

K-Food



2024년 11월 18일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

음식료/유통 25년 전망: 수출, 과점화, 밸류업

음식료/유통 Analyst 박상준 CFA sjpark@kiwoom.com

RA 신대현 shin8d@kiwoom.com



Contents



음식료/유통 25년 전망:

수출, 과점화, 밸류업 2

I. 3Q24 실적리뷰 3

> 유통 3

> 음식료 12

II. 내수 << 수출 23

> 금리 인하: 이상과 현실의 괴리 23

> 라면: 공격적 Capa 확대 28

> 제과: 새로운 다크호스 31

> 담배: Smoke-free 선호와 Tax Push 35

> 간편식: Price Challenge 39

III. 근거리 상권 과점화 41

> 코로나 이후 유통 업체 양극화 41

> 출점과 폐점 사이 42

IV. 주주환원정책 강화 45

> 밸류업의 정석을 보여준 KT&G 45

> Next KT&G 찾기 47

V. 업종별 투자전략 50

> 유통(Neutral) 50

> 음식료(Overweight) 52

기업분석 55

> KT&G (033780) 56

> 삼양식품 (003230) 59

> 오리온 (271560) 62

> GS리테일 (007070) 65

> BGF리테일 (282330) 68

Compliance Notice

- 당사는 11월 18일 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.

음식료/유통 25년 전망:

수출, 과점화, 밸류업

>>> K-Food 수출 성장세 가속화

주요 오프라인 유통 업체의 시장 점유율 하락을 감안한다면, 금리 인하 속도가 가파르게 나타나야 기존점 성장률의 반등 강도가 강해질 것으로 판단된다. 따라서, 2025년에도 수출 성장세가 양호한 업체 중심의 투자전략이 유효할 것으로 판단된다. 특히, 공격적인 Capa 증설이 예정되어 있는 라면 업체(삼양식품)와 선진 시장에서 수요가 증가하고 있는 제과 업체(오리온)들의 움직임에 주목할 필요가 있다.

>>> 산업 과점화와 주주환원정책 강화

쿠팡을 중심으로 국내 소매유통 시장이 재편되면서, 차별점을 잃은 할인점 업체가 가장 큰 어려움을 겪고 있다. 이에 따라, 관련 업체들의 수익성과 재무구조가 악화되고, 신규 투자에 어려움을 겪으면서, 편의점과 SSM 산업을 중심으로 과점화 경향이 뚜렷해질 전망이다 (BGF리테일/GS리테일)이다.

한편, 거래소의 밸류업 정책 추진으로 인한, 기업들의 주주환원정책 강화 계획도 주목할 필요가 있다. 특히, 시장 금리 하락으로 고배당주의 매력도가 강화되고 있기 때문에, ROE 개선 여지가 있고, 탄탄한 재무상태와 현금흐름을 가진 업체들을 주목할 필요(KT&G/BGF리테일/오리온 등)가 있다.

>>> 업종별 투자전략

음식료 업종 최선호주로 삼양식품, 차선호주로 KT&G를 제시하고, 관심종목으로 오리온을 제시한다. 삼양식품은 불닭볶음면의 미주/유럽 내 고성장, KT&G는 글로벌 매출 성장과 주주환원정책 강화, 오리온은 선진 시장 수출 증가와 주주환원정책 강화 가능성에 주목할 필요가 있다.

유통 업종 최선호주로 GS리테일, BGF리테일을 제시한다. 양사 모두 편의점/SSM 산업의 과점화와 주주환원정책 강화 가능성에 주목할 필요가 있다.

I. 3Q24 실적리뷰

>>> 유통

주요 유통 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	YoY	2024E	YoY	2025E	YoY
BGF 리테일	매출액	20,402	19,538	22,029	23,266	21,378	4.8%	86,211	5.2%	90,513	5.0%
	영업이익	511	326	762	912	550	7.7%	2,551	0.7%	2,746	7.7%
	OPM	2.5%	1.7%	3.5%	3.9%	2.6%	0.1%p	3.0%	-0.1%p	3.0%	0.1%p
	순이익	386	234	585	699	423	9.7%	1,941	-0.9%	2,045	5.4%
GS 리테일	매출액	27,963	27,011	29,371	30,547	29,253	4.6%	116,195	4.4%	121,878	4.9%
	영업이익	537	497	810	806	643	19.9%	2,757	-5.3%	3,160	14.6%
	OPM	1.9%	1.8%	2.8%	2.6%	2.2%	0.3%p	2.4%	-0.2%p	2.6%	0.2%p
	순이익		243	475	-609	326		436		1,896	335.2%
신세계	매출액	17,203	16,047	16,044	15,401	17,382	1.0%	64,875	2.1%	66,667	2.8%
	영업이익	2,060	1,630	1,175	930	1,696	-17.7%	5,430	-15.1%	5,801	6.8%
	OPM	12.0%	10.2%	7.3%	6.0%	9.8%	-2.2%p	8.4%	-1.7%p	8.7%	0.3%p
	순이익	189	1,029	366	195	666	251.9%	2,256	0.2%	2,375	5.3%
현대백화점	매출액	11,352	9,517	10,238	10,368	11,392	0.3%	41,515	-1.3%	42,829	3.2%
	영업이익	960	689	428	646	1,109	15.5%	2,872	-5.4%	3,679	28.1%
	OPM	8.5%	7.2%	4.2%	6.2%	9.7%	1.3%p	6.9%	-0.3%p	8.6%	1.7%p
	순이익	-2,085	683	-1,455	212	622	흑전	62	흑전	2,118	3289.4%
롯데쇼핑	매출액	36,329	35,133	34,278	35,684	36,003	-0.9%	141,098	-3.1%	143,932	2.0%
	영업이익	2,024	1,149	561	1,550	2,157	6.6%	5,416	6.5%	5,537	2.2%
	OPM	5.6%	3.3%	1.6%	4.3%	6.0%	0.4%p	3.8%	0.3%p	3.8%	0.0%p
	순이익	-412	779	-908	222	1,188	흑전	1,281	-26.5%	2,134	66.6%
이마트	매출액	73,561	72,067	70,560	75,085	73,670	0.1%	291,382	-1.1%	295,161	1.3%
	영업이익	-855	471	-346	1,117	303	흑전	1,545	흑전	2,667	72.6%
	OPM	-1.2%	0.7%	-0.5%	1.5%	0.4%	1.6%p	0.5%	0.7%p	0.9%	0.4%p
	순이익	-537	275	-1,464	1,206	484	흑전	500	흑전	476	-4.9%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

1) BGF리테일/GS리테일

BGF리테일의 3Q24 연결기준 영업이익은 912억원(+5% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 편의점 동일점 성장률은 flat 수준에 그쳤으나, 연간 목표 달성을 위한 점포 순증세가 지속되었고, 본부임차형 구성비 변화가 안정화되면서 판관비 증가율이 둔화된 점이 긍정적이었다.

예년 대비 높은 기온으로 양호한 4분기 동일점 성장률이 기대되는 가운데, 향후에도 판관비 증가율이 안정화될 것으로 기대된다. 따라서, 안정적 실적 흐름과 높은 배당수익률 관점에서 여전히 매력적인 선택지로 판단된다.

GS리테일의 3Q24 연결기준 영업이익은 806억원(-24% YoY)으로 시장 컨센서스에 하회하였다. 개발 부문의 실적 부진 외에도 전 사업부가 조금씩 당사 기대치를 하회하였다. 세전이익은 요기요 지분법평가손실(660억)과 해외펀드 공정가치평가손실(340~350억) 등의 영향으로 적자전환하였다.

편의점의 동일점 성장률은 +1%로 경쟁사 대비 양호한 수준이었으나, 인건비/광고판촉비/감가상각비 등의 증가 부담으로 영업이익은 YoY 소폭 감소하였다. **수퍼**는 점포 순증(QoQ +23점)에도 불구하고, 동일점 성장률 부진(-2.3%)으로 인해, 영업이익 증가세가 둔화되었다. 홈쇼핑은 취급고 감소(-3.7%), 개발은 기존 개발 사업장 수익인식 중단, 공통 및 기타는 자회사 GS네트웍스 이익 감소 등의 영향으로 영업이익 YoY 감소하였다.

예년 대비 높은 기온으로 4분기 편의점 동일점 성장률이 양호할 것으로 기대되고, 명절 시점 차이로 부진했던 수퍼의 동일점 성장률도 반등하는 추세이다. 따라서, 4분기 이후 실적 흐름은 3분기 대비 나아질 것으로 기대된다.

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,206.8	2,040.2	1,953.8	2,202.9	2,326.6	2,137.8	2,056.7	2,314.3	8,194.8	8,621.1	9,051.3
(YoY)	7.3%	4.7%	5.6%	5.0%	5.4%	4.8%	5.3%	5.1%	7.6%	5.2%	5.0%
별도기준	2,187.5	2,024.0	1,950.0	2,174.3	2,290.8	2,121.7	2,052.9	2,285.7	8,131.7	8,536.7	8,966.9
(YoY)	7.0%	4.4%	6.1%	4.4%	4.7%	4.8%	5.3%	5.1%	7.3%	5.0%	5.0%
매출총이익	416.3	374.6	361.1	416.1	440.2	397.3	381.5	438.3	1,522.8	1,614.7	1,698.3
(GPM)	18.9%	18.4%	18.5%	18.9%	18.9%	18.6%	18.5%	18.9%	18.6%	18.7%	18.8%
별도기준	406.2	368.8	353.3	406.2	428.1	391.0	373.7	428.4	1,490.9	1,578.6	1,662.2
(GPM)	18.6%	18.2%	18.1%	18.7%	18.7%	18.4%	18.2%	18.7%	18.3%	18.5%	18.5%
판매비	329.3	323.5	328.5	339.9	349.0	342.2	344.3	356.0	1,269.6	1,359.6	1,423.7
(YoY)	11.4%	8.8%	10.2%	6.6%	6.0%	5.8%	4.8%	4.7%	12.0%	7.1%	4.7%
(판매비율)	14.9%	15.9%	16.8%	15.4%	15.0%	16.0%	16.7%	15.4%	15.5%	15.8%	15.7%
별도기준	325.4	319.4	319.9	336.8	345.7	338.2	335.8	352.9	1,249.5	1,340.6	1,404.6
(YoY)	11.7%	8.7%	10.7%	6.7%	6.2%	5.9%	5.0%	4.8%	11.8%	7.3%	4.8%
(판매비율)	14.9%	15.8%	16.4%	15.5%	15.1%	15.9%	16.4%	15.4%	15.4%	15.7%	15.7%
영업이익	87.0	51.1	32.6	76.2	91.2	55.0	37.2	82.3	253.2	255.1	274.6
(YoY)	-4.9%	-2.3%	-11.8%	-2.4%	4.8%	7.7%	13.9%	8.0%	0.3%	0.7%	7.7%
(OPM)	3.9%	2.5%	1.7%	3.5%	3.9%	2.6%	1.8%	3.6%	3.1%	3.0%	3.0%
별도기준	80.8	49.4	33.4	69.4	82.4	52.8	37.9	75.5	241.4	238.1	257.6
(YoY)	-9.2%	-2.7%	-16.0%	-2.8%	2.0%	7.0%	13.6%	8.8%	-3.1%	-1.4%	8.2%
(OPM)	3.7%	2.4%	1.7%	3.2%	3.6%	2.5%	1.8%	3.3%	3.0%	2.8%	2.9%
세전이익	89.4	47.8	30.9	73.9	89.1	55.7	35.9	81.1	248.4	249.6	269.8
순이익	70.0	38.6	23.4	58.5	69.9	42.3	27.3	61.5	195.8	194.1	204.5
(지배)순이익	70.0	38.6	23.4	58.5	69.9	42.3	27.3	61.5	195.8	194.1	204.5
(YoY)	1.1%	-5.6%	-15.5%	-1.7%	-0.2%	9.7%	16.4%	5.1%	1.2%	-0.9%	5.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,943	2,796	2,701	2,937	3,055	2,925	2,852	3,086	11,130	11,620	12,188
(YoY)	3.2%	8.7%	4.8%	4.4%	3.8%	4.6%	5.6%	5.1%	4.4%	4.4%	4.9%
편의점	2,221	2,066	1,968	2,194	2,307	2,161	2,074	2,306	8,246	8,630	9,069
(YoY)	6.6%	3.9%	5.4%	4.9%	3.9%	4.6%	5.4%	5.1%	6.0%	4.7%	5.1%
수퍼	390	359	381	394	424	409	435	437	1,448	1,608	1,775
(YoY)	10.6%	5.7%	11.6%	10.3%	8.5%	14.1%	14.2%	10.8%	9.5%	11.0%	10.4%
홈쇼핑	260	295	276	273	251	283	268	265	1,131	1,084	1,050
(YoY)	-10.2%	-8.0%	-4.8%	-4.5%	-3.4%	-4.0%	-3.0%	-3.0%	-8.7%	-4.2%	-3.1%
개발	12	13	10	10	8	8	10	10	48	36	36
공통 및 기타	61	64	66	66	65	64	65	67	258	262	257
영업이익	106	54	50	81	81	64	52	86	291	276	316
(YoY)	64.4%	-68.4%	17.6%	-9.4%	-24.0%	19.9%	5.1%	6.1%	0.5%	-5.3%	14.6%
(OPM)	3.6%	1.9%	1.8%	2.8%	2.6%	2.2%	1.8%	2.8%	2.6%	2.4%	2.6%
편의점	78	53	26	65	73	53	27	66	219	217	235
(YoY)	4.0%	22.5%	15.9%	-0.5%	-6.5%	0.1%	4.3%	1.7%	-0.1%	-0.8%	8.3%
(OPM)	3.5%	2.6%	1.3%	3.0%	3.2%	2.5%	1.3%	2.9%	2.7%	2.5%	2.6%
수퍼	13	6	10	7	14	10	15	12	28	40	59
(OPM)	3.4%	1.6%	2.6%	1.6%	3.3%	2.4%	3.5%	2.8%	1.9%	2.5%	3.3%
홈쇼핑	21	38	33	27	19	32	30	25	118	110	101
(OPM)	8.2%	12.8%	11.9%	10.0%	7.4%	11.2%	11.3%	9.4%	10.4%	10.2%	9.6%
개발	2	-11	-1	-3	-9	-9	-3	-3	-6	-21	-12
공통 및 기타	-8	-32	-19	-15	-16	-21	-18	-14	-68	-70	-67
세전이익	62		39	62	-45	44	33	67		100	240
순이익	64		22	46	-63	31	25	51		36	182
(지배)순이익	60		24	48	-61	33	27	53		44	190
(YoY)			2.8%	-18.0%	적전		11.6%	10.9%			335.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 현대백화점/신세계

현대백화점의 3Q24 연결기준 영업이익은 646억원(-13% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 전반적인 발주 회복과 적자 SKU 생산 중단으로 **지누스**의 실적이 반등하였으나, 백화점 기존점 매출 부진과 시내면세점 매출 부진으로 인해, 백화점과 면세점의 영업이익이 전년동기 대비 감소하였다.

경쟁사 대비 백화점 매출 흐름이 부진한 것은 우려 요인이나, **지누스**의 손익 구조 개선은 긍정적으로 판단된다. **면세점**은 전분기 대비 적자가 확대되었고, 단기 실적 예측 가시성이 낮은 편이나, 경쟁사 대비 공항점 손익구조가 양호한 상황이다. 3분기에 모든 면세점 업체들이 적자전환 하면서, 업계 전반적으로 다이고 경로에 대한 할인율이 축소될 가능성이 높기 때문에, 상대적으로 수익성 방어에 용이할 것으로 전망된다.

신세계의 3Q24 연결기준 영업이익은 930억원(-29.5% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다. 면세점 업황이 예상 보다 부진하면서, 시장 기대치를 하회하였다. 한편, 백화점의 기존점 성장률은 경쟁사 대비 양호한 편이었으나(+2%), 감가상각비와 수도광열비 증가 부담으로 인해, 영업이익은 전년동기 대비 감익하였다.

동사 백화점 부문의 기존점 성장률은 경쟁사 대비 양호한 흐름이나, 중국 다이고 경로의 수요가 위축되면서, 면세점 산업의 공급 과잉 영향이 심화되고 있다. 특히, 3~4분기에는 전분기 대비 인천공항 면세점의 임차료 부담이 증가하면서, 면세점 업체들의 단기 실적 예측 가시성이 크게 악화된 상황이다.

다만, 3분기에 모든 면세점 업체들의 영업이익이 적자전환 하였기 때문에, 면세점 업체들의 시장 점유율 경쟁이 더 과열되기는 어려울 것으로 전망된다. 이에 따라, 1) 중국 다이고 경로 매출을 축소하거나, 2) 시내 면세점의 영업면적과 고정비를 효율화하는 움직임이 나타나면서, **면세점 업체들의 수익성은 4Q24~1Q25에 저점을 확인할 것으로 판단된다.**

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
총매출액	2,537	2,737	2,432	2,477	2,431	2,745	2,452	2,511	10,133	10,085	10,245
(YoY)	-4.8%	-12.9%	2.8%	-0.6%	-4.2%	0.3%	0.8%	1.4%	-3.7%	-0.5%	1.6%
순매출액	1,004	1,135	952	1,024	1,037	1,139	1,007	1,061	4,207	4,152	4,283
(YoY)	-26.8%	-28.3%	-13.3%	5.5%	3.2%	0.3%	5.8%	3.6%	-16.1%	-1.3%	3.2%
백화점	580	656	594	612	568	652	594	618	2,403	2,426	2,453
(YoY)	3.5%	9.8%	3.6%	3.0%	-2.1%	-0.5%	0.0%	1.0%	4.9%	1.0%	1.1%
(기존점 성장률)	3.5%	7.0%	7.6%	3.0%	-2.1%	-0.5%	0.0%	1.0%	3.0%	1.9%	1.1%
면세점	237	234	240	240	228	231	225	231	998	941	917
(YoY)	-57.5%	-66.7%	-27.6%	23.8%	-3.9%	-1.3%	-6.3%	-4.0%	-55.8%	-5.7%	-2.5%
지누스	221	282	152	206	273	292	222	247	952	924	1,052
(YoY)	-22.6%	-11.4%	-33.5%	-6.0%	23.2%	3.5%	46.0%	19.7%	57.5%	-3.0%	13.9%
기타 및 연결조정	-35	-37	-35	-35	-32	-37	-35	-35	-145	-138	-140
영업이익	74	96	69	43	65	111	96	65	303	287	368
(YoY)	-19.8%	40.0%	-11.6%	-23.0%	-12.7%	15.5%	39.0%	51.6%	-5.4%	-5.4%	28.1%
(OPM)	2.9%	3.5%	2.8%	1.7%	2.7%	4.0%	3.9%	2.6%	3.0%	2.8%	3.6%
백화점	80	120	103	71	71	112	101	62	356	357	357
(OPM)	4.5%	6.0%	5.8%	4.0%	4.1%	5.6%	5.7%	3.4%	4.9%	4.9%	4.8%
면세점	1	-16	-5	-4	-8	-5	-2	3	-31	-22	7
(OPM)	0.2%	-3.4%	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-1.0%	-0.3%	0.7%	-1.6%	-1.1%	0.4%
지누스	3	2	-19	-14	12	14	6	10	18	-7	44
(OPM)	1.2%	0.5%	-10.7%	-6.1%	4.0%	4.2%	2.5%	3.5%	1.7%	-0.7%	3.7%
기타 및 연결조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-40	-40	-40
세전이익	87	-177	94	-192	45	106	105	58	42	52	351
순이익	63	-198	71	-145	28	81	84	45	-40	34	271
(지배)순이익	54	-209	68	-145	21	62	69	33	-80	6	212
(YoY)	8.7%	적지	20.7%	적전	-60.9%	흑전	1.5%	흑전	적전	흑전	3289%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
총매출액	2,604	3,121	2,819	2,782	2,709	3,157	2,852	2,855	11,132	11,467	11,809
(YoY)	-15.1%	-11.5%	5.4%	1.8%	4.0%	1.2%	1.2%	2.6%	-10.9%	3.0%	3.0%
백화점	1,652	2,030	1,801	1,746	1,688	2,061	1,837	1,807	7,054	7,296	7,553
(YoY)	-0.4%	6.5%	7.9%	2.6%	2.1%	1.5%	2.0%	3.5%	2.0%	3.4%	3.5%
신세계 DF	499	555	561	563	540	550	540	557	2,187	2,214	2,224
(YoY)	-45.1%	-47.9%	-1.6%	-0.1%	8.2%	-0.9%	-3.6%	-1.2%	-40.4%	1.2%	0.4%
순매출액	1,497	1,720	1,605	1,604	1,540	1,738	1,621	1,639	6,357	6,487	6,667
(YoY)	-23.4%	-22.3%	2.6%	1.8%	2.8%	1.0%	1.0%	2.2%	-18.6%	2.1%	2.8%
백화점	604	703	664	642	620	714	677	664	2,557	2,639	2,732
(YoY)	-0.9%	5.2%	6.9%	2.1%	2.5%	1.5%	2.0%	3.5%	3.6%	3.2%	3.5%
신세계인터	316	393	309	321	296	397	325	337	1,354	1,323	1,390
(YoY)	-18.5%	-8.8%	-0.9%	-3.9%	-6.3%	1.2%	5.0%	5.0%	-12.8%	-2.3%	5.0%
신세계 DF	436	484	487	492	472	481	472	487	1,917	1,932	1,944
(YoY)	-49.1%	-51.4%	-4.8%	1.5%	8.2%	-0.6%	-3.0%	-1.1%	-44.3%	0.8%	0.6%
신세계까사	62	65	69	65	69	67	71	67	235	269	277
센트럴시티	94	82	89	95	94	86	89	95	350	365	365
기타 및 연결조정	-15	-7	-13	-11	-10	-7	-13	-11	-56	-41	-41
영업이익	132	206	163	117	93	170	141	106	640	543	580
(YoY)	-13.9%	45.7%	6.9%	-21.5%	-29.5%	-17.7%	-13.5%	-10.1%	-0.9%	-15.1%	6.8%
(OPM)	5.1%	6.6%	5.8%	4.2%	3.4%	5.4%	4.9%	3.7%	5.7%	4.7%	4.9%
백화점	93	145	114	82	88	140	116	86	440	423	453
(OPM)	5.6%	7.1%	6.3%	4.7%	5.2%	6.8%	6.3%	4.8%	6.2%	5.8%	6.0%
신세계인터	6	14	11	13	2	15	12	15	49	42	46
(OPM)	1.9%	3.6%	3.6%	4.1%	0.7%	3.8%	3.8%	4.4%	3.6%	3.2%	3.3%
신세계 DF	13	9	7	9	-16	-25	-20	-10	87	-26	-29
(OPM)	2.7%	1.6%	1.3%	1.5%	-3.0%	-4.6%	-3.6%	-1.8%	4.0%	-1.2%	-1.3%
신세계까사	-2	-1	1	-1	0	2	2	1	-17	3	7
센트럴시티	25	24	26	11	26	27	26	11	79	90	90
기타 및 연결조정	-3	15	4	2	-6	11	4	3	2	11	13
세전이익	116	100	155	74	51	123	106	61	453	402	429
순이익	62	43	130	58	37	93	80	46	312	317	326
(지배)순이익	43	19	103	37	19	67	55	27	225	226	237
(YoY)	-36.5%	-88.6%	-3.3%	-35.2%	-55.1%	251.9%	-46.2%	-26.3%	-44.6%	0.2%	5.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 롯데쇼핑/이마트

롯데쇼핑의 3Q24 연결기준 영업이익은 1,550억원(+9% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였으나, 하이마트 부가세 환급에 따른 일회성 이익(264억) 제외 시, 시장 기대치에 부합한 것으로 판단된다. **국내 백화점**은 고온 지속에 따른 패션 수요 정체로 매출 및 영업이익이 YoY 감소하였고, **국내 할인점 및 슈퍼**도 소비경기 부진, 추석 시점 차이 영향 등으로 인해, 영업이익이 YoY 감소하였다. **해외사업**은 롯데몰 웨스트레이크 하노이 매출 호조와 베트남 기존점 매출 증가, 인도네시아 소매 비용 효율화로 증익하였고, **하이마트**는 부가세 환급으로 이익 레벨을 방어하였다. 또한, **홈쇼핑**은 새벽방송 정지 영향에 따른 기저효과로 **컬처웍스**는 비용 효율화에 힘입어, 영업이익이 흑자전환 하였다.

소비경기 부진으로 인해, 전반적으로 부진한 실적을 시현하였으나, 금리인하가 본격화 된다면, 업종 내에서 이바지용 절감 효과가 가장 강하게 나타날 것으로 판단된다. 향후 관건은 부진한 펀더멘털의 회복 여부이다. 해외 사업 성장성은 긍정적이나, 국내 백화점과 할인점 업황의 반등 여부가 중요할 것으로 판단된다.

이마트의 3Q24 연결기준 영업이익은 1,117억원(+43%)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. **할인점**은 기존점 매출 부진을 판관비 감소로 방어하면서, 이익 감소 폭을 방어하였고, **트레이더스**는 매출 증가 및 GPM 개선에 힘입어, 영업이익률이 전년동기 대비 개선되었다. **쓱닷컴**은 희망퇴직에 따른 일회성 비용(76억) 영향을 제외한다면, 영업적자 축소가 지속되었고, **SCK컴퍼니(스타벅스)**는 기존점 매출 감소(-2%) 불구, 가격 인상, 원가 절감, MD 믹스 개선 등에 힘입어, YoY 증익하였었다. 다만, **G마켓**은 GMV가 YoY -18% 감소하면서 영업적자가 확대되었고, **신세계건설**도 영업적자가 전년동기 대비 55억 증가하였다.

주요 업태의 기존점 매출 성장률이 여전히 부진한 편이기 때문에, 아직 구조적인 업황 반등으로 보기에는 어려운 부분이 있다. 다만, 전반적인 비용 절감을 통해, 수익성 개선 노력이 결과로 나타나고 있는 점은 긍정적으로 판단된다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
총매출액	5,125	5,261	4,953	4,873	4,919	5,165	4,983	4,927	20,454	19,910	20,206
(YoY)	-5.7%	-2.2%	-0.7%	-4.0%	-4.0%	-1.8%	0.6%	1.1%	-4.7%	-2.7%	1.5%
백화점	1,965	2,371	2,092	2,104	1,932	2,276	2,058	2,088	8,497	8,404	8,414
할인점	1,660	1,505	1,618	1,468	1,584	1,516	1,652	1,507	6,312	6,186	6,344
국내	1,314	1,156	1,190	1,116	1,237	1,132	1,190	1,127	4,859	4,674	4,711
해외	346	349	428	352	347	384	462	380	1,453	1,511	1,632
이커머스	32	38	30	28	27	40	31	29	135	124	131
슈퍼	360	321	341	342	347	324	344	345	1,355	1,353	1,367
하이마트	743	593	537	604	702	591	551	619	2,610	2,377	2,438
홈쇼핑	230	265	232	236	212	260	237	240	973	939	958
컬처웍스	154	169	115	114	131	160	121	120	562	520	546
기타 및 연결조정	-17	-2	-11	-21	-15	-2	-11	-21	10	7	8
순매출액	3,739	3,633	3,513	3,428	3,568	3,600	3,564	3,489	14,556	14,110	14,393
(YoY)	-6.8%	-4.1%	-1.4%	-5.4%	-4.6%	-0.9%	1.4%	1.8%	-5.9%	-3.1%	2.0%
영업이익	142	202	115	56	155	216	135	58	508	542	554
(YoY)	-5.3%	117.4%	2.1%	8.9%	9.1%	6.6%	17.7%	2.7%	31.6%	6.5%	2.2%
(OPM)	3.8%	5.6%	3.3%	1.6%	4.3%	6.0%	3.8%	1.7%	3.5%	3.8%	3.8%
백화점	77	210	90	59	71	199	106	59	484	419	439
(OPM)	10.4%	23.3%	11.5%	7.3%	9.7%	23.0%	13.7%	7.3%	14.5%	12.7%	13.3%
할인점	51	8	43	-16	45	8	41	-17	87	81	75
(OPM)	3.4%	0.6%	2.9%	-1.2%	3.1%	0.6%	2.7%	-1.3%	1.5%	1.4%	1.3%
국내	42	1	25	-26	35	0	21	-28	47	35	26
해외	9	7	18	10	10	8	19	10	40	46	49
이커머스	-23	-21	-22	-20	-19	-18	-18	-18	-86	-80	-73
슈퍼	14	-2	12	13	12	-1	10	15	26	36	40
하이마트	36	-10	-16	3	31	-11	-16	2	8	7	-12
홈쇼핑	-8	10	10	16	10	14	9	15	8	50	45
컬처웍스	3	-3	1	6	9	15	7	7	-8	31	40
기타 및 연결조정	-8	10	-3	-5	-4	10	-3	-5	-11	-2	-2
영업외손익	-63	-293	-32	-129	-104	-56	-60	-39	-324	-321	-264
이자수익-이자비용	-116	-115	-118	-117	-121	-122	-122	-122	-434	-477	-486
지분법손익	19	26	35	56	-5	28	37	58	147	113	121
기타	35	-204	52	-68	22	37	25	25	-37	42	100
세전이익	79	-90	83	-73	51	160	76	19	184	220	289
순이익	62	-67	73	-80	29	119	57	14	169	141	219
(지배)순이익	50	-41	78	-91	22	119	60	10	174	128	213
(YoY)	흑전	적지	38.4%	적전	-55.3%	흑전	-22.8%	흑전	흑전	-26.5%	66.6%
기준점 성장률											
국내 백화점	-1.6%	1.8%	3.5%	0.9%	-0.1%	-0.5%	0.0%	1.0%	1.5%	0.9%	0.1%
국내 할인점	3.0%	0.6%	4.7%	-3.9%	-4.6%	1.5%	0.0%	1.0%	0.8%	-0.7%	0.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
총매출액											
별도기준	4,439	4,063	4,203	3,839	4,673	4,461	4,213	3,867	16,550	17,176	18,057
(YoY)	-2.2%	-2.9%	2.3%	-2.5%	5.3%	9.8%	0.2%	0.7%	-2.1%	3.8%	5.1%
할인점	3,216	2,993	3,034	2,756	3,075	3,002	3,003	2,756	12,087	11,866	11,898
(YoY)	-2.9%	-3.8%	0.6%	-3.7%	-4.4%	0.3%	-1.0%	0.0%	-2.6%	-1.8%	0.3%
트레이더스	944	810	916	833	965	866	949	853	3,373	3,580	3,685
(YoY)	-0.9%	1.7%	11.9%	3.9%	2.3%	7.0%	3.7%	2.5%	-0.4%	6.1%	2.9%
전문점	279	259	254	251	262	250	260	258	1,087	1,017	1,045
에브리데이					370	343	353	357		713	1,429
순매출액	7,710	7,356	7,207	7,056	7,509	7,367	7,175	7,088	29,472	29,138	29,516
(YoY)	0.0%	-1.6%	1.0%	-3.0%	-2.6%	0.1%	-0.4%	0.5%	0.5%	-1.1%	1.3%
별도기준	4,074	3,699	3,848	3,506	4,315	4,093	4,210	3,888	15,142	15,763	16,603
연결-별도	3,636	3,657	3,358	3,550	3,194	3,274	2,965	3,201	14,330	13,376	12,914
쓱닷컴	430	401	413	395	405	419	369	371	1,678	1,633	1,630
G마켓글로벌	281	319	255	253	226	231	226	233	1,196	964	915
SCK 컴퍼니	759	781	735	760	788	820	771	798	2,930	3,102	3,273
(YoY)	15.3%	17.0%	7.6%	7.5%	3.8%	5.0%	5.0%	5.0%	12.9%	5.9%	5.6%
이마트 24	598	552	511	565	568	531	499	570	2,225	2,176	2,254
기타 및 연결조정	1,569	1,604	1,444	1,577	1,207	1,272	1,099	1,230	6,301	5,500	4,841
영업이익	78	-86	47	-35	112	30	83	-13	-47	155	267
(YoY)	-22.7%	적전	245.0%	적지	43.4%	흑전	76.4%	적지	적전	흑전	72.6%
(OPM)	1.0%	-1.2%	0.7%	-0.5%	1.5%	0.4%	1.2%	-0.2%	-0.2%	0.5%	0.9%
별도기준	110	39	93	-21	123	76	111	-9	188	271	304
(OPM)	2.5%	1.0%	2.2%	-0.5%	2.6%	1.7%	2.6%	-0.2%	1.1%	1.6%	1.7%
할인점	78	17	51	-55	71	37	62	-48	95	104	121
(OPM)	2.4%	0.6%	1.7%	-2.0%	2.3%	1.2%	2.1%	-1.7%	0.8%	0.9%	1.0%
트레이더스	23	13	31	22	34	26	33	22	57	113	118
(OPM)	2.5%	1.6%	3.3%	2.6%	3.6%	3.0%	3.5%	2.6%	1.7%	3.2%	3.2%
전문점	9	9	11	11	11	11	11	11	37	43	46
에브리데이	8	2	4	4	6	2	4	4		9	12
쓱닷컴	-31	-38	-14	-17	-17	-13	-10	-14	-103	-60	-54
G마켓글로벌	-10	0	-9	-8	-18	-20	-9	-8	-32	-54	-25
SCK 컴퍼니	50	33	33	43	66	50	46	55	140	193	222
(OPM)	6.6%	4.2%	4.5%	5.7%	8.4%	6.1%	6.0%	6.9%	4.8%	6.2%	6.8%
이마트 24	-3	-19	-13	-3	0	-9	-9	-3	-23	-25	-15
PPA 상각비	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-160	-159	-159
기타 및 연결조정	2	-60	-4	10	-3	-15	-7	6	-57	-12	-6
영업외손익	-36	-37	-14	-99	6	-83	-52	-52	-165	-190	-206
이자수익-이자비용	-84	-82	-89	-95	-92	-92	-91	-91	-322	-368	-364
지분법손익	-5	11	5	4	8	11	5	4	12	27	27
기타	52	34	70	-8	90	-1	35	36	144	151	131
세전이익	42	-122	33	-134	118	-52	31	-64	-212	-35	60
순이익	20	-107	29	-112	105	44	24	-49	-187	67	46
(지배)순이익	41	-54	28	-146	121	48	25	-48	-89	50	48
(YoY)	-61.2%	적전	146.1%	적지	192.4%	흑전	-9.1%	적지	적전	흑전	-4.9%
기준점 성장률											
이마트	0.0%	-2.1%	1.4%	-3.0%	-2.9%	1.5%	0.0%	1.0%	-0.5%	-0.8%	0.8%
트레이더스	0.3%	0.6%	7.3%	0.1%	-1.3%	3.0%	1.5%	2.5%	-1.9%	2.2%	2.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 음식료

