러시아	68.7	48.2	51.6	48.5	52.0	48.5	55.5	59.3	59.8	209.8	200.3	223.2
(YoY)	92.2%	59.2%	6.4%	-22.2%	-24.3%	0.8%	7.5%	22.3%	15.0%	79.4%	-4.5%	11.4%
기타 및 연결조정	-7.3	-2.1	-4.1	-1.3	-4.8	2.1	1.6	4.7	3.5	-23.5	-12.4	11.9
영업이익	146.7	99.1	112.2	140.7	140.3	134.1	123.6	158.2	154.6	466.7	492.3	570.6
(YoY)	44.2%	-8.7%	25.1%	15.6%	-4.4%	35.3%	10.2%	12.5%	10.2%	25.1%	5.5%	15.9%
(OPM)	17.2%	14.9%	15.7%	18.4%	18.3%	17.5%	16.2%	18.7%	18.2%	16.2%	16.9%	17.7%
한국	37.4	37.4	44.4	42.9	44.1	45.6	48.1	49.4	47.8	140.2	168.8	190.9
(OPM)	14.6%	15.1%	16.2%	15.8%	15.9%	16.4%	16.6%	16.8%	16.3%	14.9%	15.8%	16.5%
중국	66.7	38.3	51.1	72.7	58.8	59.6	52.8	76.5	62.3	211.5	221.0	251.3
(OPM)	18.0%	14.5%	17.2%	22.1%	20.4%	18.8%	16.9%	21.3%	19.7%	16.6%	18.7%	19.3%
베트남	35.7	16.4	13.5	21.9	35.6	22.1	17.2	25.1	40.7	89.8	87.5	105.1
(OPM)	21.7%	15.6%	14.1%	18.7%	22.7%	18.3%	16.5%	19.5%	23.2%	19.0%	18.4%	19.9%
러시아	12.6	8.3	7.7	6.7	9.5	7.6	9.5	10.2	11.0	34.7	32.2	38.3
(OPM)	18.3%	17.2%	14.9%	13.8%	18.3%	15.7%	17.1%	17.2%	18.4%	16.6%	16.1%	17.2%
기타 및 연결조정	-5.7	-1.3	-4.5	-3.6	-7.7	-0.8	-4.0	-3.1	-7.2	-9.7	-17.1	-15.1
세전이익	146.7	104.0	119.8	149.3	146.8	139.7	129.3	163.8	160.2	486.7	519.9	593.0
순이익	163.5	77.7	83.5	109.7	114.1	96.4	89.5	112.3	112.7	398.3	385.0	410.9
(지배)순이익	163.0	76.1	81.5	107.0	111.9	94.3	87.5	109.7	110.5	392.4	376.6	402.1
(YoY)	119.8%	-1.0%	19.9%	26.7%	-31.4%	23.9%	7.4%	2.5%	-1.2%	52.2%	-4.0%	6.8%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국	33.9%	-11.8%	14.5%	6.0%	-18.7%	21.3%	7.0%	7.0%	9.0%	6.3%	-3.7%	10.7%
베트남 내수	28.9%	-0.2%	-1.7%	5.4%	-3.2%	11.2%	10.0%	11.0%	13.0%	24.5%	-0.2%	11.5%
러시아 내수	54.3%	34.5%	23.7%	15.9%	6.3%	14.0%	13.0%	17.0%	17.0%	47.0%	18.4%	15.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데월푸드 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	1,026.5	959.6	1,040.6	1,086.5	979.6	980.9	1,077.7	1,127.2	997.9	3,203.3	4,066.4	4,183.6
(YoY)	87.1%	89.7%	83.3%	-1.5%	-4.6%	2.2%	3.6%	3.7%	1.9%	49.3%	26.9%	2.9%
국내	807.2	777.5	841.5	895.5	786.3	781.1	852.0	912.0	781.6	3,315.1	3,300.8	3,326.8
(YoY)	8.0%	3.3%	-0.7%	-1.4%	-2.6%	0.5%	1.3%	1.8%	-0.6%	7.2%	-0.4%	0.8%
건과	291.1	265.6	250.4	271.3	300.2	273.5	258.0	279.4	309.2	1,008.2	1,087.5	1,120.1
(YoY)	12.6%	11.1%	11.3%	7.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.3%	7.9%	3.0%
빙과	92.2	106.8	185.4	223.5	93.1	110.0	191.0	230.2	95.9	590.4	608.8	627.1
(YoY)	-0.7%	-6.3%	5.5%	7.2%	1.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.8%	3.1%	3.0%
유지	128.5	117.8	114.2	110.0	129.4	120.0	120.0	120.0	120.0	547.5	471.4	480.0
기타	295.4	287.3	291.4	290.8	263.6	277.6	283.1	282.4	256.5	1,169.0	1,133.1	1,099.5
해외	227.1	190.9	207.7	199.3	202.7	208.5	234.2	223.4	225.6	795.2	800.5	891.8
(YoY)	20.3%	18.8%	4.4%	-4.5%	-10.7%	9.2%	12.8%	12.1%	11.3%	23.5%	0.7%	11.4%
인도	52.5	60.5	86.1	67.9	54.5	70.4	106.2	80.8	64.2	247.2	269.0	321.6
(YoY)	27.2%	16.1%	7.7%	8.4%	3.8%	16.3%	23.3%	19.0%	17.8%	48.7%	8.8%	19.5%
건과	25.0	25.5	22.4	28.9	26.7	29.3	26.4	33.1	30.5	92.9	103.4	119.4
빙과	27.5	35.1	63.7	39.0	27.8	41.1	79.7	47.7	33.6	154.4	165.6	202.2
카자흐스탄	81.7	65.6	66.9	63.8	73.4	70.1	70.8	71.9	84.2	233.8	269.7	297.2
(YoY)	49.2%	55.1%	32.5%	7.7%	-10.2%	6.9%	5.9%	12.7%	14.8%	33.3%	15.4%	10.2%
러시아	26.2	19.3	18.7	19.6	20.1	19.5	18.6	21.8	22.1	80.6	77.7	82.0
(YoY)	64.6%	58.1%	-1.5%	-15.5%	-23.3%	1.1%	-0.7%	11.2%	10.2%	53.4%	-3.6%	5.6%
기타	66.6	45.5	35.9	48.0	54.7	48.5	38.6	49.0	55.0	233.6	184.1	191.1
기타 및 연결조정	-7.8	-8.8	-8.5	-8.3	-9.4	-8.8	-8.5	-8.3	-9.4	-34.9	-34.9	-34.9
영업이익	19.4	18.6	48.6	80.6	29.2	41.9	68.1	83.0	34.5	112.4	177.0	227.5
(YoY)	51.6%	72.9%	94.6%	40.9%	50.2%	125.0%	40.3%	3.0%	18.1%	3.6%	57.5%	28.5%
(OPM)	1.9%	1.9%	4.7%	7.4%	3.0%	4.3%	6.3%	7.4%	3.5%	3.5%	4.4%	5.4%
국내	9.7	12.8	35.0	66.3	16.4	30.6	49.7	67.6	21.2	80.9	130.5	169.1
(OPM)	1.2%	1.7%	4.2%	7.4%	2.1%	3.9%	5.8%	7.4%	2.7%	2.4%	4.0%	5.1%
해외	13.0	8.9	15.7	18.2	15.8	14.4	20.5	19.3	16.3	43.5	58.6	70.5
(OPM)	5.7%	4.7%	7.6%	9.1%	7.8%	6.9%	8.8%	8.6%	7.2%	5.5%	7.3%	7.9%
기타 및 연결조정	-3.2	-3.1	-2.1	-3.9	-3.0	-3.1	-2.1	-3.9	-3.0	-12.1	-12.1	-12.1
세전이익	-28.8	2.7	24.4	96.0	-13.2	27.7	54.0	68.9	20.4	51.5	109.8	171.0
당기순이익	-17.5	0.0	12.4	71.3	-16.0	21.0	40.9	52.2	15.4	43.9	67.8	129.6
지배주주순이익	-17.2	1.1	13.4	71.2	-15.1	20.5	40.4	51.7	14.9	47.0	70.5	127.6
(YoY)	적지	흑전	-57.5%	98.9%	적지	1824%	200.6%	-27.3%	흑전	34.8%	50.0%	80.9%
현지 통화 기준 매출 성장률												
인도	21.1%	20.0%	9.6%	14.6%	8.5%	14.2%	25.0%	19.5%	18.3%	40.2%	12.8%	19.8%
건과	22.7%	25.4%	15.1%	12.9%	11.4%	13.0%	19.6%	15.1%	14.9%	31.1%	15.9%	15.5%
빙과	19.7%	16.3%	7.8%	15.9%	5.8%	15.0%	26.9%	22.8%	21.6%	46.4%	11.0%	22.5%
카자흐스탄	40.6%	46.1%	28.1%	5.1%	-7.6%	5.0%	8.9%	14.0%	13.9%	27.2%	13.6%	10.5%
러시아	23.2%	27.6%	11.5%	34.3%	17.6%	20.0%	9.9%	5.6%	6.4%	23.0%	22.4%	10.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

6) 농심/삼양식품

농심의 4Q23 연결기준 영업이익은 389억원(-16% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 장기 종업원 급여 관련 충당금, 인건비 등의 비용이 YoY +100억원 이상 증가하며 시장 컨센서스를 하회하였다.

국내 매출은 신제품과 기존 제품 모두 성장하며, YoY +6.6% 증가하였다. 다만, 영업이익은 장기 종업원 급여 관련 충당금, 인건비 등의 비용 증가로 하락했다. **해외** 매출은 달러 강세, 중국 소비 부진으로 성장률이 둔화되는 모습이 보였으나, 영업이익률은 4Q22 기저효과로 YoY +2.9%p 개선되었다.

1분기는 해외보다 국내 실적이 양호할 것으로 전망된다. 북미는 매출 역기저 부담이 있고, 국내는 생면/스낵 중심으로 매출이 견조한 흐름을 보일 것으로 전망된다. 올해 북미는 생면 라인업 확대를 통해 성장성을 제고할 계획이며, 중국은 유베이를 통해 신흥 이커머스 채널을 확대할 계획이다.

삼양식품의 4Q23 연결기준 영업이익은 355억원(+85% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 일회성 비용이 QoQ 60~70억 비용 증가하며 시장 컨센서스를 하회하였다. 4분기 매출은 연결기준 YoY -2.5% 하락했다. 이는 중국 온라인 채널 사업 정비에 따른 출고 지연과 미국의 3분기 코스트코 매출 역기저 영향에 기인한다. 수익성은 미국 물류창고 신규 임대, 광고선전비/대손충당금/인센티브 증가 등으로 QoQ 감익했다.

중국 온라인 채널 사업 정비가 마무리되고, 6.18 쇼핑행사 전 선수요가 나타날 수 있기 때문에, 2분기에 Re-Stocking 효과가 커질 것으로 기대된다. 1분기 미국 매출은 4Q23 수준이 예상되나, 2분기부터 코스트코 지역으로 커버리지를 확대할 계획이며, 밀양 2공장 가동도 내년 5월 예정되어있다. 일회성 비용을 제외 시 대체로 무난한 실적이라 판단하며, 동사의 외형 고성장 흐름은 무난히 지속될 것으로 전망된다.

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	823.6	860.4	837.5	855.9	856.7	901.1	885.2	902.9	909.9	3,129.1	3,410.6	3,599.0
(YoY)	16.4%	16.9%	10.8%	5.3%	4.0%	4.7%	5.7%	5.5%	6.2%	17.5%	9.0%	5.5%
국내	581.6	595.9	595.8	620.4	619.8	631.6	623.3	638.9	635.4	2,208.5	2,431.9	2,529.3
(YoY)	10.7%	14.0%	11.9%	8.5%	6.6%	6.0%	4.6%	3.0%	2.5%	14.6%	10.1%	4.0%
면류	385.0	384.8	375.8	393.4	408.5	395.0	374.4	395.6	410.5	1,425.0	1,562.5	1,575.4
(YoY)	10.3%	13.7%	10.6%	8.7%	6.1%	2.6%	-0.4%	0.6%	0.5%	12.3%	9.6%	0.8%
스낵	98.3	102.6	107.8	111.2	108.6	110.5	112.9	115.6	111.9	383.9	430.2	450.9
(YoY)	6.7%	6.3%	21.5%	10.8%	10.5%	7.7%	4.8%	4.0%	3.0%	12.7%	12.1%	4.8%
음료	45.3	45.7	65.0	66.3	52.0	50.3	71.5	72.9	57.2	202.3	229.0	251.9
수출/상품/기타	169.0	177.6	173.3	164.3	175.8	192.2	181.8	173.9	186.9	654.8	691.0	734.9
차이	-116.0	-114.8	-126.1	-114.8	-125.0	-116.4	-117.3	-119.2	-131.1	-457.5	-480.8	-483.8
해외	242.0	264.5	241.7	235.5	246.3	269.5	261.9	264.0	274.4	920.5	988.0	1,069.7
(YoY)	32.7%	24.0%	8.1%	-2.5%	1.8%	1.9%	8.3%	12.1%	11.4%	25.0%	7.3%	8.3%
북미	159.1	171.7	155.8	154.0	162.9	172.3	171.6	174.6	183.3	576.0	644.4	701.8
(YoY)	41.2%	40.1%	12.8%	-1.5%	2.4%	0.4%	10.1%	13.4%	12.6%	38.4%	11.9%	8.9%
중국	46.6	58.0	44.4	42.3	44.0	60.4	46.7	46.1	47.6	205.5	188.8	200.7
(YoY)	20.4%	-1.4%	-14.9%	-11.6%	-5.4%	4.0%	5.1%	9.0%	8.0%	6.6%	-8.1%	6.3%
일본	23.4	21.6	25.1	21.8	25.7	21.7	25.2	23.1	27.8	87.3	94.2	97.8
호주	10.6	10.5	13.5	14.5	10.6	11.9	15.0	16.6	12.1	42.8	49.1	55.7
베트남	2.3	2.6	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7	8.9	11.5	13.7
영업이익	46.3	63.8	53.7	55.7	38.9	63.8	52.9	57.1	59.7	112.2	212.1	233.5
(YoY)	47.3%	85.8%	1163%	103.9%	-15.9%	0.2%	-1.4%	2.5%	53.2%	5.7%	89.1%	10.1%
(OPM)	5.6%	7.4%	6.4%	6.5%	4.5%	7.1%	6.0%	6.3%	6.6%	3.6%	6.2%	6.5%
국내	26.2	38.6	27.0	33.5	17.7	42.6	28.6	33.4	34.3	59.6	116.8	138.9
(OPM)	4.5%	6.5%	4.5%	5.4%	2.9%	6.7%	4.6%	5.2%	5.4%	2.7%	4.8%	5.5%
해외	9.6	25.0	22.1	17.6	16.8	21.0	19.8	19.1	20.9	35.5	81.5	80.9
(OPM)	4.0%	9.4%	9.1%	7.5%	6.8%	7.8%	7.6%	7.3%	7.6%	3.9%	8.3%	7.6%
북미	12.4	18.9	17.0	13.6	12.7	15.3	14.8	14.6	15.9	27.5	62.2	60.6
(OPM)	7.8%	11.0%	10.9%	8.9%	7.8%	8.9%	8.6%	8.4%	8.7%	4.8%	9.7%	8.6%
중국	-4.3	4.7	4.1	3.3	3.0	4.9	4.0	3.8	3.7	2.3	15.1	16.5
(OPM)	-9.1%	8.1%	9.1%	7.8%	6.9%	8.1%	8.6%	8.3%	7.9%	1.1%	8.0%	8.2%
기타	1.4	1.4	1.0	0.7	1.1	0.9	1.0	0.7	1.2	5.8	4.2	3.8
연결조정	10.5	0.2	4.6	4.5	4.5	0.2	4.6	4.5	4.5	17.0	13.8	13.8
세전이익	45.6	70.6	60.0	65.6	34.9	71.3	60.4	64.5	67.1	158.8	231.1	263.3
순이익	26.8	54.1	45.0	50.0	22.3	54.0	45.8	48.9	51.3	116.0	171.5	200.1
(지배)순이익	27.0	54.4	45.0	50.1	22.3	54.0	45.8	48.9	51.6	116.1	171.7	200.3
(YoY)	-0.6%	64.7%	62.4%	76.3%	-17.5%	-0.7%	1.8%	-2.3%	131.5%	16.3%	47.8%	16.7%

현지 통화 기준 매출 성장률

미국	22.6%	32.4%	7.9%	0.4%	5.5%	-2.0%	11.0%	14.0%	14.0%	22.4%	10.9%	8.9%
중국	16.4%	0.5%	-13.7%	-4.6%	-1.0%	6.0%	8.0%	8.0%	-1.6%	-4.6%	7.4%	

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	240.0	245.6	285.4	335.2	326.8	317.7	346.9	352.3	356.1	909.0	1,192.9	1,373.0
(YoY)	24.5%	21.5%	11.8%	58.5%	36.2%	29.4%	21.6%	5.1%	9.0%	41.6%	31.2%	15.1%
국내	85.0	87.6	95.5	95.5	94.0	97.7	100.0	98.2	100.1	303.3	372.6	395.9
(YoY)	23.3%	26.5%	32.6%	24.0%	10.6%	11.5%	4.7%	2.8%	6.4%	19.7%	22.8%	6.3%
해외	155.0	157.9	189.9	239.8	232.8	220.0	246.9	254.1	256.1	605.7	820.4	977.1
(YoY)	25.2%	18.9%	3.6%	78.2%	50.1%	39.3%	30.0%	6.0%	10.0%	55.9%	35.4%	19.1%
매출총이익	69.7	70.4	100.8	117.2	114.2	107.4	120.9	123.9	129.4	251.2	402.6	481.6
(GPM)	29.0%	28.7%	35.3%	34.9%	35.0%	33.8%	34.9%	35.2%	36.3%	27.6%	33.7%	35.1%
판관비	50.5	46.5	56.7	73.7	78.8	69.6	73.4	78.8	82.0	160.8	255.8	303.8
(판관비율)	21.0%	18.9%	19.9%	22.0%	24.1%	21.9%	21.2%	22.4%	23.0%	17.7%	21.4%	22.1%
영업이익	19.2	23.9	44.0	43.4	35.5	37.8	47.5	45.0	47.4	90.4	146.8	177.8
(YoY)	-11.0%	-2.6%	61.2%	124.7%	84.7%	58.5%	7.8%	3.7%	33.7%	38.3%	62.5%	21.1%
(OPM)	8.0%	9.7%	15.4%	13.0%	10.9%	11.9%	13.7%	12.8%	13.3%	9.9%	12.3%	13.0%
세전이익	-1.2	26.1	42.5	45.8	35.3	37.8	47.4	45.0	47.4	102.0	149.7	177.5
순이익	2.2	22.6	34.8	37.8	29.7	28.6	35.9	34.1	35.9	80.3	124.9	134.5
(지배)순이익	2.2	22.3	34.8	37.8	29.5	28.4	35.7	33.9	35.7	79.8	124.4	133.7
(YoY)	-87.4%	17.2%	27.0%	21.6%	1215%	27.3%	2.6%	-10.3%	21.1%	41.6%	55.9%	7.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

7) 하이트진로/롯데칠성

하이트진로의 4Q23 연결기준 영업이익은 298억원(+127.7% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 24년 소주 기준판매비율 시행에 따른 출고 둔화 영향에도 불구하고, 맥주 MS 상승, 마케팅 비용 증가 세 둔화에 힘입어, 견조한 실적을 달성한 것으로 판단된다.

올해 1분기는 소주 출고 회복으로 무난한 실적이 예상되나, 연간 전체로는 100주년 마케팅 성과가 중요할 것으로 판단된다. 작년 맥주 신제품 출시로 마케팅 비용은 YoY 감소할 수 있으나, 시장 점유율 상승과 수익성 방어를 위해서는 판촉 활동의 효율성이 제고될 필요가 있다.

롯데칠성의 4Q23 연결기준 영업이익은 80억원(-67% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 전반적인 판매 부진, 인센티브 반영 시점 차이, 원가 상승 부담, 펩시필리핀 실적 부진 등에 기인한 것으로 판단된다.

별도기준 매출액은 전년동기 수준을 기록했다. 음료는 11월~12월초 급격한 기온 하강에 따른 매출 부진으로 인해, YoY 매출 성장률이 +0.7%로 둔화되었다. 주류는 24년 1월 기준판매비율 전용에 따른 소주 출고 지연, 송년회 수요 감소 등의 영향으로 인해 매출이 YoY -1% 감소했다. 별도기준 OPM은 2.0%로 판매량 부진과 원가 상승 부담 등으로 인해, 전년동기 대비 -1.7%p 감소하였고, 펩시필리핀도 재고 및 매출채권 부실 관련 비용 등의 반영으로 시장 기대치를 크게 하회하였다.

동사는 24년 연결기준 실적 가이던스로 매출액 4.2조원, 영업이익 2,500억원을 제시하였다. 1분기는 소주 출고 회복과 가격 인상 효과 반영으로 주류 부문의 실적 반등이 예상되나, 음료의 원가 상승 부담은 지속될 것으로 전망된다. 24년 연간 전체로는 맥주 신제품의 판매 약세, 펩시필리핀 실적 전망 치 하향 등을 감안하여, 실적 가이던스를 보수적으로 제시한 것으로 추산된다.

과거 대비 제로 음료의 성장 기여도가 점차 축소되고 있고, 펩시필리핀 비용 이슈도 여전히 남아있는 상황이다. 다만, 하반기로 갈수록 원가 상승 부담이 완화될 가능성이 높기 때문에, 중기적으로 신제품 (크러쉬/프리미엄 주류) 성과 흐름을 주목할 필요가 있다.

