

2025년 11월 19일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 음식료/유통 Overweight(Maintain)

유통/음식료 26년 전망: K푸드는 불닭, K쇼핑은 백화점

음식료/유통 Analyst 박상준 CFA sjpark@kiwoom.com
RA 권용일 kwonyy@kiwoom.com



Contents



유통/음식료:

K푸드는 불닭, K쇼핑은 백화점 2

I. 백화점: 전성시대(全盛時代) 3

- > 소득효과와 자산효과 3
- > "케데헌" 과 인바운드 증가 6
- > 원화 약세와 면세점 구조조정 은 기회 10
- > 일본 백화점 주가 상승의 시사점 15
- > 26년은 백화점의 해 20

II. 할인점: 고진감래(苦盡甘來) 22

- > 10월부터 매출 반등 22
- > 홈플러스 영업력 약화는 현재진행형 23
- > 유통 업체별 3Q25 실적리뷰 25

III. 음식료: 삼양식품(三養食品) 35

- > 삼양식품 : 26 년에도 대장주 35
- > KT&G: 투자 축소, 배당 확대 38
- > 제과 : 마진 스프레드 개선 39
- > 음식료 업체별 3Q25 실적리뷰 41

기업분석 54

- > 신세계 (004170) 55
- > 현대백화점 (069960) 58
- > 롯데쇼핑 (023530) 61
- > 이마트 (139480) 64
- > 삼양식품 (003230) 67
- > KT&G (033780) 70
- > 오리온 (271560) 73

Compliance Notice

- 당사는 11월 19일 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.

유통/음식료 26년 전망:

K푸드는 불닭, K쇼핑은 백화점

>>> 유통: 백화점 전성시대

26년은 내수 소비경기 호조, 기업이익 증가와 자산가격 상승에 따른 낙수효과, 외국인 매출 고성장애 힘입어, 업종 내에서 백화점 업체들의 실적 개선이 돋보일 것으로 전망된다. 특히, 일본 백화점 주가 상승 사례를 참조했을 때, 1) 주요 통화에 대한 원화 약세 누적, 2) 한국 면세점 산업의 구조조정, 3) 중국과 일본의 정치적 갈등 등의 영향으로 인해, 한국 백화점 업체들의 외국인 매출 성장 기여도가 점차 확대될 전망이다. 따라서, 전사 실적 가시성과 백화점 성장성을 중심으로 실적 추정치 상향과 밸류에이션 상향 정도가 결정될 것으로 판단된다.

업종 최선호주로 신세계, 현대백화점, 차선호주로 롯데쇼핑, 이마트를 제시한다. 백화점 외국인 매출 성장세가 돋보이는 가운데, 신세계는 대형점 리뉴얼 효과와 면세점 실적 가시성 개선이 더해지면서, 실적 추정치와 밸류에이션이 동시에 상향될 전망이다. 현대백화점은 높은 외국인 매출 비중과 패션 장르의 견고한 성장세가 상대적으로 돋보일 전망이다.

>>> 음식료: 불닭이 주도하는 해외 성장

26년에도 글로벌 시장 성장성이 가장 돋보이는 삼양식품이 업종 내에서 가장 높은 실적 개선 흐름을 이어갈 전망이다(최선호주 제시). 중국 신규 채널 및 지역 확대, 미국 관세 이슈 마무리 및 메인스트림 채널 침투율 상승, 유럽 수출 거래선 정비 이후 정상화 등에 힘입어, 삼양식품의 26년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 +24%, +31% 증가할 전망이다.

마진 스프레드 개선과 주주환원정책 강화 측면에서는 오리온과 KT&G가 돋보일 전망이다(차선호주 제시). 오리온은 코코아 투입단가 안정화, 중국 매출 성장률 회복에 힘입어, 26년 영업이익이 전년대비 +16% 증가할 전망이다. KT&G는 해외 공장 증설 마무리에 따른 Capex 축소와 원가율 개선 등에 힘입어, 주주환원여력이 더욱 확대될 전망이다.

I. 백화점: 전성시대(全盛時代)

>>> 소득효과와 자산효과

1) KOSPI 급등은 내수 소비경기에 긍정적

올해 KOSPI가 처음으로 4,000pt를 넘어섰다. 반도체를 중심으로 시가총액 상위 대형주의 실적 기대감이 상승하면서, KOSPI 전체의 이익 컨센서스가 상향 조정되고 있기 때문이다. 과거 대비 주식 투자자가 늘어나면서 자산효과를 기대할 수 있는 부분도 있겠지만, 올해 호실적을 거두고 내년 업황 호조를 기대하고 있는 기업들은 임직원들의 임금 인상과 인센티브 지급에 후할 가능성이 높다. 따라서, 내년에도 현재의 높은 소비심리 레벨이 이어지면서, 내수 소비경기 호조가 이어질 가능성이 높다.

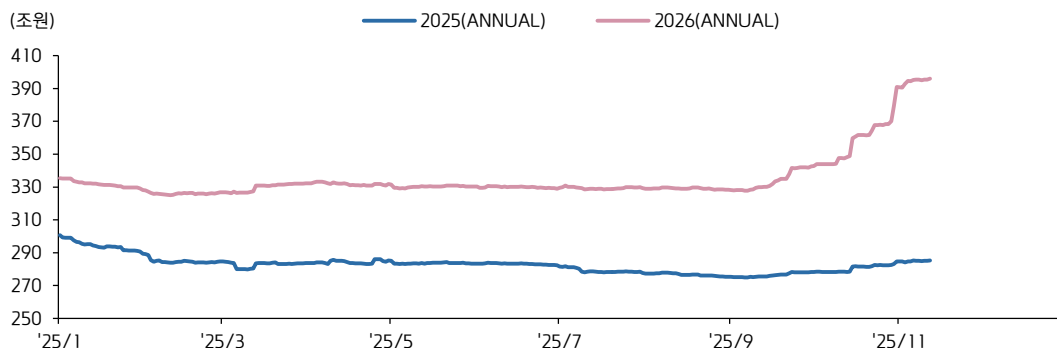
또한, 금리 인하가 누적되어 있는 점도 긍정적이다. 지난 1년 동안 한국은행 기준금리는 4차례 인하를 통해 100bp 인하되었다. 이 정도 인하 폭과 소요 기간이면, 가계의 이자비용이 충분히 절감될 수 있는 상황으로 추산된다. 이처럼 가계 소득은 늘고 비용이 줄어들었으니 소비가 늘어날 수밖에 없다.

2) 부동산 가격 상승으로 인한 자산효과도 기대

정부는 올해 6월 27일과 10월 15일에 연달아 부동산 규제 대책을 발표하였다. 서울을 중심으로 전국 부동산 가격이 가파르게 상승하면서, 정부가 대출 규제 등을 통해, 부동산 구매 수요를 억제하려고 하고 있다. 부동산은 한국 가계자산에서 여전히 가장 큰 비중을 차지하고 있는 자산이다. 아파트 가격 상승은 현금흐름이 유입되는 이익이 아닌 평가이익에 불과하지만, 이익 규모가 다른 자산에서 발생한 규모 대비 큰 편이기 때문에, 가계의 소비심리를 자극하기에 충분하다. 특히, 백화점이 주로 몰려 있는 서울/수도권 지역의 아파트 가격 상승이 가파르기 때문에, 해당 자산효과가 백화점 업체들에게 미치는 영향이 생각 보다 크게 나타날 수 있다.

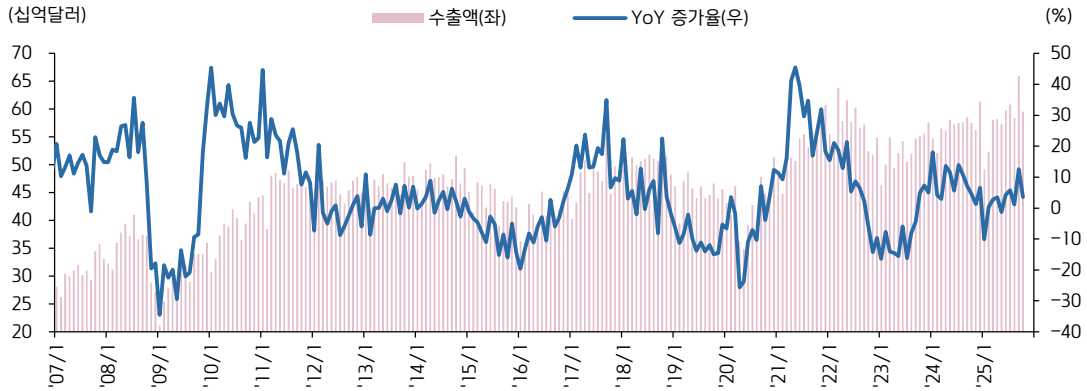
실제 위의 우호적인 요인들이 겹치면서, 최근 소매판매 지표는 긍정적인 시그널이 감지되고 있다. 올해 3분기에 한국 전체 소매판매 증가율이 반등하는 모습을 보였고, 10월에는 백화점 3사의 기존점 성장률이 모두 +10%를 상회하였다. 이처럼 내수 소비경기가 호조를 보이고 있고, 과거 대비 쿠팡이 백화점 매출 성장률에 미치는 영향이 축소된 점을 감안한다면, 내년도 백화점 매출 성장률은 평년 대비 양호한 흐름이 나타날 것으로 기대된다.

KOSPI 영업이익 컨센서스 추이



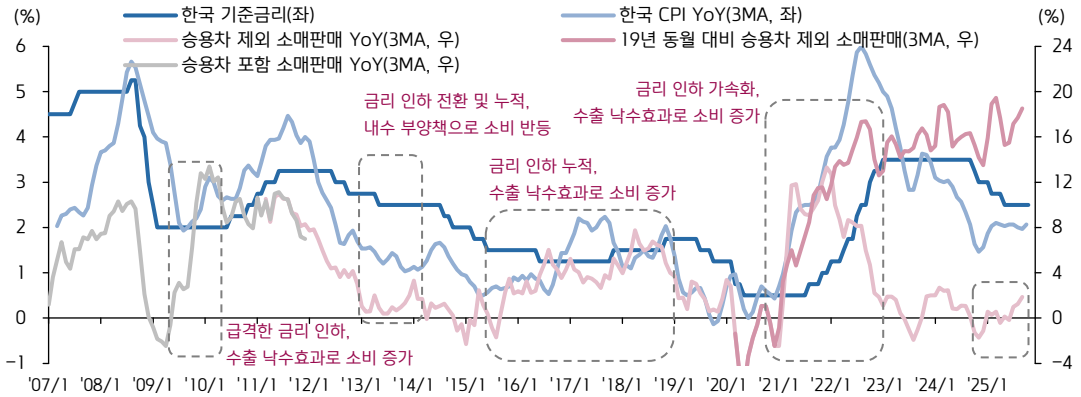
자료: Fn Guide

한국 전체 수출액 추이



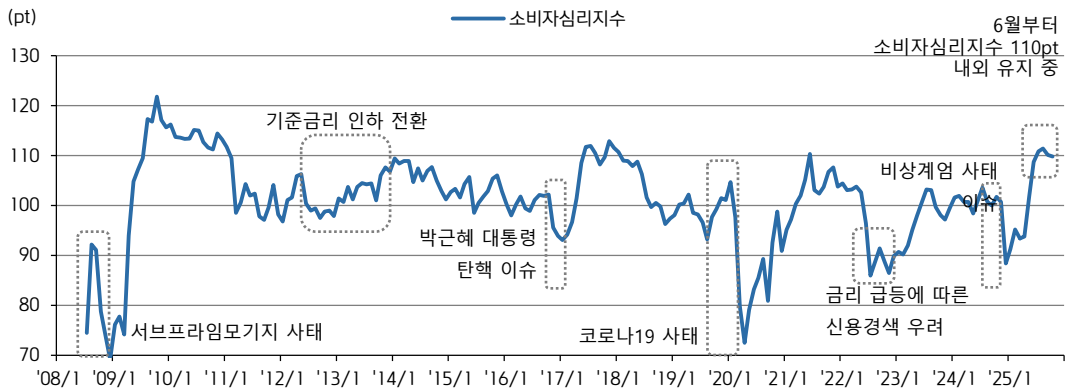
자료: 관세청, 키움증권 리서치

한국 기준금리 vs CPI vs 전체 소매판매



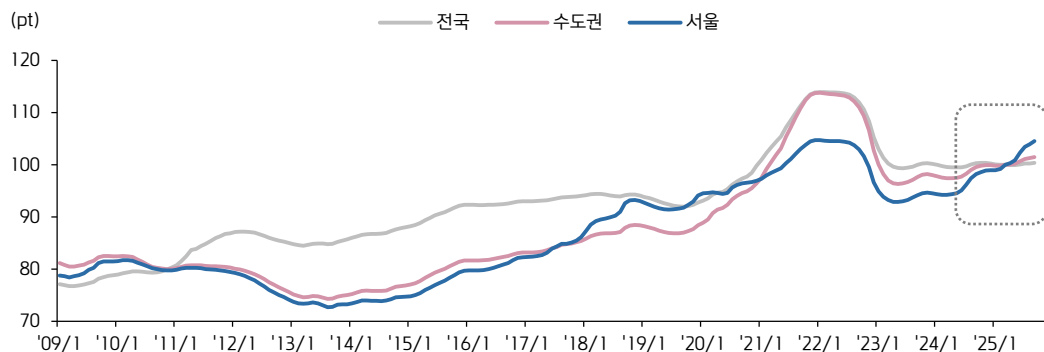
자료: Fn Guide, 통계청, 키움증권 리서치

한국 소비자심리지수 추이



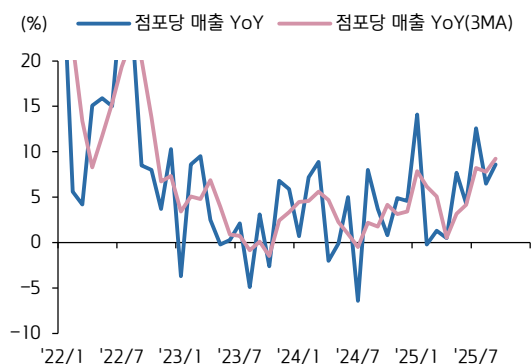
자료: 한국은행, 키움증권 리서치

월별 아파트 매매가격지수 추이



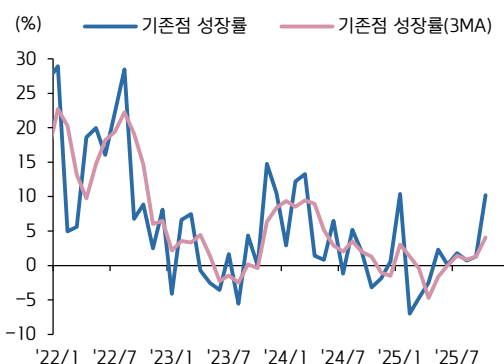
자료: 한국부동산원

백화점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



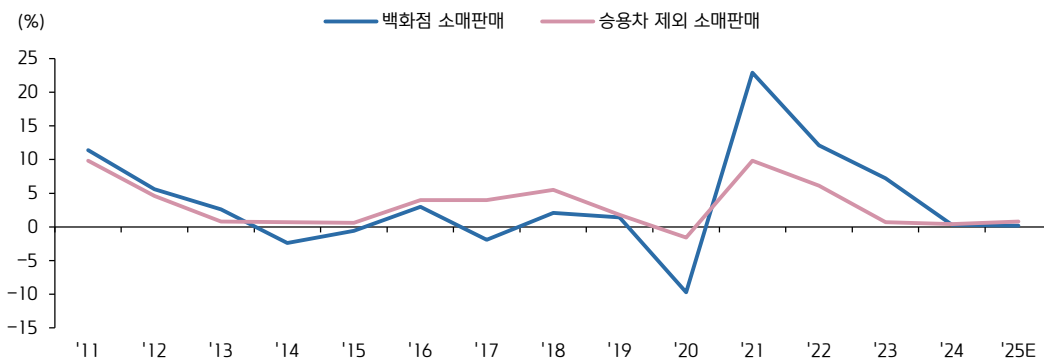
자료: 산업통상자원부

신세계백화점 기존점 성장률 추이



자료: 신세계

백화점 vs 승용차 제외 소매판매액 경상지수 YoY 증감률 추이 및 전망



자료: 통계청

주: 1) '25E 성장률은 3Q25 YTD 성장률로 가정

>>> “케데헌” 과 인바운드 증가

1) 25년 백화점 외국인 매출 비중은 4~5% 수준 추산

올해 백화점 3社の 외국인 매출은 평균 +30% 내외의 성장세를 기록하였고, 전체 매출에서 외국인이 차지하는 비중도 4~5% 수준으로 확대되었다. 올해 방한 외국인 관광객이 전년대비 +16% 증가하는 추세(1~9월 누계 기준)이고, 관광객들이 백화점이 집중되어 있는 서울을 중심으로 여행하고 있으며, FIT 여행이 절대적으로 높은 비중을 차지하면서 면세점의 집객력이 분산되고 있기 때문이다.

