음식료/유통 27년 전망:
자산효과에서 가격효과로

2026. 11. 17. | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 유통 Neutral (Downgrade), 음식료 Overweight (Maintain)

음식료/유통 Analyst 박상준
Ra 권용일



키움증권

Contents

음식료/유통 27년 전망:
자산효과에서 가격효과로 2

I. 유통: 구매력 변동과 인바운드 수혜 3
> 핵심 키워드 3가지
: 구매력, 인바운드, 구조조정 3
> 유통 업종 투자전략 9
> 유통 업체별 3Q26 실적 리뷰 10

II. 음식료: 마진 스프레드와 주주환원 확대 20
> 우호적으로 변화하는 매크로 환경 20
> K 라면 고성장 과 주 주환원확대를 주목 24
> 음식료 업종 투자전략 32
> 음식료 업체별 3Q26 실적리뷰 33

기업분석 50
> BGF리테일 (282330) 51
> 현대백화점 (069960) 54
> 삼양식품 (003230) 57
> KT&G (033780) 60
> 오리온 (271560) 63
> CJ 프레시웨이 (051500) 66

Compliance Notice

- 당사는 11월 17일 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 27년 전망: 자산효과에서 가격효과로

>>> 유통: 구매력 변동과 인바운드 수혜

2027년 유통 업종은 구매력, 인바운드, 구조조정의 세 가지 변수에 주목할 필요가 있다. 내년 1분기 반도체 업체들의 대규모 성과급으로 상반기 구매력이 일시 반등할 수 있으나, 기준금리 인상의 시차 효과와 역기저 부담으로 2분기부터 소비 여건이 약해질 전망이다. 인바운드는 원화 강세와 방문지역 다변화로 백화점보다 편의점에 유리하고, 할인점은 홈플러스 구조조정의 반사수혜가 이어질 전망이다.

따라서, 전반적인 투자 환경은 편의점에게 점차 유리한 환경으로 바뀔 것으로 판단되며, 백화점도 내년 1분기 소득효과에 따른 모멘텀 플레이가 가능할 전망이다. 이에 따라, 업종 최선호주로 순수 편의점 업체인 **BGF리테일**, 차선호주로 자회사 실적 개선으로 백화점 중에 상대적으로 모멘텀이 강한 **현대백화점**을 제시한다.

>>> 음식료: 마진 반등과 주주환원 확대

2027년 음식료 업종의 매크로 환경은 우호적으로 변화할 전망이다. 비용 부담에 따른 가격 인상이 확대되고 있고, 내년 초 소재식품의 가격 인상(Cost Push)으로 인한 가공식품의 2차 가격 인상 가능성도 높다. 이에 따라, 주요 가공식품 업체들의 마진 스프레드가 점차 회복될 것으로 기대되는 가운데, K-라면의 글로벌 성장, 주주환원확대 등이 추가적인 Catalyst로 작동할 전망이다.

이에 따라, 업종 최선호주로 가장 높은 이익 성장률이 기대되는 **삼양식품**을 제시하고, 차선호주로 주주환원확대에 따른 안정적 주가 상승이 기대되는 **KT&G**를 제시한다. 또한, 오리온과 CJ프레시웨이를 중기 관심종목으로 제시한다. **오리온**은 안정적 이익 성장과 신규 3개년 주주환원정책에 대한 기대감이 긍정적이고, **CJ프레시웨이**는 온라인 사업의 GMV 성장과 함께 기존 오프라인 유통 사업의 마진 개선이 나타나면서, 내년에 극적인 수익성 개선 모멘텀이 나타날 수 있다.

I. 유통: 구매력 변동과 인바운드 수혜

>>> 핵심 키워드 3가지: 구매력, 인바운드, 구조조정

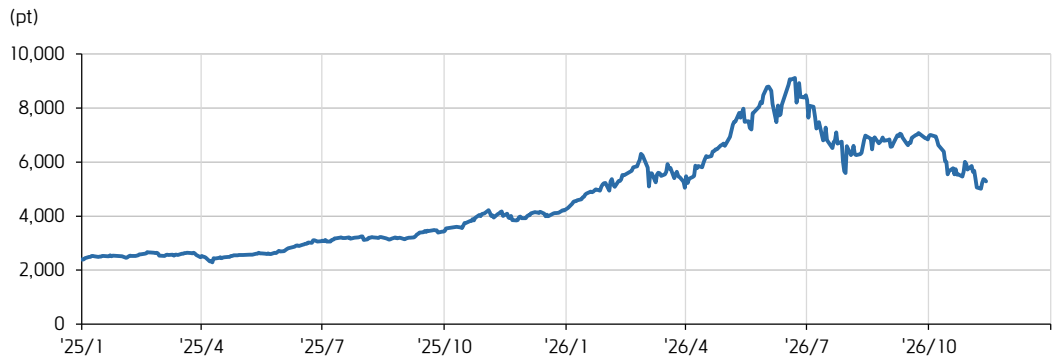
1) 가계 구매력: 일시적 반등 이후 악화 우려

올해 상반기 한국 주식시장은 KOSPI가 6월에 9천 포인트를 돌파하며 유래 없는 강세를 보였으나, 지속되는 시장 금리 상승과 AI 인프라 투자 수익률에 대한 의구심이 확대로 인해, 하반기에 강한 조정을 받은 상황이다. 이에 따라, 백화점 기존점 성장률은 원화 강세에 따른 외국인 매출 증가 효과를 제외하더라도, 월별 둔화 속도가 예상 보다 강하게 나타나고 있다(자산효과 악화 영향 반영).

이로 인해, 시장은 백화점 업체들의 내년도 증익 가시성을 의심하기 시작하였고, 백화점 3社의 주가는 FW12M PER은 5~6배 수준으로 하락하였다. 다만, 아직 포기는 이르다. 내년 1분기에 국내 주요 반도체 업체들이 대규모 성과급을 지급할 예정이기 때문이다. 주요 반도체 업체들의 영업이익 컨센서스가 600~700조원인 점을 감안한다면, 세후 가계수입은 30~35조원 정도 증가할 수 있다. **위와 같은 대규모 성과급은 특정 시기에 지출이 집중될 수 있기 때문에, 내년 1~2분기에 가계 구매력이 일시적으로 반등하면서, 소비가 크게 증가할 여지가 있다.**

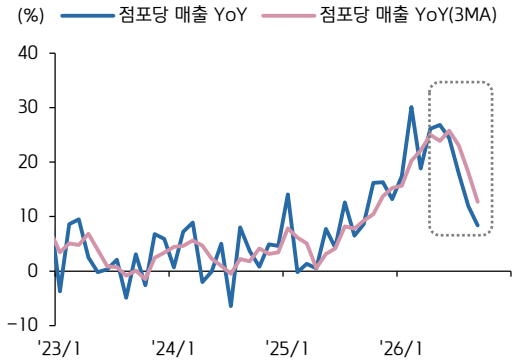
하지만, 시간이 갈수록 물가와 금리 상승 부담이 누적되면서, 가계 구매력 상승을 저해할 가능성이 높다. 올해 한국은행은 7월과 8월에 기준금리를 연속으로 25bp씩 총 50bp를 인상하였다. 이에 따른 가계의 이자비용 부담은 시차를 두고 나타나기 때문에, 내년 중반부터 가계 구매력에 부담을 줄 수 있다. 한편, 올해 2분기 내수 소비는 국내 주식시장 호황과 원화 약세에 따른 외국인 소비 증가로 역대급으로 좋은 모습을 보였었다. 따라서, **내년 2분기부터는 가계 구매력의 상승 효과가 제한되거나 하락하는 모습이 나타날 리스크**가 있다.

KOSPI 지수 추이



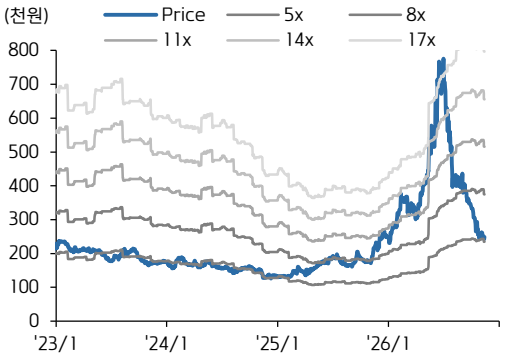
자료: 에프앤가이드

백화점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



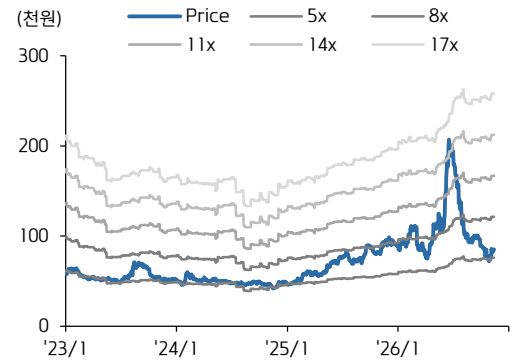
자료: 산업통상부, 키움증권 리서치

신세계 FW12M PER 밴드 추이



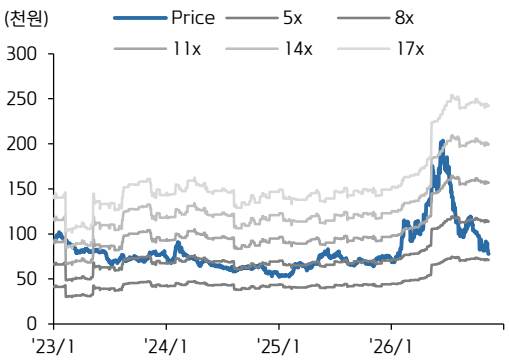
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

현대백화점 FW12M PER 밴드 추이



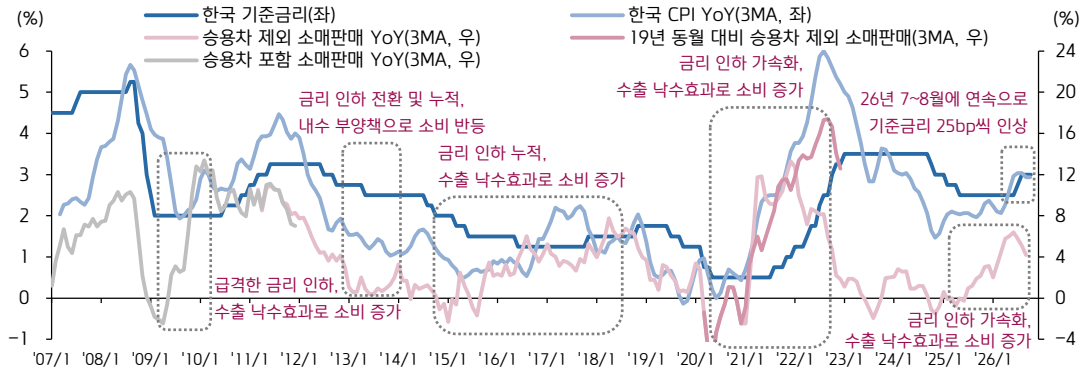
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 FW12M PER 밴드 추이



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

한국 기준금리 vs CPI vs 전체 소매판매



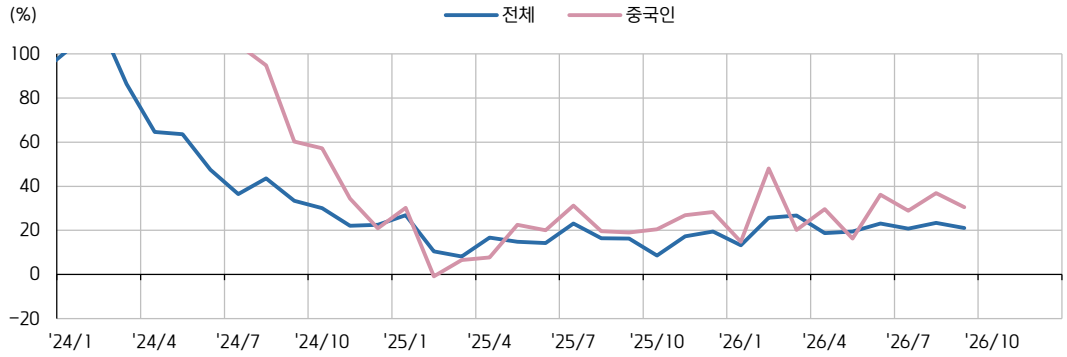
자료: 에프앤가이드, 통계청, 키움증권 리서치

2) 인바운드: 방한외국인 증가 속에 환율 영향과 방문 지역 다변화가 변수

K-콘텐츠의 전 세계적인 인기와 한국 문화에 대한 관심 확대에 중국과 일본의 정치적 갈등이 지속되면서, 방한 외국인 관광객 증가세가 지속되고 있다. 비록 지난 3분기에 원화가 급격한 강세로 전환되면서, 백화점 외국인 매출 성장률은 둔화되는 모습을 보였으나, 방한 외국인 관광객 수 증가율은 크게 꺾이지 않고 있는 상황이다.

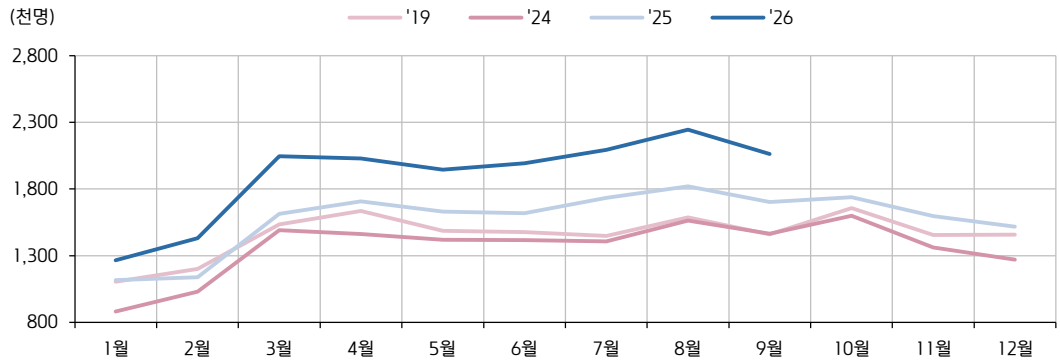
한편, **편의점 업체들의 외국인 매출 성장률은 3분기에도 높은 수준**이었다. **환율 영향으로 백화점에서 고가 상품을 구매하는 수요는 약해졌지만, 편의점에서 저가 상품을 구매하는 수요에는 큰 타격을 주지 못한 것 같다.** 또한, **방한 외국인들은 기존의 서울/부산/제주 중심의 여행에서 벗어나, 비수도권의 다양한 도시로 방문지역을 넓히고 있다.** 편의점은 백화점 대비 상대적으로 가격대가 낮고, 점포 수가 많기 때문에, 서울/수도권 매출 비중이 낮을 수밖에 없었고, 이는 편의점의 외국인 매출 성장률이 백화점 대비 낮은 이유 중에 하나였다. 하지만, **백화점**은 원화 강세 영향에 따른 외국인 구매력 저하와 역기저 부담으로 27년에 매출 성장률이 둔화될 가능성이 높고, **편의점**은 상대적으로 자유로운 환율 영향과 비수도권 트래픽 확산으로 27년에도 매출 성장률이 견조할 가능성이 높아졌다.

한국의 월별 입국자 수 YoY 증감률 추이



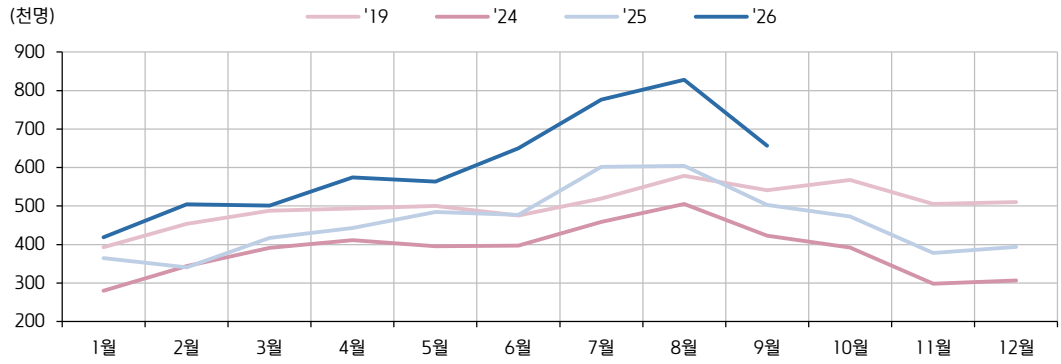
자료: 관광지식정보시스템

한국의 전체 입국자 수 추이



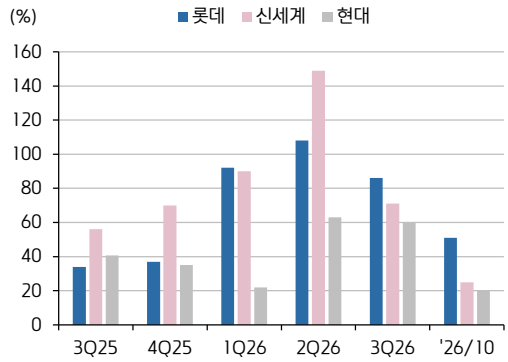
자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 추이



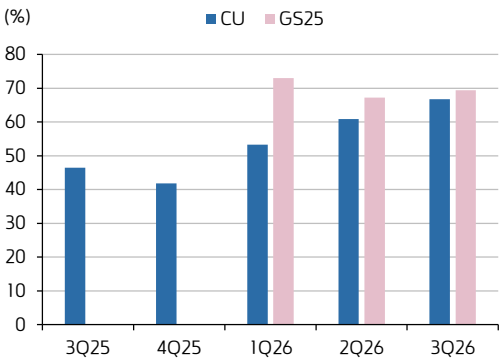
자료: 관광지식정보시스템

백화점 3社 외국인 매출 성장률 추이



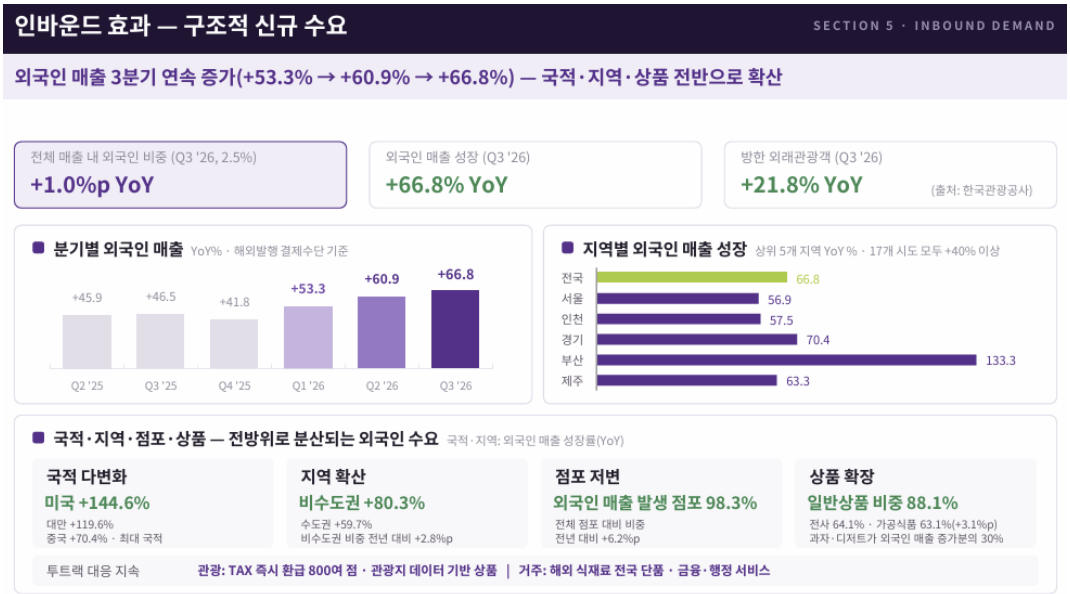
자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치 추정

편의점 2社 외국인 매출 성장률 추이



자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치 추정

CU 외국인 매출 성장세 확대: 국적, 지역, 상품 전반으로 확산 흐름



자료: BGF리테일

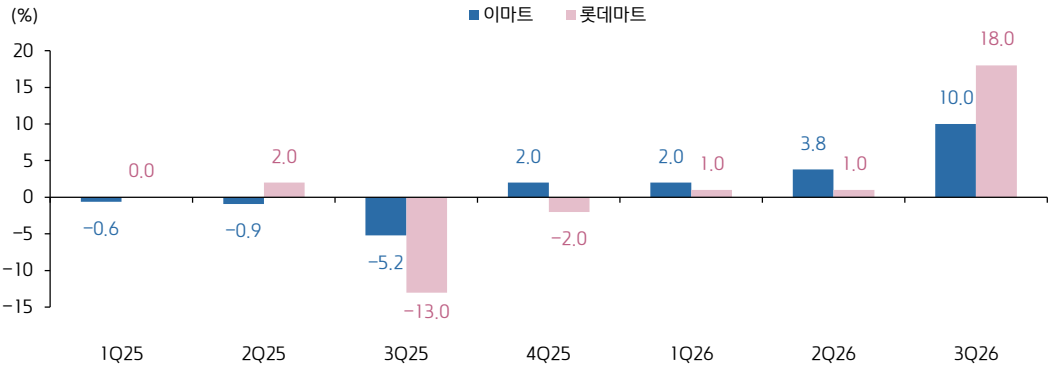
3) 구조조정: 홈플러스 점포 구조조정은 여전히 주목할 이벤트

홈플러스 점포 구조조정은 내년에도 지속될 전망이다. 현재 홈플러스 운영 점포 수는 연초 대비 약 50점 감소하였다. 특히, 올해 7/13~8/12에는 잔여 67개 점포도 운영자금 부족으로 전면 휴업했고, 최근에는 다시 자금 사정이 어려워지고 있다는 언론보도가 나오고 있는 상황이다. 하지만, 이마트와 롯데마트의 기존점 성장률은 올해 3분기를 제외한다면 매우 높은 수준은 아니었고, 해당 수치도 명절 시점 차이에 따른 긍정적 영향과 전년동기 소비쿠폰 사용처 제외에 따른 기저효과가 더해졌다는 점을 감안해야 한다.

현재 홈플러스의 YoY 점포 감소 폭은 56점 수준이고, 이마트와 롯데마트의 현재 운영 점포 수는 각각 132점, 112점이다. 이마트와 롯데마트가 홈플러스 경쟁점 시장에서 시장 점유율만큼 차지하고 있다고 가정하면, 이마트와 롯데마트의 전체 점포 수에서 폐점한 홈플러스와 경쟁하고 있는 점포 수의 비중은 약 23% 수준으로 추산된다. **폐점한 홈플러스와 경쟁하고 있는 점포의 매출 성장률이 다른 점포 대비 10%p 높다고 가정한다면, 이번 폐점 영향으로 할인점의 기존점 성장률이 +2.3%p 높아질 수 있는 셈**이다. 만약, 자금 사정이 어려워지면서, **올해 7~8월과 같은 잔여 67개 점포의 전면 휴업 사태가 다시 한번 발생한다면, 할인점 업체들의 기존점 성장률은 추가로 +2.7%p 확대될 수 있다.**

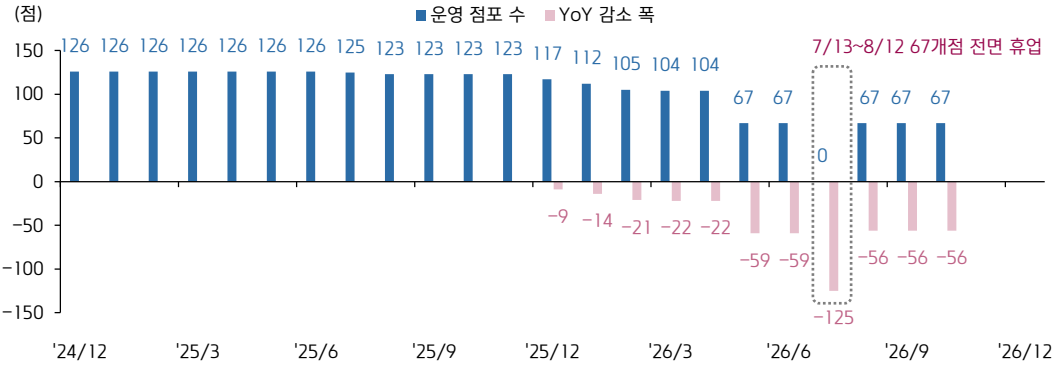
한편, 편의점은 점포 수는 최근에 상위 2개 업체 중심으로 반등하고 있는 것으로 추산된다. 하지만, 가장 점포 수 순감이 컸던, 코리아세븐도 올해 2분기부터 매출 감소율이 완화되고, 영업흑자가 지속되고 있다. 따라서, 내년에는 전체 점포 수와 시장 점유율에 급격한 변화가 나타나기는 어려울 것으로 판단된다.

할인점 2社 기존점 성장률 추이



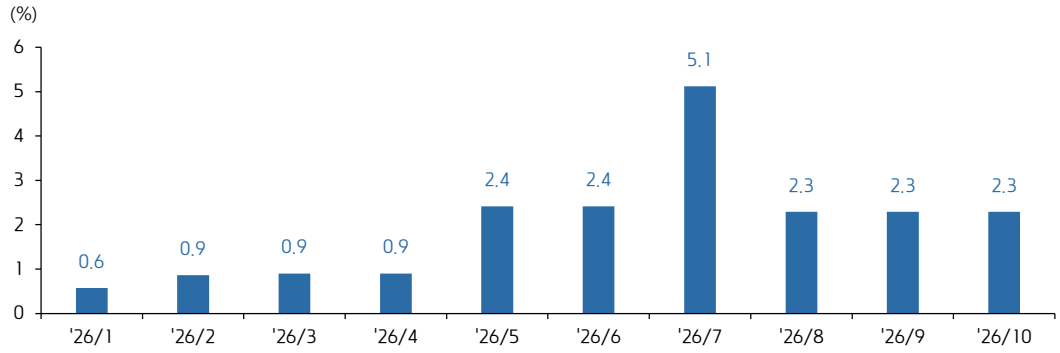
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

월말 기준 홈플러스 운영 점포 수 추이



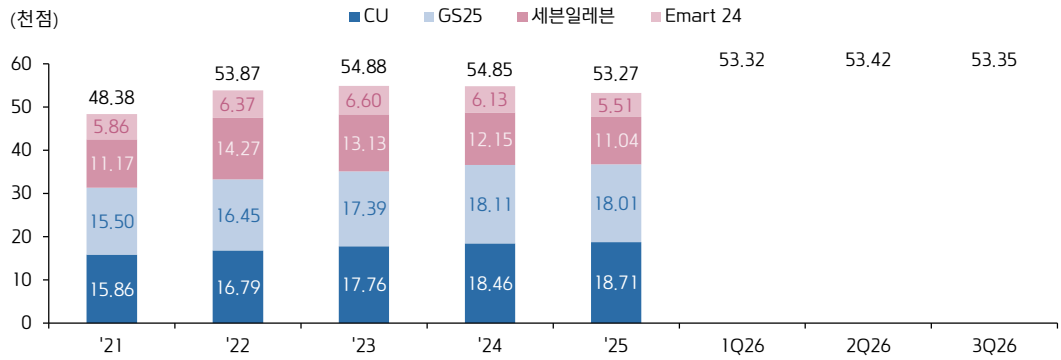
자료: 언론보도, 키움증권 리서치 추정

홈플러스 폐점에 따른 기존점 성장률 상승 기여도 추정



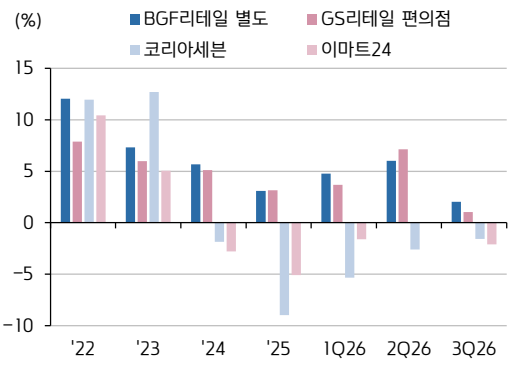
자료: 키움증권 리서치 추정
주: 1) 폐점한 홈플러스와 경쟁하고 있는 점포의 매출 성장률 +10%, 기타 점포의 매출 성장률 0% 가정.
이마트와 롯데마트가 홈플러스 경쟁점 시장에서 시장 점유율만큼 차지하고 있다고 가정

편의점 점포 수 추이



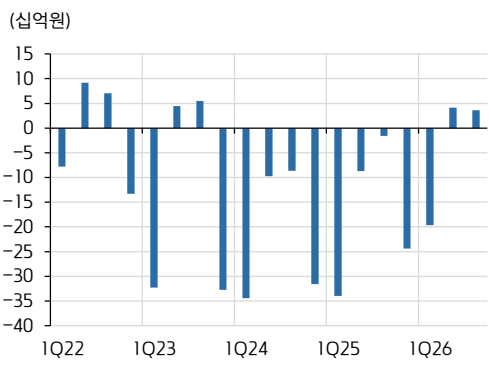
자료: 산업통상부, 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정

편의점 4社 매출 성장률 추이



자료: 각 사 자료

코리아세븐(세븐일레븐) 영업이익 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템

>>> 유통 업종 투자전략

1) 편의점 업태가 점차 유리해질 것

2027년 투자 환경은 편의점 업태에게 점차 유리해질 것으로 판단된다. **백화점**은 최근 자산효과 악화에 따른 영향에도 내년 상반기에 인센티브 지급에 따른 집중적인 소득효과가 나타날 수 있으나, 내년 2분기부터 기준금리 상승이 시차를 두고 가계 구매력에 부담을 줄 수 있고, 올해 자산효과 호조에 따른 역기저 부담이 나타날 수 있다. 반면에, **편의점**은 단기적으로는 실적 개선 모멘텀이 약해 보일 수 있으나, 가계 구매력 둔화에 방어적인 특징을 가지고 있고, 가공식품 물가 상승과 인바운드 증가에 따른 수혜가 발생할 가능성이 있다.

할인점은 홈플러스 구조조정에 따른 반사수혜 기대감이 지속될 것으로 판단된다. 다만, 매크로 환경을 감안한다면, 기존점 성장률이 +4% 이상으로 확대되기 위해서는 전면 휴업에 유사한 이벤트가 필요할 것으로 판단된다. 또한, 할인점 사업 비중이 큰 이마트는 다른 사업부들의 실적 가시성이 약하기 때문에, 할인점 업황 개선만으로는 주가 반등의 한계가 있을 가능성이 높다. **면세점**은 인바운드 증가 모멘텀은 긍정적이나 지속적인 다이고 수요 축소로 인해, 큰 폭의 외형 성장은 어려울 전망이다.

2) 유통 업종 투자전략

유통 업종 투자의견을 Overweight에서 Neutral로 하향 조정한다. 내년 상반기 집중적인 소득효과는 긍정적이나, 금리와 물가의 전반적인 상승 부담으로 인해, 올해 대비 투자 환경은 유리하다고 보기 어렵다.

유통 업종 Top Pick으로는 BGF리테일을 제시한다. BGF리테일은 순수 편의점 업체로 가공식품 물가 상승과 인바운드 증가에 따른 수혜가 기대되고, 화물연대 파업과 유가 상승 등의 영향으로 올해 자회사 실적 기저도 낮은 편이어서, 내년도 전사 이익 증가율이 상대적으로 높게 나타날 수 있다.

백화점 업체들은 내년 1분기 소득효과 강도에 따라 모멘텀 플레이가 가능할 것으로 기대되는데, 현대백화점의 실적 개선 모멘텀이 상대적으로 돋보일 전망이다. 동사는 자회사 지누스 실적 부진으로 전년도 실적 기저가 낮은 편이고, 면세점은 공항점 비중 확대로 이익의 질이 개선되고 있으며, 상대적으로 양호한 재무구조로 주주환원율 상승 여력도 높은 편이기 때문이다.

>>> 유통 업체별 3Q26 실적 리뷰

주요 유통 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	YoY	4Q26E	YoY
BGF 리테일	매출액	24,622	22,924	21,204	24,268	25,152	2.2%	24,019	4.8%
	영업이익	976	643	381	849	1,008	3.2%	743	15.6%
	OPM	4.0%	2.8%	1.8%	3.5%	4.0%	0.0%p	3.1%	0.3%p
	순이익	793	498	293	568	742	-6.4%	568	14.1%
GS 리테일	매출액	32,054	30,260	28,549	31,751	33,143	3.4%	31,624	4.5%
	영업이익	1,111	533	583	1,094	1,321	18.9%	717	34.4%
	OPM	3.5%	1.8%	2.0%	3.4%	4.0%	0.5%p	2.3%	0.5%p
	순이익	945	-987	431	652	504	-46.7%	162	흑전
신세계	매출액	16,361	19,337	18,471	17,804	16,562	1.2%	19,660	1.7%
	영업이익	998	1,725	1,978	1,671	1,643	64.7%	2,315	34.2%
	OPM	6.1%	8.9%	10.7%	9.4%	9.9%	3.8%p	11.8%	2.9%p
	순이익	352	-765	1,202	901	948	169.4%	1,368	흑전
현대백화점	매출액	10,103	10,417	9,501	10,681	11,723	16.0%	12,275	17.8%
	영업이익	727	1,059	988	793	946	30.1%	1,450	36.9%
	OPM	7.2%	10.2%	10.4%	7.4%	8.1%	0.9%p	11.8%	1.6%p
	순이익	453	494	682	687	508	12.2%	968	96.0%
롯데쇼핑	매출액	34,101	35,218	35,816	34,850	36,532	7.1%	35,660	1.3%
	영업이익	1,305	2,277	2,529	899	1,756	34.5%	2,115	-7.1%
	OPM	3.8%	6.5%	7.1%	2.6%	4.8%	1.0%p	5.9%	-0.5%p
	순이익	-566	1,124	1,282	-29	1,315	흑전	868	-22.7%
이마트	매출액	74,008	73,117	71,234	69,150	74,919	1.2%	73,156	0.1%
	영업이익	1,514	-99	1,783	-430	461	-69.6%	405	흑전
	OPM	2.0%	-0.1%	2.5%	-0.6%	0.6%	-1.4%p	0.6%	0.7%p
	순이익	2,659	-1,482	598	-1,563	-11	적전	-344	적지

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

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(11/16, 원)		142,800	22,600	251,000	89,300	80,500	63,500
시가총액(11/16, 조원)		2.47	1.89	2.37	1.93	2.28	1.72
매출액	'25	9,061	11,969	6,929	4,230	13,738	28,970
	'26E	9,464	12,507	7,250	4,418	14,286	28,846
	'27E	9,740	12,782	7,335	4,789	14,504	29,739
영업이익	'25	254	289	480	378	547	323
	'26E	298	371	761	418	730	222
	'27E	335	388	805	449	751	392
OPM	'25	2.8%	2.4%	6.9%	8.9%	4.0%	1.1%
	'26E	3.1%	3.0%	10.5%	9.5%	5.1%	0.8%
	'27E	3.4%	3.0%	11.0%	9.4%	5.2%	1.3%
순이익	'25	195	18	14	208	52	136
	'26E	217	175	442	285	344	-132
	'27E	256	236	429	322	378	-31
PER	'25	9.3	38.7	171.5	9.7	39.8	16.5
	'26E	11.4	10.9	5.5	6.7	6.6	-13.3
	'27E	9.6	8.1	5.3	5.9	6.0	-55.9
PBR	'25	1.38	0.51	0.53	0.44	0.14	0.20
	'26E	1.69	0.53	0.47	0.39	0.15	0.16
	'27E	1.51	0.51	0.44	0.37	0.15	0.16
ROE	'25	15.6%	1.3%	0.3%	4.6%	0.3%	1.3%
	'26E	15.7%	6.7%	9.2%	6.2%	2.2%	-1.2%
	'27E	16.6%	6.6%	8.5%	6.4%	2.4%	-0.3%
배당수익률	'25	3.9%	3.0%	2.1%	2.4%	5.5%	3.1%
	'26E	3.2%	3.1%	3.1%	2.5%	5.1%	3.9%
	'27E	3.6%	3.5%	3.6%	2.6%	5.1%	3.9%

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

1) BGF리테일/GS리테일

BGF리테일의 3분기 연결기준 영업이익은 1,008억원(+3% YoY)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회하였다. 별도기준 실적은 대체로 당사 기대치에 부합하였으나, 고유가 부담으로 자회사 로지스의 영업이익이 감소하면서, 시장 기대치를 소폭 하회한 것으로 추산된다.