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	608.6	603.5	641.6	654.4	621.0	633.0	677.8	695.0	632.8	2,497.6	2,520.4	2,638.6
(YoY)	11.7%	3.4%	-1.0%	-0.5%	2.0%	4.9%	5.6%	6.2%	1.9%	13.4%	0.9%	4.7%
별도기준	546.3	541.2	569.9	573.1	562.6	570.7	606.2	620.6	570.5	2,222.2	2,246.7	2,368.0
(YoY)	12.3%	2.8%	0.7%	-1.7%	3.0%	5.5%	6.4%	8.3%	1.4%	12.4%	1.1%	5.4%
맥주	172.2	174.2	219.0	233.1	183.2	188.6	236.6	251.5	185.1	781.1	809.5	861.8
(YoY)	7.7%	-4.3%	9.1%	3.1%	6.4%	8.3%	8.0%	7.9%	1.0%	7.2%	3.6%	6.5%
제품	150.4	153.8	193.8	207.8	161.5	167.0	209.8	224.8	162.0	688.2	716.8	763.5
(YoY)	10.0%	-4.8%	10.0%	3.9%	7.3%	8.6%	8.3%	8.2%	0.3%	9.2%	4.2%	6.5%
상품/기타	21.8	20.4	25.2	25.3	21.8	21.6	26.8	26.8	23.1	92.9	92.7	98.2
소주	331.7	330.3	313.0	310.2	328.9	345.2	333.2	333.1	345.4	1,248.4	1,230.5	1,302.5
(YoY)	11.1%	6.1%	-5.6%	-1.7%	-0.8%	4.5%	6.4%	7.4%	5.0%	14.0%	-1.4%	5.8%
기타	42.4	36.7	37.9	29.8	50.5	36.8	36.5	36.0	39.9	192.7	206.7	203.7
연결-별도	62.4	62.3	71.6	81.3	58.4	62.3	71.6	74.4	62.4	275.4	273.7	270.7
매출총이익	244.3	268.3	280.5	287.7	271.8	289.1	313.2	324.2	272.5	1,063.2	1,108.3	1,199.0
(GPM)	40.1%	44.5%	43.7%	44.0%	43.8%	45.7%	46.2%	46.7%	43.1%	42.6%	44.0%	45.4%
별도기준	212.1	239.0	244.8	250.4	239.6	259.7	277.5	287.0	240.3	919.9	973.8	1,064.5
(GPM)	38.8%	44.2%	42.9%	43.7%	42.6%	45.5%	45.8%	46.2%	42.1%	41.4%	43.3%	45.0%
연결-별도	32.2	29.3	35.7	37.3	32.2	29.3	35.7	37.3	32.2	143.3	134.5	134.5
판관비	231.2	229.6	268.6	244.2	242.0	243.5	263.5	259.6	249.4	872.7	984.4	1,016.0
(판관비율)	38.0%	38.0%	41.9%	37.3%	39.0%	38.5%	38.9%	37.3%	39.4%	34.9%	39.1%	38.5%
별도기준	198.2	204.5	239.2	217.3	209.1	218.4	234.2	232.6	216.4	754.4	870.0	901.6
(판관비율)	36.3%	37.8%	42.0%	37.9%	37.2%	38.3%	38.6%	37.5%	37.9%	33.9%	38.7%	38.1%
연결-별도	32.9	25.1	29.4	26.9	32.9	25.1	29.4	26.9	32.9	118.3	114.4	114.4
영업이익	13.1	38.7	11.9	43.5	29.8	45.6	49.7	64.7	23.1	190.6	123.9	183.0
(YoY)	-61.2%	-33.4%	-80.9%	-23.7%	127.7%	17.7%	316.8%	48.9%	-22.4%	9.5%	-35.0%	47.8%
(OPM)	2.1%	6.4%	1.9%	6.6%	4.8%	7.2%	7.3%	9.3%	3.7%	7.6%	4.9%	6.9%
별도기준	13.8	34.5	5.6	33.1	30.5	41.4	43.3	54.3	23.9	165.5	103.7	162.9
(YoY)	-52.7%	-29.8%	-89.5%	-33.0%	120.6%	19.9%	677.4%	64.1%	-21.8%	9.9%	-37.3%	57.1%
(OPM)	2.5%	6.4%	1.0%	5.8%	5.4%	7.2%	7.1%	8.8%	4.2%	7.4%	4.6%	6.9%
연결-별도	-0.8	4.2	6.3	10.3	-0.8	4.2	6.3	10.3	-0.8	25.1	20.1	20.1
세전이익	-32.5	31.8	-2.7	30.2	19.7	34.7	38.8	53.8	12.2	121.4	79.0	139.5
순이익	-22.9	22.0	-3.6	21.8	13.9	24.4	27.3	37.9	8.6	86.8	54.0	98.3
(지배)순이익	-22.9	22.0	-3.6	21.8	13.9	24.4	27.3	37.9	8.6	87.0	54.1	98.3
(YoY)	적전	-40.7%	적전	-34.0%	흑전	11.1%	흑전	73.8%	-37.8%	21.3%	-37.8%	81.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	669.0	679.8	796.2	830.4	918.4	956.6	1,097.6	1,124.0	968.6	2,841.7	3,224.7	4,146.8
(YoY)	11.6%	8.5%	4.5%	5.9%	37.3%	40.7%	37.9%	35.4%	5.5%	13.4%	13.5%	28.6%
별도기준	620.8	630.7	736.1	769.0	621.5	651.3	759.9	795.8	644.2	2,642.3	2,757.3	2,851.3
(YoY)	11.1%	8.0%	4.1%	5.3%	0.1%	3.3%	3.2%	3.5%	3.7%	12.7%	4.4%	3.4%
음료	421.7	423.0	537.9	567.9	424.6	434.8	552.4	582.6	436.0	1,867.8	1,953.4	2,005.8
(YoY)	9.8%	8.5%	3.7%	5.7%	0.7%	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%	11.6%	4.6%	2.7%
내수	401.0	398.5	503.5	533.9	401.5	407.8	514.6	545.1	410.7	1,772.0	1,837.4	1,878.2
탄산	199.9	213.8	239.9	237.8	205.4	221.3	248.3	246.1	212.6	843.6	896.8	928.2
(YoY)	4.5%	14.6%	5.7%	3.3%	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	16.8%	6.3%	3.5%
탄산 외	201.0	184.7	263.7	296.1	196.1	186.5	266.3	299.1	198.1	928.4	940.6	950.0
(YoY)	12.0%	0.9%	-0.2%	5.7%	-2.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	6.0%	1.3%	1.0%
수출	20.8	24.5	34.4	34.1	23.0	27.0	37.8	37.5	25.3	95.8	116.0	127.6
주류	199.1	207.7	198.2	201.1	196.9	216.6	207.5	213.2	208.2	774.5	803.9	845.5
(YoY)	13.7%	7.0%	5.1%	4.3%	-1.1%	4.2%	4.7%	6.0%	5.7%	15.2%	3.8%	5.2%
내수	181.2	188.9	178.8	182.9	179.3	197.1	187.5	194.4	190.1	702.7	729.8	769.1
소주	77.6	84.8	85.8	84.0	84.1	93.0	92.3	90.3	92.2	276.7	338.7	367.9
(YoY)	25.3%	26.9%	28.5%	28.2%	8.4%	9.6%	7.6%	7.6%	9.6%	21.0%	22.4%	8.6%
소주 외	103.6	104.1	93.0	98.9	95.2	104.2	95.2	104.0	97.9	426.0	391.1	401.3
(YoY)	5.5%	-5.8%	-8.8%	-10.1%	-8.1%	0.1%	2.4%	5.2%	2.8%	11.4%	-8.2%	2.6%
수출	17.9	18.8	19.4	18.2	17.6	19.4	20.0	18.8	18.2	71.9	74.1	76.4
펩시필리핀					240.0	256.8	278.2	267.5	267.5		240.0	1,070.0
기타 및 연결조정	48.2	49.0	60.1	61.3	56.9	48.4	59.5	60.7	56.9	199.4	227.4	225.6
영업이익	24.4	59.3	59.2	84.3	8.0	53.7	66.9	93.3	27.6	222.9	210.7	241.5
(YoY)	28.7%	-0.7%	-7.2%	12.3%	-67.3%	-9.5%	13.1%	10.8%	246.8%	22.3%	-5.5%	14.6%
(OPM)	3.6%	8.7%	7.4%	10.1%	0.9%	5.6%	6.1%	8.3%	2.8%	7.8%	6.5%	5.8%
별도기준	23.1	56.5	50.1	76.3	12.7	57.3	55.1	80.0	20.3	202.8	195.6	212.7
(YoY)	11.5%	3.8%	-8.1%	7.9%	-45.3%	1.4%	9.9%	4.9%	60.7%	16.2%	-3.6%	8.8%
(OPM)	3.7%	9.0%	6.8%	9.9%	2.0%	8.8%	7.3%	10.1%	3.2%	7.7%	7.1%	7.5%
음료	24.1	39.0	47.8	62.2	13.0	38.3	49.1	64.2	19.1	165.9	162.0	170.6
(OPM)	5.7%	9.2%	8.9%	11.0%	3.1%	8.8%	8.9%	11.0%	4.4%	8.9%	8.3%	8.5%
주류	-1.0	17.5	2.3	14.0	-0.3	19.0	6.0	15.8	1.2	36.9	33.5	42.1
(OPM)	-0.5%	8.4%	1.2%	7.0%	-0.2%	8.8%	2.9%	7.4%	0.6%	4.8%	4.2%	5.0%
펩시필리핀					-8.0	-6.4	2.8	5.4	4.0		-8.0	5.7
(OPM)					-3.3%	-2.5%	1.0%	2.0%	1.5%		-3.3%	0.5%
기타 및 연결조정	1.3	2.8	9.0	8.0	3.3	2.8	9.0	8.0	3.3	20.1	23.1	23.0
세전이익	2.7	41.0	44.1	87.0	35.3	36.7	49.9	76.3	10.6	169.4	207.4	173.5
순이익	5.8	30.4	33.0	67.8	35.3	27.5	37.4	57.2	8.0	131.1	166.5	130.2
(지배)순이익	5.6	29.9	32.1	66.6	37.4	28.5	36.6	55.9	6.9	128.4	165.9	127.8
(YoY)	흑전	-18.6%	-19.7%	44.0%	571.8%	-4.6%	14.2%	-16.1%	-81.7%	-5.2%	29.2%	-23.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

8) 동원F&B/CJ프레시웨이

동원F&B의 4Q23 연결기준 영업이익은 328억원(+13.4% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 12월 설날 시점 차이로 인한 매출 감소에도 불구하고 조미유통 부문의 디마케팅에 따른 손익 개선과 사료 부문의 원가 하락 효과로 시장 기대치에 부합했다

별도기준 매출액은 12월 설날 시점 차이 영향으로 매출이 100억원 감소하며 YoY +2.1%에 그쳤다. 영업이익도 직원 인센티브, 연말 일회성 광고판촉비 집행 등 일회성 비용 증가로 YoY -14.3% 감소했다. **조미유통** 매출액은 외식 시장 부진에 따라 YoY +4% 성장에 그쳤지만, 식재/조미 저수익처 디마케팅 영향으로 영업이익률은 +0.3%p 개선되었다. **사료부문** 매출액도 농가의 사료 가격 부담 속 사육두수 감소로 YoY -10% 감소했지만, 원가 하락 효과가 반영되며 영업이익률은 +3.8%p 개선되었다.

동사는 올해 내내 원어 투입단가 하락 효과가 지속되며, 홈푸드 저수익처 디마케팅 등의 영향으로 전사 실적 개선 가능성이 높은 편이다. 특히, 참치어가는 Peak-Out 이후 하락세를 지속하고 있으며, 구매단가가 4Q23 1,700 불에서 1Q24 1,450 불까지 하락해, 분기당 원재료비는 40~50 억원 정도 개선 가능할 것으로 전망된다.

CJ프레시웨이의 4Q23 연결기준 영업이익은 243억원(+39.9% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. **식자재유통** 매출은 외식경로 부진(-3% YoY)에도 불구하고, 급식 경로(+27% YoY) 호조와 식품 원료(YoY +12%) 성장으로 YoY +10% 신장했다. 또한, 급식 경로 매출 증가, 동탄물류센터 가동률 제고, 인센티브 충당금 축소 등에 힘입어 영업이익률이 YoY +1.1%p 개선되었다. **단체급식** 매출은 전 경로 매출 증가가 지속되며 YoY +17.1% 증가했지만, 대형처 신규 오픈 영향에 따라 영업이익률은 일시적으로 하락하였다.

동사는 올해 외식, 급식 경로 모두 두 자릿수 매출 성장을 목표로 하고 있으나, 외식 경기 부진으로 실적이 계획 대비 부진할 가능성성이 있다. 다만, 중장기적으로는 온라인 플랫폼(식봄)에 대한 투자를 통해, 개인 식당에 대한 접근성을 높여 나갈 계획이기 때문에, 온라인 사업 성과에 따라 시장 점유율 제고가 크게 나타날 가능성에 주목할 필요가 있다.

동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 심억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	996.8	1,080.8	1,052.0	1,207.5	1,020.6	1,122.6	1,102.1	1,268.0	1,079.8	4,023.6	4,360.8	4,572.5
(YoY)	12.3%	14.0%	9.1%	8.3%	2.4%	3.9%	4.8%	5.0%	5.8%	15.3%	8.4%	4.9%
일반식품(별도+온라인)	448.0	524.0	490.4	604.3	457.3	548.8	522.5	635.1	484.4	1,943.0	2,076.0	2,190.8
(YoY)	10.7%	5.9%	9.8%	9.2%	2.1%	4.7%	6.5%	5.1%	5.9%	7.0%	6.8%	5.5%
조미유통	481.0	492.0	492.5	542.4	502.5	513.7	519.6	577.9	540.4	1,858.3	2,029.4	2,151.7
(YoY)	10.8%	19.7%	5.3%	8.8%	4.5%	4.4%	5.5%	6.6%	7.5%	25.0%	9.2%	6.0%
사료	67.8	64.7	69.1	60.8	60.8	60.0	60.0	55.0	55.0	222.3	255.5	230.0
(YoY)	38.8%	54.5%	38.2%	-2.9%	-10.3%	-7.3%	-13.2%	-9.5%	-9.5%	18.6%	14.9%	-10.0%
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
별도기준	436.8	498.9	462.6	581.7	446.0	518.9	488.0	604.9	463.9	1,876.2	1,989.2	2,075.7
(YoY)	11.7%	4.7%	8.3%	8.6%	2.1%	4.0%	5.5%	4.0%	4.0%	6.0%	6.0%	4.3%
영업이익	28.9	43.4	27.4	63.0	32.8	51.7	33.2	67.8	37.3	128.7	166.7	190.0
(YoY)	84.5%	34.7%	22.4%	39.7%	13.4%	19.1%	20.8%	7.6%	13.9%	-1.3%	29.5%	14.0%
(OPM)	2.9%	4.0%	2.6%	5.2%	3.2%	4.6%	3.0%	5.3%	3.5%	3.2%	3.8%	4.2%
일반식품(별도+온라인)	14.8	28.4	10.9	44.8	14.2	33.1	14.9	48.7	17.4	83.2	98.3	114.0
(OPM)	3.3%	5.4%	2.2%	7.4%	3.1%	6.0%	2.8%	7.7%	3.6%	4.3%	4.7%	5.2%
조미유통	11.4	11.3	12.2	17.3	13.4	13.9	13.9	16.3	16.3	39.9	54.2	60.4
(OPM)	2.4%	2.3%	2.5%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	3.0%	2.1%	2.7%	2.8%
사료	3.2	2.1	3.4	3.2	5.2	3.1	3.4	3.7	3.7	7.0	13.8	13.8
(OPM)	4.7%	3.3%	4.9%	5.2%	8.5%	5.2%	5.6%	6.7%	6.7%	3.2%	5.4%	6.0%
기타	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
연결조정 등	-0.6	1.4	0.9	-0.8	-0.1	1.4	0.9	-0.8	-0.1	-1.6	1.5	1.5
별도기준	18.1	27.4	11.3	41.6	15.5	32.1	15.3	45.5	18.6	86.2	95.9	111.6
(YoY)	141.0%	10.5%	16.9%	24.0%	-14.3%	17.1%	35.6%	9.3%	20.1%	-1.0%	11.2%	16.4%
(OPM)	4.1%	5.5%	2.4%	7.2%	3.5%	6.2%	3.1%	7.5%	4.0%	4.6%	4.8%	5.4%
세전이익	33.0	38.7	21.3	57.1	29.7	46.5	28.0	62.6	32.1	118.6	146.8	169.3
순이익	26.8	29.9	16.6	44.3	18.0	35.3	21.2	47.5	24.4	90.8	108.8	128.3
(지배)순이익	26.8	29.9	16.6	44.3	18.0	35.3	21.2	47.5	24.4	90.8	108.8	128.3
(YoY)	190.7%	43.9%	13.7%	54.9%	-32.9%	17.8%	27.3%	7.2%	35.6%	30.7%	19.8%	17.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 심억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	710.8	697.5	779.5	809.0	788.2	754.2	832.4	872.3	852.0	2,747.7	3,074.2	3,310.9
(YoY)	17.2%	23.6%	8.1%	7.6%	10.9%	8.1%	6.8%	7.8%	8.1%	19.9%	11.9%	7.7%
식자재 유통	532.4	525.1	579.2	596.0	585.6	557.9	611.1	629.5	617.6	2,093.5	2,285.8	2,416.1
(YoY)	13.6%	20.9%	4.2%	4.5%	10.0%	6.3%	5.5%	5.6%	5.5%	18.6%	9.2%	5.7%
단체급식	160.9	156.0	184.1	197.5	188.4	178.6	203.7	225.8	218.9	583.8	726.0	827.0
(YoY)	34.3%	39.0%	24.7%	21.1%	17.1%	14.5%	10.6%	14.3%	16.2%	28.2%	24.4%	13.9%
기타	17.5	16.4	16.2	15.5	14.2	17.7	17.6	16.9	15.6	70.9	62.3	67.8
(YoY)	-3.3%	-6.8%	-6.9%	-15.8%	-18.9%	7.7%	8.7%	9.3%	9.8%	-0.6%	-12.1%	8.8%
매출총이익	133.4	127.8	149.1	152.7	144.7	137.6	159.2	163.6	155.6	511.7	574.3	616.0
(GPM)	18.8%	18.3%	19.1%	18.9%	18.4%	18.2%	19.1%	18.8%	18.3%	18.6%	18.7%	18.6%
판관비	116.0	115.1	117.1	122.5	120.4	124.2	124.9	130.4	127.4	413.9	475.0	507.0
(판관비율)	16.3%	16.5%	15.0%	15.1%	15.3%	16.5%	15.0%	14.9%	15.0%	15.1%	15.5%	15.3%
영업이익	17.4	12.7	32.1	30.2	24.3	13.3	34.3	33.2	28.2	97.8	99.3	109.1
(YoY)	2.1%	19.3%	-7.4%	-14.2%	39.9%	5.4%	6.9%	10.1%	15.9%	75.9%	1.4%	9.9%
(OPM)	2.4%	1.8%	4.1%	3.7%	3.1%	1.8%	4.1%	3.8%	3.3%	3.6%	3.2%	3.3%
세전이익	1.4	6.8	26.0	27.2	12.8	8.3	29.2	28.2	23.1	68.9	72.8	88.7
순이익	-2.7	5.4	20.7	22.9	10.7	6.3	22.1	21.3	17.5	52.2	59.7	67.3
(지배)순이익	-3.7	4.4	16.6	22.7	10.8	5.3	21.1	20.3	16.5	49.1	54.5	63.3
(YoY)	적전	-19.4%	-28.4%	-5.9%	흑전	19.0%	27.0%	-10.3%	53.8%	84.2%	11.0%	16.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

II. 유통: 대형마트 업황 변화가 관건

>>> 지속되는 구조적 어려움

1) 중국 직구 증가로 Mass 채널 타격 지속

국내 이커머스 시장에서는 중국 직구 플랫폼의 성장세가 지속되고 있다. 통계청의 발표 자료에 따르면, 4Q23 중국 온라인 직접 구매액은 1.07조원으로 YoY +261%, QoQ +30% 증가하였다.

현재 중국 쇼핑앱 Top 3는 알리익스프레스(AliExpress), 쉬인(SHEIN), 테무(Temu)로 파악되고 있다. 모두 저렴한 가격과 파격 프로모션을 내세운 중국 직구 앱이다. 알리익스프레스는 2018년에 한국 시장에 진출하였고, 2022년 11월에 한국에 고객센터를 열고 사업 확대를 추진하고 있다. 테무는 올해 7월에 한국 시장에 진출하면서, MAU 증가세가 가장 폭발적으로 증가하고 있다. 테무와 알리익스프레스는 캠핑, 골프 등의 아이템으로 40대 남성들에게 인기가 높고, 패션 쇼핑앱인 쉬인은 20대 여성들에게 인기가 높은 것으로 알려져 있다.

특히, 의류 및 패션 관련 상품의 구매 비중이 높기 때문에, 관련 상품을 주로 판매하는 Mass 채널은 타격이 불가피하다. 중고가 상품을 주로 판매하는 백화점에는 큰 영향이 없으나, 중저가 상품을 판매하는 오픈마켓, 대형마트, 로드샵 등은 매출 차질이 불가피 하다.

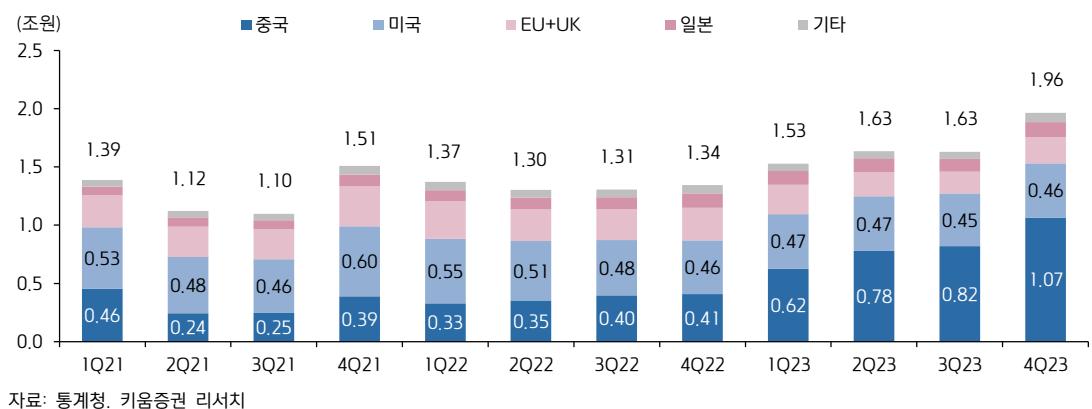
물론, 극강의 가성비를 추구하는 만큼, 상품/배송 등의 서비스 퀄리티는 국내 유통업체 대비 열위에 있기 때문에, 중국 직구 플랫폼의 성장세가 일시적인 패션에 그칠 가능성도 있다. 하지만, 아직까지는 소비자들이 인플레이션에 대한 부담을 느끼고 있고, 중국 직구 플랫폼들의 마케팅 공세도 지속되고 있기 때문에, 시장 점유율의 방향성이 크게 변화하기는 어려울 것으로 판단된다.

2) 소비경기 반등 시점 지연 예상

내수 소비는 물가 상승률 둔화에도 불구하고, 고금리의 압력이 후행적으로 작용하면서, 부진한 흐름이 지속되고 있다. 소비자들은 인플레이션 이후 새로운 가격 환경에 어느 정도 적응하였으나, 이자비용 부담이 지속적으로 늘어나면서, 가계 지출을 다시 늘리기 어려운 상황에 처하고 있다. 이에 따라, 11년 하반기~12년 말처럼 기준금리가 인상 없이 정체되고 있는 구간에서, 내수 소비가 부진하거나 정체되는 흐름이 나타나고 있는 것이다.

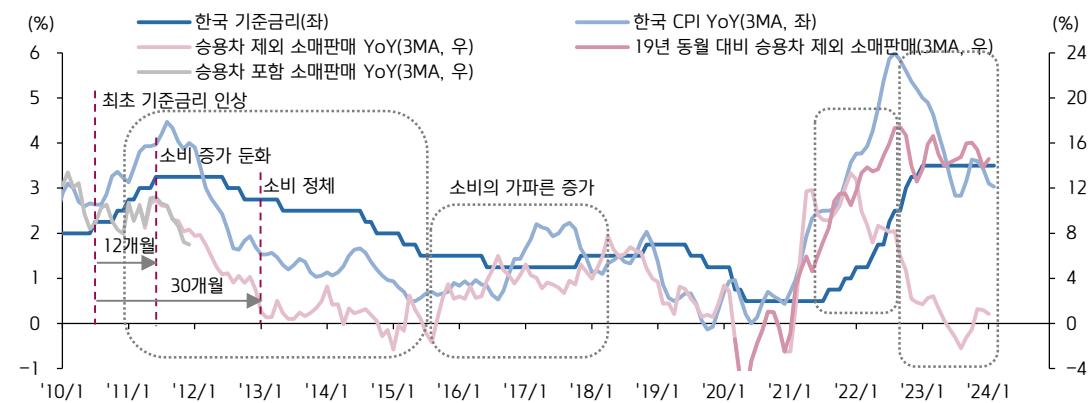
이에 따라, 백화점 업태 등 내구 소비재 관련 채널의 소비가 반등하기 위해서는 금리 인하가 필요한 상황으로 판단된다. 하지만, 최근 금리 인하 시기에 대한 컨센서스는 다소 지연되고 있는 양상이다. 따라서, 소비경기 반등 시점에 대해서는 여전히 불확실성이 존재하기 때문에, 필수소비재 중심의 안정적인 포트폴리오 전략이 선호될 것으로 전망된다.

지역/국가별 온라인 해외 직접 구매액 추이



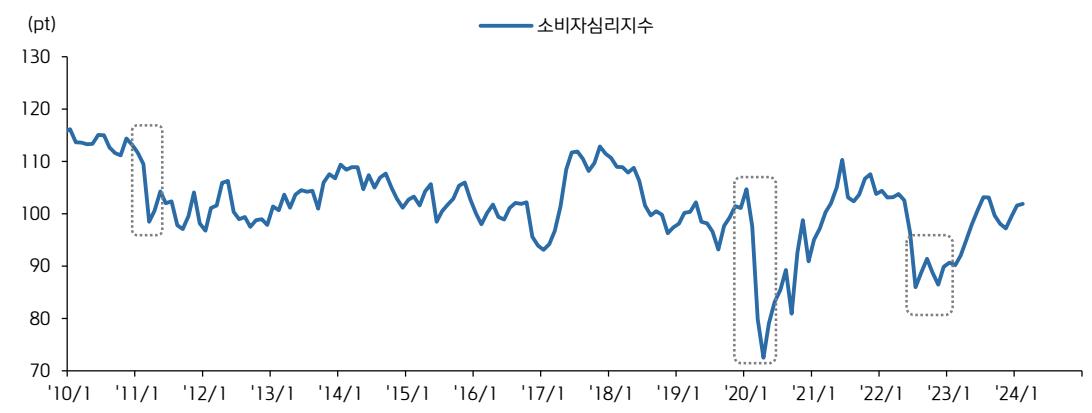
자료: 통계청, 키움증권 리서치

한국 기준금리 vs CPI vs 전체 소매판매 추이



자료: Fn Guide, 통계청, 키움증권 리서치

한국 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

>>> 대형마트 신용평가 상황 주시

1) 쿠팡, Mass 채널에서 압도적 경쟁력 과시

쿠팡의 4Q23 Product Commerce 부문의 매출액은 YoY +27.6% 증가하여 시장 성장률(재화 기준)을 19.1%p 아웃퍼퓸 하였고, Adj. EBITDA 마진도 YoY +1.4%p 개선되었다(환율 효과와 FLC 회계처리 변경 효과를 제외). 매출 성장률이 시장 성장률의 3배 수준을 상회하고, Active Customer의 QoQ 순증세도 강화되면서, Mass 채널에서 압도적인 경쟁력을 과시하였다. 1) 중국 저가 쇼핑앱의 침투에도 불구하고, 배송 경쟁력 우위를 바탕으로 시장 점유율 확대가 지속되고 있고, 2) 전사 판관비율이 23% 수준에서 안정화 되고, Product Commerce 부문의 Adj. EBITDA 마진은 7.1%(전사 4.5%) 수준까지 확대되면서, 他 채널 대비 가격 경쟁력의 우위도 확대되고 있기 때문이다. 특히, 3) 젊은층 중심의 고객 구성과 상품 선택 폭의 확대 영향 등으로 인해, 연도별 Cohort 매출의 지속적인 증가세가 나타나고 있는 점도 장기 성장성 측면에서 긍정적으로 판단된다.