이에 따라, 백화점 업체들도 외국인 관광객 유치에 적극적으로 나서고 있다. 특히, 외국인 관광객들이 명동 외의 상권에 대한 방문이 증가하면서, 백화점 업체들은 다수의 점포에서 외국인 관광객 유치 전략을 강화하고 있다. 특히, 최근 외국인 관광객들이 명품 외에도 한국과 관련된 콘텐츠나 상품을 소비하는 것에 대해 관심이 높아지고 있기 때문에, 해당 수요에 맞는 MD가 강화되고 있는 추세이다. 예를 들어, 롯데백화점은 K-패션 전문관인 ‘키네틱 그라운드’를 본점과 잠실점에 오픈하였고, 현대백화점과 신세계백화점도 K-콘텐츠와 관련된 체험형 팝업스토어를 강화하고 있다.

2) “케데헌” 효과 더해지면서, 내년 인바운드 증가율도 두자릿수 무난할 전망

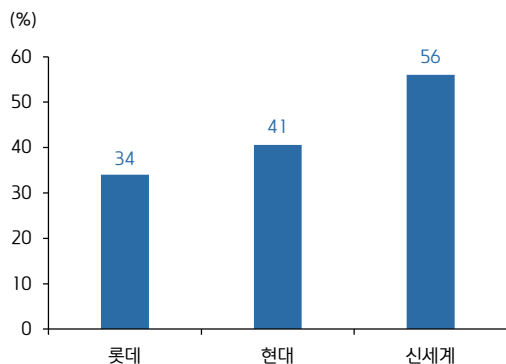
최근 방한 외국인 관광객 조사 내용에 따르면, 한류 콘텐츠나 한국 전통문화를 접하고 나서 한국여행에 관심을 가지게 되었다는 외국인 관광객의 응답률이 높은 편이다. K-Pop을 통해 한국의 대중문화가 젊은 세대를 중심으로 전 세계에 알려지고 있고, 넷플릭스에서 방영되는 다양한 K-콘텐츠를 통해 한국 문화에 대한 관심이 다양한 세대로 확장되고 있다. 특히, 지난 6월에 넷플릭스를 통해 공개된 “케이팝 데몬 헌터스”는 한국의 K-Pop 아이돌을 소재로 하는 최초의 해외 제작 애니메이션으로 넷플릭스 모든 작품 중에 역대 통합 조회수 1위를 차지하였고, OST “Golden” 역시 미국 빌보드 차트에서 1위를 차지하였다.

위와 같은 “케이팝 데몬 헌터스”의 엄청난 흥행은 한국의 다양한 산업에 긍정적인 마케팅 효과를 만들어 내고 있다. 특히, 영화 촬영지로 소개되었던 한옥마을, 낙산공원, N서울타워 등은 “케데헌 8경”이라 불리며 외국인 관광객들의 ‘필수 코스’로 떠오르고 있으며, 한국 문화를 체험하는 다양한 액티비티에 대한 예약도 증가하고 있는 상황이다.

이처럼 외국인 관광객들이 여행 콘텐츠가 증가하고 있다는 것은 향후 관광 수요 증가에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다. 특히, 해외 여행은 사전에 계획이 필요한 서비스 소비이기 때문에, 내년에 “케데헌” 효과가 시차를 두고 나타날 가능성이 높다.

올해 방한 외국인 관광객은 전년동기 대비 약 +16% 증가하고 있는 상황(3Q25 누계 기준)이다. 중화권 관광객(중국+대만+홍콩)의 증가세가 가장 좋지만, 일본, 미주, 유럽 등에서도 한국을 방문하는 손님이 크게 증가하고 있다. 따라서, 현재의 관광 수요 증가세와 “케데헌” 효과 등을 감안한다면, 내년 인바운드 증가율도 올해 못지 않은 수준을 보일 것으로 기대된다.

백화점 3社 3Q25 외국인 매출 YoY 성장률



자료: 언론보도

롯데백화점 K-패션 전문관 “키네틱 그라운드”



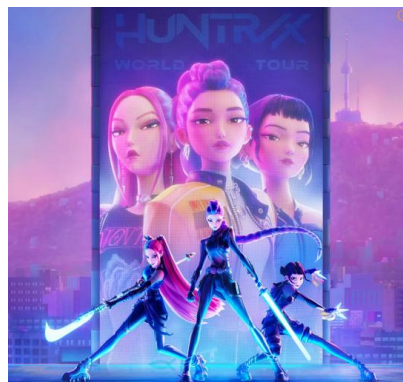
자료: 언론보도

메디힐 더현대 서울 팝업스토어



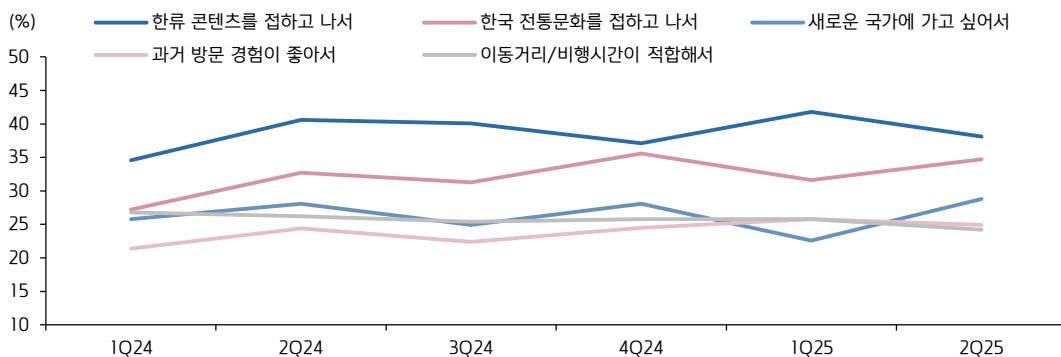
자료: 언론보도

넷플릭스 애니메이션 영화 “케이팝 데몬 헌터스”



자료: 언론보도

한국여행 관심 계기 상위 5위 (중복응답)



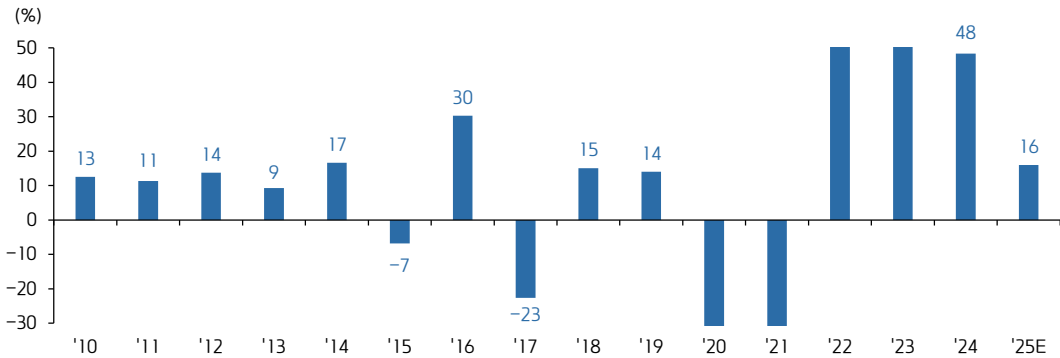
자료: 2025 외래관광객조사

“케데헌 8경”의 영화 속 장면과 의미

장소명	영화 속 장면과 의미
낙산공원, 한양도성 성곽길	루미와 진우의 만남 장소이자, 도심을 내려다보며 두 사람이 마음을 터놓는 장면의 배경이 된 곳
경복궁	루미가 전통의 기운을 이어받는 설정의 시각적 모티브로 사용된 장소
북촌한옥마을	방황하는 루미와 진우가 함께 케데헌 OST '프리'를 부르던 곳
명동 거리	사자보이즈의 '소다 팝' 무대가 처음 공개된 장소
청담대교	작품 후반부의 클라이맥스의 한강 전투신의 배경이 되는 장소
독성한강공원	헌트릭스가 청담대교 전투를 마친 뒤 내린 역. 극중에서는 '섬 유원지'라고 표기.
코엑스 K 팝 스퀘어	헌트릭스의 '골든'과 사자보이즈의 특별 라이브 공연이 예고된 상징적인 장소
N 서울타워	사자보이즈의 특별 라이브 공연이 열린 장소이자, 헌트릭스와 사자보이즈의 마지막 대결이 펼쳐진 곳

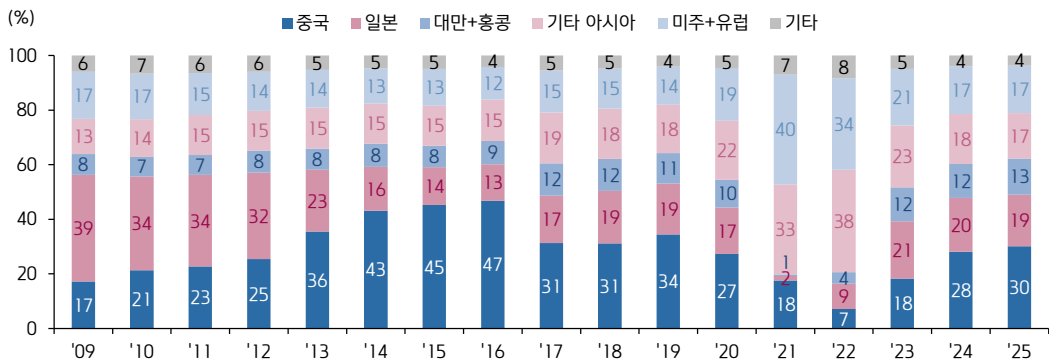
자료: 언론보도 인용, 키움증권 리서치

한국의 연도별 입국자 수 YoY 증감률 추이



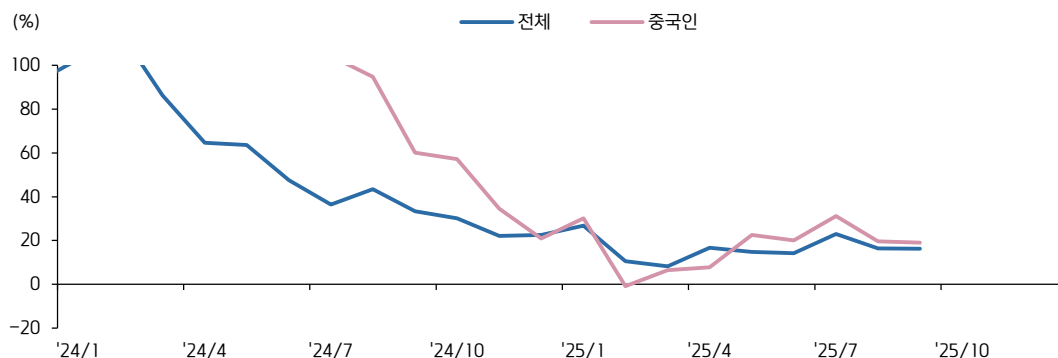
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치('25E는 3Q25 누계 기준)

방한 외국인 관광객의 국적별 비중 추이



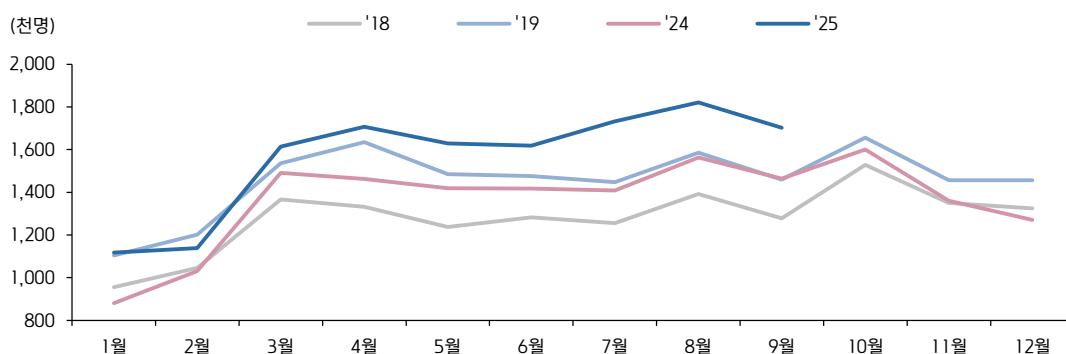
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치('25년은 3Q25 누계 기준)

한국의 월별 입국자 수 YoY 증감률 추이



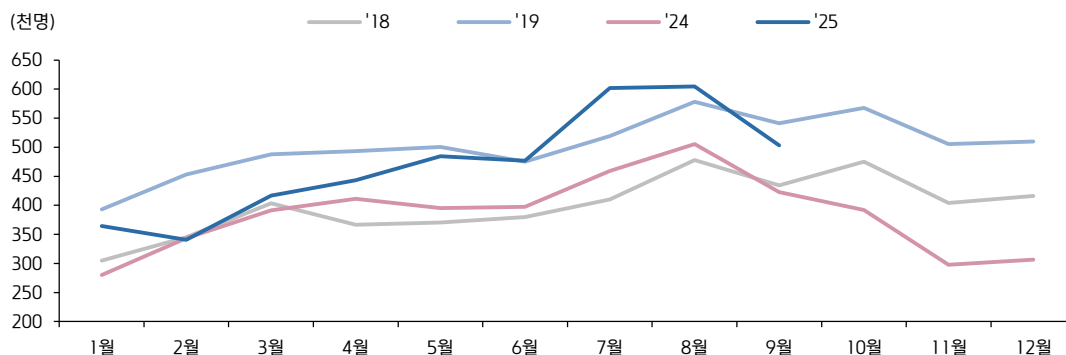
자료: 관광지식정보시스템

한국의 전체 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

>>> 원화 약세와 면세점 구조조정은 기회

1) 원화 약세로 외국인 관광객 구매력 상승 전망

전통적으로 원화 약세는 백화점을 비롯한 내수주에 악재로 작용해왔다. 외국인 투자자 입장에서 수출주는 달러 가치 상승에 따른 실적 개선 효과로 원화약세 효과를 방어할 수 있으나, 백화점을 비롯한 내수주는 원화 가치 하락을 방어할 수 있는 부분이 없었기 때문이다.