주요 음식료 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	YoY	2024E	YoY	2025E	YoY
KT&G	매출액	14,414	12,923	14,238	16,363	14,708	2.0%	58,231	-0.7%	60,145	3.3%
	영업이익	1,980	2,366	3,220	4,157	2,687	35.8%	12,430	6.5%	13,269	6.7%
	OPM	13.7%	18.3%	22.6%	25.4%	18.3%	4.5%p	21.3%	1.4%p	22.1%	0.7%p
	순이익	1,175	2,863	3,128	2,396	2,433	107.1%	10,822	19.9%	10,683	-1.3%
CJ 제일제당	매출액	72,894	72,160	72,387	74,143	76,086	4.4%	294,775	1.6%	298,817	1.4%
	영업이익	2,983	3,759	3,836	4,162	4,008	34.4%	15,765	22.1%	16,481	4.5%
	OPM	4.1%	5.2%	5.3%	5.6%	5.3%	1.2%p	5.3%	0.9%p	5.5%	0.2%p
	순이익	1,125	919	981	1,592	2,730	142.8%	6,223	61.2%	5,461	-12.2%
CJ 제일제당 (대통제외)	매출액	43,857	44,442	43,314	46,204	45,603	4.0%	179,563	0.4%	178,740	-0.5%
	영업이익	1,579	2,670	2,690	2,764	2,551	61.5%	10,676	30.3%	11,049	3.5%
	OPM	3.6%	6.0%	6.2%	6.0%	5.6%	2.0%p	5.9%	1.4%p	6.2%	0.2%p
삼양식품	매출액	3,267	3,857	4,244	4,390	4,420	35.3%	16,912	41.8%	19,763	16.9%
	영업이익	362	801	895	873	876	142.2%	3,445	133.5%	4,061	17.9%
	OPM	11.1%	20.8%	21.1%	19.9%	19.8%	8.8%p	20.4%	8.0%p	20.5%	0.2%p
	순이익	313	665	705	589	722	130.5%	2,681	112.3%	3,184	18.8%
오리온	매출액	7,684	7,484	7,193	7,749	8,440	9.8%	30,865	6.0%	32,217	4.4%
	영업이익	1,403	1,251	1,217	1,371	1,553	10.6%	5,392	9.5%	5,768	7.0%
	OPM	18.3%	16.7%	16.9%	17.7%	18.4%	0.1%p	17.5%	0.6%p	17.9%	0.4%p
	순이익	1,120	938	780	997	1,197	6.9%	3,912	3.9%	4,304	10.0%
농심	매출액	8,567	8,725	8,607	8,504	8,904	3.9%	34,740	1.9%	36,441	4.9%
	영업이익	389	614	437	376	431	10.8%	1,858	-12.4%	1,979	6.5%
	OPM	4.5%	7.0%	5.1%	4.4%	4.8%	0.3%p	5.3%	-0.9%p	5.4%	0.1%p
	순이익	225	533	428	365	368	63.5%	1,693	-1.5%	1,762	4.1%
하이진로	매출액	6,208	6,211	6,652	6,857	6,350	2.3%	26,071	3.5%	26,326	1.0%
	영업이익	298	484	682	702	396	32.5%	2,264	82.7%	2,297	1.5%
	OPM	4.8%	7.8%	10.3%	10.2%	6.2%	1.4%p	8.7%	3.8%p	8.7%	0.0%p
	순이익	-46	263	438	438	221	흑전	1,361	281.7%	1,349	-0.8%
롯데칠성	매출액	9,184	9,369	10,992	10,650	9,616	4.7%	40,628	26.0%	42,143	3.7%
	영업이익	80	368	602	787	380	377.1%	2,137	1.4%	2,523	18.1%
	OPM	0.9%	3.9%	5.5%	7.4%	3.9%	3.1%p	5.3%	-1.3%p	6.0%	0.7%p
	순이익	353	222	385	588	223	-36.8%	1,418	-31.6%	1,767	24.7%
롯데푸드	매출액	9,796	9,511	10,442	10,785	9,836	0.4%	40,574	-0.2%	41,505	2.3%
	영업이익	292	373	633	760	267	-8.6%	2,034	14.9%	2,194	7.9%
	OPM	3.0%	3.9%	6.1%	7.1%	2.7%	-0.3%p	5.0%	0.7%p	5.3%	0.3%p
	순이익	-151	215	421	461	130	흑전	1,227	74.0%	1,385	12.9%
CJ 프레스웨이	매출액	7,882	7,314	8,113	8,319	8,340	5.8%	32,087	4.4%	34,609	7.9%
	영업이익	243	105	301	282	271	11.5%	960	-3.3%	1,039	8.2%
	OPM	3.1%	1.4%	3.7%	3.4%	3.3%	0.2%p	3.0%	-0.2%p	3.0%	0.0%p
	순이익	108	13	159	-86	141	31.0%	227	-58.3%	508	123.7%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

1) KT&G

KT&G의 3Q24 연결기준 영업이익은 4,157억원(+2% YoY)로 시장 컨센서스를 상회하였다. 해외결련 가격 인상 및 판매량 증가, 달러 강세 등에 힘입어, **담배 부문**의 영업이익률이 크게 개선되었기 때문이다. **건기식 부문**도 국내 건기식 시장 둔화에도 불구하고, 해외사업 수익성 개선 및 국내 비용구조 건전화에 힘입어, 영업이익이 YoY 증가하였다.

동사는 투자 및 비핵심자산 효율화로 ROE를 15% 수준으로 상향하고, 주주환원규모를 추가로 확대하는 기업가치제고계획을 발표하였다. 특히, 추가적인 자사주 1,500억원의 매입 및 소각을 발표하면서, 익일 주가가 +11% 급등하였다. 게다가, 최근 금리인하 기대감 강화로 고배당주의 매력도가 올라가고 있기 때문에, 향후 안정적인 주가 우상향 흐름이 가능할 전망이다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	1,690	1,441	1,292	1,424	1,636	1,471	1,343	1,468	5,863	5,823	6,015
(YoY)	4.0%	2.5%	-7.4%	6.6%	-3.1%	2.0%	3.9%	3.1%	0.2%	-0.7%	3.3%
담배	973	894	857	990	1,048	980	920	1,030	3,612	3,875	4,052
(YoY)	3.1%	3.9%	-0.1%	11.5%	7.7%	9.7%	7.4%	4.1%	1.1%	7.3%	4.6%
국내	584	545	513	566	588	546	517	562	2,197	2,212	2,205
NGP	136	132	130	137	157	137	135	144	519	561	572
결련	448	414	383	429	431	409	382	418	1,678	1,652	1,633
해외	381	344	338	420	475	430	398	464	1,393	1,662	1,829
NGP	59	63	46	60	55	55	55	55	260	217	220
결련	322	281	292	359	420	375	343	409	1,133	1,446	1,609
수출	173	104	144	187	223	169	166	207	566	722	782
해외법인	148	177	148	172	197	206	177	201	567	723	827
매출 증감률											
국내 NGP	12.5%	7.5%	1.7%	10.9%	15.2%	3.9%	4.0%	5.2%	11.5%	8.0%	1.9%
국내 결련	-0.3%	7.0%	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.1%	-0.3%	-2.6%	1.1%	-1.6%	-1.1%
해외 결련	26.3%	7.8%	10.1%	35.3%	30.5%	33.6%	17.4%	13.8%	12.1%	27.6%	11.3%
수출	38.8%	-26.5%	6.0%	22.2%	28.4%	63.1%	15.1%	11.0%	3.4%	27.7%	8.3%
해외법인	14.3%	48.4%	14.4%	53.0%	33.0%	16.3%	19.6%	16.9%	22.4%	27.5%	14.3%
판매량 증감률											
국내 NGP	12.0%	6.1%	0.6%	5.4%	11.9%	6.4%	-2.4%	1.4%	14.4%	7.1%	6.6%
국내 결련	10.0%	5.4%	-11.5%	-4.6%	3.4%	6.7%	-11.4%	-3.0%	-1.1%	-2.5%	-1.3%
해외 결련	21.2%	-7.3%	-4.6%	16.2%	10.1%	26.4%	7.7%	7.5%	7.8%	11.5%	7.7%
수출	30.8%	-26.2%	-2.9%	16.9%	6.6%	45.8%	5.0%	5.0%	-1.0%	14.0%	5.0%
해외법인	5.4%	23.7%	-7.1%	14.8%	17.2%	7.4%	12.0%	12.0%	24.9%	7.8%	12.0%
원/달러	1,312	1,322	1,328	1,371	1,358	1,370	1,370	1,370	1,306	1,358	1,370
(YoY)	-1.9%	-3.0%	4.2%	4.2%	3.5%	3.7%	3.1%	-0.1%	1.5%	4.0%	0.9%
건기식	413	336	308	265	406	326	295	269	1,394	1,305	1,320
(YoY)	-8.2%	21.8%	-19.7%	1.6%	-1.7%	-2.9%	-4.2%	1.5%	0.3%	-6.3%	1.1%
부동산	225	128	45	81	99	80	45	81	550	304	304
기타	79	84	82	88	84	84	82	88	307	339	339
영업이익	407	198	237	322	416	269	279	328	1,167	1,243	1,327
(YoY)	0.3%	-1.7%	-25.3%	30.8%	2.2%	35.8%	17.9%	2.0%	-7.9%	6.5%	6.7%
(OPM)	24.1%	13.7%	18.3%	22.6%	25.4%	18.3%	20.8%	22.4%	19.9%	21.3%	22.1%
담배	269	228	207	316	333	254	246	325	977	1,110	1,196
(OPM)	27.7%	25.6%	24.1%	32.0%	31.8%	25.9%	26.7%	31.6%	27.0%	28.6%	29.5%
건기식	61	12	23	-2	69	12	26	-3	117	102	100
(OPM)	14.7%	3.6%	7.5%	-0.6%	17.0%	3.7%	8.8%	-1.3%	8.4%	7.8%	7.6%
부동산	76	-46	3	3	13	0	3	3	66	18	18
기타	0	3	4	4	1	3	4	4	4	12	12
세전이익	460	121	368	432	317	328	308	358	1,248	1,446	1,444
순이익	333	113	286	313	240	243	228	265	922	1,082	1,068
(지배)순이익	314	118	286	313	240	243	228	265	903	1,082	1,068
(YoY)	-32.4%	흑전	5.9%	55.8%	-23.6%	107.1%	-20.4%	-15.4%	-11.1%	19.9%	-1.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) CJ제일제당

CJ제일제당의 3Q24 연결기준 영업이익은 4,162억원(+5% YoY)으로 낮아진 시장 기대치에 부합하였다(대한통운 제외 기준 2,764억원). 베트남 돈가 회복으로 인한, F&C 부문의 양호한 실적에도 불구하고, 국내 설탕/가공식품 판매량 부진, 미주 피자 시장 내 가격 경쟁 증가, 주요 아미노산 시장 약세로 식품과 바이오 부문의 손익이 부진하였기 때문이다.

동사는 4Q24 실적 가이던스로 매출 YoY Low to mid single digit 증가, OPM 5~6% 수준을 제시하였다(대한통운 제외 기준). 단기적으로 미주 피자 시장 내 가격 경쟁 증가는 우려 요인이거나, 10~11월에 국내 가공식품 판매량이 회복세를 보이고 있고, 트립토판 판가 하락 우려도 라이신 판가 상승으로 일부 상쇄될 것으로 기대된다. 중기적으로는 유럽 식품 매출 고성장과 미국 아미노산 실적 회복 가능성에 주목할 필요가 있다. 유럽은 만두 제품을 중심으로 신규 채널이 확대되고 있고, 보호무역주의 강화에 따라 미국 아미노산 시장 내 경쟁강도가 일부 완화될 가능성(중국산 수입 축소)이 있기 때문이다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	7,443	7,289	7,216	7,239	7,414	7,609	7,335	7,300	29,023	29,477	29,882
(YoY)	-7.1%	-3.7%	2.0%	0.3%	-0.4%	4.4%	1.6%	0.8%	-3.5%	1.6%	1.4%
식품	3,006	2,767	2,832	2,705	2,972	2,903	2,974	2,787	11,264	11,412	11,879
(YoY)	-1.6%	-2.3%	2.6%	-1.0%	-1.1%	4.9%	5.0%	3.0%	1.4%	1.3%	4.1%
미주	1,092	1,175	1,175	1,115	1,174	1,267	1,261	1,159	4,381	4,731	4,993
(YoY)	1.2%	4.5%	9.1%	7.5%	7.6%	7.8%	7.3%	3.9%	8.6%	8.0%	5.5%
미주 외	1,914	1,592	1,656	1,590	1,798	1,637	1,713	1,628	6,884	6,681	6,885
한국	1,671	1,380	1,456	1,381	1,569	1,395	1,487	1,391	5,878	5,801	5,906
(YoY)	-0.2%	-3.3%	3.6%	-2.9%	-6.1%	1.1%	2.1%	0.7%	-0.8%	-1.3%	1.8%
가공	1,054	942	1,022	867	1,056	975	1,053	898	3,705	3,920	4,061
소재	617	438	435	514	513	420	435	493	2,173	1,882	1,844
아태/유럽	243	212	200	210	229	241	226	237	1,005	880	980
바이오	1,058	1,038	1,022	1,056	1,069	1,087	902	896	4,134	4,235	3,655
(YoY)	-19.2%	-9.1%	3.0%	1.0%	1.1%	4.7%	-11.7%	-15.1%	-14.8%	2.4%	-13.7%
F&C	609	581	591	570	579	570	570	587	2,492	2,310	2,340
물류	2,937	3,061	2,921	3,059	2,976	3,205	3,038	3,182	11,768	12,162	12,648
대통제외 기준	4,673	4,386	4,444	4,331	4,620	4,560	4,446	4,270	17,890	17,956	17,874
(YoY)	-9.1%	-7.2%	0.8%	-2.1%	-1.1%	4.0%	0.0%	-1.4%	-4.7%	0.4%	-0.5%
영업이익	396	298	376	384	416	401	404	364	1,292	1,577	1,648
(YoY)	-18.2%	24.0%	48.7%	11.3%	5.1%	34.4%	7.3%	-5.0%	-22.4%	22.1%	4.5%
(OPM)	5.3%	4.1%	5.2%	5.3%	5.6%	5.3%	5.5%	5.0%	4.5%	5.3%	5.5%
식품	234	144	185	136	161	150	192	142	655	632	688
(OPM)	7.8%	5.2%	6.5%	5.0%	5.4%	5.2%	6.5%	5.1%	5.8%	5.5%	5.8%
PPA 상각비 차감 전	240	149	191	145	171	159	201	151	678	667	725
(OPM)	8.0%	5.4%	6.8%	5.4%	5.7%	5.5%	6.8%	5.4%	6.0%	5.8%	6.1%
미주	92	122	122	98	88	122	120	99	407	429	452
(OPM)	8.5%	10.3%	10.4%	8.8%	7.5%	9.6%	9.5%	8.5%	9.3%	9.1%	9.0%
미주 외	147	28	69	47	83	38	81	52	270	237	274
(OPM)	7.7%	1.7%	4.2%	3.0%	4.6%	2.3%	4.7%	3.2%	3.9%	3.6%	4.0%
PPA 상각비	-6	-5	-7	-9	-9	-9	-9	-9	-23	-35	-37
바이오	47	57	98	99	82	85	75	80	251	364	337
(OPM)	4.5%	5.5%	9.6%	9.4%	7.7%	7.8%	8.4%	8.9%	6.1%	8.6%	9.2%
F&C	-6	-43	-15	34	33	20	20	20	-86	72	80
(OPM)	-1.0%	-7.3%	-2.6%	6.0%	5.6%	3.5%	3.5%	3.4%	-3.5%	3.1%	3.4%
물류	125	144	109	125	142	149	116	134	480	526	560
대통제외 기준	275	158	267	269	276	255	287	242	820	1,068	1,105
(YoY)	-28.8%	28.2%	77.5%	14.1%	0.4%	61.5%	7.7%	-10.1%	-35.4%	30.3%	3.5%
(OPM)	5.9%	3.6%	6.0%	6.2%	6.0%	5.6%	6.5%	5.7%	4.6%	5.9%	6.2%
세전이익	305	151	208	205	272	477	270	231	732	1,161	1,114
순이익	231	152	155	148	212	348	197	169	559	863	813
(지배)순이익	201	112	92	98	159	273	141	109	386	622	546
(YoY)	19.1%	117.6%	1287.0%	48.8%	-20.8%	142.8%	53.7%	10.9%	-35.2%	61.2%	-12.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 삼양식품/농심

삼양식품의 3Q24 연결기준 매출액은 4,390억원(+31% YoY/+3% QoQ), 영업이익은 873억원(+101% YoY/-2% QoQ)으로 시장 기대치에 부합하였다. 지배주주순이익은 달러 약세로 인한 외환평가손실 반영 영향(100억 초반)으로 인해 다소 부진하였으나, 최근 환율 상승세를 감안한다면, 4분기에 3분기의 손실 분을 만회할 수 있을 것으로 판단된다. 3분기에도 미국, 유럽, 중국을 중심으로 불닭볶음면의 글로벌 매출 성장세가 지속되었고, 환율과 ASP 상승 효과 덕분에 영업이익률이 전년동기 대비 크게 개선되었다(OPM 19.9%, +6.9%p YoY). 다만, 환율 하락과 지역 믹스 변화 등의 영향으로 인해, 영업이익률이 전분기 대비는 다소 하락한 것으로 판단된다(-1.2%p QoQ).

4분기에도 글로벌 수출 성장과 달러 강세 효과로 실적 개선 흐름이 지속될 전망이다. 중국은 광군제와 춘절 물량 대비를 위한 수출 확대가 기대되고, 미국은 대형마트 매대 면적 확대 및 채널 침투율 증가가 기대되며, 유럽은 네덜란드 판매 법인 설립 후 신규 채널 입점이 증가할 것으로 기대된다. 게다가, **내년 5월에는 판매량 Capa가 +40% 증가할 예정이기 때문에, 미국과 유럽의 수요 증가에 충분히 대응할 수 있을 것으로 판단되며, 향후 신규 시장 개척을 위한 활동들도 증가할 수 있을 것으로 기대된다.**

농심의 3Q24 연결기준 영업이익은 376억원(-32.5% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 한국/중국 매출 부진, 한국/북미 판촉비 증가, 복리후생비 증가 등의 영향으로 부진한 것으로 판단된다. 다만, 국내 법인 라면 수출은 유럽/동남아 중심으로 고성장세를 이어나갔다(+37% YoY).

전사 수익성 부진으로 전반적인 실적 추정치 하향 조정 예상되나, 월마트 메인 매대 진입 영향으로 4분기 북미 매출 성장률을 +10% 이상으로 가이던스를 제시한 점은 긍정적이다. 또한, 유럽 라면 수출 증가세도 본격화되고 있기 때문에, 올해 1,200억 이상, 내년에는 1,000억 중후반 정도의 수출 규모는 가능할 것으로 판단된다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	335.2	326.7	385.7	424.4	439.0	442.0	427.3	481.4	1,192.9	1,691.2	1,976.3
(YoY)	58.5%	36.1%	57.1%	48.7%	30.9%	35.3%	10.8%	13.4%	31.2%	41.8%	16.9%
국내	95.5	105.0	96.8	92.3	98.1	95.0	95.0	99.5	383.6	382.2	398.5
(YoY)	24.0%	23.6%	10.4%	-3.3%	2.7%	-9.5%	-1.8%	7.8%	26.5%	-0.4%	4.3%
해외	239.8	221.8	289.0	332.1	340.9	347.0	332.3	382.0	809.3	1,309.0	1,577.8
(YoY)	78.2%	43.0%	83.0%	74.9%	42.2%	56.5%	15.0%	15.0%	33.6%	61.7%	20.5%
매출총이익	117.2	128.4	163.5	192.4	191.1	195.8	188.1	212.4	416.7	742.9	878.0
(GPM)	34.9%	39.3%	42.4%	45.3%	43.5%	44.3%	44.0%	44.1%	34.9%	43.9%	44.4%
판매비	73.7	92.2	83.4	102.9	103.8	108.2	101.4	115.4	269.2	398.4	471.9
(판매비율)	22.0%	28.2%	21.6%	24.3%	23.7%	24.5%	23.7%	24.0%	22.6%	23.6%	23.9%
영업이익	43.4	36.2	80.1	89.5	87.3	87.6	86.7	97.0	147.5	344.5	406.1
(YoY)	124.7%	88.3%	235.8%	103.1%	101.0%	142.2%	8.2%	8.4%	63.2%	133.5%	17.9%
(OPM)	13.0%	11.1%	20.8%	21.1%	19.9%	19.8%	20.3%	20.1%	12.4%	20.4%	20.5%
세전이익	45.8	42.0	84.2	92.2	79.5	95.2	90.2	100.5	156.3	351.1	420.1
순이익	37.8	31.4	66.5	70.3	58.7	72.2	68.4	76.2	126.6	267.7	318.4
(지배)순이익	37.8	31.3	66.5	70.5	58.9	72.2	68.4	76.2	126.3	268.1	318.4
(YoY)	21.6%	1297.1%	197.9%	102.5%	55.9%	130.5%	2.8%	8.0%	58.2%	112.3%	18.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	855.9	856.7	872.5	860.7	850.4	890.4	909.8	894.6	3,410.6	3,474.0	3,644.1
(YoY)	5.3%	4.0%	1.4%	2.8%	-0.6%	3.9%	4.3%	3.9%	9.0%	1.9%	4.9%
국내	620.4	618.3	625.5	624.7	617.7	634.6	648.2	637.5	2,430.5	2,502.5	2,588.1
(YoY)	8.5%	6.3%	5.0%	4.8%	-0.4%	2.6%	3.6%	2.1%	10.0%	3.0%	3.4%
면류	393.4	407.8	393.2	395.0	389.2	411.8	395.1	387.2	1,561.8	1,589.2	1,593.1
(YoY)	8.7%	5.9%	2.2%	5.1%	-1.1%	1.0%	0.5%	-2.0%	9.6%	1.8%	0.2%
스낵	111.2	111.2	114.1	107.5	103.9	105.6	111.8	105.4	432.8	431.1	430.9
(YoY)	10.8%	13.1%	11.2%	-0.3%	-6.6%	-5.0%	-2.0%	-2.0%	12.7%	-0.4%	-0.1%
음료	66.3	44.4	45.8	63.0	57.2	43.1	45.8	56.7	221.4	209.1	207.6
수출/상품/기타	164.3	168.3	214.3	213.7	199.9	207.0	232.9	232.5	683.5	834.9	914.1
차이	-114.8	-113.4	-141.9	-154.5	-132.5	-133.0	-137.4	-144.2	-469.0	-561.9	-557.6
해외	235.5	238.4	247.1	236.0	232.7	255.8	261.6	257.1	980.1	971.6	1,056.0
(YoY)	-2.5%	-1.5%	-6.6%	-2.4%	-1.2%	7.3%	5.9%	8.9%	6.5%	-0.9%	8.7%
북미	154.0	153.6	161.2	150.1	152.9	172.0	176.2	168.1	635.2	636.2	706.2
(YoY)	-1.5%	-3.4%	-6.2%	-3.7%	-0.7%	11.9%	9.3%	11.9%	10.3%	0.2%	11.0%
중국	42.3	44.5	47.6	41.1	33.4	38.4	43.1	39.2	189.3	160.5	157.9
(YoY)	-11.6%	-4.5%	-18.0%	-7.6%	-21.0%	-13.6%	-9.4%	-4.5%	-7.9%	-15.2%	-1.6%
일본	21.8	26.8	23.3	27.0	26.2	29.7	25.3	29.8	95.3	106.1	115.1
호주	14.5	10.6	11.7	14.6	16.7	12.0	13.2	16.0	49.0	55.1	60.7
베트남	2.9	2.9	3.3	3.2	3.5	3.7	3.8	4.0	11.3	13.7	16.1
영업이익	55.7	38.9	61.4	43.7	37.6	43.1	57.9	43.0	212.1	185.8	197.9
(YoY)	103.9%	-15.9%	-3.7%	-18.7%	-32.5%	10.8%	-5.6%	-1.6%	89.1%	-12.4%	6.5%
(OPM)	6.5%	4.5%	7.0%	5.1%	4.4%	4.8%	6.4%	4.8%	6.2%	5.3%	5.4%
국내	33.5	19.3	37.2	16.5	17.6	23.3	33.6	16.9	118.4	94.6	99.6
(OPM)	5.4%	3.1%	6.0%	2.6%	2.8%	3.7%	5.2%	2.7%	4.9%	3.8%	3.8%
해외	17.6	15.2	22.7	25.3	16.8	17.9	22.9	24.2	79.9	82.6	89.7
(OPM)	7.5%	6.4%	9.2%	10.7%	7.2%	7.0%	8.7%	9.4%	8.2%	8.5%	8.5%
북미	13.6	14.2	15.8	17.0	11.8	15.1	16.4	17.7	63.7	59.7	66.6
(OPM)	8.9%	9.2%	9.8%	11.4%	7.7%	8.8%	9.3%	10.5%	10.0%	9.4%	9.4%
중국	3.3	-0.4	4.9	6.8	2.8	1.2	4.5	4.9	11.6	15.7	15.4
(OPM)	7.8%	-0.9%	10.4%	16.6%	8.3%	3.1%	10.4%	12.6%	6.1%	9.8%	9.8%
기타	0.7	1.4	2.0	1.4	2.2	1.6	2.0	1.5	4.5	7.2	7.7
연결조정	4.5	4.5	1.5	1.9	3.2	2.0	1.5	1.9	13.8	8.6	8.6
세전이익	65.6	34.9	71.3	57.3	52.1	47.0	67.7	52.7	231.1	227.7	236.9
순이익	50.0	22.3	53.1	42.8	36.9	36.0	51.3	40.0	171.5	168.9	175.8
(지배)순이익	50.1	22.5	53.3	42.8	36.5	36.8	51.3	40.0	171.9	169.3	176.2
(YoY)	76.3%	-16.7%	-2.1%	-4.7%	-27.1%	63.5%	-3.7%	-6.6%	48.0%	-1.5%	4.1%
현지 통화 기준 매출 성장률											
미국	0.4%	-0.5%	-10.0%	-7.5%	-4.1%	8.0%	6.0%	12.0%	9.4%	-3.7%	9.9%
중국	-4.6%	0.0%	-17.3%	-8.2%	-24.5%	-17.0%	-12.0%	-5.0%	-4.4%	-16.8%	-2.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) 오리온/롯데웰푸드

오리온의 3Q24 연결기준 영업이익은 1,371억원(-3% YoY) 기록하였다. 한국/중국법인의 판매 부진에도 불구하고, 베트남 신제품 입점 확대 및 수출 증가, 러시아 주요 유통 채널의 영업 정상화 등에 힘입어, 이익 감소 폭을 방어한 것으로 판단된다.

4분기 영업이익은 3분기 대비 나아진 흐름을 보일 것으로 전망된다. 중국과 러시아 주요 채널의 영업이 정상화 되고 있고, 중국/베트남 춘절 매출 반영이 본격화 될 것으로 기대되며, 중국 경기부양책에 따른 수요 회복 기대도 더해질 수 있기 때문이다. 또한, 중국과 베트남 법인에서 큰 투자가 일단락 되면서, 꾸준한 배당을 통해 한국 법인으로의 현금유입이 지속될 수 있기 때문에, 향후 주주환원규모가 크게 확대될 여력이 충분한 점도 긍정적으로 판단된다.

롯데웰푸드의 3Q24 연결기준 영업이익은 760억원(-6% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다. 내수 소비경기 부진과 비우호적 일기(인도) 영향으로 판매가 예상보다 부진하였고, 他 원부재료 단가 안정화에도 불구하고 카카오 원가 급등 부담이 반영되면서, 수익성이 시장 기대치를 하회하였기 때문이다(24년 영업이익 가이드스 -4% 하향 조정, 중간값 기준). 다만, 빠빠로 중심의 글로벌 수출 증가와 카자흐스탄 매출 성장을 회복은 긍정적인 흐름으로 판단된다.