2) 대형마트 업황 변화 가능성 주시

따라서, 상품 구색과 접근성 측면에서 차별화 포인트가 약한 Mass 채널(대형마트/오픈마켓 등)은 영업 환경의 악화 속도가 빨라질 가능성이 있다. 특히, 이커머스 시장에서 식품 카테고리의 성장률이 가파르게 나타나고 있기 때문에, 대형마트의 업황 악화 속도를 주시할 필요가 있다.

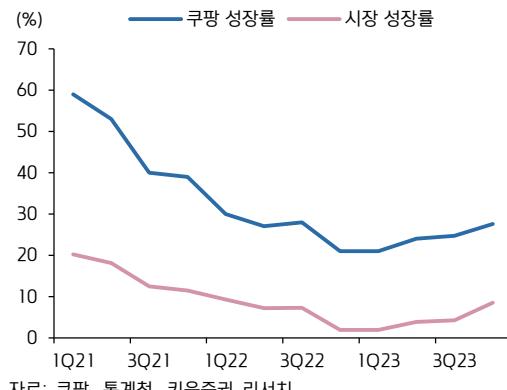
가격 경쟁력 악화와 판매량 감소에 따른 공헌손실의 증가는 전사 수익성을 악화시키고, 점포 구조조정의 필요성을 야기할 수 있다. 특히, 롯데쇼핑을 제외한 대형마트 업체들의 재무 안정성은 과거 대비 악해진 상황이다. 홈플러스는 올해 만기가 돌아오는 차입금 8천억원에 대해 재융자를 진행해야 하는 것으로 알려져 있고(언론보도 참조), 이마트는 신세계건설의 대규모 총당금 반영으로 인해, 전사 수익성과 현금흐름에 불확실성이 남아 있는 상황이다.

3) 홈플러스/이마트 신용평가 상황 주시

따라서, 시장은 홈플러스와 이마트(자회사 포함)의 신용평가 관련 뉴스 플로우에 관심을 가질 것으로 판단된다. 고금리 지속으로 보유자산 유동화에 대한 어려움이 지속되는 가운데, 향후 신용등급의 변화 여부에 따라, 대형마트 업체들의 재무 안정성과 차입 비용에 대한 평가가 달라질 수 있기 때문이다.

만약, 재무 안정성과 수익성 악화로 인해, 과거처럼 일부 대형마트의 점포 순감 속도가 빨라진다면, 경쟁하고 있는 대형마트와 SSM 업체들의 반사수혜를 기대할 수 있다. 롯데쇼핑은 대형마트와 수퍼 사업을 영위하고 있으며, 백화점 부문의 높은 수익성을 바탕으로 경쟁사 대비 수익성과 재무 안정성이 높은 상황이다. GS리테일은 수퍼 사업을 영위하고 있으며, 가맹점주 확보를 통한 공격적인 출점 전략을 지속하고 있다. 이마트는 홈플러스 보다 수익구조가 양호한 편이기 때문에, 반사수혜를 기대할 수 있으나, 자회사 신세계건설 관련 불확실성 해소가 선제적으로 필요할 것으로 판단된다.

쿠팡 매출 성장률 vs 이커머스 시장 성장률



자료: 쿠팡, 통계청, 키움증권 리서치

주: 1) 쿠팡 성장률: Product Commerce 부문의 매출 성장률 기준
(환율효과와 FLC 회계처리 변경효과 제외)

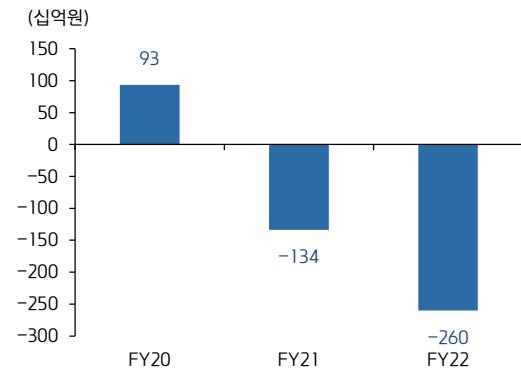
2) 시장 성장률: 한국 이커머스 재화 시장 성장률 기준

쿠팡 Product Commerce 부문 Adj. EBITDA%



자료: 쿠팡, 키움증권 리서치

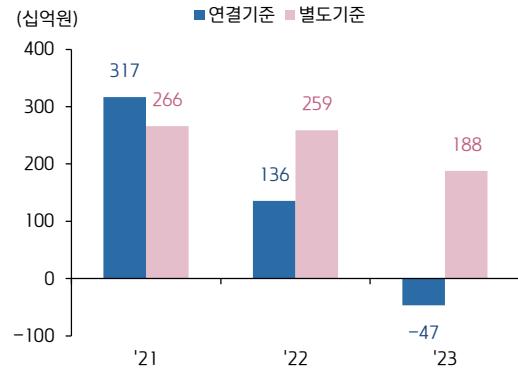
홈플러스 영업이익 추이(별도기준)



자료: 홈플러스, 키움증권 리서치

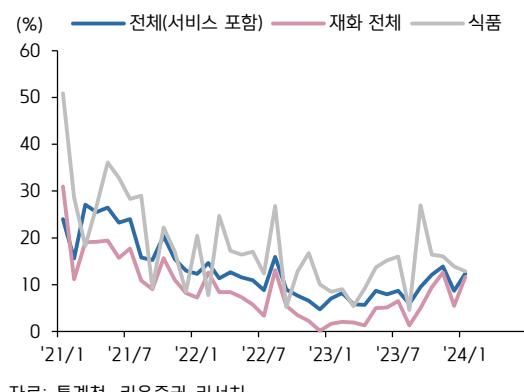
주: 1) FY22: '22. 3 ~ '23. 2

이마트 영업이익 추이



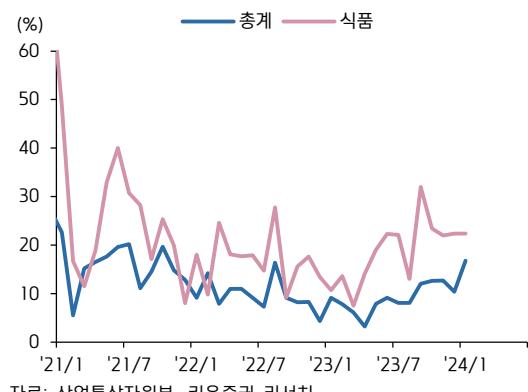
자료: 이마트, 키움증권 리서치

통계청 기준 이커머스 시장 성장률 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치

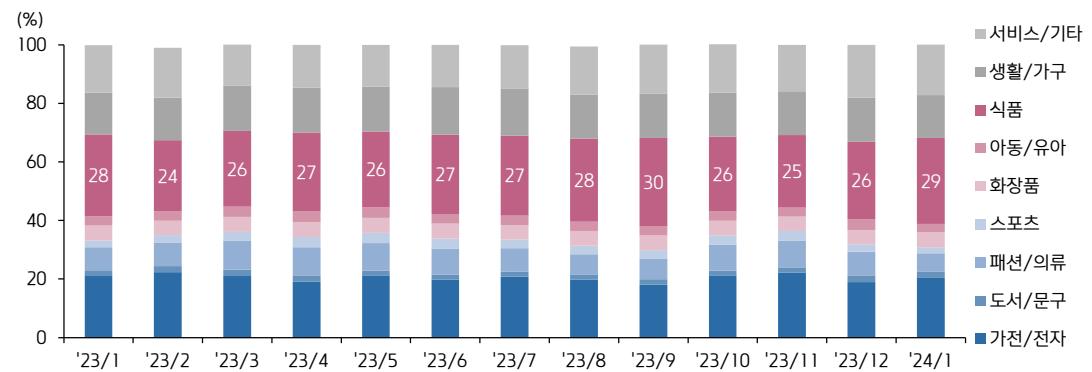
산업통상자원부 기준 이커머스 시장 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

주: 1) 온라인 유통업체 12개사 기준. G마켓글로벌(G마켓·옥션), 11번가, 인터파크, 쿠팡, SSG(이마트·신세계), 애이케이몰, 홈플러스, 갤러리아몰, 롯데마트, 롯데온, 위메프, 티몬

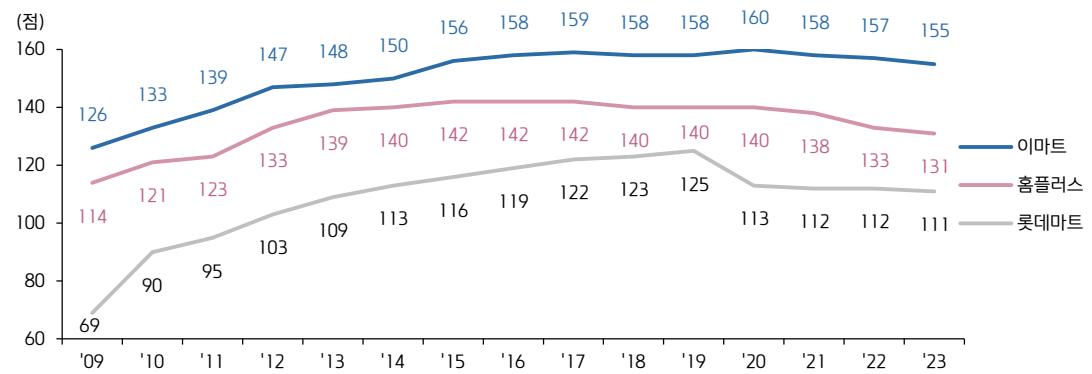
산업통상자원부 기준 이커머스 상품군별 매출 비중 추이 (식품 비중은 20% 중후반 수준)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

주: 1) 온라인 유통업체 12개사 기준, G마켓글로벌(G마켓·옥션), 11번가, 인터파크, 쿠팡, SSG(이마트·신세계), 에이케이몰, 홈플러스, 갤러리아몰, 롯데마트, 롯데온, 위메프, 티몬

대형마트 업체별 점포 수 추이



자료: 이마트, 키움증권 리서치

이마트 신용평가 변화 추이

날짜	평가기관	변동내역
2023.12.13	한국신용평가	회사채: AA 안정적 → AA 부정적
2023.12.15	NICE 신용평가	회사채: AA 안정적 → AA 부정적
2023.12.19	한국기업평가	회사채: AA 안정적 → AA 부정적

자료: 각 평가기관 자료, 키움증권 리서치

홈플러스 신용평가 변화 추이

날짜	평가기관	변동내역
2020.08.27	한국신용평가	기업어음/단기사채: A2 → A2-
2020.08.28	한국기업평가	기업어음/단기사채: A2 → A2-
2022.02.24	한국기업평가	회사채: A- 안정적 → A- 부정적
2022.02.25	한국신용평가	기업어음/단기사채: A2- → A3+
2022.08.30	한국기업평가	회사채: A- 부정적 → BBB+ 안정적
2023.02.28	한국신용평가	기업어음/단기사채: A3+ → A3
2023.02.28	한국기업평가	회사채: BBB+ 안정적 → BBB+ 부정적
2023.09.01	한국기업평가	회사채: BBB+ 부정적 → BBB 부정적
2023.09.01	한국기업평가	기업어음/단기사채: A3+ → A3

자료: 각 평가기관 자료, 키움증권 리서치

>>> 유통 업종 투자전략

아직은 Defensive Play로 대응할 때

유통 업종에 대해 투자의견 Neutral을 유지하고, 최선후주로 BGF리테일을 제시한다. 금리 인하 시기가 지연되면서, 소비 경기 반등 시점에 대한 불확실성이 지속되고 있다. 이에 따라, 경기 회복에 대한 수혜 보다는 실적 안정성이 높은 편의점 업태에 대한 선호를 유지한다. 특히, 편의점은 향후 담배 가격이 인상된다면, 전체 실적이 탄력적으로 좋아질 가능성이 있기 때문에, 실적 추정치가 추가로 상향될 여지도 있다. 따라서, 순수 편의점 업체인 BGF리테일을 최선후주로 제시한다.

향후 관전포인트는 대형마트 업황 변화 여부로 판단된다. 만약, 재무 안정성과 수익성 악화로 인해, 과거처럼 일부 대형마트의 점포 순감 속도가 빨라진다면, 경쟁하고 있는 대형마트와 SSM 업체들의 반사 수혜를 기대할 수 있다. 롯데쇼핑은 대형마트와 수퍼 사업을 영위하고 있으며, 백화점 부문의 높은 수익성을 바탕으로 경쟁사 대비 수익성과 재무 안정성이 높은 상황이다. GS리테일은 수퍼 사업을 영위하고 있으며, 가맹점주 확보를 통한 공격적인 출점 전략을 지속하고 있다. 이마트는 홈플러스 보다 수익 구조가 양호한 편이기 때문에, 반사수혜를 기대할 수 있으나, 자회사 신세계건설 관련 불확실성 해소가 선제적으로 필요할 것으로 판단된다.

유통 업종 실적 전망 및 Valuation Table (단위: 십억원, 배)

종목명	BGF리테일	GS리테일	호텔신라	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트
종목코드	282330	007070	008770	004170	069960	023530	139480
종가(3/8, 원)	124,900	21,750	57,900	168,500	50,600	75,700	71,100
시가총액(3/8, 조원)	2.16	2.28	2.27	1.66	1.18	2.14	1.98
매출액	'23P	8,195	11,613	3,568	6,357	4,208	14,556
	'24E	8,689	12,058	4,605	7,096	4,469	14,713
	'25E	9,177	12,555	5,071	7,517	4,633	15,074
영업이익	'23P	253	405	91	640	303	508
	'24E	274	405	208	692	346	580
	'25E	299	425	261	774	358	604
OPM	'23P	3.1%	3.5%	2.6%	10.1%	7.2%	3.5%
	'24E	3.2%	3.4%	4.5%	9.8%	7.7%	3.9%
	'25E	3.3%	3.4%	5.2%	10.3%	7.7%	4.0%
순이익	'23P	196	19	86	216	-81	182
	'24E	203	244	142	302	201	259
	'25E	222	260	187	358	213	283
PER	'23P	11.0	117.5	26.9	7.7	-14.7	11.8
	'24E	10.6	9.3	16.3	5.5	5.9	8.3
	'25E	9.7	8.8	12.4	4.6	5.6	7.6
PBR	'23P	1.98	0.57	3.75	0.39	0.26	0.22
	'24E	1.77	0.54	3.08	0.36	0.26	0.22
	'25E	1.58	0.52	2.49	0.36	0.25	0.21
ROE	'23P	19.1%	0.5%	14.9%	5.1%	-1.8%	1.9%
	'24E	17.6%	5.9%	20.8%	6.8%	4.4%	2.7%
	'25E	17.2%	6.0%	22.2%	8.0%	4.4%	2.9%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

III. 음식료: 내수가 막히면 해외로

>>> 원가율 개선 및 담배 가격 인상 기대감 지속

1) 주요 업체들의 원가율 개선 흐름 지속 전망

주요 음식료 업체들의 원가율 개선 흐름은 올해에도 지속될 전망이다. 특히, 원당 가격도 최근에 안정세에 접어들면서, 하반기에는 모든 소업종의 원재료 투입단가가 안정화되고, 전사 원가율 개선의 가능성이 확보될 것으로 전망된다.

이에 따라, 마케팅 비용 증가만 없다면, 음식료 업체들의 수익성은 전년대비 대체로 개선될 전망이다. 주류 업종을 제외한 대부분의 소업종에서 경쟁강도는 높지 않은 편이고, 라면은 해외 시장 확대로 수출 수요가 증가하고 있기 때문에, 경쟁강도가 상승할 가능성은 제한적이다. 따라서, 실적 시즌을 앞두고 안정적인 실적 개선 매력도가 지속적으로 부각될 가능성이 높다.

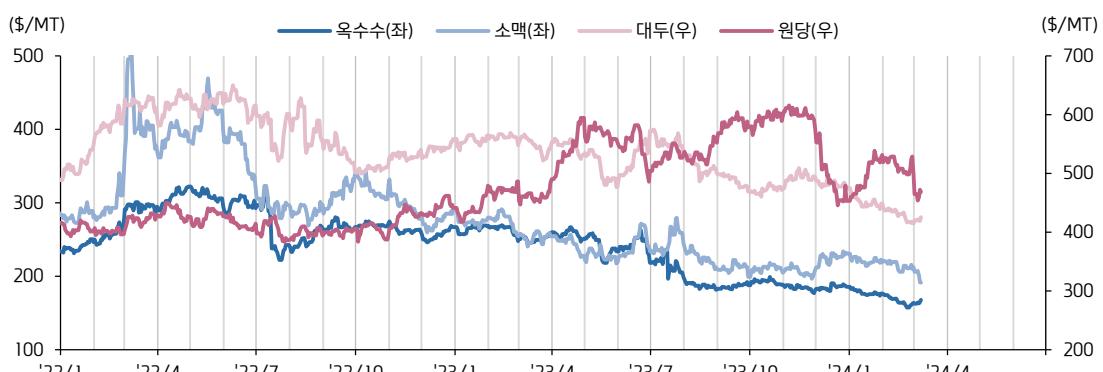
2) 소업종별 가격 인상 여력은 담배업이 가장 높은 편

다만, 전반적인 인플레이션이 둔화되면서, 제품 가격 인상은 선별적으로 나타날 전망이다. 설탕을 제외한 핵심 소재식품의 판가는 이미 YoY 증가율이 마이너스로 전환하였고, 가공식품 CPI YoY 상승률도 올해 2월에 +1.9%로 예상 보다 빠르게 둔화한 상황이다.

향후 소업종별 가격 인상 여력은 담배업이 가장 높은 편으로 판단된다. 국내 담배 가격은 2015년 이후 가격 인상이 없었고, 최근 3년간 인플레이션이 강하게 발생하면서, 각종 원부재료비와 인건비 상승이 누적되어 있기 때문이다.

특히, 국내 언론보도에 따르면, 담배 세금과 소매가격 인상 가능성이 지속적으로 언급되고 있는 상황이다. 2021년초에 보건복지부가 향후 10년 건강정책 방향과 과제를 담은 '제5차 국민건강증진종합계획(2021~2030)'을 발표하며, 담뱃값을 OECD 평균 수준(약 8,130원)까지 올리겠다고 밝힌 적이 있었고, 사회 전반적으로는 흡연율 하락과 세수 확보 차원이라는 명분도 있는 상황이다. 따라서, 14년도처럼 올해 4월 선거 이후 담배 세금 및 소매가격 인상 가능성이 끊임없이 제기되고 있는 상황이다.

국제 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

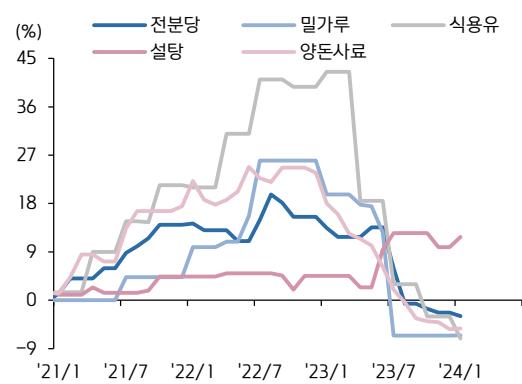
분기 평균 환율/원자재 가격 추이 및 가정

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
환율(원/달러)	1,274	1,316	1,312	1,322	1,328	1,336	1,336	1,336
(YoY)	6%	5%	-2%	-3%	4%	2%	2%	1%
환율(원/위안)	186	188	181	183	185	185	185	185
(YoY)	-2%	-1%	-7%	-4%	-1%	-1%	2%	1%
옥수수(\$/Ton)	260	247	197	187	171	165	165	165
(YoY)	-2%	-19%	-24%	-29%	-34%	-33%	-16%	-12%
소맥(\$/Ton)	268	239	228	214	216	192	192	192
(YoY)	-19%	-39%	-24%	-28%	-19%	-20%	-16%	-11%
대두(\$/Ton)	555	527	518	482	439	419	419	419
(YoY)	-3%	-15%	-8%	-8%	-21%	-20%	-19%	-13%
원당(\$/Ton)	457	552	548	561	500	472	472	472
(YoY)	11%	30%	37%	32%	10%	-14%	-14%	-16%
대두유(\$/MT)	1,322	1,170	1,448	1,145	1,020	986	986	986
(YoY)	-12%	-33%	-2%	-26%	-23%	-16%	-32%	-14%
팜유가격(\$/MT)	910	827	824	788	826	878	878	878
(YoY)	-38%	-44%	-6%	-9%	-9%	6%	7%	11%
중국 감자(위안/kg)	3.49	3.71	3.19	2.80	2.88	2.79	2.79	2.79
(YoY)	32%	31%	15%	-10%	-18%	-25%	-13%	-0%
유가(\$/bbl)	76	74	82	78	76	79	79	79
(YoY)	-19%	-32%	-11%	-5%	-1%	7%	-3%	1%

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 1Q24E 수치는 '24. 1. 1 ~ 3. 7 평균 시세 기준. 1Q24E 이후 수치는 '24. 3. 7 기준.

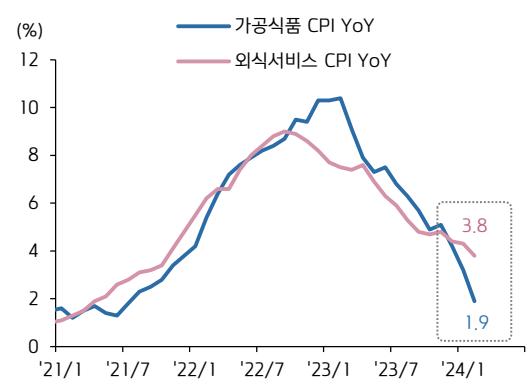
주요 소재식품 PPI YoY 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치

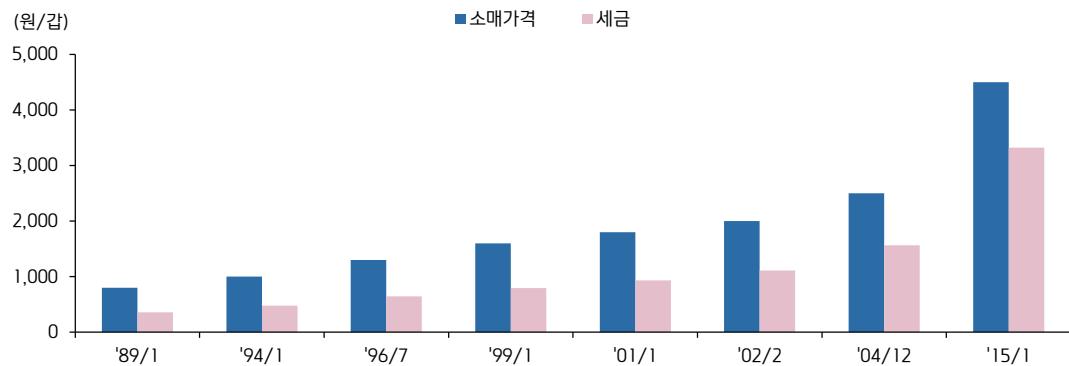
주: 1) 전분당은 전분/물엿/과당 평균값 기준임

가공식품/외식서비스 CPI YoY 추이



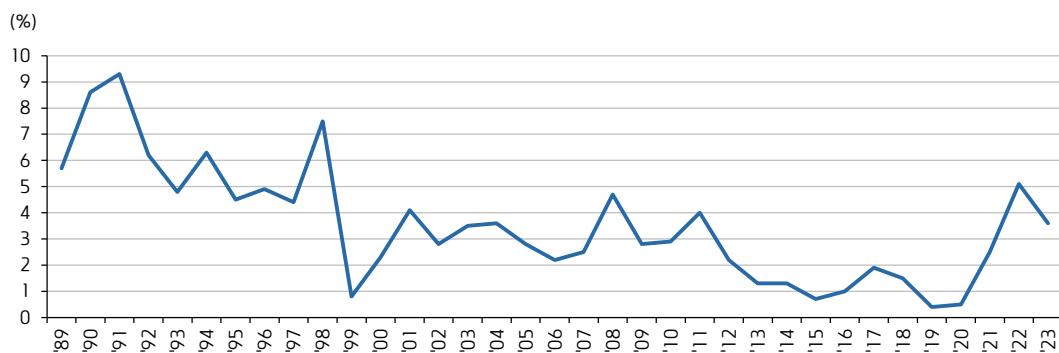
자료: 통계청, 키움증권 리서치

담배 소매가격 및 세금 추이



자료: KT&G, 키움증권 리서치 / 주: 1) 소매가격은 대표 브랜드 기준. 세금은 인상 당시 기준.