3분기 편의점 동일점 매출은 +0.9% 증가하였고(담배 제외 +1%), 별도기준 영업이익률은 전년동기 대비 소폭 개선되었다. 전년동기 민생회복 소비쿠폰 사용처 포함에 따른 역기저 부담으로 동일점 매출 성장률이 둔화되었으나, 외국인 매출 성장세가 매분기 확대되고 있는 점은 고무적이다(1Q +53% -> 2Q +61% -> 3Q +67%).

4분기 편의점 동일점 성장률(+2% 전망)은 3분기 대비 소폭 반등하면서, 이익 증가율도 높아질 것으로 전망(4Q26E 영업이익 +16% YoY)된다. 전년동기 민생회복 소비쿠폰 사용처 포함에 따른 역기저 부담이 완화되면서, 편의점 업태의 매출이 전반적으로 회복될 가능성이 높기 때문이다.

중기적으로는 가공식품 물가 상승 영향과 외국인 매출 성장세에 관심을 가질 필요가 있다. 가공식품은 최근 Cost Push 영향으로 가격 인상이 늘어나고 있는데, 상대적으로 소비자 저항이 크지 않다는 점을 감안한다면, 가격 인상 강도에 따라 내년도 편의점 동일점 성장률 전망치가 제고될 수 있다. 또한, 외국인 관광객들이 기존 수도권 중심에서 비수도권 지역으로 확산되고 있고 국적도 다변화되고 있기 때문에, 전체 매출에서 외국인 성장의 기여도가 점차 확대될 수 있다.

GS리테일의 3분기 연결기준 영업이익은 1,321억원(+19% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 수퍼 부문의 기존점 매출 성장률(+10.7%)이 호조를 보이며, 영업레버리지 효과가 예상 보다 크게 나타났기 때문이다(일회성 손익: 편의점 -94억원, 홈쇼핑 +80억원). 다만, 지배주주순이익은 해외펀드 평가손익 악화 등 일회성 손실이 525억원 반영되면서, 시장 컨센서스를 하회하였다. **편의점**은 과매입 재고 관련 일회성 손실 94억원을 제외하면, 동일점 매출이 +2.3%(담배 제외 +2.5%) 성장하였고, 영업이익률은 전년동기와 유사한 수준을 기록하였다. **수퍼**는 가맹점/퀵커머스 중심의 매출 호조와 정부의 농축산물 할인 지원에 따른 수혜(매출 +5%p, OP +50~60억원 추산) 등에 힘입어, 기존점 매출이 +10.7% 성장하고, 영업이익률이 YoY +2.5%p 개선되었다. **홈쇼핑**은 고마진 카테고리 중심의 취급고 증가와 부가세 환급에 따른 일회성 이익(80억원)에 힘입어, 영업이익이 YoY +126억원 증가하였다.

4분기 편의점 동일점 성장률(+2.5~3% 사이 전망)은 3분기 대비 소폭 반등하면서, 이익 증가율도 높아질 것으로 전망(4Q26E 영업이익 +34% YoY)된다. 전년동기 민생회복 소비쿠폰 사용처 포함에 따른 역기저 부담이 완화되면서, 편의점 업태의 매출이 전반적으로 회복될 가능성이 높기 때문이다. 중기적으로는 올해 주주환원 계획과 가공식품 물가 상승 영향에 관심을 가질 필요가 있다. 동사는 2022년 이후 대규모 영업외손실 반영으로 배당 여력이 축소되면서, 배당수익률이 낮은 수준에 머물렀었다. 만약, 수년 간 발생했던 손상차손의 규모가 축소된다면, DPS 상향될 여지가 있는 것으로 판단된다(목표 배당성향 40%). 또한, 가공식품은 최근 Cost Push 영향으로 가격 인상이 늘어나고 있는데, 상대적으로 소비자 저항이 크지 않다는 점을 감안한다면, 가격 인상 강도에 따라 내년도 편의점 매출 전망치가 제고될 수 있다.

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**2,120.4**	**2,426.8**	**2,515.2**	**2,401.9**	**2,196.4**	**2,458.4**	**2,627.1**	**2,457.6**	**9,061.2**	**9,464.3**	**9,739.6**
(YoY)	5.2%	6.0%	2.2%	4.8%	3.6%	1.3%	4.5%	2.3%	4.2%	4.4%	2.9%
별도기준	2,069.8	2,372.7	2,455.0	2,348.3	2,145.8	2,404.3	2,566.9	2,404.0	8,858.1	9,245.7	9,521.1
(YoY)	4.8%	6.0%	2.0%	4.9%	3.7%	1.3%	4.6%	2.4%	3.1%	4.4%	3.0%
매출총이익	**391.2**	**463.7**	**483.2**	**445.3**	**408.2**	**474.2**	**504.3**	**459.0**	**1,687.0**	**1,783.5**	**1,845.7**
(GPM)	18.4%	19.1%	19.2%	18.5%	18.6%	19.3%	19.2%	18.7%	18.6%	18.8%	18.9%
별도기준	375.2	447.2	459.0	428.3	391.7	457.2	479.6	441.5	1,616.6	1,709.8	1,770.0
(GPM)	18.1%	18.8%	18.7%	18.2%	18.3%	19.0%	18.7%	18.4%	18.2%	18.5%	18.6%
판관비	**353.1**	**378.9**	**382.4**	**371.0**	**361.4**	**379.8**	**390.0**	**379.1**	**1,433.1**	**1,485.4**	**1,510.2**
(YoY)	1.8%	5.3%	4.3%	3.2%	2.3%	0.2%	2.0%	2.2%	4.3%	3.6%	1.7%
(판관비율)	16.7%	15.6%	15.2%	15.4%	16.5%	15.4%	14.8%	15.4%	15.8%	15.7%	15.5%
별도기준	341.2	366.5	371.8	363.7	350.5	374.4	382.4	372.4	1,394.6	1,443.3	1,479.6
(YoY)	3.0%	4.6%	3.1%	3.2%	2.7%	2.1%	2.8%	2.4%	3.4%	3.5%	2.5%
(판관비율)	16.5%	15.4%	15.1%	15.5%	16.3%	15.6%	14.9%	15.5%	15.7%	15.6%	15.5%
영업이익	**38.1**	**84.9**	**100.8**	**74.3**	**46.8**	**94.4**	**114.3**	**79.8**	**253.9**	**298.1**	**335.4**
(YoY)	68.4%	22.2%	3.2%	15.6%	22.8%	11.3%	13.4%	7.4%	0.9%	17.4%	12.5%
(OPM)	1.8%	3.5%	4.0%	3.1%	2.1%	3.8%	4.4%	3.2%	2.8%	3.1%	3.4%
별도기준	34.0	80.7	87.2	64.6	41.2	82.8	97.2	69.1	222.0	266.5	290.4
(YoY)	46.7%	34.0%	4.4%	17.4%	21.2%	2.6%	11.5%	7.0%	-3.7%	20.1%	8.9%
(OPM)	1.6%	3.4%	3.6%	2.8%	1.9%	3.4%	3.8%	2.9%	2.5%	2.9%	3.0%
세전이익	38.3	74.8	95.3	73.8	46.2	93.9	113.8	79.3	247.2	282.3	333.2
순이익	29.3	56.8	74.2	56.8	35.6	72.2	87.5	61.0	195.3	217.1	256.2
(지배)순이익	**29.3**	**56.8**	**74.2**	**56.8**	**35.6**	**72.2**	**87.5**	**61.0**	**195.3**	**217.1**	**256.2**
(YoY)	119.2%	7.6%	-6.4%	14.1%	21.4%	27.0%	17.9%	7.3%	0.0%	11.2%	18.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**2,855**	**3,175**	**3,314**	**3,162**	**2,952**	**3,220**	**3,384**	**3,227**	**11,969**	**12,507**	**12,782**
(YoY)	3.4%	6.7%	3.4%	4.5%	3.4%	1.4%	2.1%	2.0%	2.9%	4.5%	2.2%
편의점	2,086	2,384	2,474	2,340	2,151	2,404	2,552	2,384	8,940	9,285	9,493
(YoY)	3.7%	7.1%	1.1%	3.9%	3.1%	0.8%	3.2%	1.9%	3.2%	3.9%	2.2%
수퍼	453	470	528	479	486	495	533	505	1,743	1,930	2,018
(YoY)	9.0%	10.1%	14.9%	8.8%	7.1%	5.3%	0.9%	5.3%	8.4%	10.8%	4.6%
홈쇼핑	262	268	253	289	262	268	239	283	1,049	1,072	1,053
(YoY)	1.6%	0.9%	2.3%	3.9%	-0.1%	0.0%	-5.5%	-2.0%	-0.3%	2.2%	-1.8%
공통 및 기타	53	53	59	54	53	53	59	54	238	219	219
영업이익	**58**	**109**	**132**	**72**	**64**	**111**	**134**	**78**	**289**	**371**	**388**
(YoY)	50.7%	27.5%	18.9%	34.4%	10.5%	1.9%	1.5%	8.4%	20.9%	28.6%	4.4%
(OPM)	2.0%	3.4%	4.0%	2.3%	2.2%	3.5%	4.0%	2.4%	2.4%	3.0%	3.0%
편의점	21	71	78	29	25	71	90	32	186	200	218
(YoY)	23.8%	21.0%	-8.1%	18.2%	17.1%	-0.2%	14.8%	8.0%	-4.4%	7.6%	8.7%
(OPM)	1.0%	3.0%	3.2%	1.3%	1.2%	3.0%	3.5%	1.3%	2.1%	2.2%	2.3%
수퍼	12	9	24	11	14	11	20	12	27	56	57
(OPM)	2.7%	2.0%	4.5%	2.2%	2.9%	2.2%	3.8%	2.5%	1.6%	2.9%	2.8%
홈쇼핑	30	27	24	34	29	26	17	34	93	114	106
(OPM)	11.3%	10.0%	9.6%	11.6%	11.0%	9.6%	7.1%	12.0%	8.9%	10.7%	10.0%
공통 및 기타	-5	2	6	-2	-3	4	7	-1	-17	1	7
세전이익	59	91	69	20	43	90	113	56	58	239	301
순이익	43	65	50	14	32	68	85	43	25	171	228
(지배)순이익	**43**	**65**	**50**	**16**	**34**	**70**	**87**	**45**	**18**	**175**	**236**
(YoY)	540%	327%	-46.7%	흑전	-20.1%	7.6%	73.3%	175%	599%	881%	35.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 현대백화점/신세계

현대백화점의 3분기 연결기준 영업이익은 946억원(+30% YoY)으로 시장 기대치를 상회하였다. 자회사 지누스의 매출 회복과 영업적자 축소가 예상 보다 강하게 나타났기 때문이다. 다만, 원화 강세로 자회사 지누스에서 외환평가손실(약 250억원) 등이 반영되면서, 순이익은 시장 기대치를 하회하였다.

백화점의 영업이익은 YoY +248억원 증가하였으나, 감가상각비 감소 영향을 제외한다면, 기존점 매출 성장(+8%)에 따른 영업이익 증가효과는 188억원 수준(+21% YoY)으로 추산된다. 3분기는 자산효과 악화로 기존점 성장률이 2분기 대비 둔화되었고, 외국인 매출 성장률도 원화 강세로 둔화되는 흐름(8월 +60% -> 9월 +30% -> 10월 +20%)이다. **면세점**은 원화 강세에 따른 원가율 상승으로 영업이익이 QoQ 30억원 감소하였으나, 환율 변동성 축소로 4분기에는 수익성이 반등할 전망이다. **지누스**는 매출 회복 및 사업 구조 재편으로 인해, 관세환급 효과 제외 기준으로 영업적자가 QoQ 282억원 축소되었다.

동사는 자회사 지누스에 대해 관세환급금 170억원을 포함하여, 4분기 영업이익 가이던스로 BEP를 제시하였다. 지누스는 미국 공장 매각과 창고 효율화 등에 힘입어, BEP 매출 레벨이 과거 대비 낮아질 것으로 기대된다.

한편, 최근 국내 주식시장 하락에 따른 자산효과 악화 영향을 반영하여, **4분기 백화점 기존점 성장률 전망치를 7%에서 4%로 하향 조정**하였다. 해당 자산효과 악화가 내수 소비심리 개선을 억제할 수 있으나, 여전히 내년 1분기 대규모 소득효과에 대한 기대는 남아 있다. 특히, 소득효과가 특정 시기에 집중될 수 있기 때문에, 중기적으로 백화점 성장률 전망치가 반등할 수 있다.

신세계의 3분기 연결기준 영업이익은 1,643억원(+65% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. **백화점**의 영업이익은 YoY +197억원 증가하였으나, 감가상각비 증가 영향을 제외한다면, 기존점 매출 성장(+15.6%)에 따른 영업이익 증가효과는 281억원 수준(+33% YoY)으로 추산된다. **면세점**은 전분기 대비 영업이익이 -80억원 감소하였는데, 급격한 환율 하락에 따른 원가 부담 상승으로 이익이 감소한 것으로 추산된다. **SI(신세계인터내셔날)**는 해외패션/코스메틱 고신장, **신세계센트럴**은 호텔 업황 호조(ADR 상승)와 강남점 임대료 증가 등에 힘입어, 영업이익이 YoY 증가하였다.

동사는 3분기 실적발표와 함께, 분기 주당배당금을 2,600원으로 전분기 대비 2배 수준으로 상향하였고, 총 발행주식 수의 3.6% 수준의 기보유 자사주를 소각하겠다고 공시하였다. 이러한 주주환원정책 강화는 중장기적으로 동사의 밸류에이션 레벨에 긍정적으로 작용할 것으로 전망된다.

다만, 최근 국내 주식시장 하락에 따른 자산효과 악화 영향을 반영하여, **4분기 백화점 기존점 성장률 전망치를 8.5%에서 5%로 하향 조정**하였다. 11월부터 본점 리뉴얼에 따른 기저효과가 축소되면서, 경쟁사 대비 기존점 성장률 아웃퍼폼 폭이 축소될 수 있다. 해당 자산효과 악화가 내수 소비심리 개선을 억제할 수 있으나, 여전히 내년 1분기 대규모 소득효과에 대한 기대는 남아 있다. 특히, 소득효과가 특정 시기에 집중될 수 있기 때문에, 중기적으로 백화점 성장률 전망치가 반등할 수 있다.

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
총매출액	**2,306**	**2,503**	**2,568**	**2,793**	**2,640**	**2,628**	**2,631**	**2,865**	**9,871**	**10,169**	**10,764**
(YoY)	-9.7%	1.2%	10.7%	10.7%	14.5%	5.0%	2.5%	2.6%	-1.9%	3.0%	5.9%
순매출액	**950**	**1,068**	**1,172**	**1,228**	**1,163**	**1,182**	**1,178**	**1,266**	**4,230**	**4,418**	**4,789**
(YoY)	-13.5%	-1.1%	16.0%	17.8%	22.4%	10.7%	0.5%	3.1%	1.0%	4.4%	8.4%
백화점	633	644	615	704	658	652	635	723	2,438	2,595	2,667
(YoY)	7.4%	9.1%	6.5%	3.3%	4.0%	1.2%	3.3%	2.6%	0.1%	6.5%	2.8%
(기존점 성장률)	10.0%	17.0%	8.3%	4.0%	5.0%	1.0%	4.0%	3.0%	3.3%	9.6%	3.2%
면세점	214	310	367	357	356	383	358	373	1,014	1,248	1,470
(YoY)	-27.2%	5.8%	64.8%	74.8%	66.8%	23.3%	-2.4%	4.4%	4.3%	23.1%	17.8%
지누스	140	148	225	202	185	181	216	207	913	715	789
(YoY)	-44.2%	-35.7%	-6.8%	5.4%	32.2%	22.9%	-4.0%	2.2%	-0.8%	-21.7%	10.4%
기타 및 조정	-36	-34	-34	-37	-36	-34	-31	-37	-135	-140	-137
영업이익	**99**	**79**	**95**	**145**	**125**	**85**	**102**	**137**	**378**	**418**	**449**
(YoY)	-12.2%	-8.7%	30.1%	36.9%	26.7%	7.1%	8.0%	-5.4%	33.1%	10.5%	7.6%
(OPM)	4.3%	3.2%	3.7%	5.2%	4.7%	3.2%	3.9%	4.8%	3.8%	4.1%	4.2%
백화점	136	110	114	150	146	103	118	153	393	510	520
(OPM)	7.4%	6.0%	6.4%	7.4%	7.7%	5.6%	6.4%	7.4%	5.5%	6.8%	6.8%
면세점	3	6	3	5	5	8	6	8	0	18	27
(OPM)	0.9%	1.2%	0.6%	0.9%	0.9%	1.3%	1.1%	1.4%	0.0%	0.9%	1.2%
지누스	-30	-27	-12	0	-16	-16	-12	-14	25	-69	-58
(OPM)	-18.5%	-14.5%	-4.4%	0.0%	-6.9%	-7.0%	-4.6%	-5.4%	2.5%	-7.9%	-5.9%
기타 및 조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	99	78	68	140	122	82	99	134	123	384	439
순이익	65	61	31	106	90	59	73	99	142	263	320
(지배)순이익	**68**	**69**	**51**	**97**	**90**	**66**	**70**	**97**	**208**	**285**	**322**
(YoY)	0.5%	52.4%	12.2%	96.0%	31.4%	-4.2%	38.5%	-0.3%	흑전	37.0%	13.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
총매출액	**3,214**	**3,141**	**2,903**	**3,490**	**3,222**	**3,153**	**2,997**	**3,589**	**12,008**	**12,749**	**12,962**
(YoY)	11.7%	8.5%	3.2%	2.0%	0.2%	0.4%	3.2%	2.9%	4.4%	6.2%	1.7%
백화점	2,026	2,017	1,857	2,218	2,097	2,057	1,912	2,274	7,404	8,117	8,340
(YoY)	13.0%	15.5%	8.5%	3.0%	3.5%	2.0%	3.0%	2.5%	2.2%	9.6%	2.7%
(기존점 성장률)	22.0%	27.0%	15.6%	5.0%	6.0%	3.0%	5.0%	4.0%	6.5%	16.8%	4.5%
신세계 DF	677	623	545	586	586	578	561	602	2,631	2,431	2,326
(YoY)	6.3%	-9.0%	-12.3%	-14.9%	-13.4%	-7.3%	2.8%	2.8%	13.1%	-7.6%	-4.3%
순매출액	**1,847**	**1,780**	**1,656**	**1,966**	**1,812**	**1,765**	**1,730**	**2,028**	**6,929**	**7,250**	**7,335**
(YoY)	10.9%	5.1%	1.2%	1.7%	-1.9%	-0.9%	4.5%	3.2%	5.5%	4.6%	1.2%
백화점	738	739	694	787	763	753	715	807	2,668	2,957	3,039
(YoY)	12.5%	18.1%	11.4%	3.0%	3.5%	2.0%	3.0%	2.5%	1.0%	10.9%	2.7%
신세계인터	296	292	300	390	316	300	314	409	1,110	1,277	1,340
(YoY)	15.7%	15.1%	16.6%	13.2%	7.0%	3.0%	5.0%	5.0%	-15.2%	15.0%	5.0%
신세계 DF	590	543	451	501	501	496	481	516	2,305	2,084	1,994
(YoY)	5.0%	-10.3%	-16.3%	-16.4%	-15.0%	-8.6%	6.7%	2.9%	14.9%	-9.6%	-4.4%
영업이익	**198**	**167**	**164**	**232**	**229**	**161**	**175**	**239**	**480**	**761**	**805**
(YoY)	49.5%	121.8%	64.7%	34.2%	16.0%	-3.7%	6.6%	3.4%	0.6%	58.5%	5.8%
(OPM)	6.2%	5.3%	5.7%	6.6%	7.1%	5.1%	5.8%	6.7%	4.0%	6.0%	6.2%
백화점	141	109	104	152	150	105	110	156	406	505	520
(YoY)	30.7%	53.5%	23.5%	6.0%	6.2%	-3.4%	5.8%	2.6%	0.4%	24.5%	3.0%
(OPM)	7.0%	5.4%	5.6%	6.8%	7.1%	5.1%	5.7%	6.9%	5.5%	6.2%	6.2%
신세계인터	15	7	5	15	17	8	6	17	-11	42	48
(OPM)	5.0%	2.4%	1.7%	3.8%	5.5%	2.7%	1.9%	4.2%	-1.0%	3.3%	3.6%
신세계 DF	11	33.3	25.3	29	29	29	28	30	-7	98	116
(OPM)	1.6%	5.3%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	-0.3%	4.0%	5.0%
센트럴시티	26	15	31	31	28	16	32	32	89	103	108
신세계까사	1	2	1	1	1	2	1	1	-5	6	6
라이브쇼핑	7	5	3	6	7	5	3	6	20	22	22
기타 및 조정	-3	-4	-5	-2	-3	-4	-5	-2	-11	-15	-15
세전이익	185	141	197	198	195	123	144	210	132	720	672
순이익	145	107	119	150	147	93	109	159	65	521	510
(지배)순이익	**120**	**90**	**95**	**137**	**123**	**76**	**85**	**145**	**14**	**442**	**429**
(YoY)	108.9%	흑전	169.4%	흑전	2.3%	-15.6%	-10.4%	5.9%	-87.1%	3071%	-3.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 롯데쇼핑/이마트

롯데쇼핑의 3분기 연결기준 영업이익은 1,756억원(+35% YoY)으로 낮아진 시장 컨센서스에 부합하였다. **국내 백화점** 영업이익은 YoY +262억원 증가하였는데, 감가상각비 증가와 전년동기 일회성 비용을 제외한 기존점 매출 성장(+11%)에 따른 이익 증가효과는 208억원 수준(+24% YoY)으로 추산된다. **국내 할인점**은 기존점 매출이 +18% 증가하였으나, e그로서리 적자 확대 영향으로 인해, 영업이익 개선폭이 158억원에 불과하였다. 한편, **컬처웍스**는 외화 흥행(오디세이, 스파이더맨 등)에 따른 관람객 증가로 인해, 영업이익이 YoY +64억원 증가하였다.

동사의 4분기 연결기준 영업이익은 2,115억원(-7% YoY)으로 전망된다. 국내 백화점과 할인점 기존점 매출 증가에도 불구하고, 희망퇴직 관련 일회성 인건비 증가 부담과 부산 온라인 물류센터(e그로서리) 관련 비용 확대를 감안하여, 전체적으로 보수적인 접근이 필요할 것으로 판단된다.

당사는 최근 국내 주식시장 하락에 따른 자산효과 악화 영향을 반영하여, **4분기 백화점 기존점 성장률 전망치를 7.5%에서 4%로 하향 조정**하였다. 해당 자산효과 악화가 내수 소비심리 개선을 억제할 수 있으나, 여전히 내년 1분기 대규모 소득효과에 대한 기대는 남아 있다. 특히, 소득효과가 특정 시기에 집중될 수 있기 때문에, 중기적으로 백화점 성장률 전망치가 반등할 수 있다.

이마트의 3분기 연결기준 영업이익은 461억원(-70% YoY)으로 시장 기대치를 크게 하회하였다. 별도기준 실적은 당사 기대치에 부합하였으나, SCK컴퍼니, 신세계건설 등 자회사의 영업이익이 당사 기대치를 크게 하회하였다. **별도기준** 총매출액은 YoY +11% 증가하였고, 영업이익률은 YoY +0.8%p 개선되었다. 전년동기 소비쿠폰 사용처 제외에 따른 기저효과와 추석 시점 차이 영향, 홈플러스 구조조정에 따른 반사수혜 등에 힘입어, 할인점과 트레이더스의 기존점 매출이 각각 YoY +11%, +13% 성장한 덕분이다. 하지만, 자회사 **SCK컴퍼니**는 탱크데이 이슈 이후 매출 회복이 지연되면서, 매출액이 YoY -16% 감소하였고, 영업이익률은 -6.7%로 크게 악화되었다. **신세계건설**은 부산 명지/구리 갈매 지역 아파트 할인 분양에 따른 대손충당금 증가 영향으로 영업적자 989억원을 기록하였다.

동사의 4분기 연결기준 영업이익은 405억원으로 전망된다. 별도기준 영업이익은 할인점/트레이더스의 기존점 매출 증가와 전년동기 일회성 비용(장기종업원급여충당금) 반영에 따른 기저효과 등에 힘입어, 전년동기 대비 크게 개선될 것으로 전망된다(514억원). 다만, SCK컴퍼니의 매출 회복이 지연되고 있고, 아파트 할인 분양에 따른 신세계건설의 영업적자가 지속될 것으로 전망되기 때문에, 연결기준 영업이익은 별도기준 대비 소폭 부진할 전망이다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
총매출액	**5,156**	**5,023**	**5,060**	**5,238**	**5,233**	**5,078**	**5,129**	**5,303**	**19,582**	**20,476**	**20,743**
(YoY)	5.4%	5.6%	6.3%	1.3%	1.5%	1.1%	1.4%	1.3%	-1.2%	4.6%	1.3%
순매출액	**3,582**	**3,485**	**3,653**	**3,566**	**3,665**	**3,527**	**3,700**	**3,612**	**13,738**	**14,286**	**14,504**
(YoY)	3.6%	4.0%	7.1%	1.3%	2.3%	1.2%	1.3%	1.3%	-1.8%	4.0%	1.5%
백화점	872	891	808	975	901	907	829	995	3,339	3,546	3,632
(YoY)	8.2%	9.2%	5.7%	2.3%	3.3%	1.7%	2.6%	2.1%	0.6%	6.2%	2.4%
국내	837	856	773	935	863	868	792	954	3,213	3,401	3,478
(YoY)	7.9%	8.8%	5.3%	2.0%	3.1%	1.5%	2.5%	2.0%	0.3%	5.9%	2.3%
(기존점 성장률)	13.0%	15.0%	11.0%	4.0%	5.0%	2.0%	4.0%	3.0%	3.2%	10.5%	3.5%
해외	36	36	35	39	38	38	37	41	127	145	154
할인점	1,526	1,330	1,463	1,391	1,593	1,370	1,485	1,414	5,471	5,709	5,862
(YoY)	2.6%	2.6%	9.7%	2.7%	4.4%	3.1%	1.5%	1.6%	-1.9%	4.3%	2.7%
국내	1,041	979	1,150	1,001	1,093	1,008	1,162	1,011	3,925	4,170	4,273
(YoY)	2.2%	3.5%	16.2%	3.0%	5.0%	3.0%	1.0%	1.0%	-3.8%	6.2%	2.5%
(기존점 성장률)	1.0%	1.0%	18.0%	3.0%	5.0%	3.0%	1.0%	1.0%	-3.5%	5.7%	2.4%
해외	485	351	312	391	500	362	324	404	1,546	1,539	1,589
영업이익	**253**	**90**	**176**	**212**	**265**	**90**	**184**	**212**	**547**	**730**	**751**
(YoY)	70.6%	121.2%	34.5%	-7.1%	4.8%	0.6%	4.7%	0.2%	15.6%	33.4%	2.9%
(OPM)	7.1%	2.6%	4.8%	5.9%	7.2%	2.6%	5.0%	5.9%	4.0%	5.1%	5.2%
백화점	191	120	113	227	212	105	120	227	504	651	665
(YoY)	47.1%	84.2%	35.7%	0.3%	11.1%	-12.7%	6.6%	0.3%	26.1%	29.0%	2.2%
(OPM)	22.8%	14.0%	14.6%	24.2%	24.6%	12.0%	15.2%	23.8%	15.1%	18.3%	18.3%
국내	184	112	106	220	204	96	112	220	491	622	632
해외	8	7	7	7	9	8	8	8	13	29	33
할인점	34	-38	22	-17	30	-41	24	-15	-7	0	-2
(OPM)	2.2%	-2.8%	1.5%	-1.2%	1.9%	-3.0%	1.6%	-1.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
국내	9	-42	18	-23	6	-46	20	-22	-57	-39	-42
해외	25	4	4	6	24	5	4	6	50	39	39
이커머스	-6	-7	-7	-1	-4	-4	-6	-1	-29	-22	-16
슈퍼	2	-2	6	-3	2	-2	5	-3	8	4	2
하이마트	-15	1	6	-11	-14	1	5	-12	10	-20	-20
홈쇼핑	26	20	13	10	27	21	12	9	45	69	69
컬처웍스	8	-14	15	-8	0	1	15	-8	-11	1	7
기타 및 조정	12	10	9	15	12	10	9	15	27	47	47
세전이익	180	19	163	119	193	51	107	188	83	482	538
순이익	144	15	142	90	146	38	81	143	74	391	408
(지배)순이익	**128**	**-3**	**131**	**87**	**137**	**28**	**73**	**140**	**52**	**344**	**378**
(YoY)	691.8%	적지	흑전	-22.7%	7.0%	흑전	-44.6%	61.0%	흑전	566.5%	9.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
총매출액											
별도기준	4,715	4,443	5,104	4,602	4,963	4,583	5,226	4,713	17,966	18,864	19,486
(YoY)	1.9%	3.5%	11.1%	3.3%	5.3%	3.2%	2.4%	2.4%	5.9%	5.0%	3.3%
할인점	3,033	2,792	3,263	2,913	3,154	2,848	3,295	2,942	11,653	12,001	12,239
(YoY)	-0.3%	0.8%	9.8%	1.5%	4.0%	2.0%	1.0%	1.0%	-0.1%	3.0%	2.0%
(기존점 성장률)	2.0%	3.8%	10.6%	1.5%	4.0%	2.0%	1.0%	1.0%	-1.3%	4.5%	2.0%
트레이더스	1,060	993	1,167	1,049	1,145	1,052	1,231	1,106	3,852	4,268	4,534
(YoY)	9.7%	10.3%	16.6%	6.5%	8.0%	6.0%	5.5%	5.5%	8.5%	10.8%	6.2%
(기존점 성장률)	3.1%	4.7%	13.3%	1.5%	5.0%	3.0%	2.5%	2.5%	1.7%	5.7%	3.2%
전문점	258	269	275	257	271	274	281	262	1,018	1,059	1,088
에브리데이	365	389	400	383	394	409	419	402	1,442	1,536	1,624
순매출액	**7,123**	**6,915**	**7,492**	**7,316**	**7,346**	**7,121**	**7,757**	**7,515**	**28,970**	**28,846**	**29,739**
(YoY)	-1.3%	-1.8%	1.2%	0.1%	3.1%	3.0%	3.5%	2.7%	-0.2%	-0.4%	3.1%
별도기준	4,389	4,114	4,747	4,261	4,620	4,244	4,861	4,363	16,629	17,511	18,089
SCK 컴퍼니	818	747	679	822	785	815	801	880	3,238	3,066	3,281
(YoY)	7.4%	-6.1%	-16.2%	-5.5%	-4.0%	9.0%	18.0%	7.0%	4.4%	-5.3%	7.0%
영업이익	**178**	**-43**	**46**	**40**	**160**	**2**	**149**	**81**	**323**	**222**	**392**
(YoY)	11.9%	적전	-69.6%	흑전	-10.2%	흑전	222.3%	99.7%	584.8%	-31.2%	76.6%
(OPM)	2.5%	-0.6%	0.6%	0.6%	2.2%	0.0%	1.9%	1.1%	1.1%	0.8%	1.3%
별도기준	146	26	166	51	168	37	173	59	277	389	438
(OPM)	3.1%	0.6%	3.3%	1.1%	3.4%	0.8%	3.3%	1.3%	1.5%	2.1%	2.2%
할인점	80	-27	91	12	93	-21	93	14	87	156	179
(OPM)	2.6%	-1.0%	2.8%	0.4%	2.9%	-0.7%	2.8%	0.5%	0.7%	1.3%	1.5%
트레이더스	48	35	55	25	53	38	58	28	130	162	177
(OPM)	4.5%	3.5%	4.7%	2.4%	4.6%	3.6%	4.7%	2.5%	3.4%	3.8%	3.9%
전문점	10	10	9	5	11	11	10	6	31	34	39
에브리데이	8	8	11	10	11	9	12	11	27	37	43
SSG.COM	-22	-30	-26	-25	-21	-29	-26	-24	-118	-102	-99
SCK 컴퍼니	29	-18	-45	-18	-8	7	27	11	173	-53	37
(OPM)	3.6%	-2.5%	-6.7%	-2.2%	-1.0%	0.9%	3.4%	1.2%	5.3%	-1.7%	1.1%
PPA 상각비	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-62	-62	-62
기타 및 조정	40	-5	-33	47	37	2	-11	50	136	50	78
이마트 24	-11	-2	-3	-11	-10	-2	-3	-10	-46	-27	-25
프라퍼티	27	2	30	43	27	2	30	43	174	102	102
PK Retail Holdings	7	20	14	14	7	20	14	14	55	54	56
신세계푸드	3	6	4	-4	3	6	4	-4	25	9	9
조선호텔&리조트	4	10	23	23	4	10	23	24	53	60	61
신세계건설	9	-60	-99	-35	4	-55	-79	-35	-198	-185	-165
기타	1	20	-1	17	2	21	0	18	73	36	40
세전이익	116	-145	53	-79	107	-104	35	-33	376	-55	5
순이익	79	-137	1	-29	64	-90	17	38	246	-86	29
(지배)순이익	**60**	**-156**	**-1**	**-34**	**51**	**-104**	**-3**	**25**	**136**	**-132**	**-31**
(YoY)	-15.5%	적지	적전	적지	-14.9%	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

II. 음식료: 마진 스프레드와 주주환원 확대

>>> 우호적으로 변화하는 매크로 환경

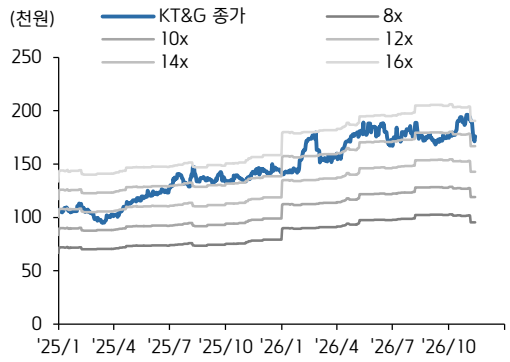
1) 가공식품 CPI 상승률 확대

2026년은 상반기에 국내 주식 시장 강세에 따른 자산효과 확대가 나타나면서, 소비경기 민감도가 높은 업종들에 대한 관심도가 높았었다. 이에 따라, 유통 업종에서는 백화점 업체들의 밸류에이션 상승이 강했고, 할인점과 편의점 업체들은 상대적으로 약한 모습을 보였었다. 소비경기 민감도가 낮은 음식료 업종도 예외는 아니었다. 주주환원 강화가 돋보였던 KT&G의 주가가 상대적으로 선방했으나, 실적 모멘텀이 좋았던 삼양식품은 밸류에이션 변동성 확대로 주가의 등락이 결정되었다.