인도 푸네(Pune) 빙과 신공장 가동 시기가 다시 한번 지연된 점은 아쉬운 부분으로 판단되나(1Q25 가동 계획), 카카오 가격 급등에 따른 마진 스프레드 악화는 가격 인상과 신제품 출시로 방어될 수 있을 것으로 판단된다. 동사는 올해 6월에 국내 초코 카테고리를 12% 가격 인상하였고, 인도/카자흐스탄/벨기에 법인에서도 내년 상반기 중에 가격을 10~20% 재차 인상할 계획이다. 또한, Health&Wellness(H&W) 컨셉의 신제품 강화도 긍정적이다. 최근 국내 HMR 시장의 성장세는 둔화되고 있으나, 동사가 신규 출시한 '식사이론' 브랜드는 기존 HMR 제품의 Pain Point(harmful)를 공략했다는 측면에서, 긍정적인 소비자 반응을 기대할 수 있는 부분이 있기 때문이다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	766.3	768.4	748.4	719.3	774.9	844.0	761.2	770.1	2,912.4	3,086.5	3,221.7
(YoY)	3.4%	-9.8%	12.7%	0.8%	1.1%	9.8%	1.7%	7.1%	1.4%	6.0%	4.4%
한국	272.0	276.5	271.6	277.8	272.0	276.0	275.2	282.6	1,070.0	1,097.4	1,127.2
(YoY)	15.3%	8.4%	9.5%	1.6%	0.0%	-0.2%	1.3%	1.7%	13.9%	2.6%	2.7%
중국	329.6	287.8	306.4	295.8	322.3	338.4	302.9	315.3	1,179.0	1,262.9	1,293.3
(YoY)	-1.8%	-22.4%	16.0%	-0.5%	-2.2%	17.6%	-1.2%	6.6%	-7.5%	7.1%	2.4%
베트남	117.6	156.9	118.2	98.4	121.7	167.9	125.3	105.8	475.5	506.1	529.6
(YoY)	4.0%	-4.4%	12.2%	2.8%	3.5%	7.0%	6.0%	7.5%	0.5%	6.4%	4.6%
러시아	48.5	52.0	50.5	49.1	61.9	61.2	50.4	59.7	200.3	222.7	245.1
(YoY)	-22.2%	-24.3%	4.8%	-4.9%	27.6%	17.7%	-0.2%	21.5%	-4.5%	11.2%	10.1%
기타 및 연결조정	-1.3	-4.8	1.6	-1.8	-3.0	0.6	7.4	6.7	-12.4	-2.6	26.5
영업이익	140.7	140.3	125.1	121.7	137.1	155.3	123.5	139.4	492.4	539.2	576.8
(YoY)	15.6%	-4.3%	26.2%	8.4%	-2.6%	10.6%	-1.3%	14.6%	5.5%	9.5%	7.0%
(OPM)	18.4%	18.3%	16.7%	16.9%	17.7%	18.4%	16.2%	18.1%	16.9%	17.5%	17.9%
한국	42.9	44.1	43.8	46.9	43.8	45.1	44.3	47.7	168.8	179.6	188.3
(OPM)	15.8%	15.9%	16.1%	16.9%	16.1%	16.3%	16.1%	16.9%	15.8%	16.4%	16.7%
중국	72.7	58.8	54.2	55.9	63.5	68.0	48.2	65.8	221.0	241.7	251.3
(OPM)	22.1%	20.4%	17.7%	18.9%	19.7%	20.1%	15.9%	20.9%	18.7%	19.1%	19.4%
베트남	21.9	35.6	19.4	15.3	23.8	39.3	22.0	17.9	87.5	97.9	105.0
(OPM)	18.7%	22.7%	16.5%	15.6%	19.6%	23.4%	17.6%	17.0%	18.4%	19.3%	19.8%
러시아	6.7	9.5	7.8	6.7	9.2	9.0	8.2	10.3	32.2	32.8	40.9
(OPM)	13.8%	18.3%	15.5%	13.6%	14.9%	14.7%	16.3%	17.2%	16.1%	14.7%	16.7%
기타 및 연결조정	-3.6	-7.6	-0.2	-3.2	-3.3	-6.1	0.8	-2.2	-17.0	-12.8	-8.8
세전이익	149.3	146.9	133.8	107.0	141.0	167.1	130.6	146.5	520.0	548.9	605.0
순이익	109.7	114.1	99.8	76.2	102.6	122.0	95.0	105.6	385.0	400.6	439.1
(지배)순이익	107.0	112.0	93.8	78.0	99.7	119.7	93.3	103.3	376.6	391.2	430.4
(YoY)	26.7%	-31.3%	23.3%	-4.4%	-6.9%	6.9%	-0.6%	32.5%	-4.0%	3.9%	10.0%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국	6.0%	-18.7%	16.9%	-1.2%	-6.5%	13.0%	-4.0%	6.0%	-3.7%	4.8%	1.4%
베트남 내수	5.4%	-3.2%	12.0%	5.0%	5.6%	11.0%	7.0%	10.0%	-0.2%	8.7%	5.9%
러시아 내수	15.9%	6.3%	24.6%	-1.8%	21.1%	33.0%	7.0%	39.0%	18.4%	19.2%	19.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데유통 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	1,086.5	979.6	951.1	1,044.2	1,078.5	983.6	975.6	1,060.5	4,066.4	4,057.4	4,150.5
(YoY)	-1.5%	-4.6%	-0.9%	0.3%	-0.7%	0.4%	2.6%	1.6%	26.9%	-0.2%	2.3%
국내	895.5	786.3	764.0	836.6	879.8	780.8	779.4	848.6	3,300.8	3,261.3	3,308.9
(YoY)	-1.4%	-2.6%	-1.7%	-0.6%	-1.7%	-0.7%	2.0%	1.4%	-0.4%	-1.2%	1.5%
건과	271.3	300.2	281.4	261.1	273.1	303.2	287.0	266.3	1,087.5	1,118.8	1,141.2
(YoY)	7.3%	3.1%	6.0%	4.3%	0.7%	1.0%	2.0%	2.0%	7.9%	2.9%	2.0%
빙과	223.5	93.1	106.6	196.5	222.4	94.0	108.7	200.5	608.8	619.5	631.9
(YoY)	7.2%	1.0%	-0.2%	6.0%	-0.5%	1.0%	2.0%	2.0%	3.1%	1.8%	2.0%
유지	110.0	129.4	110.4	115.2	112.6	118.0	115.0	115.0	471.4	456.1	460.0
기타	290.8	263.6	265.6	263.8	271.8	265.6	268.6	266.8	1,133.1	1,066.8	1,075.8
해외	199.3	202.7	197.2	219.4	208.0	214.2	206.4	223.7	800.5	838.8	884.3
(YoY)	-4.5%	-10.7%	3.3%	5.6%	4.4%	5.7%	4.7%	2.0%	0.7%	4.8%	5.4%
인도	67.9	54.5	64.6	95.8	69.4	57.5	69.0	100.2	269.0	287.4	312.2
(YoY)	8.4%	3.8%	6.7%	11.2%	2.3%	5.6%	6.8%	4.6%	8.8%	6.8%	8.6%
건과	28.9	26.7	30.3	26.2	31.6	29.4	32.2	27.1	103.4	117.5	127.4
빙과	39.0	27.8	34.3	69.6	37.9	28.1	36.8	73.2	165.6	169.9	184.7
카자흐스탄	63.8	73.4	66.3	56.7	58.2	74.3	64.9	53.1	269.7	255.5	261.2
(YoY)	7.7%	-10.2%	1.0%	-15.3%	-8.8%	1.3%	-2.2%	-6.2%	15.4%	-5.3%	2.2%
러시아	19.6	20.1	19.9	21.3	22.2	19.8	19.2	19.9	77.7	83.2	81.1
(YoY)	-15.5%	-23.3%	3.3%	13.7%	13.4%	-1.6%	-3.3%	-6.4%	-3.6%	7.1%	-2.5%
기타	48.0	54.7	46.4	45.6	58.2	62.5	53.3	50.4	184.1	212.7	229.9
기타 및 연결조정	-8.3	-9.4	-10.1	-11.8	-9.4	-11.4	-10.1	-11.8	-34.9	-42.7	-42.7
영업이익	80.6	29.2	37.3	63.3	76.0	26.7	35.8	65.6	177.0	203.4	219.4
(YoY)	40.9%	50.2%	100.6%	30.3%	-5.7%	-8.6%	-4.0%	3.6%	57.5%	14.9%	7.9%
(OPM)	7.4%	3.0%	3.9%	6.1%	7.1%	2.7%	3.7%	6.2%	4.4%	5.0%	5.3%
국내	66.3	16.4	27.2	41.8	65.4	15.8	26.3	44.1	130.5	150.2	159.4
(OPM)	7.4%	2.1%	3.6%	5.0%	7.4%	2.0%	3.4%	5.2%	4.0%	4.6%	4.8%
해외	18.2	15.8	14.3	21.6	14.0	13.9	13.8	21.6	58.6	63.8	70.7
(OPM)	9.1%	7.8%	7.3%	9.8%	6.7%	6.5%	6.7%	9.7%	7.3%	7.6%	8.0%
기타 및 연결조정	-3.9	-3.0	-4.2	-0.2	-3.3	-3.0	-4.2	-0.2	-12.1	-10.6	-10.6
세전이익	96.0	-13.2	28.8	58.8	61.8	17.3	26.7	56.4	109.8	166.7	182.7
당기순이익	71.3	-16.0	20.1	40.7	46.2	13.0	20.2	42.7	67.8	120.0	138.5
지배주주순이익	71.2	-15.1	21.5	42.1	46.1	13.0	20.2	42.7	70.5	122.7	138.5
(YoY)	98.9%	적지	1916%	213.2%	-35.3%	흑전	-6.0%	1.5%	50.0%	74.0%	12.9%
현지 통화 기준 매출 성장률											
인도	14.6%	8.4%	3.4%	8.4%	0.2%	7.4%	9.5%	10.2%	12.8%	5.0%	12.2%
건과	12.9%	11.4%	15.3%	14.1%	7.1%	12.1%	9.0%	8.7%	15.9%	11.9%	11.5%
빙과	15.9%	5.7%	-5.2%	6.5%	-5.0%	2.9%	10.0%	10.7%	11.0%	0.7%	12.6%
카자흐스탄	5.1%	-7.7%	-4.0%	-18.9%	-7.5%	5.5%	6.0%	5.6%	13.6%	-5.8%	8.1%
러시아	34.3%	17.1%	23.2%	22.3%	3.7%	3.1%	4.0%	4.1%	22.2%	12.0%	5.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) CJ프레시웨이/하이트진로/롯데칠성

CJ프레시웨이의 3Q24 연결기준 영업이익은 282억원(-7% YoY)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회하였다. **식자재유통 매출**은 급식 경로 매출 호조 및 온라인 고성장 불구, 외식 경기 부진으로 매출 성장률 약세가 지속되었고, **푸드서비스 매출**은 의료 파업과 소비경기 부진에 따른 레저 경로 수요 둔화로 매출 성장률이 둔화되었다. **전사 영업이익률**도 판매비 증가율 둔화 불구, 외식 경기 부진, 의료 파업 등의 영향으로, 전년동기 대비 하락하였다.

온라인 사업 성장세는 긍정적이나, 외식 경기 부진, 의료 파업 등의 영향으로 인해, 실적 개선세가 탄력을 받지 못하고 있는 상황이다. 회사는 향후 아파트와 중형병원 경로 내 신규 수주 확대를 통해, 푸드서비스 매출 성장률을 제고할 계획이나, 중기적으로는 **대외환경의 불확실성 해소 여부가 중요**할 것으로 판단된다. 의료 파업 진정 여부 등에 따라, 올해 실적 부진이 내년에 기저효과로 작용할 가능성이 있기 때문이다

하이트진로의 3Q24 연결기준 영업이익은 702억원(+61.5% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 예상 대비 마케팅 비용 축소 효과가 크게 나타났기 때문이다. 다만, 국내 소비경기 부진과 전년동기 신제품 출시에 따른 역기저 부담으로 인해, 소주(flat)와 맥주(-5% YoY)의 판매량 성장률은 여전히 아쉬운 수준이다.

다만, 과거 대비 신제품 출시 경쟁이 완화되면서, 전반적인 경쟁 비용이 축소되고 있는 점은 긍정적이다. 이에 따라, 전사 실적 안정성이 상향되면서, 기말 배당금을 상향할 가능성이 있는 것으로 판단된다.

롯데칠성의 3Q24 연결기준 영업이익은 787억원(-7% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 소비경기 부진과 경쟁강도 상승, 원재료 단가 상승 부담 등으로 인해, 별도기준 영업이익률이 기대 대비 부진하였기 때문이다. 다만, 해외 자회사는 미얀마/파키스탄 가격 인상, 필리핀 판매량 증가 및 구조조정 효과 등에 힘입어, 영업이익이 YoY +60억원 증가하였다.

전사 실적 가이드선 하향에도 불구하고, 경쟁심화에 따른 국내 음료 사업의 수익성 악화는 여전히 우려 요인으로 판단된다. 필리핀 중심의 해외 자회사 실적 개선세는 견조한 편이기 때문에, 중기적으로 국내 음료 사업의 경쟁강도 변화 여부가 중요할 것으로 판단된다.

CI프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	809.0	788.2	731.4	811.3	831.9	834.0	776.7	876.7	3,074.2	3,208.7	3,460.9
(YoY)	7.6%	10.9%	4.9%	4.1%	2.8%	5.8%	6.2%	8.1%	11.9%	4.4%	7.9%
식자재 유통	596.0	585.6	538.9	595.9	610.9	612.8	563.7	624.4	2,285.9	2,358.5	2,483.3
(YoY)	4.5%	10.0%	2.6%	2.9%	2.5%	4.6%	4.6%	4.8%	9.2%	3.2%	5.3%
외식	288.4	260.5	262.1	283.1	279.6	260.5	264.7	285.9	1,110.1	1,085.3	1,107.0
급식	216.7	233.9	198.3	233.0	239.3	257.3	218.1	256.3	848.9	927.9	1,020.7
식품/원료	90.9	91.2	78.5	79.8	92.0	95.0	80.9	82.2	326.8	345.3	355.7
푸드서비스	197.5	188.4	178.5	201.3	206.8	207.0	198.9	238.2	726.0	793.6	921.0
(YoY)	21.1%	17.1%	14.4%	9.3%	4.7%	9.9%	11.4%	18.3%	24.4%	9.3%	16.0%
기타	15.5	14.2	14.1	14.1	14.2	14.2	14.1	14.1	62.3	56.6	56.6
(YoY)	-15.8%	-18.9%	-14.0%	-13.0%	-8.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-12.1%	-9.1%	0.0%
매출총이익	152.7	144.7	133.0	158.0	156.4	153.7	141.6	170.8	574.3	601.1	649.3
(GPM)	18.9%	18.4%	18.2%	19.5%	18.8%	18.4%	18.2%	19.5%	18.7%	18.7%	18.8%
판매비	122.5	120.3	122.5	127.9	128.2	126.6	130.8	137.5	475.0	505.1	545.5
(판매비율)	15.1%	15.3%	16.7%	15.8%	15.4%	15.2%	16.8%	15.7%	15.5%	15.7%	15.8%
영업이익	30.2	24.3	10.5	30.1	28.2	27.1	10.8	33.3	99.3	96.0	103.9
(YoY)	-14.2%	39.9%	-16.7%	-6.1%	-6.6%	11.5%	2.1%	10.7%	1.4%	-3.3%	8.2%
(OPM)	3.7%	3.1%	1.4%	3.7%	3.4%	3.3%	1.4%	3.8%	3.2%	3.0%	3.0%
세전이익	27.2	12.8	3.2	21.1	-2.6	19.9	2.9	25.5	72.8	41.7	72.3
순이익	22.9	10.7	1.3	15.9	-7.8	15.1	2.2	19.3	59.7	24.5	54.8
(지배)순이익	22.7	10.8	1.3	15.9	-8.6	14.1	1.2	18.3	54.5	22.7	50.8
(YoY)	-5.9%	흑전	-69.9%	-4.5%	적전	31.0%	-10.6%	15.1%	11.0%	-58.3%	123.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	654.4	620.8	621.1	665.2	685.7	635.0	640.8	664.1	2,520.2	2,607.1	2,632.6
(YoY)	-0.5%	2.0%	2.9%	3.7%	4.8%	2.3%	3.2%	-0.2%	0.9%	3.5%	1.0%
별도기준	573.1	562.6	545.4	597.3	617.3	576.8	565.0	596.2	2,246.7	2,336.9	2,362.3
(YoY)	-1.7%	3.0%	0.8%	4.8%	7.7%	2.5%	3.6%	-0.2%	1.1%	4.0%	1.1%
맥주	233.1	190.6	191.4	204.3	244.7	191.1	193.9	207.1	816.8	831.6	843.5
(YoY)	3.1%	10.7%	9.9%	-6.7%	5.0%	0.3%	1.3%	1.3%	4.6%	1.8%	1.4%
제품	207.8	169.1	170.1	179.2	217.5	169.7	171.8	181.0	724.5	736.6	744.6
(YoY)	3.9%	12.4%	10.6%	-7.5%	4.7%	0.3%	1.0%	1.0%	5.3%	1.7%	1.1%
상품/기타	25.3	21.4	21.3	25.1	27.2	21.4	22.1	26.1	92.3	95.0	98.9
소주	310.2	332.1	330.2	351.5	329.3	349.8	331.3	353.1	1,225.4	1,297.5	1,297.3
(YoY)	-1.7%	0.1%	0.0%	12.3%	6.2%	5.3%	0.3%	0.4%	-1.8%	5.9%	0.0%
기타	29.8	40.0	23.8	41.5	43.3	35.9	39.8	36.0	204.5	207.8	221.5
연결-별도	81.3	58.2	75.8	67.9	68.4	58.2	75.8	67.9	273.4	270.3	270.3
매출총이익	287.7	277.5	280.3	315.4	314.7	286.7	293.0	314.7	1,114.0	1,197.0	1,213.6
(GPM)	44.0%	44.7%	45.1%	47.4%	45.9%	45.2%	45.7%	47.4%	44.2%	45.9%	46.1%
별도기준	250.4	247.7	244.2	284.1	282.0	256.8	257.0	283.4	981.8	1,067.2	1,083.7
(GPM)	43.7%	44.0%	44.8%	47.6%	45.7%	44.5%	45.5%	47.5%	43.7%	45.7%	45.9%
판매비	244.2	247.7	231.9	247.2	244.5	247.2	239.1	251.0	990.1	970.7	983.9
(판매비율)	37.3%	39.9%	37.3%	37.2%	35.6%	38.9%	37.3%	37.8%	39.3%	37.2%	37.4%
별도기준	217.3	219.0	203.5	219.2	215.3	218.5	210.7	223.0	880.0	856.5	869.7
(판매비율)	37.9%	38.9%	37.3%	36.7%	34.9%	37.9%	37.3%	37.4%	39.2%	36.7%	36.8%
영업이익	43.5	29.8	48.4	68.2	70.2	39.6	54.0	63.7	123.9	226.4	229.7
(YoY)	-23.7%	128.2%	25.0%	472.6%	61.5%	32.5%	11.6%	-6.7%	-35.0%	82.7%	1.5%
(OPM)	6.6%	4.8%	7.8%	10.3%	10.2%	6.2%	8.4%	9.6%	4.9%	8.7%	8.7%
별도기준	33.1	28.7	40.7	64.9	66.7	38.4	46.3	60.3	101.8	210.7	214.0
(YoY)	-33.0%	106.9%	18.0%	1065%	101.5%	33.9%	13.8%	-7.1%	-38.5%	106.9%	1.6%
(OPM)	5.8%	5.1%	7.5%	10.9%	10.8%	6.6%	8.2%	10.1%	4.5%	9.0%	9.1%
연결-별도	10.3	1.2	7.6	3.3	3.5	1.2	7.6	3.3	22.1	15.7	15.7
세전이익	30.2	9.1	38.0	59.3	52.4	30.7	43.7	53.4	68.5	180.4	188.7
순이익	21.8	-4.7	26.2	43.9	43.8	22.1	31.3	38.2	35.5	136.0	134.9
(지배)순이익	21.8	-4.6	26.3	43.8	43.8	22.1	31.3	38.2	35.6	136.1	134.9
(YoY)	-34.0%	적지	19.4%	흑전	101.0%	흑전	19.1%	-12.9%	-59.0%	281.7%	-0.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	830.4	918.4	936.9	1,099.2	1,065.0	961.6	970.2	1,140.1	3,224.7	4,062.8	4,214.3
(YoY)	5.9%	37.3%	37.8%	38.1%	28.3%	4.7%	3.6%	3.7%	13.5%	26.0%	3.7%
별도기준	769.0	621.5	646.1	740.0	743.2	635.4	657.6	753.9	2,757.3	2,764.8	2,818.8
(YoY)	5.3%	0.1%	2.4%	0.5%	-3.4%	2.2%	1.8%	1.9%	4.4%	0.3%	2.0%
음료	567.9	424.6	431.3	537.9	539.1	430.9	439.2	547.8	1,953.4	1,939.1	1,974.3
(YoY)	5.7%	0.7%	2.0%	0.0%	-5.1%	1.5%	1.8%	1.9%	4.6%	-0.7%	1.8%
내수	533.9	401.5	403.2	499.9	503.9	405.6	408.3	506.1	1,837.4	1,812.6	1,835.2
탄산	237.8	205.4	215.0	234.5	226.1	207.5	218.2	238.0	896.8	883.0	896.3
(YoY)	3.3%	2.7%	0.6%	-2.2%	-4.9%	1.0%	1.5%	1.5%	6.3%	-1.5%	1.5%
탄산 외	296.1	196.1	188.3	265.4	277.9	198.1	190.1	268.0	940.6	929.6	938.9
(YoY)	5.7%	-2.4%	1.9%	0.7%	-6.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.3%	-1.2%	1.0%
수출	34.1	23.0	28.1	38.0	35.1	25.3	30.9	41.8	116.0	126.5	139.1
주류	201.1	196.9	214.8	202.2	204.2	204.5	218.4	206.0	803.9	825.7	844.4
(YoY)	4.3%	-1.1%	3.4%	2.0%	1.5%	3.9%	1.6%	1.9%	3.8%	2.7%	2.3%
내수	182.9	179.3	194.0	182.0	185.1	185.7	197.0	185.2	729.8	746.8	763.2
소주	84.0	84.1	90.5	92.9	87.8	90.5	91.4	93.9	338.7	361.7	365.4
(YoY)	28.2%	8.4%	6.6%	8.4%	4.6%	7.6%	1.0%	1.0%	22.4%	6.8%	1.0%
소주 외	98.9	95.2	103.6	89.1	97.3	95.2	105.6	91.4	391.1	385.1	397.8
(YoY)	-10.1%	-8.1%	-0.4%	-4.2%	-1.6%	0.0%	1.9%	2.6%	-8.2%	-1.5%	3.3%
수출	18.2	17.6	20.8	20.2	19.1	18.9	21.4	20.8	74.1	78.9	81.2
팜시필리핀		242.7	241.1	286.0	242.3	267.0	258.0	306.0	938.4	1,036.4	1,109.0
기타 및 연결조정	61.3	54.1	49.6	73.2	79.5	59.1	54.6	80.2	-471.1	261.6	286.6
영업이익	84.3	8.0	36.8	60.2	78.7	38.0	49.3	67.9	210.7	213.7	252.3
(YoY)	12.3%	-67.3%	-38.0%	1.8%	-6.6%	377.1%	34.1%	12.8%	-5.5%	1.4%	18.1%
(OPM)	10.1%	0.9%	3.9%	5.5%	7.4%	3.9%	5.1%	6.0%	6.5%	5.3%	6.0%
별도기준	76.3	12.7	36.6	38.6	62.6	25.2	43.1	39.2	195.6	162.9	176.5
(YoY)	7.9%	-45.3%	-35.2%	-23.1%	-17.9%	98.9%	17.7%	1.6%	-3.6%	-16.7%	8.3%
(OPM)	9.9%	2.0%	5.7%	5.2%	8.4%	4.0%	6.6%	5.2%	7.1%	5.9%	6.3%
음료	62.2	13.0	23.9	35.4	52.8	20.4	28.0	34.5	162.0	132.5	138.6
(OPM)	11.0%	3.1%	5.5%	6.6%	9.8%	4.7%	6.4%	6.3%	8.3%	6.8%	7.0%
주류	14.0	-0.3	12.7	3.2	9.7	4.8	15.1	4.7	33.5	30.4	37.8
(OPM)	7.0%	-0.2%	5.9%	1.6%	4.8%	2.3%	6.9%	2.3%	4.2%	3.7%	4.5%
팜시필리핀		-8.0	-2.3	6.7	-0.1	6.0	3.0	11.0	-12.7	10.3	30.5
(OPM)		-3.3%	-1.0%	2.3%	0.0%	2.2%	1.2%	3.6%	-1.4%	1.0%	2.8%
기타 및 연결조정	8.0	3.3	2.4	15.0	16.2	6.8	3.2	17.7	27.8	40.4	45.4
세전이익	87.0	35.3	22.2	38.5	58.8	22.3	30.4	49.0	207.4	141.8	176.7
순이익	67.8	35.3	16.1	21.1	44.5	16.3	22.2	35.8	166.5	98.0	129.0
(지배)순이익	66.6	37.4	17.6	19.3	43.8	14.7	21.2	33.2	165.9	95.4	121.4
(YoY)	44.0%	571.8%	-41.2%	-39.7%	-34.2%	-60.6%	20.6%	71.8%	29.2%	-42.5%	27.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

II. 내수 << 수출

>>> 금리 인하: 이상과 현실의 괴리

1) 인플레이션 둔화와 금리 인하

코로나19 이후 급격한 통화의 팽창과 지정학적 충돌 등에 따른 공급망 불안 등에 기인했던 인플레이션은 각국 중앙은행들의 금리 인상 등 정책 공조에 힘입어, 꾸준히 안정화 되고 있는 상황이다. 실제 국제 곡물 시세와 유가를 포함한 원자재 가격이 대체로 안정화 되는 흐름이고, 한국과 미국의 소비자 물가 상승률도 많이 축소되었다. 이에 따라, 각국 중앙은행들은 높아진 정책 금리를 정상화 하는 과정에 있는 상황이다.

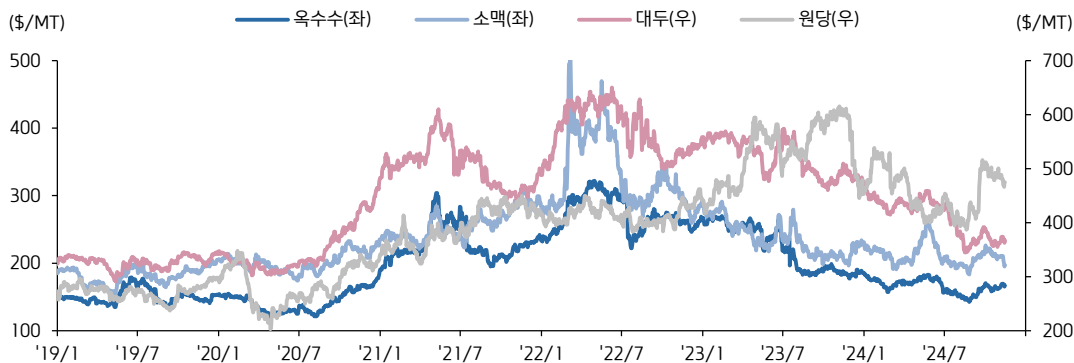
2) 금리 인하: 이상과 현실의 괴리

이러한 금리 인하 과정에서 주식 시장은 수요 회복에 대한 기대를 감추지 않고 있다. 특히, 내수 소비는 가계의 부채 비율이 높아진 상황이기 때문에, 이자 비용 절감에 따른 수요 회복 효과가 강하게 나올 수 있다. 하지만, **금리 인하의 속도와 오프라인 유통 채널의 MS 하락을 감안한다면, 내수 소비재 업체들의 금리 인하 효과에는 이상과 현실의 괴리가 존재**하는 것이 사실이다.

미국의 기준금리 인하 속도를 지켜볼 필요는 있겠으나, 한국의 기준금리 인하 여력이 미국 보다 작은 것은 시장 컨센서스이고, 소비경기에 미치는 금리 인하의 정책적 효과는 통상 시차를 두고 나타나게 된다. 가계의 이자비용이 내려가는 것은 낮아진 금리로 대출이 연장되는 시점부터이기 때문이다.

2024년 한 해 동안 한국의 월별 소비자 심리지수는 기준선(100)을 상회하는 수준을 유지해왔다. 내수 소비경기가 안 좋다는 이야기들이 많았지만, '쿠팡' 과 '배달의 민족' 은 매출 고성장을 거듭한 것이 사실이다. 다시 말해서, 현재 국내 주식 시장에 상장되어 있는 주요 오프라인 유통 업체들은 대체로 시장 점유율 하락 구간에 놓여 있는 상황이기 때문에, 매크로 지표의 변화가 강하게 나타나야만 소비 경기 회복의 수혜를 볼 수 있을 것이다. 따라서, **금리 인하의 속도가 강하게 나타나야 주요 유통 업체들의 기존점 성장을 반등이 주식 시장을 흥분시킬 수 있을 것이다.**

국제 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

분기 평균 환율/원자재 가격 추이 및 가정

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
환율(원/달러)	1,328	1,371	1,358	1,367	1,406	1,406	1,406	1,406
(YoY)	4%	4%	4%	3%	6%	3%	4%	3%
환율(원/위안)	185	189	189	192	194	194	194	194
(YoY)	-1%	1%	5%	5%	5%	3%	3%	1%
옥수수(\$/Ton)	171	174	154	165	167	167	167	167
(YoY)	-34%	-29%	-22%	-12%	-3%	-4%	8%	1%
소맥(\$/Ton)	212	224	201	212	197	197	197	197
(YoY)	-21%	-6%	-12%	-1%	-7%	-12%	-2%	-7%
대두(\$/Ton)	439	436	382	368	367	367	367	367
(YoY)	-21%	-17%	-26%	-24%	-16%	-16%	-4%	-0%
원당(\$/Ton)	496	430	428	488	475	475	475	475
(YoY)	9%	-22%	-22%	-13%	-4%	11%	11%	-3%
대두유(\$/MT)	1,029	984	952	979	999	999	999	999
(YoY)	-22%	-16%	-34%	-15%	-3%	2%	5%	2%
팜유가격(\$/MT)	847	848	892	1,064	1,144	1,144	1,144	1,144
(YoY)	-7%	3%	8%	35%	35%	35%	28%	8%
중국 감자(위안/kg)	2.89	2.89	2.48	2.45	2.79	2.79	2.79	2.79
(YoY)	-17%	-22%	-22%	-13%	-4%	-3%	13%	14%
유가(\$/bbl)	77	80	75	71	67	67	67	67
(YoY)	1%	9%	-8%	-9%	-13%	-17%	-11%	-6%

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 4Q24E 수치는 '24. 10. 1 ~ 11. 15 평균 시세 기준. 2Q24E 이후 수치는 '24. 11. 15 기준.

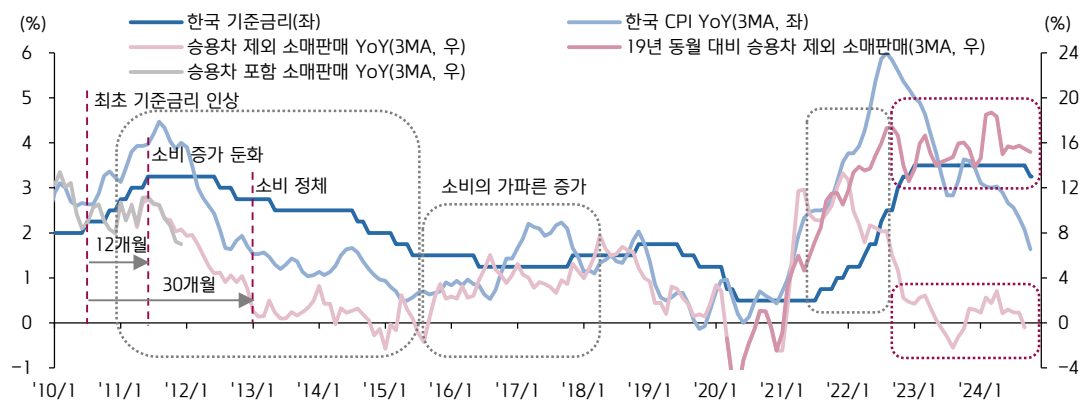
월별 주요 유통업체 매출 동향

구분	'24/1	'24/2	'24/3	'24/4	'24/5	'24/6	'24/7	'24/8	'24/9	'24/10	'24/11	'24/12
휴일 수(日)	9	10	11	9	10	11	8	10	12	10	9	10
휴일 YoY(日)	-2	2	2	-1	0	2	-2	1	1	-1	1	-1
한국 소비자심리지수(pt)	101.6	101.9	100.7	100.7	98.4	100.9	103.6	100.8	100.0	101.7		
한국 전체 수출금액 YoY(%)	18.2	4.2	3.0	13.6	11.4	5.6	13.5	11.0	7.5	4.6		
전체 매출 YoY(%)	8.2	13.7	10.9	10.8	8.8	11.1	6.3	9.2	6.7			
산자부 오프라인 매출(전점) YoY(%)	-0.3	11.5	6.0	-0.2	0.9	3.7	-3.0	5.0	-0.9			
대형마트	-9.2	21.0	6.2	-6.7	-3.1	2.1	-7.9	5.9	-6.5			
백화점	0.7	7.2	8.9	-2.0	-0.1	5.0	-6.4	4.4	0.3			
편의점	6.1	9.4	3.0	5.9	4.1	3.8	2.9	4.5	2.5			
SSM	7.1	12.6	5.1	3.2	4.8	2.0	1.4	6.7	-2.7			
이마트 기준점 YoY(%)		0.5	3.4	-5.2	-4.5	0.6	-8.5		-0.2	-5.8		
신세계 기준점 YoY(%)	2.9	12.2	13.3	1.4	0.8	6.5	-1.2	5.2	1.9	-3.2		
산자부 편의점 점포 수 YoY(%)	4.5	4.1	3.9	3.4	3.0	2.7	3.1	2.2	1.8			
산자부 온라인 매출 YoY(%)	16.8	15.7	15.7	22.2	16.5	18.4	16.9	13.9	15.7			
통계청 온라인 매출 YoY(%)	11.8	11.5	9.0	10.6	7.6	7.7	5.1	1.9	2.0			
F&B 상품 + 서비스	8.5	19.1	13.3	14.0	14.3	13.1	12.1	15.0	11.5			
의복	3.4	4.5	-3.6	7.5	-3.4	3.6	1.1	-2.6	-4.9			
재화 전체	10.8	9.1	7.2	10.6	6.6	6.5	7.0	2.5	3.0			
식품	13.2	28.3	16.7	20.0	18.2	13.5	14.9	15.1	8.4			
농축수산물	11.8	49.0	26.8	26.4	25.3	18.4	15.6	13.9	3.4			
음식료품	13.8	21.1	13.4	17.9	15.8	11.9	14.6	15.5	10.5			
서비스 전체	14.4	17.7	13.9	10.6	10.0	10.6	1.0	0.6	-0.5			
음식서비스	0.8	6.2	8.1	5.1	8.2	12.5	8.3	14.9	17.3			
면세점 시장규모(조원)	1.59	0.92	1.19	1.25	1.25	1.20	1.01	1.24	1.19			
면세점 시장규모 YoY(%)	99.5	-16.1	-2.9	6.4	8.4	12.0	1.6	9.4	-10.0			
중국 화장품 소매판매 YoY(%)		4.0	2.2	-2.7	18.7	-14.6	-6.1	-6.1	-4.5	40.1		

자료: 산업통상자원부, 이마트, 신세계, 통계청, 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, Bloomberg, 키움증권 리서치

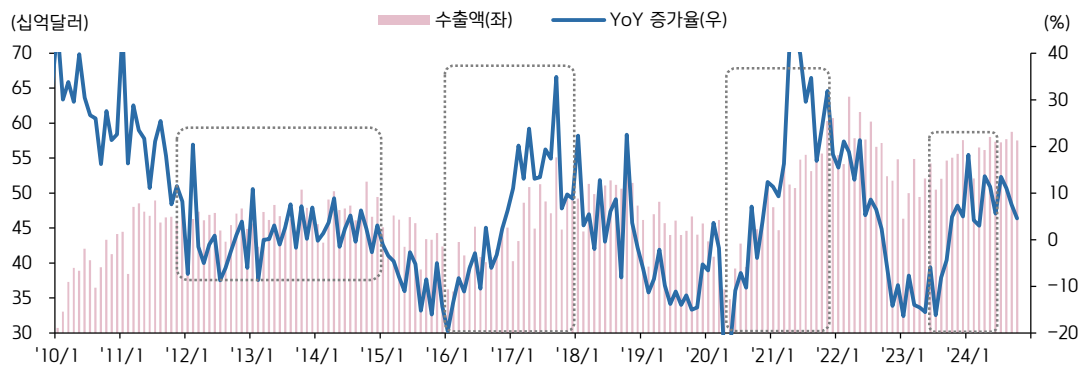
주: 1) 1월과 8월 데이터가 없는 경우, 당해 2월과 9월 데이터는 각각 1~2월 누계, 8~9월 누계 기준임.

한국 기준금리 vs CPI vs 전체 소매판매



자료: Fn Guide, 통계청, 키움증권 리서치

한국 전체 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

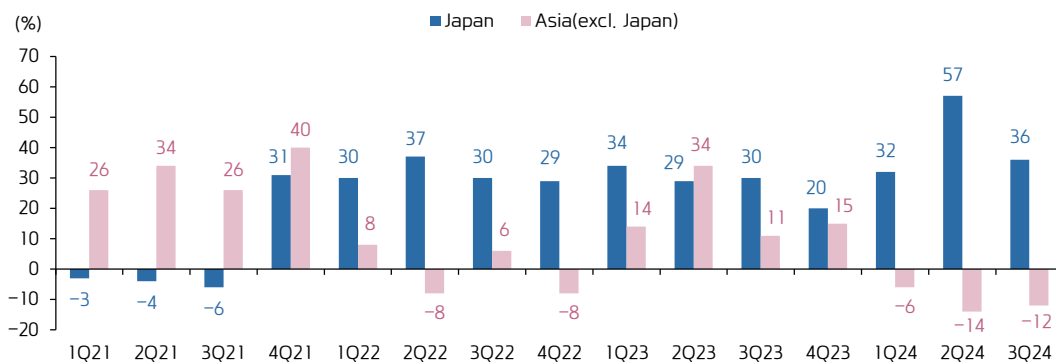
3) 해외 여행 수요 변화가 백화점, 면세점 업체에 미치는 영향

다만, 좀 더 마이크로한 측면에서는 해외 여행 수요가 백화점과 면세점에 미치는 영향을 살필 필요가 있다. **백화점**은 엔저 심화와 내국인의 일본 여행 수요 증가로 인해, 명품 매출에서 비교적 큰 타격을 입은 상황이다. 실제 글로벌 명품 업체들의 지역별 매출 성장률을 보면, 일본 지역 매출이 아시아 지역 매출을 상당 부분 흡수한 것으로 판단된다. **다만, 향후 일본은 미국, 한국 등과 다르게 금리 인상을 고려하고 있고, 내국인의 일본 여행객 수가 19년 대비 큰 폭으로 증가한 상황이기 때문에, 백화점 업체 입장에서는 올해 명품 판매의 어려운 환경이 내년에 기저효과로 작용할 수 있다.** 따라서, 부동산 경기 반등으로 내구재 소비도 회복될 수 있는 점을 감안한다면, 백화점은 내년도 기존점 성장률이 올해 대비 개선될 가능성이 있다.