연도별 한국 CPI 증가율 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치

내수 담배 소매가격 및 세금 구조 현황: 2015년 1월 1일 소매가격 인상

구분	과세표준	일반 달련담배			달련형 전자담배	
		개비수	개비수	개비수	개비수	개비수
담배소비세 (지방세법)	세율	1,007 원/20개비	1,007 원/20개비	1,007 원/20개비	897 원/20개비	897 원/20개비
	환산세율	1,007 원/갑	1,007 원/갑	1,007 원/갑	897 원/갑	897 원/갑
지방교육세 (지방세법)	세율	43.99 %	43.99 %	43.99 %	43.99 %	43.99 %
	환산세율	443 원/갑	443 원/갑	443 원/갑	395 원/갑	395 원/갑
폐기물부당금 (주석 참조 ①)	세율	24 원/20개비	24 원/20개비	24 원/20개비	24 원/20개비	24 원/20개비
	환산세율	24 원/갑	24 원/갑	24 원/갑	24 원/갑	24 원/갑
국민건강증진기금 (국민건강증진법)	세율	841 원/20개비	841 원/20개비	841 원/20개비	750 원/20개비	750 원/20개비
	환산세율	841 원/갑	841 원/갑	841 원/갑	750 원/갑	750 원/갑
개별소비세 (개별소비세법)	세율	594 원/20개비	594 원/20개비	594 원/20개비	529 원/20개비	529 원/20개비
	환산세율	594 원/갑	594 원/갑	594 원/갑	529 원/갑	529 원/갑
연초생산안정화기금 (담배사업법)	세율	5 원/20개비	5 원/20개비	5 원/20개비	없음	없음
	환산세율	5 원/갑	5 원/갑	5 원/갑	0 원/갑	0 원/갑
부가가치세 (부가가치세법)	세율	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
	환산세율	364 원/갑	409 원/갑	455 원/갑	409 원/갑	409 원/갑
세금 합계		3,278 원/갑	3,323 원/갑	3,369 원/갑	3,004 원/갑	
소매 가격		4,000 원/갑	4,500 원/갑	5,000 원/갑	4,500 원/갑	
유통 마진율		7.5 %	9.6 %	10.0 %	9.0 %	
유통 마진		300 원/갑	432 원/갑	500 원/갑	405 원/갑	
제조사 출고가(ASP)		422 원/갑	745 원/갑	1,131 원/갑	1,091 원/갑	

자료: 법제처, 키움증권 리서치 / 주: 1) 자원의 절약과 재활용 촉진에 관한 법률 및 동법 시행령

>>> 불닭볶음면 글로벌 확장 탄력

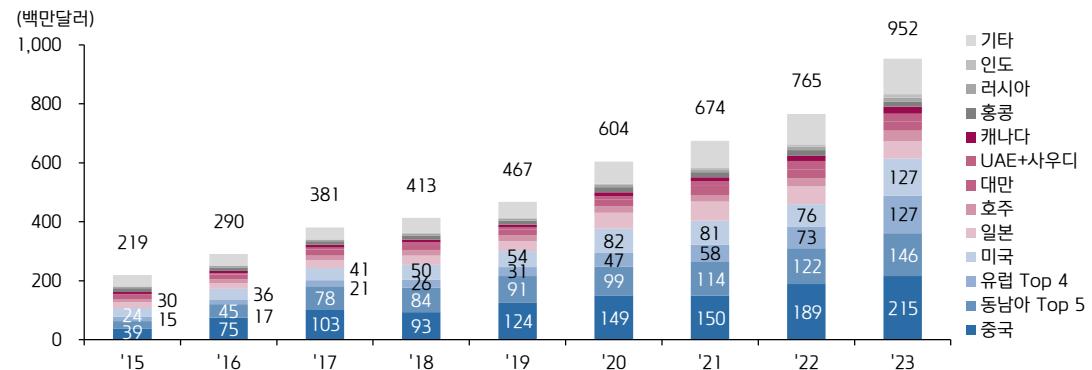
1) 중국/미국 중심으로 월별 수출액 확대 전망

작년에 한국의 글로벌 라면 수출액이 최초로 1조원을 넘어섰다. 해외 현지 법인에서 생산 및 판매되는 제품까지 합치면 사실상 2조원 규모의 한국 라면 매출액이 해외 시장에서 발생하고 있는 것으로 추산된다. 한류 열풍 확대에 따른 K-Food 인기 상승과 인플레이션에 따른 가격 인상 및 가성비 선호 현상 확대로 전반적인 수출 규모가 크게 확대되고 있는 것으로 판단된다.

삼양식품과 농심 중심으로 아시아, 미주, 유럽 시장 등에서 매출 규모 확대가 가속화 되고 있다. 특히, 삼양식품의 불닭볶음면은 SNS 채널에서 매운맛 철린지 동영상 등을 통해 세계 시장에 소개되었고, 16년부터 중국과 동남아 중심으로 급격하게 수출 규모가 성장하기 시작하였다. 1) 19년에는 온라인 채널 중심으로 판매했던 중국에서 오프라인 채널을 확대하였고, 2) 20년 코로나19 사태로 라면 제품의 인기가 급상승하였다(내식/간편식 선호). 3) 21~22년에는 인플레이션에 따른 주력 제품 가격 인상과 소비자 시장 내 전반적인 가성비 선호 현상으로 수출액이 급성장하였고, 4) 23년에는 Costco, Wal-mart 등 미국 메인스트림 채널 공략이 본격화 되고, 유럽에서 한국산 라면에 대한 수출 규제가 완화되면서 외형 성장이 가속화 되었다. 이에 따라, 삼양식품의 글로벌 라면 수출액은 15년 200~300억원 수준에서, 23년에 7~8천억원 수준으로 확대된 것으로 추산된다.

단기적으로는 중국 온라인 채널 사업 정비에 따른 가격 재협상으로 인해, 작년말~올해초 수출이 일시적으로 약한 흐름이다. 하지만, 이번 가격 재협상이 완료되면, 중국에서 Re-stocking 수요가 강하게 나타날 가능성이 높다. 1) 최근 3개월 동안 셀아웃(Sell-out) 대비 셀인(Sell-in) 매출이 약했고, 2) 2분기에 6.18 쇼핑행사를 앞두고 있기 때문이다. 게다가, 미국 서부 지역에서 Costco와 Wal-mart 중심으로 지역 커버리지 확대가 지속되고 있기 때문에, 올해 2분기 중에 전체 수출의 MoM 증가세가 탄력을 받을 가능성이 높다.

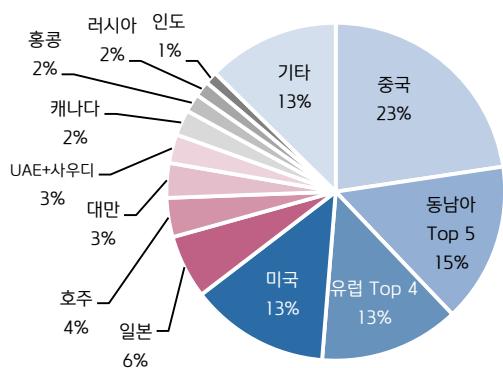
한국의 주요 국가별 라면 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치(수리일 기준)

주: 1) 동남아 Top 5: 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남, 인도네시아
2) 유럽 Top 4: 네덜란드, 영국, 독일, 스웨덴

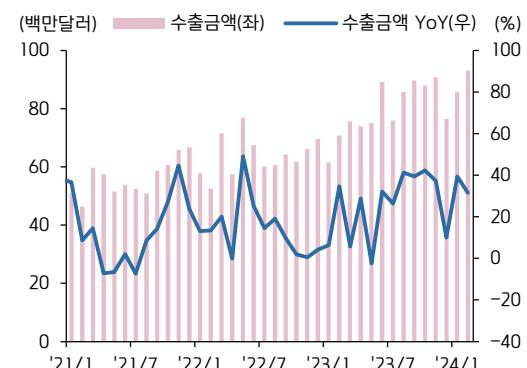
한국의 주요 국가별 라면 수출액 비중('23년 기준)



자료: 관세청, 키움증권 리서치(수리일 기준)

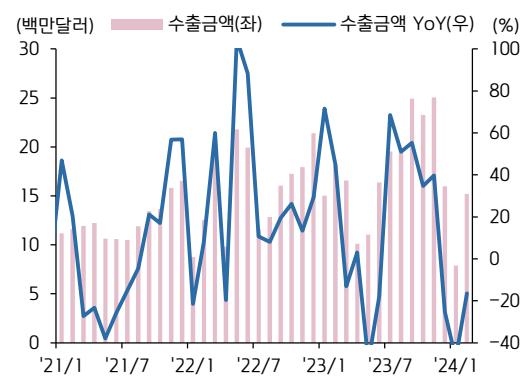
주: 1) 동남아 Top 5: 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남, 인도네시아
2) 유럽 Top 4: 네덜란드, 영국, 독일, 스웨덴

한국의 라면 수출액 추이



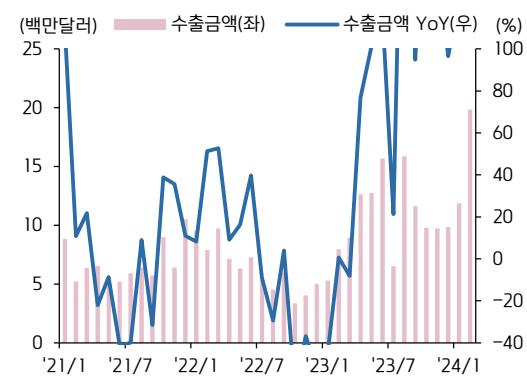
자료: 관세청, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 중국向 라면 수출액 추이



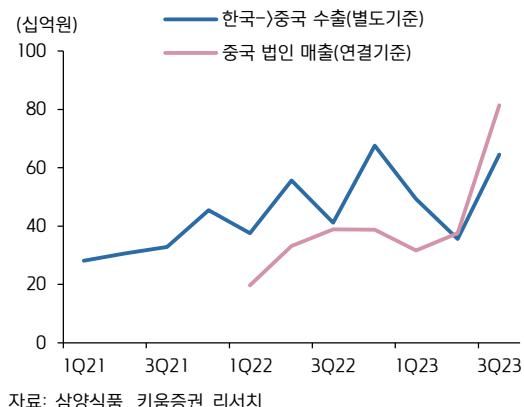
자료: 관세청, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 미국向 라면 수출액 추이



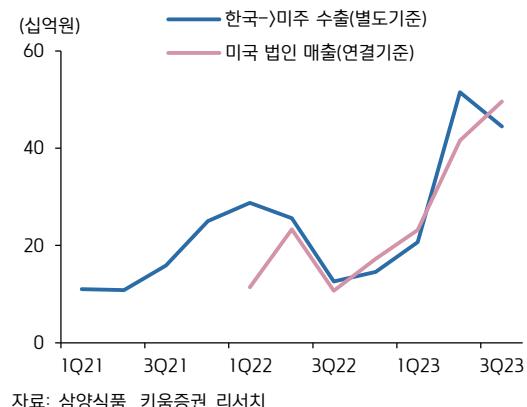
자료: 관세청, 키움증권 리서치(수리일 기준)

분기별 삼양식품 중국 매출액 추이



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

분기별 삼양식품 미국 매출액 추이



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

2) 신규 Capa 증설로 글로벌 성장 가속화 기대

한국 라면의 글로벌 인지도 강화에 따라 농심과 삼양식품은 신규 Capa 증설을 지속하고 있다. **농심은** 1) 최근 국내 수출 라인을 증설하였고(생면 등), 2) 올해 4분기에는 미국 제2공장에 신규 라인을 증설 할 예정이다. 특히, 삼양식품은 내년 5월에 밀양 2공장이 완료되면, 전사 생산 Capa가 +30% 이상 증가하게 된다. 동사는 기존 핵심 시장인 중국과 동남아시아에서 신규 채널과 거래선을 개척하고, 미국과 유럽 시장의 메인스트림 채널 침투를 본격화하면서, 전사 외형 성장을 도모할 계획이다.

중국은 경쟁사의 메인 제품과 카피캣 대비 높은 판매 가격 레벨을 감안하여, 1~2선 도시에서 인기 오프라인 채널 공략을 지속 확대할 예정이다. 수출 초기에는 온라인 채널을 중심으로 제품을 판매하였으나, 19년부터 오프라인 채널 공략을 본격화하였다, 최근에는 영업면적이 작은 동네 슈퍼마켓 등에 대한 시장 침투를 확대하고, 시장 점유율이 상승하고 있는 간식 전문점 채널(가맹점 모델, 상온제품 중심)과 지역 단위 할인점 등을 공략하고 있다. **동남아시아는** 인구 대비 여전히 수출 규모가 낮은 수준이기 때문에, 신규 거래선을 확보하여 시장 침투율 상승에 주력할 계획이다.

미국은 내년 신규 Capa 증설 이후, 매출 규모의 퀀텀 점프(Quantum Jump)가 기대되는 시장이다. 과거 CJ와 농심의 메인스트림 채널 침투에 따른 매출 레코드를 감안한다면, Costco와 Wal-mart에서의 성공적인 매출 레코드는 他 채널과 서부 외 지역으로의 확장을 가속화 할 전망이다. 특히, 동사의 불닭볶음면은 한국을 포함한 아시아 지역에서 검증된 브랜드이고, 특유의 매운맛으로 미국 볶음면 시장에서 차별화 포인트를 보유하고 있으며, 히스패닉 시장 공략에도 활용될 수 있다는 장점이 있다. 특히, 교민 시장 중심으로 초기 성장 기반이 있었던 농심의 신라면 대비, 미국 시장에 단기에 안착하고 있는 점이 인상적이며, 시장 침투 과정에서 신흥 시장 대비 가격 저항도 크지 않을 것으로 판단된다.

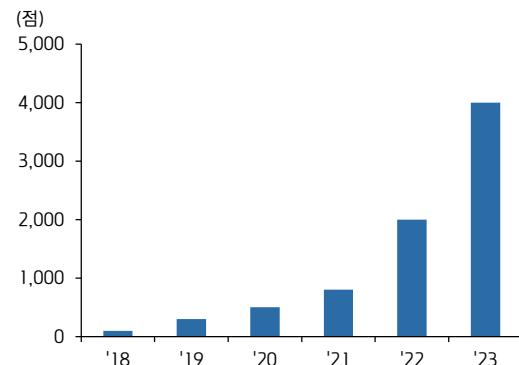
한편, **유럽은** 새롭게 주목해야 할 다크호스(Darkhorse)와 같은 시장이다. 작년에 라면 수출 규제가 완화되면서 외형 성장이 탄력을 받고 있고, K-Food의 인기가 급격하게 상승하고 있기 때문이다. 최근 해외 여행이 재개되면서, 방한 외국인들의 한국 음식 경험이 재차 증가하고 있고, 국내 식품 대기업 CJ 제일제당도 만두와 K Street Food(KSF)를 중심으로 유럽 에스닉 채널과 메인스트림 채널을 동시에 확장하고 있다(23년 유럽+호주 매출 YoY +38% 성장). 삼양식품을 포함한 라면 업체들도 위와 같은 K-Food의 인기에 편승하여 유럽 지역 수출을 크게 확대하고 있다. 특히, 삼양식품은 23년 연간 유럽 수출액이 1,200억원을 달성하면서, 22년 대비 약 두 배 수준으로 성장한 상황이다.

中 간식 전문점 1위 업체 링슬현망(零食很忙) 매장



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

링슬현망(零食很忙) 점포 수 추이



자료: 공양산업컨설팅, 언론보도, 키움증권 리서치

중국 봉지라면 가격 비교

기업명	상품명	팩당 가격(¥)	봉지당 가격(¥)	비고
삼양식품	불닭볶음면(140g)	35.9	7.18	5 개입
	까르보불닭볶음면(140g)	42.9	8.58	5 개입
농심	신라면(120g)	16.9	3.38	5 개입
	신라면블랙(134g)	34.9	8.73	4 개입
바이상	불닭볶음면(115g)	15.9	3.18	5 개입
	한식 불닭볶음면(100g)	15.9	3.18	5 개입
캉스푸	홍소우육면(85g)	11.9	2.38	5 개입
	홍소우육면(120g)	17.5	3.50	5 개입
통이	라오탄싼차이멘(155g)	23.1	4.62	5 개입

자료: JD.com, 키움증권 리서치

미국 봉지라면 가격 비교

기업명	상품명	팩당 가격(\$)	봉지당 가격(\$)	비고
농심	신라면(4.2oz)	11.83	1.18	10 개입
	신라면블랙(4.58oz)	7.98	2.00	4 개입
	신라면골드(4.58oz)	8.38	2.10	4 개입
삼양식품	불닭볶음면(4.94oz)	6.88	1.38	5 개입
	까르보불닭볶음면(4.58oz)	6.88	1.38	5 개입
도요수산	마루찬 라면 쉬림프(3oz)	6.24	0.26	24 개입
	마루찬 라면 치킨(3oz)	7.2	0.30	24 개입
낫신식품	탑라면 치킨(3oz)	2.98	0.25	12 개입
	탑라면 비프(3oz)	2.98	0.25	12 개입

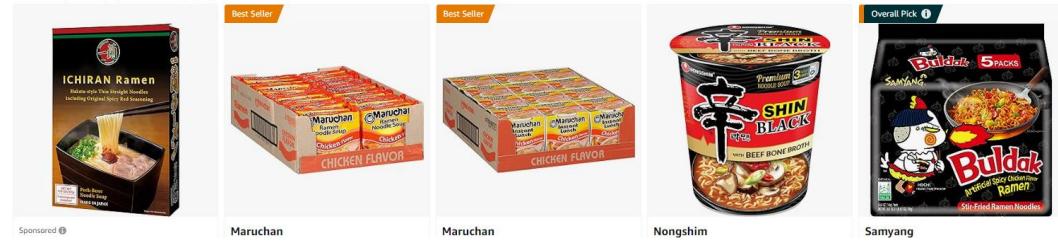
자료: Amazon, Wal-mart, 키움증권 리서치

주: 1) 아마존, 월마트 최저가 기준임

“Ramen” 검색 시, 아마존 내 상위 노출 상품 리스트

Results

Check each product page for other buying options.



4 stars and above

Sponsored | Based on star rating and number of customer ratings



More results



자료: Amazon, 키움증권 리서치

지역별 글로벌 라면 수요 현황

지역	국가명	인구 (백만명)	GDP (\$mn)	1 인당 GDP(\$)	수요(1 억식)					1 인당 소비량(식)			
					CY2018	CY2019	CY2020	CY2021	CY2022				
중국	1,412.5	18,321	12,970	402.5	414.5	463.6	439.9	450.7	31.7				
홍콩	7.4	368	49,700										
인도네시아	274.9	1,289	4,691	125.4	125.2	126.4	132.7	142.6	51.9				
베트남	99.4	414	4,163	52.0	54.4	70.3	85.6	84.8	85.3				
인도네시아	1,406.6	3,469	2,466	60.6	67.3	67.3	75.6	75.8	5.4				
일본	125.2	4,301	34,358	57.8	56.3	59.7	58.5	59.8	47.8				
필리핀	111.7	402	3,597	39.8	38.5	44.7	44.4	42.9	38.4				
한국	51.6	1,734	33,592	38.2	39.0	41.3	37.9	39.5	76.5				
태국	70.1	535	7,631	34.6	35.7	37.1	36.3	38.7	55.2				
네팔	30.2	39	1,293	15.7	16.4	15.4	15.9	16.5	54.7				
말레이시아	33.1	434	13,108	13.7	14.5	15.7	15.8	15.5	46.8				
아시아	대만	23.3	829	35,513	8.3	8.3	8.7	9.0	8.8	37.6			
	사우디아라비아	36.2	1,011	27,941	5.5	5.6	8.3	8.5	8.7	24.1			
	미얀마	53.9	60	1,105	6.0	6.2	6.6	7.6	7.7	14.2			
	방글라데시	168.5	461	2,734	3.1	3.7	3.7	4.3	4.4	2.6			
	캄보디아	16.0	28	1,771	3.3	3.5	3.7	4.1	4.0	25.1			
	터키	85.7	853	9,961	0.8	1.3	2.1	3.4	4.2	4.9			
	카자흐스탄	19.4	224	11,591	1.7	2.5	2.8	3.2	3.6	18.6			
	파키스탄	227.0	376	1,658	1.9	2.0	2.2	2.3	2.4	1.1			
	우즈베키스탄	35.3	79	2,243	1.7	2.1	2.1	2.1	2.1	6.0			
	스리랑카	22.4	74	3,293	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	8.8			
	싱가포르	5.3	424	79,426	1.3	1.2	1.5	1.3	1.3	25.3			
	이란	85.7	1,974	23,034	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8			
	전체	—	—	—	876.0	900.3	985.6	990.8	1,016.7	—			
오세아니아	호주	26.0	1,725	66,408	4.1	4.2	4.4	4.5	4.5	17.3			
	전체	—	—	—	5.0	5.1	5.3	5.5	5.5	—			
북미	미국	333.0	25,035	75,180	45.2	46.3	50.5	49.8	51.5	15.5			
	캐나다	38.7	2,200	56,794	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	5.2			
	전체	—	—	—	47.1	48.2	52.4	51.8	53.5	—			
중남미	브라질	231.9	1,895	8,857	23.9	24.2	27.2	28.5	28.3	13.2			
	멕시코	130.1	1,425	10,948	11.2	11.7	11.6	13.6	15.1	11.6			
	과테말라	18.7	91	4,880	2.3	2.5	2.6	2.7	2.8	15.1			
	페루	34.2	239	7,005	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	5.1			
	칠레	19.9	311	15,604	0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	2.8			
	콜롬비아	51.6	343	6,644	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.9			
	아르헨티나	46.3	631	13,622	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.3			
	전체	—	—	—	39.6	40.7	43.6	47.5	49.3	—			
	러시아	145.5	2,133	14,665	18.5	19.1	20.0	21.0	22.0	15.1			
	영국	67.6	3,198	47,318	3.5	3.8	4.3	4.3	4.0	6.0			
유럽	독일	83.3	4,031	48,398	3.2	3.3	3.7	3.9	3.9	4.7			
	폴란드	37.7	716	19,023	3.1	3.1	3.2	3.3	3.8	10.0			
	프랑스	65.6	2,778	42,330	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.7			
	스페인	47.6	1,390	29,198	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.8			
	체코	10.5	296	28,095	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	6.5			
	스웨덴	10.7	604	56,361	0.4	0.5	0.3	0.6	0.6	6.0			
	네덜란드	17.6	991	56,298	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	3.6			
	세르비아	6.8	63	9,164	N/A	N/A	N/A	0.5	0.5	8.0			
	헝가리	9.7	185	18,983	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	3.9			
	이탈리아	59.2	1,997	33,740	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7			
	벨기에	11.7	589	50,598	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	1.9			
	스웨덴	8.7	807	924,324	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	1.8			
	전체	—	—	—	35.6	37.0	39.3	41.7	39.7	—			
	나이지리아	216.7	504	2,326	18.2	19.2	24.6	26.2	27.9	12.9			
	남아프리카	61.1	411	6,739	2.6	2.8	3.5	4.1	4.8	7.9			
아프리카	이집트	104.1	469	4,504	2.2	2.8	3.5	4.0	4.6	4.4			
	에티오피아	101.3	111	1,098	0.8	0.8	1.2	1.3	1.4	1.4			
	케냐	50.9	115	2,255	0.5	0.6	0.8	1.0	1.3	2.5			
	전체	—	—	—	24.3	26.2	33.7	36.7	40.1	—			
	기타	기타	—	—	—	8.6	6.6	5.8	7.8	7.2	—		
총계					—	—	—	1,036.2	1,064.2	1,165.6	1,181.8	1,212.0	—

자료: 세계라면협회, Nissin, 키움증권 리서치

>>> 새로운 기회의 땅, 인도

1) 주목 받는 중장기 성장 스토리

포스트 차이나로 주목 받는 인도는 글로벌 소비재 시장 중에서 가장 높은 성장성을 가진 마켓이다.