하지만, 2027년은 2026년과 다른 환경이 예상된다. **유가 상승으로 원부재료비와 물류비 상승 부담이 확대되면서, 식품 업체들은 26년 하반기부터 가격 인상을 확대하고 있고, 금리와 물가 상승 부담으로 가계 구매력은 점차 약해질 가능성이 높다.** 특히, 올해 상반기에 밀가루/설탕/전분당 등의 가격 인하가 진행되면서, 주요 소재식품 업체들의 수익성이 크게 약해진 상황이기 때문에, **내년 초에는 소재식품 업체들의 가격 인상에 따른 가공식품 업체들의 2차 가격 인상이 이어질 가능성에 주목**할 필요가 있다.

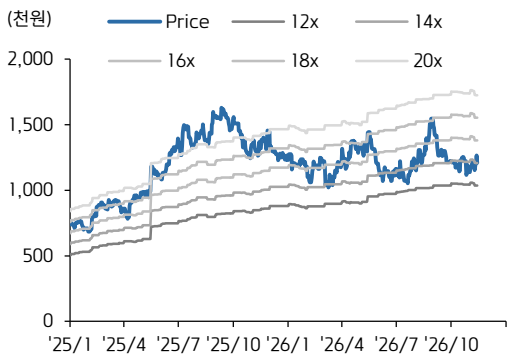
만약, 올해말~내년초에 남반구 작황이 악화된다면, 내년에 가공식품 업체들의 가격 인상 폭이 추가로 확대될 수 있다. 현재 시장에서는 ONI 지수의 가파른 상승으로 글로벌 곡물 작황에 대한 우려가 큰 상황이다. 최근 유가 상승세가 둔화되고 있는 점은 다행스러운 부분이나, 남반구 작황 부진은 곡물가격에 추가 상승 압력으로 작용할 수 있다.

KT&G FW12M PER 밴드 추이



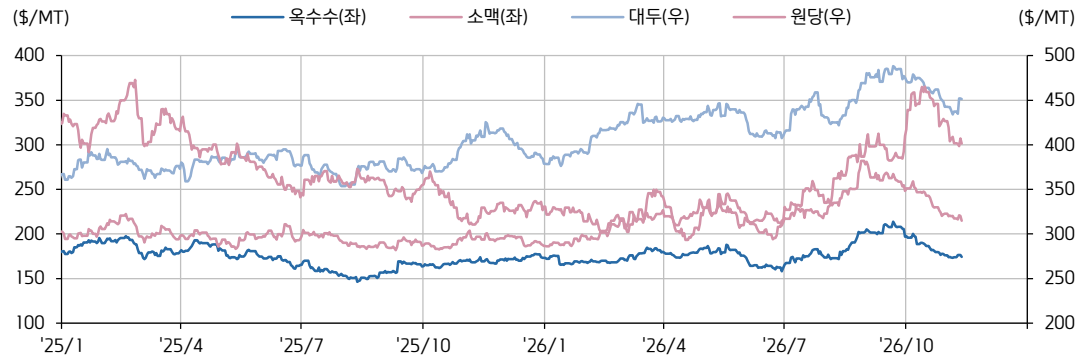
자료: 에프앤가이드

삼양식품 FW12M PER 밴드 추이



자료: 에프앤가이드

국제 곡물가격 추이



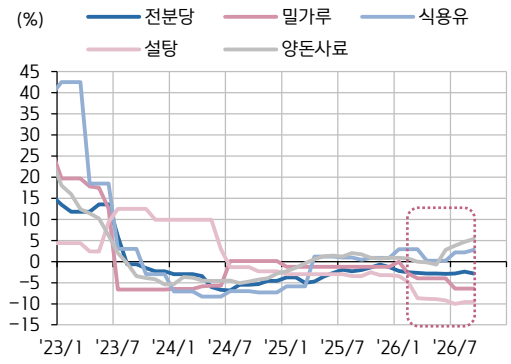
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

분기 평균 환율/원자재 가격 추이 및 가정

구분	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
환율(원/달러)	1,462	1,501	1,423	1,340	1,332	1,332	1,332	1,332
(YoY)	1%	7%	3%	-7%	-9%	-11%	-6%	-1%
환율(원/위안)	211	221	211	200	200	200	200	200
(YoY)	6%	14%	9%	-2%	-5%	-9%	-5%	0%
옥수수($/Ton)	173	174	188	183	175	175	175	175
(YoY)	-7%	-2%	19%	8%	2%	1%	-7%	-4%
소맥($/Ton)	204	223	250	234	218	218	218	218
(YoY)	0%	13%	30%	22%	7%	-2%	-13%	-7%
대두($/Ton)	410	427	453	458	453	453	453	453
(YoY)	9%	11%	22%	16%	10%	6%	-0%	-1%
원당($/Ton)	322	314	363	434	406	406	406	406
(YoY)	-25%	-18%	2%	31%	26%	29%	12%	-7%

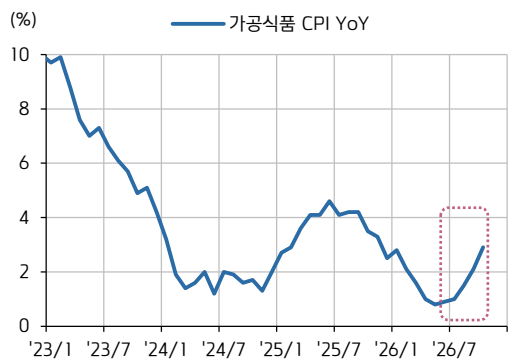
자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 1) 4Q26E 수치는 '26. 10. 1 ~ 11. 13 평균 시세 기준. 1Q27E 이후 수치는 '26. 11. 13 시세 기준.

소재식품 PPI YoY 증감률 추이



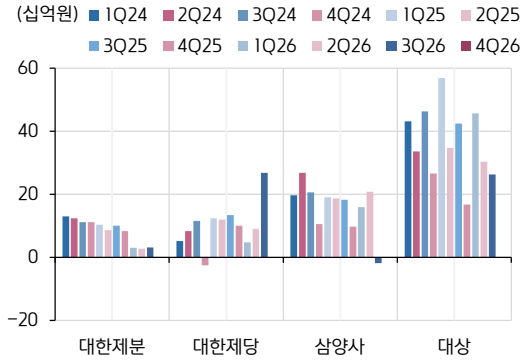
자료: 통계청

가공식품 CPI YoY 증감률 추이



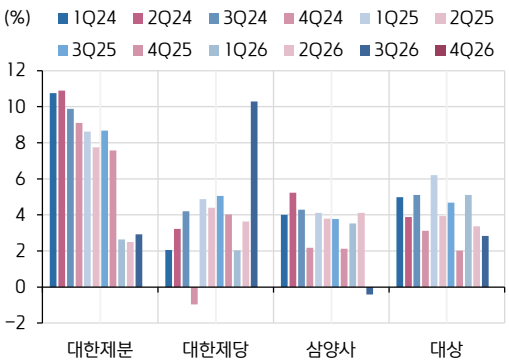
자료: 통계청

소재식품 업체 영업이익 추이(별도기준)



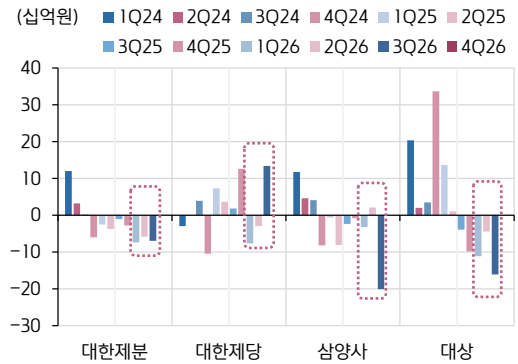
자료: 에프앤가이드, 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) 대한제당: 설탕+축산+사료, 삼양사: 4대 소재+화학,
대상: 가공식품+전분당+라이신

소재식품 업체 OPM 추이(별도기준)



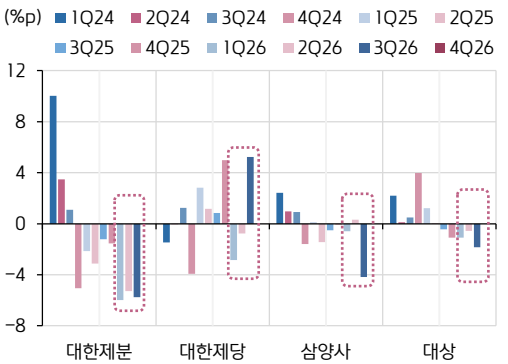
자료: 에프앤가이드, 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) 대한제당: 설탕+축산+사료, 삼양사: 4대 소재+화학,
대상: 가공식품+전분당+라이신

소재식품 업체 영업이익 YoY 추이(별도기준)



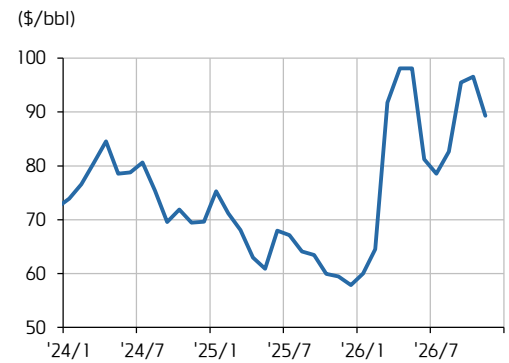
자료: 에프앤가이드, 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) 대한제당: 설탕+축산+사료, 삼양사: 4대 소재+화학,
대상: 가공식품+전분당+라이신

소재식품 업체 OPM YoY 추이(별도기준)



자료: 에프앤가이드, 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) 대한제당: 설탕+축산+사료, 삼양사: 4대 소재+화학,
대상: 가공식품+전분당+라이신

월평균 WTI 시세 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치('26. 11. 13 기준)

주간 ONI 지수 추이



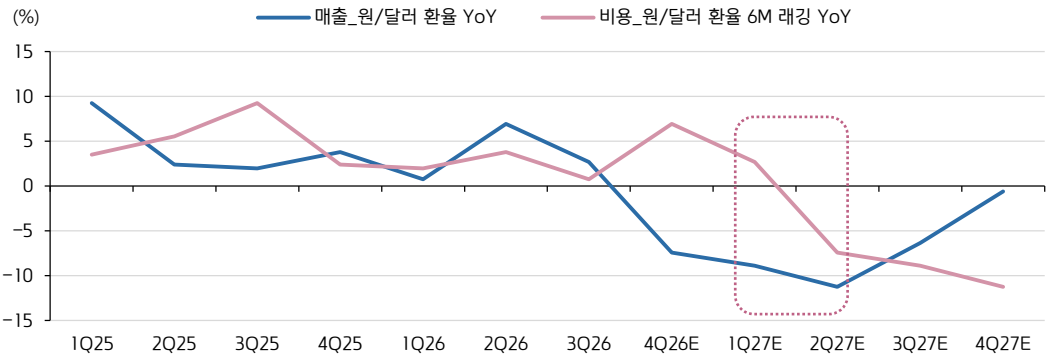
자료: Bloomberg

2) 원화 강세, 더 이상 부정적이라고 보기 어려울 것

전통적으로 원화 강세는 국내 사업 비중이 크고, 원부재료의 수입 의존도가 높은 음식료 업체들에게 긍정적으로 작용했었다. 하지만, 음식료 업종 내 시가총액 상위 3社(KT&G, 삼양식품, 오리온)는 모두 해외 매출과 이익 비중이 높은 편이어서, 원화 강세가 실적 추정치 하향 요인으로 작동하고 있다.

그렇다면, 최근의 원화 강세는 계속해서 업종 실적 전망에 부정적으로 작용할까? **당사는 환율이 여기서 추가적으로 급락하는 것이 아니라면, 오히려 실적 전망치에 긍정적으로 작용할 것으로 전망**된다. **첫째, 대형 3社인 KT&G, 삼양식품, 오리온은 모두 높은 가격 전가력을 보유하고 있다.** 이미 전반적인 비용 상승 부담이 큰 상황에서, 원화 강세로 수익성이 악화된다면, 가격 인상으로 수익성 방어에 나설 가능성이 높다. **둘째, 원재료 매입단가와 투입단가의 시점 차이를 감안한다면, 시장 컨센서스에 긍정적 변수가 덜 반영되었을 가능성이 높다.** 원화 강세는 수출과 해외법인의 매출에 바로 반영되어 3Q26부터 실적 추정치 하향의 원인으로 작용했지만, 원재료 투입단가에는 평균 6개월 정도의 시차를 두고 반영된다. 원화 강세가 3Q26부터 본격화된 점을 감안한다면, 원가율 개선은 1Q27부터 나타날 가능성이 높은 셈이다. 따라서, 내년 상반기에는 현재의 원화 강세가 시장 컨센서스에 긍정적으로 작용할 여지가 있다.

원/달러 환율 YoY 증감률 반영 시점 비교: 매출 vs 비용



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 1) 4Q26E 수치는 '26. 10. 1 ~ 11. 13 평균 시세 기준. 1Q27E 이후 수치는 '26. 11. 13 시세 기준.

>>> K-라면 고성장과 주주환원확대를 주목

1) 대형 3社 모멘텀의 가시성이 여전히 높으나, 중소형주의 개별 모멘텀도 주목

주요 음식료 업체들의 27년 기업 고유 모멘텀은 26년과 마찬가지로 글로벌 매출 성장과 주주환원확대가 핵심이 될 것으로 전망된다. 특히, 글로벌 매출 비중과 성장률, 그리고 높은 수익성 레벨을 감안한다면, 대형 3社의 실적 가시성이 중소형주 대비 여전히 높은 것으로 판단된다.

중소형주 중에서는 CJ제일제당, 롯데칠성, CJ프레시웨이가 상대적으로 강한 모멘텀을 보유하고 있으나, 실제 현실화 여부에는 확인이 필요하다. **CJ제일제당**은 유럽의 중국산 라이신 규제가 강화된다면, 유럽 시장 내 라이신 판가와 판매량이 상승하면서, 핵심소재 부문의 실적이 크게 개선될 수 있다. **롯데칠성**도 서초동 부지 개발이 진행된다면, 재무구조 개선이나 신규 성장 동력 확보에 필요한 유동성이 확보될 수 있다. **CJ프레시웨이**는 온라인 사업 성장을 위한 투자가 증가하고 있으나, 기존 사업의 상품 매입단가 인하를 통한 수익성 개선이 나온다면, 전사 취급고와 영업이익이 동시에 고성장하는 구간을 맞이할 수 있다. 특히, CJ프레시웨이의 취급고 대비 영업이익률은 1~2% 수준에 불과하기 때문에, 수익성 개선 가시성이 확보된다면, 주가가 급격하게 상승할 개연성이 있다.

주요 음식료 업체의 27년 기업 고유 모멘텀 비교

종목명	기업 고유 모멘텀	모멘텀 가시성	주가 영향력
KT&G	- 해외궐련 판매량 증가 및 가격 인상 - 주당배당금 상향	★★☆	★☆
삼양식품	- 라면 Capa 증설로 매출 성장률 강화	★★★	★★★
오리온	- 해외법인 판매량 성장(러)베)중) - 신규 주주환원정책 발표	★★☆	★★
CJ 제일제당	- 유럽의 중국산 라이신 규제 강화	★☆	★★
농심	- 유럽/동남아/중남미 중심의 라면 수출 확대	★★	★
롯데웰푸드	- 인도/CIS 중심의 매출 고성장	★★	★
롯데칠성	- 서초동 부지 개발 가능성	★	★★
하이트진로	- 베트남 신공장 가동	★★	★
CJ 프레시웨이	- 오프라인 식자재유통 사업 마진율 개선	★★	★★★

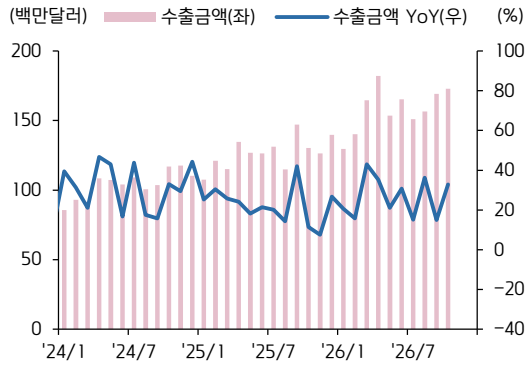
자료: 키움증권 리서치

2) 삼양식품, Capa 증설과 ASP 상승으로 가장 압도적인 성장세 전망

한국 라면은 불닭볶음면과 신라면을 중심으로 글로벌 시장에서 외형 성장이 지속되고 있다. 올해 한국 라면 전체 수출액은 1~10월 누계 기준 YoY +26% 성장하였고, 주력 시장인 중국과 미국은 각각 +24%, +29% 성장하였다. 특히, 올해는 유럽 시장의 수요 성장세가 강세를 보이며, 핵심 수출국인 네덜란드 向 수출은 YoY +41% 성장하였다.

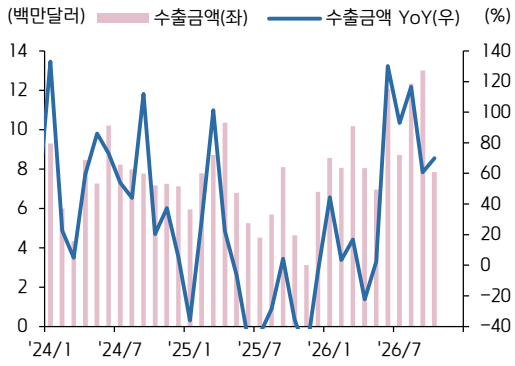
위와 같은 수요 증가에 대응하기 위해, **삼양식품과 농심은 내년부터 각각 중국 자싱(+38~39%)과 한국 부산(+8%)에서 신공장을 가동할 예정**이다. 특히, 삼양식품은 불닭볶음면 중장기 수요 증가에 대비하기 위해, 해외 제2공장을 베트남 박닌성 투언타잉에 설립하고, 29년 1월부터 가동 예정이다. 이에 따라, **삼양식품의 생산능력은 현재 28.6억식 -> 27년 1월 39.6억식(중국 공장 가동) -> 29년 1월 최대 50.8억식(베트남 공장 가동)까지 확대**될 수 있다. 중국 공장 가동으로 확보된 한국의 여유 Capa는 주로 미국/유럽 지역 수출 확대에 활용될 전망이다. 이에 따라, **Capa 증설에 따른 판매량 증가 외에도 지역 Mix 개선과 유통단계 축소에 따른 ASP 상승 효과가 동시에 나타나면서, 매분기 매출 성장률이 확대되는 추세를 보여줄 것으로 기대**된다(FX효과 제외 기준).

한국의 라면 수출액 추이



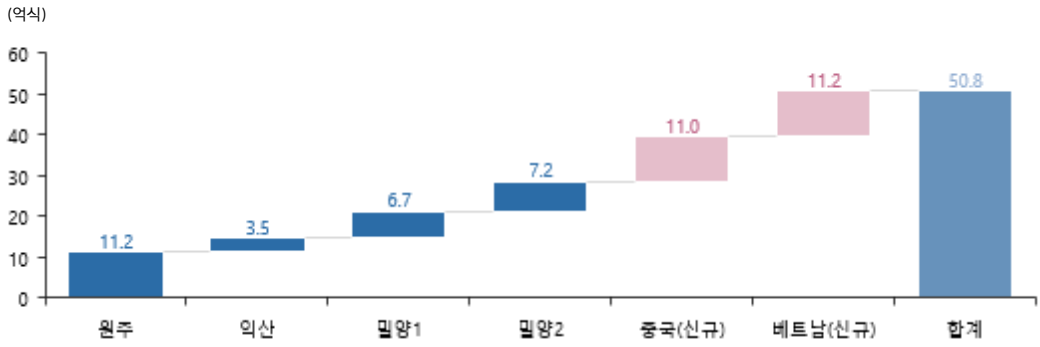
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 네덜란드 向 라면 수출액 추이



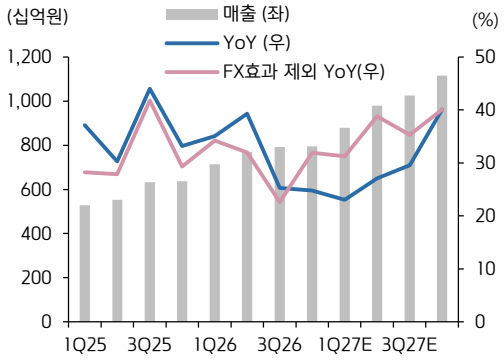
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

삼양식품 라면 Capa 현황 및 증설 계획



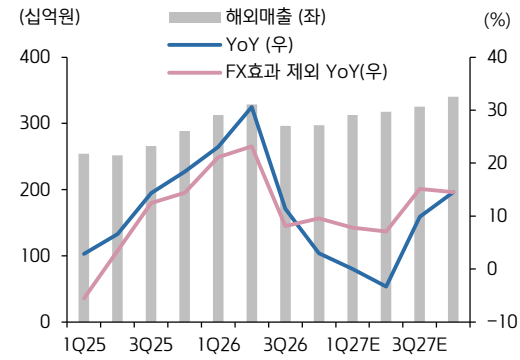
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

분기별 삼양식품 매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

분기별 농심 해외매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 제2의 KT&G가 나올 수 있을까?

국내 주식시장에서 밸류업(Value-up)은 꾸준하게 화두로 언급되고 있다. 특히, 현금성자산이 풍부하고, 재무구조와 수익성이 우수한 기업들 중에 주주환원정책이 강화된 기업들의 주가가 양호한 흐름을 보이고 있다.

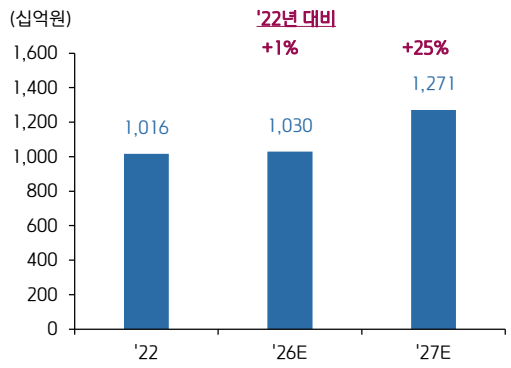
실제 국내 음식료 대표기업 KT&G는 주주환원정책을 강화하면서, 현재 주가가 22년말 대비 +90% 이상 상승하였다. 한편, 동사의 22년 지배주주순이익은 1.02조원 수준이었고, 현재 당사의 26년과 27년 예상 지배주주순이익은 각각 1.03조원, 1.27조원 수준이다. 27년 예상 지배주주순이익은 22년 지배주주순이익 대비 +25% 정도 증가할 것으로 전망되나, 주가는 현재 +90% 이상 상승한 셈이다.

위와 같은 주가와 순이익 상승률의 괴리는 어디서 나온 것일까?

첫째, KT&G는 23년부터 꾸준히 자사주 매입/소각을 진행하였다. 기본적으로 신규로 매입한 자사주는 모두 소각하는 것을 원칙으로 하였고, 기존에 보유하고 있던 자사주도 26년 초에 모두 소각하였다. 이에 따라, 동사의 26년말 예상 총 발행주식 수는 22년말 대비 26% 정도 감소할 것으로 추산된다.

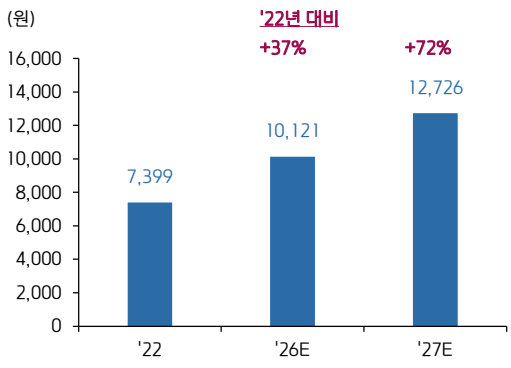
둘째, 주가 밸류에이션의 상승(PER 상승, 배당수익률 하락)이 진행되었다. 동사의 FW12M PER은 22년에 8~10배 수준에 불과했었다. 하지만, 23년 1월에 Investor Day를 통해, 중장기 성장전략, 투자 및 주주환원계획을 밝히고, 주주가치와 관련된 내용을 연 1 회 이상 소통하며 투자자들의 신뢰를 높여왔다. 그 결과 동사의 PER은 23년을 기점으로 점차 상승하였고, 올해 주가는 통상 14~16배 수준에서 움직이고 있다. **특히, 동사는 주주가치 상승을 위해 PER이 낮았던 초기에는 전체 주주환원에서 보유자산 유동화 등을 포함한 자사주 매입/소각의 비중을 높였고, 최근에 글로벌 Peer 그룹에 준하는 수준으로 배당성향을 높이며 직접적인 현금 배당을 강화하고 있다.** 그 결과 현재 KT&G의 FW12M PER은 글로벌 주요 담배 업체 중에 3번째로 높은 수준까지 올라선 상황이다.

KT&G 지배주주순이익 추이 및 전망



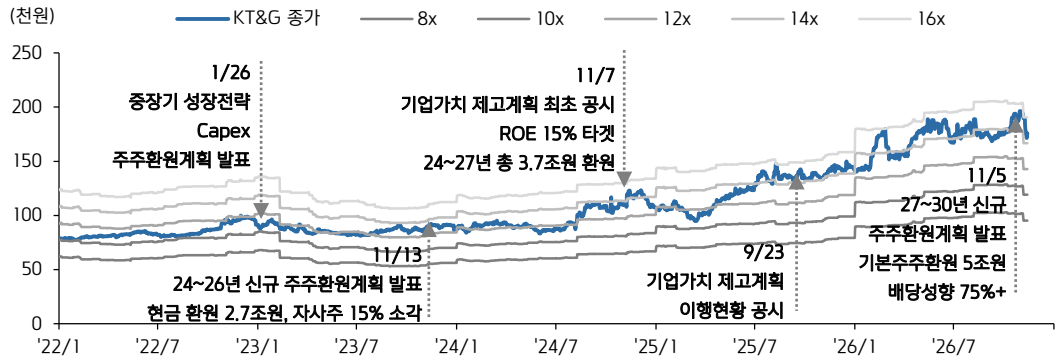
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G EPS 추이 및 전망



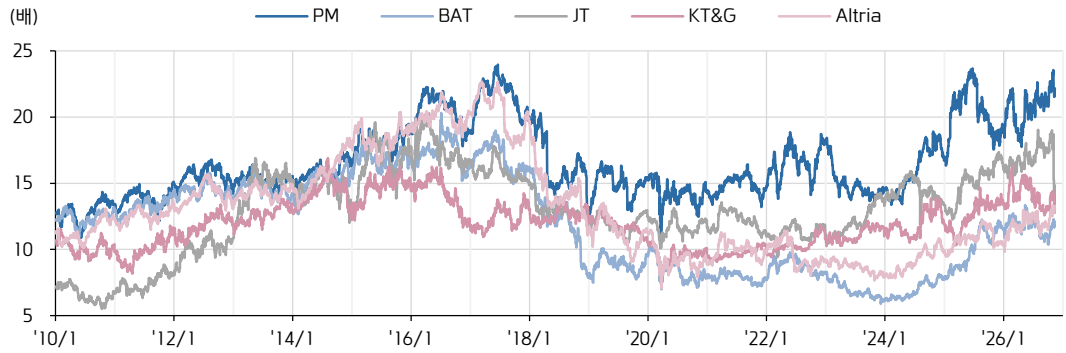
자료: 회사자료, 키움증권 리서치
주: 1) EPS는 기말 총 발행주식 수 기준으로 산출

KT&G FW12M PER 밴드 차트



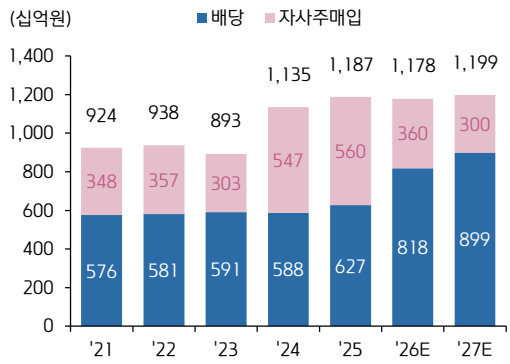
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

글로벌 주요 담배 기업 FW12M PER 추이



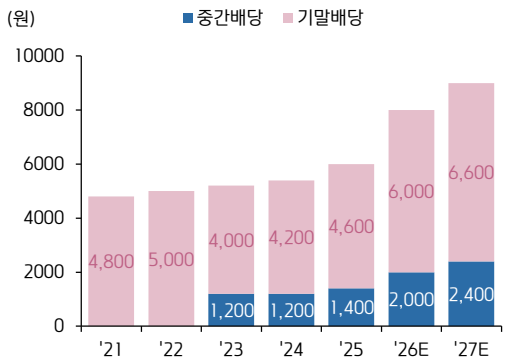
자료: Refinitiv 컨센서스, 키움증권 리서치

KT&G 주주환원규모 추이 및 전망



자료: 회사자료, 에프앤가이드, 키움증권 리서치
주: 1) 비핵심자산 유동화에 따른 추가 주주환원 가능성은 전망치 가정에서 배제

KT&G 주당 배당금(DPS) 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

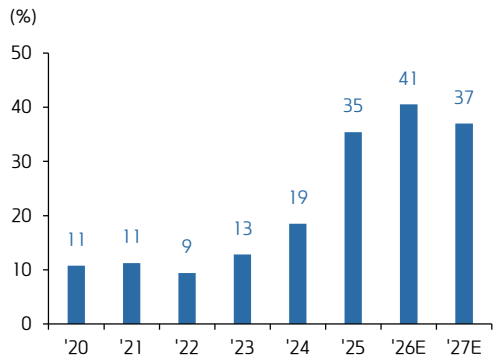
그렇다면, 음식료 업종에서 제2의 KT&G가 나올 수 있을까? **당사는 추가적인 주주환원여력을 감안한다면, 오리온과 농심에 관심을 가질 필요가 있다고 판단**된다.

2026년 3분기말 기준으로 오리온과 농심의 순현금은 각각 1조원, 9천억원을 넘는 수준이다. 양사의 작년 배당성향은 각각 35%, 21%로 아직 배당의 상향 여력이 많이 남아 있고, 주가는 FW12M PER이 각각 9배, 10배 내외로 자사주 매입/소각을 고려하기에 부담 없는 수준으로 판단된다. 오리온과 농심 **모두 해외법인에서 판매량 성장이 지속**되고 있고, 전체 매출에서 해외가 차지하는 비중은 각각 68%, 39% 수준으로 업종 내에서 높은 편이다.

업종 내에서 가격 전가력도 높은 수준으로 판단된다. **오리온**은 수년간 가격 인상에 보수적이었고, 과자 카테고리는 베이커리/카페에서 판매하는 디저트 대비 가격 경쟁력이 있어서, 가격 인상에 따른 소비자 저항이 크지 않을 것으로 판단된다. **농심**은 작년에 국내에서 용기면 가격을 인상했지만, 메인 제품인 국내 봉지면과 해외 판매 제품에 대해서는 가격 인상을 아껴둔 상황이다. 특히, 라면은 간편식 카테고리에서 가격이 압도적으로 낮은 제품이기 때문에, 가격 인상에 따른 소비자 저항이 적은 편이다.

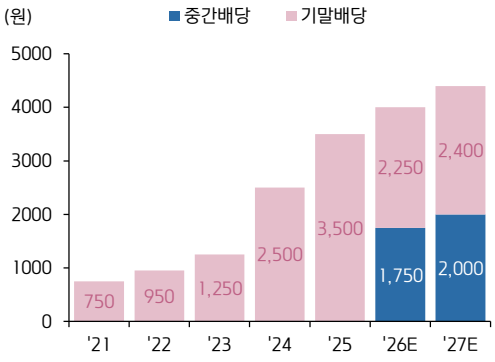
특히, 오리온은 최근 3년간 배당성향을 크게 높이면서, 작년에 35%까지 확대한 바 있고, 내년에 새로운 3개년 주주환원정책을 발표할 것으로 기대되기 때문에, 좀 더 주목할 필요가 있다. 동사는 주요 Peer Group인 중국 식품 업체 대비 할인 평가를 받고 있는데, 주주환원정책이 강화된다면, 밸류에이션 할인율이 축소될 수 있다. 배당성향이 100% 수준인 Tingyi와 Mengniu의 FW12M PER이 15배 수준이고, 배당성향을 40%로 낮춘 Want Want의 PER이 하락한 점을 감안한다면, 내년에 발표될 주주환원정책의 내용에 따라 주가 밸류에이션에 변화를 맞이할 수 있다.