한편, **면세점**은 최근 해외 여행 수요 증가가 매출에 긍정적으로 작용하였다. 전반적인 월별 매출이 크게 못 늘어난 것은 중국 다이오 경로의 매출이 감소했기 때문이나, FIT의 월별 매출은 꾸준히 늘어나고 있다. 하지만, 면세점 업체들은 올해 3분기에 모두 영업이익이 적자전환한 상태이다. 중국 다이오와 여행객들의 수요가 면세점 업체들이 기대한 수준에 미치지 못하고 있고, 달러 강세 부담으로 주요 여행객들의 소비 여력이 축소되었기 때문이다. 따라서, 주요 면세점 업체들은 공급 과잉 해소에 나설 수밖에 없다. 면세점 영업면적을 축소하고, 고정비를 절감하는 노력을 해야하는 상황이다. 실제 몇몇 면세점 업체들이 인력 구조조정에 나서고 있으며, 특정 점포의 영업면적 축소나 특허권 반납을 고려하고 있는 상황이다.

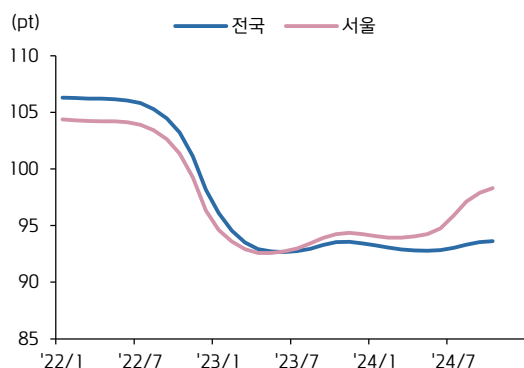
하지만, 위와 같은 공급 과잉 완화가 반드시 수익성의 정상화를 의미하지 않는다. 인천공항 면세점에서 정상 매장의 영업면적이 확대되면서, 면세점 업체들이 공항에 납부해야 하는 임차료 부담이 급격히 증가하고 있기 때문이다. 따라서, **면세점 업체들의 자구 노력이 영업적자 축소로 현실화 되는 것 4Q24~1Q25부터 가능할 것으로 기대되나, 안정적인 영업흑자 구조를 확립하는 것에는 좀 더 시간이 필요할 것으로 추산된다.**

LVMH 지역별 매출 성장률 추이



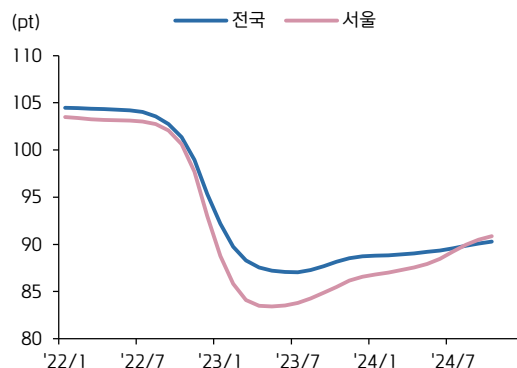
자료: LVMH

아파트 매매가격지수 추이



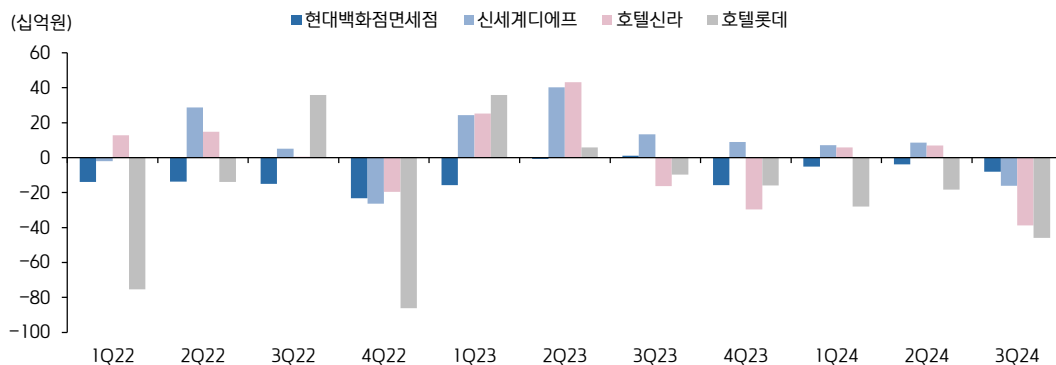
자료: 한국부동산원

아파트 전세가격지수 추이



자료: 한국부동산원

분기별 면세점 영업이익 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 호텔신라는 TR부문, 호텔롯데는 면세사업부 기준임

>>> 라면: 공격적 Capa 확대

1) 24년 연간 수출 1.5조원 돌파 예상

한국의 글로벌 라면 수출액은 올해 1.5조원을 돌파(23년 1.24조원)하며, 다시 한번 역대 최고 기록을 경신할 전망이다. 올해 초에는 제한적인 Capa 증가로 수출 규모 성장에 대한 회의적인 시각이 강했으나, 불닭볶음면을 중심으로 미국과 유럽에서 판로가 확대되었고, 달러가 원화 대비 강세를 나타내면서, 수출 ASP 증가가 전체 수출 규모 증가를 견인한 것으로 판단된다.

2) 25년 연간 수출 규모 2조원 수준에 근접할 전망

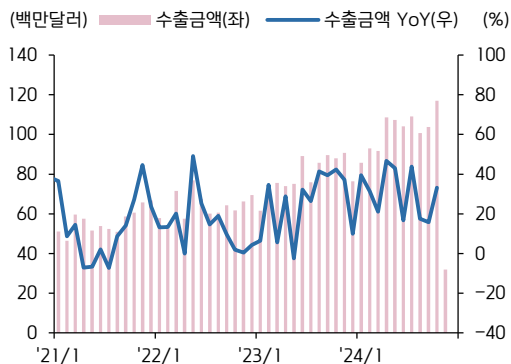
한편, 내년부터는 국내 주요 라면 업체들이 공격적인 Capa 증설 계획이 예정되어 있다. 25년 5월에는 삼양식품의 밀양 2공장 가동이 시작되면서, 전체 Capa가 +40% 증가할 예정이고, 26년 하반기에는 농심의 국내 수출 전용 공장이 완공되면서, 신규 매출 Capa가 3,000억원 정도 확대될 예정이다. 이에 따라, 빠르면 25년에, 늦어도 26년에는 연간 라면 수출 규모가 2조원을 넘어설 것으로 기대된다.

가장 높은 성장세가 기대되는 지역은 유럽이다. 삼양식품과 농심 모두 유럽 현지 판매법인 설립을 통해, 유럽 무역의 거점인 네덜란드를 중심으로 수출을 확대할 계획이다. 양사 모두 미국 시장에서 검증된 브랜드를 가지고 있고, 유럽에서 신규 진출 국가를 늘려나가고 있으며, 현지 법인 설립으로 유통 역량을 강화할 계획이기 때문에, 유럽 지역에서 매출 성장세가 가장 강하게 나타날 것으로 기대된다.

미국 시장에서는 삼양식품을 중심으로 높은 성장세가 기대된다. 동사의 불닭볶음면 제품은 미국의 핵심 메인스트림 채널인 코스트코와 월마트에서 인정을 받았고, 유통 지역과 점포 내 매대 면적이 확대되면서, 시장 침투율 상승세가 가속화 되고 있다. 한편, 농심은 24년 4분기에 신규 라인 증설 효과가 나타나면서, 판매량 성장세가 개선될 전망이다.

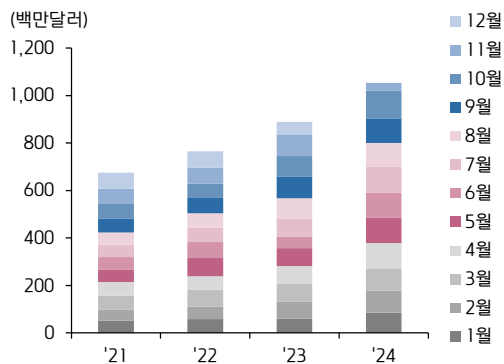
미국/유럽 외의 다른 국가에서도 성장세가 강화될 가능성이 있다. 한국 라면 브랜드들은 미국 시장에서 인지도를 얻으면서, 글로벌 시장에서 자연스럽게 확대할 수 있는 기회를 얻게 되었고, 인플레이션 이후 소비자들의 가성비 선호가 심화되면서 글로벌 소비자들에게 가격적인 관점에서 어필하고 있기 때문이다. 또한, 삼양식품 입장에서는 그 동안 Capa가 부족해서 제품 공급을 적절히 하지 못했던 시장에서 판매 확대가 일어날 수 있다. 고단가 시장인 미국/유럽 시장에 대한 적절한 대응을 위해, 저단가 시장에서의 판촉 활동을 자제해 왔기 때문이다. 따라서, 미국/유럽 외에도 아시아, 중남미, 중동 시장에서 구조적인 성장세가 나타날 가능성이 있다.

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (1)



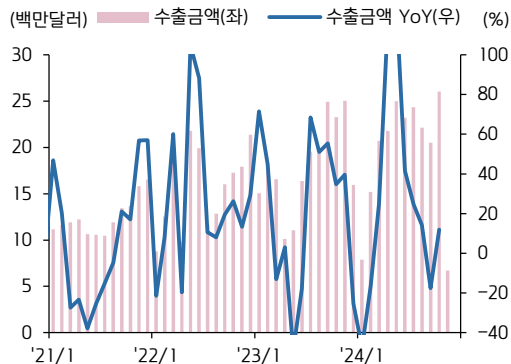
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/11은 '24. 11. 1~10 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (2)



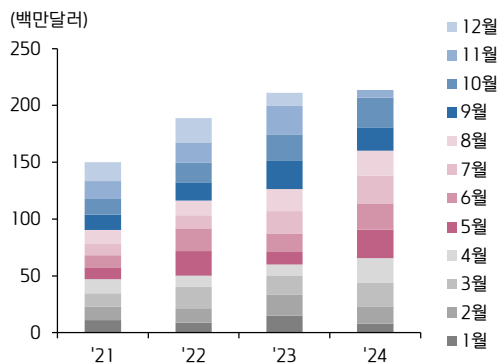
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/11은 '24. 11. 1~10 기준

한국의 중국向 라면 수출액 추이 (1)



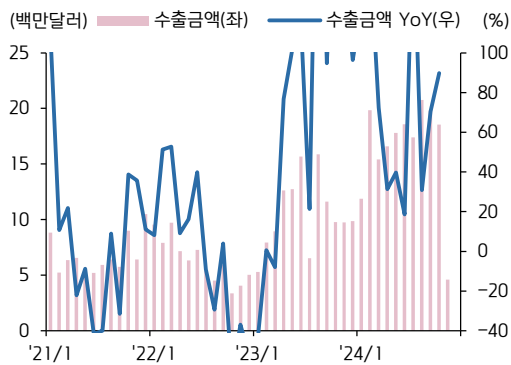
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/11은 '24. 11. 1~10 기준

한국의 중국向 라면 수출액 추이 (2)



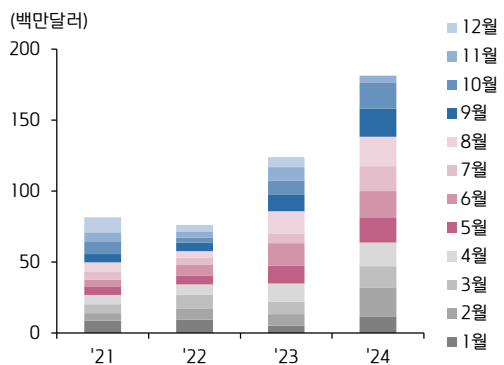
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/11은 '24. 11. 1~10 기준

한국의 미국向 라면 수출액 추이 (1)



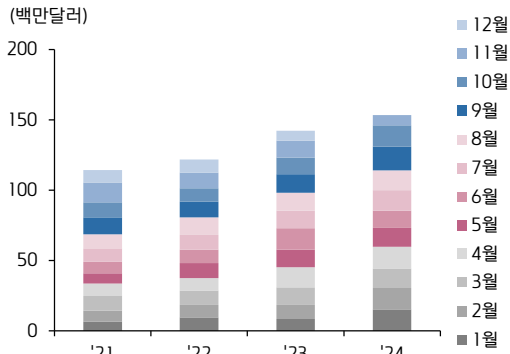
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/11은 '24. 11. 1~10 기준

한국의 미국向 라면 수출액 추이 (2)



자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/11은 '24. 11. 1~10 기준

한국의 동남아 Top 5 向 라면 수출액 추이

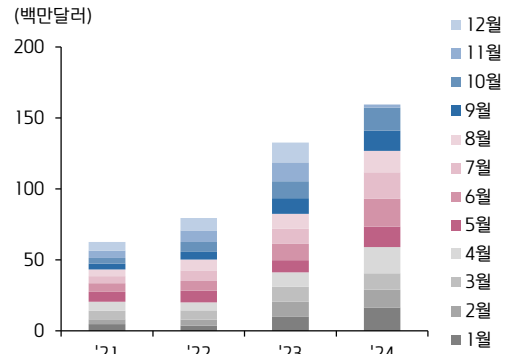


자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)

주: 1) '24/11은 '24. 11. 1~10 기준

2) 동남아 Top 5: 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남, 인도네시아

한국의 유럽 Top 5 向 라면 수출액 추이

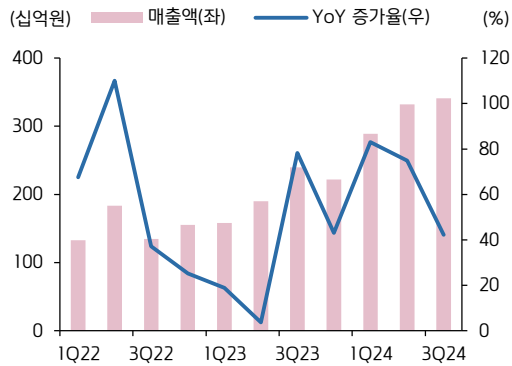


자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)

주: 1) '24/11은 '24. 11. 1~10 기준

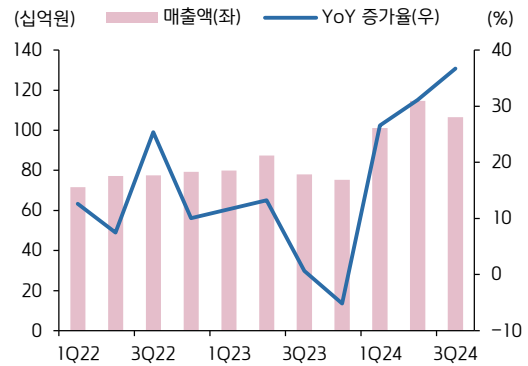
2) 유럽 Top 5: 네덜란드, 영국, 독일, 스웨덴, 프랑스

삼양식품 해외 매출액 추이



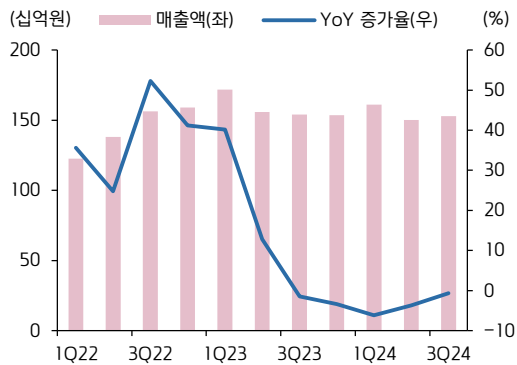
자료: 삼양식품

농심 한국법인 라면 수출액 추이



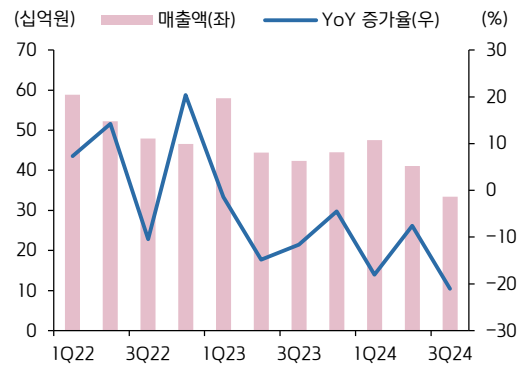
자료: 농심

농심 북미법인 매출액 추이



자료: 농심

농심 중국법인 매출액 추이



자료: 농심

>>> 제과: 새로운 다크호스

1) 과자류 수출 동향

한국의 글로벌 과자류 수출액은 23년 약 8,500억원 수준에서, 올해 약 1조원 수준으로 증가할 것으로 추산된다. 특히, 전체 수출액에서 35~40% 비중을 차지하는 미국향 수출액은 23년 2,700~2,800억원 수준에서, 올해 3,700억원 수준으로 약 +37% 증가할 것으로 추산된다.

농식품수출정보의 구분에 따르면, 과자류 카테고리 안에는 일반적인 비스킷, 스낵, 쿠키류 외에도 베이커리류와 캔디류 등이 포함되어 있고, 라면처럼 특정 브랜드의 비중이 절대적인 상황은 아니다. 또한, 과자류는 그 동안 K-Food의 미국향 수출에서 주류를 차지했던 한국의 전통적인 플레이버와도 거리가 먼 카테고리이다.

2) 美 인플레이션과 K-콘텐츠가 열어준 기회

현재 미국향 수출 확대 측면에서 두드러진 성과를 보여주고 있는 브랜드는 오리온의 꼬북칩과 롯데웰푸드의 뽀빠로로 파악되고 있다. 작년 오리온의 미국향 꼬북칩 수출은 120억원 수준이고, 향후 수출 400억원을 돌파하면, 현지 공장 설립도 고려하고 있는 것으로 알려져 있다. 또한, 롯데의 미국향 뽀빠로 수출도 올해 100억원을 돌파하면서, 글로벌 시장에서 성공 기대감이 커지고 있는 상황이다. 또한, 한국의 베이커리 프랜차이즈인 파리바게뜨와 뚜레쥬르도 미국 시장에서 점포 수를 크게 확대하고 있는 상황이다. 과거와 달리, 한국의 전통적인 플레이버를 입힌 카테고리가 아닌 제과/제빵 카테고리에서도 미국 소비자들의 선택을 받는 상황이 늘어나고 있는 셈이다.

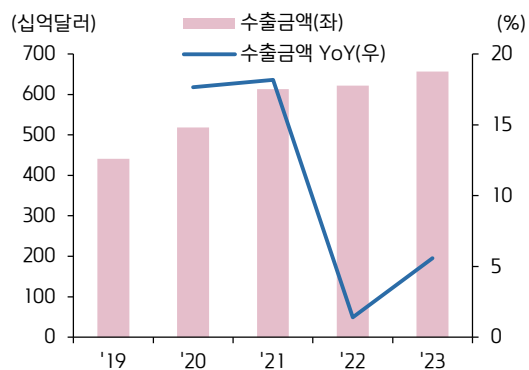
왜 갑자기 선진시장인 미국에서 과자류의 수출이 증가하고 있는 것일까? 미국에서 인플레이션이 심화되면서, 국내 과자 수출 업체들이 현지 시장에서 메리트 있는 가격으로 판매가 용이해졌고, K-Pop으로 한국 문화에 익숙한 현지 젊은층의 수요가 증가하면서, 코스트코와 같은 메인스트림 채널 입점에 성공했기 때문이다.

기본적으로 가격대가 낮은 과자류를 수출할 때, 물류비 등의 제반 비용 영향으로 공급가격이 상승해서, 현지 시장에서 매력적인 가격으로 판매하기 어려운 것이 사실이다. 하지만, 코로나19 이후 미국에서 진행된 급격한 인플레이션으로 인해, 저가 소비재를 수출하는 업체 입장에서 현지 소매가격에 맞추기가 과거보다 용이해진 상황이다.

실제 한국뿐만 아니라 일본 제과 업체들의 미국향 수출도 크게 증가하고 있는 상황이다. Calbee와 Morinaga는 달러기준 미국 매출 성장률이 +10% 이상에서 지속되고 있고, Meiji는 글로벌 매출 비중이 커지면서 국가 혹은 대륙별 매출 비중을 나눠서 공시하기 시작하였다. 제품력과 물류비 측면에서 유사한 여건에 놓여 있는 일본 제과 업체들의 매출이 크게 증가하고 있다는 점은 수출 과자 제품이 가격 측면에서 메리트를 확보했다는 생각에 좀 더 설득력을 더해주는 사례로 판단된다.

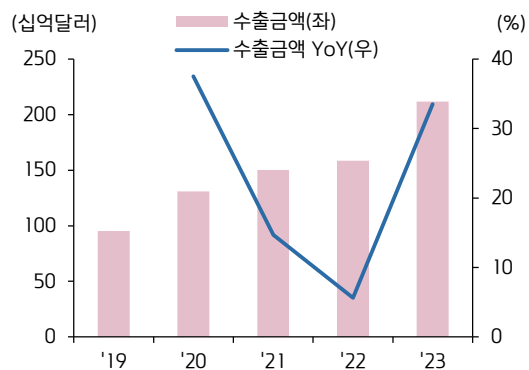
오리온과 롯데웰푸드는 입점 채널 측면에서도 미국 시장 진입의 핵심 관문인 코스트코를 중심으로 확대되고 있기 때문에, 향후 Wal-mart, Kroger 등으로 채널을 넓혀가면서, 추가적인 매출 성장세를 창출할 가능성이 있다. 또한, 현지에서 인정 받은 제품력을 바탕으로 he 카테고리나 SKU로 확장할 수 있기 때문에, 제품 포트폴리오 다변화 측면에서도 확장성을 가지고 있는 상황이다.

연도별 한국의 글로벌 과자류 수출액 추이



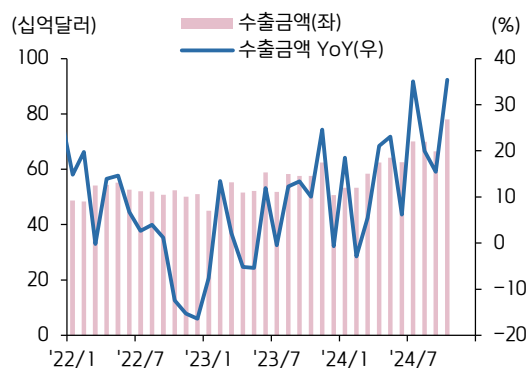
자료: 농식품수출정보

연도별 한국의 미국향 과자류 수출액 추이



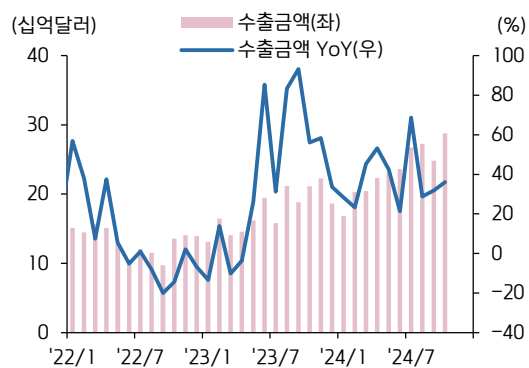
자료: 농식품수출정보

월별 한국의 글로벌 과자류 수출액 추이



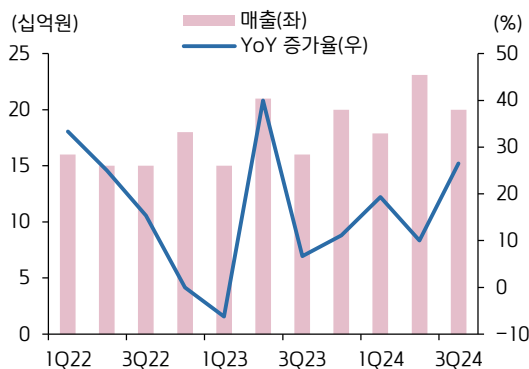
자료: 농식품수출정보

월별 한국의 미국향 과자류 수출액 추이



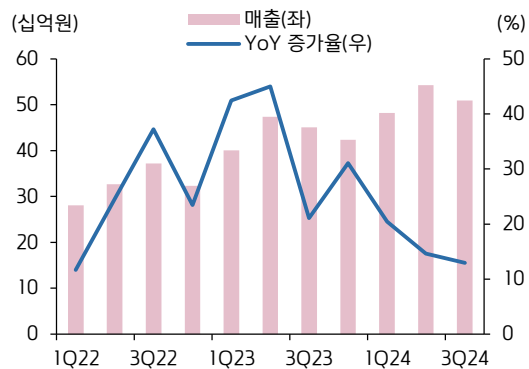
자료: 농식품수출정보

오리온 한국법인 수출액 추이



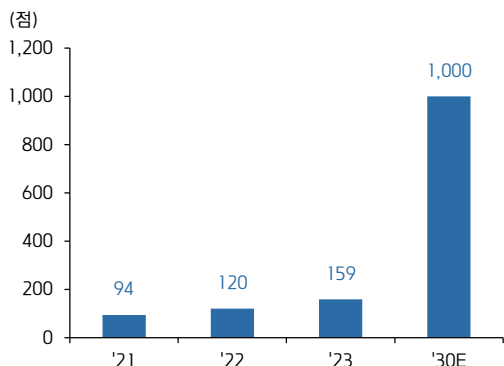
자료: 오리온

롯데웰푸드 한국법인 수출액 추이



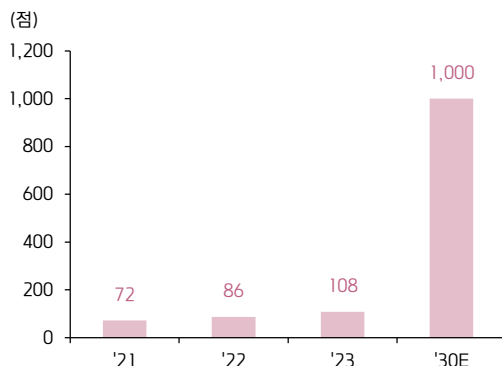
자료: 롯데웰푸드

파리바게뜨 미국 점포 수 추이 및 목표



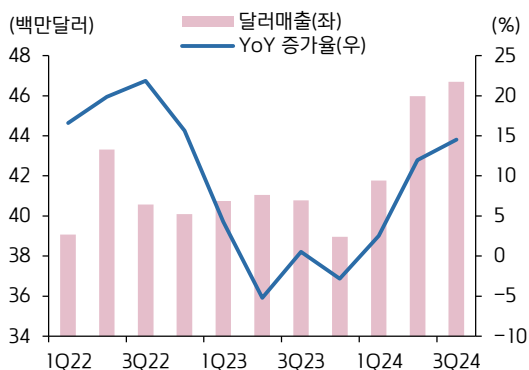
자료: 언론보도

뚜레쥬르 미국 점포 수 추이 및 목표



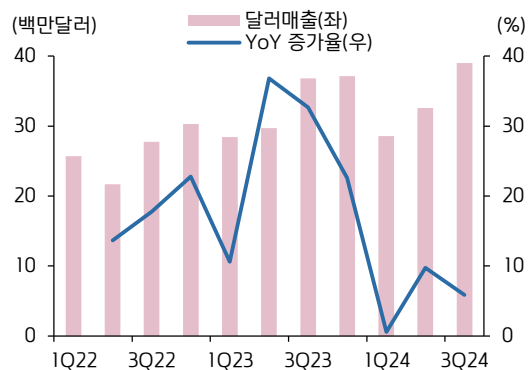
자료: 언론보도

Calbee North America 매출액 추이



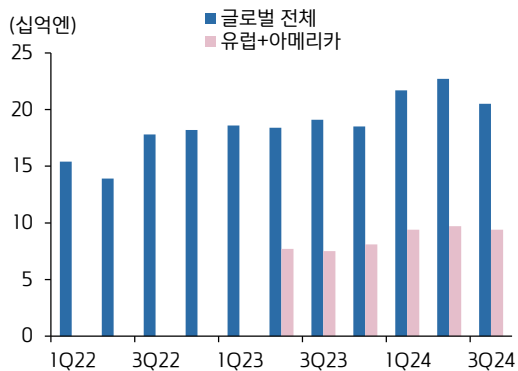
자료: Calbee

Morinaga 미국 매출액 추이



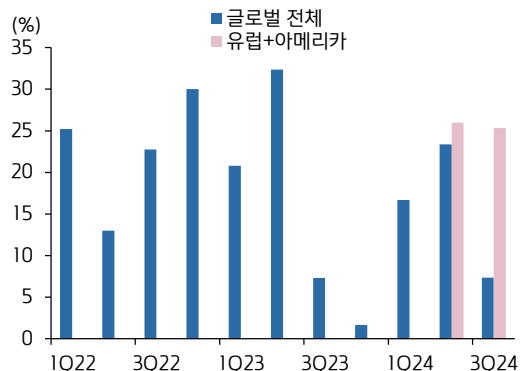
자료: Morinaga

Meiji 글로벌 매출액 추이



자료: Meiji

Meiji 글로벌 매출 성장률 추이(엔화기준)



자료: Meiji

3) 유럽 등 글로벌 시장으로 확장 기회

한국의 주요 라면 브랜드처럼, 미국 시장에서 성공하는 과자 브랜드가 나온다면, 유럽 등 미국 외의 글로벌 시장으로 확장할 수 있는 기회가 열릴 수 있다. 불닭볶음면, 신라면 등은 미국 시장에서 얻은 인지도를 바탕으로 유럽 시장에서 높은 성장세를 보여주고 있는 상황이다. 실제 오리온의 꼬북칩도 코스트코에 도움을 받아 유럽 시장에 진출한 상황이다. 언론보도를 통해, 지난 9월말 영국, 스웨덴, 아이슬란드에 있는 코스트코 31개 점포에 초도 물량을 공급한 것이 알려졌고, 내년 1월부터 본격적인 판매가 시작될 예정이다.

미국은 글로벌에서 가장 규모가 큰 선진 소비 시장이라는 상징성이 있고, 다양한 문화가 섞여 있는 다인종 국가이기 때문에, 해당 시장에서의 성공은 아시아 브랜드의 글로벌 확장성 측면에서 큰 의미가 있다. 따라서, 만약 꼬북칩과 빼빼로가 미국 시장에서 성과를 거둔다면, 기존의 아시아 시장뿐만 아니라, 유럽, 중동, 중남미, 아프리카 등에서 신규 고객을 확장할 수 있는 기회가 열릴 수 있을 것이다.

빼빼로의 글로벌 홍보대사 '뉴진스'



자료: 언론 보도

오리온의 주요 브랜드



자료: 언론 보도

>>> 담배: Smoke-free 선호와 Tax Push

1) 글로벌 담배 시장 동향: 필립모리스의 헤게모니 강화

글로벌 담배 시장의 지형 변화가 예상롭지 않다. 특히, 메이저 담배 업체들 중에서는 필립모리스(PMI)를 제외한 나머지 회사들의 판매량이 감소하면서, 필립모리스의 시장 점유율 상승세가 심화되고 있다. 상대적으로 위험도가 낮은 Smoke-free 담배에 대한 소비자들의 선호가 상승하면서, 궐련형 전자담배(Heat-not-burn)와 니코틴 파우치 제품이 글로벌 시장에서 인기를 얻고 있기 때문이다.

필립모리스는 해당 카테고리에서 IQOS와 ZYN이라는 두 개의 강력한 브랜드를 가지고 있다. 두 브랜드 모두 젊은층 사이에서 인기를 얻으면서, 필립모리스의 제품 포트폴리오가 강화되고 있다. IQOS는 유럽과 아시아 시장에서의 인기를 바탕으로 글로벌 점유율이 상승하고 있고, ZYN은 미국 시장에서 점유율이 급격하게 상승하고 있는 추세이다. 이에 따라, 미국과 유럽의 주요 메이저 담배 업체들은 판매량 감소로 고전하고 있는 상황이다.

사실, 글로벌 메이저 담배 업체들의 주가는 올해 크게 상승한 상황이다. 주식 시장에서 무위험이자율인 기준금리 인하 기대감이 커지면서, 고배당주인 담배 업체들의 밸류에이션이 상승하였기 때문이다. 고배당주 업체들은 배당수익률로 밸류에이션 레벨이 결정되기 때문에, 금리 하락은 대체로 밸류에이션 상승을 의미한다.

하지만, 필립모리스와 재팬타바코(JTI)를 제외한 나머지 글로벌 담배 메이저 업체들의 배당수익률은 미국 기준금리 대비 매우 높은 편이다. 글로벌 주식 시장에서 판매량 감소에 따른 DPS 감소(Dividend Cut)를 우려하고 있기 때문이다. 고배당주는 채권처럼 현금흐름의 안정성을 담보하는 것이 중요한데, 글로벌 담배 시장에서 판매량과 점유율이 감소하고 있으니, 현금흐름의 안정성에 대한 우려가 커진 것이다. 재팬타바코는 동유럽 시장에서의 선전을 바탕으로 판매량이 아직 증가하는 흐름이나, BAT, 임페리얼, Altria 등은 판매량 감소세가 과거 대비 확대된 상황이다.