1) 경제가 고성장하면서, 소득 수준이 빠르게 향상되고 있고, 도시화율이 상승하면서 유통 채널도 현대화되고 있다. 특히, 현 인도 모디 총리가 2014년부터 '메이크 인 인디아'를 추진하면서, 물류 인프라가 크게 확충되었고, 부동산 개발과 함께 유통 채널의 현대화가 진행되고 있다. 이에 따라, 소득 수준이 높은 1선 도시 뿐만 아니라, 2, 3선 도시에도 대형마트 매장이 확대되고 있으며, 소비자들이 양질의 재화와 서비스를 경험할 수 있는 여건이 마련되고 있다.

인도 Top 3 대형마트 업체인 Avenue Supermarts에 따르면, 인도의 소매유통 시장은 YoY +15% 정도 성장하여 약 84조루피(한화 1,344조원 수준)로 추산되고, 길거리가 아닌 매장에서 판매되는 소매 유통 채널(Organised retail ⇌ Mordern Trade Channel)의 시장규모는 YoY +20% 성장한 약 9조 루피(한화 144조원 수준)로 추산된다('22. 4 ~ '23. 3 기준). 따라서, 인도의 현대화 된 유통 채널의 비중은 약 11% 수준으로 주요 선진국과 중국 대비 현저하게 낮은 수준으로 판단되며, 향후 경제 발전에 따른 성장 잠재력이 매우 높은 수준으로 평가된다.

또한, 인도에서 가장 큰 필수소비재 업체인 Hindustan Unilever(뷰티/퍼스널케어/홈케어/식품 등을 판매, 연 매출 9.6조원 수준)의 자료에 따르면, Modern Trade의 FMCG(Fast Moving Consumer Goods) 판매량 성장률이 General Trade 대비 높게 나타나는 것을 확인할 수 있다(2Y CAGR 기준 약 +12%p 아웃퍼퓸).

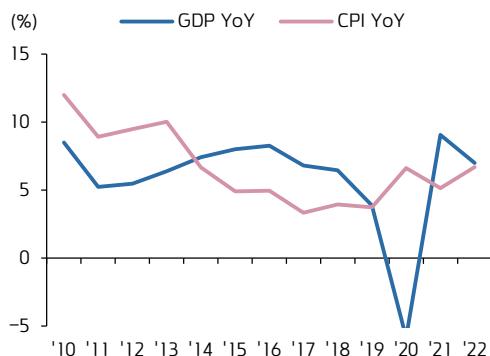
2) 제조업 성장에 따른 일자리 증가로 중산층 비중 확대가 가속화 될 수 있는 점도 긍정적이다. 공급망 다변화와 저임금 노동력 확보를 위해, 가전, 자동차, 반도체, 의약품 등 다양한 글로벌 기업들이 인도 시장에 공장 증설을 진행하고 있으며, 주요 8대 도시를 중심으로 제조업 클러스터가 발달하고 있다. 이러한 제조업의 발달은 인도의 실업률을 낮추고, 중산층 형성을 가속화 시키며, 양질의 필수소비재 브랜드 업체들이 매출을 성장시키기 유리한 사업 환경을 조성할 수 있다.

실제, 인도에서 가장 큰 필수소비재 업체인 Hindustan Unilever의 자료에 따르면, Premium Segment의 FMCG 판매량 성장률이 Mass Segment 대비 높게 나타나는 것을 확인할 수 있다(2Y CAGR 기준 약 +7%p 아웃퍼퓸).

3) 중기적으로는 인플레이션 둔화로 소비자들의 가격 저항이 완화되면서, 판매량 성장률이 제고될 수 있다. 인도의 소득 수준은 선진국 대비 현저히 낮은 수준이기 때문에, 제품 가격이 상대적으로 낮은 필수 소비재에서도 가격 인상에 따른 물량 저항이 큰 편이었다. 하지만, 최근 들어 인도의 물가상승률도 점차 완화되고 있는 추세이기 때문에, 판매량 성장세가 재차 가속화 될 수 있을 것으로 기대된다.

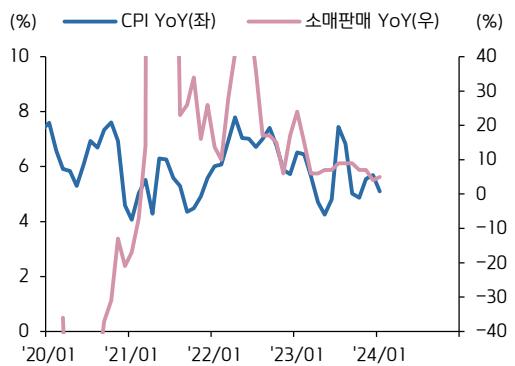
실제, 인도에서 가장 큰 필수소비재 업체인 Hindustan Unilever의 자료에 따르면, 전반적인 FMCG 판매량 성장률이 점차 회복되고 있음을 확인할 수 있다.

연도별 인도 GDP/CPI YoY 증감률 추이



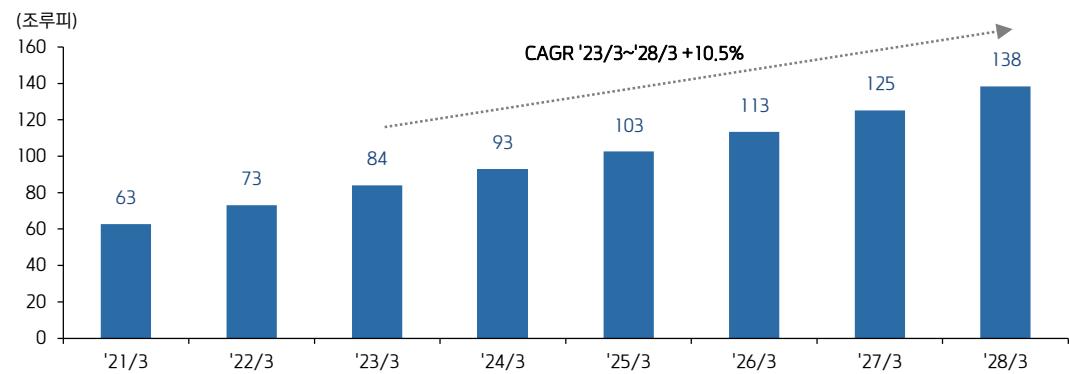
자료: World Bank, Bloomberg, 키움증권 리서치

월별 인도 CPI/소매판매 YoY 증감률 추이



자료: Bloomberg, 인도 소매 연합회, 키움증권 리서치

인도 소매유통 시장규모 추이 및 전망



자료: Avenue Supermarkets, CRISIL Research, 키움증권 리서치

주: 1) '21/3은 '20.4~'21/3을 의미(FY 2020-21)

인도 Reliance Retail(소매유통 1위 업체)의 사업 전략: 2~3선 도시까지 점포 네트워크 확장 중

STRATEGIC PRIORITIES

Continue to expand reach into Tier 2 and 3 markets through store network expansion

Scale up Digital Commerce and new commerce businesses by offering widest catalogue and superior value

Strengthen product and design ecosystem to build exclusive range of products under own brands that are high quality and offer better value to customers

Strengthen supply chain infrastructure to efficiently deliver products across the country

Build new capabilities by strategic acquisition and partnerships with international and Indian brands

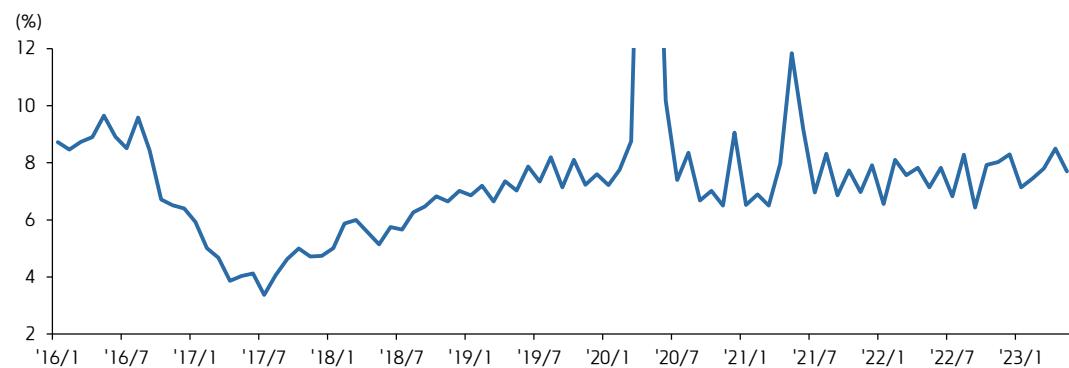
자료: Reliance Industries Annual Report(FY 2022-23), 키움증권 리서치

글로벌 주요 기업의 인도 내 투자 동향

업종	기업명	공장 출설 추진 지역	고용예상 효과
자동차	스즈키	구자라트주(전기자동차, 배터리 생산) 하리아나주 기존 공장 외 추가 25년 신설 예정	
	현대자동차	탈레가온(25년 가동 계획), 첸나이	98년 이후 타밀나두주에서 25만명 고용
	기아차	안드라프라데시주 아난타푸르	10,000명 고용 예상
	테슬라	구자라트주 25년 건설 예정	
	닛산-르노	타밀나두주 첸나이	2,000명 고용 예상
자동차 부품	아우디	마하라슈트라주 아우랑가바드	
	보쉬	타밀나두주 첸나이 등 17개 지역	
가전	LG 전자	푸네	
	삼성전자	첸나이 가전 공장, 노이다 스마트폰 공장	24년까지 40,000명 고용
	레노버	타밀나두주 폰디체리, 첸나이	24년까지 1,000명 고용 예상
	폭스콘	쿠자라트주 정부와 협의 중 벵갈루루 토지 구입	25년까지 50,000명 이상 고용 예상
	미스비스 일렉트릭	타밀나두주 (25년 10월 생산 예정)	2,000명 고용 예상
IT	아마존	뭄바이, 하이데라바드, 첸나이(전자 제품 제조)	30년까지 연 100,000명의 고용 효과
	구글	구자라트주	
반도체	IGSS 벤처스	타밀나두주	27년까지 1,500명 고용 예상
	マイ크론	구자라트주	25년까지 20,000명
	어플라이드마티리얼즈	벵갈루루	
	AMD	벵갈루루	28년까지 3,000명

자료: IBEF, 언론보도, Pranav, Divay, Sanchi Padia, Aritra Das & Charmy Shah(2020), 대외경제정책연구원, 키움증권 리서치

월별 인도 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

인도 FMCG의 채널별 시장 성장을 비교



자료: Hindustan Unilever, Nielsen, 키움증권 리서치
주: 1) Hindustan Unilever와 관련된 FMCG 시장 기준임

인도 FMCG의 가격대별 시장 성장을 비교



자료: Hindustan Unilever, Nielsen, 키움증권 리서치
주: 1) Hindustan Unilever와 관련된 FMCG 시장 기준임

2) 인도 아이스크림 시장 동향

이처럼 중장기 성장 잠재력이 높은 인도 시장에 가장 과감한 투자를 이어가고 있는 업체는 롯데웰푸드이다. 특히, 동사는 올해 2분기에 인도 푸네(Pune) 지역에 빙과 제2공장을 증설하면서, 아이스크림 생산 능력이 두 배로 확대될 전망이다.

인도 주요 아이스크림 업체 중에 하나인 Vadilal Industries에 따르면, 현재 인도 아이스크림 시장 규모는 약 5.1조원 수준으로 추산되고, 2028년까지 연평균 17.4% 성장할 것으로 전망하고 있다. 여기서 길거리 노점상에서 팔리는 시장을 제외하고, 공장에서의 제조를 통해 소매점(Retail)이나 전문점(Ice Cream Parlour) 등에서 팔리는 아이스크림 제품의 시장 규모는 약 3.2조원 수준(Organised market)으로 전체 시장에서 약 63% 정도 차지하는 것으로 추산된다.

기온이 높은 인도에서는 길거리 노점상에서 팔리는 저렴한 아이스바 쿨피(Kulfi)가 있다. 개당 가격은 10루피(한화 160원 수준) 정도로 알려져 있으나, 노점상에서 만들어져서 팔리기 때문에 제품 제조 관련하여 규제가 거의 없고, 제품의 위생 상태에 대한 의구심도 높은 편이다. 따라서, 중장기적으로 길거리 노점상 시장은 Organised market의 주요 브랜드에 시장 점유율을 빼앗길 가능성이 높다.

현재 인도의 주요 아이스크림 업체는 Amul, Havmor 등을 포함하여 총 7개 정도로 알려져 있는데, 7개社의 합산 시장 점유율은 약 50% 수준으로 추산된다. Amul의 시장 점유율이 16%로 가장 높고, 롯데웰푸드가 인수한 Havmor의 시장 점유율은 5% 수준으로 알려져 있다. 주요 브랜드 업체들은 길거리 노점상(Kulfi Wala) 외에도 소매점(Retail)과 전문점(Ice Cream Parlour) 등을 통해 아이스크림 제품을 판매하고 있다. 제품은 컵, 스틱, 콘, 브릭 등으로 나뉘고, 컵 제품의 매출 비중이 가장 큰 것으로 알려져 있으며, 플레이버는 바닐라, 초콜릿, 과일맛 등이 주류를 이루고 있다. 대중적인 컵 제품과 저가 제품은 대체로 30루피(한화 480원 수준) 이하에서 판매되고 있으며, 전문점에서 팔리는 일부 고가 제품은 100루피를 상회하기도 한다.

인도 Delhi 거리의 전통 아이스크림(Kulfi) 좌판



자료: 언론보도 자료 인용, 키움증권 리서치

인도 주요 아이스크림 업체 현황

회사명	티커	설립년도	본사	주요 아이스크림 브랜드	연 매출(십억원)	MS(%)
구자라트협동우유 마케팅조합 (GCMMF)	비상장	1946	Anand, Gujarat	Amul	571	16
Hindustan Unilever	HUVR IN	1933	Mumbai, Maharashtra	Kwality Wall's Magnum	357	10
Hatsun Agro Product	HTSMF IN	1971	Chennai, Tamil Nadu	Arun	196	6
Devani Food Industries	비상장	2003	New Delhi	Cream Bell	189	5
Mother Dairy	비상장	1974	Noida, Uttar Pradesh	Mother Dairy	179	5
Havmor	280360 KS	1944	Ahmedabad, Gujarat	Havmor	166	5
Vadilal	VDI IN	1907	Ahmedabad, Gujarat	Vadilal	142	4

자료: 각 사 자료, Bloomberg, 키움증권 리서치

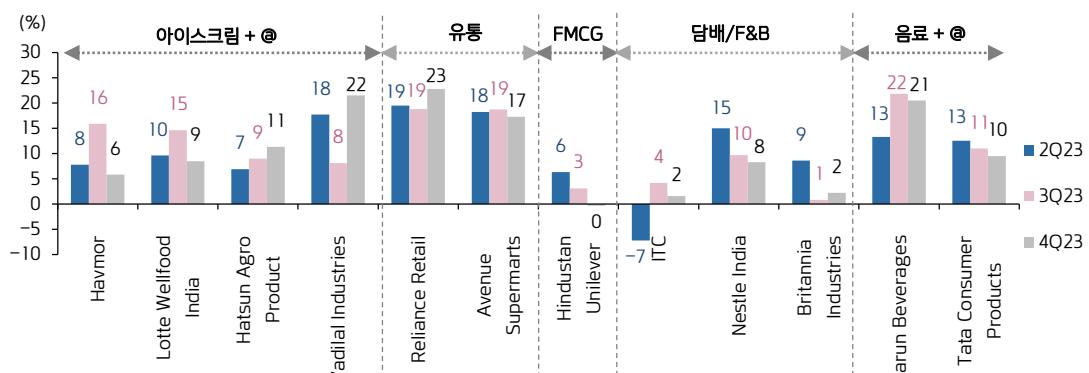
주: 1) Hindustan Unilever와 비상장 업체의 연 매출액은 당사 추정치. 1루피 = 15.8원 가정.

인도 주요 아이스크림 업체의 브랜드 로고



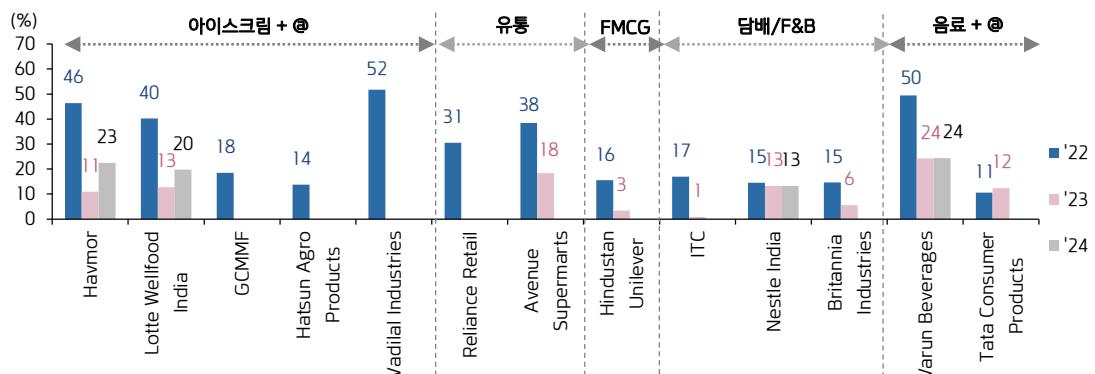
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

인도 주요 FMCG 업체의 분기별 매출 성장을 추이 비교(현지통화 기준)



자료: 각 사 자료, Bloomberg, 키움증권 리서치

인도 주요 FMCG 업체의 연도별 매출 성장을 추이 비교(현지통화 기준)



자료: 각 사 자료, Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) '24년은 시장 컨센서스 기준이나, Havmor와 Lotte Wellfood India는 당사 추정치 기준

2) 회사의 회계연도 말이 3월말인 경우, '23년은 '24년 3월말 기준

인도 Amul 아이스크림 전문점의 메뉴판



자료: Amul, 키움증권 리서치

인도 Havmor 아이스크림 전문점의 메뉴판



자료: Havmor, 키움증권 리서치

인도 Havmor 아이스크림 전문점(Ice Cream Parlour) HavFunn



자료: Havmor, 키움증권 리서치

3) 롯데웰푸드, 푸네(Pune)에 빙과 2공장 증설

롯데웰푸드가 2017년에 인수한 아이스크림 업체 하브모어(Havmor)의 본사는 인도의 구자라트(Gujarat) 주에 위치해 있다. 구자라트 주는 낙농업이 발달하여 우유 관련 원재료의 조달이 용이하여, 다수의 아이스크림 제조 업체가 위치한 지역이다. 하브모어 전체 매출에서 구자라트 주를 포함한 서부 지역의 비중은 약 66% 수준이기 때문에, 인도 내 다른 지역 대비 거래선 수도 많고, 시장 침투율도 높을 것으로 추산된다.

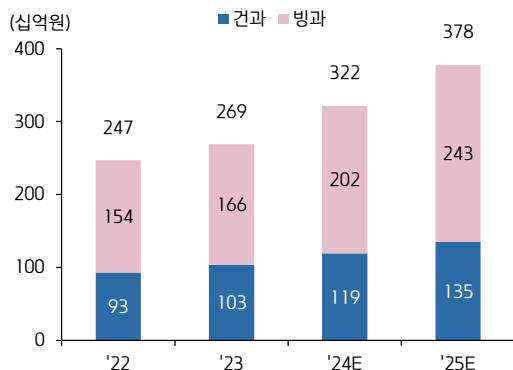
동사는 서부 지역에 편중된 영업 네트워크를 인도의 다른 지역으로 다변화하고, 시장 성장에 맞추어 공급 물량을 확대하기 위해, 마하라슈트라(Maharashtra) 주의 주요 도시 중에 하나인 푸네(Pune)에 제2공장 증설을 추진하고 있다. 올해 5~6월에 가동될 제2공장의 총 투자규모는 약 700억원 수준이다. 이번 증설 이후, 동사의 아이스크림 전체 생산 Capa 현재 연간 3천억원 수준에서 6천억원 수준으로 약 2배 정도 확대될 예정이다. 제2공장에는 총 16개 라인이 증설될 예정이나, 초기 1단계에는 6개 라인만 증설될 예정이다. 향후 제2공장의 라인 증설이 모두 완료되면, 제1공장의 라인을 포함한 전체 라인 수는 56개까지 확대될 예정이다.

푸네는 인도 최대 도시인 뭄바이(Mumbai)의 동쪽에 위치해 있다. 특히, 푸네와 뭄바이가 속한 마하라슈트라 주는 인도에서 아이스크림 시장 규모가 가장 큰 지역이다. 동사는 푸네 제2공장을 근거지로 하여, 인도의 서남부 지역으로 영업네트워크를 확대할 계획이다. 현재 하브모어의 거래처 수는 약 5만 개 수준이며, 작년에는 약 2천개의 거래선이 신규로 추가되었다. 이번 푸네 제2공장 증설로 인해, 동사의 신규 거래선 확대는 더욱 탄력이 붙을 것으로 추산된다.

하브모어는 경쟁사 대비 콘 제품의 매출 비중이 상대적으로 높은 편이다. 동사는 기존 로컬 브랜드 제품에 월드콘 등 롯데 브랜드 제품을 결합하여, 중장기적으로 매출 성장을 도모할 계획이다. 전술한 것처럼, 인도의 중장기 시장 성장성은 매력적이고, 소득 수준 성장에 따라 길거리 노점상 제품 보다는 프리미엄 제품에 대한 수요가 점차 증가할 것이다. 게다가 작년은 비우호적인 날씨와 인플레이션 영향으로 아이스크림 판매량의 기저효과도 존재하는 상황이다.

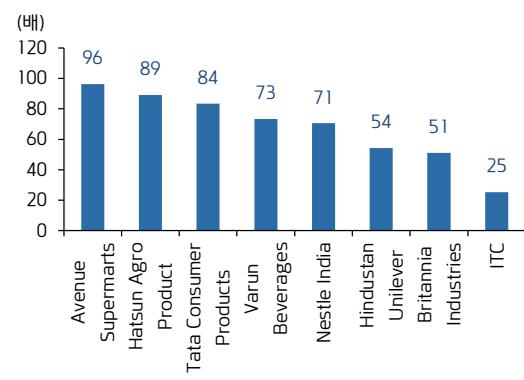
따라서, 상기 언급한 Capa 증설과 기저효과에 힘입어, 올해부터 인도 법인의 매출 성장률이 제고될 가능성이 높다. 인도 FMCG 시장의 높은 성장성과 소비자 업체들의 높은 밸류에이션 레벨을 감안한다면, 올해 2분기부터 롯데웰푸드에 대한 주식 시장의 관심도가 크게 증가할 것으로 판단된다.