하지만, 백화점 매출에서 외국인이 차지하는 비중이 확대되면 상황이 달라진다. **원화 약세가 진행되었을 때, 방한 외국인 관광객들의 구매력이 상승하면서, 백화점 매출 성장률이 제고될 수 있기 때문이다.** 실제로 2010년대 초반에 방한 중국인 관광객이 증가했을 때, 외국인 관광객의 국내 소비지출 증가가 강하게 나타나면서, 한국 면세점 시장이 고성장 했었다. 2000년대에 중후반에 중국 경제가 고성장하면서 위안화 강세가 지속되었고, 이에 따라 중국인들의 구매력이 급격하게 상승하면서, 한국을 비롯한 지리적으로 가까운 국가로 해외 여행이 본격적으로 확대되었다. 당시 한국 인바운드는 일본인 관광객 중심이었으나, 2010년대에 들어서면서 중국인 관광객 비중이 급속도로 확대되기에 이르렀다.

중국 경제가 고성장 가도를 달려왔지만, 중국인 관광객들의 구매력은 일본인 관광객 대비 낮은 수준이었다. 일본이 경제적으로 선진국이고 1인당 GDP 레벨이 높기 때문이다. 하지만, 비거주자의 국내 소비지출 증가율과 면세점의 외국인 매출 성장률은 전체 외국인 입국자 성장률과 유사하거나 상회하는 수준을 기록하였다. 이는 입국자 증가가 주로 관광객 증가에 기인하고, 관광객들 중에서 중국인들의 쇼핑 성향이 다소 높은 영향도 있었을 것으로 추산되나, 누적된 위안화 상승에 따른 중국인들의 구매력 상승이 크게 작용했을 것으로 추산된다.

현재 한국을 방문하는 주요 관광객의 국적은 중국, 일본, 홍콩, 대만, 미국, 유럽인들로 구성되어 있다. **코로나19 사태 이후, 엔화를 제외한 상기 언급된 국가들의 통화에 대한 원화 가치는 수년간 약세를 보이고 있는 상황이다.** 따라서, 중기적으로 백화점은 외국인 트래픽 증가 효과 외에도 외국인들의 구매력 상승에 따른 추가적인 매출 성장 효과를 기대할 수 있는 셈이다.

2) 면세점 구조조정으로 백화점 반사수혜 기대

또한, **외국인 관광객 유치 측면에서 면세점 산업의 구조조정이 백화점 업체에게 반사수혜로 작용할 수 있다.** 2010년대에는 국내 백화점에서 외국인 매출 비중이 매우 미미한 수준이었다. 중국인 단체관광객 비중이 높았고, 외국인 관광객들의 여행 코스도 명동을 비롯한 특정 상권에 집중되면서, 외국인 매출 증가의 수혜가 면세점에 집중되었다. 하지만, **FIT 여행객 비중이 꾸준히 증가하고 있고, 관광객들의 국적이 다양화되고 있으며, “케데헌” 효과로 다양한 여행 콘텐츠 소비가 증가하고 있기 때문에, 향후 외국인 관광객들의 활동 범위가 다변화되면서, 더 이상 면세점 중심으로 쇼핑이 진행되기 어려운 환경으로 바뀌고 있는 상황이다.**

게다가, **중국 다이이고에 대한 의존도가 높았던 국내 면세점 업체들은 최근에 급격한 구조조정을 경험하고 있다.** 작년에는 면세점 4社가 모두 영업적자를 경험하였고, 집객력이 높은 핵심 럭셔리 브랜드들이 철수하거나 기존 시내면세점을 폐점하였으며, 신라와 신세계는 인천공항 면세점 사업권 일부(DF1, DF2)를 반납한 상황이다. 실제 면세점 시장규모는 다이이고 비중이 확대되기 전인 16년에 12.3조원, 다이이고 비중 확대 후 19년에는 24.9조원까지 성장하였으나, 25년에는 12조원을 하회할 것으로 추산된다. 26년에도 최근의 구조조정 상황을 감안한다면, 면세점 시장의 의미 있는 성장이 어려울 가능성이 높기 때문에, 외국인 관광객 유치 측면에서 백화점 업체들이 유리한 환경이 전개될 것으로 기대된다.

3) 백화점 기존점 성장률에서 외국인 매출 성장의 기여도가 지속 확대될 전망

22~24년은 코로나19 사태 이후 해외 여행이 정상화되는 과정에서 입국자 수 증가율이 관광객의 국내 소비지출 증가율을 아웃퍼폼하는 구간이었다. 하지만, **올해는 관광객의 국내 소비지출 증가율이 외국인 입국자 수 증가율을 상회할 것으로 전망**된다(25년 외국인 입국자 수 증가율 +16%, 비거주자(관광객)의 국내 소비지출 증가율 +18% 추산). 전체 입국자 수가 2019년도 수준으로 회복되면서, 방한 외국인 관광 시장이 대부분 정상화되었고, 누적된 원화 약세로 외국인 관광객의 구매력 상승이 나타나고 있기 때문이다.

게다가, 과거와 달리 면세점 시장이 외국인 관광객 매출을 크게 흡수하기 어려운 상황이다. 시내면세점 영업면적이 축소되고 있고, 공항면세점도 사업권 반납과 재입찰로 혼란스러운 시기를 경험할 가능성이 높으며, 관광객들의 여행 패턴도 과거 대비 크게 변화한 상황이기 때문이다. 따라서, **누적된 매크로 변화와 면세점 산업 구조조정을 감안한다면, 외국인의 쇼핑 수요 증가를 백화점을 포함한 다양한 유통 채널이 흡수할 가능성이 높다.**

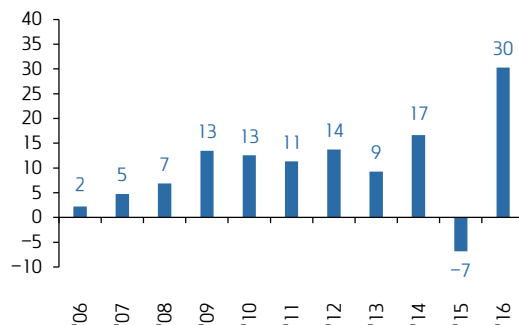
25년 백화점의 외국인 매출은 약 +30% 정도 성장하여, 매출 비중이 4~5% 수준으로 확대될 것으로 추산되는데, 연간 예상 성장률을 상회하는 3분기 매출 성장률 흐름과 상기 요인들을 감안한다면 26년에는 외국인 매출 성장률이 상승할 가능성이 있어 보인다. 만약, **26년에도 올해와 유사한 성장세가 지속된다면, 전체 기존점 성장률에 대한 외국인 매출 증가의 기여도가 +1.5%p 내외로 확대될 수 있다.**

원/위안 환율: '08~'09년에 위안화 레벨 업



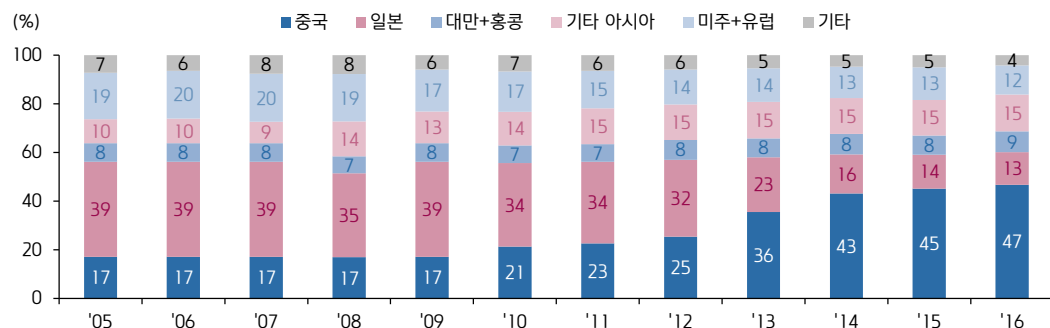
자료: Bloomberg

한국의 전체 외국인 입국자 증가율 추이



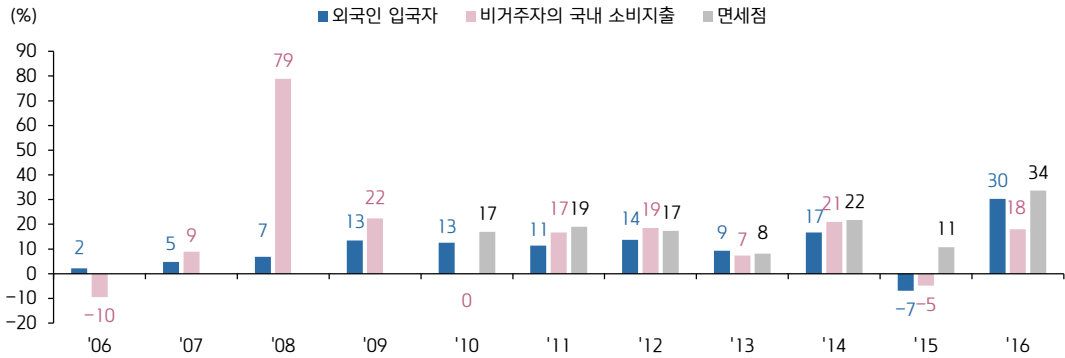
자료: 관광지식정보시스템

방한 외국인 관광객의 국적별 비중 추이: '10~'16년에 중국인 비중 크게 확대



자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

외국인 입국자 및 지출액, 면세점 매출 증가율 추이: '07년 이후 외국인 소비 증가율 > 입국자 증가율



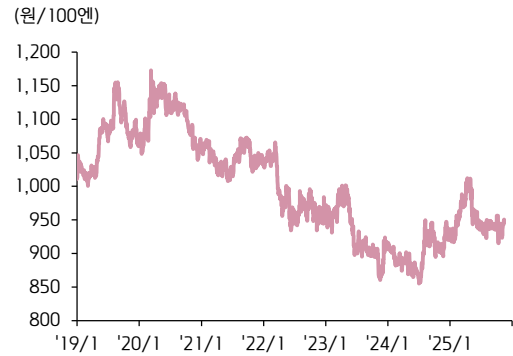
자료: 관광지식정보시스템, 한국은행, 한국면세점협회, 키움증권 리서치

'19년 이후 원/위안 환율 추이: 원화 약세



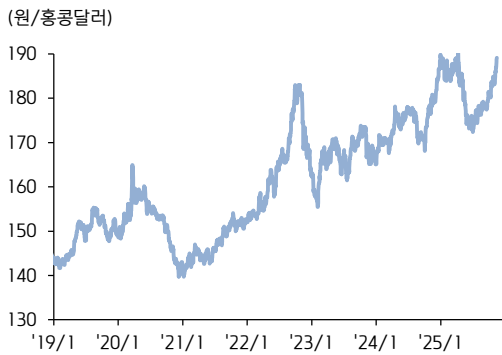
자료: Bloomberg

'19년 이후 원/엔 환율 추이: 원화 강세



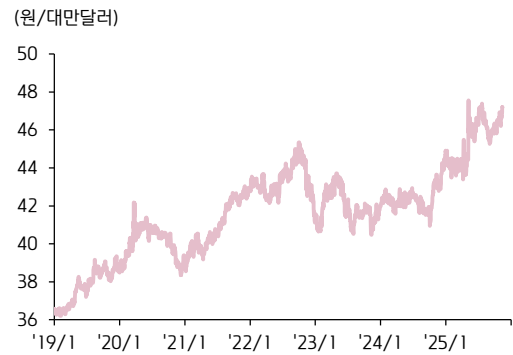
자료: Bloomberg

'19년 이후 원/홍콩달러 환율 추이: 원화 약세



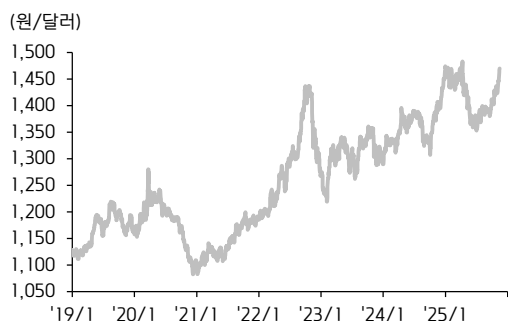
자료: Bloomberg

'19년 이후 원/대만달러 환율 추이: 원화 약세



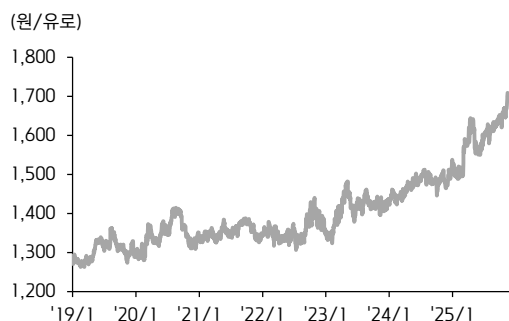
자료: Bloomberg

‘19년 이후 원/달러 환율 추이: 원화 약세



자료: Bloomberg

‘19년 이후 원/유로 환율 추이: 원화 약세



자료: Bloomberg

한국 면세점 시장규모 추이 및 전망

연도	내국인(좌)	외국인(좌)	YoY 증가율(우)
'09	1.8	2.0	3.9
'10	2.5	2.0	4.5
'11	2.7	2.7	5.4
'12	2.7	3.7	6.3
'13	2.6	4.3	6.8
'14	2.6	5.7	8.3
'15	3.1	6.1	9.2
'16	3.5	8.8	12.3
'17	3.8	10.7	14.5
'18	4.0	15.0	19.0
'19	4.1	20.9	24.9
'20	0.9	14.7	15.6
'21	0.8	17.0	17.8
'22	1.4	16.4	17.8
'23	2.7	11.1	13.7
'24	3.1	11.1	14.2
'25E	3.2	9.6	12.7