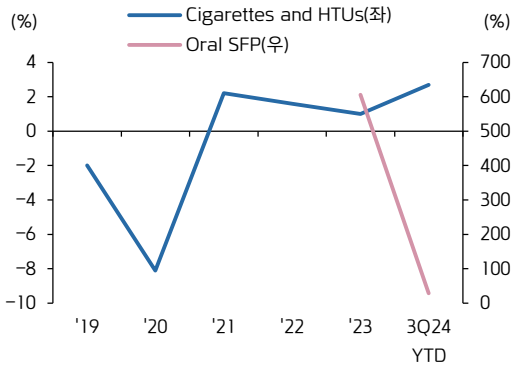
필립모리스(PMI)의 IQOS와 ZYN

Leading Smoke-Free Portfolio with Two Blockbuster Brands



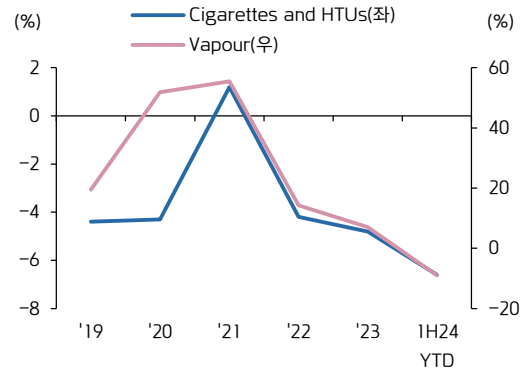
자료: 필립모리스

필립모리스(PMI) 판매량 증감률 추이



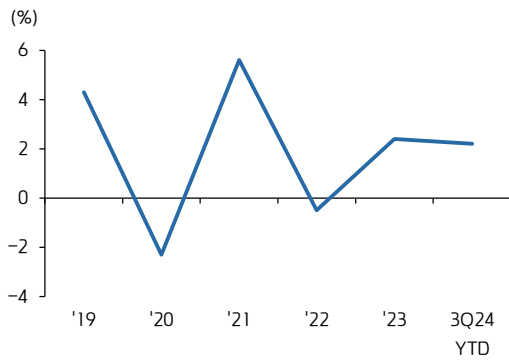
자료: 필립모리스

브리티쉬아메리칸토바코(BAT) 판매량 증감률 추이



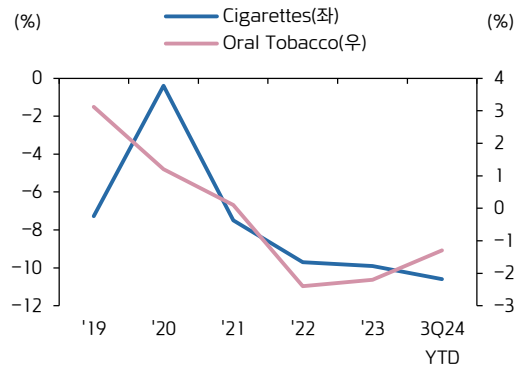
자료: 브리티쉬아메리칸토바코

재팬토바코(JTI) 판매량 증감률 추이



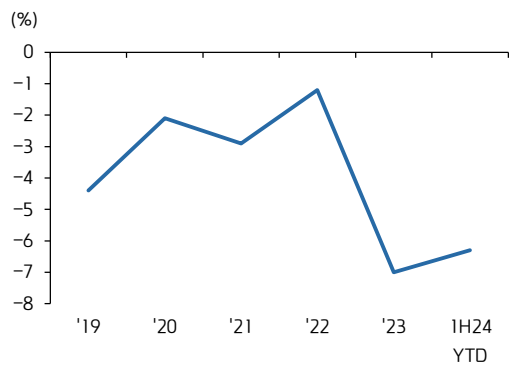
자료: 재팬토바코

알트리아(Altria) 판매량 증감률 추이



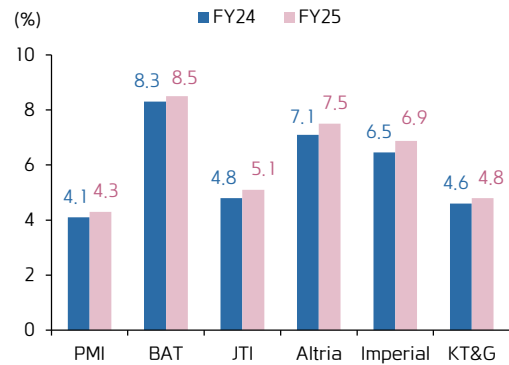
자료: 알트리아

임페리얼(Imperial) 판매량 증감률 추이



자료: 임페리얼(FY 기준)

글로벌 담배 업체 배당수익률 비교



자료: Bloomberg('24. 11. 15 종가 기준)

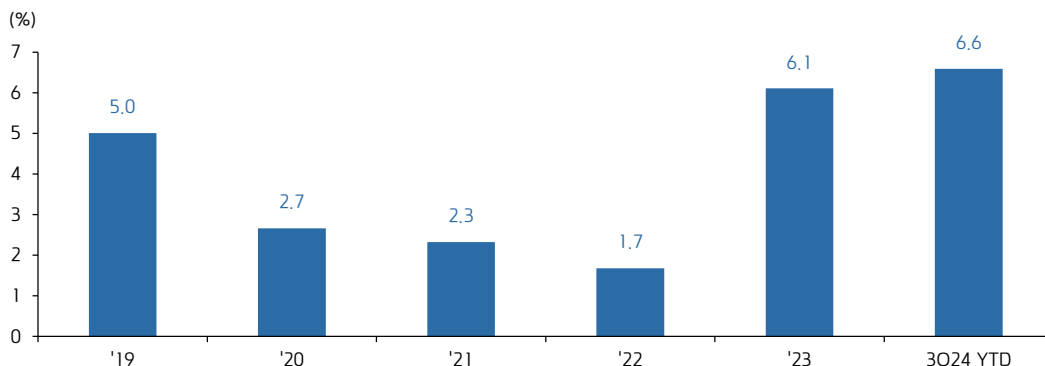
2) Tax Push Price Hike

한편, 담배는 보통의 가공식품 카테고리와 달리, 가격 인상이 계속 나타날 수 있는 카테고리로 판단된다. 가공식품은 주요 원부재료 가격이 하향 안정화되면서, 제한적인 카테고리에서 Cost Push가 예상되나, 담배는 흡연율 제어를 위한 Tax Push가 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

담배는 글로벌 수요가 감소하는 카테고리이기 때문에, 통상 세금 인상과 함께 소매가격 인상이 전개된다. 특히, 정부는 2003년 세계보건총회(WHA)에서 만장일치로 채택된 WHO의 담배규제기본협약(FCTC)에 따라, 흡연율 하락을 위한 다양한 규제를 시행하는데, 가장 기본적인 규제가 세금 인상을 통한 가격 규제이다. 따라서, 글로벌 인플레이션과 연관성이 높은 가공식품의 가격 인상과 달리, 담배는 세금 인상 여부에 따라 가격 인상이 결정되는 경우가 많다. 한국도 보건복지부가 2030년까지 OECD 국가 수준(약 8,000원)에 맞게 소매가격을 올리겠다고 밝힌 바 있기 때문에, 2030년까지 1~2차례 세금 및 소매가격 인상 가능성이 있는 상황이다.

이에 따라, 글로벌 담배 시장의 ASP 상승 흐름은 중기적으로 지속될 전망이다. 특히, 판매량이 계속 감소하고 있는 글로벌 담배 메이저 업체들은 가격 인상에 더욱 적극적으로 나설 수밖에 없는 상황이다.

필립모리스(PMI)의 가격 인상을 추이



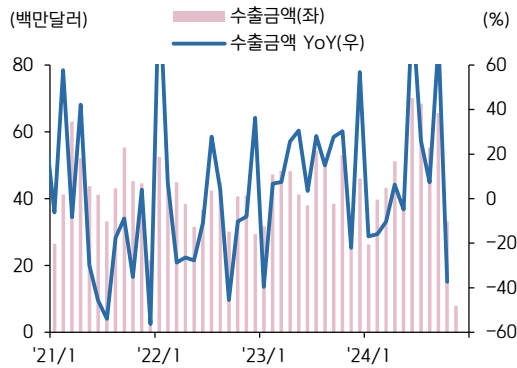
자료: 필립모리스(환율과 Mix 개선 효과는 제외)

3) KT&G, 글로벌 시장에서 MS 확대 기회 열릴 듯

한편, KT&G는 원래 글로벌 궐련(Cigarette) 시장에서 점유율이 낮은 업체이고, 내수 전자담배 시장도 다른 글로벌 메이저 담배 업체 대비 성공적으로 방어하였다. 또한, 글로벌 궐련 시장에서는 초슬림 제품과 저가 담배 제품을 바탕으로 판매량이 꾸준히 성장하고 있고, 글로벌 HnB 시장에서는 필립모리스와의 제휴를 바탕으로 수출 규모를 확대하고 있는 상황이다.

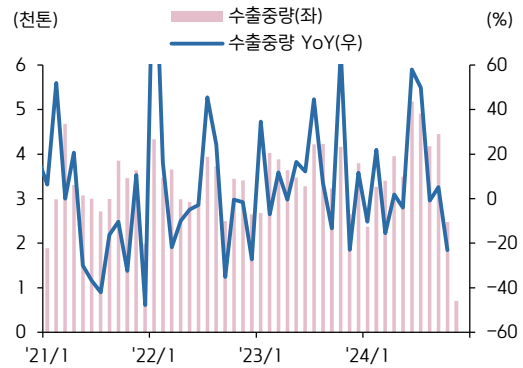
따라서, KT&G는 주요 글로벌 메이저 담배 업체와 달리, 내수를 포함한 글로벌 판매량이 꾸준히 증가하고 있는 추세이다. 정부의 세금 인상 등 가격 인상 요인이 발생했을 때, 경쟁사 대비 가격 인상을 서두를 필요가 없기 때문에, 중장기적인 시장 점유율 확대에 집중할 수 있다. 최근 글로벌 담배 시장에서 필립모리스의 헤게모니가 강화되고, 他 메이저 업체들의 시장 내 입지가 약화되고 있기 때문에, 수출 시장에서 KT&G의 점유율 상승 기회가 점점 커지고 있는 것으로 추산된다.

한국의 담배 수출금액 추이(일본 제외 기준)



자료: 관세청(수리일 기준)

한국의 담배 수출증량 추이(일본 제외 기준)



자료: 관세청(수리일 기준)

필립모리스와 KT&G의 전자담배 해외 진출 제후

Comprehensive HnB Offer Fulfilling All Consumer Preferences

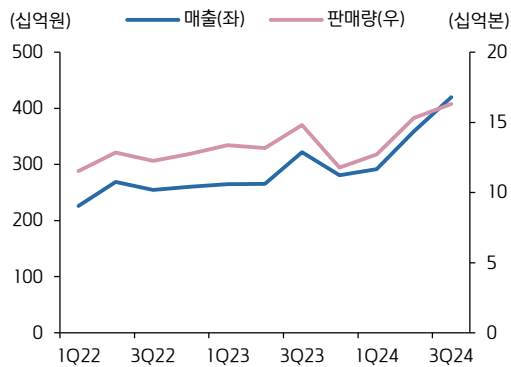


Note: Price positions are illustrative only

12

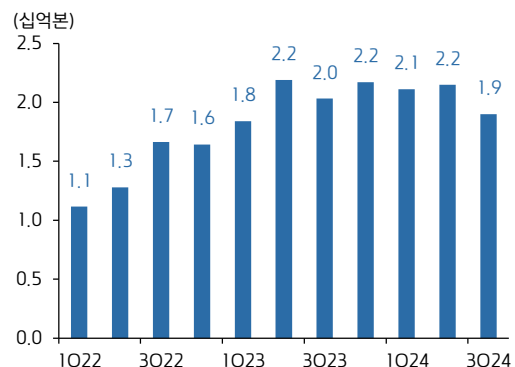
자료: 필립모리스

KT&G 해외걸런 매출 및 판매량 추이



자료: KT&G

KT&G 해외 NGP 스틱 판매량 추이



자료: KT&G

>>> 간편식: Price Challenge

1) K-Food의 선구자, bibigo

CJ제일제당은 국내 식품 1위 업체로서, 경쟁사 대비 미국 시장에 대한 투자를 조기에 개시하였다. 특히, 2014~15년에 비비고 만두를 국내 시장에서 성공시킨 이후, 2016년부터 해당 브랜드의 Globalization을 위해, 미국 현지 시장 공략을 본격화하기 시작하였다.

동사는 시장 진입 초기에 Costco 입점을 적극 확대하였고, 미국 현지인들의 선호도를 고려하여, 만두소를 돼지고기가 아닌 닭고기를 사용하여 ‘치킨 만두’를 개발하고, 특유의 향으로 한국인에게 호불호가 갈리는 고수를 사용하여 미국 현지인들의 입맛을 사로 잡는 데 성공하였다.

CJ제일제당은 비비고 만두가 Costco를 중심으로 매출이 급증하면서, 미국에서 새로운 성장 동력을 원하게 되었다. 특히, 납품에 어려움을 겪고 있던 Grocery 경로(Walmart, Kroger 등)의 영업망과 전국적인 생산/물류 인프라를 확보할 필요가 생겼다.

이에 따라, 동사는 2018년에 미국 냉동피자 2위 업체인 슈완스 컴퍼니(Schwan's Company)를 기업가치 2.1조원 레벨에 인수하였다. 동사는 슈완스 인수를 통해, 제품 포트폴리오와 유통 채널을 다각화하였고, 미국 시장에서 의미 있는 채널 교섭력을 확보하였다.

2) 간편식 시장의 영업환경 변화

코로나19 사태로 내식 수요가 증가하면서, 한국과 미국의 간편식도 전반적인 시장 규모가 크게 성장하였다. 하지만, 글로벌 인플레이션 이후 가격 저항이 심화되고, Digital Transformation 이후 배달음식 시장의 성장세가 강화되면서, 간편식 카테고리의 가성비 포지셔닝은 점차 애매한 상황이 되었다. 이에 따라, 한국과 미국의 주요 간편식(혹은 냉동식품) 업체들은 판매량 확대에 어려움을 겪게 되었다.

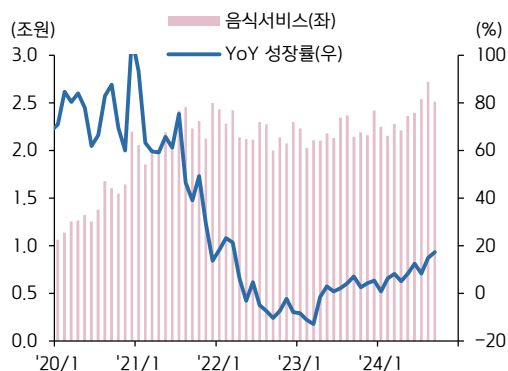
한편, 배달음식 시장은 확고한 가격/품질 측면의 포지셔닝과 편리성을 앞세워 고성장세가 지속되고 있다. 한국 배달음식 시장은 리딩 앱인 ‘배달의 민족’과 ‘쿠팡 이츠’의 배달비 할인 정책이 소비자들의 호응을 얻으면서, 전반적인 성장세가 회복되는 중이다. 미국 배달음식 1위 업체 도어대시(DoorDash)도 높은 거래액 성장률과 턴어라운드 기대감을 바탕으로 주가가 급등하였다.

최근 국내 주요 식품 대기업들도 여러 어려운 환경에 직면하고 있는 것으로 추산된다. 간편식은 콜드체인 물류가 필요하고, 가격 레벨이 높아서 선진 시장에서 확대가 용이하다. 여전히 미국과 유럽에서의 시장 성장세가 좋은 점은 긍정적이나, ‘비비고 만두’ 이후 주요 식품 업체들의 신제품 성과는 미진한 편이다. K Street Food(길거리 음식) 트렌드도 국내 주요 식품 대기업 보다는 미국 메인스트림 유통 채널과 PB 계약을 맺은 중소기업들의 신제품 성과가 돋보이면서, 대기업들의 시장 트렌드 대응이 부족한 것 아니냐는 우려가 생긴 것도 사실이다.

한편, K-Food 수출을 선도하고 있는 CJ제일제당은 핵심 카테고리인 피자 시장에서 1위 업체인 네슬레와의 가격 경쟁이 격화되고 있는 상황이다. 피자 시장 점유율 하락에도 불구하고, 적극적인 대응을 자제했던 네슬레가 이례적으로 실적 컨퍼런스 콜에서 미국 피자 시장 내 판촉 강화 계획을 밝힌 상황이다. 이에 따라, CJ제일제당의 3Q24 미주 식품 영업이익률은 매출 성장에도 불구하고 전년동기 대비 1%p 하락하였고, 4Q24 이후에도 여전히 수익성 측면에서 불확실성이 높은 상황이다.

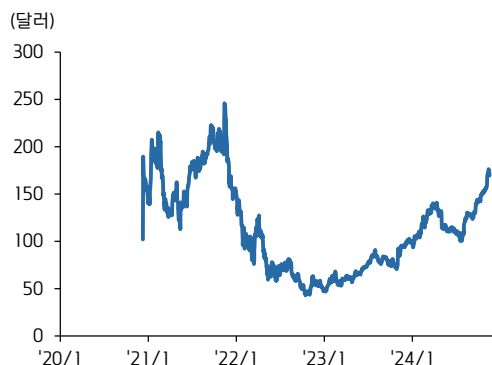
따라서, 한국 간편식 업체들의 글로벌 중장기 성장성은 여전히 유망한 것으로 보이나, 미국 배달음식 시장의 침투율 상승과 주력 카테고리(피자 등)의 경쟁 심화에 따른 실적 불확실성 등으로 인해, 단기적으로 관련 업체들의 주가 변동성이 확대될 가능성이 있다.

한국 배달음식 시장규모 추이



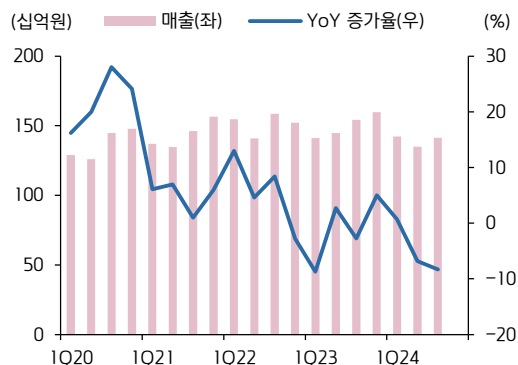
자료: 통계청

미국 도어대시 주가 추이



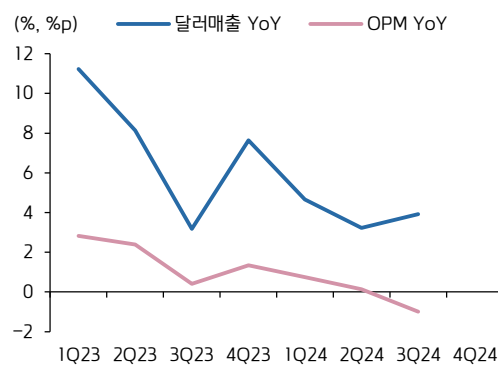
자료: Bloomberg

CJ제일제당 국내 HMR 매출액 추이



자료: CJ제일제당

CJ제일제당 미주 매출 vs OPM YoY 추이



자료: CJ제일제당

III. 근거리 상권 과점화

>>> 코로나 이후 유통 업체 양극화

쿠팡을 중심으로 재편되고 있는 국내 소매유통 시장

코로나19 사태로 외부활동에 어려움이 생기면서, 국내 오프라인 유통 업체들은 큰 어려움을 겪었고, 쿠팡 등 이커머스 업체들은 시장 침투율을 크게 확대시킬 수 있는 기회를 얻었다. 이번 사태를 계기로 영업흑자 구조의 가능성에 의구심이 많았던 쿠팡은 턴어라운드 성공하였고, 롯데그룹은 대규모의 점포 폐점을 단행하였다.

특히, 차별점을 잃은 할인점이 국내 소매유통 시장에서 가장 어려운 업태로 판단된다. 국내 할인점 업체들은 MS가 하락하면서, 쿠팡 대비 판관비율이 상승하였고, 중저가 소매유통 시장에서 가격 경쟁력을 상실하였다. 쿠팡의 매출 규모와 물류 투자가 확대되면서, 상품 구색과 편의 측면에서도 경쟁력의 차이가 더욱 벌어졌다. 게다가, 주요 핵심 고객인 50~60대는 가족 구성원 수가 축소되면서, 할인점에 방문할 이유가 줄어들었고, 장보기 채널의 신규 고객으로 진입하고 있는 30대는 이커머스에서 장보기 활동을 시작하고 있는 상황이다.

더불어, 디지털 전환이나 시장 지배력 확대를 위해 단행했던 공격적 지분 인수도 재무적 부담이 되어 돌아오고 있다. 이마트는 스타벅스커피코리아 지분을 확대하고, 이베이코리아 지분을 인수하였으나, 좋은 결과를 얻지 못했다. GS리테일은 요기요의 지분을 인수하였으나, 배달앱 시장의 경쟁구도는 '배달의 민족'과 '쿠팡 이츠'의 2파전 양상으로 흘러가고 있다. 코리아세븐은 미니ストップ을 인수하며 편의점 시장을 3강 체제로 가져가고자 했으나, 최근에 영업이익이 적자전환 하면서 부진점을 구조조정하고 있는 상황이다.

향후 오프라인 유통 업체들이 업태 내 경쟁력을 지키기 위해서는 '점포 수'를 최대한 지키는 것이 중요하다. 규모의 경제 효과에서 경쟁사 대비 우위에 서려면 고정비 부담을 최소화해야 하기 때문이다.

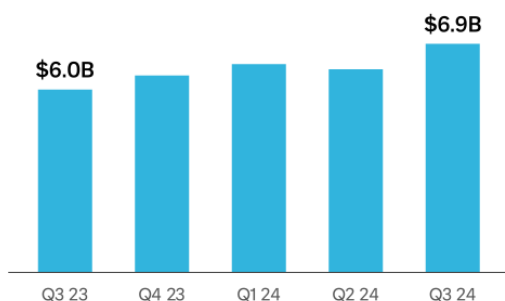
쿠팡의 Product Commerce 부문 순매출액 추이

Segment Results: Product Commerce - Net Revenue

Net Revenue

Up 16% YoY

UP 20% YoY F/X neutral

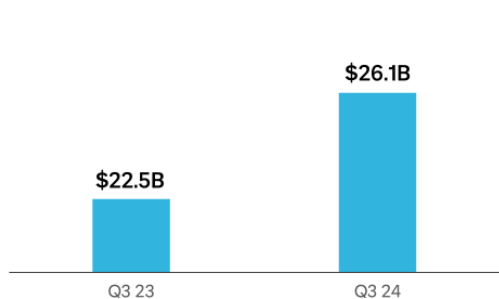


Net Revenue - TTM

Up 16% YoY

UP 19% YoY F/X neutral

Would have been
~400 bps
higher
without FLC
accounting change



자료: 쿠팡

>>> 출점과 폐점 사이

1) 편의점: CU와 GS25를 중심으로 재편

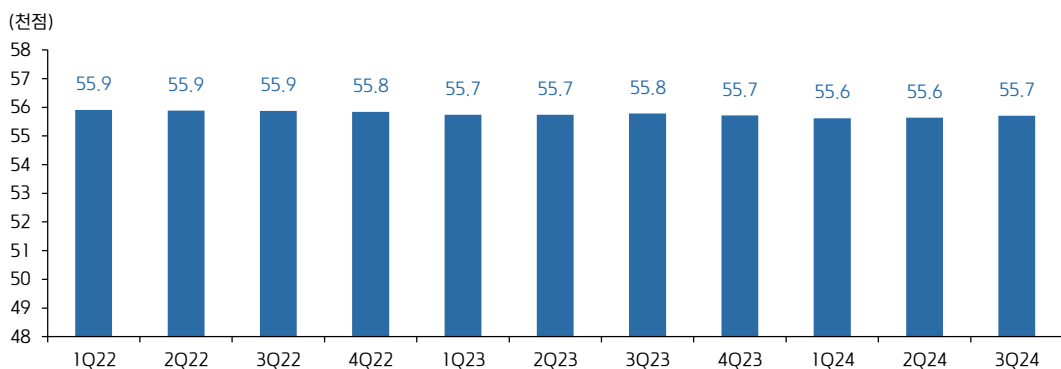
이커머스 업체들의 MS 상승 영향을 덜 받았던 편의점 시장도 예외가 아니다. 국내 편의점 시장은 2000년대에 가장 고성장하는 산업이었으나, 최근에는 시장 성장률이 크게 둔화되고 있는 상황이다. 리오프닝과 가공식품 물가 상승 구간 이후, 기존점 매출과 점포 수 증가 추세가 둔화되고 있다.

사실, 한국의 편의점 수는 이미 편의점 대국 일본과 유사한 수준이다. 일본이 한국 인구의 2배 이상인 점을 감안한다면, 편의점 수가 구조적으로 더 증가하기는 어려운 상황이다. 게다가, 3위와 4위 업체인 코리아세븐(세븐일레븐)과 이마트24는 안정적인 흑자 구조를 만들지 못하고 있다. 1위와 2위 업체인 CU와 GS25가 주요 입지를 선점하였고, 상품 경쟁력을 바탕으로 일매출 레벨에서도 앞서 나가고 있기 때문이다. 코리아세븐과 이마트24는 영업적자가 심화되면서, 부진점 구조조정을 진행하고 있으며, 우량 가맹점 주 중심으로 경쟁사로 이탈할 가능성도 커지고 있는 상황으로 추산된다.

특히, 코리아세븐의 영업적자 규모는 심각한 상황이다. 올해 3분기 누계 영업적자는 528억원으로 이미 작년 연간 영업적자(551억원) 규모에 육박한 상황이다. 4분기가 3분기 대비 비수기이고, 코리아세븐이 최근 희망퇴직 신청을 받은 점을 감안한다면, 연간 영업적자 규모가 전년대비 크게 확대될 개연성이 높다. 이마트24의 상황도 좋지 않다. 모회사인 이마트가 할인점의 구조적 부진, 신세계건설 미분양 사태, 이커머스 영업적자 지속 등으로 인해, 시장 점유율과 수익 구조가 악화되고 있기 때문이다. 따라서, 투자 관점에서 이마트24에 대한 지원을 계속해서 늘려가기 어려운 상황이다.

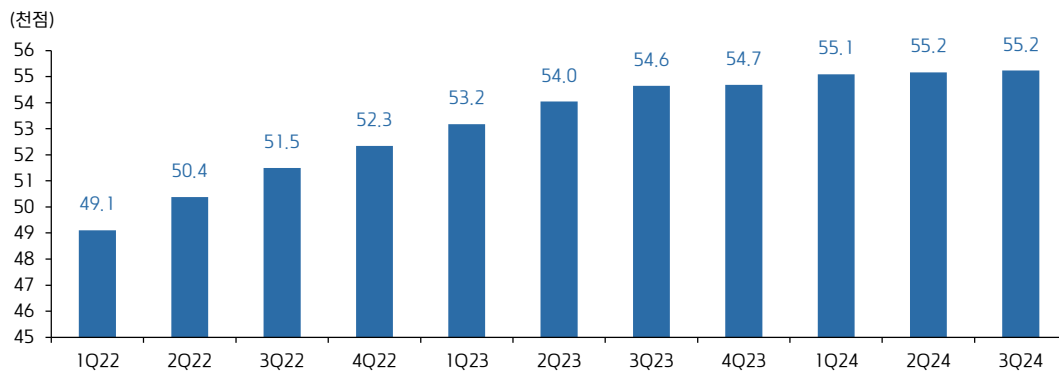
따라서, 한국 편의점 시장은 CU와 GS25 중심으로 재편될 가능성이 높아 보인다. 업태의 특성상 한번 MS 차이가 벌어지면, 경쟁력 회복에 많은 시간이 필요할 가능성이 높고, 편의점 4社 간의 전환점 유치 경쟁도 완화된 수밖에 없다. 따라서, 중기적으로 BGF리테일과 GS리테일의 영업이익률이 상향될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

분기말 일본 편의점 점포 수 추이



자료: 일본프랜차이즈체인협회

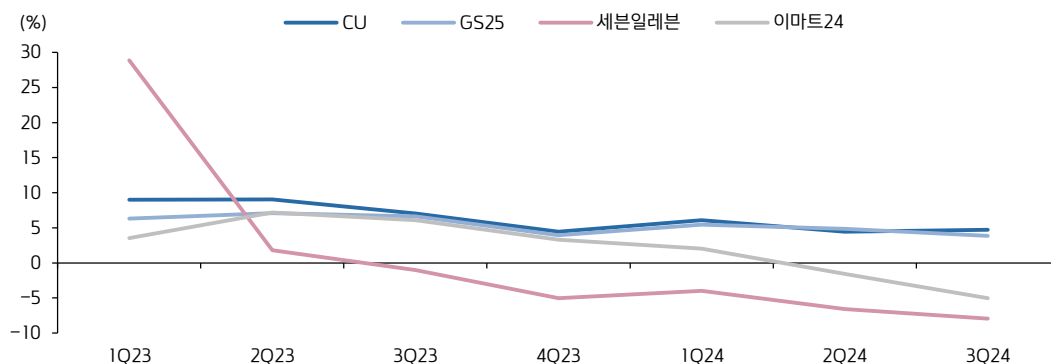
분기말 한국 편의점 점포 수 추이



자료: 산업통상자원부, 이마트

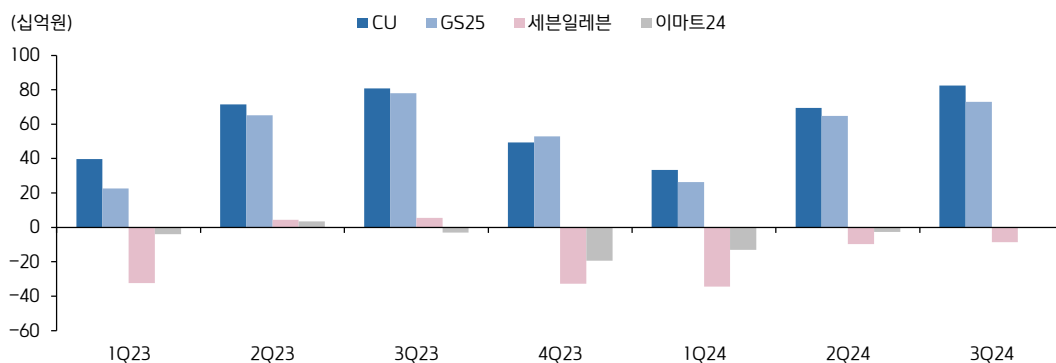
주: 1) 산업통상자원부와 이마트24 점포 수를 합산한 기준임. 세븐일레븐의 미니스톱 합병 효과에 의한 증가분이 포함되어 있음.

분기별 편의점 4社 순매출액 증가율 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

분기별 편의점 4社 영업이익 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

2) SSM: 출점을 확대하는 GS THE FRESH

국내 SSM(Super SuperMarket) 시장은 GS리테일 보다는 할인점 3사가 주도했던 시장이다. SSM이 편의점 보다는 상품 구색을 적절하게 유지하는 것이 중요하고, 가공식품 외에도 신선식품을 판매해야 하는 부담이 있었기 때문이다.

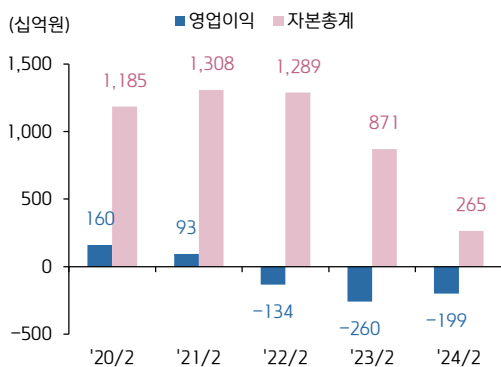
하지만, 할인점 업태의 경쟁력이 구조적으로 악화되면서, SSM을 영위하고 있는 주요 회사들의 수익구조와 재무구조가 악화되고 있다. 롯데마트는 대규모 구조조정을 통해 수익구조를 일부 회복시켰으나, 이마트는 분기별로 영업흑자와 영업적자를 왔다갔다하고 있고, 홈플러스는 연간 영업적자 구조가 고착화 되어버렸다.

하지만, GS리테일은 편의점의 안정적인 이익 규모를 바탕으로 SSM 업태에 대한 투자를 확대하고 있다. 소비자들은 인플레이션으로 가게의 구매력이 약화되고, 1~2인 가구가 증가하면서, 할인점 대비 바스켓 사이즈가 작은 SSM 업태를 선호하고 있다. 특히, 최근 시장 점유율 상승을 주도하고 있는 쿠팡과 컬리 대비, 소규모의 상품을 빠르게 구매할 수 있다는 차별점을 보유하고 있고, 직접 방문해서 식료품을 구매하기를 원하는 소비자들도 일부 흡수하고 있는 상황이다. 과거 대비 할인점의 가격 경쟁력이 악화되면서, 원거리 점포에 대한 방문 유인이 감소하였고, 전반적인 점포 수 축소로 할인점에 대한 접근성도 악화되었기 때문이다.

이에 따라, 백화점의 안정적 수익 구조로 상대적인 여유가 있는 롯데쇼핑은 최근 롯데슈퍼의 출점을 소폭 재개한 상황이다. GS리테일 외의 다른 업체들도 SSM 시장의 잠재력에 주목하고 있는 셈이다. 하지만, 홈플러스익스프레스와 이마트에브리데이의 점포 투자가 크게 확대될지는 여전히 의문이다. 홈플러스는 이미 유동성 확보를 위해 홈플러스익스프레스 매각을 시도했었고, 이마트에브리데이는 최근에 이마트 본사에 흡수합병 되면서, 향후 방향성을 예측하기 어려운 상황이다.