오리온 배당성향 추이 및 전망



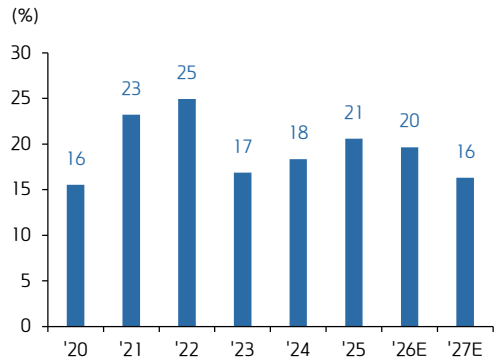
자료: 회사자료, 에프앤가이드, 키움증권 리서치

오리온 주당 배당금(DPS) 추이 및 전망



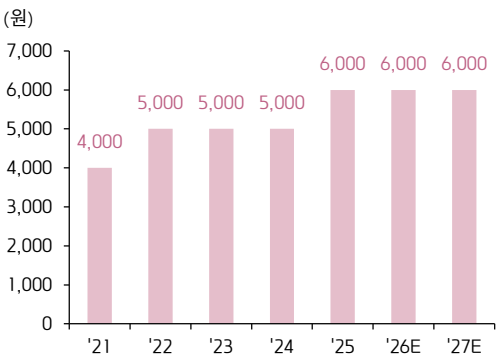
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 배당성향 추이 및 전망



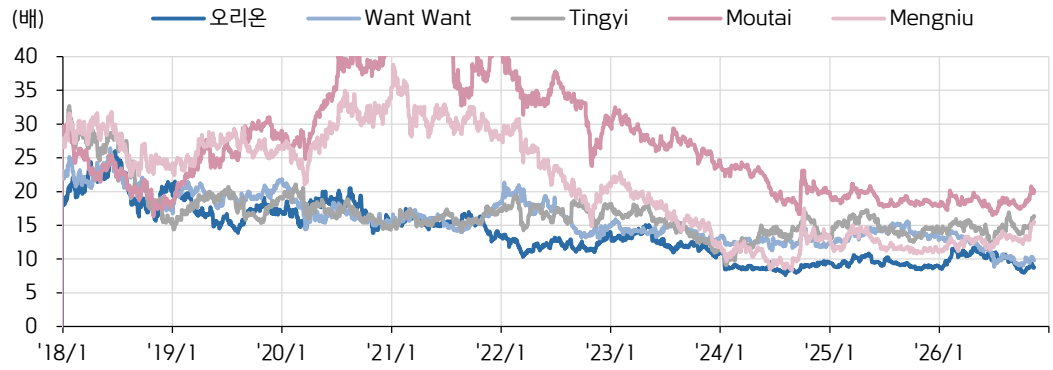
자료: 회사자료, 에프앤가이드, 키움증권 리서치

농심 주당 배당금(DPS) 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오리온 vs 중국 주요 식품 업체 FW12M PER 추이



자료: Refinitiv 컨센서스, 키움증권 리서치

4) CJ프레시웨이, 2Q27 이후 수익성 개선 모멘텀 강화 기대

온라인(식봄) 사업 성장으로 CJ프레시웨이의 취급고 증가율이 확대되고 있다. 전사 취급고 증가율은 1Q26 +3% -〉 2Q26 +13% -〉 3Q26 +17%로 확대되고 있고, 단체급식 사업을 제외한 유통사업의 취급고 증가율은 1Q26 +2% -〉 2Q26 +15% -〉 3Q26 +19.5%로 확대되고 있다. 동사는 지난 3분기 실적발표를 통해, 식봄의 GMV가 YoY +96% 성장한 1,135억원을 달성하였고, 올해 연간 GMV는 4천억원에 이를 것이라고 전망하였다. **현재의 성장 속도라면 내년 연간 GMV도 2배 정도의 성장은 노려볼 만하다.**

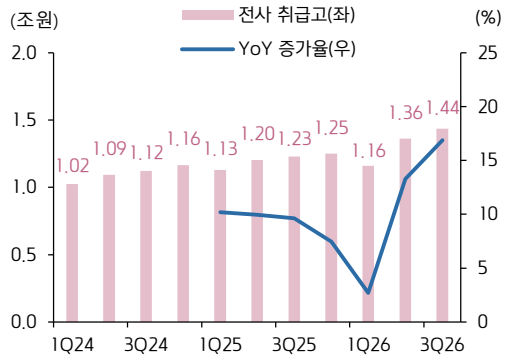
다만, **동사의 영업이익은 올해 2분기부터 역신장으로 전환**하였다. 온라인 사업 성장을 위한 투자 비용 증가로 수익성이 악화되었기 때문이다. 이에 따라, **온라인 사업의 성장만으로는 이익의 증가가 어려운 것이 아닌가라는 시장의 의문이 강한 상황**이다. 하지만, 식자재유통 시장에서 동사의 시장 지배력은 점차 강화되고 있다. 22년초 리오프닝 이후 전사 매출액이 5년간 +60% 가까이 성장하며 시장 성장률을 크게 상회하였다. 특히, 최근에는 온라인 사업 확대로 취급고와 매출 성장률이 구조적으로 상승하였고, 신규 고객 유입 외에도 고객 Lock-in 효과가 나타나면서 식봄의 점당 구매액도 확대되는 추세이다.

이에 따라, **동사는 그 동안 높아진 시장 지배력과 협상력을 바탕으로 내년 상반기부터 오프라인 식자재유통 사업의 마진 개선을 시도할 계획**이다. 고객사 대상 가격 인상을 진행하거나, 상품 매입 단가를 낮추려고 하는 것이다. 올해 동사의 전사 취급고는 약 5.4~5.5조원 수준으로 예상되고, 취급고 대비 마진율은 약 1.5% 내외로 추산되는데, 전사 취급고에서 오프라인 식자재유통 사업이 차지하는 비중은 약 75% 수준으로 추산된다. 따라서, 해당 사업에서 마진율을 20bp만 확대해도 전사 취급고 대비 마진율이 15bp 상승하면서, 두 자릿수 영업이익 증가율을 보여줄 수 있다.

만약, 기존 오프라인 식자재유통 사업에서 가파른 수익성 개선이 나타난다면, 내년은 매출과 영업이익이 동시에 고성장하는 한 해가 될 수 있다. 특히, 내년에는 전사 취급고에서 온라인 사업이 차지하는 비중은 더욱 확대되고, 사업의 규모와 고객의 바스켓 사이즈가 커지면서, 규모의 경제 효과를 달성할 가능성이 높아질 수 있기 때문에, 중장기 성장성과 수익성이 동사에 상승하면서 주가의 밸류에이션이 확대될 수 있다.

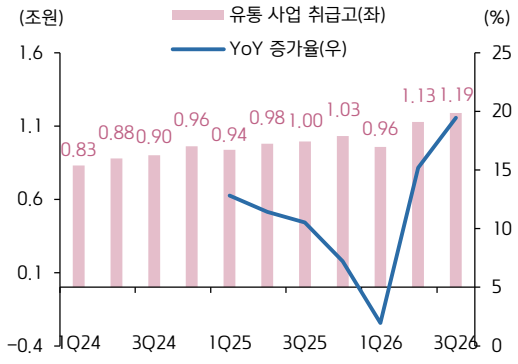
다만, 단기적으로 4Q26~1Q27 실적은 모멘텀이 약할 가능성이 높다. 동사는 내년 상반기부터 마진 개선 전략을 시행할 예정인데, 통상 1분기는 전통적인 비수기에 해당한다. **따라서, 동사의 마진 개선 전략이 효과를 보인다면, 내년 2분기부터 전사 실적 개선 모멘텀이 매우 강해질 수 있다.**

CJ프레시웨이 전사 취급고 추이



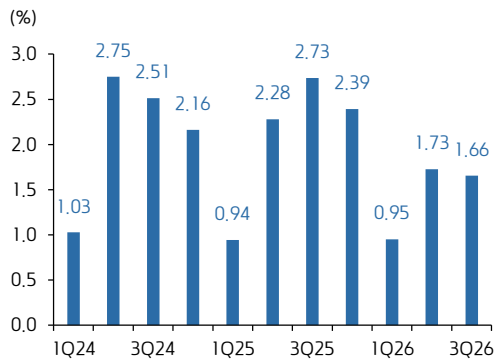
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 유통 사업 취급고 추이



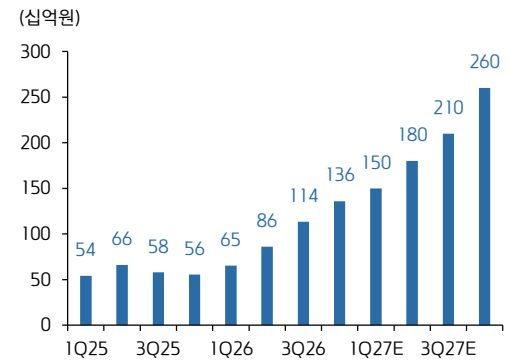
자료: 회사자료, 키움증권 리서치
주: 1) 유통 사업 취급고는 전사 취급고에서 단체급식 및 기타 매출은 차감한 수치임

CJ프레시웨이 전사 취급고 대비 OPM 추이



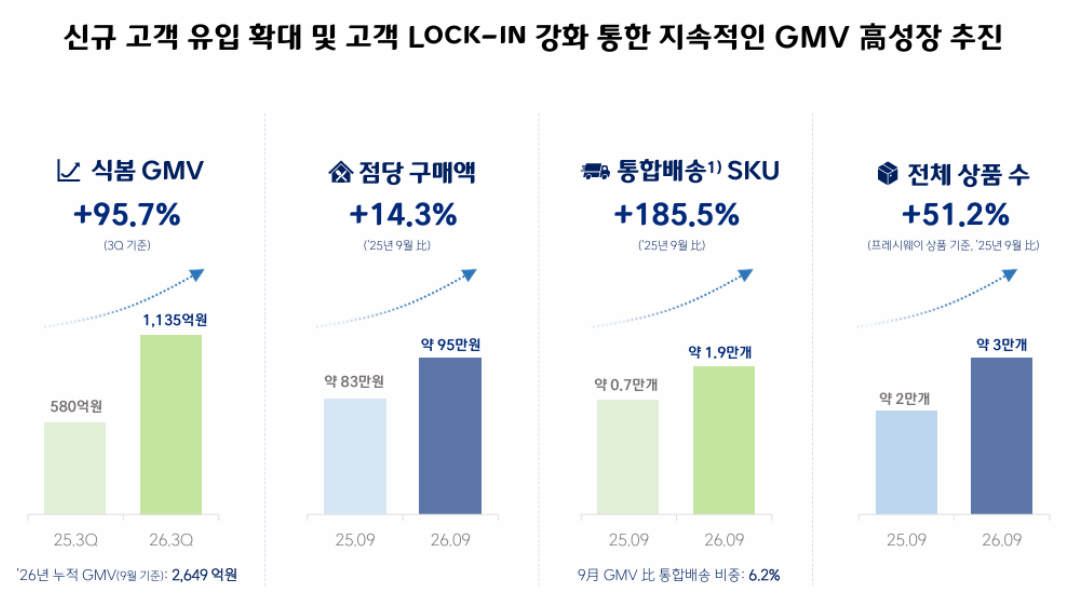
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

식봄 GMV 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 플랫폼(식봄) 성장 및 주요 지표



자료: 회사자료

CJ프레시웨이 중장기 전사 성장 전략



자료: 회사자료

>>> 음식료 업종 투자전략

1) 최선호주 삼양식품, 차선호주 KT&G 제시

음식료 업종에 대해 투자의견 Overweight을 유지하고, 최선호주로 삼양식품, 차선호주로 KT&G를 제시한다.

삼양식품은 내년 1월 중국 Capa 증설에 힘입어, 판매량 성장세가 재차 강화될 전망이다. 단기적으로 환율 하락과 비용 상승 부담으로 마진 스프레드 악화 우려가 있으나, 마케팅 비용 절감과 주력 제품 가격 인상 등을 통해, 전사 수익성을 방어할 여력이 충분하다. 최근에는 베트남 신공장 증설을 발표하면서, 30년까지 두 자릿수 성장을 보여줄 기반을 다진 것으로 판단된다.

KT&G는 새로운 주주환원정책 발표로 현금배당이 점차 강화될 것으로 전망된다. 특히, 해외궐련 판매량 증가 및 가격 인상, 자사주 매입 및 소각(4년간 약 6% 추산), 배당성향 확대 등에 힘입어, 연평균 DPS 증가율은 +10%를 상회할 것으로 판단된다. 글로벌 주요 담배 업체 대비 DPS 성장률이 높다는 점을 감안한다면, 주가 밴드가 안정적으로 우상향 할 것으로 기대된다.

2) 관심종목은 오리온과 CJ프레시웨이

내년도 관심종목으로는 오리온과 CJ프레시웨이를 제시한다.

오리온은 원화 강세에 따른 역풍이 존재하나, 주요 4개국에서의 판매량 성장과 가격 전가력을 바탕으로 안정적인 이익 성장이 가능할 전망이다. 특히, 동사는 최근 3년간 배당성향 상향을 통해 주주환원정책을 강화해왔고, 내년 초에 새로운 3개년 주주환원정책을 제시할 가능성이 높다. 동사는 재무구조가 우수하고, 배당성향 상향 여력이 높기 때문에, 새로운 주주환원정책의 내용에 따라 주가 밸류에이션이 상승할 여지가 있다.

CJ프레시웨이는 단기적으로 온라인 성장 투자 비용 증가에 따른 수익성 악화 부담이 존재하나, 온라인 사업 비중 확대로 전사 성장성이 제고되고 있고, 내년 상반기에는 기존 오프라인 식자재유통 사업의 마진율 개선을 통해, 전사 수익성을 개선할 계획이다. 특히, 동사는 리오프닝 이후 시장 지배력이 강화되었고, 최근에는 온라인 사업이 고성장하면서 취급고 성장률이 확대되고 있는 상황이다. 따라서, 높아진 협상력을 바탕으로 마진 개선에 나선다면, 성수기 시즌인 내년 2분기부터 수익성 개선의 가시성이 높아질 것으로 기대된다.

>>> 음식료 업체별 3Q26 실적리뷰

주요 음식료 업체 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

회사명	구분	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	YoY	4Q26E	YoY
KT&G	매출액	18,269	17,138	17,036	17,016	19,052	4.3%	16,443	-4.1%
	영업이익	4,653	2,429	3,645	4,145	5,301	13.9%	2,140	-11.9%
	OPM	25.5%	14.2%	21.4%	24.4%	27.8%	2.4%p	13.0%	-1.2%p
	순이익	4,193	2,719	3,805	3,643	1,061	-74.7%	1,790	-34.1%
삼양식품	매출액	6,320	6,377	7,144	7,703	7,918	25.3%	7,958	24.8%
	영업이익	1,309	1,392	1,771	1,762	1,962	49.9%	1,750	25.7%
	OPM	20.7%	21.8%	24.8%	22.9%	24.8%	4.1%p	22.0%	0.2%p
	순이익	1,102	956	1,446	1,372	892	-19.0%	1,358	42.0%
오리온	매출액	8,289	9,246	9,304	8,936	9,227	11.3%	9,610	3.9%
	영업이익	1,379	1,676	1,655	1,326	1,509	9.4%	1,656	-1.1%
	OPM	16.6%	18.1%	17.8%	14.8%	16.3%	-0.3%p	17.2%	-0.9%p
	순이익	1,027	1,059	1,245	862	551	-46.4%	1,165	10.0%
CJ 제일제당	매출액	69,105	70,057	71,111	73,621	73,952	7.0%	73,563	5.0%
	영업이익	3,339	2,959	2,381	2,576	3,090	-7.4%	3,288	11.1%
	OPM	4.8%	4.2%	3.3%	3.5%	4.2%	-0.7%p	4.5%	0.2%p
	순이익	730	-8,214	818	-135	192	-73.7%	1,018	흑전
CJ 제일제당 (대통제외)	매출액	40,034	39,760	40,271	41,950	42,300	5.7%	41,420	4.2%
	영업이익	1,899	1,386	1,485	1,619	2,030	6.9%	2,068	49.2%
	OPM	4.7%	3.5%	3.7%	3.9%	4.8%	0.1%p	5.0%	1.5%p
농심	매출액	8,712	8,824	9,340	9,561	9,296	6.7%	9,282	5.2%
	영업이익	544	334	674	593	497	-8.5%	391	17.3%
	OPM	6.2%	3.8%	7.2%	6.2%	5.3%	-0.9%p	4.2%	0.4%p
	순이익	506	309	606	547	297	-41.3%	396	28.4%
하이트진로	매출액	6,695	5,697	5,908	6,186	6,324	-5.5%	5,551	-2.6%
	영업이익	544	-92	559	649	577	6.2%	192	흑전
	OPM	8.1%	-1.6%	9.5%	10.5%	9.1%	1.0%p	3.5%	5.1%p
	순이익	340	-636	360	407	289	-15.1%	16	흑전
롯데칠성	매출액	10,792	8,943	9,525	11,129	10,501	-2.7%	9,166	2.5%
	영업이익	918	-120	478	558	570	-37.9%	199	흑전
	OPM	8.5%	-1.3%	5.0%	5.0%	5.4%	-3.1%p	2.2%	3.5%p
	순이익	594	-440	244	256	401	-32.4%	-21	적지
롯데웰푸드	매출액	11,568	10,198	10,273	11,557	11,739	1.5%	10,533	3.3%
	영업이익	693	-105	358	647	899	29.7%	297	흑전
	OPM	6.0%	-1.0%	3.5%	5.6%	7.7%	1.7%p	2.8%	3.8%p
	순이익	487	-178	173	373	508	4.3%	153	흑전
CJ 프레시웨이	매출액	9,012	8,980	8,339	9,232	9,614	6.7%	9,778	8.9%
	영업이익	336	300	110	235	238	-29.2%	221	-26.1%
	OPM	3.7%	3.3%	1.3%	2.5%	2.5%	-1.3%p	2.3%	-1.1%p
	순이익	233	102	31	117	250	7.5%	97	-5.3%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

음식료 업종 실적 전망 및 Valuation Table (1)

(단위: 십억원, 배))

종목명		KT&G	삼양식품	오리온	CJ제일제당	농심
종목코드		033780	003230	271560	097950	004370
종가(11/16, 원)		180,900	1,285,000	114,800	179,900	359,000
시가총액(11/16, 조원)		18.78	9.68	4.54	2.71	2.18
매출액	'25	6,580	2,352	3,332	27,343	3,514
	'26E	6,955	3,072	3,708	29,225	3,748
	'27E	7,164	3,999	3,771	29,826	3,917
영업이익	'25	1,344	524	558	1,234	184
	'26E	1,523	725	615	1,133	216
	'27E	1,611	906	642	1,226	242
OPM	'25	20.4%	22.3%	16.8%	4.5%	5.2%
	'26E	21.9%	23.6%	16.6%	3.9%	5.8%
	'27E	22.5%	22.7%	17.0%	4.1%	6.2%
순이익	'25	1,090	389	383	-572	170
	'26E	1,030	507	382	189	185
	'27E	1,271	699	460	352	222
PER	'25	15.8	23.8	10.9	-6.0	15.5
	'26E	17.9	19.1	11.9	15.6	11.8
	'27E	14.3	13.8	9.9	8.4	9.8
PBR	'25	1.81	7.39	1.10	0.48	0.93
	'26E	1.99	5.61	1.12	0.41	0.73
	'27E	1.96	4.07	1.04	0.40	0.69
ROE	'25	11.8%	37.6%	10.5%	-7.7%	6.2%
	'26E	11.9%	34.0%	9.7%	2.7%	6.4%
	'27E	13.8%	34.1%	10.9%	4.8%	7.2%
배당수익률	'25	4.2%	0.4%	3.3%	2.9%	1.4%
	'26E	4.4%	0.5%	3.5%	3.3%	1.7%
	'27E	5.0%	0.6%	3.8%	3.3%	1.7%

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

음식료 업종 실적 전망 및 Valuation Table (2)

(단위: 십억원, 배))

종목명		하이트진로	롯데웰푸드	롯데칠성	CJ 프레시웨이
종목코드		000080	280360	005300	051500
종가(11/16, 원)		16,450	137,500	104,100	20,750
시가총액(11/16, 조원)		1.15	1.27	0.97	0.25
매출액	'25	2,499	4,216	3,971	3,481
	'26E	2,397	4,410	4,032	3,696
	'27E	2,403	4,495	4,045	4,034
영업이익	'25	172	110	167	102
	'26E	198	220	181	81
	'27E	200	233	197	102
OPM	'25	6.9%	2.6%	4.2%	2.9%
	'26E	8.3%	5.0%	4.5%	2.2%
	'27E	8.3%	5.2%	4.9%	2.5%
순이익	'25	41	72	47	50
	'26E	107	121	88	50
	'27E	94	142	85	51
PER	'25	31.7	14.8	29.6	6.3
	'26E	10.9	10.6	11.9	5.0
	'27E	12.5	9.1	12.3	4.8
PBR	'25	1.17	0.49	0.92	0.70
	'26E	0.99	0.56	0.66	0.49
	'27E	0.96	0.54	0.64	0.45
ROE	'25	3.7%	3.3%	3.1%	11.5%
	'26E	9.3%	5.4%	5.7%	10.4%
	'27E	7.8%	6.1%	5.3%	9.8%
배당수익률	'25	3.8%	2.9%	2.4%	1.9%
	'26E	4.3%	2.6%	3.3%	2.4%
	'27E	4.3%	2.8%	3.3%	2.4%

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

1) KT&G

KT&G의 3분기 연결기준 영업이익은 5,301억원(+14% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. **담배** 부문은 가격 인상 및 믹스 개선, 해외궐련 중심의 판매량 증가(전체 +2%, 해외궐련 +6%) 등에 힘입어, 매출 +6%, 영업이익 +14% 증가하였다. **건기식(홍삼)** 부문은 해외사업 수익성 개선에 힘입어, 수익성이 전년동기 대비 개선되었다. **부동산**은 미아/동대전 개발사업 준공에 따른 비용 감소로 인해 영업이익이 증가하였다.

4분기 연결기준 영업이익은 YoY -12% 감소할 전망(2,140억원)이다. 가격 인상 및 믹스 개선, 해외궐련 중심의 판매량 증가는 지속될 것으로 전망되나, 원화 강세와 인건비 증가 등의 영향으로 담배 부문의 이익이 정체되고, 부동산은 전년동기 역기저 부담으로 이익이 감소할 가능성이 높기 때문이다.

동사는 3분기 실적발표와 함께 새로운 주주환원정책을 제시하였다. 2026년 연간 주당배당금(DPS)을 최소 8,000원으로 상향할 예정이고, 2027~30년 기본 주주환원 5조원(현금배당 3.8조원, 자사주 매입/소각 1.2조원), 2030년 목표 배당성향 75% 이상을 제시(글로벌 Peer 수준)하였으며, 시장 상황에 따라 특별주주환원을 실시하겠다고 밝혔다.

동사는 해외궐련 판매량 증가, 가격 인상 및 믹스 개선을 중심으로 2026~30년에 **전사 영업이익을 연평균 +Mid-to-high single digit % 성장시킬 계획**이다. 4년간의 자사주 매입 및 소각으로 발행주식 수가 약 6% 정도 감소하고, 배당성향이 점차 상향될 수 있다는 점을 감안한다면, **2026~30년 DPS는 연평균 두 자릿수 성장률이 가능할 것으로 기대**된다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**1,704**	**1,702**	**1,905**	**1,644**	**1,761**	**1,754**	**1,944**	**1,705**	**6,580**	**6,955**	**7,164**
(YoY)	14.3%	9.9%	4.3%	-4.1%	3.4%	3.1%	2.1%	3.7%	11.4%	5.7%	3.0%
담배	1,156	1,219	1,307	1,088	1,208	1,267	1,341	1,143	4,367	4,769	4,958
(YoY)	17.0%	11.7%	6.0%	3.0%	4.5%	4.0%	2.6%	5.0%	11.8%	9.2%	4.0%
국내	493	579	604	515	503	577	598	509	2,179	2,192	2,186
(YoY)	-3.7%	5.7%	-1.8%	2.3%	2.0%	-0.5%	-1.0%	-1.2%	-1.3%	0.6%	-0.2%
NGP	140	167	174	159	161	176	181	166	587	640	683
궐련	353	413	430	356	343	401	416	343	1,592	1,551	1,503
해외	660	634	699	571	702	685	740	632	2,181	2,564	2,759
NGP	101	76	120	116	116	116	116	116	303	412	462
궐련	560	558	579	455	587	569	624	517	1,878	2,152	2,297
(YoY)	24.6%	18.9%	10.5%	4.6%	4.8%	2.1%	7.8%	13.4%	29.5%	14.6%	6.7%
달러 ASP	0.425	0.415	0.416	0.425	0.447	0.436	0.438	0.447	0.405	0.420	0.442
(YoY)	7.6%	3.6%	1.2%	2.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.3%	11.8%	3.8%	5.1%
원/달러	1,462	1,501	1,423	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,421	1,434	1,350
매출 증감률											
국내 NGP	1.4%	18.9%	3.3%	13.6%	14.4%	5.5%	4.1%	3.9%	5.1%	9.0%	6.7%
국내 궐련	-5.5%	1.1%	-3.8%	-2.1%	-2.9%	-2.9%	-3.1%	-3.5%	-3.5%	-2.6%	-3.1%
해외 궐련	24.6%	18.9%	10.5%	4.6%	4.8%	2.1%	7.8%	13.4%	29.5%	14.6%	6.7%
판매량 증감률											
국내 NGP	4.6%	20.9%	6.6%	11.4%	6.5%	6.7%	6.6%	6.5%	3.9%	10.7%	6.6%
국내 궐련	-4.7%	-0.6%	-5.3%	-2.2%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-4.4%	-3.2%	-3.5%
해외 궐련	15.0%	7.3%	6.2%	10.0%	7.9%	7.9%	8.0%	7.7%	11.1%	9.4%	7.9%
건기식	333	224	372	251	338	228	377	257	1,137	1,180	1,199
(YoY)	5.8%	1.5%	3.4%	3.7%	1.6%	1.8%	1.2%	2.3%	-12.6%	3.8%	1.7%
부동산	117	158	127	213	117	158	127	213	713	614	614
기타	98	101	100	93	98	101	100	93	363	392	392
영업이익	**365**	**414**	**530**	**214**	**395**	**417**	**552**	**247**	**1,344**	**1,523**	**1,611**
(YoY)	27.7%	18.5%	13.9%	-11.9%	8.3%	0.5%	4.1%	15.6%	13.0%	13.3%	5.8%
(OPM)	21.4%	24.4%	27.8%	13.0%	22.4%	23.8%	28.4%	14.5%	20.4%	21.9%	22.5%
담배	322	383	426	206	351	385	447	239	1,151	1,335	1,421
(OPM)	27.8%	31.4%	32.6%	18.9%	29.1%	30.4%	33.3%	20.9%	26.4%	28.0%	28.7%
건기식	28	10	80	4	28	10	81	4	103	122	123
(OPM)	8.4%	4.5%	21.5%	1.4%	8.4%	4.4%	21.4%	1.6%	9.1%	10.3%	10.3%
부동산	14	21	25	6	14	21	25	6	81	65	65
기타	1	2	0	-1	1	2	0	-1	8	1	1
세전이익	508	489	174	240	418	439	574	270	1,455	1,411	1,701
순이익	378	362	104	179	313	328	429	201	1,102	1,023	1,271
(지배)순이익	**381**	**364**	**106**	**179**	**313**	**328**	**429**	**201**	**1,090**	**1,030**	**1,271**
(YoY)	48.9%	154.2%	-74.7%	-34.1%	-17.9%	-10.0%	304.2%	12.5%	-6.5%	-5.5%	23.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 삼양식품/농심

삼양식품의 3분기 연결기준 영업이익은 1,962억원(+50% YoY / +11% QoQ)을 기록하였다. 관세환급 관련 일회성 이익 190억원을 제외하면, 대체로 시장 기대치에 부합한 실적으로 판단된다. 다만, 순이익은 외환관련 영업외손실이 681억원 정도 발생하면서, 시장 기대치를 하회하였다. **연결기준 매출액**은 7,918억원으로 QoQ +3%, YoY +25% 증가하였다. 환율 효과를 제외하면, 글로벌 판매량 중심의 성장에 힘입어, 전사 매출액은 QoQ +7.5%, YoY +23% 증가하였다. 영국법인은 재무구조가 취약한 거래선 교체 작업을 진행하면서 매출이 QoQ -59% 감소하였으나, 중국, 유럽, 미국법인의 매출은 각각 QoQ +21%, +15%, +10% 증가하였다(모두 현지통화 기준). 중국은 권역 대리상 및 간식점 채널, 유럽은 네덜란드/독일/폴란드, 북미는 미국 메인스트림 채널과 멕시코 중심으로 고성장하였다. **연결기준 영업이익률**은 QoQ +1.9%p 개선되었으나, 관세환급 관련 일회성 이익을 제외한다면, QoQ -0.5%p 악화되었다. 팜유 투입단가/전력비/물류비 상승, 원화강세에 따른 부정적 영향을 광고판촉비 절감(-1%p QoQ) 중심의 전사 판관비율 개선(-3.4%p QoQ)으로 방어하면서, 비용 관리를 통한 수익성 방어 능력을 증명하였다.

4Q26 연결기준 매출액은 7,958억원 (+25% YoY / +0.5% QoQ), 영업이익은 1,750억원(+26% YoY / -11% QoQ)으로 전망된다. 원화강세에 따른 부정적 영향을 고단가 지역인 미국법인 중심의 판매량 증가와 광고판촉비/인건비 절감으로 이익을 방어할 계획이다(OPM 22%). **내년 1분기부터는 중국 신공장 가동에 따라, 전사 매출 성장세가 다시 강화될 전망이다(환율효과 제외기준 +10% QoQ, +31% YoY).** 동사는 최근 비용 상승 부담에 따라 국가별 가격 인상 등을 검토 중이고, 내년부터 판매량 성장률이 올라갈 가능성이 높기 때문에, 내년 후반부로 갈수록 영업이익률이 점차 개선될 것으로 기대된다.

농심의 3분기 연결기준 영업이익은 497억원(-8.5% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 금값 하락에 따른 장기종업원 급여 충당금 환입 영향(94억원)에도 불구하고, 원부재료비 및 물류비 상승 부담으로 국내 사업의 수익성이 예상 보다 부진하였고, 영국 주요 채널 입점 지연과 직수출 전환 등의 영향으로 해외 사업의 매출과 이익이 예상 보다 부진하였기 때문이다. **국내**는 매출이 YoY +5% 증가하고, 영업이익률이 YoY -1.9%p 하락하였다. 주력 제품 가격 인상, 라면 수출 증가, 장기종업원 급여 충당금 환입 영향에도 불구하고, 원부재료 및 물류비 상승 부담으로 수익성이 전년동기 대비 부진하였다. **해외**는 매출이 YoY +11% 증가하고, OPM이 YoY +2.0%p 개선되었다. 유럽 매출 부진에도 불구하고, 신라면 브랜드 중심의 주요 지역 판매량 성장과 미국 법인 매출 에누리 축소 등에 힘입어, 실적이 전년동기 대비 개선되었다.