자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

주요 면세점 점포 영업면적 축소 및 폐점 현황

시기	점포명	구조조정 내용
'24. 8	롯데면세점 명동점	영업면적 축소
'24. 8	롯데면세점 잠실 월드타워점	영업면적 35% 축소. 타워동 8~9층 영업종료하고 에비뉴엘동 7~8층만 운영.
'24. 8	롯데면세점 부산 서면점	영업면적 축소. 운영층을 2개층에서 1개층으로 축소.
'24. 8	롯데면세점 제주 시티호텔점	영업면적 축소
'24. 10	신세계면세점 부산점	영업면적 25% 축소
'25. 1	신세계면세점 부산점	영업적자 지속으로 폐점
'25. 7	현대백화점면세점 동대문점	영업적자 지속으로 폐점
'25. 7	현대백화점면세점 무역센터점	면세점 운영을 기존 3개층에서 2개층으로 축소 운영
'26. 3	신라면세점 인천공항점 DF1	영업적자 지속으로 사업권 반납 예정
'26. 4	신세계면세점 인천공항점 DF2	영업적자 지속으로 사업권 반납 예정

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

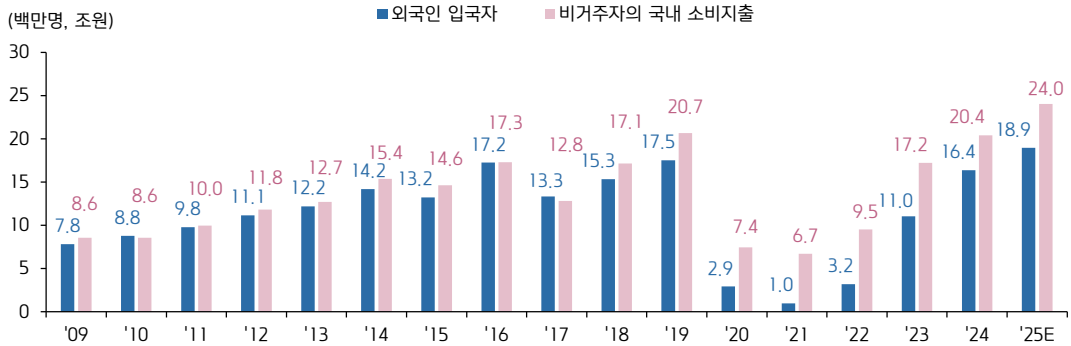
주요 글로벌 명품 브랜드의 면세점 점포 철수 현황

시기	브랜드명	철수 점포
'24. 6	에르메스	신라면세점 제주점
'24. 10	발렌티노	롯데면세점 명동점
'24. 12	반클리프아펠	신라면세점 서울점, 롯데면세점 명동점
'25. 3	까르띠에	롯데면세점 잠실 월드타워점
'25. 3	구찌	신라면세점 서울점, 롯데면세점 잠실 월드타워점
'25. 9	루이비통	롯데면세점 잠실 월드타워점

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

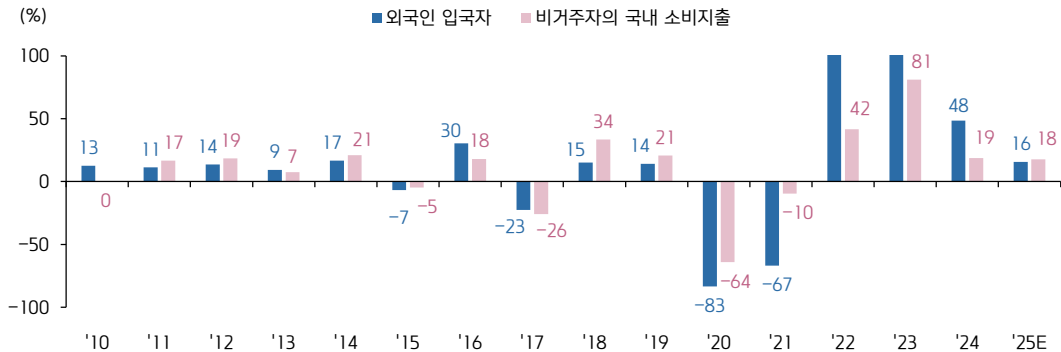
13

외국인 입국자 vs 비거주자의 국내 소비지출 추이 및 전망



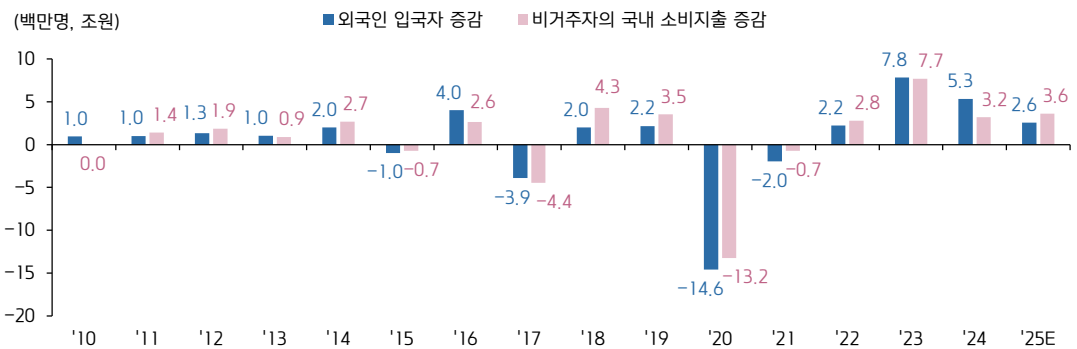
자료: 관광지식정보시스템, 한국은행, 키움증권 리서치

외국인 입국자 vs 비거주자의 국내 소비지출 증감률 추이 및 전망



자료: 관광지식정보시스템, 한국은행, 키움증권 리서치

외국인 입국자 vs 비거주자의 국내 소비지출 증감액 추이 및 전망



자료: 관광지식정보시스템, 한국은행, 키움증권 리서치

>>> 일본 백화점 주가 상승의 시사점

1) 14년부터 중국인 비자 발급 요건 완화와 함께 외국인 매출 증가

일본은 사전 면세점 시장이 발달한 한국과 달리, 사후 면세점 시장이 발달하였고, 백화점이 해당 시장에서 중요한 역할을 담당하였다. 연간 100만명대에 머무르던 방일 중국인 관광객 수는 14년에 일본 정부가 중국인에 대한 비자 발급 요건을 완화하면서 급격하게 증가하기 시작하였다. 이에 따라, 백화점의 면세 매출(외국인 매출)이 급격히 증가하면서 전체 백화점 매출에서 차지하는 비중이 4~5% 수준까지 확대된 것으로 추산된다.

2) 17년초 한한령(限韓令) 사태 이후, 외국인 매출 퀀텀 점프

방일 중국인 관광객 수 증가에 큰 모멘텀이 된 것은 한국의 사드 배치에 따른 중국의 한한령(限韓令) 규제였다. 한국은 근거리 관광지에서 일본의 경쟁 국가였고, 한한령 사태로 17년 방한 중국인 관광객은 417만명으로 급감하였다(-390만명, -48% YoY). 한편, 17년 방일 중국인 관광객은 736만명으로 16년 대비 98만명, 15년대비 236만명 증가하였다. 방일 중국인 관광객은 그 이후에도 계속 증가하여 19년에 959만명까지 확대되었지만, 방한 중국인 관광객은 19년에 들어서야 602만명으로 회복하였다.

상기 한한령 사태와 FIT 관광객 증가로 인해, 단체관광객 중심이었던 16~17년의 한국 면세점 시장은 중국 다이고 매출(도매)이 급격하게 증가하였다. 줄어드는 중국인 관광객 소매 매출을 다른 경로를 통해 보완해야 했기 때문이다. 한편, 한국을 빠져나간 소매 매출은 일본 백화점으로 집중되었다. 17년초부터 일본 백화점의 면세 매출은 급격하게 증가하기 시작하였고, 19년에는 백화점에서 면세 매출이 차지하는 비중이 약 10% 수준까지 확대된 것으로 추산된다.

3) 22년 9월 리오프닝 이후, 중국인 입국자 회복과 엔화 약세로 외국인 매출 급증

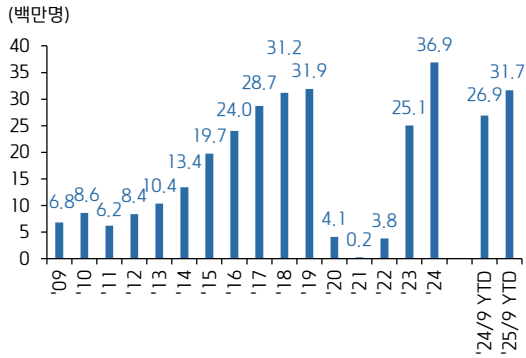
상기 두 차례 인바운드 모멘텀에도 불구하고, 일본 백화점 3社の 주가는 의미 있는 Level-up을 이루지 못하였다. 일본 내수 소비경기가 부진하여, 외국인 매출 증가 분이 내국인 매출 감소 분으로 상쇄되었기 때문이다. 이에 따라, 주가는 상승과 하락을 반복하며, 결과적으로 완만한 상승세를 보였을 뿐이다.

하지만, 22년 9월 리오프닝 이후, 내수 소비경기가 회복과 함께, 중국인 입국자 수가 크게 회복되면서, 백화점 업체들의 주가는 시장 컨센서스를 무시하고 상승하기 시작하였다. 특히, 24년에는 방일 관광객 수 증가와 함께, 주요 통화에 대한 누적된 엔화 약세 영향이 겹쳐지면서, 백화점의 외국인 매출이 급격하게 증가하였고, 주가도 크게 상승하였다. 실제 24년 방일 전체 관광객 수와 중국인 관광객 수는 전년대비 각각 +47%, +188% 증가하였고, 외국인 매출은 일부 구간에서 19년 혹은 23년대비 거의 두 배 정도 증가하는 모습을 보였다. 물론, 엔저 심화에 따라 일시적으로 럭셔리 매출이 급증한 영향이 있긴 했으나, 전체 백화점에서 외국인이 차지하는 비중은 약 14% 수준까지 확대된 것으로 추산된다.

4) 시사점: 원화 약세와 중일 갈등(한일령(限日令))은 한국 백화점에게 기회가 될 것

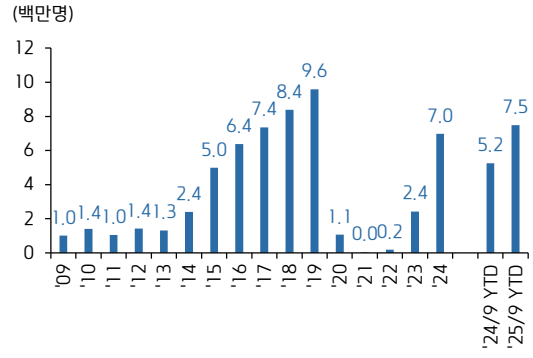
위와 같은 일본 백화점의 외국인 매출 증가 Case는 한국 백화점 업체에 몇 가지 시사하는 바가 있다. 첫째, 한국 면세점 업체들의 경쟁력 약화는 한국 백화점 업체들에게 기회가 될 수 있다. 둘째, 주요 통화에 대한 누적된 원화 약세는 한국 백화점 업체들의 외국인 매출 증가에 큰 Catalyst가 될 수 있다. 셋째, 최근 일본 다카이치 총리의 대만 발언 이후 불어온 중국 내 일본 여행 자제령은 한국 백화점의 중국인 쇼핑 수요 유치에 큰 도움이 될 수 있다.

방일 전체 외국인 관광객 수 추이



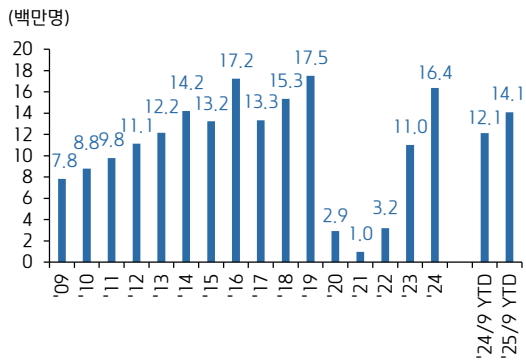
자료: Bloomberg

방일 중국인 관광객 수 추이



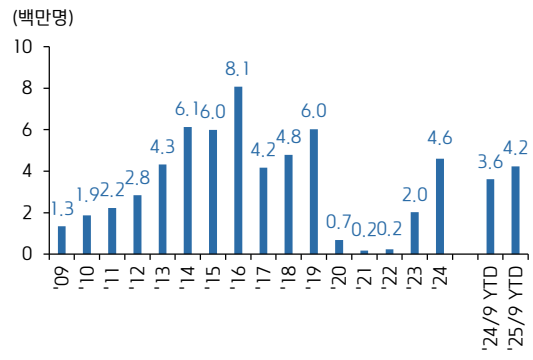
자료: Bloomberg

방한 전체 외국인 관광객 수 추이



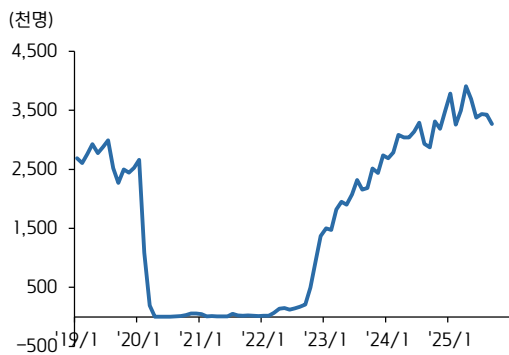
자료: 관광지식정보시스템

방한 중국인 관광객 수 추이



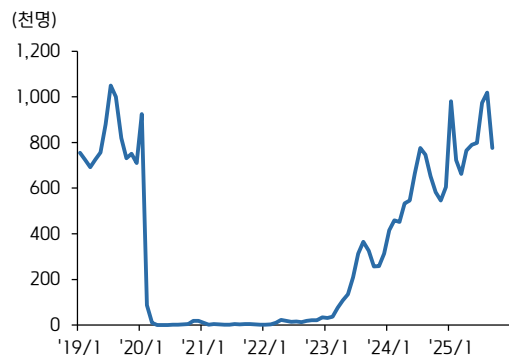
자료: 관광지식정보시스템

리오프닝 전후 방일 전체 외국인 관광객 수 추이



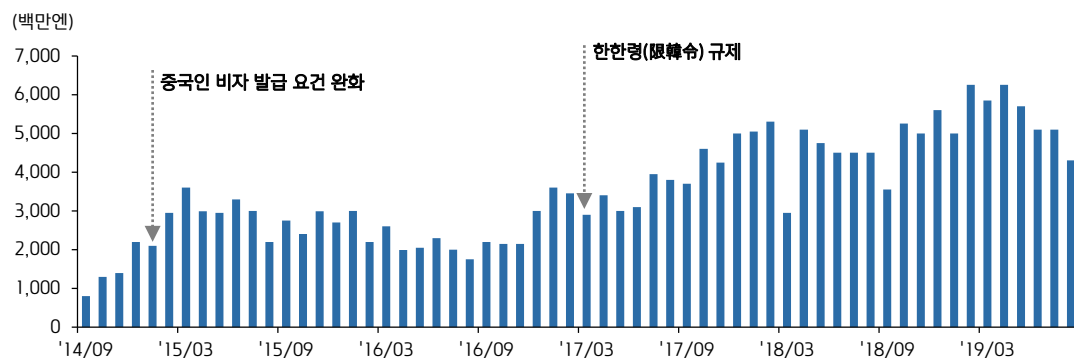
자료: Bloomberg

리오프닝 전후 방일 중국인 관광객 수 추이



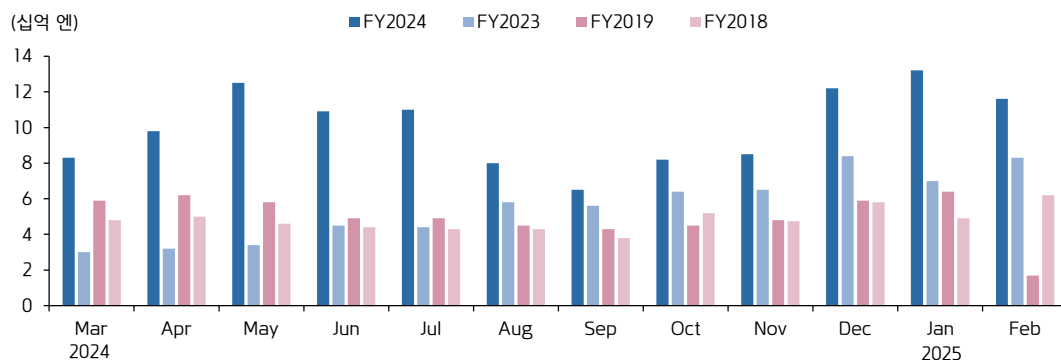
자료: Bloomberg

일본 Daimaru Matsuzakaya 백화점 면세 매출 추이(14년 9월~19년 8월)