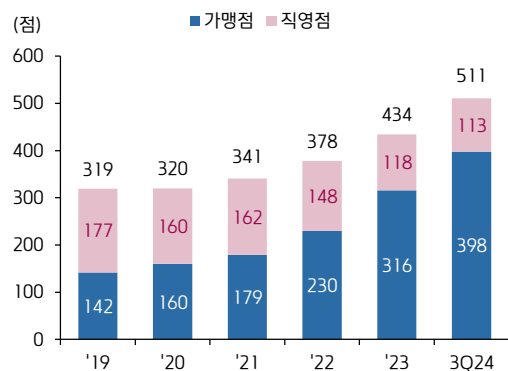
따라서, 국내 SSM 시장은 GS리테일의 MS 상승세가 가파르게 나타나는 가운데, 롯데슈퍼가 2위권을 형성할 가능성이 점차 높아지고 있는 것으로 판단된다.

홈플러스 영업이익 및 자본총계 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템

GS THE FRESH(SSM) 점포 수 추이



자료: GS리테일

IV. 주주환원정책 강화

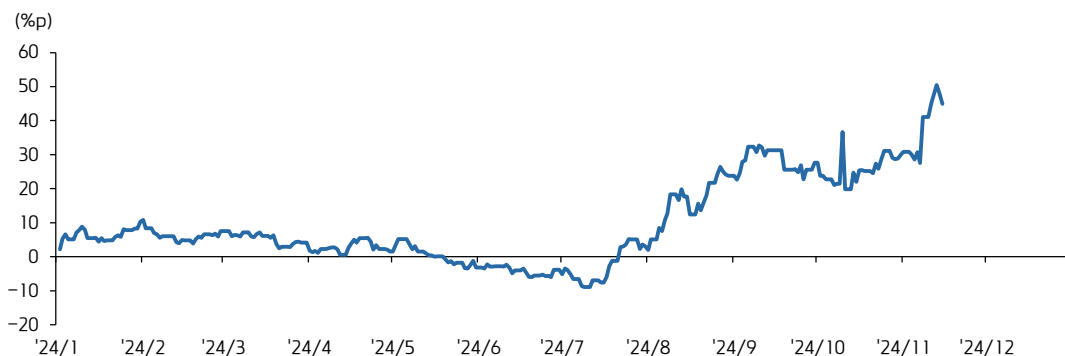
>>> 밸류업의 정석을 보여준 KT&G

ROE 개선과 주주환원규모 확대의 콜라보

국내 주식 시장의 조용한 강자 KT&G는 올해 주가 수익률이 KOSPI 지수를 40%p 이상 아웃퍼폼 하였다. 2분기부터 해외 궤전 실적이 호조를 보이며, 전사 실적이 견조한 흐름을 보인 부분도 있겠지만, 올해부터 강화된 주주환원정책에 대한 투자자들의 호응도가 상승한 부분도 큰 영향을 끼친 것으로 추산된다. 게다가, 금리인하 Cycle에 진입하면서, 채권수익률 대비 고배당주의 매력도가 상승한 부분도 밸류에이션 상향에 기여한 것으로 판단된다.

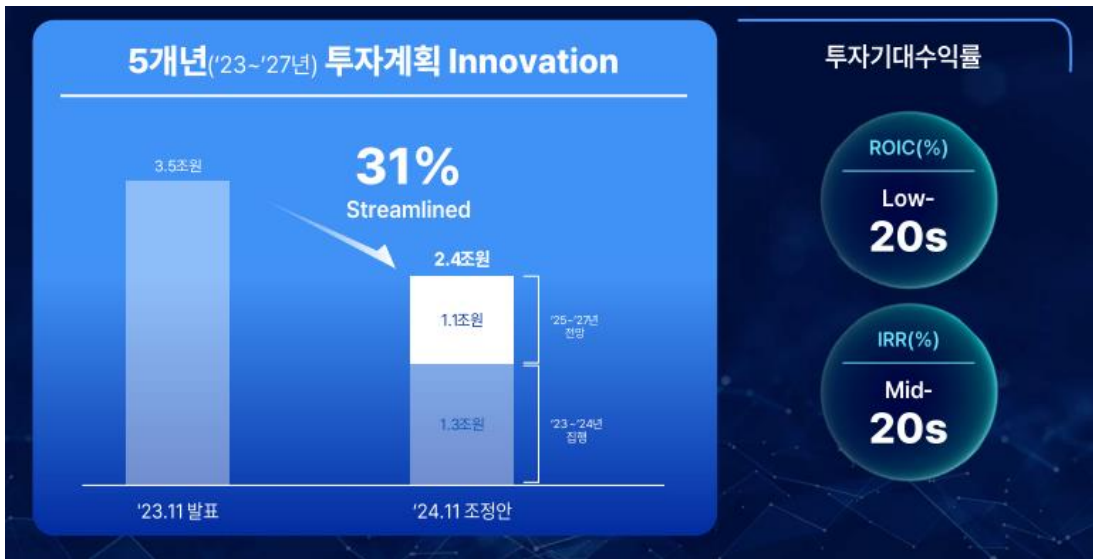
동사는 올해 3분기 실적발표 때, 업그레이드 된 기업가치제고계획을 발표하였다. 핵심 내용은 투자 효율화와 비핵심자산 매각을 통해 ROE를 15% 수준으로 상향하고, '24~'27년까지 현금환원 3.7조원, 자사주 소각 20%, 비핵심자산 1조원 효율화를 통한 주주환원규모 확대를 밝힌 것이다. 특히, 추가적인 자사주 매입 및 소각 계획을 밝히면서, 계획 발표 후 첫날 추가는 약 +11% 상승하였다.

KOSPI 대비 KT&G 주가의 상대수익률 추이(YTD 기준)



자료: Fn Guide

KT&G Capex 효율화 방안



자료: KT&G(2024. 11. 7 발표)

KT&G 기업가치제고계획



자료: KT&G(2024. 11. 7 발표)

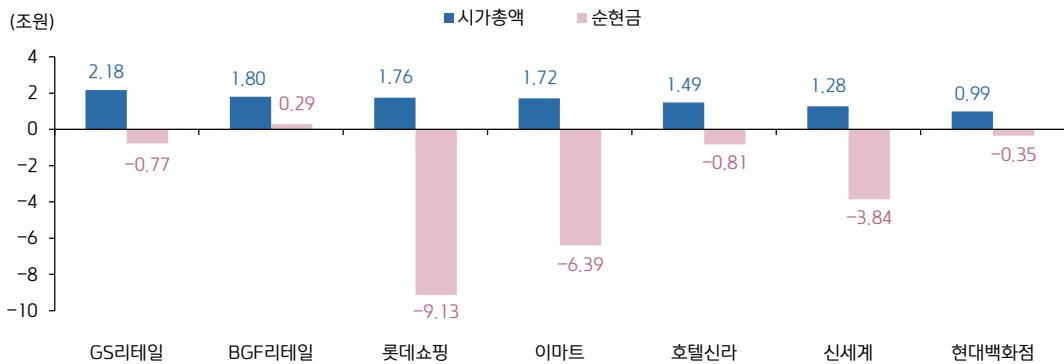
>>> Next KT&G 찾기

1) BGF리테일/오리온: 언제든지 밸류업 가능

앞서 언급한 KT&G의 사례에서 본 것처럼, 밸류업의 핵심은 ROE 개선과 주주환원정책 강화이고, 이에 대한 회사의 변화 의지가 중요하다. ROE 개선을 위해서는 자본효율성 개선이나 전사 성장성 제고가 필요하고, 주주환원정책 강화를 위해서는 탄탄한 재무상태와 현금흐름이 선결되어야 한다.

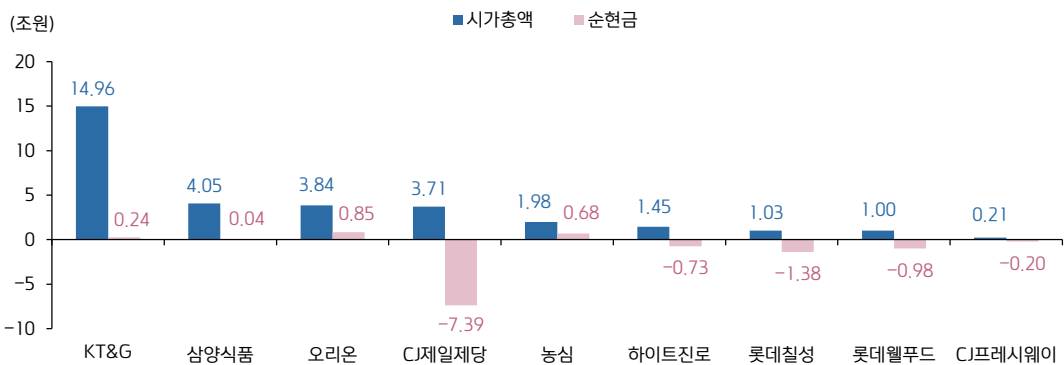
이러한 관점에서 BGF리테일과 오리온은 언제든지 밸류업이 가능한 후보 군으로 판단된다. 양사는 성장성과 수익성이 개선될 가능성이 있고, 순현금의 재무상태를 가지고 있는 업체이다. **BGF리테일**은 현재 상황에서 배당성향을 크게 확대해도 큰 문제가 없는 상황이다. 3Q24말 기준으로 순현금을 3천억원 가까이 보유하고 있고, 편의점 경쟁사의 수익성 및 재무구조 악화로 전환점 유치 경쟁이 축소되면서, Capex 부담도 줄어든 가능성이 높기 때문이다. **오리온**도 현재 상황에서 배당성향을 크게 확대해도 큰 문제가 없는 상황이다. 3Q24말 기준으로 순현금을 약 8,500억원 정도 보유하고 있고, 바이오에 대한 대규모 투자 이후, 추가적인 대규모 현금 유출 가능성도 제한적이다. 게다가, 주요 브랜드의 미국 및 유럽 시장 판로 개척으로 전사 성장성도 제고될 가능성이 있기 때문에, ROE가 상승할 개연성도 있다.

주요 유통 업체 시가총액 및 순현금(Net Cash) 현황



자료: Fn Guide, 각 사 자료, 키움증권 리서치(시가총액은 11/15 종가 기준, 순현금은 3Q24말 기준)

주요 음식료 업체 시가총액 및 순현금(Net Cash) 현황



자료: Fn Guide, 각 사 자료, 키움증권 리서치(시가총액은 11/15 종가 기준, 순현금은 3Q24말 기준)

2) GS리테일/현대백화점: 투자만 늘지 않는다면

투자가 크게 확대되지 않는다면, GS리테일과 현대백화점도 유력한 밸류업 후보 군이다. **GS리테일**은 BGF리테일 대비 재무구조가 약한 편이고(3Q24말 기준 순차입금 약 7,700억원 수준), 단기적으로 호텔 사업 분할 이슈도 있기 때문에, 회사가 재무적으로 크게 변화할 예정이다. 다만, 기존에도 배당성향 타겟이 40% 수준이었기 때문에, 분할 이슈가 마무리 되고 대규모 투자만 발생하지 않는다면, 주주환원정책이 강화될 가능성이 있다. 특히, 금리인하로 회사의 이자비용 부담이 축소될 수 있고, 편의점 경쟁사의 수익성 및 재무구조 악화로 전환점 유치 경쟁이 축소되면서, Capex 부담이 줄어들 가능성이 높은 점도 긍정적이다.

현대백화점은 더현대광주에 대한 대규모 투자 우려가 있으나, 백화점 경쟁사 대비 상대적으로 양호한 재무구조를 가지고 있다(3Q24말 기준 순차입금 약 3,500억원 수준). 자회사 지누스 실적이 반등하고 있고, 면세점도 공항점에서 경쟁사 대비 양호한 손익구조를 보유하고 있기 때문에, 면세점 시장 구조 재편 시 수익성 측면에서 유리한 점이 많다. 회사도 최근 기업가치제고계획 발표를 통해, 2027년까지 배당규모를 500억원(現 시가총액의 5% 수준) 수준으로 확대하겠다고 밝힌 상황이다.

GS리테일의 주주환원정책 등 주주가치 제고 방안

1 자기주식 소각

- 보유자기주식 전량(1.22%) 소각

2 증·장기 배당 정책

- 분할 후 40% 수준의 배당성향 유지
 - ※ 비경상 손익을 제외한 (지배지분)연결당기순이익 기준
 - 배당성향의 급격한 변동이 있을 경우, 관련 사유에 대한 근거 제시 예정

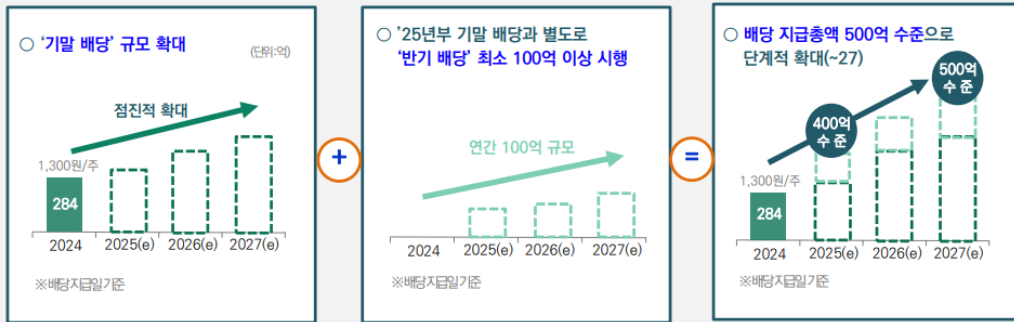
3 지배구조 개선 및 주주 참여 확대

- 신설중간지주회사 감사위원회 설치
 - ※ 상법 상 특례감사위원회 설치 기준(자산총액 2조원 이상) 미해당
- 신설중간지주회사 외 자회사 중복상장 미실시

자료: GS리테일(2024. 6. 3 발표)

현대백화점 기업가치제고계획

2027년까지 「연간 배당 지급총액 500억 수준으로 단계적 확대 지향」



자료: 현대백화점(2024. 11. 7 발표)

3) 삼양식품/농심: 회사의 정책 방향이 관건

삼양식품과 농심도 회사의 정책 방향에 따라 언제든지 밸류업이 가능한 후보 군으로 판단된다. **삼양식품**은 현재 글로벌 시장에서 불닭볶음면의 인지도가 크게 확대되면서, 신규 투자 수요가 크게 증가하고 있는 상황이다. 따라서, 전사 매출 고성장을 위해, 주주환원 보다는 신규 투자가 중요한 구간이라 할 수 있다. 다만, 향후 투자 Cycle 마무리 이후에는 양호한 현금흐름과 재무상태를 바탕으로 주주환원정책을 강화할 여력이 충분할 것으로 판단된다.

농심은 현재 상황에서 배당성향을 크게 확대해도 큰 문제가 없는 상황이다. 하지만, 최근 자기주식을 기초자산으로 교환사채를 약 1,400억원 발행하면서, 주주환원정책 의지에 대한 시장의 의구심이 크게 높아진 상황이다. 동사도 글로벌 시장에서 라면 수요가 증가하면서, 신규 투자 수요가 있는 상황이나, 삼양식품 대비 순현금 규모가 크게 높기 때문에(3Q24말 기준 6,800억원 수준), 언제든지 배당성향을 확대할 여력이 있다. 따라서, 회사의 정책 방향 변화가 향후 밸류업 여부에 핵심이 될 것으로 판단된다.

V. 업종별 투자전략

>>> 유통(Neutral)

편의점/SSM 산업 과점화와 주주환원정책 강화에 주목

백화점은 엔저 심화와 내국인의 일본 여행 수요 증가로 인해, 2024년에 명품 매출에서 비교적 큰 타격을 입은 상황이다. 하지만, 일본은 미국, 한국 등과 다르게 금리 인상을 고려하고 있고, 내국인의 일본 여행객 수가 19년 대비 큰 폭으로 증가한 상황이기 때문에, 백화점 업체 입장에서는 올해 명품 판매의 어려운 환경이 내년에 기저효과로 작용할 수 있다. 다만, 주요 오프라인 유통 업체의 시장 점유율 하락을 감안한다면, 금리 인하 속도가 가파르게 나타나야 기존점 성장률의 반등 강도가 강해질 것으로 판단된다.

쿠팡을 중심으로 국내 소매유통 시장이 재편되면서, 차별점을 잃은 **할인점** 업체가 가장 큰 어려움을 겪고 있다. 이에 따라, 관련 업체들의 수익성과 재무구조가 악화되고, 신규 투자에 어려움을 겪으면서, 편의점과 SSM 산업을 중심으로 과점화 경향이 뚜렷해지고, **BGF리테일**과 **GS리테일**의 수혜가 커질 것으로 전망된다.

면세점은 FIT 매출 증가에도 불구하고, 중국 다이하고 여행객들의 수요가 면세점 업체들이 기대한 수준에 미치지 못하고 있기 때문에, 공급 과잉 해소가 필요한 상황이다. 실제 몇몇 면세점 업체들이 인력 구조조정에 나서고 있으며, 특정 점포의 영업면적 축소나 특허권 반납을 고려하고 있는 상황이다. 하지만, 면세점 업체들이 공항에 납부해야 하는 임차료 부담이 급격히 증가하고 있는 점을 감안한다면, 안정적인 영업흑자 구조를 확립하는 것에는 좀 더 시간이 필요할 것으로 추산된다.

한편, 거래소의 밸류업 정책 추진으로 인한, 기업들의 주주환원정책 강화 계획도 주목할 필요가 있다. 특히, **BGF리테일**은 3Q24말 기준으로 순현금을 3천억원 가까이 보유하고 있고, 편의점의 전환점 유치 경쟁 축소로 Capex 부담이 완화될 가능성이 높기 때문에, 언제든지 배당성향을 확대할 수 있는 상황이다. **GS리테일**과 **현대백화점**도 BGF리테일 대비 재무구조가 약한 편이지만, 대규모 투자만 발생하지 않는다면, 중기적으로 배당성향 확대가 가능할 것으로 판단된다.

따라서, **유통 업종 최선호주로 GS리테일, BGF리테일을 제시한다.** 양사 모두 편의점/SSM 산업의 과점화와 주주환원정책 강화 가능성에 주목할 필요가 있다.

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

종목명		BGF 리테일	GS 리테일	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트
종목코드		282330	007070	004170	069960	023530	139480
종가(11/15, 원)		104,100	20,800	130,000	42,200	62,100	61,600
시가총액(11/15, 조원)		1.80	2.18	1.28	0.99	1.76	1.72
매출액	'23	8,195	11,613	6,357	4,207	14,556	29,472
	'24E	8,621	11,620	6,487	4,152	14,110	29,138
	'25E	9,051	12,188	6,667	4,283	14,393	29,516
영업이익	'23	253	394	640	303	508	-47
	'24E	255	276	543	287	542	155
	'25E	275	316	580	368	554	267
OPM	'23	3.1%	3.4%	10.1%	7.2%	3.5%	-0.2%
	'24E	3.0%	2.4%	8.4%	6.9%	3.8%	0.5%
	'25E	3.0%	2.6%	8.7%	8.6%	3.8%	0.9%
순이익	'23	196	18	225	-80	174	-89
	'24E	194	44	226	6	128	50
	'25E	205	190	237	212	213	48
PER	'23	11.6	136.5	7.7	-15.2	12.2	-24.0
	'24E	9.3	49.9	5.7	158.0	13.7	34.3
	'25E	8.8	9.3	5.4	4.7	8.2	36.1
PBR	'23	2.11	0.54	0.41	0.27	0.22	0.19
	'24E	1.50	0.54	0.29	0.22	0.18	0.15
	'25E	1.35	0.52	0.29	0.21	0.18	0.15
ROE	'23	19.2%	4.4%	5.4%	-1.8%	1.8%	-0.8%
	'24E	17.1%	4.4%	5.2%	0.1%	1.3%	0.4%
	'25E	16.2%	4.9%	5.5%	4.6%	2.2%	0.4%
배당수익률	'23	3.1%	2.2%	2.3%	2.5%	5.1%	2.6%
	'24E	3.9%	3.1%	3.1%	3.1%	5.6%	3.2%
	'25E	4.1%	3.4%	3.1%	4.3%	5.6%	3.2%

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

>>> 음식료(Overweight)

라면/제과 중심의 글로벌 성장과 주주환원정책 강화에 주목

2025년 내수 소비경기 반등 강도는 금리 인하 속도에 따라 결정될 가능성이 높고, 인플레이션 둔화와 원재료 투입단가 안정화 이후 음식료 업체들의 마진 스프레드 개선 모멘텀이 둔화되고 있기 때문에, 내년에는 구조적인 수출 성장세가 가능한 업체 중심의 투자전략이 유효할 것으로 판단된다.

수출 성장의 가시성이 가장 높은 업체는 공격적인 Capa 증설을 예고한 **라면** 업체 **삼양식품**이다. 동사는 내년 5월에 판매량 Capa를 +40% 확대하고, 미국과 유럽 시장을 중심으로 신규 채널 입점과 매대 면적 확대를 지속할 계획이다. 또한, 그 동안 Capa가 부족해서 제품 공급을 적절히 하지 못했던 시장에서의 판촉 확대가 가능해지면서, 아시아, 중남미, 중동 시장 등에서도 추가적인 성장세가 나타날 개연성이 있다.

또한, 미국向 수출이 크게 증가하고 있는 **제과** 카테고리에도 주목할 필요가 있다. 미국에서 인플레이션이 심화되면서, 국내 과자 수출 업체들이 현지 시장에서 메리트 있는 가격으로 판매가 용이해졌고, K-콘텐츠로 한국 문화에 익숙한 현지 젊은층의 수요가 증가하면서, 코스트코와 같은 메인스트림 채널 입점에 성공하고 있기 때문이다. 만약, 미국 시장에서 성공하는 과자 브랜드가 나온다면, 유럽 등 미국 외의 글로벌 시장으로 확장할 수 있는 기회가 열릴 수 있기 때문에, 해당 브랜드의 글로벌 성장성이 제고될 수 있다. 특히, 고복합을 중심으로 미국과 유럽 수출을 확대하고 있는 **오리온**에 주목할 필요가 있다. 동사는 미국 코스트코 내 판매 성과를 바탕으로 신규 지역 분포 확대와 SKU 확대를 동시에 추진하고 있기 때문에, 국내 법인의 매출 성장률이 크게 제고될 가능성이 열려 있다.

한편, 거래소의 밸류업 정책 추진으로 인한, 기업들의 주주환원정책 강화 계획도 주목할 필요가 있다. **KT&G**는 담배 수출 확대와 투자 및 비핵심자산 효율화로 주주환원규모가 꾸준히 증가할 것으로 기대된다. **오리온**은 3Q24말 기준으로 순현금을 약 8,500억원 정도 보유하고 있고, 바이오에 대한 대규모 투자 이후, 추가적인 대규모 현금 유출 가능성도 제한적이기 때문에, 현재 상황에서 배당성향을 크게 확대해도 큰 문제가 없는 상황이다. **삼양식품**과 **농심**도 언제든지 밸류업이 가능한 재무구조를 가지고 있으나, 향후 회사의 성장 전략 변화에 따라, 배당성향의 상승 강도가 결정될 것으로 판단된다.

따라서, **음식료 업종 최선호주로 삼양식품, 차선호주로 KT&G를 제시하고, 관심종목으로 오리온을 제시**한다. 삼양식품은 불닭볶음면의 미주/유럽 내 고성장, KT&G는 글로벌 매출 성장과 주주환원정책 강화, 오리온은 선진 시장 수출 증가와 주주환원정책 강화 가능성에 주목할 필요가 있다.

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

종목명		KT&G	CJ 제일제당	삼양식품	농심	오리온
종목코드		033780	097950	003230	004370	271560
종가(11/15, 원)		118,100	246,500	537,000	326,000	97,100
시가총액(11/15, 조원)		14.96	3.71	4.05	1.98	3.84
매출액	'23	5,863	29,023	1,193	3,411	2,912
	'24E	5,823	29,477	1,691	3,474	3,087
	'25E	6,015	29,882	1,976	3,644	3,222
영업이익	'23	1,167	1,292	148	212	492
	'24E	1,243	1,577	345	186	539
	'25E	1,327	1,648	406	198	577
OPM	'23	19.9%	4.5%	12.4%	6.2%	16.9%
	'24E	21.3%	5.3%	20.4%	5.3%	17.5%
	'25E	22.1%	5.5%	20.5%	5.4%	17.9%
순이익	'23	903	386	126	172	377
	'24E	1,082	622	268	169	391
	'25E	1,068	546	318	176	430
PER	'23	13.1	13.8	12.9	14.4	12.2
	'24E	14.1	6.5	15.1	11.7	9.8
	'25E	13.9	7.4	12.7	11.3	8.9
PBR	'23	1.27	0.74	2.88	1.02	1.60
	'24E	1.62	0.53	4.95	0.77	1.20
	'25E	1.54	0.50	3.64	0.73	1.08
ROE	'23	9.7%	5.6%	24.8%	7.3%	13.9%
	'24E	11.8%	8.4%	38.8%	6.8%	12.9%
	'25E	11.4%	6.9%	33.0%	6.7%	12.7%
배당수익률	'23	6.0%	1.7%	1.0%	1.2%	1.1%
	'24E	4.7%	2.2%	0.6%	1.5%	2.1%
	'25E	4.9%	2.2%	0.7%	1.5%	2.3%

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

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

종목명		롯데월드	하이트진로	롯데칠성	CJ 프레시웨이
종목코드		280360	000080	005300	051500
종가(11/15, 원)		106,300	20,650	111,000	17,700
시가총액(11/15, 조원)		1.00	1.45	1.03	0.21
매출액	'23	4,066	2,520	3,225	3,074
	'24E	4,057	2,607	4,063	3,209
	'25E	4,151	2,633	4,214	3,461
영업이익	'23	177	124	211	99
	'24E	203	226	214	96
	'25E	219	230	252	104
OPM	'23	4.4%	4.9%	6.5%	3.2%
	'24E	5.0%	8.7%	5.3%	3.0%
	'25E	5.3%	8.7%	6.0%	3.0%
순이익	'23	71	36	166	54
	'24E	123	136	95	23
	'25E	139	135	121	51
PER	'23	16.6	45.0	8.9	5.2
	'24E	8.2	10.8	11.7	9.2
	'25E	7.2	10.9	9.2	4.1
PBR	'23	0.57	1.46	1.01	0.98
	'24E	0.47	1.26	0.73	0.68
	'25E	0.45	1.20	0.69	0.60
ROE	'23	3.5%	3.2%	11.6%	18.2%
	'24E	5.8%	12.0%	6.4%	7.6%
	'25E	6.3%	11.3%	7.7%	15.4%
배당수익률	'23	2.4%	4.2%	2.3%	1.9%
	'24E	3.5%	4.8%	3.1%	2.5%
	'25E	4.0%	4.8%	3.1%	2.5%

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



기업분석

KT&G
(033780)

BUY(Maintain)/목표주가 150,000원
밸류업의 정석

삼양식품
(003230)

BUY(Maintain)/목표주가 800,000원
볼륨 성장 강화

오리온
(271560)

BUY(Maintain)/목표주가 142,000원
선진 시장 진출

GS리테일
(007070)

BUY(Maintain)/목표주가 29,000원
근거리 상권 과점화

BGF리테일
(282330)

BUY(Maintain)/목표주가 160,000원
밸류업 기대주

KT&G (033780)



BUY(Maintain)

목표주가 150,000원 (상향)

주가(11/18) 116,700원

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

Stock Data

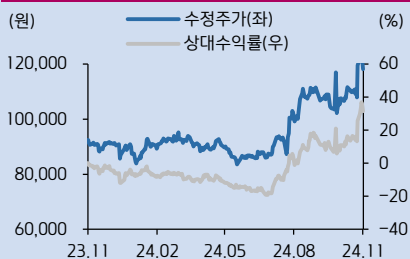
KOSPI (11/18)		2,469.07pt
시가총액		147,873억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	123,000원	83,500원
최고/최저가 대비 등락	-5.1%	39.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.3% 14.8%
	6M	30.7% 44.2%
	1Y	28.7% 28.7%

Company Data

발행주식수	126,712천주
일평균 거래량(3M)	324천주
외국인 지분율	45.3%
배당수익률(24E)	4.8%
BPS(24E)	72,812원

주요 주주	First Eagle Investment Management, LLC	7.7%
-------	--	------

Price Trend



밸류업의 정석

>>> 기업가치제고계획 긍정적

KT&G가 새로 발표한 기업가치제고계획이 시장의 호평을 얻고 있다. 투자 효율화와 비핵심자산 매각을 통해 ROE를 15% 수준으로 상향하고, '24~'27년까지 현금환원 3.7조원, 자사주 소각 20%, 비핵심자산 1조원 효율화 계획을 밝히면서, 주주환원규모 확대에 대한 기대감이 커졌기 때문이다. 중기적으로 금리 인하 Cycle에 진입하면서, 고배당주의 매력도가 상승하고 있는 점도 동사의 주가 밸류에이션에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

>>> 글로벌 성장 기회 확대

동사는 올해 ASP와 판매량 증가를 바탕으로 글로벌 담배 매출 규모가 크게 성장하고 있으며, 내년에도 글로벌 세금 인상에 따른 가격 전가는 무난할 것으로 판단된다. 특히, 글로벌 담배 시장에서 상대적으로 위험도가 낮은 Smoke-free 담배에 대한 소비자들의 선호가 상승하면서, 필립모리스의 헤게모니가 강화되고, 글로벌 메이저 담배 업체들의 판매량이 감소하고 있는 상황이다. 따라서, 동사는 적극적인 수출 확대와 전자담배 제품력을 바탕으로 경쟁사 대비 시장 점유율 확대에 집중할 수 있을 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원을 제시한다. 동사는 글로벌 매출 성장과 주주환원정책 강화에 힘입어, 주주환원규모가 안정적으로 확대될 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	5,851.4	5,862.6	5,823.1	6,014.5	6,257.1
영업이익	1,267.7	1,167.3	1,243.0	1,326.9	1,408.1
EBITDA	1,440.3	1,386.3	1,521.7	1,603.2	1,735.7
세전이익	1,429.5	1,248.4	1,445.5	1,443.7	1,508.5
순이익	1,005.3	922.4	1,081.6	1,068.3	1,116.3
지배주주지분순이익	1,015.8	902.7	1,082.2	1,068.3	1,116.3
EPS(원)	7,399	6,615	8,347	8,514	9,423
증감률(% YoY)	3.9	-10.6	26.2	2.0	10.7
PER(배)	12.4	13.1	14.0	13.7	12.4
PBR(배)	1.35	1.27	1.60	1.51	1.40
EV/EBITDA(배)	7.2	7.6	9.2	9.0	8.6
영업이익률(%)	21.7	19.9	21.3	22.1	22.5
ROE(%)	11.0	9.8	11.8	11.7	12.1
순차입금비용(%)	-19.2	-11.9	-10.0	-4.6	-0.4