농심의 4분기 연결기준 영업이익은 391억원(+16% YoY)으로 전망된다. 3분기의 일회성 수익이 사라지고, 영국 매출 회복 지연과 미국 법인 판촉비 확대 등의 영향으로 전사 수익성이 전분기 대비 하락할 전망이다(OPM 4.2%). 다만, **내년 1분기부터는 녹산 수출 공장 가동 및 영국 매출 회복 등이 나타나면서, 해외 매출이 점차 반등할 것으로 기대**된다. **중기적으로는 가격 인상 여부가 중요**할 전망이다. 동사는 주요 해외법인에서 가격을 인상할 여력이 있고, 국내도 밀가루 등 핵심 원재료의 단가 인상이 나타난다면, 가격 전략에 변화가 나타날 수 있을 것이다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**714.4**	**770.3**	**791.8**	**795.8**	**878.8**	**979.2**	**1,025.7**	**1,114.9**	**2,351.8**	**3,072.3**	**3,998.6**
(QoQ)	12.0%	7.8%	2.8%	0.5%	10.4%	11.4%	4.8%	8.7%			
(FX 효과 제외 QoQ)	11.2%	5.5%	7.5%	5.0%	10.4%	11.4%	4.8%	8.7%			
(YoY)	35.0%	39.3%	25.3%	24.8%	23.0%	27.1%	29.5%	40.1%	36.1%	30.6%	30.2%
(FX 효과 제외 YoY)	34.2%	32.0%	22.6%	31.9%	31.3%	38.8%	35.3%	40.1%	31.7%	29.8%	36.8%
국내	129.4	124.5	131.1	128.8	130.0	133.1	140.3	137.8	468.0	513.8	541.2
(YoY)	23.2%	10.2%	7.9%	0.2%	0.5%	7.0%	7.0%	7.0%	19.3%	9.8%	5.3%
해외	585.0	645.8	660.8	667.0	748.8	846.1	885.5	977.1	1,883.8	2,558.6	3,457.4
(YoY)	38.0%	46.7%	29.4%	31.0%	28.0%	31.0%	34.0%	46.5%	41.0%	35.8%	35.1%
매출총이익	**302.9**	**370.5**	**368.9**	**332.8**	**372.6**	**432.8**	**460.8**	**509.3**	**1,053.0**	**1,375.2**	**1,775.5**
(GPM)	42.4%	48.1%	46.6%	41.8%	42.4%	44.2%	44.9%	45.7%	44.8%	44.8%	44.4%
판관비	**125.8**	**194.4**	**172.7**	**157.8**	**179.3**	**217.8**	**221.2**	**251.4**	**528.8**	**650.6**	**869.7**
(판관비율)	17.6%	25.2%	21.8%	19.8%	20.4%	22.2%	21.6%	22.6%	22.5%	21.2%	21.7%
영업이익	**177.1**	**176.2**	**196.2**	**175.0**	**193.3**	**215.1**	**239.6**	**257.9**	**524.2**	**724.5**	**905.8**
(QoQ)	27.2%	-0.5%	11.4%	-10.8%	10.5%	11.2%	11.4%	7.6%			
(YoY)	32.2%	46.7%	49.9%	25.7%	9.1%	22.1%	22.1%	47.3%	52.1%	38.2%	25.0%
(OPM)	24.8%	22.9%	24.8%	22.0%	22.0%	22.0%	23.4%	23.1%	22.3%	23.6%	22.7%
세전이익	201.2	182.3	127.4	179.2	197.6	219.3	243.8	262.1	516.9	690.1	922.8
순이익	144.5	137.5	89.2	135.8	149.8	166.2	184.8	198.7	388.7	507.0	699.5
(지배)순이익	**144.6**	**137.2**	**89.2**	**135.8**	**149.8**	**166.2**	**184.8**	**198.7**	**389.4**	**506.8**	**699.5**
(YoY)	45.9%	62.3%	-19.0%	42.0%	3.6%	21.1%	107.2%	46.3%	43.2%	30.1%	38.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**934.0**	**956.1**	**929.6**	**928.2**	**967.0**	**975.5**	**982.0**	**992.2**	**3,514.3**	**3,747.8**	**3,916.8**
(YoY)	4.6%	10.2%	6.7%	5.2%	3.5%	2.0%	5.6%	6.9%	2.2%	6.6%	4.5%
국내	621.2	627.5	633.2	631.1	654.3	657.7	656.4	651.9	2,454.1	2,513.0	2,620.4
(YoY)	-2.8%	1.8%	4.6%	6.2%	5.3%	4.8%	3.7%	3.3%	-1.0%	2.4%	4.3%
면류	410.8	413.9	421.1	437.8	427.3	425.0	426.3	439.9	1,649.8	1,683.6	1,718.5
(YoY)	-0.7%	1.8%	3.0%	4.0%	4.0%	2.7%	1.2%	0.5%	3.7%	2.0%	2.1%
스낵	102.2	110.7	109.0	99.7	104.6	113.3	109.9	100.7	425.1	421.6	428.4
음료	36.2	50.0	52.0	34.7	36.2	50.0	52.0	34.7	171.8	172.9	172.9
수출/상품/기타	255.1	257.4	230.4	246.8	272.6	270.0	263.3	280.3	833.9	989.7	1,086.2
차이	-183.1	-204.5	-179.3	-187.9	-186.4	-200.6	-195.0	-203.7	-626.5	-754.8	-785.7
해외	312.8	328.6	296.4	297.1	312.8	317.8	325.6	340.3	1,060.3	1,234.9	1,296.4
(YoY)	23.1%	30.6%	11.4%	3.0%	0.0%	-3.3%	9.9%	14.5%	10.5%	16.5%	5.0%
(FX 효과 제외 YoY)	21.1%	23.2%	8.1%	9.5%	7.8%	7.1%	15.1%	14.5%	6.1%	15.2%	11.0%
북미	166.1	166.3	160.4	169.3	171.8	164.5	167.5	182.9	612.0	662.2	686.7
(YoY)	2.2%	16.2%	12.5%	3.5%	3.4%	-1.1%	4.4%	8.0%	-1.8%	8.2%	3.7%
(USD YoY)	1.4%	8.6%	9.5%	11.0%	12.0%	10.0%	10.0%	8.0%	-6.0%	7.6%	9.9%
중국	52.7	53.9	53.6	46.2	53.4	53.8	55.9	50.3	172.8	206.3	213.5
(YoY)	16.0%	28.2%	21.7%	11.8%	1.4%	-0.2%	4.4%	9.0%	7.6%	19.4%	3.5%
(CNY YoY)	9.4%	12.7%	11.6%	13.0%	6.0%	9.0%	9.0%	9.0%	2.9%	11.6%	8.2%
일본	33.9	41.0	35.3	37.5	33.4	40.0	36.3	40.5	135.0	147.7	150.2
호주	18.2	19.8	20.5	15.3	17.9	18.6	20.4	16.4	63.3	73.7	73.2
유럽	37.2	43.0	22.2	24.2	31.5	36.0	40.5	45.0	61.3	126.6	153.0
러시아					3.8	4.3	4.7	5.2			18.0
베트남	4.6	4.6	4.4	4.6	4.7	4.9	5.0	5.2	15.9	18.2	19.8
영업이익	**67.4**	**59.3**	**49.7**	**39.1**	**61.1**	**61.4**	**59.8**	**59.5**	**183.9**	**215.5**	**241.7**
(YoY)	20.3%	47.6%	-8.5%	17.3%	-9.4%	3.7%	20.2%	52.1%	12.8%	17.2%	12.2%
(OPM)	7.2%	6.2%	5.3%	4.2%	6.3%	6.3%	6.1%	6.0%	5.2%	5.8%	6.2%
국내	48.0	30.7	31.0	25.4	41.4	37.4	35.2	36.7	132.4	135.1	150.7
(OPM)	7.7%	4.9%	4.9%	4.0%	6.3%	5.7%	5.4%	5.6%	5.4%	5.4%	5.8%
해외	23.1	27.1	19.3	11.9	23.3	22.6	25.2	21.0	46.7	81.5	92.1
(OPM)	7.4%	8.3%	6.5%	4.0%	7.5%	7.1%	7.7%	6.2%	4.4%	6.6%	7.1%
북미	13.3	20.4	13.3	11.6	14.0	14.7	16.2	17.7	25.9	58.6	62.6
(OPM)	8.0%	12.3%	8.3%	6.9%	8.2%	8.9%	9.7%	9.7%	4.2%	8.9%	9.1%
중국	7.2	4.4	4.2	0.4	7.3	4.9	4.9	0.9	11.9	16.3	17.9
(OPM)	13.6%	8.2%	7.9%	0.9%	13.6%	9.0%	8.7%	1.7%	6.9%	7.9%	8.4%
기타	2.7	2.3	1.8	-0.2	2.0	3.0	4.1	2.4	8.8	6.5	11.6
연결조정	-3.7	1.4	-0.6	1.8	-3.7	1.4	-0.6	1.8	4.9	-1.0	-1.0
세전이익	80.9	69.6	42.1	52.3	73.9	74.3	72.7	72.4	218.1	244.9	293.3
순이익	60.7	54.7	29.7	39.6	56.1	56.3	55.1	54.9	170.1	184.7	222.3
(지배)순이익	**60.6**	**54.7**	**29.7**	**39.6**	**56.1**	**56.3**	**55.1**	**54.9**	**170.1**	**184.7**	**222.3**
(YoY)	16.2%	50.1%	-41.3%	28.4%	-7.6%	2.9%	85.3%	38.6%	8.2%	8.6%	20.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 오리온/롯데웰푸드

오리온의 3분기 연결기준 영업이익은 1,509억원으로 YoY +9% 증가하였다. 원부재료비 및 물류비 상승 부담 등에도 불구하고, 주요 4개국에 고른 판매량 성장과 현지통화 강세 효과 등에 힘입어, 전사 영업이익이 전년동기 대비 개선되었다. 특히, 채널전용 제품과 기능성 신제품 확대 등을 통해, 현지통화 기준 매출액은 한국 +5%, 중국 +4%, 베트남 +4%, 러시아 +22% 성장하였다.

동사의 4분기 연결기준 영업이익은 1,656억원으로 YoY -1% 감소할 전망이다. 춘절 시점 차이 영향으로 현지통화 기준 매출 성장률은 3분기 대비 반등할 것으로 전망되나, 원화 대비 현지통화 약세 영향으로 인해, 전사 매출액과 영업이익 증가율이 3분기 대비 부진할 것으로 전망된다. 중기적으로는 가격 전가 여부와 신규 주주환원정책 발표가 중요할 전망이다. 동사는 수년간 가격 인상을 보수적으로 진행해왔으나, 최근 비용 상승 부담으로 수익성 하락 압력이 강해지면서, 가격 전가 여부를 검토할 가능성이 높아졌다. 또한, 내년에는 새로운 3개년 주주환원정책을 발표할 가능성이 높기 때문에, 최근의 배당성향 상향 흐름이 이어질지 여부에 주목할 필요가 있다.

롯데웰푸드의 3분기 연결기준 영업이익은 899억원(+30% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. **국내**는 매출이 YoY -2% 감소하였으나, 영업이익률은 YoY +1%p 개선되었다. 빙과 매출 부진 영향을 건과 매출 증가와 ERP 관련 비용 감소 영향으로 방어하면서, 영업이익이 YoY 증가하였다. **해외**는 매출이 YoY +16% 증가하였고, 영업이익률은 YoY +4.3%p 상승하였다. 코코아 투입단가 상승 부담이 완화된 가운데, 주요 국가에서 원가 부담을 판가로 전가하는 가격 인상을 단행하였고, 인도는 초코파이 4라인과 푸네 공장 가동 확대로 건과와 빙과 판매량 모두 크게 증가하였기 때문이다.

동사의 4분기 실적은 큰 폭의 흑자전환을 기록(4Q26E 영업이익 297억원)하면서, 올해 연간 영업이익은 역대 최대 실적을 달성할 전망이다. 해외법인의 주요 현지통화가 원화 대비 약세인 점은 부담 요인이나, 인도의 매출 고성장과 코코아 투입단가 상승 부담 완화가 지속되고 있고, 전년동기 일회성 비용(금값 관련 일회성 인건비, 홈플러스 충당금 관련 비용 등)에 따른 기저효과가 더해지면서 수익성 개선 폭이 강해질 전망이다. 내년에는 인도 중심의 글로벌 판매량 증가가 지속될 것으로 기대되는 가운데, 비용 상승 부담의 가격 전가 여부와 인도법인의 판매량 성장률이 주요 관전포인트가 될 것으로 판단된다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**930.4**	**893.6**	**922.7**	**961.0**	**933.2**	**882.7**	**941.2**	**1,014.1**	**3,332.4**	**3,707.7**	**3,771.2**
(YoY)	16.0%	15.0%	11.3%	3.9%	0.3%	-1.2%	2.0%	5.5%	7.3%	11.3%	1.7%
한국	283.4	300.0	296.5	297.0	290.7	307.8	304.0	304.8	1,145.8	1,176.9	1,207.4
(YoY)	0.4%	3.0%	4.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.7%	4.4%	2.7%	2.6%
중국	409.7	378.0	384.0	370.8	403.6	363.5	386.0	389.4	1,320.7	1,542.5	1,542.5
(YoY)	24.8%	24.0%	13.8%	5.9%	-1.5%	-3.8%	0.5%	5.0%	4.0%	16.8%	0.0%
베트남	151.3	116.4	130.6	187.9	147.8	113.2	132.3	199.5	538.1	586.3	592.9
(YoY)	17.9%	13.5%	8.3%	0.7%	-2.3%	-2.7%	1.3%	6.1%	4.6%	9.0%	1.1%
러시아	90.5	105.0	109.2	105.2	93.5	101.6	116.1	119.6	339.4	409.9	430.7
(YoY)	34.7%	29.9%	21.9%	3.3%	3.3%	-3.2%	6.3%	13.6%	47.3%	20.8%	5.1%
기타 및 조정	-4.5	-5.8	2.4	0.0	-2.5	-3.4	2.7	0.9	-11.6	-7.9	-2.3
영업이익	**165.5**	**132.6**	**150.9**	**165.6**	**164.4**	**138.4**	**158.2**	**181.0**	**558.3**	**614.5**	**642.0**
(YoY)	26.0%	9.2%	9.4%	-1.1%	-0.6%	4.4%	4.8%	9.3%	2.7%	10.1%	4.5%
(OPM)	17.8%	14.8%	16.3%	17.2%	17.6%	15.7%	16.8%	17.8%	16.8%	16.6%	17.0%
한국	48.5	41.2	40.2	45.2	48.0	44.9	43.9	49.2	186.8	175.0	186.0
(OPM)	17.1%	13.7%	13.6%	15.2%	16.5%	14.6%	14.4%	16.1%	16.3%	14.9%	15.4%
중국	79.9	64.8	73.2	69.7	78.3	66.0	77.2	74.7	241.7	287.5	296.3
(OPM)	19.5%	17.1%	19.1%	18.8%	19.4%	18.2%	20.0%	19.2%	18.3%	18.6%	19.2%
베트남	26.6	14.4	21.2	38.4	25.9	14.2	21.5	41.1	96.5	100.5	102.7
(OPM)	17.6%	12.4%	16.2%	20.4%	17.5%	12.6%	16.3%	20.6%	17.9%	17.1%	17.3%
러시아	14.2	15.4	17.3	17.5	15.8	16.5	19.7	21.0	46.5	64.4	73.0
(OPM)	15.7%	14.7%	15.8%	16.6%	16.9%	16.3%	17.0%	17.6%	13.7%	15.7%	17.0%
기타 및 조정	-3.7	-3.2	-1.0	-5.0	-3.7	-3.2	-4.2	-5.0	-13.3	-13.0	-16.1
세전이익	176.6	128.9	92.7	162.6	166.0	140.0	159.7	182.6	546.6	560.9	648.3
순이익	126.8	86.6	57.9	118.9	120.1	100.9	115.4	133.6	390.6	390.2	470.0
(지배)순이익	**124.5**	**86.2**	**55.1**	**116.5**	**117.4**	**98.6**	**112.8**	**131.1**	**382.7**	**382.2**	**459.8**
(YoY)	19.3%	23.4%	-46.4%	10.0%	-5.7%	14.4%	104.8%	12.5%	-27.0%	-0.1%	20.3%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국	17.7%	9.0%	4.4%	7.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-0.5%	9.4%	4.5%
베트남 내수	24.7%	7.0%	4.2%	10.0%	3.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.7%	11.4%	5.2%
러시아 내수	14.9%	11.4%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%	31.6%	17.3%	17.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데웰푸드 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**1,027.3**	**1,155.7**	**1,173.9**	**1,053.3**	**1,056.9**	**1,151.2**	**1,201.4**	**1,085.5**	**4,216.0**	**4,410.2**	**4,495.1**
(YoY)	5.4%	8.6%	1.5%	3.3%	2.9%	-0.4%	2.4%	3.1%	4.2%	4.6%	1.9%
국내	770.4	859.8	918.2	774.1	787.8	859.7	934.8	784.5	3,282.8	3,322.5	3,366.8
(YoY)	1.7%	3.3%	-1.7%	2.0%	2.3%	0.0%	1.8%	1.3%	1.6%	1.2%	1.3%
건과	292.2	276.0	296.9	317.9	304.3	284.3	305.8	327.4	1,132.8	1,183.0	1,221.8
(YoY)	2.7%	5.2%	4.7%	5.2%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%	2.6%	4.4%	3.3%
빙과	103.3	193.1	225.3	83.2	104.3	191.1	232.0	84.0	607.1	604.8	611.5
(YoY)	2.6%	6.2%	-7.4%	2.0%	1.0%	-1.0%	3.0%	1.0%	-0.5%	-0.4%	1.1%
유지	120.7	131.4	124.1	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	490.7	501.2	500.0
기타	254.2	259.3	271.9	248.1	254.2	259.3	271.9	248.1	1,052.1	1,033.5	1,033.5
해외	270.5	311.2	271.0	292.2	282.7	306.7	282.0	314.1	980.9	1,144.9	1,185.5
(YoY)	17.6%	27.6%	16.0%	6.8%	4.5%	-1.4%	4.1%	7.5%	14.5%	16.7%	3.5%
인도	93.4	133.4	90.5	74.8	98.1	134.6	97.0	84.6	326.2	392.1	414.2
(YoY)	16.5%	27.9%	22.6%	10.3%	5.0%	0.9%	7.2%	13.1%	12.3%	20.2%	5.6%
(루피 YoY)	22.1%	32.2%	30.7%	26.3%	18.3%	12.7%	12.4%	13.1%	12.0%	28.2%	14.0%
건과	39.1	35.6	40.6	38.3	41.7	34.1	41.2	40.7	129.6	153.6	157.7
(YoY)	14.9%	27.9%	21.6%	11.6%	6.5%	-4.2%	1.5%	6.3%	10.1%	18.5%	2.7%
(루피 YoY)	20.4%	32.2%	29.7%	27.8%	20.0%	7.0%	6.4%	6.3%	9.9%	27.3%	9.8%
빙과	54.3	97.8	49.8	36.5	56.4	100.5	55.8	43.9	196.6	238.5	256.6
(YoY)	17.7%	27.9%	23.4%	8.9%	3.9%	2.7%	11.9%	20.2%	13.7%	21.3%	7.6%
(루피 YoY)	23.3%	32.1%	31.6%	24.7%	17.0%	14.8%	17.3%	20.2%	13.4%	28.7%	16.7%
카자흐스탄	83.0	84.8	85.4	115.8	89.8	83.6	88.3	122.3	290.6	368.9	383.9
(YoY)	22.8%	39.7%	32.4%	18.3%	8.2%	-1.4%	3.4%	5.6%	9.8%	26.9%	4.1%
(텡게 YoY)	18.8%	20.9%	11.2%	8.9%	6.0%	3.8%	6.0%	5.6%	16.3%	14.2%	5.4%
러시아	29.2	31.7	29.0	31.3	27.7	27.8	29.3	32.9	110.2	121.2	117.6
(YoY)	19.9%	17.0%	8.1%	-1.9%	-5.2%	-12.4%	1.0%	5.0%	29.8%	10.0%	-3.0%
(루블 YoY)	-0.2%	0.8%	6.6%	9.7%	9.0%	9.0%	8.7%	5.0%	12.0%	4.4%	7.8%
기타	64.8	61.3	66.2	70.4	67.1	60.8	67.4	74.4	254.0	262.7	269.8
기타 및 조정	-13.6	-15.3	-15.3	-13.0	-13.6	-15.3	-15.3	-13.0	-47.8	-57.2	-57.2
영업이익	**35.8**	**64.7**	**89.9**	**29.7**	**47.3**	**61.3**	**92.8**	**31.2**	**109.5**	**220.0**	**232.5**
(YoY)	118.4%	88.5%	29.7%	흑전	32.1%	-5.3%	3.2%	5.2%	-30.3%	100.9%	5.7%
(OPM)	3.5%	5.6%	7.7%	2.8%	4.5%	5.3%	7.7%	2.9%	2.6%	5.0%	5.2%
국내	27.6	38.4	69.4	12.9	32.7	36.1	70.8	12.8	84.2	148.4	152.4
(OPM)	3.6%	4.5%	7.6%	1.7%	4.2%	4.2%	7.6%	1.6%	2.6%	4.5%	4.5%
해외	12.0	29.6	23.1	19.9	18.4	28.4	24.6	21.6	38.4	84.6	93.0
(OPM)	4.4%	9.5%	8.5%	6.8%	6.5%	9.3%	8.7%	6.9%	3.9%	7.4%	7.8%
기타 및 조정	-3.8	-3.3	-2.6	-3.1	-3.8	-3.3	-2.6	-3.1	-13.1	-12.9	-12.9
세전이익	24.0	53.1	70.2	21.1	38.1	52.1	83.6	22.0	100.1	168.4	195.7
당기순이익	16.7	36.1	51.9	15.3	27.6	37.8	60.6	16.0	71.4	120.0	141.9
지배주주순이익	**17.3**	**37.3**	**50.8**	**15.3**	**27.6**	**37.8**	**60.6**	**16.0**	**72.3**	**120.7**	**141.9**
(YoY)	-27.0%	111.4%	4.3%	흑전	59.9%	1.1%	19.2%	4.3%	-14.6%	67.0%	17.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) CJ제일제당

CJ제일제당의 3분기 연결기준 영업이익은 3,090억원(-7% YoY)으로 시장 기대치(대한통운 제외기준 2,030억원(+7% YoY))에 부합하였다. **라이프스타일 식품** 부문은 매출이 YoY +4% 증가하고, 영업이익률이 YoY -0.2%p 하락하였다. 원부재료 및 물류비 상승 부담을 국내 가공식품 가격 인상과 고정비 절감 등을 통해, 수익성 하락을 방어한 것으로 추산된다. **핵심소재** 부문은 매출이 QoQ -10% 감소하고, 영업이익이 QoQ -49억원 감소하였다. 셀렉타 실적 호조, 라이신 매출 증가, 국내 소재식품 성수기 진입 영향에도 불구하고, 메티오닌/트립토판 시황 악화로 영업이익이 전분기 대비 감소한 것으로 추산된다. **기술소재** 부문은 매출이 YoY +20% 증가하였으나, 영업적자는 YoY -156억원 확대되었다. TNR/PHA 등의 매출 확대 불구, 핵산 시황 및 제품 믹스 악화로 수익성이 악화된 것으로 추산된다.

동사는 4분기 실적 가이던스로 매출 YoY +Low single digit 증가, 영업이익률 5%대를 제시하였다(대한통운 제외 기준). **라이프스타일 식품** 부문은 국내 가공식품 가격 인상 효과가 본격화되면서, 3분기와 유사한 실적 흐름을 보일 전망이다. **핵심소재** 부문은 라이신/셀렉타 시황 개선에도 불구하고, 메티오닌/트립토판 시황 악화, 국내 소재식품 비수기 진입 영향으로 전분기 대비 이익이 크게 감소할 전망이다. **기술소재** 부문은 핵산 판가 인상 및 판매량 증가 효과에 힘입어, 전분기 대비 이익이 개선될 것으로 전망된다.

27년 실적 전망에서 26년 2~3분기 메티오닌 시황 호조에 따른 이익 역기저와 미국 피자 시장 부진이 우려 요인이다. 다만, **국내 소재식품에서 마진 방어 능력을 보유하고 있고, 중국산 규제 강화로 라이신 시황이 개선될 가능성**이 있기 때문에, 전사 수익성을 방어할 여력을 갖추고 있는 것으로 판단된다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**7,111**	**7,362**	**7,395**	**7,356**	**7,287**	**7,395**	**7,570**	**7,573**	**27,343**	**29,225**	**29,826**
(YoY)	6.1%	9.5%	7.0%	5.0%	2.5%	0.5%	2.4%	3.0%	-6.9%	6.9%	2.1%
대통제외	4,027	4,195	4,230	4,142	4,074	4,093	4,271	4,225	15,645	16,594	16,663
(YoY)	4.3%	10.2%	5.7%	4.2%	1.2%	-2.4%	1.0%	2.0%	-12.5%	6.1%	0.4%
라이프스타일 식품	2,582	2,382	2,574	2,524	2,559	2,322	2,575	2,603		10,063	10,058
(YoY)			3.8%	1.0%	-0.9%	-2.6%	0.0%	3.1%			0.0%
해외	1,556	1,507	1,509	1,589	1,492	1,411	1,489	1,649		6,161	6,041
(YoY)			3.7%	-1.4%	-4.1%	-6.4%	-1.4%	3.8%			-2.0%
미주	1,290	1,226	1,243	1,318	1,221	1,130	1,209	1,351		5,076	4,910
(YoY)			2.8%	-2.1%	-5.4%	-7.8%	-2.7%	2.5%			-3.3%
(USD YoY)			0.1%	5.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%			2.5%
미주 外	265	282	266	272	271	282	280	299		1,085	1,131
(YoY)			7.9%	2.0%	2.0%	0.0%	5.0%	10.0%			4.2%
국내	1,027	875	1,065	934	1,068	910	1,086	953		3,901	4,017
(YoY)			3.9%	5.5%	4.0%	4.0%	2.0%	2.0%			3.0%
기술소재	209	233	233	250	256	262	268	274		924	1,060
(YoY)			20.2%	22.6%	22.7%	12.2%	15.2%	9.6%			14.6%
핵심소재	1,237	1,579	1,423	1,317	1,243	1,431	1,373	1,340		5,555	5,388
(YoY)			7.0%	3.3%	0.6%	-9.4%	-3.5%	1.8%			-3.0%
대한통운	3,215	3,380	3,358	3,362	3,343	3,515	3,492	3,496	12,285	13,314	13,847
기타 및 조정	-130	-213	-193	-147	-130	-213	-193	-147	-587	-684	-684
영업이익	**238**	**258**	**309**	**329**	**287**	**242**	**337**	**360**	**1,234**	**1,133**	**1,226**
(YoY)	-19.5%	-16.4%	-7.4%	11.1%	20.7%	-6.1%	9.1%	9.5%	-20.6%	-8.1%	8.2%
(OPM)	3.3%	3.5%	4.2%	4.5%	3.9%	3.3%	4.5%	4.8%	4.5%	3.9%	4.1%
대통제외	149	162	203	207	185	132	216	221	728	720	753
(OPM)	3.7%	3.9%	4.8%	5.0%	4.5%	3.2%	5.1%	5.2%	4.6%	4.3%	4.5%
라이프스타일 식품	113	56	119	134	113	66	125	137		421	441
(OPM)	4.4%	2.3%	4.6%	5.3%	4.4%	2.8%	4.9%	5.3%		4.2%	4.4%
기술소재	-2	-7	-24	3	-1	-7	-9	1		-30	-16
(OPM)	-0.9%	-3.1%	-10.4%	1.3%	-0.4%	-2.8%	-3.5%	0.5%		-3.3%	-1.6%
핵심소재	37	113	109	70	73	74	100	82		329	329
(OPM)	3.0%	7.2%	7.6%	5.3%	5.9%	5.1%	7.3%	6.1%		5.9%	6.1%
대한통운	92	102	111	124	105	116	126	142	508	428	488
기타 및 조정	-2	-6	-5	-2	-2	-6	-5	-2	-2	-15	-15
세전이익	170	-3	100	205	163	122	215	235	65	472	735
순이익	120	-4	62	150	119	89	157	172	-417	327	537
(지배)순이익	**82**	**-14**	**19**	**102**	**80**	**47**	**109**	**116**	**-572**	**189**	**352**
(YoY)	343.2%	적전	-73.7%	흑전	-1.6%	흑전	470.7%	13.7%	적전	흑전	86.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) CJ프레시웨이/롯데칠성/하이트진로

CJ프레시웨이의 3분기 연결기준 영업이익은 238억원(-29% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 전사 취급고와 매출액은 마켓보로 연결 편입 이후 온라인 사업의 고성장이 이어지면서, 각각 YoY +17%, +7% 증가하였다. 다만, 온라인 사업 성장을 위한 투자 비용이 확대되면서 매출총이익률과 영업이익률은 전년동기 대비 하락하였다.

3분기 수익성 악화에도 불구하고, 온라인 사업(식봄)의 GMV 고성장과 시장 선점이 지속되고 있는 점은 고무적인 부분으로 판단된다. 동사는 4분기에도 온라인 사업 성장에 대한 투자를 강화하면서, **식봄의 올해 연간 GMV가 4,000억원을 달성할 것으로 기대**된다.

동사는 온라인 사업에 대한 지속적인 투자와 함께, 10월부터 거래액 규모가 큰 축산물 상품을 본격 확대할 계획인데, 재고 리스크를 줄이기 위해 직매입 보다는 2P 형태로 운영할 계획이다. 만약, **축산물 등 메인 식재에 대한 침투율이 상승한다면, 동사의 온라인 사업 GMV가 다시 한번 크게 성장할 것으로 기대**된다.

더불어, **내년에는 기존 식자재유통 사업의 매익률 개선과 온라인 사업의 판매수수료율 인상을 통해, 전사 수익성 개선을 도모할 계획**이다. 동사는 21년 이후 매출 규모 확대를 위해, 상품 마진율을 적극적으로 개선시키지 않았으나, 내년 상반기부터는 전사 수익성 제고를 위해 상품 마진율 개선 작업을 확대할 계획이다.

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**833.9**	**923.2**	**961.4**	**977.8**	**910.7**	**1,003.8**	**1,038.9**	**1,080.5**	**3,481.1**	**3,696.4**	**4,033.9**
(YoY)	4.4%	4.5%	6.7%	8.9%	9.2%	8.7%	8.1%	10.5%	7.9%	6.2%	9.1%
식자재유통	399.9	418.4	446.1	463.6	455.5	474.3	504.8	539.5	1,562.2	1,728.0	1,974.2
(YoY)	5.3%	6.4%	14.3%	16.2%	13.9%	13.4%	13.2%	16.4%	6.6%	10.6%	14.2%
외식식자재	286.7	302.0	320.7	329.3	334.4	349.8	370.7	395.8	1,130.9	1,238.7	1,450.6
식품 원료	113.2	116.4	125.4	134.3	121.1	124.5	134.2	143.7	431.3	489.3	523.6
급식사업	427.4	498.2	509.3	508.0	448.6	522.9	528.1	534.8	1,893.4	1,942.9	2,034.3
(YoY)	3.6%	2.9%	1.1%	3.1%	5.0%	5.0%	3.7%	5.3%	11.0%	2.6%	4.7%
급식식자재	231.6	270.0	267.5	270.5	240.9	280.8	283.6	286.8	1,050.4	1,039.6	1,092.0
단체급식	195.8	228.2	241.8	237.5	207.7	242.1	244.5	248.0	843.0	903.3	942.3
기타	6.6	6.6	6.0	6.3	6.6	6.6	6.0	6.3	25.5	25.5	25.5
매출총이익	**139.1**	**164.5**	**168.5**	**165.8**	**149.7**	**179.2**	**182.0**	**182.4**	**634.2**	**637.9**	**693.4**
(GPM)	16.7%	17.8%	17.5%	17.0%	16.4%	17.9%	17.5%	16.9%	18.2%	17.3%	17.2%
판관비	**128.0**	**141.0**	**144.7**	**143.7**	**138.5**	**148.0**	**151.6**	**152.8**	**532.5**	**557.4**	**591.0**
(판관비율)	15.4%	15.3%	15.0%	14.7%	15.2%	14.7%	14.6%	14.1%	15.3%	15.1%	14.6%
영업이익	**11.0**	**23.5**	**23.8**	**22.1**	**11.2**	**31.2**	**30.4**	**29.6**	**101.7**	**80.5**	**102.4**
(YoY)	3.8%	-14.2%	-29.2%	-26.1%	1.7%	32.6%	27.5%	33.7%	8.1%	-20.8%	27.2%
(OPM)	1.3%	2.5%	2.5%	2.3%	1.2%	3.1%	2.9%	2.7%	2.9%	2.2%	2.5%
세전이익	4.3	12.8	20.9	13.1	2.5	22.4	21.6	20.8	61.2	51.1	67.4
순이익	3.1	10.1	22.3	9.7	-1.2	18.2	17.4	16.6	50.1	45.3	51.1
(지배)순이익	**3.1**	**11.7**	**25.0**	**9.7**	**11.5**	**13.2**	**13.2**	**13.2**	**50.1**	**49.5**	**51.1**
(YoY)	95.8%	-22.0%	7.5%	-5.3%	268.0%	12.7%	-47.3%	35.8%	93.3%	-1.1%	3.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성의 3분기 연결기준 영업이익은 570억원(-38% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다. 명절 시점 차이에 따른 부정적 영향, 중동 전쟁 이후 원부재료 투입단가 상승 부담, 미얀마 원액 수급 차질에 따른 매출 부진 등의 영향으로 국내 음료와 해외 자회사의 영업이익이 당사 기대치를 하회하였다.

별도기준 매출은 전년동기 대비 -3% 감소하였고, 영업이익률은 YoY -2.9%p 하락하였다. 주류 매출은 RTD 주류 중심으로 견조하였으나, 명절 시점 차이에 따른 부정적 영향, 음료 가격 인상 이후 소비자 저항, 원부재료 투입단가 상승 부담 등으로 인해, 음료 사업이 부진한 실적을 시현하였다. **글로벌**은 중동 전쟁 이후 원부재료 투입단가 상승 부담과 미얀마 원액 수급 차질 영향으로 인해, 필리핀과 미얀마는 이익이 전년동기 대비 감소하였으나, 상대적으로 가격 전가력이 양호했던 파키스탄의 이익은 전년동기 대비 증가하였다.

동사의 4분기 실적은 3분기 대비 양호한 모습을 보일 전망이다. 명절 시점 차이에 따른 부정적 영향이 사라지고, 전년동기 일회성 비용(희망퇴직 및 금값 관련 일회성 인건비, 홈플러스 충당금 관련 비용 등)에 따른 기저효과로 수익성이 개선될 전망이다. 내년에는 원재료 투입단가 안정화에 따른 마진 스프레드 개선 여부가 관건이다. 동사는 올해 미국-이란 전쟁에 따른 부정적 영향을 가장 크게 받은 음식료 업체이다. 따라서, **내년에 원가가 안정화된다면, 업종 내에서 수익성 개선 효과가 상대적으로 크게 나타날 수 있다.**

하이트진로의 3분기 연결기준 영업이익은 577억원(+6% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 국내 주류 시장 부진, 명절 시점 차이에 따른 부정적 영향, 맥주 시장 점유율 부진 등의 영향으로 연결기준 매출액은 YoY -5.5% 감소하였으나, 마케팅 비용 절감(약 240억원) 등 비용 절감 등에 힘입어, 전사 영업이익률이 YoY +1%p 개선되었다.

동사의 4분기 연결기준 영업이익은 192억원으로 전망된다. 전반적인 음주 문화 변화로 인해, 국내 소주와 맥주 시장 침체가 지속되고 있으나, 마케팅 비용 절감과 전년동기 일회성 비용(희망퇴직 관련 비용과 장기종업원급여충당금 증가) 등에 따른 기저효과로 인해, 전사 수익성은 전년동기 대비 개선될 것으로 추산된다.