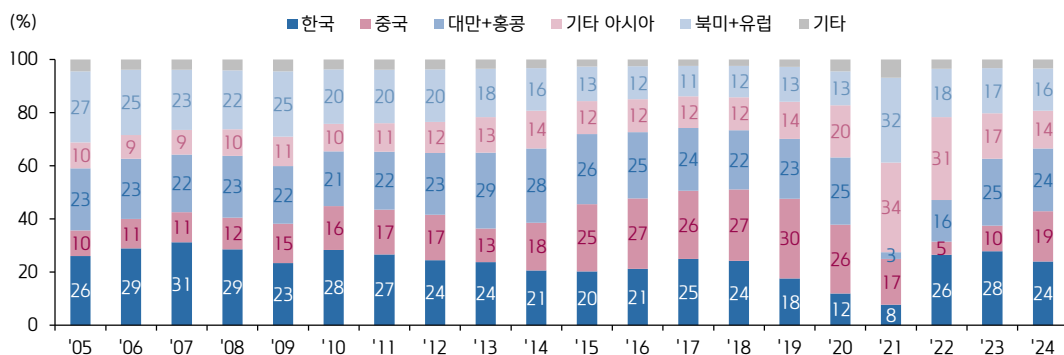
자료: J Front Retailing, 키움증권 리서치

일본 Daimaru Matsuzakaya 백화점 면세 매출 추이(FY2018~19, 2023~24)



자료: J Front Retailing, 키움증권 리서치 / 주: 1) FY2024는 2024년 3월~2025년 2월 기준임

방일 외국인 관광객의 국적별 비중 추이



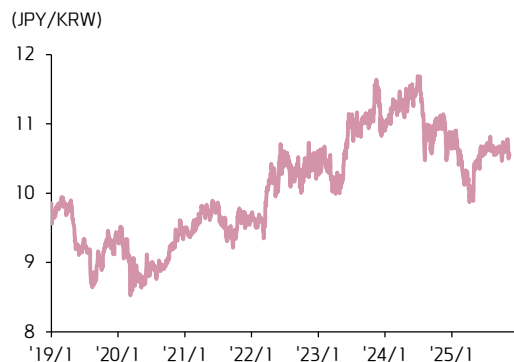
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

'19년 이후 엔/위안 환율 추이: 엔화 약세



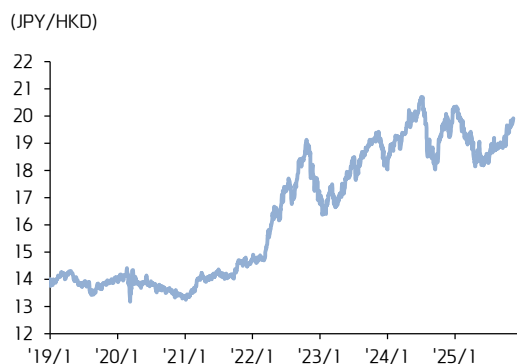
자료: Bloomberg

'19년 이후 엔/원 환율 추이: 엔화 약세



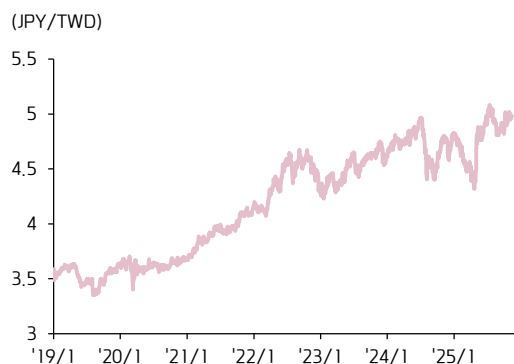
자료: Bloomberg

'19년 이후 엔/홍콩달러 환율 추이: 엔화 약세



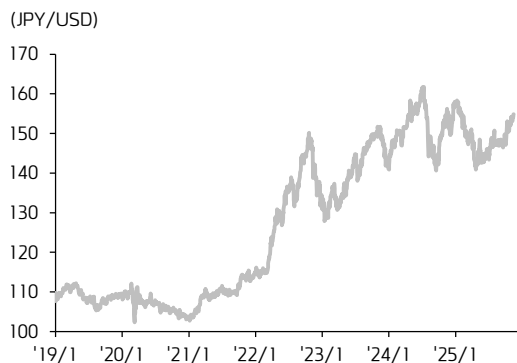
자료: Bloomberg

'19년 이후 엔/대만달러 환율 추이: 엔화 약세



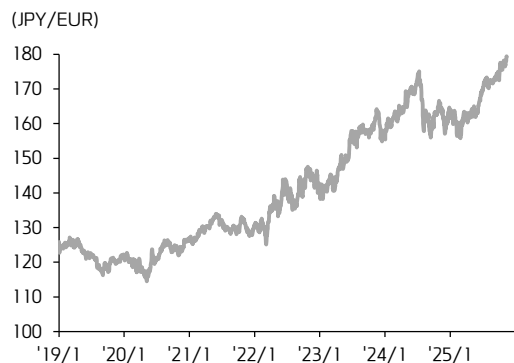
자료: Bloomberg

'19년 이후 엔/달러 환율 추이: 엔화 약세



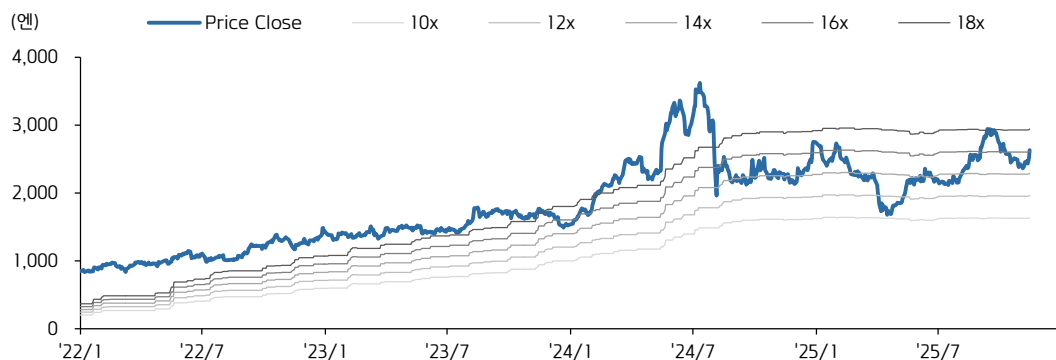
자료: Bloomberg

'19년 이후 엔/유로 환율 추이: 엔화 약세



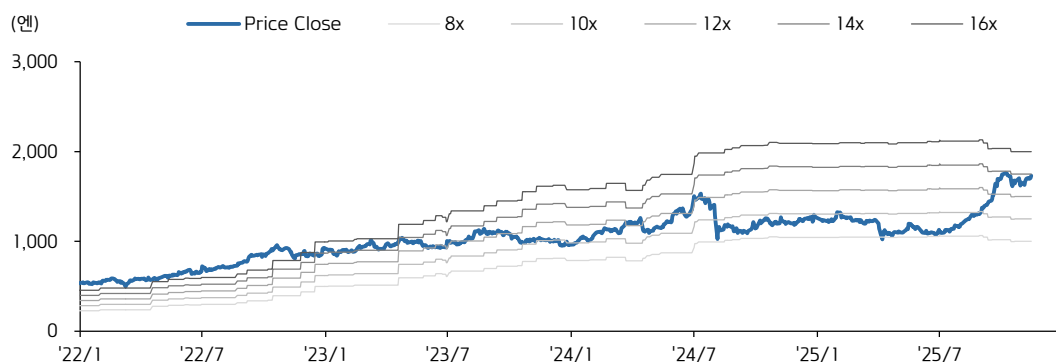
자료: Bloomberg

Isetan Mitsukoshi Holdings(3099 JP) FW12M PER 밴드 차트 추이



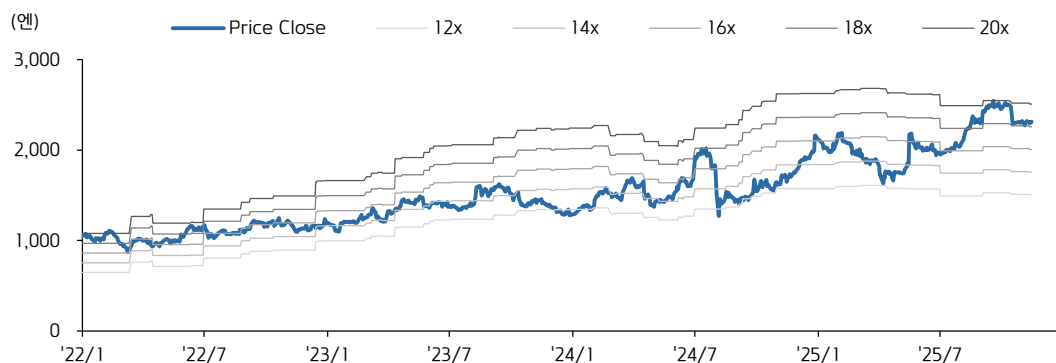
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

Takashimaya Group(8233 JP) FW12M PER 밴드 차트 추이



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

J Front Retailing(3086 JP) FW12M PER 밴드 차트 추이



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

>>> 26년은 백화점의 해

1) 26년 백화점 시장 +6~7% 증가 전망

26년 한국 백화점 시장은 +6~7% 정도 성장할 전망이다. 내수 소비경기 호조에 인바운드 모멘텀이 더해지면서, 예년 대비 호황 Cycle에 진입할 전망이다. 특히, 수출 경기 낙수효과, “케데헌” 효과, 25년 기저효과 등이 더해지면서 26년 상반기 매출은 +10%에 가까운 성장이 기대된다.

또한, 일본 백화점 시장의 사례처럼 예상보다 강력한 성장이 나올 가능성도 존재한다(실적 추정치 상향 여력 보유). 한국 면세점 산업이 구조조정 국면에 있고, 원화 약세가 누적되어 있으며, 최근 중일 갈등에 따른 반사수혜 가능성도 있기 때문에, 외국인 매출 성장률이 생각보다 강할 수 있다. 실제 25년 3분기 외국인 매출 성장률은 3분기 누계기준 외국인 매출 성장률을 약 +10%p 정도 아웃퍼폼하며, 한국 백화점에서 외국인의 소비가 구조적인 상승세에 있음을 보여주고 있다.

만약, 외국인 매출 성장률이 크게 확대된다면, 전반적으로 백화점 업체들의 밸류에이션 레벨이 상승할 가능성도 있다. 2018년에 신세계는 중국 인바운드 증가에 따른 면세점 사업의 구조적 성장에 대한 기대감으로 밸류에이션 레벨이 크게 상승한 바 있고, 현재 일본 백화점 업체들의 평균적인 PER 레벨도 국내 백화점 업체 대비 적게는 50%, 많게는 100% 이상 높기 때문이다.

2) 신세계: 대형점 리뉴얼 효과 기대

신세계는 전체 매출에서 30% 가까운 비중을 차지하고 있는 강남점에서 2년여간의 공사를 통해, 국내 최대 규모의 식품관을 완성하였다. 동사는 작년 3분기부터 리뉴얼 이후 순차적으로 오픈하면서, 정상 영업 면적을 늘려나가고 있다. 명동 본점은 올해 3월부터 신관을 리뉴얼하여, 명품/럭셔리 매장의 비중을 확대하였고, 국내 최대 규모의 샤넬 매장을 유치한 본점 더 헤리티지(제2명품관)를 오픈하였다. 부산 센텀점은 올해 9월에 기존 면세점 공간을 약 1,900평 규모의 복합 콘텐츠 매장으로 새롭게 조성하였다. 이를 통해, 기존 글로벌 명품 브랜드 외에도 MZ 세대를 위한 쇼핑 공간을 확대하고, 외국인 관광 수요 확대에 대응할 계획이다.

위의 대형점 리뉴얼 영향으로 신세계의 25년도 감가상각비는 연간 300억 가까이 증가하였고, 백화점 사업의 수익성에 부담을 주었다. 리뉴얼 이후 점포 오픈이 순차적으로 진행되면서, 매출 증가 속도 보다 비용 증가 속도가 빨랐기 때문이다. 하지만, 26년에는 감가상각비 증가 부담이 둔화되고, 매출 증가 속도는 빨라질 가능성이 높고, 인천공항 면세점 사업권 반납으로 면세점 사업의 실적 가시성도 상승하였기 때문에, 전사 실적 개선 모멘텀이 더욱 강해질 것으로 기대된다.

3) 현대백화점: 검증된 패션 명가

현대백화점은 25년에 백화점 사업에서 가장 양호한 이익 모멘텀을 보여주었다. 경쟁사와 달리 큰 리뉴얼 투자가 없었고, 패션 장르에서 상대적으로 높은 매출 성장세가 나타나면서, 영업레버리지 효과가 크게 나타났기 때문이다. 최근에는 미국 관세 인상 영향으로 지누스의 실적 가시성이 약한 것은 다소 아쉬운 부분이지만, 백화점 패션 장르의 매출 성장세는 여전히 견고한 상황이다. 게다가, 백화점 3社 중에 상대적으로 외국인 매출 비중이 높은 점도 긍정적이다. 특히, 더현대 서울은 외국인 관광객의 필수 여행 코스 중에 하나로 자리 잡았고, 명품 보다 패션 장르 중심으로 매출 증가가 나타나고 있어 긍정적이다. 더현대 서울과 함께 4대 핵심 점포인 압구정 본점, 무역센터점, 판교점 모두 서울/수도권에 위치해서 외국인 관광객의 접근성이 좋고, 김포와 송도의 아울렛도 공항과 인접하여 외국인 매출이 크게 증가하고 있다.