자료: 키움증권 리서치센터

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	1,690	1,441	1,292	1,424	1,636	1,471	1,343	1,468	5,863	5,823	6,015
(YoY)	4.0%	2.5%	-7.4%	6.6%	-3.1%	2.0%	3.9%	3.1%	0.2%	-0.7%	3.3%
담배	973	894	857	990	1,048	980	920	1,030	3,612	3,875	4,052
(YoY)	3.1%	3.9%	-0.1%	11.5%	7.7%	9.7%	7.4%	4.1%	1.1%	7.3%	4.6%
국내	584	545	513	566	588	546	517	562	2,197	2,212	2,205
NGP	136	132	130	137	157	137	135	144	519	561	572
গুল	448	414	383	429	431	409	382	418	1,678	1,652	1,633
해외	381	344	338	420	475	430	398	464	1,393	1,662	1,829
NGP	59	63	46	60	55	55	55	55	260	217	220
গুল	322	281	292	359	420	375	343	409	1,133	1,446	1,609
수출	173	104	144	187	223	169	166	207	566	722	782
해외법인	148	177	148	172	197	206	177	201	567	723	827
매출 증감률											
국내 NGP	12.5%	7.5%	1.7%	10.9%	15.2%	3.9%	4.0%	5.2%	11.5%	8.0%	1.9%
국내 গুল	-0.3%	7.0%	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.1%	-0.3%	-2.6%	1.1%	-1.6%	-1.1%
해외 গুল	26.3%	7.8%	10.1%	35.3%	30.5%	33.6%	17.4%	13.8%	12.1%	27.6%	11.3%
수출	38.8%	-26.5%	6.0%	22.2%	28.4%	63.1%	15.1%	11.0%	3.4%	27.7%	8.3%
해외법인	14.3%	48.4%	14.4%	53.0%	33.0%	16.3%	19.6%	16.9%	22.4%	27.5%	14.3%
판매량 증감률											
국내 NGP	12.0%	6.1%	0.6%	5.4%	11.9%	6.4%	-2.4%	1.4%	14.4%	7.1%	6.6%
국내 গুল	10.0%	5.4%	-11.5%	-4.6%	3.4%	6.7%	-11.4%	-3.0%	-1.1%	-2.5%	-1.3%
해외 গুল	21.2%	-7.3%	-4.6%	16.2%	10.1%	26.4%	7.7%	7.5%	7.8%	11.5%	7.7%
수출	30.8%	-26.2%	-2.9%	16.9%	6.6%	45.8%	5.0%	5.0%	-1.0%	14.0%	5.0%
해외법인	5.4%	23.7%	-7.1%	14.8%	17.2%	7.4%	12.0%	12.0%	24.9%	7.8%	12.0%
원/달러	1,312	1,322	1,328	1,371	1,358	1,370	1,370	1,370	1,306	1,358	1,370
(YoY)	-1.9%	-3.0%	4.2%	4.2%	3.5%	3.7%	3.1%	-0.1%	1.5%	4.0%	0.9%
건기식	413	336	308	265	406	326	295	269	1,394	1,305	1,320
(YoY)	-8.2%	21.8%	-19.7%	1.6%	-1.7%	-2.9%	-4.2%	1.5%	0.3%	-6.3%	1.1%
부동산	225	128	45	81	99	80	45	81	550	304	304
기타	79	84	82	88	84	84	82	88	307	339	339
영업이익	407	198	237	322	416	269	279	328	1,167	1,243	1,327
(YoY)	0.3%	-1.7%	-25.3%	30.8%	2.2%	35.8%	17.9%	2.0%	-7.9%	6.5%	6.7%
(OPM)	24.1%	13.7%	18.3%	22.6%	25.4%	18.3%	20.8%	22.4%	19.9%	21.3%	22.1%
담배	269	228	207	316	333	254	246	325	977	1,110	1,196
(OPM)	27.7%	25.6%	24.1%	32.0%	31.8%	25.9%	26.7%	31.6%	27.0%	28.6%	29.5%
건기식	61	12	23	-2	69	12	26	-3	117	102	100
(OPM)	14.7%	3.6%	7.5%	-0.6%	17.0%	3.7%	8.8%	-1.3%	8.4%	7.8%	7.6%
부동산	76	-46	3	3	13	0	3	3	66	18	18
기타	0	3	4	4	1	3	4	4	4	12	12
세전이익	460	121	368	432	317	328	308	358	1,248	1,446	1,444
순이익	333	113	286	313	240	243	228	265	922	1,082	1,068
(지배)순이익	314	118	286	313	240	243	228	265	903	1,082	1,068
(YoY)	-32.4%	흑전	5.9%	55.8%	-23.6%	107.1%	-20.4%	-15.4%	-11.1%	19.9%	-1.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	5,851.4	5,862.6	5,823.1	6,014.5	6,257.1
매출원가	2,891.2	3,054.4	2,884.4	2,959.0	3,063.9
매출총이익	2,960.2	2,808.2	2,938.8	3,055.5	3,193.1
판매비	1,692.6	1,640.9	1,695.8	1,728.7	1,785.0
영업이익	1,267.7	1,167.3	1,243.0	1,326.9	1,408.1
EBITDA	1,440.3	1,386.3	1,521.7	1,603.2	1,735.7
영업외손익	161.9	81.0	202.5	116.8	100.4
이자수익	36.8	74.7	71.9	51.2	34.8
이자비용	34.8	45.7	7.1	7.1	7.1
외환관련이익	210.4	159.5	225.0	50.0	50.0
외환관련손실	105.3	135.9	150.0	50.0	50.0
종속 및 관계기업손익	29.4	9.6	9.6	9.6	9.6
기타	25.4	18.8	53.1	63.1	63.1
법인세차감전이익	1,429.5	1,248.4	1,445.5	1,443.7	1,508.5
법인세비용	415.6	318.8	363.9	375.4	392.2
계속사업손익	1,013.9	929.5	1,081.6	1,068.3	1,116.3
당기순이익	1,005.3	922.4	1,081.6	1,068.3	1,116.3
지배주주순이익	1,015.8	902.7	1,082.2	1,068.3	1,116.3
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11.9	0.2	-0.7	3.3	4.0
영업이익 증감률	-5.3	-7.9	6.5	6.7	6.1
EBITDA 증감률	-6.6	-3.7	9.8	5.4	8.3
지배주주순이익의 증감률	3.9	-11.1	19.9	-1.3	4.5
EPS 증감률	3.9	-10.6	26.2	2.0	10.7
매출총이익률(%)	50.6	47.9	50.5	50.8	51.0
영업이익률(%)	21.7	19.9	21.3	22.1	22.5
EBITDA Margin(%)	24.6	23.6	26.1	26.7	27.7
지배주주순이익률(%)	17.4	15.4	18.6	17.8	17.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	887.9	1,266.0	1,530.1	1,179.0	1,237.3
당기순이익	1,005.3	922.4	1,081.6	1,068.3	1,116.3
비현금항목의 가감	625.5	538.6	603.2	642.3	710.3
유형자산감가상각비	203.2	210.8	247.2	245.1	296.5
무형자산감가상각비	22.3	30.2	31.5	31.3	31.0
지분법평가손익	-29.6	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6
기타	429.6	307.2	334.1	375.5	392.4
영업활동자산부채증감	-320.5	185.4	309.2	-156.2	-197.1
매출채권및기타채권의감소	-510.1	-45.3	-47.8	-59.8	-75.8
채고자산의감소	-98.4	19.0	-162.4	-96.2	-121.9
매입채무및기타채무의증가	544.8	338.1	528.6	9.0	11.4
기타	-256.8	-126.4	-9.2	-9.2	-10.8
기타현금흐름	-422.4	-380.4	-463.9	-375.4	-392.2
투자활동 현금흐름	547.5	-848.3	-810.5	-203.2	-324.0
유형자산의 취득	-241.4	-472.8	-700.0	-600.0	-600.0
유형자산의 처분	3.7	7.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-41.2	-39.6	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-208.4	-356.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	826.2	-82.7	0.0	348.0	243.6
기타	208.6	96.4	-80.5	78.8	62.4
재무활동 현금흐름	-931.8	-775.8	-990.8	-967.0	-923.2
차입금의 증가(감소)	31.6	352.6	165.7	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-357.0	-302.7	-534.7	-350.0	-300.0
배당금지급	-575.9	-776.4	-590.8	-585.9	-592.1
기타	-30.5	-49.3	-31.0	-31.1	-31.1
기타현금흐름	-49.2	-10.9	255.5	-153.0	-137.3
현금 및 현금성자산의 순증가	454.4	-369.1	-15.8	-144.2	-147.2
기초현금 및 현금성자산	946.6	1,401.0	1,032.0	1,016.2	871.9
기말현금 및 현금성자산	1,401.0	1,032.0	1,016.2	871.9	724.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,509.6	6,418.4	6,612.8	6,276.6	6,083.4
현금 및 현금성자산	1,401.0	1,032.0	1,016.2	871.9	724.7
단기금융자산	613.4	696.0	696.0	348.0	104.4
매출채권 및 기타채권	1,785.5	1,771.9	1,819.7	1,879.5	1,955.3
채고자산	2,575.8	2,763.8	2,926.2	3,022.4	3,144.3
기타유동자산	133.9	154.7	154.7	154.8	154.7
비유동자산	5,792.1	6,354.1	6,814.9	7,178.1	7,490.2
투자자산	2,334.3	2,700.8	2,710.3	2,719.9	2,729.5
유형자산	1,837.0	2,096.5	2,549.3	2,904.2	3,207.7
무형자산	167.9	175.0	173.5	172.3	171.2
기타비유동자산	1,452.9	1,381.8	1,381.8	1,381.7	1,381.8
자산총계	12,301.7	12,772.5	13,427.8	13,454.7	13,573.6
유동부채	2,527.3	2,672.4	3,366.7	3,375.7	3,387.1
매입채무 및 기타채무	2,172.2	2,323.2	2,851.8	2,860.8	2,872.2
단기금융부채	93.3	107.8	273.5	273.5	273.5
기타유동부채	261.8	241.4	241.4	241.4	241.4
비유동부채	415.8	805.1	805.1	805.1	805.1
장기금융부채	127.6	515.4	515.4	515.4	515.4
기타비유동부채	288.2	289.7	289.7	289.7	289.7
부채총계	2,943.1	3,477.5	4,171.8	4,180.8	4,192.2
자본지분	9,315.6	9,174.4	9,135.9	9,153.9	9,261.4
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.4	533.8	533.8	533.8	533.8
기타자본	-1,236.9	-1,236.9	-1,030.9	-933.1	-835.3
기타포괄손익누계액	-67.0	-56.6	-56.6	-56.6	-56.6
이익잉여금	9,131.2	8,979.1	8,734.6	8,654.8	8,664.5
비지배지분	42.9	120.5	120.0	120.0	120.0
자본총계	9,358.6	9,294.9	9,255.9	9,273.9	9,381.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	7,399	6,615	8,347	8,514	9,423
BPS	67,853	68,557	72,812	77,266	83,082
CFPS	11,878	10,706	12,995	13,633	15,418
DPS	5,000	5,200	5,600	5,800	6,000
주가배수(배)					
PER	12.4	13.1	14.0	13.7	12.4
PER(최고)	13.5	14.6	13.6		
PER(최저)	10.4	12.2	10.0		
PBR	1.35	1.27	1.60	1.51	1.40
PBR(최고)	1.47	1.41	1.56		
PBR(최저)	1.13	1.18	1.15		
PSR	2.15	2.02	2.60	2.43	2.21
PCFR	7.7	8.1	9.0	8.6	7.6
EV/EBITDA	7.2	7.6	9.2	9.0	8.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	57.8	64.1	54.2	55.4	53.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	5.5	6.0	4.8	5.0	5.1
ROA	8.4	7.4	8.3	7.9	8.3
ROE	11.0	9.8	11.8	11.7	12.1
ROIC	21.3	18.5	19.6	19.4	18.7
매출채권회전율	3.8	3.3	3.2	3.3	3.3
채고자산회전율	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0
부채비율	31.4	37.4	45.1	45.1	44.7
순차입금비율	-19.2	-11.9	-10.0	-4.6	-0.4
이자보상배율, 현금	36.5	25.5	175.1	186.9	198.3
총차입금	220.9	623.2	788.9	788.9	788.9
순차입금	-1,793.4	-1,104.8	-923.3	-431.0	-40.2
EBITDA	1,440.3	1,386.3	1,521.7	1,603.2	1,735.7
FCF	517.8	759.6	788.0	472.0	542.4

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 (003230)



BUY(Maintain)

목표주가 800,000원

주가(11/18) 544,000원

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

Stock Data

KOSPI (11/18)		2,469.07pt
시가총액		40,980억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	712,000원	170,900원
최고/최저가 대비 등락	-23.6%	218.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	-0.5% 4.5%
	6M	21.8% 34.4%
	1Y	181.6% 181.7%

Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	83천주
외국인 자본율	13.6%
배당수익률(24E)	0.6%
BPS(24E)	107,501원
주요 주주	삼양내추럴스 외 7인 45.0%

Price Trend



볼륨 성장 강화

>>> Capa 증설로 미주/유럽 수요 대응

삼양식품은 내년 5월에 전사 판매량 Capa를 +40% 확대하고, 미국과 유럽 시장을 중심으로 신규 채널 입점과 매대 면적 확대를 지속할 계획이다. 미국에서는 유통 지역과 점포 내 매대 면적 확대를 통해, 공급 물량을 확대할 계획이고, 유럽에서는 네덜란드에 판매 법인을 설립하고, 신규 진출 국가를 확대해 나갈 계획이다.

>>> 내년 Capa 증설로 실적 레벨업 전망

또한, 그 동안 Capa가 부족해서 제품 공급을 적절히 하지 못했던 시장에서의 판촉 확대가 가능해지면서, 아시아, 중남미, 중동 시장 등에서도 추가적인 성장세가 나타날 개연성이 있다. 미국 시장에서 얻은 인지도를 활용할 수 있고, 글로벌 소비자들의 가성비 선호가 확대되고 있는 점도 긍정적으로 작용할 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 800,000원

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 800,000원을 유지한다. 동사는 주력 브랜드인 불닭볶음면의 미국과 유럽의 주요 유통업체 입점을 통해, 중기적으로 업종 내에서 가장 높은 매출 및 이익 성장률을 시현할 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909.0	1,192.9	1,691.2	1,976.3	2,322.6
영업이익	90.4	147.5	344.5	406.1	515.4
EBITDA	115.3	179.7	385.9	459.0	575.0
세전이익	102.0	156.3	351.1	420.1	535.0
순이익	80.3	126.6	267.7	318.4	405.5
지배주주지분순이익	79.8	126.3	268.1	318.4	405.5
EPS(원)	10,593	16,761	35,591	42,273	53,836
증감률(% YoY)	41.6	58.2	112.3	18.8	27.4
PER(배)	12.0	12.9	15.3	12.9	10.1
PBR(배)	2.11	2.88	5.06	3.72	2.78
EV/EBITDA(배)	9.6	9.7	10.7	8.6	6.3
영업이익률(%)	9.9	12.4	20.4	20.5	22.2
ROE(%)	18.9	24.8	39.0	33.3	31.5
순차입금비용(%)	32.8	17.8	4.5	-14.4	-31.6

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	335.2	326.7	385.7	424.4	439.0	442.0	427.3	481.4	1,192.9	1,691.2	1,976.3
(YoY)	58.5%	36.1%	57.1%	48.7%	30.9%	35.3%	10.8%	13.4%	31.2%	41.8%	16.9%
국내	95.5	105.0	96.8	92.3	98.1	95.0	95.0	99.5	383.6	382.2	398.5
(YoY)	24.0%	23.6%	10.4%	-3.3%	2.7%	-9.5%	-1.8%	7.8%	26.5%	-0.4%	4.3%
해외	239.8	221.8	289.0	332.1	340.9	347.0	332.3	382.0	809.3	1,309.0	1,577.8
(YoY)	78.2%	43.0%	83.0%	74.9%	42.2%	56.5%	15.0%	15.0%	33.6%	61.7%	20.5%
매출총이익	117.2	128.4	163.5	192.4	191.1	195.8	188.1	212.4	416.7	742.9	878.0
(GPM)	34.9%	39.3%	42.4%	45.3%	43.5%	44.3%	44.0%	44.1%	34.9%	43.9%	44.4%
판매비	73.7	92.2	83.4	102.9	103.8	108.2	101.4	115.4	269.2	398.4	471.9
(판매비율)	22.0%	28.2%	21.6%	24.3%	23.7%	24.5%	23.7%	24.0%	22.6%	23.6%	23.9%
영업이익	43.4	36.2	80.1	89.5	87.3	87.6	86.7	97.0	147.5	344.5	406.1
(YoY)	124.7%	88.3%	235.8%	103.1%	101.0%	142.2%	8.2%	8.4%	63.2%	133.5%	17.9%
(OPM)	13.0%	11.1%	20.8%	21.1%	19.9%	19.8%	20.3%	20.1%	12.4%	20.4%	20.5%
세전이익	45.8	42.0	84.2	92.2	79.5	95.2	90.2	100.5	156.3	351.1	420.1
순이익	37.8	31.4	66.5	70.3	58.7	72.2	68.4	76.2	126.6	267.7	318.4
(지배)순이익	37.8	31.3	66.5	70.5	58.9	72.2	68.4	76.2	126.3	268.1	318.4
(YoY)	21.6%	1297.1%	197.9%	102.5%	55.9%	130.5%	2.8%	8.0%	58.2%	112.3%	18.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	909.0	1,192.9	1,691.2	1,976.3	2,322.6
매출원가	657.8	776.2	948.3	1,098.4	1,268.0
매출총이익	251.2	416.7	742.9	878.0	1,054.5
판매비	160.8	269.2	398.4	471.9	539.1
영업이익	90.4	147.5	344.5	406.1	515.4
EBITDA	115.3	179.7	385.9	459.0	575.0
영업외손익	11.6	8.8	6.6	14.0	19.6
이자수익	2.1	5.4	5.8	8.3	13.8
이자비용	4.8	12.2	10.6	10.6	10.6
외환관련이익	16.3	27.3	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	16.6	25.5	30.0	25.0	25.0
종속 및 관계기업손익	2.4	5.5	0.0	0.0	0.0
기타	12.2	8.3	16.4	16.3	16.4
법인세차감전이익	102.0	156.3	351.1	420.1	535.0
법인세비용	21.7	29.7	83.4	101.7	129.5
계속사업손익	80.3	126.6	267.7	318.4	405.5
당기순이익	80.3	126.6	267.7	318.4	405.5
지배주주순이익	79.8	126.3	268.1	318.4	405.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	41.6	31.2	41.8	16.9	17.5
영업이익 증감율	38.3	63.2	133.6	17.9	26.9
EBITDA 증감율	43.0	55.9	114.7	18.9	25.3
지배주주순이익 증감율	41.6	58.3	112.3	18.8	27.4
EPS 증감율	41.6	58.2	112.3	18.8	27.4
매출총이익율(%)	27.6	34.9	43.9	44.4	45.4
영업이익율(%)	9.9	12.4	20.4	20.5	22.2
EBITDA Margin(%)	12.7	15.1	22.8	23.2	24.8
지배주주순이익율(%)	8.8	10.6	15.9	16.1	17.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	47.8	168.1	241.8	299.8	369.5
당기순이익	0.0	0.0	267.7	318.4	405.5
비현금항목의 가감	27.0	47.6	41.4	53.0	59.5
유형자산감가상각비	24.9	32.2	41.4	53.0	59.5
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-2.4	-5.5	0.0	0.0	0.0
기타	4.5	20.9	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채증감	-63.5	-7.8	-54.0	-40.0	-36.2
매출채권및기타채권의감소	-24.6	0.2	-37.1	-20.0	-24.3
채고자산의감소	-64.0	-38.9	-26.9	-28.5	-34.6
매입채무및기타채무의증가	14.7	20.7	20.3	11.5	24.2
기타	10.4	10.2	-10.3	-3.0	-1.5
기타현금흐름	84.3	128.3	-13.3	-31.6	-59.3
투자활동 현금흐름	-99.8	-23.7	-164.2	-101.7	-76.2
유형자산의 취득	-88.2	-45.0	-170.0	-110.0	-90.0
유형자산의 처분	1.2	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	7.9	-3.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	7.7	3.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	14.2	14.0	0.0	0.0	0.0
기타	-42.6	7.2	5.8	8.3	13.8
재무활동 현금흐름	37.1	-20.1	-71.2	-33.7	-38.2
차입금의 증가(감소)	69.7	8.4	-44.9	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.5	-11.9	-15.7	-23.1	-27.6
기타	-12.3	-16.6	-10.6	-10.6	-10.6
기타현금흐름	-2.6	-2.5	14.4	32.5	53.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-17.6	121.8	20.9	196.8	309.0
기초현금 및 현금성자산	114.5	96.9	218.7	239.6	436.4
기말현금 및 현금성자산	96.9	218.7	239.6	436.4	745.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	353.9	497.3	588.8	834.1	1,202.0
현금 및 현금성자산	96.9	218.7	239.6	436.4	745.4
단기금융자산	36.8	22.8	22.8	22.8	22.8
매출채권 및 기타채권	85.8	81.4	118.6	138.6	162.8
채고자산	110.3	142.2	169.1	197.6	232.3
기타유동자산	24.1	32.2	38.7	38.7	38.7
비유동자산	571.0	673.0	801.5	858.6	889.0
투자자산	13.9	10.6	10.6	10.6	10.6
유형자산	475.3	543.0	671.6	728.6	759.0
무형자산	53.6	55.5	55.5	55.5	55.5
기타비유동자산	28.2	63.9	63.8	63.9	63.9
자산총계	924.9	1,170.3	1,390.3	1,692.7	2,091.1
유동부채	225.3	402.0	377.4	388.9	413.2
매입채무 및 기타채무	141.3	175.3	195.6	207.1	231.3
단기금융부채	52.3	175.5	130.6	130.6	130.6
기타유동부채	31.7	51.2	51.2	51.2	51.3
비유동부채	244.8	191.5	191.5	191.5	191.5
장기금융부채	230.7	168.6	168.6	168.6	168.6
기타비유동부채	14.1	22.9	22.9	22.9	22.9
부채총계	470.2	593.5	568.9	580.4	604.7
자본지분	453.0	564.8	809.8	1,100.7	1,474.9
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.5	11.4	11.4	11.4	11.4
기타자본	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8
기타포괄손익누계액	1.4	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	409.2	522.2	767.2	1,058.0	1,432.3
비지배지분	1.8	12.0	11.6	11.6	11.6
자본총계	454.8	576.8	821.4	1,112.3	1,486.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	35,591	42,273	53,836
BPS	60,129	74,979	107,501	146,111	195,789
CFPS	14,246	23,125	41,044	49,305	61,740
DPS	1,400	2,100	3,100	3,700	4,200
주가배수(배)					
PER	12.0	12.9	15.3	12.9	10.1
PER(최고)	12.5	13.9	20.2		
PER(최저)	7.6	6.2	4.8		
PBR	2.11	2.88	5.06	3.72	2.78
PBR(최고)	2.20	3.11	6.68		
PBR(최저)	1.34	1.38	1.58		
PSR	1.05	1.36	2.42	2.07	1.76
PCFR	8.9	9.3	13.3	11.0	8.8
EV/EBITDA	9.6	9.7	10.7	8.6	6.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	13.0	12.4	8.6	8.7	7.7
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.1	1.0	0.6	0.7	0.8
ROA	9.6	12.1	20.9	20.7	21.4
ROE	18.9	24.8	39.0	33.3	31.5
ROIC	13.1	18.6	34.5	34.3	40.0
매출채권회전율	12.7	14.3	16.9	15.4	15.4
채고자산회전율	11.7	9.4	10.9	10.8	10.8
부채비율	103.4	102.9	69.3	52.2	40.7
순차입금비용	32.8	17.8	4.5	-14.4	-31.6
이자보상배율, 현금	18.9	12.1	32.4	38.2	48.5
총차입금	283.0	344.1	299.2	299.2	299.2
순차입금	149.3	102.6	36.8	-160.0	-469.0
EBITDA	115.3	179.7	385.9	459.0	575.0
FCF	-50.7	94.0	80.2	210.8	324.1

오리온 (271560)



BUY(Maintain)

목표주가 142,000원

주가(11/18) 97,600원

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

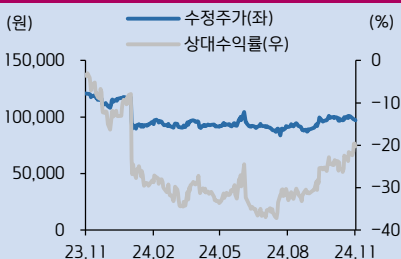
Stock Data

KOSPI (11/18)		2,469.07pt	
시가총액		38,587억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	125,200원	83,900원	
최고/최저가 대비 등락	-22.0%	16.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.3%	2.6%
	6M	6.2%	17.2%
	1Y	-19.1%	-19.0%

Company Data

발행주식수	39,536천주	
일평균 거래량(3M)	159천주	
외국인 지분율	28.8%	
배당수익률(24E)	2.0%	
BPS(24E)	80,295원	
주요 주주	오리온홀딩스 외 7 인	43.8%

Price Trend



선진 시장 진출

>>> 밸류업의 원년

오리온은 중국과 러시아 주요 채널의 영업이 정상화되고 있고, 국내 법인의 미국/유럽 수출 규모가 확대되고 있기 때문에, 내년에도 안정적인 이익 증가가 가능할 전망이다. 게다가, 중국/베트남 법인에서 큰 투자가 일단락 되면서, 향후 배당성향과 주주환원규모가 점차 확대될 것으로 기대된다.

>>> 선진 시장 진출 기대

특히, 고북칩의 미국向 수출이 크게 증가하고 있는 점에 주목할 필요가 있다. 미국 시장에서의 성과에 따라, 미국 내 SKU 확대와 유럽 시장 진출의 기회가 열릴 수 있기 때문이다. 특히, 미국에서 인플레이션이 심화되면서, 국내 과자 수출 업체들이 현지 시장에서 메리트 있는 가격으로 판매가 용이해졌고, K-콘텐츠로 한국 문화에 익숙한 현지 젊은층의 수요가 증가하면서, 코스트코와 같은 메인스트림 채널 입점에 성공하고 있기 때문에, 선진 시장 수출 규모가 Level-up 될 가능성이 열리고 있는 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 142,000원

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 142,000원을 유지한다. 동사는 안정적인 이익 증가와 주주환원 규모 확대가 기대되는 가운데, 선진 시장 진출 확대로 글로벌 성장률이 제고될 가능성이 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873.2	2,912.4	3,086.5	3,221.7	3,432.9
영업이익	466.7	492.4	539.2	576.8	625.9
EBITDA	628.3	649.6	710.0	752.3	795.1
세전이익	486.7	520.0	548.9	605.0	665.5
순이익	398.3	385.0	400.6	439.1	483.4
지배주주지분순이익	392.4	376.6	391.2	430.4	474.2
EPS(원)	9,924	9,527	9,895	10,887	11,995
증감률(% YoY)	52.2	-4.0	3.9	10.0	10.2
PER(배)	12.9	12.2	9.9	9.0	8.1
PBR(배)	1.98	1.60	1.22	1.10	0.99
EV/EBITDA(배)	6.8	5.5	4.3	3.6	2.8
영업이익률(%)	16.2	16.9	17.5	17.9	18.2
ROE(%)	16.5	13.9	13.0	12.9	12.8
순차입금비용(%)	-33.2	-37.4	-27.1	-35.5	-42.7

자료: 키움증권 리서치센터

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	766.3	768.4	748.4	719.3	774.9	844.0	761.2	770.1	2,912.4	3,086.5	3,221.7
(YoY)	3.4%	-9.8%	12.7%	0.8%	1.1%	9.8%	1.7%	7.1%	1.4%	6.0%	4.4%
한국	272.0	276.5	271.6	277.8	272.0	276.0	275.2	282.6	1,070.0	1,097.4	1,127.2
(YoY)	15.3%	8.4%	9.5%	1.6%	0.0%	-0.2%	1.3%	1.7%	13.9%	2.6%	2.7%
중국	329.6	287.8	306.4	295.8	322.3	338.4	302.9	315.3	1,179.0	1,262.9	1,293.3
(YoY)	-1.8%	-22.4%	16.0%	-0.5%	-2.2%	17.6%	-1.2%	6.6%	-7.5%	7.1%	2.4%
베트남	117.6	156.9	118.2	98.4	121.7	167.9	125.3	105.8	475.5	506.1	529.6
(YoY)	4.0%	-4.4%	12.2%	2.8%	3.5%	7.0%	6.0%	7.5%	0.5%	6.4%	4.6%
러시아	48.5	52.0	50.5	49.1	61.9	61.2	50.4	59.7	200.3	222.7	245.1
(YoY)	-22.2%	-24.3%	4.8%	-4.9%	27.6%	17.7%	-0.2%	21.5%	-4.5%	11.2%	10.1%
기타 및 연결조정	-1.3	-4.8	1.6	-1.8	-3.0	0.6	7.4	6.7	-12.4	-2.6	26.5
영업이익	140.7	140.3	125.1	121.7	137.1	155.3	123.5	139.4	492.4	539.2	576.8
(YoY)	15.6%	-4.3%	26.2%	8.4%	-2.6%	10.6%	-1.3%	14.6%	5.5%	9.5%	7.0%
(OPM)	18.4%	18.3%	16.7%	16.9%	17.7%	18.4%	16.2%	18.1%	16.9%	17.5%	17.9%
한국	42.9	44.1	43.8	46.9	43.8	45.1	44.3	47.7	168.8	179.6	188.3
(OPM)	15.8%	15.9%	16.1%	16.9%	16.1%	16.3%	16.1%	16.9%	15.8%	16.4%	16.7%
중국	72.7	58.8	54.2	55.9	63.5	68.0	48.2	65.8	221.0	241.7	251.3
(OPM)	22.1%	20.4%	17.7%	18.9%	19.7%	20.1%	15.9%	20.9%	18.7%	19.1%	19.4%
베트남	21.9	35.6	19.4	15.3	23.8	39.3	22.0	17.9	87.5	97.9	105.0
(OPM)	18.7%	22.7%	16.5%	15.6%	19.6%	23.4%	17.6%	17.0%	18.4%	19.3%	19.8%
러시아	6.7	9.5	7.8	6.7	9.2	9.0	8.2	10.3	32.2	32.8	40.9
(OPM)	13.8%	18.3%	15.5%	13.6%	14.9%	14.7%	16.3%	17.2%	16.1%	14.7%	16.7%
기타 및 연결조정	-3.6	-7.6	-0.2	-3.2	-3.3	-6.1	0.8	-2.2	-17.0	-12.8	-8.8
세전이익	149.3	146.9	133.8	107.0	141.0	167.1	130.6	146.5	520.0	548.9	605.0
순이익	109.7	114.1	99.8	76.2	102.6	122.0	95.0	105.6	385.0	400.6	439.1
(지배)순이익	107.0	112.0	93.8	78.0	99.7	119.7	93.3	103.3	376.6	391.2	430.4
(YoY)	26.7%	-31.3%	23.3%	-4.4%	-6.9%	6.9%	-0.6%	32.5%	-4.0%	3.9%	10.0%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국	6.0%	-18.7%	16.9%	-1.2%	-6.5%	13.0%	-4.0%	6.0%	-3.7%	4.8%	1.4%
베트남 내수	5.4%	-3.2%	12.0%	5.0%	5.6%	11.0%	7.0%	10.0%	-0.2%	8.7%	5.9%
러시아 내수	15.9%	6.3%	24.6%	-1.8%	21.1%	33.0%	7.0%	39.0%	18.4%	19.2%	19.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,873.2	2,912.4	3,086.5	3,221.7	3,432.9
매출원가	1,782.1	1,784.9	1,890.5	1,967.7	2,102.7
매출총이익	1,091.2	1,127.4	1,196.0	1,254.1	1,330.2
판매비	624.5	635.0	656.8	677.3	704.4
영업이익	466.7	492.4	539.2	576.8	625.9
EBITDA	628.3	649.6	710.0	752.3	795.1
영업외손익	20.1	27.6	9.7	28.2	39.7
이자수익	24.9	37.3	31.7	35.6	47.1
이자비용	4.4	3.6	1.1	1.1	1.1
외환관련이익	6.2	7.4	5.0	5.0	5.0
외환관련손실	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	0.6	0.6	-9.2	-12.2	-12.2
기타	-3.2	-9.1	-11.7	5.9	5.9
법인세차감전이익	486.7	520.0	548.9	605.0	665.5
법인세비용	88.4	135.0	148.3	165.9	182.1
계속사업손손익	398.3	385.0	400.6	439.1	483.4
당기순이익	398.3	385.0	400.6	439.1	483.4
지배주주순이익	392.4	376.6	391.2	430.4	474.2
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	22.0	1.4	6.0	4.4	6.6
영업이익 증감률	25.2	5.5	9.5	7.0	8.5
EBITDA 증감률	20.2	3.4	9.3	6.0	5.7
지배주주순이익의 증감률	52.3	-4.0	3.9	10.0	10.2
EPS 증감률	52.2	-4.0	3.9	10.0	10.2
매출총이익율(%)	38.0	38.7	38.7	38.9	38.7
영업이익율(%)	16.2	16.9	17.5	17.9	18.2
EBITDA Margin(%)	21.9	22.3	23.0	23.4	23.2
지배주주순이익율(%)	13.7	12.9	12.7	13.4	13.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	546.2	437.0	550.4	599.2	626.2
당기순이익	398.3	385.0	400.6	439.1	483.4
비현금항목의 가감	248.1	278.4	311.2	315.4	311.8
유형자산감가상각비	157.1	153.7	167.5	172.2	165.8
무형자산감가상각비	4.5	3.4	3.3	3.4	3.5
지분법평가손익	-0.6	-0.6	-9.2	-12.2	-12.2
기타	87.1	121.9	149.6	152.0	154.7
영업활동자산부채증감	15.5	-107.8	-43.6	-23.8	-32.8
매출채권및기타채권의감소	-32.3	9.1	-18.9	-10.1	-15.8
재고자산의감소	-30.2	-30.2	-2.4	-11.5	-17.9
매입채무및기타채무의증가	35.1	-24.2	7.3	5.7	8.9
기타	42.9	-62.5	-29.6	-7.9	-8.0
기타현금흐름	-115.7	-118.6	-117.8	-131.5	-136.2
투자활동 현금흐름	-292.1	-540.5	-472.4	-124.0	-120.0
유형자산의 취득	-85.3	-166.5	-150.0	-120.0	-120.0
유형자산의 처분	10.4	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-1.8	-4.0	-4.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	15.1	-548.5	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-211.6	-381.3	230.1	0.0	0.0
기타	0.0	-7.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-177.1	-138.0	-49.4	-79.1	-87.0
차입금의 증가(감소)	-136.2	-89.1	0.0	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	-29.6	-37.6	-49.4	-79.1	-87.0
기타	-11.3	-11.3	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-17.6	-2.3	-13.3	3.8	5.9
현금 및 현금성자산의 순증가	59.3	-243.9	15.2	400.0	425.1
기초현금 및 현금성자산	550.4	609.7	365.8	381.1	781.1
기말현금 및 현금성자산	609.7	365.8	381.1	781.1	1,206.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,470.4	1,628.2	1,434.6	1,856.2	2,315.2
현금 및 현금성자산	609.7	365.8	381.1	781.1	1,206.2
단기금융자산	385.6	766.9	536.8	536.8	536.8
매출채권 및 기타채권	224.2	212.5	231.4	241.5	257.3
재고자산	234.9	259.7	262.1	273.6	291.5
기타유동자산	16.0	23.3	23.2	23.2	23.4
비유동자산	1,901.3	1,893.2	2,415.6	2,351.8	2,290.4
투자자산	53.1	38.5	577.8	565.6	553.4
유형자산	1,667.6	1,658.4	1,640.8	1,588.7	1,542.9
무형자산	55.0	53.8	54.5	55.1	51.6
기타비유동자산	125.6	142.5	142.5	142.4	142.5
자산총계	3,371.7	3,521.4	3,850.3	4,208.1	4,605.5
유동부채	556.2	398.9	406.3	412.0	420.9
매입채무 및 기타채무	361.1	304.3	311.6	317.3	326.2
단기금융부채	104.2	14.3	14.3	14.3	14.3
기타유동부채	90.9	80.3	80.4	80.4	80.4
비유동부채	176.3	167.0	167.0	167.0	167.0
장기금융부채	13.8	14.3	14.3	14.3	14.3
기타비유동부채	162.5	152.7	152.7	152.7	152.7
부채총계	732.5	565.9	573.2	578.9	587.8
지배지분	2,553.8	2,862.4	3,174.6	3,518.0	3,897.4
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
기타자본	621.8	621.8	621.8	621.8	621.8
기타포괄손익누계액	95.8	62.5	62.5	62.5	62.5
이익잉여금	1,218.3	1,560.2	1,872.3	2,215.8	2,595.2
비지배지분	85.4	93.1	102.5	111.1	120.3
자본총계	2,639.2	2,955.5	3,277.0	3,629.1	4,017.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,924	9,527	9,895	10,887	11,995
BPS	64,594	72,400	80,295	88,982	98,578
CFPS	16,350	16,779	18,003	19,084	20,114
DPS	950	1,250	2,000	2,200	2,400
주가배수(배)					
PER	12.9	12.2	9.9	9.0	8.1
PER(최고)	13.0	15.5	12.0		
PER(최저)	8.1	11.3	8.3		
PBR	1.98	1.60	1.22	1.10	0.99
PBR(최고)	2.00	2.05	1.48		
PBR(최저)	1.24	1.49	1.02		
PSR	1.76	1.58	1.25	1.20	1.12
PCFR	7.8	6.9	5.4	5.1	4.9
EV/EBITDA	6.8	5.5	4.3	3.6	2.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.4	12.8	19.7	19.8	19.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	1.1	2.0	2.3	2.5
ROA	12.3	11.2	10.9	10.9	11.0
ROE	16.5	13.9	13.0	12.9	12.8
ROIC	17.0	18.8	20.4	21.9	24.2
매출채권회전율	13.8	13.3	13.9	13.6	13.8
재고자산회전율	13.0	11.8	11.8	12.0	12.1
부채비율	27.8	19.1	17.5	16.0	14.6
순차입금비율	-33.2	-37.4	-27.1	-35.5	-42.7
이자보상배율, 현금	106.2	136.8	471.2	504.0	546.9
총차입금	118.0	28.6	28.6	28.6	28.6
순차입금	-877.3	-1,104.1	-889.3	-1,289.3	-1,714.4
EBITDA	324.4	354.5	393.5	418.6	454.6
FCF	425.2	236.7	366.8	446.4	471.0

GS리테일 (007070)



BUY(Maintain)

목표주가 29,000원

주가(11/18) 20,950원

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

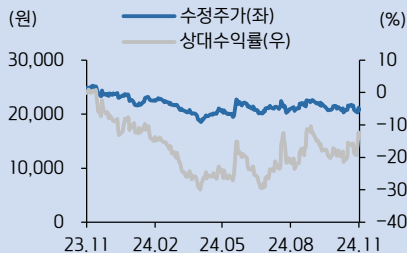
Stock Data

KOSPI (11/18)	2,469.07pt		
시가총액	21,938억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	25,250원	18,560원	
최고/최저가 대비 등락	-17.0%	12.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-1.6%	3.3%
	6M	1.2%	11.7%
	1Y	-15.9%	-15.8%

Company Data

발행주식수	104,718천주
일평균 거래량(3M)	149천주
외국인 지분율	8.1%
배당수익률(24E)	3.1%
BPS(24E)	38,669원
주요 주주	GS 외 1인 57.9%

Price Trend



근거리 상권 과점화

>>> 편의점/SSM 산업 과점화 기대

쿠팡을 중심으로 국내 소매유통 시장이 재편되면서, 차별점을 잃은 할인점 업체가 가장 큰 어려움을 겪고 있다. 이에 따라, 관련 업체들의 수익성과 재무구조가 악화되고, 신규 투자에 어려움을 겪으면서, 편의점과 SSM 산업을 중심으로 과점화 경향이 뚜렷해지고, GS리테일의 수익성 레벨이 상향될 가능성이 있다.