롯데웰푸드 인도 매출액 추이 및 전망



자료: 롯데웰푸드, 키움증권 리서치

인도 FMCG의 FW12M PER 비교



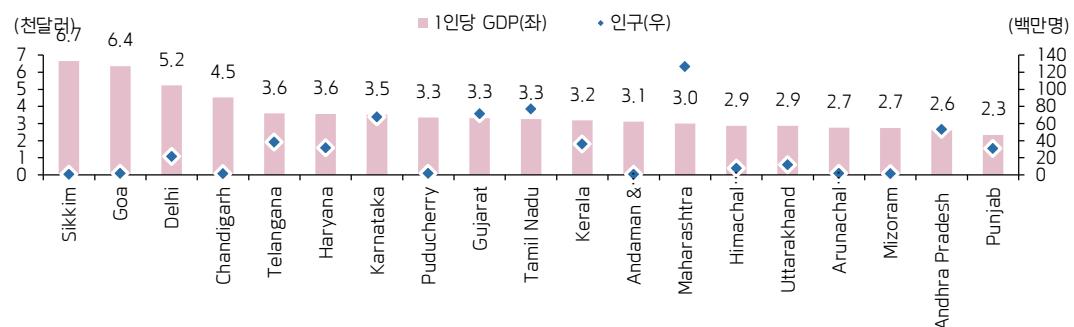
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치('24. 3. 8 종가 기준)

인도 8대 도시 및 오리온/롯데월푸드 생산 거점 위치



자료: Maps of India, 오리온, 롯데월푸드, 키움증권 리서치

인도 지역별 1인당 GDP 현황(by States and Union Territories)



자료: Census of India, Ministry of Home Affairs('22. 4~'23. 3 기준), Bloomberg, 키움증권 리서치(1달러=83루피 가정)

>>> 음식료 업종 투자전략

Top Picks: KT&G, 삼양식품, 롯데웰푸드

음식료 업종에 대해 투자의견 Overweight를 유지한다. 국제 곡물가격이 전반적으로 안정화되면서, 주요 음식료 업체들의 원가율이 개선될 것으로 기대되고, 소비 경기 반등 지연에 따라 필수소비재 업체의 실적 안정성도 부각될 수 있기 때문이다. 따라서, 유통 업종 대비 섹터의 상대적 매력도가 높을 것으로 판단된다.

음식료 업종 최선호주는 KT&G, 삼양식품, 롯데웰푸드를 제시한다. KT&G는 1) 주요 음식료업체 중에 가장 높은 가격 인상 여력을 보유하였고, 2) 국내 NGP 및 면세 채널 비중 확대로 ASP 상승이 기대되며, 3) 해외 담배량 판매도 꾸준히 증가하는 추세이다. 특히, 올해 총선 이후 국내 담배 가격 인상이 단행된다면 실적 추정치가 추가로 상향될 수 있고, 기준금리 인하가 진행된다면 고배당주로서 벤류에이션 레벨이 상승할 가능성도 있다.

실양식품은 1) 중국 Re-stocking 및 6.18 행사 선수요와 2) 미국 지역 커버리지 확대 영향 등으로 인해, 중기적으로 실적 개선 모멘텀이 가팔라질 것으로 전망된다. 또한, 내년 5월에 밀양 2공장 완공으로 생산 Capa가 +30% 이상 증가할 예정이다. 이에 따라, 동사는 기존 중국/동남아 중심의 수출에서 미국/유럽 비중을 점차 확대해 나갈 계획이다. 특히, 미국은 Costco와 Wal-mart에서의 성과를 바탕으로 메인스트림 채널 침투율을 높여 나갈 것으로 기대되고, 유럽은 수출 규제 완화와 K-Food 인기 상승으로 메인스트림 채널 입점을 본격화 할 것으로 기대된다.

롯데웰푸드는 1) 인도 아이스크림 공장 증설로 인도법인의 성장 기대감이 확대되는 가운데, 2) 원유투입단가 완화와 수요 정상화로 국내 유지 사업의 수익성이 개선될 것으로 전망된다. 인도는 일자리 증가와 소득 수준의 고성장으로 유통 채널이 현대화되고 있기 때문에, 아이스크림 등 필수소비재의 판매량과 ASP가 중장기적으로 고성장 할 가능성이 높다. 특히, 작년은 비우호적인 날씨와 인플레이션 영향으로 인해, 아이스크림 판매량의 기저효과도 존재하는 상황이다. 따라서, 아이스크림 제2공장이 가동되는 올해 5~6월부터 인도 법인 매출 성장을 제고에 대한 기대감이 확대될 것으로 전망된다.

음식료 업종 실적 전망 및 Valuation Table (1) (단위: 십억원, 배)

종목명	KT&G	CJ제일제당	오리온	롯데월푸드	농심
종목코드	033780	097950	271560	280360	004370
종가(3/8, 원)	93,900	287,500	92,000	123,100	365,500
시가총액(3/8, 조원)	12,57	4.33	3.64	1.16	2.22
매출액	'23P '24E '25E	5,872 6,347 6,574	29,023 29,859 30,529	2,912 3,224 3,430	4,066 4,184 4,313
영업이익	'23P '24E '25E	1,168 1,204 1,257	1,292 1,479 1,645	492 571 625	177 227 247
OPM	'23P '24E '25E	19.9% 19.0% 19.1%	4.5% 5.0% 5.4%	16.9% 17.7% 18.2%	4.4% 5.4% 5.7%
순이익	'23P '24E '25E	907 955 993	386 610 598	377 402 443	71 128 144
PER	'23P '24E '25E	14.2 13.5 13.0	12.2 7.7 7.9	9.7 9.0 8.2	16.5 9.1 8.1
PBR	'23P '24E '25E	1.35 1.32 1.29	0.67 0.62 0.58	1.26 1.12 1.00	0.57 0.54 0.51
ROE	'23P '24E '25E	9.6% 9.9% 10.0%	5.6% 8.3% 7.6%	13.8% 13.1% 12.9%	3.5% 6.1% 6.5%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

음식료 업종 실적 전망 및 Valuation Table (2) (단위: 십억원, 배)

종목명	삼양식품	하이트진로	롯데칠성	동원F&B	CJ프레시웨이
종목코드	003230	000080	005300	049770	051500
종가(3/8, 원)	200,000	19,930	123,600	31,200	24,100
시가총액(3/8, 조원)	1.51	1.40	1.15	0.60	0.29
매출액	'23P '24E '25E	1,193 1,373 1,488	2,520 2,639 2,681	3,225 4,147 4,264	4,361 4,572 4,877
영업이익	'23P '24E '25E	147 178 198	124 183 193	211 242 276	167 190 198
OPM	'23P '24E '25E	12.3% 13.0% 13.3%	4.9% 6.9% 7.2%	6.5% 5.8% 6.5%	3.8% 4.2% 4.1%
순이익	'23P '24E '25E	124 134 150	54 98 105	166 128 149	109 128 135
PER	'23P '24E '25E	12.1 11.3 10.1	26.3 14.4 13.5	7.5 9.7 8.3	5.5 4.7 4.5
PBR	'23P '24E '25E	2.66 2.20 1.84	1.24 1.21 1.17	0.81 0.77 0.72	0.67 0.60 0.54
ROE	'23P '24E '25E	24.4% 21.4% 19.9%	4.7% 8.5% 8.8%	11.4% 8.1% 8.9%	12.3% 13.6% 12.9%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)



기업분석

BGF리테일
(282330) BUY(Maintain)/목표주가 210,000원
흔들리지 않는 편안함

KT&G
(033780) BUY(Maintain)/목표주가 120,000원
ASP와 ROE 상승 기대

삼양식품
(003230) BUY(Maintain)/목표주가 270,000원
미국 수출 중심의 레벨업 기대

롯데월푸드
(280360) BUY(Maintain)/목표주가 180,000원
새로운 기회의 땅, 인도

BGF리테일 (282330)



BUY(Maintain)

주가(3/11) 128,800원

목표주가 210,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

sjpark@kiwoom.com

BGF리테일은 내수 소비경기 변화에 대한 민감도가 낮고, 중국 직구 플랫폼 업체들의 MS 증가에 따른 피해도 거의 없기 때문에, 섹터 내 Defensive Play에 가장 적합한 주식으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (3/11)	2,659.84pt
시가총액	22,262억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	193,900원 122,500원
최고/최저가 대비 등락	-33.6% 5.1%
주가수익률	절대 상대
1M	-3.2% -4.7%
6M	-14.2% -17.5%
1Y	-28.5% -35.7%

Company Data

발행주식수	17,284천주
일평균 거래량(3M)	64천주
외국인 지분율	29.8%
배당수익률(23.P)	3.2%
BPS (23.P)	62,168원
주요 주주	비지에프 외 16 인
	53.4%

Price Trend



흔들리지 않는 편안함

>>> 흔들리지 않는 편안함

BGF리테일은 올해도 꾸준한 점포 출점과 간편식 중심의 안정적인 기준점 매출 성장에 힘입어, 안정적인 이익 증가세가 지속될 전망이다. 他 유통 업체 대비 소비경기 변화에 대한 민감도가 낮고, 중국 직구 플랫폼 업체들의 MS 증가에 따른 피해도 거의 없기 때문에, 섹터 내 Defensive Play에 가장 적합한 주식으로 판단된다.

>>> 담배가격 인상 여부가 관건

향후 추가적인 실적 추정치 상향을 위해서는 올해 총선 이후 담배가격 인상 여부가 중요하다. 인플레이션에 따른 원부재료 가격 상승과 인건비 증가에도 불구하고, 담배 소매가격은 약 10년 가까이 정체된 상황이다. 담배는 편의점 매출에서 35~40%를 차지하고 있기 때문에, 가격 인상 여부에 따라 전사 실적 추정치가 상향 조정될 수 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 210,000원

BGF리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 210,000원을 제시한다. 동사는 내수 소비경기 둔화에도 불구하고, 꾸준한 점포 출점과 안정적인 기준점 성장을 통해, 전사 이익 증가세가 지속될 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	6,781.2	7,615.8	8,194.8	8,689.0	9,177.4
영업이익	199.4	252.4	253.2	273.8	298.7
EBITDA	350.9	404.0	412.8	437.1	467.0
세전이익	192.5	254.1	248.4	267.7	293.1
순이익	147.6	193.5	195.8	202.9	222.2
지배주주지분순이익	147.6	193.5	195.8	202.9	222.2
EPS(원)	8,542	11,198	11,329	11,742	12,853
증감률(% YoY)	20.3	31.1	1.2	3.6	9.5
PER(배)	17.0	18.8	11.4	11.0	10.0
PBR(배)	3.11	3.78	2.07	1.85	1.66
EV/EBITDA(배)	7.8	9.5	5.6	5.3	5.0
영업이익률(%)	2.9	3.3	3.1	3.2	3.3
ROE(%)	19.6	21.8	19.2	17.8	17.4
순차입금비율(%)	-28.9	-22.1	-6.9	-7.0	-7.6

자료: 키움증권 리서치센터

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	1,949.2	1,849.6	2,098.2	2,206.8	2,040.2	1,970.7	2,231.7	2,341.7	2,145.0	7,615.8	8,194.8	8,689.0
(YoY)	11.8%	9.3%	9.4%	7.3%	4.7%	6.5%	6.4%	6.1%	5.1%	12.3%	7.6%	6.0%
별도기준	1,938.2	1,838.4	2,081.9	2,187.5	2,024.0	1,959.5	2,215.3	2,322.4	2,128.8	7,577.8	8,131.7	8,625.9
(YoY)	11.6%	9.0%	9.0%	7.0%	4.4%	6.6%	6.4%	6.2%	5.2%	12.1%	7.3%	6.1%
매출총이익	349.6	335.0	396.9	416.3	374.6	361.3	425.8	445.4	399.6	1,386.2	1,522.8	1,632.1
(GPM)	17.9%	18.1%	18.9%	18.9%	18.4%	18.3%	19.1%	19.0%	18.6%	18.2%	18.6%	18.8%
별도기준	344.6	328.8	387.1	406.2	368.8	355.1	416.1	435.3	393.8	1,367.2	1,490.9	1,600.2
(GPM)	17.8%	17.9%	18.6%	18.6%	18.2%	18.1%	18.8%	18.7%	18.5%	18.0%	18.3%	18.6%
판관비	297.3	298.0	318.8	329.3	323.5	318.9	342.5	351.9	345.0	1,133.8	1,269.6	1,358.4
(YoY)	16.5%	14.3%	13.8%	11.4%	8.8%	7.0%	7.4%	6.9%	6.7%	16.0%	12.0%	7.0%
(판관비율)	15.3%	16.1%	15.2%	14.9%	15.9%	16.2%	15.3%	15.0%	16.1%	14.9%	15.5%	15.6%
별도기준	293.8	289.1	315.7	325.4	319.4	313.0	339.4	348.0	340.9	1,117.9	1,249.5	1,341.3
(YoY)	16.1%	12.7%	14.2%	11.7%	8.7%	8.3%	7.5%	7.0%	6.7%	14.7%	11.8%	7.3%
(판관비율)	15.2%	15.7%	15.2%	14.9%	15.8%	16.0%	15.3%	15.0%	16.0%	14.8%	15.4%	15.5%
영업이익	52.3	37.0	78.1	87.0	51.1	42.4	83.3	93.5	54.5	252.4	253.2	273.8
(YoY)	5.3%	-2.0%	10.3%	-4.9%	-2.3%	14.6%	6.7%	7.5%	6.7%	26.6%	0.3%	8.1%
(OPM)	2.7%	2.0%	3.7%	3.9%	2.5%	2.2%	3.7%	4.0%	2.5%	3.3%	3.1%	3.2%
별도기준	50.8	39.8	71.5	80.8	49.4	42.1	76.7	87.3	52.8	249.2	241.4	258.9
(YoY)	1.1%	2.4%	1.1%	-9.2%	-2.7%	6.0%	7.3%	8.0%	6.9%	26.4%	-3.1%	7.3%
(OPM)	2.6%	2.2%	3.4%	3.7%	2.4%	2.2%	3.5%	3.8%	2.5%	3.3%	3.0%	3.0%
세전이익	53.9	36.1	75.0	89.4	47.9	40.9	81.8	92.0	53.0	254.1	248.4	267.7
순이익	40.9	27.7	59.5	70.0	38.6	31.0	62.0	69.7	40.2	193.5	195.8	202.9
(지배)순이익	40.9	27.7	59.5	70.0	38.6	31.0	62.0	69.7	40.2	193.5	195.8	202.9
(YoY)	14.6%	6.6%	3.7%	1.1%	-5.6%	11.9%	4.2%	-0.4%	4.1%	31.1%	1.2%	3.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	6,781.2	7,615.8	8,194.8	8,689.0	9,177.4
매출원가	5,604.1	6,229.6	6,672.0	7,056.9	7,455.3
매출총이익	1,177.1	1,386.2	1,522.8	1,632.1	1,722.0
판관비	977.7	1,133.8	1,269.6	1,358.4	1,423.4
영업이익	199.4	252.4	253.2	273.8	298.7
EBITDA	350.9	404.0	412.8	437.1	467.0
영업외손익	-6.9	1.7	-4.8	-6.0	-5.6
이자수익	9.6	13.9	13.6	13.8	14.3
이자비용	18.7	28.3	34.3	35.8	35.8
외환관련이익	0.6	1.9	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	0.1	1.4	1.2	1.2	1.2
종속 및 관계기업손익	0.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타	1.7	16.5	16.1	16.2	16.1
법인세차감전이익	192.5	254.1	248.4	267.7	293.1
법인세비용	44.9	60.5	52.6	64.8	70.9
계속사업순손익	147.6	193.5	195.8	202.9	222.2
당기순이익	147.6	193.5	195.8	202.9	222.2
지배주주순이익	147.6	193.5	195.8	202.9	222.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.7	12.3	7.6	6.0	5.6
영업이익 증감율	22.9	26.6	0.3	8.1	9.1
EBITDA 증감율	15.4	15.1	2.2	5.9	6.8
지배주주순이익 증감율	20.3	31.1	1.2	3.6	9.5
EPS 증감율	20.3	31.1	1.2	3.6	9.5
매출총이익률(%)	17.4	18.2	18.6	18.8	18.8
영업이익률(%)	2.9	3.3	3.1	3.2	3.3
EBITDA Margin(%)	5.2	5.3	5.0	5.0	5.1
지배주주순이익률(%)	2.2	2.5	2.4	2.3	2.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	538.1	630.4	585.7	654.7	669.6
당기순이익	147.6	193.5	195.8	202.9	222.2
비현금항목의 가감	449.2	498.0	499.9	503.7	508.6
유형자산감가상각비	151.6	160.6	169.2	173.0	177.9
무형자산감가상각비	11.8	10.4	9.8	9.8	9.8
지분법평가손익	0.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타	285.8	327.9	321.8	321.8	321.8
영업활동자산부채증감	-17.7	-8.8	-66.8	4.8	1.3
매출채권및기타채권의감소	-19.4	-52.4	-51.1	-13.9	-13.8
재고자산의감소	13.1	-16.4	-52.2	-10.7	-10.5
매입채무및기타채무의증가	-67.0	15.7	20.8	32.9	32.5
기타	55.6	44.3	15.7	-3.5	-6.9
기타현금흐름	-41.0	-52.3	-43.2	-56.7	-62.5
투자활동 현금흐름	-239.1	-98.5	-308.2	-305.1	-315.1
유형자산의 취득	-162.1	-222.6	-255.2	-250.0	-260.0
유형자산의 처분	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.9	-8.6	-9.6	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-46.7	-21.1	-49.0	-0.1	-0.1
단기금융자산의감소(증가)	71.0	217.3	50.6	0.0	0.0
기타	-96.7	-64.1	-45.0	-45.0	-45.0
재무활동 현금흐름	-268.6	-317.6	-326.0	-323.3	-326.8
차입금의 증가(감소)	-2.5	-8.3	-2.7	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-41.5	-51.8	-70.8	-70.8	-74.3
기타	-224.6	-257.5	-252.5	-252.5	-252.5
기타현금흐름	0.0	-0.2	84.9	-15.7	-10.0
현금 및 현금성자산의 순증가	30.4	214.2	36.4	10.5	17.7
기초현금 및 현금성자산	24.0	54.4	268.6	305.0	315.5
기말현금 및 현금성자산	54.4	268.6	305.0	315.5	333.2

자료: 기금증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	808.3	889.9	979.0	1,014.1	1,056.1
현금 및 현금성자산	54.4	268.6	305.0	315.5	333.2
단기금융자산	513.4	296.1	245.6	245.6	245.6
매출채권 및 기타채권	117.3	179.7	230.8	244.8	258.5
재고자산	108.5	124.8	177.0	187.7	198.2
기타유동자산	528.1	316.8	266.2	266.1	266.2
비유동자산	1,788.0	2,056.3	2,240.1	2,366.5	2,497.9
투자자산	289.9	310.0	358.0	357.2	356.4
유형자산	614.1	690.5	776.4	853.4	935.5
무형자산	34.0	37.7	37.5	37.7	37.9
기타비유동자산	850.0	1,018.1	1,068.2	1,118.2	1,168.1
자산총계	2,596.4	2,946.2	3,219.1	3,380.6	3,554.0
유동부채	1,016.5	1,102.2	1,191.3	1,224.2	1,256.7
매입채무 및 기타채무	676.1	730.8	751.6	784.5	816.9
단기금융부채	288.0	306.5	367.6	367.6	367.6
기타유동부채	52.4	64.9	72.1	72.1	72.2
비유동부채	770.6	881.4	953.3	953.3	953.3
장기금융부채	747.3	847.5	910.9	910.9	910.9
기타비유동부채	23.3	33.9	42.4	42.4	42.4
부채총계	1,787.1	1,983.6	2,144.6	2,177.5	2,210.0
자본부분	809.3	962.6	1,074.5	1,203.2	1,344.1
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.6	321.6	321.6	321.6	321.6
기타자본	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
기타포괄손익누계액	2.3	1.2	-11.9	-11.9	-11.9
이익잉여금	445.7	600.1	725.1	853.7	994.7
비자본부분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	809.3	962.6	1,074.5	1,203.2	1,344.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	8,542	11,198	11,329	11,742	12,853
BPS	46,825	55,695	62,168	69,612	77,768
CFPS	34,531	40,012	40,253	40,884	42,283
DPS	3,000	4,100	4,100	4,300	4,700
주가배수(배)					
PER	17.0	18.8	11.4	11.0	10.0
PER(최고)	22.6	19.6	18.8		
PER(최저)	15.4	12.2	11.3		
PBR	3.11	3.78	2.07	1.85	1.66
PBR(최고)	4.12	3.94	3.43		
PBR(최저)	2.81	2.45	2.07		
PSR	0.37	0.48	0.27	0.26	0.24
PCFR	4.2	5.3	3.2	3.2	3.0
EV/EBITDA	7.8	9.5	5.6	5.3	5.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	35.1	36.6	36.2	36.6	36.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.1	1.9	3.2	3.3	3.6
ROA	5.9	7.0	6.4	6.2	6.4
ROE	19.6	21.8	19.2	17.8	17.4
ROI	17.9	18.0	14.8	13.7	13.8
매출채권회전율	63.6	51.3	39.9	36.5	36.5
재고자산회전율	59.0	65.3	54.3	47.7	47.6
부채비율	220.8	206.1	199.6	181.0	164.4
순차입금비율	-28.9	-22.1	-6.9	-7.0	-7.6
이자보상배율, 현금	10.7	8.9	7.4	7.6	8.3
총차입금	334.1	352.1	476.6	476.6	476.6
순차입금	-233.8	-212.7	-74.0	-84.5	-102.2
EBITDA	152.2	196.7	196.6	204.3	223.0
FCF	131.2	128.4	44.1	131.9	142.0

KT&G (033780)



BUY(Maintain)

주가(3/11) 92,200원

목표주가 120,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

sjpark@kiwoom.com

KT&G는 음식료 업종 내에서 가격 인상 여력이 가장 높고, 자사주 매입/소각과 재무레버리지 확대 때문에, ROE와 주주환원률도 개선될 전망이다. 특히, 중장기적으로 금리 인하가 단행된다면, 고배당주의 밸류에이션 레벨이 상향될 수 있는 점도 긍정적으로 평가된다.

Stock Data

KOSPI (3/11)	2,659.84pt
시가총액	120,157억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	93,900원 81,300원
최고/최저가 대비 등락	-1.8% 13.4%
주가수익률	절대 상대
1M	1.3% -0.2%
6M	3.9% -0.1%
1Y	8.3% -2.5%

Company Data

발행주식수	130,322천주
일평균 거래량(3M)	236천주
외국인 지분율	43.0%
배당수익률(23.P)	5.6%
BPS (23.P)	68,591원
주요 주주	First Eagle Investment Management, LLC
	7.3%

Price Trend



ASP와 ROE 상승 기대

>>> 업종 내 가격 인상 여력 높은 편

국제 곡물가격 하향 안정화로 주요 음식료 업체들의 가격 인상 여력은 축소되고 있으나, 국내 담배 소매가격은 최근 가파른 인플레이션 발생에도 불구하고, 약 10년 가까이 가격 인상이 없었다. 게다가 동사는 중동 지역을 중심으로 글로벌 시장에서 꾸준히 판가 인상을 하고 있으며, 국내에서는 NGP 제품과 면세 채널 비중 확대로 ASP 상승 여력이 남아 있는 상황이다. 따라서, 음식료 업종 내에서 가격 인상 여력이 가장 높은 수준으로 판단된다.