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**952.5**	**1,112.9**	**1,050.1**	**916.6**	**946.0**	**1,102.6**	**1,057.1**	**939.0**	**3,971.1**	**4,032.2**	**4,044.6**
(YoY)	4.6%	2.4%	-2.7%	2.5%	-0.7%	-0.9%	0.7%	2.4%	-1.3%	1.5%	0.3%
별도기준	608.4	695.6	711.6	583.9	620.2	704.1	721.1	591.3	2,567.0	2,599.5	2,636.7
(YoY)	1.2%	2.1%	-2.8%	5.6%	2.0%	1.2%	1.3%	1.3%	-5.7%	1.3%	1.4%
음료	414.2	500.5	513.3	391.7	420.2	503.2	520.5	396.8	1,814.3	1,819.7	1,840.6
(YoY)	1.5%	1.7%	-4.7%	4.2%	1.5%	0.5%	1.4%	1.3%	-5.0%	0.3%	1.2%
주류	194.2	195.1	198.2	192.2	200.0	201.0	200.6	194.5	752.7	779.7	796.1
(YoY)	0.7%	3.2%	2.5%	8.4%	3.0%	3.0%	1.2%	1.2%	-7.5%	3.6%	2.1%
연결-별도	344.2	417.3	338.5	332.7	325.8	398.5	336.0	347.7	1,404.2	1,432.7	1,407.9
필리핀(73.6%)	258.9	298.1	248.1	249.3	235.7	273.1	236.5	254.3	1,076.5	1,054.4	999.6
파키스탄(52%)	42.3	59.7	55.4	39.0	44.4	62.7	58.2	40.9	169.1	196.4	206.2
미얀마(77.8%)	26.8	32.2	13.7	12.0	29.5	35.4	20.0	20.0	80.1	84.7	104.9
기타 및 조정	16.2	27.3	21.3	32.4	16.2	27.3	21.3	32.4	78.5	97.2	97.2
영업이익	**47.8**	**55.8**	**57.0**	**19.9**	**48.5**	**59.9**	**64.1**	**24.5**	**167.2**	**180.5**	**197.0**
(YoY)	91.0%	-10.4%	-37.9%	흑전	1.5%	7.3%	12.5%	23.3%	-9.6%	8.0%	9.1%
(OPM)	5.0%	5.0%	5.4%	2.2%	5.1%	5.4%	6.1%	2.6%	4.2%	4.5%	4.9%
별도기준	36.7	28.0	46.2	11.4	36.7	31.1	47.9	12.3	102.1	122.3	128.0
(YoY)	34.7%	5.3%	-33.0%	흑전	0.0%	11.1%	3.7%	7.6%	-26.5%	19.8%	4.7%
(OPM)	6.0%	4.0%	6.5%	2.0%	5.9%	4.4%	6.6%	2.1%	4.0%	4.7%	4.9%
음료	21.1	20.5	29.0	8.3	20.3	22.7	30.5	9.0	73.9	78.9	82.5
(OPM)	5.1%	4.1%	5.6%	2.1%	4.8%	4.5%	5.9%	2.3%	4.1%	4.3%	4.5%
주류	15.6	7.5	17.2	3.2	16.4	8.3	17.4	3.3	28.2	43.5	45.5
(OPM)	8.0%	3.8%	8.7%	1.6%	8.2%	4.2%	8.7%	1.7%	3.7%	5.6%	5.7%
연결-별도	11.1	27.9	10.8	8.4	11.8	28.8	16.2	12.2	65.1	58.2	69.0
필리핀(73.6%)	5.4	7.9	0.8	6.8	4.7	7.1	3.5	7.6	17.9	20.9	23.0
파키스탄(52%)	1.0	5.0	5.3	1.7	1.6	5.8	6.0	2.2	15.0	13.0	15.6
미얀마(77.8%)	4.6	6.5	0.6	1.0	5.4	7.5	2.5	3.4	20.6	12.7	18.8
기타 및 조정	0.1	8.5	4.1	-1.0	0.1	8.5	4.1	-1.0	11.6	11.7	11.7
세전이익	34.2	34.2	52.2	0.0	31.5	43.1	48.4	4.7	83.9	120.6	127.6
순이익	25.3	28.2	40.5	-0.1	23.0	31.4	35.3	3.4	51.2	93.9	93.1
(지배)순이익	**24.4**	**25.6**	**40.1**	**-2.1**	**21.7**	**29.7**	**34.3**	**-0.6**	**47.2**	**87.9**	**85.1**
(YoY)	247.5%	3.2%	-32.4%	적지	-10.8%	16.1%	-14.5%	적지	-20.1%	86.2%	-3.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**590.8**	**618.6**	**632.4**	**555.1**	**601.0**	**619.5**	**633.2**	**549.7**	**2,498.6**	**2,396.9**	**2,403.4**
(YoY)	-3.6%	-4.3%	-5.5%	-2.6%	1.7%	0.1%	0.1%	-1.0%	-3.9%	-4.1%	0.3%
별도기준	517.4	542.5	560.2	502.8	527.6	543.4	561.0	497.5	2,240.4	2,123.0	2,129.4
(YoY)	-5.3%	-5.5%	-6.5%	-3.6%	2.0%	0.2%	0.1%	-1.1%	-3.8%	-5.2%	0.3%
맥주	157.9	173.7	202.1	137.4	158.7	174.7	203.1	138.3	751.6	671.1	674.8
(YoY)	-8.1%	-15.9%	-10.2%	-7.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	-8.3%	-10.7%	0.6%
제품	137.9	150.2	175.0	115.7	137.9	150.2	175.0	115.7	657.3	578.8	578.8
(YoY)	-8.1%	-17.9%	-11.3%	-9.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-8.9%	-12.0%	0.0%
상품/기타	20.1	23.6	27.0	21.7	20.9	24.5	28.1	22.6	94.3	92.4	96.1
소주	332.8	331.7	321.3	321.9	333.6	333.3	322.6	323.7	1,275.4	1,253.6	1,253.6
(YoY)	-3.2%	-0.8%	-5.4%	0.0%	0.3%	0.5%	0.4%	0.6%	-1.4%	-1.7%	0.0%
기타	26.7	37.0	36.8	43.6	35.2	35.4	35.3	35.6	213.5	198.2	201.0
연결-별도	73.4	76.1	72.2	52.3	73.4	76.1	72.2	52.3	258.1	273.9	273.9
매출총이익	**264.7**	**285.4**	**281.2**	**231.8**	**266.3**	**275.0**	**281.7**	**230.4**	**1,109.5**	**1,063.2**	**1,053.4**
(GPM)	44.8%	46.1%	44.5%	41.8%	44.3%	44.4%	44.5%	41.9%	44.4%	44.4%	43.8%
별도기준	228.0	248.3	246.8	210.8	229.6	237.8	247.3	209.3	989.4	933.9	924.1
(GPM)	44.1%	45.8%	44.1%	41.9%	43.5%	43.8%	44.1%	42.1%	44.2%	44.0%	43.4%
연결-별도	36.7	37.1	34.4	21.0	36.7	37.1	34.4	21.0	120.1	129.3	129.3
판관비	**208.8**	**220.5**	**223.5**	**212.6**	**207.3**	**227.2**	**211.2**	**207.8**	**937.2**	**865.3**	**853.4**
(판관비율)	35.3%	35.6%	35.3%	38.3%	34.5%	36.7%	33.4%	37.8%	37.5%	36.1%	35.5%
별도기준	179.0	186.2	188.8	183.1	177.5	192.9	176.4	178.3	817.0	737.0	725.1
(판관비율)	34.6%	34.3%	33.7%	36.4%	33.6%	35.5%	31.5%	35.8%	36.5%	34.7%	34.1%
연결-별도	29.8	34.3	34.7	29.5	29.8	34.3	34.7	29.5	120.2	128.3	128.3
영업이익	**55.9**	**64.9**	**57.7**	**19.2**	**59.0**	**47.8**	**70.6**	**22.6**	**172.3**	**197.9**	**199.9**
(YoY)	-10.8%	0.7%	6.2%	흑전	5.5%	-26.3%	22.2%	17.2%	-17.2%	14.8%	1.1%
(OPM)	9.5%	10.5%	9.1%	3.5%	9.8%	7.7%	11.1%	4.1%	6.9%	8.3%	8.3%
별도기준	49.0	62.1	58.1	27.7	52.1	45.0	70.9	31.0	172.3	196.9	198.9
(YoY)	-18.5%	4.2%	8.7%	흑전	6.2%	-27.6%	22.1%	12.0%	-14.5%	14.2%	1.1%
(OPM)	9.5%	11.4%	10.4%	5.5%	9.9%	8.3%	12.6%	6.2%	7.7%	9.3%	9.3%
연결-별도	6.9	2.9	-0.3	-8.4	6.9	2.9	-0.3	-8.4	0.0	1.0	1.0
세전이익	50.6	54.0	39.1	2.4	41.8	30.6	53.4	5.4	66.8	146.1	131.2
순이익	35.8	40.5	28.7	1.6	29.9	21.9	38.2	3.8	41.1	106.7	93.8
(지배)순이익	**36.0**	**40.7**	**28.9**	**1.6**	**29.9**	**21.9**	**38.2**	**3.8**	**41.5**	**107.2**	**93.8**
(YoY)	-5.3%	23.0%	-15.1%	흑전	-16.9%	-46.1%	32.1%	132.5%	-56.7%	158.4%	-12.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

기업분석

BGF리테일 (282330)	BUY(Maintain)/목표주가 182,000원 돋보이는 안정성
현대백화점 (069960)	BUY(Maintain)/목표주가 130,000원 상대적 매력 부각
삼양식품 (003230)	BUY(Maintain)/목표주가 1,850,000원 다시 빨라지는 성장 엔진
KT&G (033780)	BUY(Maintain)/목표주가 264,000원 주주환원이 이끄는 주가 상승
오리온 (271560)	BUY(Maintain)/목표주가 155,000원 탄탄한 펀더멘탈
CJ프레시웨이 (051500)	BUY(Maintain)/목표주가 35,000원 협상력 상승을 증명할 때

BGF리테일 (282330)

BUY(Maintain)

목표주가 182,000원
주가(11/17) 140,800원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
Ra 권용일

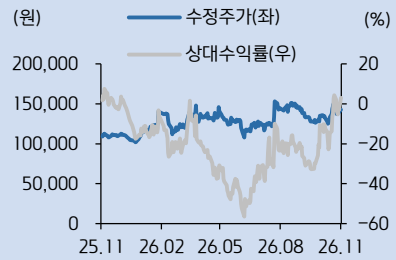
Stock Data

KOSPI (11/17)		4,968.48pt
시가총액		24,336억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	153,100원	102,000원
최고/최저가 대비 등락	-8.0%	38.0%
주가수익률	절대	상대
1M	4.3%	19.0%
6M	0.1%	50.9%
1Y	28.9%	2.6%

Company Data

발행주식수		17,284천주
일평균 거래량(3M)		51천주
외국인 지분율		39.2%
배당수익률(26E)		3.3%
BPS(26E)		83,934원
주요 주주	비지에프 외 17 인	45.6%

Price Trend



돋보이는 안정성

>>> 가공식품 가격 인상과 인바운드 수혜

내년 금리 상승과 백화점 역기저 부담 속에서도 순수 편의점 업체인 동사는 가계 구매력 둔화에 방어적이고, 소비자 저항이 크지 않은 가공식품 가격 인상과 인바운드 증가의 수혜를 동시에 누릴 수 있다.

외국인 매출은 비수도권 확산과 국적 다변화로 성장세가 매분기 확대되고 있고(1Q26 +53% → 3Q26 +67%), 저가 상품 중심이라 환율 영향에서도 상대적으로 자유롭다.

>>> 본업 회복과 자회사 기저효과 기대

2027년 연결 매출액은 9조 7,396억원(+2.9% YoY), 영업이익은 3,354억원(+12.5% YoY)으로 전망한다.

가공식품 가격 인상과 인바운드 증가 수혜에 따른 편의점 동일점 매출 성장과 올해 화물연대 파업과 유가 상승으로 부진했던 로지스 등 자회사 실적의 낮은 기저 정상화에 힘입어, 전사 수익성이 전년동기 대비 개선될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 182,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,698.8	9,061.2	9,464.3	9,739.6	10,016.7
영업이익	251.6	253.9	298.1	335.4	356.1
EBITDA	413.5	429.0	480.7	531.4	542.9
세전이익	245.3	247.2	282.3	333.2	362.3
순이익	195.2	195.3	217.1	256.2	278.6
지배주주지분순이익	195.2	195.3	217.1	256.2	278.6
EPS(원)	11,295	11,297	12,561	14,823	16,121
증감률(%,YoY)	-0.3	0.0	11.2	18.0	8.8
PER(배)	9.1	9.3	11.2	9.5	8.7
PBR(배)	1.50	1.38	1.68	1.50	1.35
EV/EBITDA(배)	5.0	5.0	5.9	5.7	6.0
영업이익률(%)	2.9	2.8	3.1	3.4	3.6
ROE(%)	17.3	15.6	15.7	16.7	16.3
순차입금비율(%)	-23.4	-25.7	-25.8	-35.4	-43.8

자료: 키움증권 리서치센터

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**2,120.4**	**2,426.8**	**2,515.2**	**2,401.9**	**2,196.4**	**2,458.4**	**2,627.1**	**2,457.6**	**9,061.2**	**9,464.3**	**9,739.6**
(YoY)	5.2%	6.0%	2.2%	4.8%	3.6%	1.3%	4.5%	2.3%	4.2%	4.4%	2.9%
별도기준	2,069.8	2,372.7	2,455.0	2,348.3	2,145.8	2,404.3	2,566.9	2,404.0	8,858.1	9,245.7	9,521.1
(YoY)	4.8%	6.0%	2.0%	4.9%	3.7%	1.3%	4.6%	2.4%	3.1%	4.4%	3.0%
매출총이익	**391.2**	**463.7**	**483.2**	**445.3**	**408.2**	**474.2**	**504.3**	**459.0**	**1,687.0**	**1,783.5**	**1,845.7**
(GPM)	18.4%	19.1%	19.2%	18.5%	18.6%	19.3%	19.2%	18.7%	18.6%	18.8%	18.9%
별도기준	375.2	447.2	459.0	428.3	391.7	457.2	479.6	441.5	1,616.6	1,709.8	1,770.0
(GPM)	18.1%	18.8%	18.7%	18.2%	18.3%	19.0%	18.7%	18.4%	18.2%	18.5%	18.6%
판관비	**353.1**	**378.9**	**382.4**	**371.0**	**361.4**	**379.8**	**390.0**	**379.1**	**1,433.1**	**1,485.4**	**1,510.2**
(YoY)	1.8%	5.3%	4.3%	3.2%	2.3%	0.2%	2.0%	2.2%	4.3%	3.6%	1.7%
(판관비율)	16.7%	15.6%	15.2%	15.4%	16.5%	15.4%	14.8%	15.4%	15.8%	15.7%	15.5%
별도기준	341.2	366.5	371.8	363.7	350.5	374.4	382.4	372.4	1,394.6	1,443.3	1,479.6
(YoY)	3.0%	4.6%	3.1%	3.2%	2.7%	2.1%	2.8%	2.4%	3.4%	3.5%	2.5%
(판관비율)	16.5%	15.4%	15.1%	15.5%	16.3%	15.6%	14.9%	15.5%	15.7%	15.6%	15.5%
영업이익	**38.1**	**84.9**	**100.8**	**74.3**	**46.8**	**94.4**	**114.3**	**79.8**	**253.9**	**298.1**	**335.4**
(YoY)	68.4%	22.2%	3.2%	15.6%	22.8%	11.3%	13.4%	7.4%	0.9%	17.4%	12.5%
(OPM)	1.8%	3.5%	4.0%	3.1%	2.1%	3.8%	4.4%	3.2%	2.8%	3.1%	3.4%
별도기준	34.0	80.7	87.2	64.6	41.2	82.8	97.2	69.1	222.0	266.5	290.4
(YoY)	46.7%	34.0%	4.4%	17.4%	21.2%	2.6%	11.5%	7.0%	-3.7%	20.1%	8.9%
(OPM)	1.6%	3.4%	3.6%	2.8%	1.9%	3.4%	3.8%	2.9%	2.5%	2.9%	3.0%
세전이익	38.3	74.8	95.3	73.8	46.2	93.9	113.8	79.3	247.2	282.3	333.2
순이익	29.3	56.8	74.2	56.8	35.6	72.2	87.5	61.0	195.3	217.1	256.2
(지배)순이익	**29.3**	**56.8**	**74.2**	**56.8**	**35.6**	**72.2**	**87.5**	**61.0**	**195.3**	**217.1**	**256.2**
(YoY)	119.2%	7.6%	-6.4%	14.1%	21.4%	27.0%	17.9%	7.3%	0.0%	11.2%	18.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	8,698.8	9,061.2	9,464.3	9,739.6	10,016.7
매출원가	7,073.0	7,374.2	7,680.8	7,894.0	8,115.7
매출총이익	1,625.7	1,687.0	1,783.5	1,845.7	1,901.0
판관비	1,374.1	1,433.1	1,485.4	1,510.2	1,544.9
영업이익	251.6	253.9	298.1	335.4	356.1
EBITDA	413.5	429.0	480.7	531.4	542.9
영업외손익	-6.3	-6.8	-15.8	-2.3	6.2
이자수익	28.4	26.9	26.8	34.6	43.1
이자비용	50.9	45.6	42.0	49.3	49.3
외환관련이익	3.4	2.0	2.0	2.0	2.0
외환관련손실	0.5	2.6	2.0	2.0	2.0
종속 및 관계기업손익	-0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
기타	14.2	11.6	-1.5	11.5	11.5
법인세차감전이익	245.3	247.2	282.3	333.2	362.3
법인세비용	50.1	51.9	65.1	77.0	83.7
계속사업순손익	195.2	195.3	217.1	256.2	278.6
당기순이익	195.2	195.3	217.1	256.2	278.6
지배주주순이익	195.2	195.3	217.1	256.2	278.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.2	4.2	4.4	2.9	2.8
영업이익 증감율	-0.6	0.9	17.4	12.5	6.2
EBITDA 증감율	2.4	3.7	12.1	10.5	2.2
지배주주순이익 증감율	-0.3	0.1	11.2	18.0	8.7
EPS 증감율	-0.3	0.0	11.2	18.0	8.8
매출총이익율(%)	18.7	18.6	18.8	19.0	19.0
영업이익률(%)	2.9	2.8	3.1	3.4	3.6
EBITDA Margin(%)	4.8	4.7	5.1	5.5	5.4
지배주주순이익률(%)	2.2	2.2	2.3	2.6	2.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,051.8	1,180.4	1,218.8	1,432.1	1,662.1
현금 및 현금성자산	324.8	414.0	450.4	649.3	864.8
단기금융자산	233.0	227.4	227.4	227.4	227.4
매출채권 및 기타채권	244.0	278.9	273.1	281.0	289.0
재고자산	212.3	215.6	223.5	230.0	236.5
기타유동자산	270.7	271.9	271.8	271.8	271.8
비유동자산	2,350.8	2,375.8	2,502.7	2,476.2	2,448.9
투자자산	351.1	349.2	350.1	351.1	352.0
유형자산	833.7	886.7	932.3	904.6	886.1
무형자산	78.6	74.3	74.7	75.0	65.2
기타비유동자산	1,087.4	1,065.6	1,145.6	1,145.5	1,145.6
자산총계	3,402.6	3,556.2	3,721.4	3,908.3	4,111.0
유동부채	1,296.2	1,328.3	1,355.9	1,374.8	1,393.8
매입채무 및 기타채무	871.1	905.3	933.0	951.8	970.8
단기금융부채	352.8	368.0	368.0	368.0	368.0
기타유동부채	72.3	55.0	54.9	55.0	55.0
비유동부채	922.3	914.8	914.8	914.8	914.8
장기금융부채	880.9	849.4	849.4	849.4	849.4
기타비유동부채	41.4	65.4	65.4	65.4	65.4
부채총계	2,218.5	2,243.1	2,270.7	2,289.6	2,308.6
지배지분	1,184.1	1,313.1	1,450.7	1,618.8	1,802.4
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	-8.2	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1
이익잉여금	831.0	958.8	1,096.5	1,264.6	1,448.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,184.1	1,313.1	1,450.7	1,618.8	1,802.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	768.8	770.8	781.2	835.5	867.6
당기순이익	195.2	195.3	217.1	256.2	278.6
비현금항목의 가감	592.9	617.5	585.5	625.8	632.0
유형자산감가상각비	189.8	196.0	204.4	217.7	208.5
무형자산감가상각비	9.1	10.5	9.6	9.7	9.8
지분법평가손익	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타	394.9	411.9	372.4	399.3	414.6
영업활동자산부채증감	28.4	2.1	17.0	-4.2	-2.5
매출채권및기타채권의감소	20.3	-19.1	5.8	-7.9	-8.0
재고자산의감소	-35.3	-3.4	-7.8	-6.5	-6.5
매입채무및기타채무의증가	56.1	8.2	27.6	18.9	19.0
기타	-12.7	16.4	-8.6	-8.7	-7.0
기타현금흐름	-47.7	-44.1	-38.4	-42.3	-40.5
투자활동 현금흐름	-346.0	-271.6	-309.5	-249.5	-239.5
유형자산의 취득	-219.0	-241.4	-250.0	-190.0	-190.0
유형자산의 처분	0.6	3.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-5.3	-1.2	-10.0	-10.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-14.3	2.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-11.1	5.6	0.0	0.0	0.0
기타	-96.9	-40.7	-49.5	-49.5	-49.5
재무활동 현금흐름	-400.3	-409.4	-406.2	-414.9	-423.5
차입금의 증가(감소)	-7.5	-3.2	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	-70.8	-70.8	-70.8	-79.5	-88.1
기타	-322.0	-335.4	-335.4	-335.4	-335.4
기타현금흐름	0.0	-0.5	-29.2	27.7	10.8
현금 및 현금성자산의 순증가	22.5	89.3	36.4	198.9	215.4
기초현금 및 현금성자산	302.3	324.8	414.0	450.4	649.3
기말현금 및 현금성자산	324.8	414.0	450.4	649.3	864.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,295	11,297	12,561	14,823	16,121
BPS	68,511	75,970	83,934	93,659	104,283
CFPS	45,601	47,024	46,439	51,032	52,685
DPS	4,100	4,100	4,600	5,100	5,500
주가배수(배)					
PER	9.1	9.3	11.2	9.5	8.7
PER(최고)	13.1	11.5	12.5		
PER(최저)	8.7	8.7	8.1		
PBR	1.50	1.38	1.68	1.50	1.35
PBR(최고)	2.16	1.71	1.87		
PBR(최저)	1.43	1.30	1.21		
PSR	0.20	0.20	0.26	0.25	0.24
PCFR	2.2	2.2	3.0	2.8	2.7
EV/EBITDA	5.0	5.0	5.9	5.7	6.0
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	36.3	36.3	36.6	34.4	34.1
배당수익률(%,보통주,현금)	4.0	3.9	3.3	3.6	3.9
ROA	5.9	5.6	6.0	6.7	6.9
ROE	17.3	15.6	15.7	16.7	16.3
ROIC	12.2	12.9	13.9	15.3	16.6
매출채권회전율	35.3	34.7	34.3	35.2	35.1
재고자산회전율	44.7	42.4	43.1	43.0	42.9
부채비율	187.3	170.8	156.5	141.4	128.1
순차입금비율	-23.4	-25.7	-25.8	-35.4	-43.8
이자보상배율,현금	4.9	5.6	7.1	6.8	7.2
총차입금	280.3	303.3	303.3	303.3	303.3
순차입금	-277.4	-338.1	-374.5	-573.4	-788.8
EBITDA	184.3	200.2	225.7	254.2	270.0
FCF	187.8	169.4	196.7	277.4	295.8

자료: 키움증권 리서치센터

현대백화점 (069960)

BUY(Maintain)

목표주가 130,000원
주가(11/17) 96,400원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
Ra 권용일

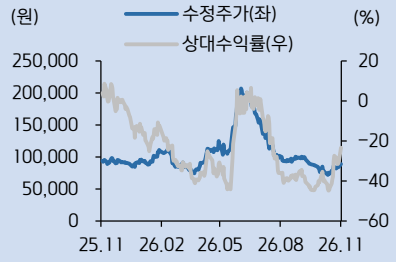
Stock Data

KOSPI (11/17)		4,968.48pt
시가총액		20,789억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	207,000원	72,100원
최고/최저가 대비 등락	-56.9%	23.9%
주가수익률	절대	상대
1M	21.7%	38.9%
6M	-18.8%	22.5%
1Y	3.2%	-15.1%

Company Data

발행주식수		21,565천주
일평균 거래량(3M)		116천주
외국인 지분율		26.0%
배당수익률(26E)		2.3%
BPS(26E)		228,431원
주요 주주	현대지에프홀딩스 외 2 인	44.0%

Price Trend



상대적 매력 부각

>>> 상대적 매력도가 높은 백화점

백화점 업체 중 동사의 실적 개선 모멘텀이 상대적으로 돋보일 전망이다. 자회사 지누스 부진으로 실적 기저가 낮은 가운데, 지누스는 미국 공장 매각과 창고 효율화로 BEP 매출 레벨이 낮아지고 있고, 면세점은 공항점 비중 확대로 이익의 질이 개선되고 있다.

내년 1분기 집중적인 소득효과에 따른 백화점의 단기 모멘텀도 기대되며, 상대적으로 양호한 재무구조로 주주환원율 상승 여력도 높은 편이다.

>>> 면세점/지누스가 뒷받침하는 실적 개선

2027년 연결 순매출액은 4조 7,891억원(+8.4% YoY), 영업이익은 4,494억원(+7.6% YoY)으로 전망한다.

백화점은 내년초에 소득효과가 집중하면서 단기 모멘텀이 강화될 것으로 기대되고, 면세점은 인바운드 증가에 따른 수혜에 힘입어 안정적 이익 성장이 기대된다. 지누스도 올해 상반기 실적 기저가 낮은 가운데, 수익구조가 개선되고 있어, 추가적인 실적 악화 가능성은 제한적일 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,187.6	4,230.3	4,417.9	4,789.1	4,922.8
영업이익	284.0	377.9	417.7	449.4	470.0
EBITDA	593.5	683.6	694.9	745.8	784.1
세전이익	6.1	123.4	384.3	438.6	460.7
순이익	-0.8	141.5	262.6	320.1	336.9
지배주주지분순이익	-35.9	207.7	284.6	322.4	338.9
EPS(원)	-1,543	9,177	12,947	15,113	15,889
증감률(%,YoY)	적지	흑전	41.1	16.7	5.1
PER(배)	-30.6	9.7	7.4	6.4	6.1
PBR(배)	0.24	0.44	0.42	0.40	0.38
EV/EBITDA(배)	6.2	6.1	6.0	5.7	5.3
영업이익률(%)	6.8	8.9	9.5	9.4	9.5
ROE(%)	-0.8	4.6	6.0	6.4	6.4
순차입금비율(%)	12.0	6.4	7.5	8.2	7.3

자료: 키움증권 리서치센터

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
총매출액	**2,306**	**2,503**	**2,568**	**2,793**	**2,640**	**2,628**	**2,631**	**2,865**	**9,871**	**10,169**	**10,764**
(YoY)	-9.7%	1.2%	10.7%	10.7%	14.5%	5.0%	2.5%	2.6%	-1.9%	3.0%	5.9%
순매출액	**950**	**1,068**	**1,172**	**1,228**	**1,163**	**1,182**	**1,178**	**1,266**	**4,230**	**4,418**	**4,789**
(YoY)	-13.5%	-1.1%	16.0%	17.8%	22.4%	10.7%	0.5%	3.1%	1.0%	4.4%	8.4%
백화점	633	644	615	704	658	652	635	723	2,438	2,595	2,667
(YoY)	7.4%	9.1%	6.5%	3.3%	4.0%	1.2%	3.3%	2.6%	0.1%	6.5%	2.8%
(기존점 성장률)	10.0%	17.0%	8.3%	4.0%	5.0%	1.0%	4.0%	3.0%	3.3%	9.6%	3.2%
면세점	214	310	367	357	356	383	358	373	1,014	1,248	1,470
(YoY)	-27.2%	5.8%	64.8%	74.8%	66.8%	23.3%	-2.4%	4.4%	4.3%	23.1%	17.8%
지누스	140	148	225	202	185	181	216	207	913	715	789
(YoY)	-44.2%	-35.7%	-6.8%	5.4%	32.2%	22.9%	-4.0%	2.2%	-0.8%	-21.7%	10.4%
기타 및 조정	-36	-34	-34	-37	-36	-34	-31	-37	-135	-140	-137
영업이익	**99**	**79**	**95**	**145**	**125**	**85**	**102**	**137**	**378**	**418**	**449**
(YoY)	-12.2%	-8.7%	30.1%	36.9%	26.7%	7.1%	8.0%	-5.4%	33.1%	10.5%	7.6%
(OPM)	4.3%	3.2%	3.7%	5.2%	4.7%	3.2%	3.9%	4.8%	3.8%	4.1%	4.2%
백화점	136	110	114	150	146	103	118	153	393	510	520
(OPM)	7.4%	6.0%	6.4%	7.4%	7.7%	5.6%	6.4%	7.4%	5.5%	6.8%	6.8%
면세점	3	6	3	5	5	8	6	8	0	18	27
(OPM)	0.9%	1.2%	0.6%	0.9%	0.9%	1.3%	1.1%	1.4%	0.0%	0.9%	1.2%
지누스	-30	-27	-12	0	-16	-16	-12	-14	25	-69	-58
(OPM)	-18.5%	-14.5%	-4.4%	0.0%	-6.9%	-7.0%	-4.6%	-5.4%	2.5%	-7.9%	-5.9%
기타 및 조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	99	78	68	140	122	82	99	134	123	384	439
순이익	65	61	31	106	90	59	73	99	142	263	320
(지배)순이익	**68**	**69**	**51**	**97**	**90**	**66**	**70**	**97**	**208**	**285**	**322**
(YoY)	0.5%	52.4%	12.2%	96.0%	31.4%	-4.2%	38.5%	-0.3%	흑전	37.0%	13.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,187.6	4,230.3	4,417.9	4,789.1	4,922.8
매출원가	1,722.2	1,680.4	1,740.6	1,974.4	2,036.8
매출총이익	2,465.4	2,549.9	2,677.4	2,814.7	2,886.0
판관비	2,181.4	2,171.9	2,259.7	2,365.3	2,416.0
영업이익	284.0	377.9	417.7	449.4	470.0
EBITDA	593.5	683.6	694.9	745.8	784.1
영업외손익	-277.9	-254.6	-33.3	-10.8	-9.3
이자수익	52.8	48.7	55.6	53.1	54.7
이자비용	102.2	92.2	80.3	80.3	80.3
외환관련이익	68.1	35.6	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	44.1	41.6	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	25.4	4.8	0.0	0.0	0.0
기타	-277.9	-209.9	-8.6	16.4	16.3
법인세차감전이익	6.1	123.4	384.3	438.6	460.7
법인세비용	6.9	-18.2	121.7	118.5	123.8
계속사업순손익	-0.8	141.5	262.6	320.1	336.9
당기순이익	-0.8	141.5	262.6	320.1	336.9
지배주주순이익	-35.9	207.7	284.6	322.4	338.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.5	1.0	4.4	8.4	2.8
영업이익 증감율	-6.4	33.1	10.5	7.6	4.6
EBITDA 증감율	-2.5	15.2	1.7	7.3	5.1
지배주주순이익 증감율	적지	흑전	37.0	13.3	5.1
EPS 증감율	적지	흑전	41.1	16.7	5.1
매출총이익율(%)	58.9	60.3	60.6	58.8	58.6
영업이익률(%)	6.8	8.9	9.5	9.4	9.5
EBITDA Margin(%)	14.2	16.2	15.7	15.6	15.9
지배주주순이익률(%)	-0.9	4.9	6.4	6.7	6.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,046.2	3,082.2	3,312.2	3,375.1	3,464.5
현금 및 현금성자산	125.9	279.9	307.7	239.3	281.4
단기금융자산	965.9	1,236.8	1,236.8	1,236.8	1,236.8
매출채권 및 기타채권	1,112.8	923.4	981.8	1,064.2	1,094.0
재고자산	616.8	456.1	581.3	630.1	647.7
기타유동자산	1,190.7	1,422.8	1,441.4	1,441.5	1,441.4
비유동자산	8,171.5	8,167.6	8,403.0	8,619.3	8,817.8
투자자산	328.3	356.9	356.9	356.9	356.9
유형자산	5,789.6	5,984.3	6,201.5	6,400.4	6,582.6
무형자산	1,221.6	962.3	980.6	997.9	1,014.3
기타비유동자산	832.0	864.1	864.0	864.1	864.0
자산총계	11,217.7	11,249.8	11,715.2	11,994.4	12,282.3
유동부채	3,288.0	3,733.7	3,897.7	3,906.9	3,910.2
매입채무 및 기타채무	1,354.8	1,340.7	1,345.4	1,354.5	1,357.8
단기금융부채	1,231.0	1,702.1	1,821.5	1,821.5	1,821.5
기타유동부채	702.2	690.9	730.8	730.9	730.9
비유동부채	1,695.3	1,205.3	1,205.3	1,205.3	1,205.3
장기금융부채	1,209.8	856.8	856.8	856.8	856.8
기타비유동부채	485.5	348.5	348.5	348.5	348.5
부채총계	4,983.3	4,939.1	5,103.1	5,112.2	5,115.5
지배지분	4,395.4	4,549.5	4,873.0	5,145.3	5,431.9
자본금	117.0	117.0	110.5	110.5	110.5
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	-112.7	-139.0	-24.7	-24.7	-24.7
기타포괄손익누계액	25.2	39.3	39.3	39.3	39.3
이익잉여금	3,753.7	3,920.1	4,135.7	4,408.0	4,694.6
비지배지분	1,839.1	1,761.2	1,739.2	1,736.9	1,734.9
자본총계	6,234.4	6,310.7	6,612.2	6,882.2	7,166.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	733.9	986.2	507.6	614.6	730.3
당기순이익	-0.8	141.5	262.6	320.1	336.9
비현금항목의 가감	789.4	723.5	543.2	556.7	581.2
유형자산감가상각비	258.5	257.5	242.8	261.1	277.8
무형자산감가상각비	68.2	65.4	51.7	52.7	53.6
지분법평가손익	-146.1	-4.8	0.0	0.0	0.0
기타	608.8	405.4	248.7	242.9	249.8
영업활동자산부채증감	90.2	294.9	-159.5	-124.3	-46.2
매출채권및기타채권의감소	76.7	164.5	-58.3	-82.5	-29.7
재고자산의감소	18.1	160.0	-125.2	-48.8	-17.6
매입채무및기타채무의증가	-30.6	-25.9	4.6	9.1	3.3
기타	26.0	-3.7	19.4	-2.1	-2.2
기타현금흐름	-144.9	-173.7	-138.7	-137.9	-141.6
투자활동 현금흐름	-192.6	-692.6	-530.0	-530.0	-530.0
유형자산의 취득	-474.7	-579.3	-460.0	-460.0	-460.0
유형자산의 처분	41.1	12.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.4	-3.7	-70.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	507.6	-28.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	173.8	-270.9	0.0	0.0	0.0
기타	-437.0	177.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-585.6	-137.7	58.8	-170.4	-172.5
차입금의 증가(감소)	-404.5	59.0	119.4	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-6.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.6	-21.1	114.4	0.0	0.0
배당금지급	-37.8	-51.1	-46.1	-48.0	-50.1
기타	-139.7	-124.5	-122.4	-122.4	-122.4
기타현금흐름	6.2	-1.9	-8.5	17.4	14.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-38.1	154.0	27.8	-68.4	42.0
기초현금 및 현금성자산	164.1	125.9	279.9	307.7	239.3
기말현금 및 현금성자산	125.9	279.9	307.7	239.3	281.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,543	9,177	12,947	15,113	15,889
BPS	194,238	201,050	228,431	241,194	254,632
CFPS	33,844	38,227	36,658	41,102	43,038
DPS	1,400	2,150	2,250	2,350	2,450
주가배수(배)					
PER	-30.6	9.7	7.4	6.4	6.1
PER(최고)	-40.1	10.9	17.1		
PER(최저)	-26.9	5.0	5.7		
PBR	0.24	0.44	0.42	0.40	0.38
PBR(최고)	0.32	0.50	0.97		
PBR(최저)	0.21	0.23	0.32		
PSR	0.26	0.47	0.48	0.43	0.42
PCFR	1.4	2.3	2.6	2.3	2.2
EV/EBITDA	6.2	6.1	6.0	5.7	5.3
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	-4,060.4	32.6	18.3	15.7	15.5
배당수익률(%,보통주,현금)	3.0	2.4	2.3	2.4	2.5
ROA	0.0	1.3	2.3	2.7	2.8
ROE	-0.8	4.6	6.0	6.4	6.4
ROIC	-2.1	3.1	3.7	4.1	4.1
매출채권회전율	3.7	4.2	4.6	4.7	4.6
재고자산회전율	6.8	7.9	8.5	7.9	7.7
부채비율	79.9	78.3	77.2	74.3	71.4
순차입금비율	12.0	6.4	7.5	8.2	7.3
이자보상배율,현금	2.8	4.1	5.2	5.6	5.8
총차입금	1,842.7	1,923.5	2,042.9	2,042.9	2,042.9
순차입금	750.8	406.8	498.4	566.7	524.7
EBITDA	-154.1	230.8	273.5	315.3	331.0
FCF	-174.3	278.5	-121.5	-25.2	86.3

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 (003230)

BUY(Maintain)

목표주가 1,850,000원
주가(11/17) 1,271,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
Ra 권용일

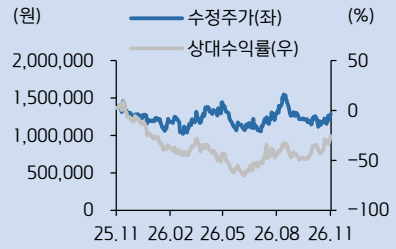
Stock Data

KOSPI (11/17)		4,968.48pt
시가총액		95,745억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	1,547,000원	1,022,000원
최고/최저가 대비 등락	-17.8%	24.4%
주가수익률	절대	상대
1M	3.4%	18.0%
6M	-12.0%	32.7%
1Y	-8.2%	-24.5%

Company Data

발행주식수		7,533천주
일평균 거래량(3M)		47천주
외국인 지분율		17.7%
배당수익률(26E)		0.5%
BPS(26E)		227,327원
주요 주주	삼양라운드스퀘어 외 6 인	45.0%

Price Trend



다시 빨라지는 성장 엔진

>>> 중국 신공장과 ASP 상승 효과

삼양식품은 내년 1월 중국 자싱 공장 가동으로 생산능력이 28.6억식에서 39.6억식으로 확대되며 판매량 성장세가 재차 강화될 전망이다. 한국의 여유 Capa는 고단가 지역인 미국/유럽 수출에 활용되면서, 지역 Mix 개선과 유통단계 축소에 따른 ASP 상승 효과도 동시에 나타날 것이다. 원화 강세와 원가 부담에도 광고판촉비 절감과 가격 인상으로 수익성을 방어할 여력이 충분하고, 베트남 신공장(29년 가동) 발표로 30년까지 두 자릿수 성장 기반도 확보하였다.