>>> 밸류업 가능성도 열려 있어

동사는 경쟁사 대비 재무구조가 약하고 단기적으로 호텔 사업 분할 이슈가 있지만, 대규모 투자만 발생하지 않는다면, 주주환원규모가 충분히 확대될 여지가 있다. 기존에도 배당성향 타겟이 40% 수준이었고, 금리 인하로 회사의 이자비용 부담이 축소될 여지가 있으며, 편의점의 전환점 유치 경쟁이 완화되면서 Capex 부담도 축소될 수 있기 때문이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 29,000원

GS리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 29,000원을 유지한다. 동사는 편의점/SSM 산업 과점화에 따른 수혜가 기대되는 가운데, 중기적으로 주주환원규모가 확대될 가능성이 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	11,031.9	11,612.5	11,618.2	12,187.8	12,661.7
영업이익	360.2	394.0	275.7	316.0	332.7
EBITDA	637.3	652.4	551.2	628.1	673.0
세전이익	211.7	148.0	99.9	239.6	255.4
순이익	47.6	22.1	35.7	181.6	193.6
지배주주지분순이익	40.4	17.7	43.6	189.6	201.6
EPS(원)	386	169	417	2,234	2,375
증감률(% YoY)	-95.7	-56.3	146.7	436.2	6.3
PER(배)	72.9	136.5	50.3	9.4	8.8
PBR(배)	0.73	0.59	0.54	0.52	0.50
EV/EBITDA(배)	6.2	5.1	6.0	5.4	5.1
영업이익률(%)	3.3	3.4	2.4	2.6	2.6
ROE(%)	1.0	0.4	1.2	5.7	5.8
순차입금비용(%)	14.1	11.7	20.2	21.9	22.3

자료: 키움증권 리서치센터

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,943	2,796	2,701	2,937	3,055	2,925	2,852	3,086	11,130	11,620	12,188
(YoY)	3.2%	8.7%	4.8%	4.4%	3.8%	4.6%	5.6%	5.1%	4.4%	4.4%	4.9%
편의점	2,221	2,066	1,968	2,194	2,307	2,161	2,074	2,306	8,246	8,630	9,069
(YoY)	6.6%	3.9%	5.4%	4.9%	3.9%	4.6%	5.4%	5.1%	6.0%	4.7%	5.1%
수퍼	390	359	381	394	424	409	435	437	1,448	1,608	1,775
(YoY)	10.6%	5.7%	11.6%	10.3%	8.5%	14.1%	14.2%	10.8%	9.5%	11.0%	10.4%
홈쇼핑	260	295	276	273	251	283	268	265	1,131	1,084	1,050
(YoY)	-10.2%	-8.0%	-4.8%	-4.5%	-3.4%	-4.0%	-3.0%	-3.0%	-8.7%	-4.2%	-3.1%
개발	12	13	10	10	8	8	10	10	48	36	36
공통 및 기타	61	64	66	66	65	64	65	67	258	262	257
영업이익	106	54	50	81	81	64	52	86	291	276	316
(YoY)	64.4%	-68.4%	17.6%	-9.4%	-24.0%	19.9%	5.1%	6.1%	0.5%	-5.3%	14.6%
(OPM)	3.6%	1.9%	1.8%	2.8%	2.6%	2.2%	1.8%	2.8%	2.6%	2.4%	2.6%
편의점	78	53	26	65	73	53	27	66	219	217	235
(YoY)	4.0%	22.5%	15.9%	-0.5%	-6.5%	0.1%	4.3%	1.7%	-0.1%	-0.8%	8.3%
(OPM)	3.5%	2.6%	1.3%	3.0%	3.2%	2.5%	1.3%	2.9%	2.7%	2.5%	2.6%
수퍼	13	6	10	7	14	10	15	12	28	40	59
(OPM)	3.4%	1.6%	2.6%	1.6%	3.3%	2.4%	3.5%	2.8%	1.9%	2.5%	3.3%
홈쇼핑	21	38	33	27	19	32	30	25	118	110	101
(OPM)	8.2%	12.8%	11.9%	10.0%	7.4%	11.2%	11.3%	9.4%	10.4%	10.2%	9.6%
개발	2	-11	-1	-3	-9	-9	-3	-3	-6	-21	-12
공통 및 기타	-8	-32	-19	-15	-16	-21	-18	-14	-68	-70	-67
세전이익	62		39	62	-45	44	33	67		100	240
순이익	64		22	46	-63	31	25	51		36	182
(지배)순이익	60		24	48	-61	33	27	53		44	190
(YoY)			2.8%	-18.0%	적전		11.6%	10.9%			335.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	11,031.9	11,612.5	11,618.2	12,187.8	12,661.7
매출원가	8,199.6	8,652.5	8,697.8	9,141.1	9,522.8
매출총이익	2,832.3	2,960.0	2,920.4	3,046.7	3,138.9
판매비	2,472.1	2,566.1	2,644.7	2,730.7	2,806.2
영업이익	360.2	394.0	275.7	316.0	332.7
EBITDA	637.3	652.4	551.2	628.1	673.0
영업외손익	-148.5	-246.0	-175.9	-76.5	-77.3
이자수익	42.4	51.6	17.3	15.7	14.8
이자비용	78.2	99.3	76.1	76.1	76.1
외환관련이익	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2
외환관련손실	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2
종속 및 관계기업손익	-15.1	-154.6	-30.0	-24.0	-24.0
기타	-97.7	-43.5	-87.1	7.9	8.0
법인세차감전이익	211.7	148.0	99.9	239.6	255.4
법인세비용	63.6	64.2	64.2	58.0	61.8
계속사업순손익	148.1	83.7	35.7	181.6	193.6
당기순이익	47.6	22.1	35.7	181.6	193.6
지배주주순이익	40.4	17.7	43.6	189.6	201.6
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	13.8	5.3	0.0	4.9	3.9
영업이익 증감률	64.1	9.4	-30.0	14.6	5.3
EBITDA 증감률	27.5	2.4	-15.5	14.0	7.1
지배주주순이익의 증감률	-95.0	-56.2	146.3	334.9	6.3
EPS 증감률	-95.7	-56.3	146.7	436.2	6.3
매출총이익률(%)	25.7	25.5	25.1	25.0	24.8
영업이익률(%)	3.3	3.4	2.4	2.6	2.6
EBITDA Margin(%)	5.8	5.6	4.7	5.2	5.3
지배주주순이익률(%)	0.4	0.2	0.4	1.6	1.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	712.5	894.1	965.0	919.6	964.6
당기순이익	47.6	22.1	35.7	181.6	193.6
비현금항목의 가감	923.6	1,111.1	850.5	873.3	904.6
유형자산감가상각비	276.9	281.1	295.1	330.8	358.2
무형자산감가상각비	49.9	42.9	45.8	46.8	47.6
지분법평가손익	-112.6	-196.2	-30.0	-24.0	-24.0
기타	709.4	983.3	539.6	519.7	522.8
영업활동자산부채증감	-138.6	-108.1	201.9	-16.9	-10.5
매출채권및기타채권의감소	-122.3	-7.9	166.5	-31.6	-26.3
재고자산의감소	-33.6	-82.9	38.5	-13.0	-10.8
매입채무및기타채무의증가	30.1	194.1	0.3	32.0	26.6
기타	-12.8	-211.4	-3.4	-4.3	0.0
기타현금흐름	-120.1	-131.0	-123.1	-118.4	-123.1
투자활동 현금흐름	19.8	-356.9	-489.1	-489.1	-489.1
유형자산의 취득	-360.3	-385.8	-450.0	-450.0	-450.0
유형자산의 처분	11.1	1.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-5.5	-6.2	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	148.7	64.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	164.3	-44.3	0.0	0.0	0.0
기타	61.5	13.2	10.9	10.9	10.9
재무활동 현금흐름	-433.2	-495.9	-742.2	-495.2	-499.4
차입금의 증가(감소)	-326.9	-448.8	-58.9	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-259.7	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	30.0	68.1	0.0	0.0
배당금지급	-122.6	-48.6	-51.7	-55.2	-59.4
기타	16.3	-28.5	-440.0	-440.0	-440.0
기타현금흐름	0.0	0.1	177.3	-24.3	-22.6
현금 및 현금성자산의 순증가	299.1	41.3	-88.9	-88.9	-46.6
기초현금 및 현금성자산	91.4	390.5	431.8	342.8	253.9
기말현금 및 현금성자산	390.5	431.8	342.8	253.9	207.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,366.1	1,857.1	1,563.1	1,518.9	1,509.6
현금 및 현금성자산	390.5	431.8	342.9	254.0	207.5
단기금융자산	170.2	214.5	214.5	214.5	214.5
매출채권 및 기타채권	478.2	811.8	645.3	677.0	703.3
재고자산	227.0	304.3	265.8	278.8	289.6
기타유동자산	270.4	309.2	309.1	309.1	309.2
비유동자산	8,466.3	8,185.0	7,636.4	7,834.8	8,005.0
투자자산	1,507.1	1,288.0	1,258.0	1,234.0	1,210.0
유형자산	2,767.4	2,831.2	2,986.1	3,105.3	3,197.1
무형자산	255.1	244.1	248.4	251.5	253.9
기타비유동자산	3,936.7	3,821.7	3,143.9	3,244.0	3,344.0
자산총계	9,832.4	10,042.0	9,199.5	9,353.7	9,514.5
유동부채	2,173.6	2,664.1	2,605.5	2,637.6	2,664.2
매입채무 및 기타채무	1,201.2	1,378.1	1,378.4	1,410.5	1,437.1
단기금융부채	825.9	1,108.8	1,049.9	1,049.9	1,049.9
기타유동부채	146.5	177.2	177.2	177.2	177.2
비유동부채	3,238.8	2,944.2	2,944.2	2,944.2	2,944.2
장기금융부채	2,508.1	2,258.8	2,258.8	2,258.8	2,258.8
기타비유동부채	730.7	685.4	685.4	685.4	685.4
부채총계	5,412.4	5,608.3	5,549.7	5,581.8	5,608.4
지배자본	4,049.1	4,058.4	3,282.3	3,412.5	3,554.7
자본금	104.7	104.7	84.9	84.9	84.9
자본잉여금	1,209.0	1,209.1	969.2	969.2	969.2
기타자본	-126.6	-100.8	-589.5	-589.5	-589.5
기타포괄손익누계액	52.9	72.2	56.2	56.2	56.2
이익잉여금	2,809.1	2,773.1	2,761.5	2,891.7	3,033.8
비지배자본	370.9	375.4	367.5	359.5	351.5
자본총계	4,420.0	4,433.7	3,649.8	3,771.9	3,906.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	386	169	417	2,234	2,375
BPS	38,667	38,755	38,669	40,203	41,878
CFPS	9,275	10,821	8,473	12,428	12,937
DPS	430	500	650	700	700
주가배수(배)					
PER	72.9	136.5	50.3	9.4	8.8
PER(최고)	79.1	183.0	57.4		
PER(최저)	59.9	116.1	44.1		
PBR	0.73	0.59	0.54	0.52	0.50
PBR(최고)	0.79	0.80	0.62		
PBR(최저)	0.60	0.51	0.47		
PSR	0.27	0.21	0.19	0.15	0.14
PCFR	3.0	2.1	2.5	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.2	5.1	6.0	5.4	5.1
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	92.3	233.5	154.7	32.7	30.7
배당수익률(%, 보통주, 현금)	1.5	2.2	3.1	3.3	3.3
ROA	0.5	0.2	0.4	2.0	2.1
ROE	1.0	0.4	1.2	5.7	5.8
ROIC	4.1	2.8	1.5	3.9	4.0
매출채권회전율	26.9	18.0	15.9	18.4	18.3
재고자산회전율	52.5	43.7	40.8	44.8	44.6
부채비율	122.5	126.5	152.1	148.0	143.6
순차입금비율	14.1	11.7	20.2	21.9	22.3
이자보상배율, 현금	4.6	4.0	3.6	4.2	4.4
총차입금	1,182.6	1,166.8	1,293.7	1,293.7	1,293.7
순차입금	622.0	520.5	736.4	825.3	871.8
EBITDA	211.9	153.3	75.1	189.9	202.5
FCF	45.6	-21.1	117.9	50.6	97.8

BGF리테일 (282330)



BUY(Maintain)

목표주가 160,000원

주가(11/18) 106,400원

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

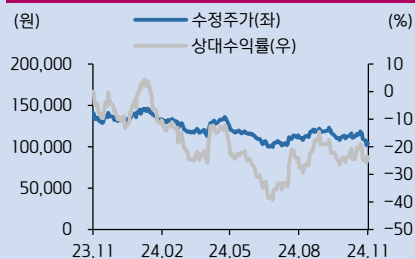
Stock Data

KOSPI (11/18)	2,469.07pt	
시가총액	18,930억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	146,100원	99,700원
최고/최저가 대비 등락	-27.2%	6.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-4.9%	-0.1%
6M	-11.4%	-2.2%
1Y	-20.3%	-20.3%

Company Data

발행주식수	17,284천주
일평균 거래량(3M)	34천주
외국인 지분율	31.8%
배당수익률(24E)	3.9%
BPS(24E)	69,297원
주요 주주	비지엠프 외 20 인
	52.6%

Price Trend



밸류업 기대주

>>> 편의점 산업 과점화 기대

쿠팡을 중심으로 국내 소매유통 시장이 재편되면서, 차별점을 잃은 할인점 업체가 가장 큰 어려움을 겪고 있다. 이에 따라, 관련 업체들의 수익성과 재무구조가 악화되고, 신규 투자에 어려움을 겪으면서, 편의점 산업을 중심으로 과점화 경향이 뚜렷해지고, BGF리테일의 수익성 레벨이 상향될 가능성이 있다.

>>> 밸류업 기대주

동사는 3Q24말 기준으로 순현금을 3천억원 가까이 보유하고 있고, 편의점의 전환점 유치 경쟁 축소로 Capex 부담이 완화될 가능성이 높기 때문에, 언제든지 배당성향을 확대할 수 있는 상황이다. 만약, 배당성향이 확대된다면, 동사가 보유한 실적 안정성의 가치가 재평가 되면서, 주가 밸류에이션이 상향 조정될 수 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원

BGF리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원을 유지한다. 동사는 편의점 산업 과점화에 따른 수혜가 기대되는 가운데, 중기적으로 주주환원규모가 확대될 가능성이 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,615.8	8,194.8	8,621.1	9,051.3	9,491.4
영업이익	252.4	253.2	255.1	274.6	290.4
EBITDA	404.0	403.9	419.7	453.8	482.7
세전이익	254.1	248.4	249.6	269.8	286.4
순이익	193.5	195.8	194.1	204.5	217.1
지배주주지분순이익	193.5	195.8	194.1	204.5	217.1
EPS(원)	11,198	11,331	11,231	11,834	12,560
증감률(% YoY)	31.1	1.2	-0.9	5.4	6.1
PER(배)	18.8	11.6	9.5	9.0	8.5
PBR(배)	3.78	2.11	1.54	1.38	1.25
EV/EBITDA(배)	9.5	6.0	4.8	4.5	4.3
영업이익률(%)	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1
ROE(%)	21.8	19.2	17.1	16.2	15.5
순차입금비용(%)	-22.1	-13.9	-14.6	-14.8	-15.2

자료: 키움증권 리서치센터

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,206.8	2,040.2	1,953.8	2,202.9	2,326.6	2,137.8	2,056.7	2,314.3	8,194.8	8,621.1	9,051.3
(YoY)	7.3%	4.7%	5.6%	5.0%	5.4%	4.8%	5.3%	5.1%	7.6%	5.2%	5.0%
별도기준	2,187.5	2,024.0	1,950.0	2,174.3	2,290.8	2,121.7	2,052.9	2,285.7	8,131.7	8,536.7	8,966.9
(YoY)	7.0%	4.4%	6.1%	4.4%	4.7%	4.8%	5.3%	5.1%	7.3%	5.0%	5.0%
매출총이익	416.3	374.6	361.1	416.1	440.2	397.3	381.5	438.3	1,522.8	1,614.7	1,698.3
(GPM)	18.9%	18.4%	18.5%	18.9%	18.9%	18.6%	18.5%	18.9%	18.6%	18.7%	18.8%
별도기준	406.2	368.8	353.3	406.2	428.1	391.0	373.7	428.4	1,490.9	1,578.6	1,662.2
(GPM)	18.6%	18.2%	18.1%	18.7%	18.7%	18.4%	18.2%	18.7%	18.3%	18.5%	18.5%
판매비	329.3	323.5	328.5	339.9	349.0	342.2	344.3	356.0	1,269.6	1,359.6	1,423.7
(YoY)	11.4%	8.8%	10.2%	6.6%	6.0%	5.8%	4.8%	4.7%	12.0%	7.1%	4.7%
(판매비율)	14.9%	15.9%	16.8%	15.4%	15.0%	16.0%	16.7%	15.4%	15.5%	15.8%	15.7%
별도기준	325.4	319.4	319.9	336.8	345.7	338.2	335.8	352.9	1,249.5	1,340.6	1,404.6
(YoY)	11.7%	8.7%	10.7%	6.7%	6.2%	5.9%	5.0%	4.8%	11.8%	7.3%	4.8%
(판매비율)	14.9%	15.8%	16.4%	15.5%	15.1%	15.9%	16.4%	15.4%	15.4%	15.7%	15.7%
영업이익	87.0	51.1	32.6	76.2	91.2	55.0	37.2	82.3	253.2	255.1	274.6
(YoY)	-4.9%	-2.3%	-11.8%	-2.4%	4.8%	7.7%	13.9%	8.0%	0.3%	0.7%	7.7%
(OPM)	3.9%	2.5%	1.7%	3.5%	3.9%	2.6%	1.8%	3.6%	3.1%	3.0%	3.0%
별도기준	80.8	49.4	33.4	69.4	82.4	52.8	37.9	75.5	241.4	238.1	257.6
(YoY)	-9.2%	-2.7%	-16.0%	-2.8%	2.0%	7.0%	13.6%	8.8%	-3.1%	-1.4%	8.2%
(OPM)	3.7%	2.4%	1.7%	3.2%	3.6%	2.5%	1.8%	3.3%	3.0%	2.8%	2.9%
세전이익	89.4	47.8	30.9	73.9	89.1	55.7	35.9	81.1	248.4	249.6	269.8
순이익	70.0	38.6	23.4	58.5	69.9	42.3	27.3	61.5	195.8	194.1	204.5
(지배)순이익	70.0	38.6	23.4	58.5	69.9	42.3	27.3	61.5	195.8	194.1	204.5
(YoY)	1.1%	-5.6%	-15.5%	-1.7%	-0.2%	9.7%	16.4%	5.1%	1.2%	-0.9%	5.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,615.8	8,194.8	8,621.1	9,051.3	9,491.4
매출원가	6,229.6	6,672.0	7,006.4	7,353.0	7,712.7
매출총이익	1,386.2	1,522.8	1,614.7	1,698.3	1,778.7
판매비	1,133.8	1,269.6	1,359.6	1,423.7	1,488.3
영업이익	252.4	253.2	255.1	274.6	290.4
EBITDA	404.0	403.9	419.7	453.8	482.7
영업외손익	1.7	-4.8	-5.4	-4.8	-4.0
이자수익	13.9	25.7	16.5	17.1	17.9
이자비용	28.3	46.9	38.9	38.9	38.9
외환관련이익	1.9	1.2	1.2	1.2	1.2
외환관련손실	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
종속 및 관계기업손익	-0.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	16.5	16.5	17.1	17.1	17.1
법인세차감전이익	254.1	248.4	249.6	269.8	286.4
법인세비용	60.5	52.5	55.5	65.3	69.3
계속사업손익	193.5	195.8	194.1	204.5	217.1
당기순이익	193.5	195.8	194.1	204.5	217.1
지배주주순이익	193.5	195.8	194.1	204.5	217.1
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	12.3	7.6	5.2	5.0	4.9
영업이익 증감률	26.6	0.3	0.8	7.6	5.8
EBITDA 증감률	15.1	0.0	3.9	8.1	6.4
지배주주순이익의 증감률	31.1	1.2	-0.9	5.4	6.2
EPS 증감률	31.1	1.2	-0.9	5.4	6.1
매출총이익률(%)	18.2	18.6	18.7	18.8	18.7
영업이익률(%)	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1
EBITDA Margin(%)	5.3	4.9	4.9	5.0	5.1
지배주주순이익률(%)	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	630.4	647.1	690.6	707.1	738.0
당기순이익	193.5	195.8	194.1	204.5	217.1
비현금항목의 가감	498.0	549.5	522.6	547.5	565.5
유형자산감가상각비	160.6	175.2	189.1	203.7	216.9
무형자산감가상각비	10.4	10.3	10.2	10.1	10.1
지분법평가손익	-0.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	327.9	364.3	323.6	334.0	338.8
영업활동자산부채증감	-8.8	-39.2	12.8	3.2	6.8
매출채권및기타채권의감소	-52.4	-48.5	-9.1	-12.8	-13.1
재고자산의감소	-16.4	-52.1	-6.5	-9.2	-9.4
매입채무및기타채무의증가	15.7	16.1	28.4	28.6	29.3
기타	44.3	45.3	0.0	-3.4	0.0
기타현금흐름	-52.3	-59.0	-38.9	-48.1	-51.4
투자활동 현금흐름	-98.5	-244.1	-295.0	-305.0	-315.0
유형자산의 취득	-222.6	-206.2	-240.0	-250.0	-260.0
유형자산의 처분	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-8.6	-6.5	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-21.1	-28.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	217.3	74.2	0.0	0.0	0.0
기타	-64.1	-78.0	-45.0	-45.0	-45.0
재무활동 현금흐름	-317.6	-369.2	-366.5	-366.5	-370.0
차입금의 증가(감소)	-8.3	-2.7	0.0	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	-51.8	-70.8	-70.8	-70.8	-74.3
기타	-257.5	-295.7	-295.7	-295.7	-295.7
기타현금흐름	-0.2	0.0	-3.3	-14.6	-26.2
현금 및 현금성자산의 순증가	214.2	33.7	25.7	21.0	26.9
기초현금 및 현금성자산	54.4	268.6	302.3	328.0	349.0
기말현금 및 현금성자산	268.6	302.3	328.0	349.0	375.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	889.9	979.0	1,020.3	1,063.2	1,112.6
현금 및 현금성자산	268.6	302.3	328.0	349.0	375.9
단기금융자산	296.1	221.9	221.9	221.9	221.9
매출채권 및 기타채권	179.7	248.3	257.3	270.2	283.3
재고자산	124.8	177.0	183.4	192.6	201.9
기타유동자산	316.8	251.4	251.6	251.4	251.5
비유동자산	2,056.3	2,240.1	2,350.5	2,466.4	2,589.1
투자자산	310.0	337.7	337.4	337.1	336.8
유형자산	690.5	776.4	827.3	873.6	916.7
무형자산	37.7	37.5	37.3	37.1	37.0
기타비유동자산	1,018.1	1,088.5	1,148.5	1,218.6	1,298.6
자산총계	2,946.2	3,219.1	3,370.7	3,529.6	3,701.6
유동부채	1,102.2	1,191.3	1,219.7	1,248.3	1,277.5
매입채무 및 기타채무	730.8	783.5	811.9	840.5	869.8
단기금융부채	306.5	343.3	343.3	343.3	343.3
기타유동부채	64.9	64.5	64.5	64.5	64.4
비유동부채	881.4	953.3	953.3	953.3	953.3
장기금융부채	847.5	910.9	910.9	910.9	910.9
기타비유동부채	33.9	42.4	42.4	42.4	42.4
부채총계	1,983.6	2,144.6	2,173.0	2,201.6	2,230.9
지배자본	962.6	1,074.5	1,197.7	1,328.0	1,470.7
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	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	600.1	712.3	835.6	965.8	1,108.6
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	962.6	1,074.5	1,197.7	1,328.0	1,470.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	11,198	11,331	11,231	11,834	12,560
BPS	55,695	62,165	69,297	76,832	85,094
CFPS	40,012	43,126	41,470	43,512	45,281
DPS	4,100	4,100	4,100	4,300	4,300
주가배수(배)					
PER	18.8	11.6	9.5	9.0	8.5
PER(최고)	19.6	18.8	13.2		
PER(최저)	12.2	11.3	8.8		
PBR	3.78	2.11	1.54	1.38	1.25
PBR(최고)	3.94	3.43	2.13		
PBR(최저)	2.45	2.07	1.43		
PSR	0.48	0.28	0.21	0.20	0.19
PCFR	5.3	3.0	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	9.5	6.0	4.8	4.5	4.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	36.6	36.2	36.5	36.3	34.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.9	3.1	3.9	4.0	4.0
ROA	7.0	6.4	5.9	5.9	6.0
ROE	21.8	19.2	17.1	16.2	15.5
ROIC	18.0	14.1	12.6	12.4	12.3
매출채권회전율	51.3	38.3	34.1	34.3	34.3
재고자산회전율	65.3	54.3	47.8	48.1	48.1
부채비율	206.1	199.6	181.4	165.8	151.7
순차입금비율	-22.1	-13.9	-14.6	-14.8	-15.2
이자보상배율, 현금	8.9	5.4	6.6	7.1	7.5
총차입금	352.1	374.5	374.5	374.5	374.5
순차입금	-212.7	-149.6	-175.4	-196.3	-223.2
EBITDA	196.7	191.4	194.8	204.6	216.4
FCF	128.4	125.2	157.0	161.6	180.1

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 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 일체의 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.

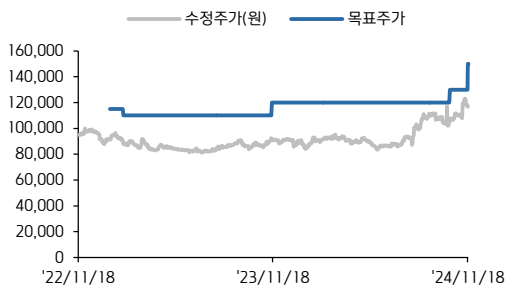
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과라율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
KT&G (033780)	2023-01-16	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	-18.94	-16.17
	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	-24.59	-20.67
	2024-04-22	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-24.60	-20.67
	2024-08-09	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-11.17	-2.58
	2024-10-15	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-16.14	-14.15
	2024-11-08	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-13.62	-5.38
	2024-11-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월		
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	-30.96	-23.52
	2024-03-26	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-26.33	0.37
	2024-04-22	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-5.50	31.32
	2024-05-20	Buy(Maintain)	660,000원	6개월	-16.79	-6.21
	2024-06-14	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-22.87	-14.22
	2024-07-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-24.94	-14.22
	2024-08-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-27.38	-14.22
	2024-08-30	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-35.49	-29.00
	2024-10-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-34.40	-24.75
	2024-11-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-34.40	-24.75
	2024-11-18	Buy(Maintain)	800,000원	6개월		
오리온 (271560)	2023-01-16	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-17.46	-13.47
	2023-03-14	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-15.93	-12.25
	2023-04-18	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-15.23	-13.06
	2023-05-17	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-29.34	-24.89
	2023-06-21	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-30.33	-24.89
	2023-07-17	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-31.64	-24.89
	2023-09-26	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-31.55	-24.89
	2023-11-16	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-35.95	-32.94
GS리테일 (007070)	2023-12-20	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-36.18	-32.94
	2024-01-18	BUY(Maintain)	155,000원	6개월	-39.71	-36.97
	2024-03-14	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-34.12	-26.48
	2024-06-28	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-34.85	-26.48
	2024-08-21	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-35.02	-26.48
	2024-09-30	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-31.08	-28.87
	2024-10-15	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-30.63	-28.73
	2024-11-18	BUY(Maintain)	142,000원	6개월		
BGF리테일 (282330)	2023-01-09	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-16.75	-14.56
	2023-02-08	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-14.89	-9.26
	2023-03-14	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-19.60	-14.43
	2023-04-12	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-21.08	-14.43
	2023-05-10	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-35.85	-27.37
	2023-07-10	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-38.10	-35.00
	2023-08-09	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-33.18	-27.43
	2023-11-16	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-32.71	-27.43
	2024-01-08	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-37.86	-32.43
	2024-04-15	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-32.32	-29.14
	2024-05-10	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-31.20	-27.41
	2024-05-20	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-31.04	-21.55
	2024-06-04	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-29.08	-21.55
	2024-07-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-28.49	-21.55
	2024-08-08	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-27.48	-21.55
	2024-10-10	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-27.44	-21.55
	2024-11-18	BUY(Maintain)	29,000원	6개월		
	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	-37.94	-30.43
	2024-04-15	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-38.13	-28.32
	2024-07-16	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.43	-22.94
	2024-10-10	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.70	-22.94
	2024-11-18	BUY(Maintain)	160,000원	6개월		

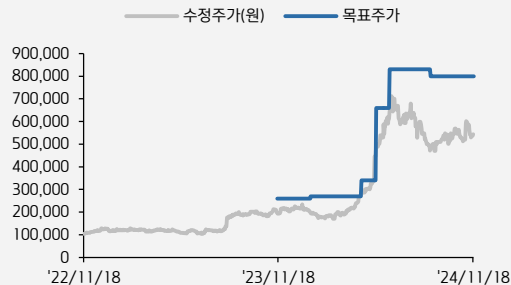
*주가는 수정주가를 기준으로 과라율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

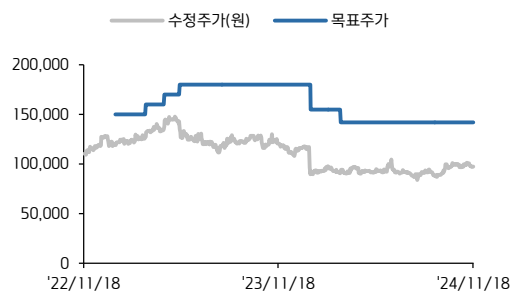
KT&G (033780)



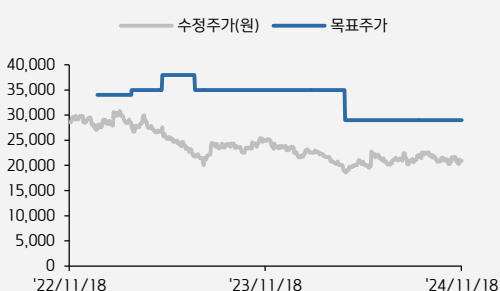
삼양식품 (003230)



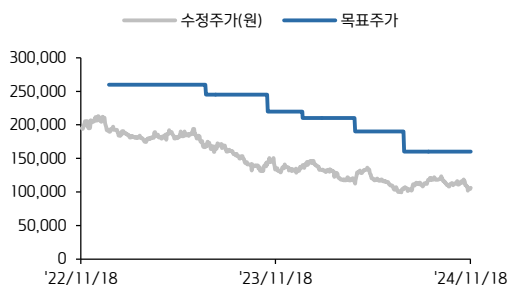
오리온 (271560)



GS리테일 (007070)



BGF리테일 (282330)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%