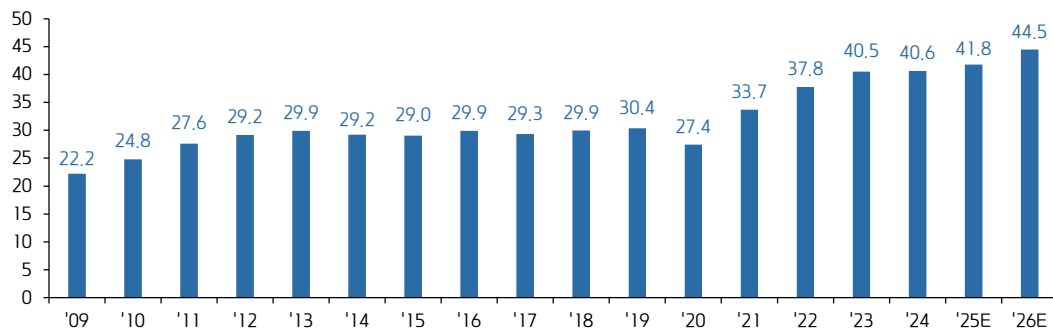
4) 롯데쇼핑: 높은 배당수익률과 영업레버리지 효과

롯데쇼핑은 경쟁사 대비 매출 성장률이 약했지만, 감가상각비 감소 효과와 웨스트레이크 하노이점의 턴어라운드로 힘입어, 올해 백화점 부문의 이익 증가가 크게 나타났었다. 하지만, 과거 대비 영남권의 수출 경기가 양호한 편이고, 본점/잠실점을 중심으로 외국인 매출 성장세도 강한 편이어서, 26년 매출 성장률은 25년 대비 의미 있게 개선될 전망이다.

동사는 상대적으로 경쟁사 대비 고정비 부담이 높은 편이다. 본사에서 백화점 외에도 할인점, 슈퍼 등 다양한 유통 사업을 영위하고 있기 때문이다. 따라서, 26년과 같은 업황 호황 국면에서는 생각 보다 강한 영업레버리지 효과가 나타날 수 있다. 게다가, 5% 이상의 높은 배당수익률을 제공하고, PER 레벨도 낮은 편이기 때문에, 상대적으로 주가의 하방 경직성이 클 것으로 판단된다.

한국 백화점 시장규모 추이 및 전망

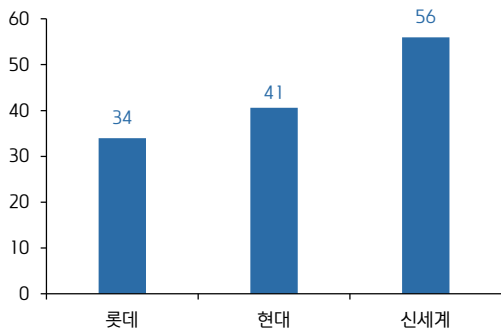
(조원)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

백화점 3사 3Q25 외국인 매출 YoY 성장률

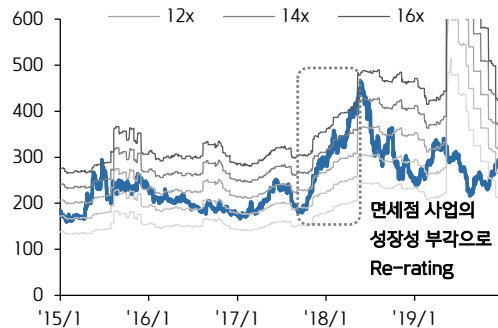
(%)



자료: 언론보도

'15~'19년 신세계 FW12M PER 밴드 추이

(천원)



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

II. 할인점: 고진감래(苦盡甘來)

>>> 10월부터 매출 반등

1) 이마트 10월 기준점 +16% 성장

이마트와 트레이더스의 3분기 기준점 성장률은 각각 -5.2%, -3.6%를 기록하였다. 소비심리 회복에도 불구하고, 민생회복 소비쿠폰 사용처에서 제외되면서 매출 차질이 발생하였고, 추석 명절 매출이 10월로 넘어가면서 전반적인 매출 흐름이 부진하였다. 하지만, 10월 매출 흐름은 달랐다. 이마트와 트레이더스 모두 기준점 성장률이 각각 +16%, +19%로 크게 반등하였고, 롯데마트도 기준점 성장률이 +6%로 회복되었다. 내수 소비경기 호조와 명절 시점 차이에 따른 긍정적 영향이 반영되었고, 이마트는 쓱데이 행사 매출 호조까지 더해지면서 상대적으로 강한 매출 성장세를 시현하였다.

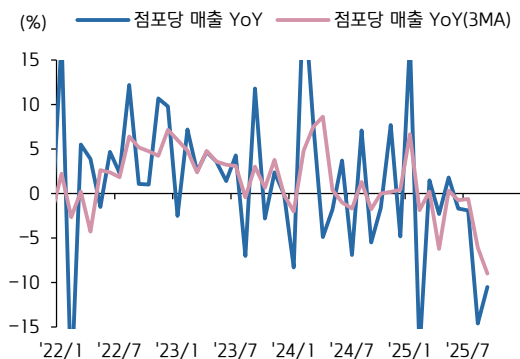
11~12월 매출은 10월 수준의 성장률은 아니겠지만, 내수 소비경기 호조에 힘입어 상반기 대비 개선된 모습을 보일 전망이다. 따라서, 할인점의 4분기 기준점 성장률은 1~3분기 대비 크게 개선될 것으로 기대된다.

2) 홈플러스 폐점 반사수혜의 시그널

홈플러스 폐점에 따른 반사수혜가 예상 보다 강한 점도 긍정적이다. 홈플러스는 3분기에 부천 상동점, 대구 내당점, 안산 선부점을 폐점하였다. 이마트는 해당 점포와 경쟁하는 점포들을 보유하고 있는데, 10월 매출이 각각 +35%, +26%, 40% 성장하였다. 10월 이마트의 전체 기준점 성장률 16%를 각각 +19%p, +10%p, +24%p 아웃퍼폼한 셈이다.

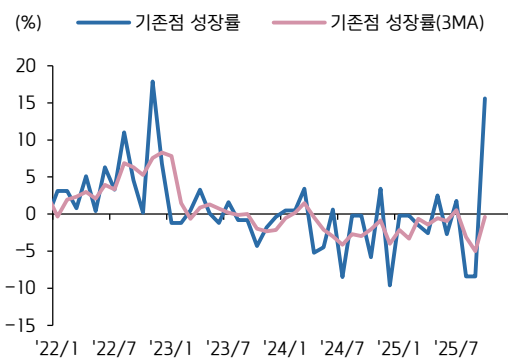
현재 홈플러스 15개점 폐점이 보류되었으나, 해당 점포들은 언제 폐점이 될지 모르는 상황이다. 만약, 해당 점포들의 폐점이 진행된다면, 이마트와 롯데마트의 전사 기준점 성장률이 예상 보다 크게 반등할 가능성이 있다.

할인점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부

이마트 기준점 성장률 추이



자료: 이마트

>>> 홈플러스 영업력 약화는 현재진행형

1) 홈플러스, 폐점 보류 속에 고별 세일

홈플러스는 최초 언론보도를 통해, M&A 성사까지 자금 압박을 완화하기 위해 15개 점포에 대해 순차적 폐점을 진행하겠다고 밝혔다. 이에 따라, 25년 11월에 5개점, 12월에 10개점을 폐점하고, 26년 상반기에는 기존에 계획 되어있던 동대문점(1월), 동청주점(상반기 내)까지 폐점할 예정이었다.

하지만, 홈플러스가 9월 중순에 M&A 성사 전까지 폐점을 보류하겠다고 입장을 바꾸면서, 소비자들과 임차인들은 폐점과 폐점 보류 사이에서 혼선을 겪고 있다. 특히, 언론보도에 따르면 서울 시흥점, 서울 가양점, 경기 일산점 등은 '고별 세일전'을 진행하고 있다. 기존 임차인이 떠나도 폐점을 앞두고 있는 점포라는 인식 때문에, 새로운 임차인이 모집되지 않고, 영업면적이 비효율적으로 활용되게 된다.

2) NB 대신 PB로 버티는 중

최근 언론보도를 통해 동사가 과거 대비 PB 제품을 매대에 많이 배치하고 있다는 뉴스 플로우가 증가하고 있는 상황이다. 주요 협력업체가 홈플러스에 대한 물량 공급을 과거 대비 보수적으로 진행하고 있기 때문이다.

지난 3월 홈플러스의 기업 회생 절차 신청과 신용등급 강등으로 자금 조달 시장에서 동사에 대한 신뢰도는 크게 악화되었다. 주요 식품 업체들은 홈플러스에 외상매출 형태로 상품을 납품해왔으나, 홈플러스의 신용등급 강등 이후 현금거래 형태로 전환하고 있으며, 외상매출을 주더라도 회수기간을 축소하여 운영하고 있는 상황이다. 이러한 공급 상황이 반복되고, 홈플러스의 자금난이 심화되면서, 동사의 매대에서 NB 제품 대비 PB 제품의 비중이 늘어나고 있는 것으로 추산된다.

3) 인수희망자의 재무 여력에 대한 의문

무응찰 우려까지 나왔던 홈플러스 공개입찰에 결국 두 곳이 참여했지만, 시장의 의구심은 사라지지 않고 있다. 인수희망서(LOI)를 제출한 기업은 AI 핀테크 기업 '하렉스인포텍' 과 부동산 임대 및 개발업체 '스노마드' 인데, 두 기업 모두 중소기업이라서 실제 인수를 추진할 수 있는 재무 여력을 보유했는지에 대한 의문이 있기 때문이다. 실제, 두 기업이 홈플러스를 인수하려면 대규모 차입을 일으키거나 외부 투자자를 유치해야 하는 상황이다.

인수희망자가 등장하면서 홈플러스의 회생계획안 제출 기한도 기존 11 월 10 일에서 12 월 29 일로 연장되었다. 하지만, 홈플러스의 운영자금은 점점 고갈되고 있고, 외부에서 자금을 조달할 수 있는 상황도 아니기 때문에, 동사의 유동성에 대한 우려는 지속될 수밖에 없는 상황이다.

4) 폐점 재개된다면, 경쟁점 중심으로 기존점 성장을 반등 전망

따라서, 현재의 상황을 종합해본다면, 홈플러스의 폐점 보류는 일시적인 상황에 그칠 가능성이 높아 보인다. 농협 등 주요 대기업이 인수의향서를 제출하지 않은 상황에서 홈플러스 인수에 대한 가시성은 여전히 떨어지는 상황이고, 매출 감소와 수익성 악화로 전사 유동성은 점차 악화되는 상황이다. 따라서, 현금흐름 개선을 위해서라도 점포 구조조정을 선택할 수밖에 없는 상황이 되고 있다.

만약, 연말연시에 점포 폐점이 재개된다면, 경쟁사들의 기존점 성장률은 크게 탄력을 받을 가능성이 높다. 내수 소비경기는 살아나고 있는데, 경쟁점까지 폐점한다면, 매출과 수익성에 미치는 반사수혜가 확대될 수밖에 없고, 기존에 계획된 폐점 외에 추가적인 폐점도 진행할 가능성이 있기 때문이다.

특히, 이마트는 25년 3분기 이후 폐점 예상 점포 18개점과 80%가 경합하고 있는 상황이다. 현재 홈플러스 폐점 인근 점포의 기존점 성장률이 전체 평균을 최소 10%p 아웃퍼폼하고 있다는 점을 감안한다면, 전사 기존점 성장률이 최소 +1~2%p 정도는 충분히 상향 조정될 수 있다.

최초 언론에 보도된 홈플러스 15개점 폐점 일정(현재는 보류된 상황)

폐점 예정일	점포명
2025-11-16	총 5 개 점포. 울산북구점, 수원 원천점, 대구 동촌점, 부산 장림점, 인천 계산점.
2025-12-02	총 10 개 점포. 울산남구점, 서울 시흥점, 서울 가양점, 경기 일산점, 안산고잔점, 화성동탄점, 천안신방점, 대전 문화점, 전주완산점, 부산 감만점.

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

홈플러스 시흥점 고별세일 진행 중



자료: 언론보도

PB로 채워진 홈플러스 동대문점 과자 코너



자료: 언론보도

>>> 유통 업체별 3Q25 실적리뷰

주요 유통 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	YoY	4Q25E	YoY	1Q26E	YoY
BGF 리테일	매출액	22,165	20,165	22,901	24,623	5.9%	22,906	3.3%	20,778	3.0%
	영업이익	516	226	694	977	7.2%	579	12.0%	284	25.7%
	OPM	2.3%	1.1%	3.0%	4.0%	0.0%p	2.5%	0.2%p	1.4%	0.2%p
	순이익	435	134	528	793	13.5%	431	-0.9%	203	51.9%
GS 리테일	매출액	29,407	27,498	29,762	32,054	4.9%	30,017	2.1%	27,980	1.8%
	영업이익	256	418	858	1,111	37.8%	520	103.1%	445	6.3%
	OPM	0.9%	1.5%	2.9%	3.5%	0.8%p	1.7%	0.9%p	1.6%	0.1%p
	순이익	-319	67	153	945	흑전	429	흑전	194	188.5%
신세계	매출액	18,212	16,658	16,938	16,351	6.2%	18,342	0.7%	16,709	0.3%
	영업이익	1,036	1,323	753	998	7.3%	1,701	64.2%	1,270	-4.0%
	OPM	5.7%	7.9%	4.4%	6.1%	0.1%p	9.3%	3.6%p	7.6%	-0.3%p
	순이익	-528	575	-23	352	67.3%	-617	적지	448	-22.1%
현대백화점	매출액	11,752	10,981	10,803	10,103	-2.6%	11,271	-4.1%	10,289	-6.3%
	영업이익	1,077	1,125	869	726	12.4%	1,356	25.8%	1,073	-4.6%
	OPM	9.2%	10.2%	8.0%	7.2%	1.0%p	12.0%	2.9%p	10.4%	0.2%p
	순이익	200	679	451	452	113.0%	860	330.0%	725	6.8%
롯데쇼핑	매출액	34,771	34,568	33,497	34,101	-4.4%	36,015	3.6%	35,614	3.0%
	영업이익	1,472	1,482	406	1,305	-15.8%	2,495	69.5%	1,741	17.4%
	OPM	4.2%	4.3%	1.2%	3.8%	-0.5%p	6.9%	2.7%p	4.9%	0.6%p
	순이익	-9,773	162	-204	-566	적지	1,657	흑전	742	358.3%
이마트	매출액	72,497	72,189	70,390	74,008	-1.4%	74,528	2.8%	72,471	0.4%
	영업이익	-771	1,593	216	1,514	35.5%	1,088	흑전	1,821	14.3%
	OPM	-1.1%	2.2%	0.3%	2.0%	0.6%p	1.5%	2.5%p	2.5%	0.3%p
	순이익	-5,917	708	-523	2,659	120.5%	353	흑전	880	24.3%

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(11/18, 원)		109,200	21,600	222,000	94,000	73,000	79,900
시가총액(11/18, 조원)		1.89	1.81	2.14	2.13	2.07	2.20
매출액	'24	8,699	11,627	6,570	4,188	13,987	29,021
	'25E	9,060	11,933	6,829	4,316	13,818	29,112
	'26E	9,255	12,132	6,619	4,284	14,207	29,339
영업이익	'24	252	239	477	284	473	47
	'25E	248	291	478	408	569	441
	'26E	258	297	549	448	616	607
OPM	'24	2.9%	2.1%	7.3%	6.8%	3.4%	0.2%
	'25E	2.7%	2.4%	7.0%	9.4%	4.1%	1.5%
	'26E	2.8%	2.5%	8.3%	10.5%	4.3%	2.1%
순이익	'24	195	3	108	-36	-990	-590
	'25E	189	159	29	244	105	320
	'26E	190	168	228	293	285	230
PER	'24	9.1	666.9	12.1	-30.6	-1.6	-3.0
	'25E	10.0	11.3	76.0	8.7	20.1	7.0
	'26E	9.9	10.7	9.6	7.3	7.4	9.7
PBR	'24	1.50	0.43	0.31	0.24	0.10	0.17
	'25E	1.45	0.55	0.51	0.46	0.13	0.21
	'26E	1.33	0.53	0.49	0.44	0.13	0.21
ROE	'24	17.3%	0.1%	2.5%	-0.8%	-7.7%	-5.4%
	'25E	15.2%	4.9%	0.7%	5.4%	0.7%	3.0%
	'26E	14.0%	5.0%	5.2%	6.2%	1.8%	2.1%
배당수익률	'24	4.0%	3.0%	3.4%	3.0%	7.0%	3.2%
	'25E	3.9%	3.2%	2.1%	1.9%	5.2%	3.1%
	'26E	3.9%	3.2%	2.2%	2.1%	5.2%	3.1%

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

1) BGF리테일/GS리테일

BGF리테일의 3분기 연결기준 영업이익은 977억원(+7% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 민생회복 소비쿠폰 지급 효과와 소비심리 개선, 점포 순증 등에 힘입어, 별도 매출은 YoY +5% 증가하였고(동일점 성장률 -0.2%), 올해 연간 점포 순증 가이드스 300점도 달성 가능할 전망이다.