>>> 압도적인 이익 증가 모멘텀

2027년 연결 매출액은 3조 9,986억원(+30.2% YoY), 영업이익은 9,058억원(+25.0% YoY)으로 전망한다.

단기적으로 원화 강세에 따른 수익성 압박 요인이 있으나, 신규 Capa 증설에 따른 판매량 고성장, 지역 Mix 개선 및 유통단계 축소에 따른 ASP 상승, 가격 전가 능력 발휘 등에 힘입어, 음식료 업종에서 가장 높은 이익 성장세를 시현할 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 185만원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,728.0	2,351.8	3,072.3	3,998.6	4,716.7
영업이익	344.6	524.2	724.5	905.8	1,185.7
EBITDA	390.6	587.9	805.2	998.6	1,292.1
세전이익	351.6	516.9	690.1	922.8	1,218.2
순이익	271.3	388.7	507.0	699.5	923.4
지배주주지분순이익	272.0	389.4	506.8	699.5	923.4
EPS(원)	36,106	51,697	67,277	92,855	122,580
증감률(%,YoY)	115.4	43.2	30.1	38.0	32.0
PER(배)	21.2	23.8	18.9	13.7	10.4
PBR(배)	7.05	7.39	5.59	4.06	2.98
EV/EBITDA(배)	14.8	16.0	11.7	9.0	6.4
영업이익률(%)	19.9	22.3	23.6	22.7	25.1
ROE(%)	39.4	37.6	34.2	34.4	33.1
순차입금비율(%)	3.0	9.8	-13.8	-30.4	-45.6

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**714.4**	**770.3**	**791.8**	**795.8**	**878.8**	**979.2**	**1,025.7**	**1,114.9**	**2,351.8**	**3,072.3**	**3,998.6**
(QoQ)	12.0%	7.8%	2.8%	0.5%	10.4%	11.4%	4.8%	8.7%			
(FX 효과 제외 QoQ)	11.2%	5.5%	7.5%	5.0%	10.4%	11.4%	4.8%	8.7%			
(YoY)	35.0%	39.3%	25.3%	24.8%	23.0%	27.1%	29.5%	40.1%	36.1%	30.6%	30.2%
(FX 효과 제외 YoY)	34.2%	32.0%	22.6%	31.9%	31.3%	38.8%	35.3%	40.1%	31.7%	29.8%	36.8%
국내	129.4	124.5	131.1	128.8	130.0	133.1	140.3	137.8	468.0	513.8	541.2
(YoY)	23.2%	10.2%	7.9%	0.2%	0.5%	7.0%	7.0%	7.0%	19.3%	9.8%	5.3%
해외	585.0	645.8	660.8	667.0	748.8	846.1	885.5	977.1	1,883.8	2,558.6	3,457.4
(YoY)	38.0%	46.7%	29.4%	31.0%	28.0%	31.0%	34.0%	46.5%	41.0%	35.8%	35.1%
매출총이익	**302.9**	**370.5**	**368.9**	**332.8**	**372.6**	**432.8**	**460.8**	**509.3**	**1,053.0**	**1,375.2**	**1,775.5**
(GPM)	42.4%	48.1%	46.6%	41.8%	42.4%	44.2%	44.9%	45.7%	44.8%	44.8%	44.4%
판관비	**125.8**	**194.4**	**172.7**	**157.8**	**179.3**	**217.8**	**221.2**	**251.4**	**528.8**	**650.6**	**869.7**
(판관비율)	17.6%	25.2%	21.8%	19.8%	20.4%	22.2%	21.6%	22.6%	22.5%	21.2%	21.7%
영업이익	**177.1**	**176.2**	**196.2**	**175.0**	**193.3**	**215.1**	**239.6**	**257.9**	**524.2**	**724.5**	**905.8**
(QoQ)	27.2%	-0.5%	11.4%	-10.8%	10.5%	11.2%	11.4%	7.6%			
(YoY)	32.2%	46.7%	49.9%	25.7%	9.1%	22.1%	22.1%	47.3%	52.1%	38.2%	25.0%
(OPM)	24.8%	22.9%	24.8%	22.0%	22.0%	22.0%	23.4%	23.1%	22.3%	23.6%	22.7%
세전이익	201.2	182.3	127.4	179.2	197.6	219.3	243.8	262.1	516.9	690.1	922.8
순이익	144.5	137.5	89.2	135.8	149.8	166.2	184.8	198.7	388.7	507.0	699.5
(지배)순이익	**144.6**	**137.2**	**89.2**	**135.8**	**149.8**	**166.2**	**184.8**	**198.7**	**389.4**	**506.8**	**699.5**
(YoY)	45.9%	62.3%	-19.0%	42.0%	3.6%	21.1%	107.2%	46.3%	43.2%	30.1%	38.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,728.0	2,351.8	3,072.3	3,998.6	4,716.7
매출원가	1,004.8	1,298.8	1,697.1	2,223.1	2,526.4
매출총이익	723.2	1,053.0	1,375.2	1,775.5	2,190.4
판관비	378.6	528.8	650.6	869.7	1,004.7
영업이익	344.6	524.2	724.5	905.8	1,185.7
EBITDA	390.6	587.9	805.2	998.6	1,292.1
영업외손익	7.1	-7.3	-34.4	17.0	32.5
이자수익	9.8	7.8	13.3	22.4	37.9
이자비용	14.4	15.1	12.1	10.8	10.8
외환관련이익	45.8	57.6	55.0	55.0	55.0
외환관련손실	18.4	63.4	55.0	55.0	55.0
종속 및 관계기업손익	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
기타	-15.9	5.5	-35.9	5.1	5.1
법인세차감전이익	351.6	516.9	690.1	922.8	1,218.2
법인세비용	80.4	128.2	183.1	223.3	294.8
계속사업순손익	271.3	388.7	507.0	699.5	923.4
당기순이익	271.3	388.7	507.0	699.5	923.4
지배주주순이익	272.0	389.4	506.8	699.5	923.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	44.9	36.1	30.6	30.2	18.0
영업이익 증감율	133.6	52.1	38.2	25.0	30.9
EBITDA 증감율	117.4	50.5	37.0	24.0	29.4
지배주주순이익 증감율	115.4	43.2	30.1	38.0	32.0
EPS 증감율	115.4	43.2	30.1	38.0	32.0
매출총이익율(%)	41.9	44.8	44.8	44.4	46.4
영업이익률(%)	19.9	22.3	23.6	22.7	25.1
EBITDA Margin(%)	22.6	25.0	26.2	25.0	27.4
지배주주순이익률(%)	15.7	16.6	16.5	17.5	19.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	682.1	878.2	1,178.9	1,761.0	2,624.0
현금 및 현금성자산	334.8	332.8	592.2	1,027.5	1,774.8
단기금융자산	15.6	46.2	50.9	55.9	61.5
매출채권 및 기타채권	138.4	188.7	213.6	278.1	328.0
재고자산	148.0	245.0	256.7	334.1	394.1
기타유동자산	45.3	65.5	65.5	65.4	65.6
비유동자산	912.6	1,318.3	1,457.8	1,585.2	1,699.0
투자자산	15.8	18.2	18.3	18.5	18.7
유형자산	748.0	1,072.6	1,221.4	1,355.3	1,473.6
무형자산	57.9	67.7	58.2	51.6	46.8
기타비유동자산	90.9	159.8	159.9	159.8	159.9
자산총계	1,594.8	2,196.5	2,636.7	3,346.2	4,323.0
유동부채	492.4	555.5	538.4	851.2	966.3
매입채무 및 기타채무	246.1	263.7	346.6	454.8	570.0
단기금융부채	121.0	164.0	64.0	268.6	268.6
기타유동부채	125.3	127.8	127.8	127.8	127.7
비유동부채	274.3	369.5	369.5	122.5	122.5
장기금융부채	254.2	340.1	340.1	93.2	93.2
기타비유동부채	20.1	29.4	29.4	29.3	29.3
부채총계	766.7	925.0	907.8	973.7	1,088.8
지배지분	816.8	1,255.4	1,712.5	2,356.2	3,217.8
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.4	79.5	79.5	79.5	79.5
기타자본	-6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	4.6	8.8	8.8	8.8	8.8
이익잉여금	769.9	1,129.5	1,586.6	2,230.3	3,091.9
비지배지분	11.2	16.2	16.4	16.4	16.4
자본총계	828.0	1,271.5	1,728.8	2,372.6	3,234.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	357.9	309.3	472.2	559.7	764.6
당기순이익	271.3	388.7	507.0	699.5	923.4
비현금항목의 가감	139.2	226.7	108.1	120.2	133.8
유형자산감가상각비	42.4	57.6	71.2	86.1	101.6
무형자산감가상각비	3.7	6.2	9.4	6.7	4.7
지분법평가손익	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	93.3	163.2	27.8	27.7	27.8
영업활동자산부채증감	-7.4	-193.8	40.2	-36.6	2.2
매출채권및기타채권의감소	-15.4	-60.8	-25.0	-64.4	-49.9
재고자산의감소	4.6	-112.0	-11.7	-77.4	-60.0
매입채무및기타채무의증가	15.1	-2.0	82.9	108.2	115.1
기타	-11.7	-19.0	-6.0	-3.0	-3.0
기타현금흐름	-45.2	-112.3	-183.1	-223.4	-294.8
투자활동 현금흐름	-214.3	-479.0	-206.0	-197.4	-182.4
유형자산의 취득	-228.5	-449.0	-220.0	-220.0	-220.0
유형자산의 처분	0.1	1.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.9	-12.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.1	-2.0	0.1	0.1	0.1
단기금융자산의감소(증가)	7.2	-30.7	-4.6	-5.1	-5.6
기타	16.9	13.4	18.5	27.6	43.1
재무활동 현금흐름	-34.9	170.2	-161.5	-116.2	-79.9
차입금의 증가(감소)	4.5	126.3	-100.0	-42.3	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	99.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-19.4	-29.8	-36.0	-49.7	-55.7
기타	-20.0	-25.4	-25.5	-24.2	-24.2
기타현금흐름	7.4	-2.5	154.7	189.1	245.1
현금 및 현금성자산의 순증가	116.1	-2.0	259.3	435.3	747.4
기초현금 및 현금성자산	218.7	334.8	332.8	592.2	1,027.5
기말현금 및 현금성자산	334.8	332.8	592.2	1,027.5	1,774.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	36,106	51,697	67,277	92,855	122,580
BPS	108,436	166,650	227,327	312,782	427,162
CFPS	54,487	81,694	81,654	108,813	140,340
DPS	3,300	4,800	6,600	7,400	8,200
주가배수(배)					
PER	21.2	23.8	18.9	13.7	10.4
PER(최고)	22.2	32.2	23.1		
PER(최저)	4.7	12.9	14.6		
PBR	7.05	7.39	5.59	4.06	2.98
PBR(최고)	7.38	9.99	6.85		
PBR(최저)	1.56	4.00	4.32		
PSR	3.33	3.94	3.12	2.39	2.03
PCFR	14.0	15.1	15.6	11.7	9.1
EV/EBITDA	14.8	16.0	11.7	9.0	6.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	9.1	9.3	9.8	8.0	6.7
배당수익률(%,보통주,현금)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
ROA	19.6	20.5	21.0	23.4	24.1
ROE	39.4	37.6	34.2	34.4	33.1
ROIC	34.3	36.7	38.0	45.0	54.1
매출채권회전율	15.7	14.4	15.3	16.3	15.6
재고자산회전율	11.9	12.0	12.2	13.5	13.0
부채비율	92.6	72.7	52.5	41.0	33.7
순차입금비율	3.0	9.8	-13.8	-30.4	-45.6
이자보상배율,현금	23.9	34.7	59.9	83.6	109.5
총차입금	375.2	504.2	404.1	361.8	361.8
순차입금	24.8	125.1	-238.9	-721.6	-1,474.6
EBITDA	390.6	587.9	805.2	998.6	1,292.1
FCF	62.9	-189.0	433.1	522.8	787.3

자료: 키움증권 리서치센터

KT&G (033780)

BUY(Maintain)

목표주가 264,000원

주가(11/17) 181,700원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
Ra 권용일

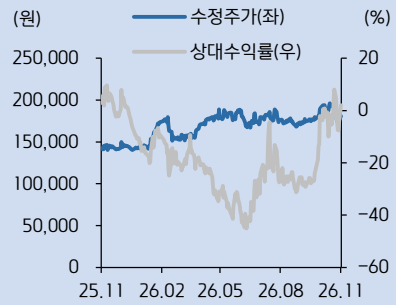
Stock Data

KOSPI (11/17)		4,968.48pt
시가총액		188,624억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	196,200원	140,200원
최고/최저가 대비 등락	-7.4%	29.6%
주가수익률	절대	상대
1M	-4.6%	8.8%
6M	1.1%	52.4%
1Y	27.9%	5.2%

Company Data

발행주식수		103,810천주
일평균 거래량(3M)		248천주
외국인 지분율		50.2%
배당수익률(26E)		4.4%
BPS(26E)		90,954원
주요 주주	중소기업은행	9.2%

Price Trend



주주환원이 이끄는 주가 상승

>>> 두 자릿수 DPS 성장 기대

KT&G는 3분기 실적발표와 함께 26년 DPS 최소 8,000원, 27~30년 기본 주주환원 5조원(현금배당 3.8조원, 자사주 매입/소각 1.2조원), 30년 목표 배당성향 75% 이상의 새로운 주주환원정책을 제시하였다.

해외궐련 판매량 증가와 가격 인상, 4년간 약 6%의 자사주 소각, 배당성향 상향이 더해지면서, 연평균 DPS 증가율은 +10%를 상회할 전망이다. 글로벌 담배 업체 대비 DPS 성장률이 높다는 점에서, 주가 밴드는 안정적으로 우상향할 것으로 기대된다.

>>> 27년에도 안정적 이익 증가 전망

2027년 연결 매출액은 7조 1,637억원(+3.0% YoY), 영업이익은 1조 6,106억원(+5.7% YoY)으로 전망한다.

해외궐련 판매량 증가와 가격 인상에도 불구하고, 원/달러 환율 하락에 따른 원화 ASP 상승세 둔화로 이익 증가율은 둔화될 전망이다. 다만, 최근 잎담배 투입단가 등 원재료비가 안정화 되고 있어, 수익성 훼손을 일부 방어해줄 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 264,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,908.8	6,579.7	6,954.6	7,163.7	7,468.2
영업이익	1,188.8	1,343.7	1,523.0	1,610.6	1,745.1
EBITDA	1,389.5	1,600.4	1,834.4	1,946.7	2,080.1
세전이익	1,565.8	1,455.3	1,411.4	1,701.2	1,818.3
순이익	1,165.0	1,102.3	1,023.5	1,270.8	1,358.2
지배주주지분순이익	1,165.7	1,090.1	1,029.9	1,270.8	1,358.2
EPS(원)	8,975	8,973	10,121	12,679	13,761
증감률(%,YoY)	35.7	0.0	12.8	25.3	8.5
PER(배)	11.9	15.8	18.0	14.3	13.2
PBR(배)	1.45	1.81	2.00	1.97	1.94
EV/EBITDA(배)	9.1	10.6	10.6	10.1	9.5
영업이익률(%)	20.1	20.4	21.9	22.5	23.4
ROE(%)	12.7	11.8	11.1	13.7	14.7
순차입금비율(%)	-4.1	5.9	6.1	8.1	10.7

자료: 키움증권 리서치센터

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**1,704**	**1,702**	**1,905**	**1,644**	**1,761**	**1,754**	**1,944**	**1,705**	**6,580**	**6,955**	**7,164**
(YoY)	14.3%	9.9%	4.3%	-4.1%	3.4%	3.1%	2.1%	3.7%	11.4%	5.7%	3.0%
담배	1,156	1,219	1,307	1,088	1,208	1,267	1,341	1,143	4,367	4,769	4,958
(YoY)	17.0%	11.7%	6.0%	3.0%	4.5%	4.0%	2.6%	5.0%	11.8%	9.2%	4.0%
국내	493	579	604	515	503	577	598	509	2,179	2,192	2,186
(YoY)	-3.7%	5.7%	-1.8%	2.3%	2.0%	-0.5%	-1.0%	-1.2%	-1.3%	0.6%	-0.2%
NGP	140	167	174	159	161	176	181	166	587	640	683
궐련	353	413	430	356	343	401	416	343	1,592	1,551	1,503
해외	660	634	699	571	702	685	740	632	2,181	2,564	2,759
NGP	101	76	120	116	116	116	116	116	303	412	462
궐련	560	558	579	455	587	569	624	517	1,878	2,152	2,297
(YoY)	24.6%	18.9%	10.5%	4.6%	4.8%	2.1%	7.8%	13.4%	29.5%	14.6%	6.7%
달러 ASP	0.425	0.415	0.416	0.425	0.447	0.436	0.438	0.447	0.405	0.420	0.442
(YoY)	7.6%	3.6%	1.2%	2.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.3%	11.8%	3.8%	5.1%
원/달러	1,462	1,501	1,423	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,421	1,434	1,350
매출 증감률											
국내 NGP	1.4%	18.9%	3.3%	13.6%	14.4%	5.5%	4.1%	3.9%	5.1%	9.0%	6.7%
국내 궐련	-5.5%	1.1%	-3.8%	-2.1%	-2.9%	-2.9%	-3.1%	-3.5%	-3.5%	-2.6%	-3.1%
해외 궐련	24.6%	18.9%	10.5%	4.6%	4.8%	2.1%	7.8%	13.4%	29.5%	14.6%	6.7%
판매량 증감률											
국내 NGP	4.6%	20.9%	6.6%	11.4%	6.5%	6.7%	6.6%	6.5%	3.9%	10.7%	6.6%
국내 궐련	-4.7%	-0.6%	-5.3%	-2.2%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-4.4%	-3.2%	-3.5%
해외 궐련	15.0%	7.3%	6.2%	10.0%	7.9%	7.9%	8.0%	7.7%	11.1%	9.4%	7.9%
건기식	333	224	372	251	338	228	377	257	1,137	1,180	1,199
(YoY)	5.8%	1.5%	3.4%	3.7%	1.6%	1.8%	1.2%	2.3%	-12.6%	3.8%	1.7%
부동산	117	158	127	213	117	158	127	213	713	614	614
기타	98	101	100	93	98	101	100	93	363	392	392
영업이익	**365**	**414**	**530**	**214**	**395**	**417**	**552**	**247**	**1,344**	**1,523**	**1,611**
(YoY)	27.7%	18.5%	13.9%	-11.9%	8.3%	0.5%	4.1%	15.6%	13.0%	13.3%	5.8%
(OPM)	21.4%	24.4%	27.8%	13.0%	22.4%	23.8%	28.4%	14.5%	20.4%	21.9%	22.5%
담배	322	383	426	206	351	385	447	239	1,151	1,335	1,421
(OPM)	27.8%	31.4%	32.6%	18.9%	29.1%	30.4%	33.3%	20.9%	26.4%	28.0%	28.7%
건기식	28	10	80	4	28	10	81	4	103	122	123
(OPM)	8.4%	4.5%	21.5%	1.4%	8.4%	4.4%	21.4%	1.6%	9.1%	10.3%	10.3%
부동산	14	21	25	6	14	21	25	6	81	65	65
기타	1	2	0	-1	1	2	0	-1	8	1	1
세전이익	508	489	174	240	418	439	574	270	1,455	1,411	1,701
순이익	378	362	104	179	313	328	429	201	1,102	1,023	1,271
(지배)순이익	**381**	**364**	**106**	**179**	**313**	**328**	**429**	**201**	**1,090**	**1,030**	**1,271**
(YoY)	48.9%	154.2%	-74.7%	-34.1%	-17.9%	-10.0%	304.2%	12.5%	-6.5%	-5.5%	23.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,908.8	6,579.7	6,954.6	7,163.7	7,468.2
매출원가	3,006.8	3,435.3	3,517.7	3,592.8	3,699.8
매출총이익	2,902.0	3,144.4	3,436.9	3,571.0	3,768.4
판관비	1,713.2	1,800.7	1,913.9	1,960.3	2,023.3
영업이익	1,188.8	1,343.7	1,523.0	1,610.6	1,745.1
EBITDA	1,389.5	1,600.4	1,834.4	1,946.7	2,080.1
영업외손익	377.0	111.6	-111.7	90.6	73.2
이자수익	115.6	109.9	96.6	83.9	66.5
이자비용	42.1	74.3	75.4	75.4	75.4
외환관련이익	469.1	182.4	220.0	150.0	150.0
외환관련손실	105.4	223.7	495.0	150.0	150.0
종속 및 관계기업손익	19.2	39.3	39.3	39.3	39.3
기타	-79.4	78.0	102.8	42.8	42.8
법인세차감전이익	1,565.8	1,455.3	1,411.4	1,701.2	1,818.3
법인세비용	393.7	352.2	387.9	430.4	460.0
계속사업순손익	1,172.1	1,103.1	1,023.5	1,270.8	1,358.2
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,023.5	1,270.8	1,358.2
지배주주순이익	1,165.7	1,090.1	1,029.9	1,270.8	1,358.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.8	11.4	5.7	3.0	4.3
영업이익 증감율	1.8	13.0	13.3	5.8	8.4
EBITDA 증감율	0.2	15.2	14.6	6.1	6.9
지배주주순이익 증감율	29.1	-6.5	-5.5	23.4	6.9
EPS 증감율	35.7	0.0	12.8	25.3	8.5
매출총이익율(%)	49.1	47.8	49.4	49.8	50.5
영업이익률(%)	20.1	20.4	21.9	22.5	23.4
EBITDA Margin(%)	23.5	24.3	26.4	27.2	27.9
지배주주순이익률(%)	19.7	16.6	14.8	17.7	18.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	7,176.3	7,026.2	6,889.4	6,867.7	6,852.3
현금 및 현금성자산	1,136.0	913.5	972.9	793.5	548.3
단기금융자산	778.5	388.0	388.0	388.0	388.0
매출채권 및 기타채권	1,895.5	2,158.9	2,142.7	2,207.1	2,300.9
재고자산	3,101.3	3,284.8	3,104.7	3,198.1	3,334.0
기타유동자산	265.0	281.0	281.1	281.0	281.1
비유동자산	6,748.9	7,162.9	7,370.8	7,404.0	7,438.2
투자자산	2,852.3	3,150.8	3,190.1	3,229.4	3,268.7
유형자산	2,664.4	2,823.0	2,992.9	2,987.9	2,983.7
무형자산	179.7	170.9	169.6	168.5	167.6
기타비유동자산	1,052.5	1,018.2	1,018.2	1,018.2	1,018.2
자산총계	13,925.2	14,189.1	14,260.2	14,271.7	14,290.5
유동부채	3,142.9	3,236.8	3,338.5	3,348.9	3,364.1
매입채무 및 기타채무	2,335.5	2,151.6	2,170.3	2,180.7	2,195.9
단기금융부채	472.3	780.7	863.7	863.7	863.7
기타유동부채	335.1	304.5	304.5	304.5	304.5
비유동부채	1,423.9	1,616.1	1,616.1	1,616.1	1,616.1
장기금융부채	1,056.9	1,068.9	1,068.9	1,068.9	1,068.9
기타비유동부채	367.0	547.2	547.2	547.2	547.2
부채총계	4,566.8	4,853.0	4,954.6	4,965.0	4,980.2
지배지분	9,239.2	9,279.6	9,255.4	9,256.5	9,260.1
자본금	955.0	955.0	955.0	947.3	939.7
자본잉여금	535.0	537.5	537.5	537.5	537.5
기타자본	-1,030.5	-835.3	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-3.5	70.4	190.4	190.4	190.4
이익잉여금	8,783.2	8,552.0	7,572.6	7,581.3	7,592.6
비지배지분	119.3	56.6	50.1	50.1	50.1
자본총계	9,358.5	9,336.2	9,305.6	9,306.7	9,310.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	822.3	582.9	1,315.2	1,306.9	1,327.9
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,023.5	1,270.8	1,358.2
비현금항목의 가감	349.1	670.6	677.6	744.8	773.4
유형자산감가상각비	219.1	260.4	280.1	305.0	304.2
무형자산감가상각비	31.2	32.3	31.3	31.1	30.9
지분법평가손익	-19.2	-39.8	-39.3	-39.3	-39.3
기타	118.0	417.7	405.5	448.0	477.6
영업활동자산부채증감	-365.4	-803.7	1.9	-278.4	-343.7
매출채권및기타채권의감소	-97.3	-195.1	16.2	-64.4	-93.8
재고자산의감소	-175.5	-165.9	180.1	-93.4	-135.9
매입채무및기타채무의증가	32.9	-164.3	18.7	10.4	15.2
기타	-125.5	-278.4	-213.1	-131.0	-129.2
기타현금흐름	-326.4	-386.3	-387.8	-430.3	-460.0
투자활동 현금흐름	-529.7	101.1	-350.0	-212.7	-230.1
유형자산의 취득	-767.5	-639.5	-450.0	-300.0	-300.0
유형자산의 처분	21.4	263.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.7	-31.3	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-132.3	-259.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-82.4	390.5	0.0	0.0	0.0
기타	458.8	377.1	130.0	117.3	99.9
재무활동 현금흐름	-293.4	-947.9	-1,006.4	-1,283.7	-1,371.7
차입금의 증가(감소)	907.6	315.8	83.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	-7.6	-7.6
자기주식처분(취득)	-546.8	-560.1	-360.0	-360.0	-360.0
배당금지급	-586.6	-603.8	-627.4	-814.1	-902.1
기타	-67.6	-99.8	-102.0	-102.0	-102.0
기타현금흐름	104.9	41.5	100.6	10.1	28.6
현금 및 현금성자산의 순증가	104.0	-222.5	59.4	-179.5	-245.2
기초현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	913.5	972.9	793.5
기말현금 및 현금성자산	1,136.0	913.5	972.9	793.5	548.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	8,975	8,973	10,121	12,679	13,761
BPS	73,700	78,656	90,954	92,352	93,818
CFPS	11,657	14,594	16,717	20,110	21,597
DPS	5,400	6,000	8,000	9,000	10,000
주가배수(배)					
PER	11.9	15.8	18.0	14.3	13.2
PER(최고)	14.1	16.8	19.0		
PER(최저)	9.3	10.5	13.8		
PBR	1.45	1.81	2.00	1.97	1.94
PBR(최고)	1.72	1.91	2.12		
PBR(최저)	1.13	1.20	1.53		
PSR	2.35	2.62	2.66	2.54	2.40
PCFR	9.2	9.7	10.9	9.0	8.4
EV/EBITDA	9.1	10.6	10.6	10.1	9.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	50.5	56.9	79.5	71.0	72.7
배당수익률(%,보통주,현금)	5.0	4.2	4.4	5.0	5.5
ROA	8.7	7.8	7.2	8.9	9.5
ROE	12.7	11.8	11.1	13.7	14.7
ROIC	17.5	15.9	17.0	18.3	19.4
매출채권회전율	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3
재고자산회전율	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3
부채비율	48.8	52.0	53.2	53.3	53.5
순차입금비율	-4.1	5.9	6.1	8.1	10.7
이자보상배율,현금	28.2	18.1	20.2	21.4	23.2
총차입금	1,529.3	1,849.7	1,932.7	1,932.7	1,932.7
순차입금	-385.2	548.1	571.7	751.2	996.4
EBITDA	1,389.5	1,600.4	1,834.4	1,946.7	2,080.1
FCF	17.0	50.0	937.8	930.8	964.9

자료: 키움증권 리서치센터

오리온 (271560)

BUY(Maintain)

목표주가 155,000원
주가(11/17) 113,900원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
Ra 권용일

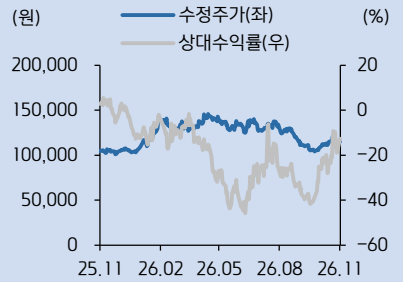
Stock Data

KOSPI (11/17)		4,968.48pt
시가총액		45,023억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	146,000원	100,900원
최고/최저가 대비 등락	-22.0%	12.9%
주가수익률	절대	상대
1M	5.0%	19.8%
6M	-19.2%	21.8%
1Y	8.1%	-11.1%

Company Data

발행주식수		39,529천주
일평균 거래량(3M)		104천주
외국인 지분율		38.7%
배당수익률(26E)		3.5%
BPS(26E)		102,001원
주요 주주	오리온홀딩스외9인	43.8%

Price Trend



탄탄한 펀더멘탈

>>> 가격 전가력과 주주환원 강화에 주목

오리온은 원화 강세에 따른 역풍이 존재하나, 주요 4개국에서의 고른 판매량 성장과 높은 가격 전가력을 바탕으로 안정적인 이익 성장이 가능할 전망이다.

동사는 수년간 가격 인상에 보수적이었고 과자는 디저트 대비 가격 경쟁력이 있어, 비용 상승 부담을 판가로 전가할 여지도 크다. 특히, 순현금 1조원 이상의 우수한 재무구조와 배당성향(25년 35%) 상향 여력을 감안하면, 내년 초 발표될 새로운 3개년 주주환원정책에 따라 Peer 대비 밸류에이션 할인율이 축소될 수 있다.

>>> 27년에도 안정적 이익 증가 전망

2027년 연결 매출액은 3조 7,712억원(+1.7% YoY), 영업이익은 6,420억원(+4.5% YoY)으로 전망한다.