>>> 주주환원정책 강화도 긍정적

과거 대비 자사주 매입 및 소각을 강화하고, 재무레버리지를 확대하면서, ROE와 주주환원률이 개선되는 추세이다. 특히, 중장기적으로 기준금리 인하가 단행된다면, 고배당주의 밸류에이션 레벨이 상향될 수 있기 때문에, 추가적인 자본차익 증가도 기대할 수 있는 상황이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원을 제시한다. 동사는 상대적으로 높은 가격 인상 여력과 주주환원정책 강화에 힘입어, 고배당주로서의 안정성이 꾸준히 부각될 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	5,228.4	5,851.4	5,872.4	6,346.6	6,573.9
영업이익	1,338.4	1,267.6	1,167.9	1,204.5	1,257.2
EBITDA	1,541.5	1,440.3	1,419.3	1,444.1	1,563.7
세전이익	1,439.6	1,429.5	1,249.1	1,308.9	1,360.8
순이익	971.8	1,005.3	926.6	955.5	993.4
지배주주지분순이익	977.3	1,015.8	907.1	955.5	993.4
EPS(원)	7,118	7,399	6,647	7,234	7,622
증감률(% YoY)	-16.6	3.9	-10.2	8.8	5.4
PER(배)	11.1	12.4	13.9	12.7	12.1
PBR(배)	1.18	1.35	1.34	1.30	1.26
EV/EBITDA(배)	5.6	7.2	7.7	8.3	7.8
영업이익률(%)	25.6	21.7	19.9	19.0	19.1
ROE(%)	10.7	11.0	9.8	10.4	10.6
순차입금비율(%)	-23.9	-19.2	-12.4	-0.9	0.2

자료: 키움증권 리서치센터

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	
매출액	1,407	1,396	1,336	1,690	1,451	1,580	1,501	1,700	1,566	5,851	5,872	6,347	
(YoY)	12.8%	-0.5%	-5.7%	4.0%	3.2%	13.2%	12.3%	0.7%	7.9%	11.9%	0.4%	8.1%	
담배	860	858	888	973	901	918	975	1,011	981	3,574	3,619	3,885	
(YoY)		3.6%	-5.7%	3.1%	4.7%	7.0%	9.8%	4.0%	8.9%		1.3%	7.3%	
국내	509	518	550	584	545	515	563	582	548	2,125	2,197	2,208	
(YoY)		4.8%	-0.3%	2.4%	7.1%	-0.4%	2.2%	-0.4%	0.5%		3.4%	0.5%	
NGP	123	128	124	136	132	129	140	145	142	466	519	556	
궐련	387	390	427	448	414	386	422	437	407	1,659	1,678	1,652	
해외	345	337	332	381	351	399	406	421	428	1,421	1,400	1,654	
(YoY)		3.3%	-13.5%	4.0%	1.5%	18.5%	22.4%	10.7%	22.0%		-1.5%	18.2%	
NGP	85	72	66	59	63	65	80	80	80	410	260	305	
궐련	260	265	265	322	287	334	326	341	348	1,010	1,139	1,349	
수출	141	136	153	173	104	132	124	124	116	547	566	496	
해외법인	119	129	113	148	184	202	202	217	232	463	574	854	
반제품	6	3	6	8	5	3	6	8	5	28	22	22	
매출 증감률													
국내 NGP	20.9%	6.0%	12.5%	7.5%	0.9%	13.2%	6.7%	7.6%		11.5%	7.1%		
국내 궐련	0.5%	-2.0%	-0.3%	7.0%	-0.9%	-1.0%	-2.5%	-1.7%		1.1%	-1.5%		
해외 궐련	17.1%	-1.3%	26.3%	10.4%	26.0%	22.8%	6.1%	21.1%		12.8%	18.4%		
수출	-0.6%	6.0%	38.8%	-26.5%	-2.8%	-19.0%	-28.4%	11.6%		3.4%	-12.4%		
해외법인	44.2%	-9.8%	14.3%	54.1%	56.4%	79.7%	46.5%	26.4%		23.9%	48.8%		
판매량													
증감률													
국내 NGP	9.9%	10.7%	12.0%	5.9%	-0.8%	10.8%	16.1%	15.9%		14.4%	11.2%		
국내 궐련	-11.5%	-6.1%	10.0%	5.4%	-10.2%	-6.1%	5.3%	5.0%		-1.2%	-2.2%		
해외 궐련	16.6%	2.3%	21.2%	-7.3%	8.5%	6.3%	-2.2%	23.0%		7.8%	8.2%		
수출	-0.7%	-5.8%	30.8%	-26.2%	-7.9%	-16.5%	-29.6%	11.5%		-1.0%	-13.3%		
해외법인	59.9%	20.4%	5.4%	23.6%	33.8%	46.1%	53.7%	34.3%		24.9%	41.4%		
원/달러	1,362	1,274	1,316	1,312	1,322	1,310	1,310	1,310	1,310	1,287	1,306	1,310	
(YoY)		5.8%	4.5%	-1.9%	-3.0%	2.8%	-0.5%	-0.2%	-0.9%		1.5%	0.3%	
건기식	276	384	261	413	336	416	278	436	325	1,389	1,394	1,454	
(YoY)		-3.2%	-2.2%	-8.2%	21.9%	8.3%	6.4%	5.5%	-3.2%		0.4%	4.3%	
국내	176	320	194	350	192	336	194	357	185	1,104	1,056	1,072	
(YoY)		-5.3%	-10.1%	-6.5%	9.6%	5.0%	0.0%	2.0%	-4.0%		-4.3%	1.4%	
해외	100	64	67	63	130	80	84	79	140	285	324	383	
부동산	192	84	114	225	130	176	175	175	176	607	553	701	
기타	79	70	73	79	84	70	73	79	84	281	307	307	
영업이익	201	317	246	407	199	327	266	349	262	1,268	1,168	1,205	
(YoY)		-29.0%	-4.9%	-24.9%	0.3%	-1.4%	3.5%	8.2%	-14.2%	31.8%	-5.3%	-7.9%	3.1%
(OPM)		14.3%	22.7%	18.4%	24.1%	13.7%	20.7%	17.7%	20.5%	16.7%	21.7%	19.9%	19.0%
담배	181	237	243	269	228	250	263	268	232	1,009	977	1,012	
(OPM)		21.1%	27.6%	27.3%	27.7%	25.4%	27.2%	26.9%	26.5%	23.6%	28.2%	27.0%	26.1%
건기식	-5	55	-11	61	11	59	-15	62	8	88	116	114	
(OPM)		-1.9%	14.3%	-4.1%	14.7%	3.4%	14.1%	-5.3%	14.2%	2.6%	6.3%	8.4%	7.9%
부동산	28	24	11	76	-44	19	19	19	19	181	67	74	
기타	-3	1	0	0	3	1	0	0	3	-10	4	4	
세전이익	-96	393	276	460	121	354	292	375	288	1,430	1,249	1,309	
순이익	-60	274	202	333	117	258	213	274	210	1,005	927	955	
(지배)순이익	-52	271	201	314	122	258	213	274	210	1,016	907	955	
(YoY)		적전	2.4%	-40.9%	-32.4%	흑전	-4.6%	6.3%	-12.7%	72.3%	3.9%	-10.7%	5.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	5,228.4	5,851.4	5,872.4	6,346.6	6,573.9
매출원가	2,350.2	2,891.2	3,056.2	3,379.5	3,497.8
매출총이익	2,878.2	2,960.2	2,816.2	2,967.0	3,076.1
판관비	1,539.8	1,692.6	1,648.3	1,762.6	1,818.8
영업이익	1,338.4	1,267.6	1,167.9	1,204.5	1,257.2
EBITDA	1,541.5	1,440.3	1,419.3	1,444.1	1,563.7
영업외손익	101.2	161.9	81.2	104.4	103.5
이자수익	13.9	36.8	45.5	27.6	22.0
이자비용	17.8	34.8	28.1	39.9	35.2
외환관련이익	170.9	210.4	70.0	70.0	70.0
외환관련손실	41.9	105.3	50.0	50.0	50.0
종속 및 관계기업손익	10.9	29.4	29.4	29.4	29.4
기타	-34.8	25.4	14.4	67.3	67.3
법인세차감전이익	1,439.6	1,429.5	1,249.1	1,308.9	1,360.8
법인세비용	415.4	415.6	322.5	353.4	367.4
계속사업순손익	1,024.1	1,013.9	926.6	955.5	993.4
당기순이익	971.8	1,005.3	926.6	955.5	993.4
지배주주순이익	977.3	1,015.8	907.1	955.5	993.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.4	11.9	0.4	8.1	3.6
영업이익 증감율	-9.1	-5.3	-7.9	3.1	4.4
EBITDA 증감율	-7.7	-6.6	-1.5	1.7	8.3
지배주주순이익 증감율	-16.6	3.9	-10.7	5.3	4.0
EPS 증감율	-16.6	3.9	-10.2	8.8	5.4
매출총이익률(%)	55.0	50.6	48.0	46.7	46.8
영업이익률(%)	25.6	21.7	19.9	19.0	19.1
EBITDA Margin(%)	29.5	24.6	24.2	22.8	23.8
지배주주순이익률(%)	18.7	17.4	15.4	15.1	15.1

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,419.8	887.9	1,285.6	877.0	1,115.9
당기순이익	971.8	1,005.3	926.6	955.5	993.4
비현금화목의 가감	638.7	625.5	549.6	537.8	604.7
유형자산감가상각비	202.7	203.2	225.7	217.9	288.1
무형자산감가상각비	14.5	22.3	25.7	21.8	18.4
지분법평가손익	-11.5	-29.6	-29.4	-29.4	-29.4
기타	433.0	429.6	327.6	327.5	327.6
영업활동자산부채증감	222.2	-320.5	114.4	-250.7	-101.7
매출채권및기타채권의감소	201.9	-510.1	-49.6	-148.2	-71.0
재고자산의감소	66.1	-98.4	-93.4	-215.5	-103.3
매입채무및기타채무의증가	48.2	544.8	105.7	120.9	116.4
기타	-94.0	-256.8	151.7	-7.9	-43.8
기타현금흐름	-412.9	-422.4	-305.0	-365.6	-380.5
투자활동 현금흐름	-797.6	547.5	-806.9	-732.1	-647.3
유형자산의 취득	-224.4	-241.4	-485.2	-1,071.5	-680.0
유형자산의 처분	5.3	3.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-43.5	-41.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-485.8	-208.4	-354.4	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-102.3	826.2	0.0	306.7	0.0
기타	53.1	208.6	32.7	32.7	32.7
재무활동 현금흐름	-947.6	-931.8	-195.4	-231.6	-707.7
차입금의 증가(감소)	19.9	32.8	403.4	372.5	-117.5
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-17.4	-17.5	0.0
자기주식처분(취득)	-348.4	-357.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-595.6	-575.9	-581.4	-586.6	-590.3
기타	-23.5	-31.7	0.0	0.0	0.1
기타현금흐름	18.3	-49.2	-519.4	-305.5	20.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-307.0	454.4	-236.1	-392.2	-218.8
기초현금 및 현금성자산	1,253.6	946.6	1,401.0	1,164.9	772.7
기말현금 및 현금성자산	946.6	1,401.0	1,164.9	772.7	553.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	6,255.9	6,509.6	6,416.5	6,081.3	6,036.9
현금 및 현금성자산	946.6	1,401.0	1,164.9	772.7	553.9
단기금융자산	1,439.6	613.4	613.4	306.7	306.7
매출채권 및 기타채권	1,320.5	1,785.5	1,835.1	1,983.3	2,054.3
재고자산	2,375.4	2,575.8	2,669.3	2,884.8	2,988.1
기타유동자산	173.8	133.9	133.8	133.8	133.9
비유동자산	5,381.4	5,792.1	6,356.6	7,217.9	7,620.7
투자자산	2,096.5	2,334.3	2,718.1	2,747.4	2,776.8
유형자산	1,741.0	1,837.0	2,096.5	2,950.2	3,342.1
무형자산	145.7	167.9	142.2	120.4	102.0
기타비유동자산	1,398.2	1,452.9	1,399.8	1,399.9	1,399.8
자산총계	11,637.3	12,301.7	12,773.1	13,299.2	13,657.6
유동부채	2,063.9	2,527.3	2,668.7	2,879.6	3,066.6
매입채무 및 기타채무	1,683.8	2,172.2	2,277.9	2,398.8	2,515.3
단기금융부채	94.8	93.3	105.7	195.6	266.3
기타유동부채	285.3	261.8	285.1	285.2	285.0
비유동부채	364.5	415.8	805.1	1,087.7	899.6
장기금융부채	90.9	127.6	518.6	801.2	613.1
기타비유동부채	273.6	288.2	286.5	286.5	286.5
부채총계	2,428.4	2,943.1	3,473.8	3,967.2	3,966.2
지배지분	9,158.8	9,315.6	9,179.0	9,211.7	9,571.0
자본금	955.0	955.0	937.6	920.1	920.1
자본잉여금	533.4	533.4	533.4	533.4	533.4
기타자본	-880.0	-1,236.9	-1,236.9	-1,236.9	-1,236.9
기타포괄손익누계액	-87.9	-67.0	-88.3	-88.3	-88.3
이익잉여금	8,638.3	9,131.2	9,033.2	9,083.4	9,442.7
비지배지분	50.1	42.9	120.3	120.3	120.3
자본총계	9,208.9	9,358.6	9,299.3	9,332.0	9,691.4

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	7,118	7,399	6,647	7,234	7,622
BPS	66,710	67,853	68,591	70,684	73,441
CFPS	11,730	11,878	10,818	11,307	12,262
DPS	4,800	5,000	5,200	5,400	5,800
주가배수(배)					
PER	11.1	12.4	13.9	12.7	12.1
PER(최고)	12.2	13.5	14.5		
PER(최저)	11.0	10.4	12.2		
PBR	1.18	1.35	1.34	1.30	1.26
PBR(최고)	1.30	1.47	1.41		
PBR(최저)	1.17	1.13	1.18		
PSR	2.07	2.15	2.14	1.92	1.83
PCFR	6.7	7.7	8.5	8.2	7.5
EV/EBITDA	5.6	7.2	7.7	8.3	7.8
주요비율(%)					
배당성향(%(보통주,현금))	59.3	57.8	63.3	61.8	63.8
배당수익률(%(보통주,현금))	6.1	5.5	5.6	5.9	6.3
ROA	8.4	8.4	7.4	7.3	7.4
ROE	10.7	11.0	9.8	10.4	10.6
ROI	23.2	21.3	19.2	17.0	15.5
매출채권회전율	3.7	3.8	3.2	3.3	3.3
재고자산회전율	2.1	2.4	2.2	2.3	2.2
부채비율	26.4	31.4	37.4	42.5	40.9
순차입금비율	-23.9	-19.2	-12.4	-0.9	0.2
이자보상배율(현금)	75.0	36.5	41.6	30.2	35.7
총차입금	185.7	220.9	624.3	996.8	879.4
순차입금	-2,200.5	-1,793.4	-1,154.0	-82.6	18.8
EBITDA	1,541.5	1,440.3	1,419.3	1,444.1	1,563.7
FCF	1,134.8	517.8	747.0	-203.3	442.6

삼양식품 (003230)



BUY(Maintain)

주가(3/11) 191,700원

목표주가 270,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
sjpark@kiwoom.com

삼양식품은 중국 수출 정상화와 미국 중심의 수출 Level-up에 힘입어, 올해 2분기부터 실적 개선 모멘텀이 강화될 전망이다. 내년에는 밀양 2공장이 완공되면서, 외형 성장세가 더욱 탄력을 받을 것으로 전망된다.

Stock Data

KOSPI (3/11)	2,659.84pt
시가총액	14,441억원
52주 주가동향	최고가 234,500원 최저가 103,800원
최고/최저가 대비 등락	-18.3% 84.7%
주가수익률	절대 상대 1M 7.9% 6M 1.5% 1Y 57.1% 6.3% -2.4% 41.5%

Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	67천주
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(23.P)	1.1%
BPS (23.P)	74,635원
주요 주주	삼양내츄럴스 외 8 인
	45.2%

Price Trend



미국 수출 중심의 레벨업 기대

>>> 중국 수출 회복 기대

삼양식품은 중국 온라인 채널 사업 정비 이후 Restocking과 6.18 행사 전 선수요 영향 등으로 인해, 중국 라면 수출이 점차 회복될 것으로 전망된다. 중기적으로는 영업면적이 작은 소매점에 대한 시장 침투를 확대하고, 시장 점유율이 상승하고 있는 간식 전문점 채널과 지역 단위 할인점 등의 공략을 통해, 수출 규모가 점차 확대될 것으로 전망된다.

>>> 미국 중심으로 수출 Level-up 전망

미국은 지역 커버리지가 점차 확대되면서, 내년 신규 Capa 증설 이후, 매출 규모의 퀀텀 점프(Quantum Jump)가 기대된다. 과거 CJ와 농심의 메인스트림 채널 침투에 따른 매출 레코드를 감안한다면, Costco와 Wal-mart에서의 성공적인 매출 레코드는 他 채널과 서부 외 지역으로의 확장을 가속화 할 전망이다. 유럽도 작년에 라면 수출 규제가 완화되면서 외형 성장이 탄력을 받고 있고, K-Food의 인기가 급격하게 상승하고 있기 때문에, 수출 비중이 점차 확대될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원을 제시한다. 동사는 '불닭볶음면' 브랜드를 중심으로 글로벌 매출 성장세가 지속되고 있다. 특히, 중기적으로 미국 시장 확대가 실적 개선의 핵심 모멘텀이 될 것으로 판단된다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	642.0	909.0	1,192.9	1,373.0	1,487.5
영업이익	65.4	90.4	146.8	177.8	197.5
EBITDA	80.6	115.3	199.5	230.7	264.0
세전이익	72.1	102.0	149.7	177.5	198.7
순이익	56.7	80.3	124.9	134.5	150.6
지배주주지분순이익	56.3	79.8	124.4	133.7	149.8
EPS(원)	7,480	10,593	16,518	17,755	19,891
증감률(% YoY)	-16.2	41.6	55.9	7.5	12.0
PER(배)	12.7	12.0	11.6	10.8	9.6
PBR(배)	1.83	2.11	2.57	2.12	1.77
EV/EBITDA(배)	9.5	9.6	7.3	6.3	5.1
영업이익률(%)	10.2	9.9	12.3	12.9	13.3
ROE(%)	15.4	18.9	24.5	21.5	20.0
순차입금비율(%)	11.1	32.8	0.7	-1.1	-12.6

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	240.0	245.6	285.4	335.2	326.8	317.7	346.9	352.3	356.1	909.0	1,192.9	1,373.0
(YoY)	24.5%	21.5%	11.8%	58.5%	36.2%	29.4%	21.6%	5.1%	9.0%	41.6%	31.2%	15.1%
국내	85.0	87.6	95.5	95.5	94.0	97.7	100.0	98.2	100.1	303.3	372.6	395.9
(YoY)	23.3%	26.5%	32.6%	24.0%	10.6%	11.5%	4.7%	2.8%	6.4%	19.7%	22.8%	6.3%
해외	155.0	157.9	189.9	239.8	232.8	220.0	246.9	254.1	256.1	605.7	820.4	977.1
(YoY)	25.2%	18.9%	3.6%	78.2%	50.1%	39.3%	30.0%	6.0%	10.0%	55.9%	35.4%	19.1%
매출총이익	69.7	70.4	100.8	117.2	114.2	107.4	120.9	123.9	129.4	251.2	402.6	481.6
(GPM)	29.0%	28.7%	35.3%	34.9%	35.0%	33.8%	34.9%	35.2%	36.3%	27.6%	33.7%	35.1%
판관비	50.5	46.5	56.7	73.7	78.8	69.6	73.4	78.8	82.0	160.8	255.8	303.8
(판관비율)	21.0%	18.9%	19.9%	22.0%	24.1%	21.9%	21.2%	22.4%	23.0%	17.7%	21.4%	22.1%
영업이익	19.2	23.9	44.0	43.4	35.5	37.8	47.5	45.0	47.4	90.4	146.8	177.8
(YoY)	-11.0%	-2.6%	61.2%	124.7%	84.7%	58.5%	7.8%	3.7%	33.7%	38.3%	62.5%	21.1%
(OPM)	8.0%	9.7%	15.4%	13.0%	10.9%	11.9%	13.7%	12.8%	13.3%	9.9%	12.3%	13.0%
세전이익	-1.2	26.1	42.5	45.8	35.3	37.8	47.4	45.0	47.4	102.0	149.7	177.5
순이익	2.2	22.6	34.8	37.8	29.7	28.6	35.9	34.1	35.9	80.3	124.9	134.5
(지배)순이익	2.2	22.3	34.8	37.8	29.5	28.4	35.7	33.9	35.7	79.8	124.4	133.7
(YoY)	-87.4%	17.2%	27.0%	21.6%	1215%	27.3%	2.6%	-10.3%	21.1%	41.6%	55.9%	7.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	642.0	909.0	1,192.9	1,373.0	1,487.5
매출원가	471.4	657.8	790.4	891.4	954.4
매출총이익	170.6	251.2	402.6	481.6	533.1
판관비	105.3	160.8	255.8	303.8	335.6
영업이익	65.4	90.4	146.8	177.8	197.5
EBITDA	80.6	115.3	199.5	230.7	264.0
영업외손익	6.8	11.6	2.9	-0.3	1.2
이자수익	0.9	2.1	5.6	5.8	7.3
이자비용	0.4	4.8	6.1	6.1	6.1
외환관련이익	7.9	16.3	15.0	15.0	15.0
외환관련손실	2.3	16.6	15.0	15.0	15.0
종속 및 관계기업손익	-0.5	2.4	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	12.2	3.4	0.0	0.0
법인세차감전이익	72.1	102.0	149.7	177.5	198.7
법인세비용	15.5	21.7	24.8	43.0	48.1
계속사업순손익	56.7	80.3	124.9	134.5	150.6
당기순이익	56.7	80.3	124.9	134.5	150.6
지배주주순이익	56.3	79.8	124.4	133.7	149.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.0	41.6	31.2	15.1	8.3
영업이익 증감율	-31.4	38.2	62.4	21.1	11.1
EBITDA 증감율	-25.8	43.1	73.0	15.6	14.4
지배주주순이익 증감율	-16.2	41.7	55.9	7.5	12.0
EPS 증감율	-16.2	41.6	55.9	7.5	12.0
매출총이익률(%)	26.6	27.6	33.7	35.1	35.8
영업이익률(%)	10.2	9.9	12.3	12.9	13.3
EBITDA Margin(%)	12.6	12.7	16.7	16.8	17.7
지배주주순이익률(%)	8.8	8.8	10.4	9.7	10.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	58.4	47.8	194.1	143.9	176.1
당기순이익	0.0	0.0	124.9	134.5	150.6
비현금항목의 가감	20.2	27.0	69.1	69.3	82.9
유형자산감가상각비	14.9	23.2	49.3	49.4	62.9
무형자산감가상각비	0.4	1.7	3.4	3.5	3.6
지분법평가손익	-0.5	-2.4	0.0	0.0	0.0
기타	5.4	4.5	16.4	16.4	16.4
영업활동자산부채증감	-12.7	-63.5	25.4	-16.7	-10.6
매출채권및기타채권의감소	-10.2	-24.6	1.7	-13.9	-8.8
재고자산의감소	-10.3	-64.0	-22.2	-20.0	-12.7
매입채무및기타채무의증가	23.7	14.7	27.0	17.1	10.9
기타	-15.9	10.4	18.9	0.1	0.0
기타현금흐름	50.9	84.3	-25.3	-43.2	-46.8
투자활동 현금흐름	-173.1	-99.8	-54.0	-144.0	-94.0
유형자산의 취득	-139.7	-88.2	-50.0	-140.0	-90.0
유형자산의 처분	0.4	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.7	7.9	-4.0	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	7.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-39.0	14.2	0.0	0.0	0.0
기타	9.4	-42.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	125.2	37.1	68.4	-15.7	-15.7
차입금의 증가(감소)	132.2	69.7	78.8	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-6.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.0	-13.5	-10.5	-15.7	-15.7
기타	-1.0	-12.3	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	-2.6	15.9	26.8	30.4
현금 및 현금성자산의 순증가	10.5	-17.6	224.4	11.0	96.8
기초현금 및 현금성자산	104.0	114.5	96.9	321.3	332.3
기말현금 및 현금성자산	114.5	96.9	321.3	332.3	429.1

자료: 기움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	278.9	353.9	598.8	643.7	762.0
현금 및 현금성자산	114.5	96.9	321.3	332.3	429.1
단기금융자산	51.0	36.8	36.8	36.8	36.8
매출채권 및 기타채권	57.5	93.5	91.8	105.6	114.4
재고자산	44.8	110.3	132.5	152.6	165.3
기타유동자산	11.1	16.4	16.4	16.4	16.4
비유동자산	474.2	571.0	572.4	663.5	691.0
투자자산	21.7	13.9	13.9	13.9	13.9
유형자산	421.1	475.3	476.0	566.7	593.8
무형자산	6.1	53.6	54.2	54.7	55.1
기타비유동자산	25.3	28.2	28.3	28.2	28.2
자산총계	753.1	924.9	1,171.2	1,307.2	1,453.1
유동부채	182.4	225.3	353.8	370.9	381.8
매입채무 및 기타채무	116.7	141.3	168.3	185.4	196.3
단기금융부채	52.8	52.3	131.2	131.2	131.2
기타유동부채	12.9	31.7	54.3	54.3	54.3
비유동부채	175.0	244.8	244.8	244.8	244.8
장기금융부채	156.6	230.7	230.7	230.7	230.7
기타비유동부채	18.4	14.1	14.1	14.1	14.1
부채총계	357.4	470.2	598.6	615.7	626.6
자비자분	390.4	453.0	562.2	680.3	814.5
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	12.2	11.5	11.5	11.5	11.5
기타자본	0.0	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8
기타포괄손익누계액	2.0	1.4	1.9	1.9	1.9
이익잉여금	338.5	409.2	518.0	636.1	770.3
비자비자분	5.3	1.8	10.4	11.2	12.0
자본총계	395.7	454.8	572.6	691.5	826.5
투자지표					
					(단위: 원, %, 배)
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	7,480	10,593	16,518	17,755	19,891
BPS	51,824	60,129	74,635	90,310	108,121
CFPS	10,209	14,246	25,756	27,067	31,007
DPS	1,000	1,400	2,100	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	12.7	12.0	11.6	10.8	9.6
PER(최고)	13.8	12.5	13.8		
PER(최저)	10.3	7.6	6.2		
PBR	1.83	2.11	2.57	2.12	1.77
PBR(최고)	2.00	2.20	3.05		
PBR(최저)	1.49	1.34	1.38		
PSR	1.11	1.05	1.21	1.05	0.97
PCFR	9.3	8.9	7.4	7.1	6.2
EV/EBITDA	9.5	9.6	7.3	6.3	5.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	13.3	13.0	12.5	11.6	10.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
ROA	8.7	9.6	11.9	10.9	10.9
ROE	15.4	18.9	24.5	21.5	20.0
ROI	14.1	13.1	21.0	21.6	21.5
매출채권회전율	12.5	12.0	12.9	13.9	13.5
재고자산회전율	16.2	11.7	9.8	9.6	9.4
부채비율	90.3	103.4	104.5	89.0	75.8
순차입금비율	11.1	32.8	0.7	-1.1	-12.6
이자보상배율, 현금	182.2	18.9	24.0	29.0	32.3
총차입금	209.5	283.0	361.9	361.9	361.9
순차입금	44.0	149.3	3.8	-7.3	-104.1
EBITDA	80.6	115.3	199.5	230.7	264.0
FCF	-87.6	-50.7	146.5	26.9	111.5

롯데웰푸드 (280360)



BUY(Maintain)

주가(3/11) 123,700원

목표주가 180,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

sjpark@kiwoom.com

롯데웰푸드는 음식료 업체 중에 인도 매출 비중이 가장 높은 업체이다. 인도는 글로벌 소비재 시장 중에서 가장 높은 성장성을 가진 마켓이기 때문에, 동사 제과 사업의 성장 잠재력이 부각될 수 있다. 특히, 올해 2분기에 아이스크림 제2공장이 가동되기 시작되면서, 인도 법인의 매출 성장에 대한 기대감이 더욱 확대될 것으로 전망된다.