별도기준 영업이익률은 담배 구성비 증가에 따른 상품 이익률 하락, 점포 수 증가에 따른 판관비 증가 부담으로 전년동기 대비 소폭 하락하였다. 한편 연결기준 영업이익률은 물동량 증가와 물류 효율화에 힘입어, 자회사 로지스의 실적이 크게 개선되면서(+43억원 YoY), 전년동기 대비 소폭 개선되었다.

GS리테일의 3분기 연결기준 영업이익은 1,111억원(+38% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 어바웃펫 매각에 따른 중단사업분류효과를 제외하더라도 편의점과 자회사 네트워크의 이익이 당사 기대치를 상회한 것으로 판단된다.

편의점은 민생회복 소비쿠폰 지급 효과와 소비심리 개선 등에 힘입어, 매출이 YoY +6% 증가하였다(동일점 성장률 +4.4%). BGF리테일과 동일점 성장률 계산 방식에 다소 차이가 있는 것으로 판단되나, 같은 기준을 가정하더라도 동사의 동일점 성장률이 3%p 내외 아웃퍼폼한 것으로 추산된다. 편의점 점포 순증은 경쟁사보다 저조한 편이나(연간 점포 수 순감 전망), 판관비 절감과 사용권자산상각비 증가 둔화로 인해, 편의점 부문의 영업이익률은 전년동기 대비 개선된 것으로 판단된다. **수퍼**는 순조로운 점포 순증(+21점)에도 불구하고, 기존점 성장률이 -2.6%로 부진하였고, **홀소핑**은 취급고 감소(-4% YoY) 영향으로 부진한 이익을 시현하였다. **공통 및 기타** 부문은 어바웃펫 매각에 따른 중단사업분류효과와 네트워크의 흑자전환(80억원)에 힘입어, 실적 턴어라운드 성공하였다.

4 분기 편의점 매출은 3 분기 대비 소비쿠폰 지급 효과가 약할 것으로 판단되나, 소비심리 호조 영향에 힘입어, 동일점 매출 성장세는 유지될 것으로 전망된다. 하위 사업자의 점포 순감이 지속되는 가운데, BGF 리테일이 좀 더 적극적인 점포 수 확대를 추구하고 있는 상황이나, 여전히 점포 순증에 대한 Top 2 의 기대치에 차이가 있고, 근거리 상권에서 무인 점포와의 경쟁구도가 심화되고 있기 때문에, 편의점이 과거 수준의 점포 수 증가율을 보여주는 것은 어려울 것으로 판단된다.

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	2,216.5	2,016.5	2,290.1	2,462.3	2,290.6	2,077.8	2,362.2	2,487.9	2,327.6	8,698.8	9,059.5	9,255.5
(YoY)	8.6%	3.2%	4.0%	5.9%	3.3%	3.0%	3.1%	1.0%	1.6%	6.2%	4.1%	2.2%
별도기준	2,177.1	1,975.3	2,238.3	2,405.8	2,251.2	2,036.7	2,310.3	2,431.4	2,288.2	8,592.1	8,870.6	9,066.6
(YoY)	7.6%	1.3%	2.9%	5.0%	3.4%	3.1%	3.2%	1.1%	1.6%	5.7%	3.2%	2.2%
매출총이익	408.3	369.6	429.4	464.1	416.2	385.5	447.1	473.1	428.6	1,625.7	1,679.3	1,734.3
(GPM)	18.4%	18.3%	18.7%	18.8%	18.2%	18.6%	18.9%	19.0%	18.4%	18.7%	18.5%	18.7%
별도기준	392.0	354.3	410.7	444.3	399.9	370.1	428.4	453.3	412.3	1,579.6	1,609.2	1,664.1
(GPM)	18.0%	17.9%	18.3%	18.5%	17.8%	18.2%	18.5%	18.6%	18.0%	18.4%	18.1%	18.4%
판매비	356.7	347.0	359.9	366.4	358.4	357.0	371.6	377.9	370.2	1,374.1	1,431.7	1,476.7
(YoY)	10.3%	5.6%	5.9%	5.0%	0.5%	2.9%	3.2%	3.1%	3.3%	8.2%	4.2%	3.1%
(판매비율)	16.1%	17.2%	15.7%	14.9%	15.6%	17.2%	15.7%	15.2%	15.9%	15.8%	15.8%	16.0%
별도기준	346.8	331.1	350.4	360.8	350.5	343.2	363.1	372.3	362.3	1,349.2	1,392.9	1,440.9
(YoY)	8.6%	3.5%	4.1%	4.4%	1.1%	3.6%	3.6%	3.2%	3.4%	8.0%	3.2%	3.4%
(판매비율)	15.9%	16.8%	15.7%	15.0%	15.6%	16.8%	15.7%	15.3%	15.8%	15.7%	15.7%	15.9%
영업이익	51.6	22.6	69.4	97.7	57.9	28.4	75.5	95.3	58.4	251.6	247.6	257.6
(YoY)	1.1%	-30.7%	-8.9%	7.2%	12.0%	25.7%	8.8%	-2.5%	0.9%	-0.6%	-1.6%	4.0%
(OPM)	2.3%	1.1%	3.0%	4.0%	2.5%	1.4%	3.2%	3.8%	2.5%	2.9%	2.7%	2.8%
별도기준	45.2	23.2	60.2	83.5	49.4	27.0	65.3	81.1	49.9	230.4	216.3	223.3
(YoY)	-8.5%	-30.6%	-13.3%	1.3%	9.3%	16.4%	8.5%	-2.9%	1.0%	-4.5%	-6.1%	3.2%
(OPM)	2.1%	1.2%	2.7%	3.5%	2.2%	1.3%	2.8%	3.3%	2.2%	2.7%	2.4%	2.5%
세전이익	51.4	17.3	66.9	99.2	56.7	26.8	73.9	93.6	56.7	245.3	240.1	250.9
순이익	43.5	13.4	52.8	79.3	43.1	20.3	56.0	70.9	43.0	195.2	188.5	190.2
(자배)순이익	43.5	13.4	52.8	79.3	43.1	20.3	56.0	70.9	43.0	195.2	188.5	190.2
(YoY)	12.6%	-42.9%	-9.7%	13.5%	-0.9%	51.9%	6.0%	-10.5%	-0.2%	-0.3%	-3.4%	0.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	2,941	2,750	2,976	3,205	3,002	2,798	3,034	3,245	3,054	11,627	11,933	12,132
(YoY)	8.9%	1.8%	1.6%	4.9%	2.1%	1.8%	1.9%	1.2%	1.8%	4.4%	2.6%	1.7%
편의점	2,197	2,012	2,226	2,449	2,262	2,042	2,272	2,466	2,302	8,666	8,949	9,081
(YoY)	6.3%	2.2%	1.5%	6.1%	3.0%	1.5%	2.1%	0.7%	1.8%	5.1%	3.3%	1.5%
수퍼	410	416	427	459	446	457	464	489	466	1,608	1,748	1,876
(YoY)	14.2%	9.2%	8.3%	8.5%	8.9%	9.8%	8.7%	6.5%	4.6%	11.1%	8.7%	7.3%
홈쇼핑	252	258	257	248	244	250	249	240	237	1,052	1,006	976
(YoY)	-14.7%	-6.7%	-6.0%	-1.4%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-7.0%	-4.4%	-3.0%
개발	8	9	8	8	8	8	8	8	8	36	33	32
공통 및 기타	75	55	59	42	42	42	42	42	42	265	197	167
영업이익	26	42	86	111	52	44	91	108	53	239	291	297
(YoY)	-21.8%	-15.9%	3.3%	37.8%	103%	6.3%	6.6%	-2.8%	2.5%	-18.1%	21.6%	2.2%
(OPM)	0.9%	1.5%	2.9%	3.5%	1.7%	1.6%	3.0%	3.3%	1.7%	2.1%	2.4%	2.5%
편의점	31	17	59	85	35	20	68	82	35	195	196	206
(OPM)	1.4%	0.9%	2.7%	3.5%	1.5%	1.0%	3.0%	3.3%	1.5%	2.2%	2.2%	2.3%
수퍼	1	8	5	9	-1	8	6	10	-1	32	21	23
(OPM)	0.3%	1.9%	1.3%	2.0%	-0.3%	1.8%	1.3%	1.9%	-0.3%	2.0%	1.2%	1.2%
홈쇼핑	29	22	25	12	24	21	23	11	22	107	83	77
(OPM)	11.3%	8.7%	9.8%	4.7%	9.7%	8.2%	9.4%	4.6%	9.4%	10.2%	8.2%	7.9%
개발	-23	0	2	0	0	0	0	0	0	-35	2	0
공통 및 기타	-12	-6	-6	5	-5	-5	-6	5	-3	-59	-13	-9
세전이익	-47	16	19	111	54	23	70	87	32	11	200	211
순이익	-30	5	14	90	41	17	53	66	24	10	150	160
(자배)순이익	-32	7	15	95	43	19	55	68	26	3	159	168
(YoY)	적지	-81.1%	-74.4%	흑전	흑전	188.5%	260.4%	-28.5%	-39.1%	-85.6%	6157%	5.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 현대백화점/신세계

현대백화점의 3분기 연결기준 영업이익은 726억원(+12% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였으나, 영업적자를 기록한 지누스(-78억원)를 제외한 본업의 실적은 시장 기대치를 상회한 수준으로 판단된다.

백화점은 내수 소비심리 반등으로 3분기 기존점 성장률이 +4.5%를 기록하면서, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 본격화되었다(OP +26% YoY). 특히, 10월 기존점 성장률이 +12%까지 확대되고, 수익성이 높은 패션 장르의 매출이 성장세로 전환된 부분(10월 +6%)도 고무적이다. **면세점**은 동대문점 철수 영향으로 3분기 총매출이 QoQ -31% 감소하였으나, 영업이익은 흑자전환에 성공하였다. **지누스**는 미국 관세 인상에 따른 주문 감소와 가격 인상 효과 지연으로 영업이익이 적자전환 하였으나, 4분기에는 매트리스 가격 인상이 완료되면서 관세 영향이 완화될 것으로 기대된다.

지누스(지분율 38%) 실적 부진이 예상 보다 길어지고 있는 점은 아쉬우나, 내수 소비경기 호조로 본업인 백화점의 매출과 이익 추정치가 상향 조정될 전망이다. 특히, 당사는 **4분기 백화점 기존점 성장률을 +high single digit 이상 기대**하고 있고, 고마진 패션 장르 매출 성장세가 강화되고 있어, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 크게 나타날 것으로 기대된다.

더불어, **외국인 매출 비중이 크게 확대되고 있는 점도 고무적**이다. 당사는 올해 백화점의 외국인 매출이 약 +20% 정도 성장하면서, 외국인 매출 비중이 6% 수준으로 확대될 것으로 기대된다. 글로벌 시장에서 한류 콘텐츠의 인지도가 상승하면서, 한국여행에 대한 외국인들의 관심이 강해지고 있기 때문에, 외국인 매출이 백화점 매출 성장의 구조적인 동력으로 자리잡을 전망이다.

신세계의 3분기 연결기준 영업이익은 998억원(+7% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 공항점 임차료 증가로 면세점 사업의 영업적자가 전분기 대비 확대되었으나, 백화점은 기존점 매출 호조로 예상 보다 양호한 수익성을 시현하였고, 센트럴시티는 호텔 ADR 및 OCC 상승에 힘입어 양호한 실적 흐름이 지속되고 있기 때문이다.

백화점은 주요 점포 리뉴얼에 따른 감가상각비 증가 부담에도 불구하고, 3분기 기존점 매출이 +4% 이상 성장하면서(관리기준), 영업이익 감소 폭이 예상 보다 작은 편이었다. **면세점**은 일매출 감소와 임차료 증가로 영업적자가 전분기 대비 확대되었으나, 인천공항 면세점 DF2 사업권 반납 효과로 인해, 내년 2분기부터 BEP에 근접한 실적이 기대된다.

당사는 내수 소비경기 호조에 힘입어, **백화점의 10월 기존점 성장률이 관리기준 +15%, 회계기준 +10%까지 확대**되었고, 수익성이 높은 패션 장르의 매출도 +8% 정도 성장하였다. 따라서, 4분기에는 전년동기 통상임금 영향에 따른 기저효과가 더해지면서, 수익성 개선이 강해질 전망이다.

또한, **백화점의 외국인 매출이 크게 증가하고 있는 점도 긍정적**이다. 방한 외국인 관광객 증가와 주요 점포의 리뉴얼 효과 등이 맞물리면서, 7월부터 +40% 이상의 성장세가 지속되고 있고, 9월과 10월에는 각각 +78%, +60% 성장한 상황이다. 글로벌 시장에서 한류 콘텐츠의 인지도가 상승하면서, 한국여행에 대한 외국인들의 관심이 강해지고 있기 때문에, 외국인 매출이 백화점 매출 성장의 구조적인 동력으로 자리잡을 전망이다.