원화 강세 영향으로 매출과 이익 증가율은 둔화될 것으로 전망되나, 채널전용 제품 및 기능성 신제품 중심으로 주요 4개국에서 안정적인 판매량 증가세가 이어질 전망이다. 특히, 최근 비용 상승 부담을 판매가격 인상으로 전가한다면, 전사 실적 개선 가시성이 강화될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 155,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,104.3	3,332.4	3,707.7	3,771.2	3,979.4
영업이익	543.6	558.3	614.5	642.0	682.4
EBITDA	704.0	722.9	792.4	835.5	879.3
세전이익	692.2	546.6	560.9	648.3	701.0
순이익	533.2	390.6	390.2	470.0	508.4
지배주주지분순이익	524.6	382.7	382.2	459.8	497.6
EPS(원)	13,269	9,680	9,667	11,630	12,585
증감률(%,YoY)	39.3	-27.0	-0.1	20.3	8.2
PER(배)	7.7	10.9	11.8	9.8	9.1
PBR(배)	1.17	1.10	1.12	1.04	0.97
EV/EBITDA(배)	4.4	4.2	4.2	3.4	2.8
영업이익률(%)	17.5	16.8	16.6	17.0	17.1
ROE(%)	16.6	10.5	9.7	11.0	11.1
순차입금비율(%)	-30.1	-32.8	-32.7	-40.1	-46.5

자료: 키움증권 리서치센터

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**930.4**	**893.6**	**922.7**	**961.0**	**933.2**	**882.7**	**941.2**	**1,014.1**	**3,332.4**	**3,707.7**	**3,771.2**
(YoY)	16.0%	15.0%	11.3%	3.9%	0.3%	-1.2%	2.0%	5.5%	7.3%	11.3%	1.7%
한국	283.4	300.0	296.5	297.0	290.7	307.8	304.0	304.8	1,145.8	1,176.9	1,207.4
(YoY)	0.4%	3.0%	4.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.7%	4.4%	2.7%	2.6%
중국	409.7	378.0	384.0	370.8	403.6	363.5	386.0	389.4	1,320.7	1,542.5	1,542.5
(YoY)	24.8%	24.0%	13.8%	5.9%	-1.5%	-3.8%	0.5%	5.0%	4.0%	16.8%	0.0%
베트남	151.3	116.4	130.6	187.9	147.8	113.2	132.3	199.5	538.1	586.3	592.9
(YoY)	17.9%	13.5%	8.3%	0.7%	-2.3%	-2.7%	1.3%	6.1%	4.6%	9.0%	1.1%
러시아	90.5	105.0	109.2	105.2	93.5	101.6	116.1	119.6	339.4	409.9	430.7
(YoY)	34.7%	29.9%	21.9%	3.3%	3.3%	-3.2%	6.3%	13.6%	47.3%	20.8%	5.1%
기타 및 조정	-4.5	-5.8	2.4	0.0	-2.5	-3.4	2.7	0.9	-11.6	-7.9	-2.3
영업이익	**165.5**	**132.6**	**150.9**	**165.6**	**164.4**	**138.4**	**158.2**	**181.0**	**558.3**	**614.5**	**642.0**
(YoY)	26.0%	9.2%	9.4%	-1.1%	-0.6%	4.4%	4.8%	9.3%	2.7%	10.1%	4.5%
(OPM)	17.8%	14.8%	16.3%	17.2%	17.6%	15.7%	16.8%	17.8%	16.8%	16.6%	17.0%
한국	48.5	41.2	40.2	45.2	48.0	44.9	43.9	49.2	186.8	175.0	186.0
(OPM)	17.1%	13.7%	13.6%	15.2%	16.5%	14.6%	14.4%	16.1%	16.3%	14.9%	15.4%
중국	79.9	64.8	73.2	69.7	78.3	66.0	77.2	74.7	241.7	287.5	296.3
(OPM)	19.5%	17.1%	19.1%	18.8%	19.4%	18.2%	20.0%	19.2%	18.3%	18.6%	19.2%
베트남	26.6	14.4	21.2	38.4	25.9	14.2	21.5	41.1	96.5	100.5	102.7
(OPM)	17.6%	12.4%	16.2%	20.4%	17.5%	12.6%	16.3%	20.6%	17.9%	17.1%	17.3%
러시아	14.2	15.4	17.3	17.5	15.8	16.5	19.7	21.0	46.5	64.4	73.0
(OPM)	15.7%	14.7%	15.8%	16.6%	16.9%	16.3%	17.0%	17.6%	13.7%	15.7%	17.0%
기타 및 조정	-3.7	-3.2	-1.0	-5.0	-3.7	-3.2	-4.2	-5.0	-13.3	-13.0	-16.1
세전이익	176.6	128.9	92.7	162.6	166.0	140.0	159.7	182.6	546.6	560.9	648.3
순이익	126.8	86.6	57.9	118.9	120.1	100.9	115.4	133.6	390.6	390.2	470.0
(지배)순이익	**124.5**	**86.2**	**55.1**	**116.5**	**117.4**	**98.6**	**112.8**	**131.1**	**382.7**	**382.2**	**459.8**
(YoY)	19.3%	23.4%	-46.4%	10.0%	-5.7%	14.4%	104.8%	12.5%	-27.0%	-0.1%	20.3%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국	17.7%	9.0%	4.4%	7.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-0.5%	9.4%	4.5%
베트남 내수	24.7%	7.0%	4.2%	10.0%	3.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.7%	11.4%	5.2%
러시아 내수	14.9%	11.4%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%	31.6%	17.3%	17.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,104.3	3,332.4	3,707.7	3,771.2	3,979.4
매출원가	1,908.2	2,109.1	2,348.9	2,364.8	2,500.5
매출총이익	1,196.2	1,223.3	1,358.8	1,406.4	1,478.9
판관비	652.6	665.1	744.3	764.4	796.5
영업이익	543.6	558.3	614.5	642.0	682.4
EBITDA	704.0	722.9	792.4	835.5	879.3
영업외손익	148.6	-11.7	-53.6	6.3	18.6
이자수익	31.0	39.2	39.7	51.7	64.0
이자비용	1.0	14.8	1.4	1.4	1.4
외환관련이익	9.0	9.5	10.0	10.0	10.0
외환관련손실	6.3	10.7	10.0	10.0	10.0
종속 및 관계기업손익	-4.6	-27.5	-63.9	-64.0	-64.0
기타	120.5	-7.4	-28.0	20.0	20.0
법인세차감전이익	692.2	546.6	560.9	648.3	701.0
법인세비용	159.0	156.0	170.7	178.3	192.6
계속사업순손익	533.2	390.6	390.2	470.0	508.4
당기순이익	533.2	390.6	390.2	470.0	508.4
지배주주순이익	524.6	382.7	382.2	459.8	497.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.6	7.3	11.3	1.7	5.5
영업이익 증감율	10.4	2.7	10.1	4.5	6.3
EBITDA 증감율	8.4	2.7	9.6	5.4	5.2
지배주주순이익 증감율	39.3	-27.0	-0.1	20.3	8.2
EPS 증감율	39.3	-27.0	-0.1	20.3	8.2
매출총이익율(%)	38.5	36.7	36.6	37.3	37.2
영업이익률(%)	17.5	16.8	16.6	17.0	17.1
EBITDA Margin(%)	22.7	21.7	21.4	22.2	22.1
지배주주순이익률(%)	16.9	11.5	10.3	12.2	12.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,647.4	1,867.0	1,993.3	2,425.7	2,888.4
현금 및 현금성자산	451.3	311.4	386.3	808.9	1,239.6
단기금융자산	662.7	1,006.0	1,006.0	1,006.0	1,006.0
매출채권 및 기타채권	190.2	198.3	216.1	219.8	232.0
재고자산	316.6	321.4	354.9	361.0	380.9
기타유동자산	26.6	29.9	30.0	30.0	29.9
비유동자산	2,661.1	2,731.6	2,853.9	2,720.4	2,583.5
투자자산	737.4	756.4	692.5	628.5	564.5
유형자산	1,701.5	1,716.0	1,902.1	1,832.4	1,759.3
무형자산	70.1	90.2	90.4	90.5	90.7
기타비유동자산	152.1	169.0	168.9	169.0	169.0
자산총계	4,308.4	4,598.7	4,847.2	5,146.1	5,471.9
유동부채	537.6	498.2	514.6	517.4	526.5
매입채무 및 기타채무	383.4	368.4	384.8	387.6	396.7
단기금융부채	14.1	13.7	13.7	13.7	13.7
기타유동부채	140.1	116.1	116.1	116.1	116.1
비유동부채	196.8	188.3	188.3	188.3	188.3
장기금융부채	25.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타비유동부채	171.0	166.5	166.5	166.5	166.5
부채총계	734.4	686.5	702.9	705.7	714.8
지배지분	3,471.2	3,808.7	4,032.7	4,318.6	4,624.5
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	198.9	251.8	251.8	251.8	251.8
이익잉여금	2,032.7	2,317.1	2,541.2	2,827.1	3,132.9
비지배지분	102.8	103.5	111.6	121.8	132.6
자본총계	3,574.0	3,912.2	4,144.3	4,440.4	4,757.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	651.6	537.3	731.2	720.0	741.9
당기순이익	533.2	390.6	390.2	470.0	508.4
비현금항목의 가감	165.0	345.5	458.9	390.9	396.4
유형자산감가상각비	157.3	162.0	174.0	189.7	193.1
무형자산감가상각비	3.2	2.7	3.8	3.8	3.9
지분법평가손익	-9.1	-27.5	-63.9	-64.0	-64.0
기타	13.6	208.3	345.0	261.4	263.4
영업활동자산부채증감	68.7	-70.0	14.5	-12.9	-32.8
매출채권및기타채권의감소	16.5	2.3	-17.8	-3.7	-12.1
재고자산의감소	-42.3	0.6	-33.5	-6.1	-19.9
매입채무및기타채무의증가	30.1	-19.0	16.4	2.8	9.1
기타	64.4	-53.9	49.4	-5.9	-9.9
기타현금흐름	-115.3	-128.8	-132.4	-128.0	-130.1
투자활동 현금흐름	-504.9	-564.2	-393.5	-153.5	-153.5
유형자산의 취득	-106.9	-122.6	-360.0	-120.0	-120.0
유형자산의 처분	2.1	1.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-14.6	-23.6	-4.0	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	-703.5	-46.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	104.1	-343.2	0.0	0.0	0.0
기타	213.9	-29.4	-29.5	-29.5	-29.5
재무활동 현금흐름	-70.1	-120.9	-151.6	-171.4	-187.2
차입금의 증가(감소)	-2.7	-1.4	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	-56.2	-106.2	-138.4	-158.1	-173.9
기타	-11.2	-13.3	-13.2	-13.3	-13.3
기타현금흐름	8.8	7.9	-111.2	27.5	29.4
현금 및 현금성자산의 순증가	85.4	-139.9	74.9	422.6	430.6
기초현금 및 현금성자산	365.8	451.3	311.4	386.3	808.9
기말현금 및 현금성자산	451.3	311.4	386.3	808.9	1,239.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	13,269	9,680	9,667	11,630	12,585
BPS	87,799	96,334	102,001	109,233	116,969
CFPS	17,662	18,619	21,478	21,776	22,884
DPS	2,500	3,500	4,000	4,400	4,850
주가배수(배)					
PER	7.7	10.9	11.8	9.8	9.1
PER(최고)	8.9	13.2	15.5		
PER(최저)	6.2	10.0	10.6		
PBR	1.17	1.10	1.12	1.04	0.97
PBR(최고)	1.35	1.32	1.47		
PBR(최저)	0.93	1.01	1.00		
PSR	1.30	1.25	1.21	1.19	1.13
PCFR	5.8	5.7	5.3	5.2	5.0
EV/EBITDA	4.4	4.2	4.2	3.4	2.8
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	18.5	35.4	40.5	37.0	37.7
배당수익률(%,보통주,현금)	2.4	3.3	3.5	3.9	4.3
ROA	13.6	8.8	8.3	9.4	9.6
ROE	16.6	10.5	9.7	11.0	11.1
ROIC	22.8	20.2	20.3	21.3	23.2
매출채권회전율	15.4	17.2	17.9	17.3	17.6
재고자산회전율	10.8	10.4	11.0	10.5	10.7
부채비율	20.5	17.5	17.0	15.9	15.0
순차입금비율	-30.1	-32.8	-32.7	-40.1	-46.5
이자보상배율,현금	536.2	37.6	432.6	451.9	480.4
총차입금	39.9	35.5	35.5	35.5	35.5
순차입금	-1,074.1	-1,281.8	-1,356.8	-1,779.4	-2,210.0
EBITDA	437.1	393.3	427.5	465.4	494.9
FCF	546.8	342.9	255.8	522.0	535.0

자료: 키움증권 리서치센터

CJ프레시웨이 (051500)

BUY(Maintain)

목표주가 35,000원
주가(11/17) 20,650원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
Ra 권용일

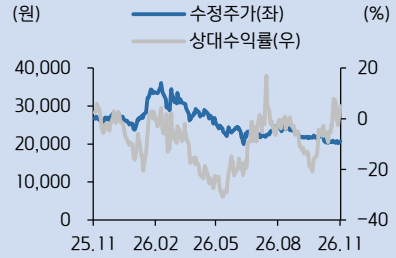
Stock Data

KOSDAQ (11/17)		650.06pt
시가총액		2,451억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	36,050원	20,000원
최고/최저가 대비 등락	-42.7%	3.3%
주가수익률	절대	상대
1M	-8.0%	12.5%
6M	-20.6%	38.0%
1Y	-22.9%	7.0%

Company Data

발행주식수		11,872천주
일평균 거래량(3M)		6천주
외국인 지분율		19.0%
배당수익률(26E)		2.4%
BPS(26E)		42,015원
주요 주주	CJ 외 6 인	48.0%

Price Trend



협상력 상승을 증명할 때

>>> 시장 지배력 강화와 마진 개선 전략

CJ프레시웨이는 온라인(식봄) 고성장으로 전사 취급고 증가율이 1Q26 +3%에서 3Q26 +17%로 확대되었고, 올해 식봄 GMV는 4천억원에 이를 전망이다.

투자 비용 증가로 단기 수익성은 부진하나, 높아진 시장 지배력과 협상력을 바탕으로 내년 상반기부터 오프라인 식자재유통 사업의 마진 개선에 나설 계획이다. 해당 사업 마진율을 20bp만 높여도 두 자릿수 영업이익 증가가 가능할 전망이다.

>>> 2Q27 이후 수익성 개선 강화 기대

2027년 연결 매출액은 4조 339억원(+9.1% YoY), 영업이익은 1,024억원(+27.2% YoY)으로 전망한다.

동사는 온라인 사업 고성장으로 전사 매출이 +9% 성장할 전망이나, 수익성은 2분기부터 개선 가시성이 높아질 전망이다. 내년 상반기부터 오프라인 식자재유통 사업의 마진 개선 전략이 본격화되면서, 성수기 시즌인 2분기부터 효과가 강해질 가능성이 높기 때문이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 35,000원

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,224.8	3,481.1	3,696.4	4,033.9	4,498.8
영업이익	94.0	101.7	80.5	102.4	119.0
EBITDA	133.8	129.1	143.7	125.9	148.0
세전이익	41.8	61.2	51.1	67.4	85.4
순이익	27.4	50.1	45.3	51.1	64.7
지배주주지분순이익	25.9	50.1	49.5	51.1	64.7
EPS(원)	2,184	4,221	4,173	4,300	5,450
증감률(%,YoY)	-52.4	93.3	-1.1	3.1	26.7
PER(배)	8.0	6.3	4.9	4.8	3.8
PBR(배)	0.50	0.70	0.49	0.45	0.41
EV/EBITDA(배)	2.8	3.1	2.6	2.0	1.5
영업이익률(%)	2.9	2.9	2.2	2.5	2.6
ROE(%)	7.4	11.5	10.4	9.8	11.3
순차입금비율(%)	35.8	27.5	16.6	8.7	-0.8

자료: 키움증권 리서치센터

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**833.9**	**923.2**	**961.4**	**977.8**	**910.7**	**1,003.8**	**1,038.9**	**1,080.5**	**3,481.1**	**3,696.4**	**4,033.9**
(YoY)	4.4%	4.5%	6.7%	8.9%	9.2%	8.7%	8.1%	10.5%	7.9%	6.2%	9.1%
식자재유통	399.9	418.4	446.1	463.6	455.5	474.3	504.8	539.5	1,562.2	1,728.0	1,974.2
(YoY)	5.3%	6.4%	14.3%	16.2%	13.9%	13.4%	13.2%	16.4%	6.6%	10.6%	14.2%
외식식자재	286.7	302.0	320.7	329.3	334.4	349.8	370.7	395.8	1,130.9	1,238.7	1,450.6
식품 원료	113.2	116.4	125.4	134.3	121.1	124.5	134.2	143.7	431.3	489.3	523.6
급식사업	427.4	498.2	509.3	508.0	448.6	522.9	528.1	534.8	1,893.4	1,942.9	2,034.3
(YoY)	3.6%	2.9%	1.1%	3.1%	5.0%	5.0%	3.7%	5.3%	11.0%	2.6%	4.7%
급식식자재	231.6	270.0	267.5	270.5	240.9	280.8	283.6	286.8	1,050.4	1,039.6	1,092.0
단체급식	195.8	228.2	241.8	237.5	207.7	242.1	244.5	248.0	843.0	903.3	942.3
기타	6.6	6.6	6.0	6.3	6.6	6.6	6.0	6.3	25.5	25.5	25.5
매출총이익	**139.1**	**164.5**	**168.5**	**165.8**	**149.7**	**179.2**	**182.0**	**182.4**	**634.2**	**637.9**	**693.4**
(GPM)	16.7%	17.8%	17.5%	17.0%	16.4%	17.9%	17.5%	16.9%	18.2%	17.3%	17.2%
판관비	**128.0**	**141.0**	**144.7**	**143.7**	**138.5**	**148.0**	**151.6**	**152.8**	**532.5**	**557.4**	**591.0**
(판관비율)	15.4%	15.3%	15.0%	14.7%	15.2%	14.7%	14.6%	14.1%	15.3%	15.1%	14.6%
영업이익	**11.0**	**23.5**	**23.8**	**22.1**	**11.2**	**31.2**	**30.4**	**29.6**	**101.7**	**80.5**	**102.4**
(YoY)	3.8%	-14.2%	-29.2%	-26.1%	1.7%	32.6%	27.5%	33.7%	8.1%	-20.8%	27.2%
(OPM)	1.3%	2.5%	2.5%	2.3%	1.2%	3.1%	2.9%	2.7%	2.9%	2.2%	2.5%
세전이익	4.3	12.8	20.9	13.1	2.5	22.4	21.6	20.8	61.2	51.1	67.4
순이익	3.1	10.1	22.3	9.7	-1.2	18.2	17.4	16.6	50.1	45.3	51.1
(지배)순이익	**3.1**	**11.7**	**25.0**	**9.7**	**11.5**	**13.2**	**13.2**	**13.2**	**50.1**	**49.5**	**51.1**
(YoY)	95.8%	-22.0%	7.5%	-5.3%	268.0%	12.7%	-47.3%	35.8%	93.3%	-1.1%	3.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,224.8	3,481.1	3,696.4	4,033.9	4,498.8
매출원가	2,624.4	2,846.9	3,058.4	3,340.6	3,739.8
매출총이익	600.4	634.2	637.9	693.4	758.9
판관비	506.3	532.5	557.4	591.0	639.9
영업이익	94.0	101.7	80.5	102.4	119.0
EBITDA	133.8	129.1	143.7	125.9	148.0
영업외손익	-52.2	-40.5	-29.5	-35.0	-33.7
이자수익	5.5	5.1	2.5	3.9	5.2
이자비용	23.7	22.3	19.8	20.8	20.8
외환관련이익	5.9	13.2	10.0	10.0	10.0
외환관련손실	17.1	11.3	10.0	10.0	10.0
종속 및 관계기업손익	-1.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-21.8	-25.1	-12.1	-18.0	-18.0
법인세차감전이익	41.8	61.2	51.1	67.4	85.4
법인세비용	14.4	11.1	5.8	16.3	20.7
계속사업순손익	27.4	50.1	45.3	51.1	64.7
당기순이익	27.4	50.1	45.3	51.1	64.7
지배주주순이익	25.9	50.1	49.5	51.1	64.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.9	7.9	6.2	9.1	11.5
영업이익 증감율	-5.3	8.2	-20.8	27.2	16.2
EBITDA 증감율	2.2	-3.5	11.3	-12.4	17.6
지배주주순이익 증감율	-52.5	93.4	-1.2	3.2	26.6
EPS 증감율	-52.4	93.3	-1.1	3.1	26.7
매출총이익율(%)	18.6	18.2	17.3	17.2	16.9
영업이익률(%)	2.9	2.9	2.2	2.5	2.6
EBITDA Margin(%)	4.1	3.7	3.9	3.1	3.3
지배주주순이익률(%)	0.8	1.4	1.3	1.3	1.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	654.3	673.8	653.7	755.8	875.8
현금 및 현금성자산	140.4	131.0	90.4	143.2	195.2
단기금융자산	6.6	5.2	5.2	5.2	5.2
매출채권 및 기타채권	323.0	352.4	358.6	391.4	436.5
재고자산	175.1	167.9	182.1	198.7	221.6
기타유동자산	9.2	17.3	17.4	17.3	17.3
비유동자산	910.0	915.3	907.3	899.1	884.9
투자자산	117.5	113.8	113.7	113.5	113.4
유형자산	517.6	517.9	513.9	509.1	503.7
무형자산	92.0	86.2	82.3	79.1	70.4
기타비유동자산	182.9	197.4	197.4	197.4	197.4
자산총계	1,564.4	1,589.1	1,560.9	1,654.9	1,760.8
유동부채	815.6	891.4	753.9	802.7	849.8
매입채무 및 기타채무	554.0	551.8	567.9	599.3	646.4
단기금융부채	214.8	266.9	113.2	130.7	130.7
기타유동부채	46.8	72.7	72.8	72.7	72.7
비유동부채	333.4	242.5	312.5	312.5	312.5
장기금융부채	259.1	197.2	267.2	267.2	267.2
기타비유동부채	74.3	45.3	45.3	45.3	45.3
부채총계	1,149.0	1,133.9	1,066.4	1,115.3	1,162.3
지배지분	415.4	455.2	498.8	543.9	602.7
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	69.8	85.6	85.6	85.6	85.6
기타자본	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2
기타포괄손익누계액	158.3	141.0	141.0	141.0	141.0
이익잉여금	119.7	161.0	204.6	249.7	308.5
비지배지분	0.0	0.0	-4.2	-4.2	-4.2
자본총계	415.4	455.2	494.5	539.7	598.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	111.2	127.1	165.0	148.9	156.7
당기순이익	27.4	50.1	45.3	51.1	64.7
비현금항목의 가감	126.7	158.5	129.7	132.2	133.5
유형자산감가상각비	37.2	41.7	44.0	44.8	45.4
무형자산감가상각비	7.1	8.7	9.9	9.2	8.7
지분법평가손익	-1.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	83.4	108.2	75.9	78.3	79.5
영업활동자산부채증감	-22.2	-66.1	-4.2	-18.0	-20.9
매출채권및기타채권의감소	-5.9	-82.3	-6.2	-32.8	-45.1
재고자산의감소	-36.6	7.1	-14.2	-16.6	-22.9
매입채무및기타채무의증가	3.7	57.5	16.2	31.4	47.1
기타	16.6	-48.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-20.7	-15.4	-5.8	-16.4	-20.6
투자활동 현금흐름	-40.9	-34.5	-43.5	-42.1	-34.8
유형자산의 취득	-47.0	-44.3	-40.0	-40.0	-40.0
유형자산의 처분	3.2	7.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-14.9	-12.5	-6.0	-6.0	0.0
투자자산의감소(증가)	7.6	3.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	1.2	1.3	0.0	0.0	0.0
기타	9.0	10.0	2.5	3.9	5.2
재무활동 현금흐름	3.4	-102.0	-150.8	-50.5	-68.0
차입금의 증가(감소)	93.4	-34.0	-83.7	17.5	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	-6.9	-5.3	-5.9	-5.9	-5.9
기타	-83.1	-62.7	-61.2	-62.1	-62.1
기타현금흐름	1.0	0.0	-11.3	-3.5	-1.8
현금 및 현금성자산의 순증가	74.7	-9.4	-40.6	52.8	52.0
기초현금 및 현금성자산	65.8	140.4	131.0	90.4	143.2
기말현금 및 현금성자산	140.4	131.0	90.4	143.2	195.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,184	4,221	4,173	4,300	5,450
BPS	34,990	38,342	42,015	45,815	50,765
CFPS	12,984	17,574	14,740	15,436	16,699
DPS	450	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	8.0	6.3	4.9	4.8	3.8
PER(최고)	12.6	7.3	8.7		
PER(최저)	7.2	4.1	4.7		
PBR	0.50	0.70	0.49	0.45	0.41
PBR(최고)	0.79	0.81	0.87		
PBR(최저)	0.45	0.45	0.47		
PSR	0.06	0.09	0.07	0.06	0.05
PCFR	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.8	3.1	2.6	2.0	1.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	19.5	11.8	13.1	11.6	9.2
배당수익률(%,보통주,현금)	2.6	1.9	2.4	2.4	2.4
ROA	1.9	3.2	2.9	3.2	3.8
ROE	7.4	11.5	10.4	9.8	11.3
ROIC	11.4	11.5	9.9	11.0	12.8
매출채권회전율	10.1	10.3	10.4	10.8	10.9
재고자산회전율	20.6	20.3	21.1	21.2	21.4
부채비율	276.6	249.1	215.6	206.7	194.2
순차입금비율	35.8	27.5	16.6	8.7	-0.8
이자보상배율,현금	4.0	4.6	4.1	4.9	5.7
총차입금	295.8	261.7	178.0	195.5	195.5
순차입금	148.9	125.4	82.3	47.1	-5.0
EBITDA	65.3	73.3	63.9	71.2	83.8
FCF	28.8	8.4	67.6	61.2	77.0

자료: 키움증권 리서치센터

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.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
BGF리테일	2024-11-18	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-34.23	-31.25
(282330)	2025-01-07	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-27.89	-22.21
	2025-04-11	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-18.14	-3.85
	2025-07-14	Outperform (Downgrade)	135,000원	6개월	-16.78	-3.85
	2025-10-15	BUY(Upgrade)	135,000원	6개월	-20.29	-16.59
	2026-01-12	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-13.59	9.48
	2026-04-14	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-16.76	-13.63
	2026-05-08	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-25.56	-14.12
	2026-07-15	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-25.89	-14.12
	2026-08-07	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-21.86	-14.94
	2026-10-13	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-21.14	-11.65
	2026-11-06	BUY(Maintain)	182,000원	6개월	-22.72	-21.21
	2026-11-17	BUY(Maintain)	182,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
현대백화점	2024-11-29	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-24.42	-21.11
(069960)	2025-01-07	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-17.52	-3.17
	2025-04-02	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.67	-19.47
	2025-04-11	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.93	-17.20
	2025-05-12	BUY(Maintain)	81,000원	6개월	-10.61	-2.96
	2025-07-14	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-21.49	-12.32
	2025-08-07	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.02	-25.50
	2025-08-26	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.32	-10.30
	2025-10-15	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.91	-10.30
	2025-11-06	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-16.95	-14.55
	2025-11-19	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-29.47	-24.23
	2026-01-12	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-28.46	-16.77
	2026-02-12	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-29.06	-24.15
	2026-03-10	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-37.31	-24.15
	2026-04-14	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-35.86	-22.93
	2026-05-07	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-34.10	-14.97
	2026-05-19	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-30.98	13.47
	2026-06-10	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-16.26	-5.91
	2026-07-15	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-25.21	-5.91
	2026-08-06	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-52.19	-46.80
	2026-10-13	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-48.42	-43.13
	2026-11-05	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-34.83	-31.31
	2026-11-17	BUY(Maintain)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
오리온	2024-11-18	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-28.34	-27.11
(271560)	2024-12-03	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-27.87	-25.35
	2025-01-21	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-27.16	-19.93
	2025-03-19	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-23.97	-15.40
	2025-09-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-31.21	-27.67
	2025-11-19	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-30.57	-27.13
	2026-01-19	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-28.94	-13.33
	2026-02-12	BUY(Maintain)	175,000원	6개월	-23.13	-19.43
	2026-03-10	BUY(Maintain)	175,000원	6개월	-23.77	-19.43
	2026-03-17	BUY(Maintain)	175,000원	6개월	-22.58	-16.57
	2026-05-19	BUY(Maintain)	175,000원	6개월	-23.28	-16.57
	2026-09-14	BUY(Maintain)	155,000원	6개월	-28.33	-21.94
	2026-11-17	BUY(Maintain)	155,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
삼양식품	2024-11-18	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-25.85	-8.00
(003230)	2024-12-19	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-20.71	-17.58
	2025-01-21	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-28.92	-19.10
	2025-02-07	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-28.59	-24.50
	2025-02-25	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-26.87	-19.92
	2025-04-22	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-25.03	-16.75
	2025-05-16	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월	-16.21	-15.71
	2025-05-20	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월	-9.90	7.00
	2025-07-21	Buy(Maintain)	1,800,000원	6개월	-22.34	-16.56
	2025-08-18	Buy(Maintain)	1,800,000원	6개월	-22.24	-16.56
	2025-08-26	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-18.43	-11.89
	2025-10-22	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-19.98	-11.89
	2025-10-30	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-21.83	-11.89
	2025-11-17	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-21.92	-11.89
	2025-11-19	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-25.61	-11.89
	2026-01-19	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-26.21	-11.89
	2026-01-30	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-27.85	-11.89
	2026-03-10	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-38.92	-34.27
	2026-03-31	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-34.96	-25.57
	2026-04-22	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-32.74	-25.57
	2026-05-14	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-32.03	-21.95
	2026-05-19	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-34.71	-21.95
	2026-07-21	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-34.67	-21.95
	2026-08-18	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-33.24	-16.38
	2026-09-28	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-35.00	-32.43
	2026-10-21	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-35.35	-32.22
	2026-11-09	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-35.39	-32.22
	2026-11-12	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-35.17	-30.54
	2026-11-17	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

투자의견 변동내역 (2개년)

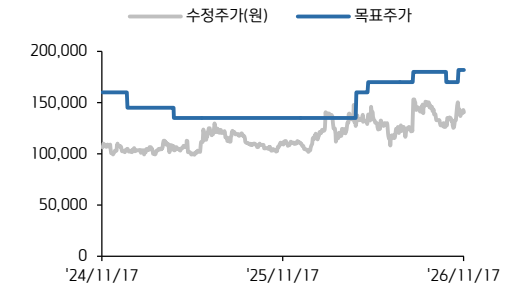
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
KT&G	2024-11-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-24.94	-17.73
(033780)	2025-01-21	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-28.42	-17.73
	2025-04-22	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-27.63	-17.73
	2025-07-21	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-21.48	-17.35
	2025-08-08	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-20.15	-13.41
	2025-08-26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-20.02	-13.41
	2025-09-24	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.32	-21.83
	2025-10-22	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.43	-21.83
	2025-11-07	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-24.00	-20.72
	2025-11-19	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-22.06	-16.67
	2026-01-19	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-18.61	-0.17
	2026-03-10	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-15.85	-8.95
	2026-04-22	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.90	-14.09
	2026-05-19	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.51	-14.09
	2026-07-10	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.69	-14.09
	2026-07-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.60	-14.09
	2026-08-07	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-30.02	-24.48
	2026-09-21	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-29.26	-22.40
	2026-10-21	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-28.68	-22.40
	2026-10-30	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-28.19	-21.52
	2026-11-06	BUY(Maintain)	264,000원	6개월	-31.78	-28.07
	2026-11-17	BUY(Maintain)	264,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
디쎄스웨이	2025-01-17	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-33.98	-24.84
(051500)	2025-03-27	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-32.51	-24.84
	2025-04-22	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-25.07	-7.66
	2025-07-21	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-23.70	-20.26
	2025-08-08	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-25.17	-19.34
	2025-10-22	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-27.92	-19.34
	2026-01-19	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-26.64	-15.26
	2026-02-06	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-25.44	-14.17
	2026-04-22	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-28.51	-25.64
	2026-05-11	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-35.10	-25.64
	2026-06-23	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-37.46	-25.64
	2026-07-21	BUY(Maintain)	39,000원	6개월	-39.48	-25.64
	2026-10-21	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-40.60	-37.00
	2026-11-06	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-40.93	-37.00
	2026-11-17	BUY(Maintain)	35,000원	6개월		

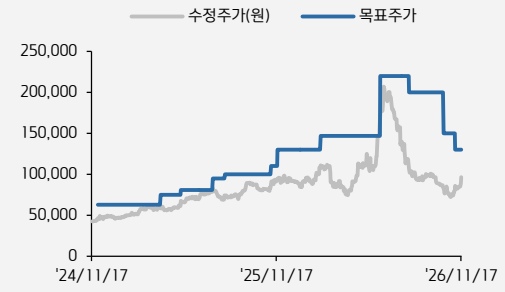
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

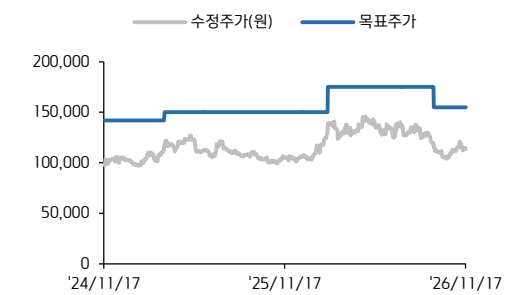
BGF리테일 (282330)



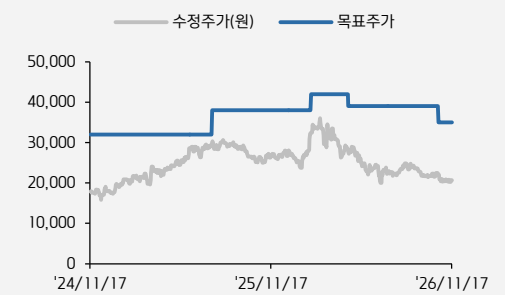
현대백화점 (069960)



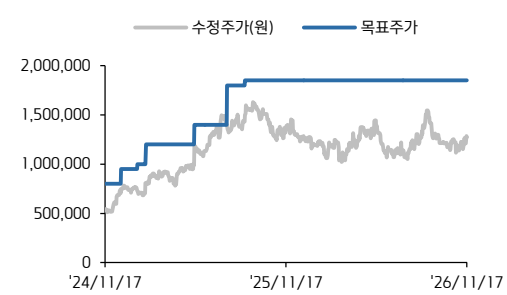
오리온 (271560)



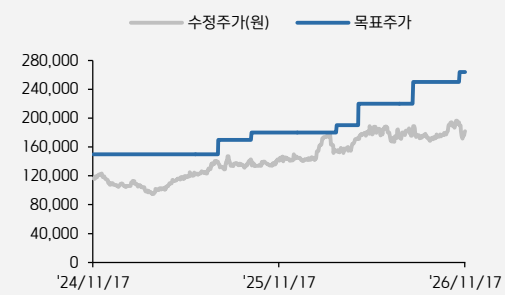
CJ프레시웨이(051500)



삼양식품 (003230)



KT&G (033780)



투자의견 및 적용기준

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

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

투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%