Stock Data

KOSPI (3/11)	2,659.84pt
시가총액	11,671억원
52주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비 등락	134,200원 -7.8%
주가수익률	절대 상대
1M	0.6% -0.9%
6M	11.3% 7.0%
1Y	5.5% -5.0%

Company Data

발행주식수	9,435천주
일평균 거래량(3M)	11천주
외국인 지분율	11.6%
배당수익률(23.P)	2.4%
BPS (23.P)	217.714원
주요 주주	롯데지주 외 17 인
	70.2%

Price Trend



새로운 기회의 땅, 인도

>>> 인도 법인의 중장기 성장성에 주목

롯데웰푸드는 음식료 업체 중에 인도 매출 비중이 가장 높은 업체이다. 인도는 글로벌 소비재 시장 중에서 가장 높은 성장성을 가진 마켓이다. 일자리 증가와 소득 수준 고성장으로 유통 채널이 현대화되면서, 필수소비재의 판매량과 ASP가 중장기적으로 고성장 할 가능성이 높기 때문이다.

>>> 푸네 아이스크림 공장 증설 효과 기대

동사의 자회사 하브모어(Havmor)는 올해 5~6월부터 인도 푸네(Pune)에 아이스크림 제2공장 가동을 시작할 계획이다. 이에 따라, 구자라트(Gujarat) 주를 포함한 서부 지역에 편중된 영업 네트워크를 시장 규모가 가장 큰 마하라슈트라(Maharashtra) 주 등 인도의 다른 지역으로 다변화하고, 시장 성장에 맞추어 생산 Capa를 2배로 확장할 계획이다. 특히, 작년은 비우호적인 날씨와 인플레이션 영향으로 인해, 아이스크림 판매량의 기저효과도 존재하기 때문에, 올해 2분기부터 매출 성장세가 더욱 탄력을 받을 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원

롯데웰푸드에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원을 제시한다. 동사는 국내외 사업의 선택과 집중을 통해 전사 효율성이 개선되면서, 실적 개선 모멘텀이 강화되고 있다. 특히, 내년 2분기 이후 인도 Capa 증설 효과에 따라, 벨류에이션 레벨에 큰 변화가 있을 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	2,145.4	3,203.3	4,066.4	4,183.6	4,313.1
영업이익	108.5	112.4	177.0	227.5	247.1
EBITDA	226.7	266.0	346.3	411.7	433.5
세전이익	54.1	51.5	109.8	171.0	192.4
순이익	36.3	43.9	67.8	129.6	145.8
자본주주지분순이익	34.9	47.0	70.5	127.6	143.8
EPS(원)	5,438	5,931	7,474	13,523	15,243
증감률(% YoY)	-14.9	9.1	26.0	80.9	12.7
PER(배)	22.2	20.7	16.6	9.1	8.1
PBR(배)	0.63	0.57	0.57	0.54	0.51
EV/EBITDA(배)	6.0	8.0	5.8	4.8	4.3
영업이익률(%)	5.1	3.5	4.4	5.4	5.7
ROE(%)	2.9	2.9	3.5	6.1	6.5
순차입금비율(%)	38.1	41.8	35.8	31.2	26.0

자료: 키움증권 리서치센터

롯데월푸드 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	1,026.5	959.6	1,040.6	1,086.5	979.6	980.9	1,077.7	1,127.2	997.9	3,203.3	4,066.4	4,183.6
(YoY)	87.1%	89.7%	83.3%	-1.5%	-4.6%	2.2%	3.6%	3.7%	1.9%	49.3%	26.9%	2.9%
국내	807.2	777.5	841.5	895.5	786.3	781.1	852.0	912.0	781.6	3,315.1	3,300.8	3,326.8
(YoY)	8.0%	3.3%	-0.7%	-1.4%	-2.6%	0.5%	1.3%	1.8%	-0.6%	7.2%	-0.4%	0.8%
건과	291.1	265.6	250.4	271.3	300.2	273.5	258.0	279.4	309.2	1,008.2	1,087.5	1,120.1
(YoY)	12.6%	11.1%	11.3%	7.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.3%	7.9%	3.0%
빙과	92.2	106.8	185.4	223.5	93.1	110.0	191.0	230.2	95.9	590.4	608.8	627.1
(YoY)	-0.7%	-6.3%	5.5%	7.2%	1.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.8%	3.1%	3.0%
유자	128.5	117.8	114.2	110.0	129.4	120.0	120.0	120.0	120.0	547.5	471.4	480.0
기타	295.4	287.3	291.4	290.8	263.6	277.6	283.1	282.4	256.5	1,169.0	1,133.1	1,099.5
해외	227.1	190.9	207.7	199.3	202.7	208.5	234.2	223.4	225.6	795.2	800.5	891.8
(YoY)	20.3%	18.8%	4.4%	-4.5%	-10.7%	9.2%	12.8%	12.1%	11.3%	23.5%	0.7%	11.4%
인도	52.5	60.5	86.1	67.9	54.5	70.4	106.2	80.8	64.2	247.2	269.0	321.6
(YoY)	27.2%	16.1%	7.7%	8.4%	3.8%	16.3%	23.3%	19.0%	17.8%	48.7%	8.8%	19.5%
건과	25.0	25.5	22.4	28.9	26.7	29.3	26.4	33.1	30.5	92.9	103.4	119.4
빙과	27.5	35.1	63.7	39.0	27.8	41.1	79.7	47.7	33.6	154.4	165.6	202.2
카자흐스탄	81.7	65.6	66.9	63.8	73.4	70.1	70.8	71.9	84.2	233.8	269.7	297.2
(YoY)	49.2%	55.1%	32.5%	7.7%	-10.2%	6.9%	5.9%	12.7%	14.8%	33.3%	15.4%	10.2%
러시아	26.2	19.3	18.7	19.6	20.1	19.5	18.6	21.8	22.1	80.6	77.7	82.0
(YoY)	64.6%	58.1%	-1.5%	-15.5%	-23.3%	1.1%	-0.7%	11.2%	10.2%	53.4%	-3.6%	5.6%
기타	66.6	45.5	35.9	48.0	54.7	48.5	38.6	49.0	55.0	233.6	184.1	191.1
기타 및 연결조정	-7.8	-8.8	-8.5	-8.3	-9.4	-8.8	-8.5	-8.3	-9.4	-34.9	-34.9	-34.9
영업이익	19.4	18.6	48.6	80.6	29.2	41.9	68.1	83.0	34.5	112.4	177.0	227.5
(YoY)	51.6%	72.9%	94.6%	40.9%	50.2%	125.0%	40.3%	3.0%	18.1%	3.6%	57.5%	28.5%
(OPM)	1.9%	1.9%	4.7%	7.4%	3.0%	4.3%	6.3%	7.4%	3.5%	3.5%	4.4%	5.4%
국내	9.7	12.8	35.0	66.3	16.4	30.6	49.7	67.6	21.2	80.9	130.5	169.1
(OPM)	1.2%	1.7%	4.2%	7.4%	2.1%	3.9%	5.8%	7.4%	2.7%	2.4%	4.0%	5.1%
해외	13.0	8.9	15.7	18.2	15.8	14.4	20.5	19.3	16.3	43.5	58.6	70.5
(OPM)	5.7%	4.7%	7.6%	9.1%	7.8%	6.9%	8.8%	8.6%	7.2%	5.5%	7.3%	7.9%
기타 및 연결조정	-3.2	-3.1	-2.1	-3.9	-3.0	-3.1	-2.1	-3.9	-3.0	-12.1	-12.1	-12.1
세전이익	-28.8	2.7	24.4	96.0	-13.2	27.7	54.0	68.9	20.4	51.5	109.8	171.0
당기순이익	-17.5	0.0	12.4	71.3	-16.0	21.0	40.9	52.2	15.4	43.9	67.8	129.6
지배주주순이익	-17.2	1.1	13.4	71.2	-15.1	20.5	40.4	51.7	14.9	47.0	70.5	127.6
(YoY)	적지	흑전	-57.5%	98.9%	적지	1824%	200.6%	-27.3%	흑전	34.8%	50.0%	80.9%
현지 통화 기준 매출 성장률												
인도	21.1%	20.0%	9.6%	14.6%	8.5%	14.2%	25.0%	19.5%	18.3%	40.2%	12.8%	19.8%
건과	22.7%	25.4%	15.1%	12.9%	11.4%	13.0%	19.6%	15.1%	14.9%	31.1%	15.9%	15.5%
빙과	19.7%	16.3%	7.8%	15.9%	5.8%	15.0%	26.9%	22.8%	21.6%	46.4%	11.0%	22.5%
카자흐스탄	40.6%	46.1%	28.1%	5.1%	-7.6%	5.0%	8.9%	14.0%	13.9%	27.2%	13.6%	10.5%
러시아	23.2%	27.6%	11.5%	34.3%	17.6%	20.0%	9.9%	5.6%	6.4%	23.0%	22.4%	10.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	2,145.4	3,203.3	4,066.4	4,183.6	4,313.1
매출원가	1,412.3	2,291.1	2,934.7	2,983.3	3,063.8
매출총이익	733.1	912.2	1,131.7	1,200.3	1,249.2
판관비	624.6	799.8	954.7	972.8	1,002.1
영업이익	108.5	112.4	177.0	227.5	247.1
EBITDA	226.7	266.0	346.3	411.7	433.5
영업외손익	-54.4	-60.9	-67.2	-56.5	-54.7
이자수익	6.0	8.7	12.6	11.0	12.8
이자비용	20.0	28.3	43.8	42.5	42.5
외환관련이익	7.9	13.0	5.0	5.0	5.0
외환관련손실	16.1	26.0	5.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	-0.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
기타	-32.0	-26.7	-36.0	-25.0	-25.0
법인세차감전이익	54.1	51.5	109.8	171.0	192.4
법인세비용	17.8	7.6	42.1	41.4	46.6
계속사업순손익	36.3	43.9	67.8	129.6	145.8
당기순이익	36.3	43.9	67.8	129.6	145.8
지배주주순이익	34.9	47.0	70.5	127.6	143.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.3	49.3	26.9	2.9	3.1
영업이익 증감율	-3.6	3.6	57.5	28.5	8.6
EBITDA 증감율	-4.0	17.3	30.2	18.9	5.3
지배주주순이익 증감율	-14.8	34.7	50.0	81.0	12.7
EPS 증감율	-14.9	9.1	26.0	80.9	12.7
매출총이익률(%)	34.2	28.5	27.8	28.7	29.0
영업이익률(%)	5.1	3.5	4.4	5.4	5.7
EBITDA Margin(%)	10.6	8.3	8.5	9.8	10.1
지배주주순이익률(%)	1.6	1.5	1.7	3.1	3.3

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	212.7	93.7	313.6	239.1	252.1
당기순이익	36.3	43.9	67.8	129.6	145.8
비현금화목의 가감	197.8	228.5	186.6	201.5	203.7
유형자산감가상각비	105.6	138.9	154.4	170.9	174.2
무형자산감가상각비	12.7	14.8	14.8	13.3	12.2
지분법평가손익	-0.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
기타	79.7	76.4	17.4	17.3	17.3
영업활동자산부채증감	7.7	-143.9	132.5	-19.1	-21.1
매출채권및기타채권의감소	26.1	11.7	12.2	-10.3	-11.4
재고자산의감소	-13.5	-99.8	142.2	-13.9	-15.3
매입채무및기타채무의증가	14.6	-9.5	-11.6	5.0	5.6
기타	-19.5	-46.3	-10.3	0.1	0.0
기타현금흐름	-29.1	-34.8	-73.3	-72.9	-76.3
투자활동 현금흐름	-126.3	-104.8	-108.7	-35.2	-35.2
유형자산의 취득	-142.9	-127.1	-324.6	-200.0	-200.0
유형자산의 처분	10.1	2.4	47.8	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	-1.4	3.3	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.3	-105.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.8	-45.2	0.0	0.0	0.0
기타	6.4	172.3	164.8	164.8	164.8
재무활동 현금흐름	-107.1	32.6	35.3	-178.4	-35.4
차입금의 증가(감소)	-66.7	100.9	64.5	-143.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-22.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-11.0	-11.0	-20.3	-26.5	-26.5
기타	-29.4	-34.9	-8.9	-8.9	-8.9
기타현금흐름	3.6	1.8	-60.1	-100.3	-97.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-17.1	23.4	180.2	-74.8	84.5
기초현금 및 현금성자산	312.1	295.0	318.4	498.5	423.8
기말현금 및 현금성자산	295.0	318.4	498.5	423.8	508.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	827.9	1,449.0	1,488.7	1,438.1	1,549.3
현금 및 현금성자산	295.0	318.4	498.5	423.8	508.3
단기금융자산	46.2	91.4	91.4	91.4	91.4
매출채권 및 기타채권	186.1	368.9	356.7	367.0	378.3
재고자산	247.2	623.4	481.2	495.1	510.4
기타유동자산	53.4	46.9	60.9	60.8	60.9
비유동자산	1,838.7	2,656.3	2,710.2	2,726.0	2,739.7
투자자산	11.2	115.5	115.5	115.5	115.5
유형자산	1,293.7	1,853.4	1,975.7	2,004.8	2,030.6
무형자산	316.9	312.5	294.3	281.0	268.9
기타비유동자산	216.9	374.9	324.7	324.7	324.7
자산총계	2,666.6	4,105.3	4,199.0	4,164.1	4,289.0
유동부채	685.6	921.1	932.1	794.2	799.7
매입채무 및 기타채무	259.7	414.7	403.1	408.2	413.7
단기금융부채	374.4	428.7	454.0	311.1	311.1
기타유동부채	51.5	77.7	75.0	74.9	74.9
비유동부채	654.0	1,072.5	1,124.4	1,124.4	1,124.4
장기금융부채	472.1	864.6	903.8	903.8	903.8
기타비유동부채	181.9	207.9	220.6	220.6	220.6
부채총계	1,339.7	1,993.6	2,056.5	1,918.6	1,924.1
자본부분	1,234.1	2,023.8	2,054.0	2,155.1	2,272.4
자본금	3.2	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	1,178.5	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4
기타자본	-6.0	437.9	437.9	437.9	437.9
기타포괄손익누계액	-35.4	-47.9	-61.7	-61.7	-61.7
이익잉여금	93.8	498.7	542.7	643.8	761.0
비자본부분	92.9	87.8	88.5	90.5	92.5
자본총계	1,327.0	2,111.6	2,142.6	2,245.6	2,364.9

투자지표

	(단위: 원, %, 배)				
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	5,438	5,931	7,474	13,523	15,243
BPS	192,328	214,514	217,714	228,426	240,858
CFPS	36,485	34,344	26,959	35,096	37,046
DPS	1,600	2,300	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	22.2	20.7	16.6	9.1	8.1
PER(최고)	30.3	23.4	18.1		
PER(최저)	18.8	18.3	12.2		
PBR	0.63	0.57	0.57	0.54	0.51
PBR(최고)	0.86	0.65	0.62		
PBR(최저)	0.53	0.51	0.42		
PSR	0.36	0.30	0.29	0.28	0.27
PCFR	3.3	3.6	4.6	3.5	3.3
EV/EBITDA	6.0	8.0	5.8	4.8	4.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주,현금)	28.2	46.3	39.1	20.5	18.2
배당수익률(%·보통주,현금)	1.3	1.9	2.4	2.4	2.4
ROA	1.4	1.3	1.6	3.1	3.4
ROE	2.9	2.9	3.5	6.1	6.5
ROI	3.7	4.9	3.9	6.2	6.6
매출채권회전율	10.8	11.5	11.2	11.6	11.6
재고자산회전율	9.0	7.4	7.4	8.6	8.6
부채비율	101.0	94.4	96.0	85.4	81.4
순차입금비율	38.1	41.8	35.8	31.2	26.0
이자보상배율,현금	5.4	4.0	4.0	5.4	5.8
총차입금	846.5	1,293.3	1,357.9	1,214.9	1,214.9
순차입금	505.2	883.5	767.9	699.7	615.2
EBITDA	226.7	266.0	346.3	411.7	433.5
FCF	61.7	-2.9	137.5	137.5	152.6

고지사항

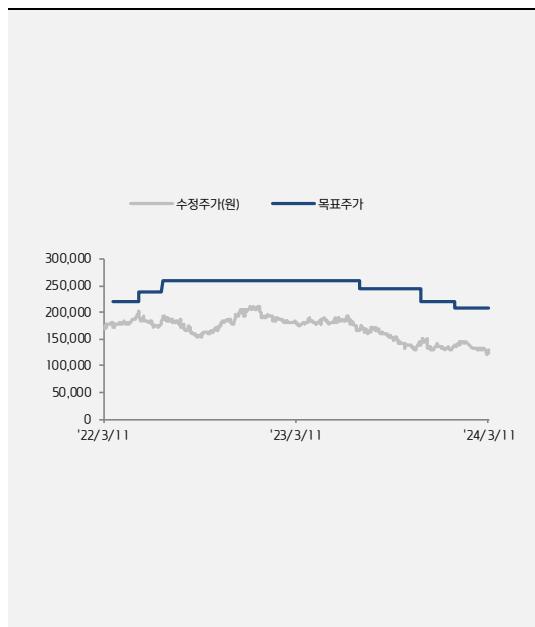
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장 할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 평균 대상 주가 주가 시점 대비 대비		
				괴리율(%)	최고 주가 주가 대비 대비	
BGF리테일 (282330)	2022-03-28	BUY(Maintain)	220,000원	6개월 -16.89	-7.73	
	2022-05-17	BUY(Maintain)	240,000원	6개월 -24.48	-19.17	
	2022-06-30	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -26.38	-25.77	
	2022-07-05	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -28.48	-25.77	
	2022-08-05	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -31.99	-25.77	
	2022-09-05	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -33.95	-25.77	
	2022-10-12	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -33.40	-25.77	
	2022-11-04	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -30.36	-18.08	
	2023-01-09	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -29.04	-24.04	
	2023-04-12	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -29.50	-26.15	
	2023-05-03	BUY(Maintain)	260,000원	6개월 -29.69	-25.42	
	2023-07-10	BUY(Maintain)	245,000원	6개월 -37.29	-28.61	
	2023-11-03	BUY(Maintain)	220,000원	6개월 -33.68	-31.59	
	2023-11-16	BUY(Maintain)	220,000원	6개월 -37.99	-31.59	
	2024-01-08	BUY(Maintain)	210,000원	6개월 -35.08	-30.43	
	2024-03-11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

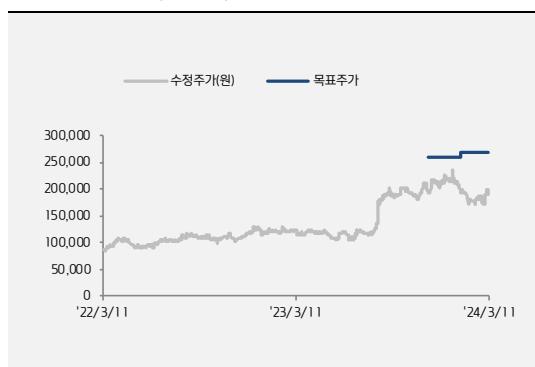


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 평균 대상 주가 주가 시점 대비 대비		
				괴리율(%)	최고 주가 주가 대비 대비	
삼양식품 (003230)	2023-11-16	Buy(Initiate)	260,000원	6개월 -18.41	-9.81	
	2024-01-18	Buy(Maintain)	270,000원	6개월 -31.63	-25.93	
	2024-03-11	Buy(Maintain)	270,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

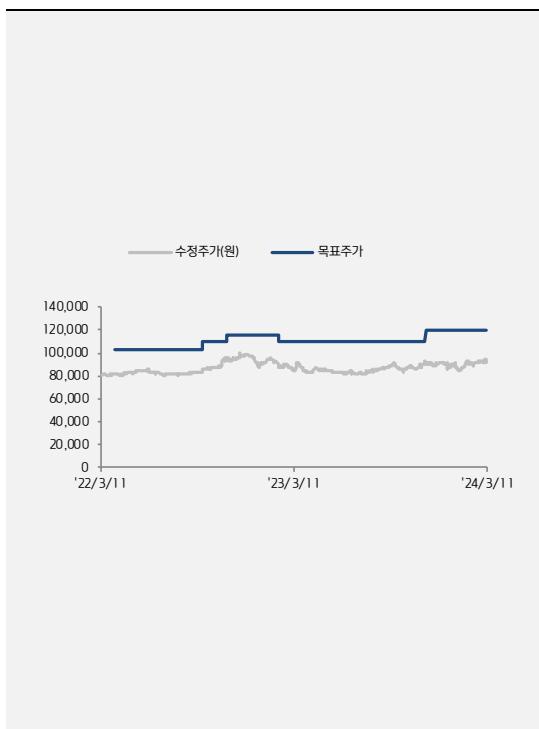


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표	괴리율(%)	
				가격	평균	최고
			대상	주가	주가	사점
			대비	대비	대비	대비
KT&G (033780)	2022-04-07	BUY(Maintain)	103,000원	6개월	-20.51	-19.51
	2022-05-13	BUY(Maintain)	103,000원	6개월	-19.53	-16.60
	2022-07-12	BUY(Maintain)	103,000원	6개월	-19.80	-16.60
	2022-08-05	BUY(Maintain)	103,000원	6개월	-19.87	-16.60
	2022-09-19	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-21.53	-20.73
	2022-10-05	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-19.69	-13.00
	2022-11-04	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-17.58	-13.13
	2023-01-16	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-17.92	-13.13
	2023-02-10	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-21.15	-16.55
	2023-04-18	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-21.38	-16.55
	2023-05-12	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-22.70	-16.55
	2023-07-17	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-22.91	-16.55
	2023-08-04	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-22.91	-16.55
	2023-10-19	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-20.70	-18.36
	2023-11-10	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-20.06	-16.00
	2023-11-16	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-25.21	-23.58
	2024-01-18	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-25.46	-22.58
	2024-02-08	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-24.89	-21.75
	2024-03-11	BUY(Maintain)	120,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

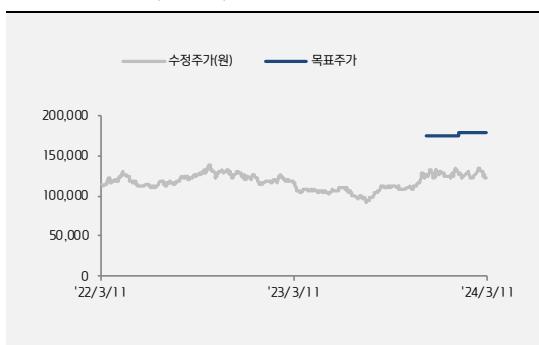


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표	괴리율(%)	
				가격	평균	최고
			대상	주가	주가	사점
			대비	대비	대비	대비
롯데월드 (280360)	2023-11-16	Buy(Initiate)	175,000원	6개월	-27.08	-23.31
	2024-01-18	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-29.27	-25.56
	2024-03-11	Buy(Maintain)	180,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%