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
총매출액	3,106	2,555	2,474	2,320	2,995	2,392	2,362	2,383	3,063	10,061	10,343	10,201
(YoY)	6.2%	5.0%	8.6%	3.4%	-3.6%	-6.4%	-4.5%	2.8%	2.3%	-0.7%	2.8%	-1.4%
순매출액	1,175	1,098	1,080	1,010	1,127	1,029	1,036	1,048	1,172	4,188	4,316	4,284
(YoY)	3.5%	15.4%	5.5%	-2.6%	-4.1%	-6.3%	-4.1%	3.7%	4.0%	-0.5%	3.1%	-0.7%
백화점	661	589	590	577	689	611	613	591	703	2,435	2,445	2,518
(YoY)	0.8%	-0.8%	-3.6%	1.5%	4.3%	3.8%	3.8%	2.5%	2.0%	1.3%	0.4%	3.0%
(기존점 성장률)	-0.2%	1.0%	-0.3%	4.5%	8.5%	7.5%	7.5%	5.0%	4.0%	2.0%	3.5%	5.9%
면세점	263	294	294	223	218	206	220	229	225	972	1,028	881
(YoY)	12.2%	22.0%	22.0%	-2.5%	-17.0%	-29.7%	-25.2%	3.1%	3.3%	-2.6%	5.7%	-14.3%
지누스	289	250	229	242	257	246	236	259	281	920	978	1,022
(YoY)	2.4%	64.2%	11.2%	-11.4%	-11.0%	-1.8%	3.0%	7.3%	9.2%	-3.4%	6.3%	4.5%
기타 및 조정	-38	-34	-33	-31	-38	-34	-33	-33	-38	-140	-135	-137
영업이익	108	112	87	73	136	107	85	99	156	284	408	448
(YoY)	12.2%	63.3%	102.8%	12.4%	25.8%	-4.6%	-1.8%	36.8%	15.0%	-6.4%	43.5%	9.9%
(OPM)	3.5%	4.4%	3.5%	3.1%	4.5%	4.5%	3.6%	4.2%	5.1%	2.8%	3.9%	4.4%
백화점	114	97	69	89	145	112	84	96	153	359	400	446
(OPM)	5.9%	5.6%	4.1%	5.3%	7.2%	6.2%	4.8%	5.6%	7.5%	5.0%	5.6%	6.1%
면세점	-12	-2	-1	1	1	0	1	2	1	-29	-1	5
(OPM)	-2.2%	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.6%	0.3%	-1.4%	-0.1%	0.4%
지누스	16	28	29	-8	0	5	10	10	12	-5	49	37
(OPM)	4.9%	10.1%	11.5%	-2.9%	0.1%	1.7%	3.8%	3.7%	3.8%	-0.5%	4.6%	3.3%
기타 및 조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	60	121	78	65	126	101	79	93	150	6	390	424
순이익	46	88	54	48	96	77	61	71	114	-1	286	323
(자배)순이익	20	68	45	45	86	73	58	64	99	-36	244	293
(YoY)	흑전	-0.6%	흑전	113.0%	330.0%	6.9%	27.7%	41.2%	15.1%	적지	흑전	20.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
총매출액	3,187	2,878	2,896	2,814	3,257	2,927	2,818	2,755	3,225	11,497	11,845	11,725
(YoY)	2.1%	2.1%	4.1%	3.9%	2.2%	1.7%	-2.7%	-2.1%	-1.0%	3.3%	3.0%	-1.0%
백화점	2,008	1,792	1,747	1,712	2,109	1,873	1,825	1,777	2,157	7,244	7,359	7,632
(YoY)	-1.1%	-0.5%	0.0%	1.4%	5.0%	4.5%	4.5%	3.8%	2.3%	2.7%	1.6%	3.7%
신세계 DF	632	637	685	610	590	589	522	489	489	2,326	2,522	2,087
(YoY)	13.8%	13.7%	21.5%	7.0%	-6.6%	-7.6%	-23.8%	-19.8%	-17.2%	6.3%	8.4%	-17.2%
순매출액	1,821	1,666	1,694	1,635	1,834	1,671	1,595	1,569	1,783	6,570	6,829	6,619
(YoY)	5.9%	3.8%	5.6%	6.2%	0.7%	0.3%	-5.8%	-4.0%	-2.8%	3.4%	3.9%	-3.1%
백화점	718	655	625	623	754	685	653	646	772	2,640	2,658	2,756
(YoY)	2.1%	-1.3%	-2.6%	1.1%	5.0%	4.5%	4.5%	3.8%	2.3%	3.2%	0.7%	3.7%
신세계인터	382	304	309	310	391	319	324	326	410	1,309	1,314	1,380
(YoY)	-2.6%	-1.7%	-3.8%	4.9%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-3.4%	0.4%	5.0%
신세계 DF	555	562	605	539	522	520	461	432	432	2,006	2,227	1,845
(YoY)	14.7%	15.4%	22.9%	14.2%	-6.0%	-7.4%	-23.8%	-19.8%	-17.2%	4.7%	11.0%	-17.2%
신세계까사	67	62	58	64	69	64	60	66	71	270	254	261
센트럴시티	97	89	96	98	97	89	96	98	97	375	380	380
기타 및 조정	1	-7	0	1	1	-7	0	1	1	-29	-4	-4
영업이익	104	132	75	100	170	127	97	129	197	477	478	549
(YoY)	-49.7%	-18.8%	-35.9%	7.3%	64.2%	-4.0%	28.7%	28.9%	15.8%	-25.4%	0.1%	15.1%
(OPM)	3.3%	4.6%	2.6%	3.5%	5.2%	4.3%	3.4%	4.7%	6.1%	4.1%	4.0%	4.7%
백화점	122	108	71	84	152	121	86	93	158	406	415	459
(OPM)	6.1%	6.0%	4.1%	4.9%	7.2%	6.5%	4.7%	5.2%	7.3%	5.6%	5.6%	6.0%
신세계인터	0	5	-2	-2	5	5	1	3	10	37	5	20
(OPM)	0.1%	1.5%	-0.7%	-0.6%	1.2%	1.4%	0.4%	1.1%	2.5%	2.8%	0.4%	1.4%
신세계 DF	-36	-2	-2	-6	-7	-21	-1	8	8	-36	-16	-6
(OPM)	-5.6%	-0.4%	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-3.5%	-0.2%	1.6%	1.6%	-1.5%	-0.6%	-0.3%
신세계까사	0	0	-2	0	0	-1	-1	0	0	1	-2	-2
센트럴시티	23	22	10	28	24	23	11	29	25	86	84	88
기타 및 조정	-6	0	0	-4	-5	0	0	-4	-5	-16	-9	-9
세전이익	-85	105	12	63	-60	85	51	91	162	195	119	389
순이익	-38	77	8	48	-44	64	39	69	123	187	89	295
(자배)순이익	-53	58	-2	35	-62	45	26	53	103	108	29	228
(YoY)	적전	-44.1%	적전	67.3%	적지	-22.1%	흑전	51.5%	흑전	-52.1%	-73.3%	691.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 인천공항 면세점 DF2 사업권 반납에 따른 위약금 1,900억원이 4Q25 영업외손실에 반영된다고 가정

3) 롯데쇼핑/이마트

롯데쇼핑의 23분기 연결기준 영업이익은 1,305억원(-16% YoY)으로 당사 기대치를 소폭 상회하였다(시장 기대치는 하회). 국내 할인점의 영업이익이 e그로서리 관련 적자 확대와 기존점 매출 부진으로 당사 예상 대비 부진하였으나, 컬처웍스가 비용 절감과 영화 할인쿠폰 효과로 당사 예상 대비 양호한 실적을 기록하였다.

국내 백화점은 소비심리 반등에 힘입어, 기존점 성장률이 +2.8%를 기록하였다. 다만, **국내 할인점**은 민생회복 소비쿠폰 사용처 제외와 명절 시점 차이에 따른 부정적 영향으로 인해, 기존점 성장률이 -13%로 부진하였다.

내수 소비경기 호조와 명절 시점 차이에 따른 긍정적 영향 등이 겹치면서, **4분기에는 국내 백화점과 할인점의 기존점 성장률이 모두 양호한 모습을 보일 전망이다(4Q25E SSSG: 국내 백화점 +6%, 국내 할인점 +3%)**. 특히, 백화점은 10월 기존점 성장률이 +10% 수준으로 반등하였고, 수익성이 높은 패션 장르의 매출도 고성장하고 있다. 특히, 작년 4분기는 통상임금 관련 일회성 비용이 국내 백화점과 할인점에 300억 중반 정도 반영되어 있기 때문에, 올해 4분기는 수익성 개선이 크게 나타날 것으로 판단된다.

더불어, **외국인 매출 비중이 크게 확대되고 있는 점도 고무적**이다. 당사는 3분기 본점과 잠실점을 중심으로 백화점의 외국인 매출이 +34% 성장하였다. 글로벌 시장에서 한류 콘텐츠의 인지도가 상승하면서, 한국여행에 대한 외국인들의 관심이 강해지고 있기 때문에, 외국인 매출이 백화점 매출 성장의 구조적인 동력으로 자리잡을 전망이다.

이마트의 3분기 연결기준 영업이익은 1,514억원(+36% YoY)으로 당사 기대치를 상회하였다(시장 기대치는 부합). 별도기준 영업이익은 당사 기대치와 큰 차이가 없었으나, 프라퍼티(회계기준 변경 영향)와 신세계건설의 영업이익이 각각 395억원(+348억원 YoY), -449억원(+91억원 YoY)으로 당사 기대치를 상회하였기 때문이다. **할인점과 트레이더스의 기존점 성장률은 3분기에 각각 -5.2%, -3.6%를 기록하였으나, 10월에는 각각 +15.6%, +19.2%로 크게 반등**하였다. 3분기는 민생회복 소비쿠폰 사용처 제외와 명절 시점 차이 영향 등이 겹치면서 매출이 다소 부진하였으나, 10월에는 명절 시점 차이가 긍정적으로 작용하고, 쓱데이 행사 매출 호조가 반영된 영향으로 판단된다.

4분기 연결기준 영업이익은 1,088억원, 별도기준 영업이익은 962억원으로 전망된다. 작년 4분기 일회성 손익(프라퍼티 회계기준 변경/통상임금 비용/퇴직보상금 등)을 제외한 영업이익은 연결기준 594억원, 별도기준 516억원이었기 때문에(작년 4분기 일회성 손익: 연결기준 -1,365억원, 1,248억원), **실질적인 YoY 영업이익 증가는 연결기준 +494억원, 별도기준 +446억원 수준으로 추산**된다. **4분기 별도기준 영업이익 증가는 할인점과 트레이더스의 기존점 매출 성장을 반등에 기인**한다. 내수 소비경기 호조와 명절 시점 차이에 따른 긍정적 영향이 반영되면서, 할인점과 트레이더스의 기존점 성장률은 각각 +8%, +10%를 기록할 전망이다.

내수 소비경기가 호조를 보이면서, 동사의 실적 흐름도 할인점과 트레이더스를 중심으로 양호한 모습을 보일 것으로 전망된다. 중기적으로는 홈플러스 폐점 관련 반사수혜가 추가로 확대될 수 있는지에 따라 실적 추정치 상향 폭이 결정될 전망이다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
총매출액	5,078	4,891	4,759	4,761	5,259	5,036	4,885	4,914	5,358	19,823	19,669	20,193
(YoY)	-3.5%	-1.3%	-2.3%	-3.2%	3.6%	3.0%	2.7%	3.2%	1.9%	-3.1%	-0.8%	2.7%
백화점	2,325	2,069	2,038	1,949	2,407	2,127	2,095	1,995	2,444	8,453	8,462	8,661
국내	2,293	2,038	2,008	1,918	2,373	2,095	2,064	1,963	2,408	8,337	8,337	8,530
해외	33	31	30	31	34	32	31	32	36	116	125	131
할인점	1,490	1,621	1,442	1,465	1,563	1,688	1,490	1,509	1,604	6,160	6,091	6,291
국내	1,121	1,152	1,092	1,121	1,170	1,191	1,119	1,138	1,187	4,663	4,535	4,635
해외	370	469	350	350	393	497	371	371	417	1,497	1,562	1,655
이커머스	35	28	27	23	34	28	27	23	34	120	111	111
슈퍼	315	317	320	326	309	320	324	329	312	1,344	1,272	1,284
하이마트	573	553	620	671	582	568	636	729	598	2,357	2,341	2,442
홈쇼핑	259	230	234	216	256	230	234	216	256	939	936	936
컬처웍스	92	86	92	128	119	88	94	130	122	452	425	434
기타 및 조정	-11	-13	-14	-16	-11	-13	-14	-16	-11	0	31	34
순매출액	3,477	3,457	3,350	3,410	3,601	3,561	3,437	3,532	3,676	13,987	13,818	14,207
(YoY)	-4.3%	-1.6%	-2.3%	-4.4%	3.6%	3.0%	2.6%	3.6%	2.1%	-3.9%	-1.2%	2.8%
영업이익	147	148	41	131	249	174	48	140	253	473	569	616
(YoY)	-27.3%	29.0%	-27.5%	-15.8%	69.5%	17.4%	18.9%	7.4%	1.4%	-6.9%	20.2%	8.2%
(OPM)	4.2%	4.3%	1.2%	3.8%	6.9%	4.9%	1.4%	4.0%	6.9%	3.4%	4.1%	4.3%
백화점	180	130	65	83	234	151	73	98	239	400	513	562
(YoY)	-15.4%	44.0%	10.4%	17.7%	30.2%	16.2%	12.7%	17.7%	2.2%	-17.8%	28.2%	9.6%
(OPM)	20.5%	16.8%	8.3%	11.3%	25.7%	18.9%	9.1%	13.0%	25.9%	12.0%	15.4%	16.5%
국내	181	128	63	80	229	147	70	93	233	406	500	544
해외	-1	2	2	4	5	4	3	5	6	-6	13	18
할인점	-7	28	-39	12	10	28	-38	11	10	65	11	11
국내	-18	7	-48	2	-3	5	-48	1	-4	17	-42	-47
해외	11	21	9	9	13	23	10	10	14	48	52	57
이커머스	-7	-9	-8	-10	-9	-10	-10	-10	-9	-69	-36	-38
슈퍼	-8	3	3	5	-4	3	2	4	-4	29	7	5
하이마트	-16	-11	10	19	-3	-5	10	16	-3	2	15	17
홈쇼핑	14	12	12	10	12	11	11	9	11	50	46	42
컬처웍스	-16	-10	-6	8	2	-8	-4	8	2	0	-7	-3
기타 및 조정	7	5	4	3	7	5	4	3	7	-4	19	19
세전이익	-1,082	45	-24	-15	227	98	5	85	201	-1,044	232	390
순이익	-1,016	18	-10	-49	167	74	4	65	152	-1,016	126	295
(자배)순이익	-977	16	-20	-57	166	74	0	59	152	-990	105	285
(YoY)	적지	-79.2%	적지	적지	흑전	358.3%	적지	흑전	-8.5%	적전	흑전	171.5%
기존점 성장률												
국내 백화점	-0.1%	1.0%	0.5%	2.8%	7.0%	5.5%	5.5%	4.5%	3.0%	1.0%	2.9%	4.6%
국내 할인점	1.0%	0.0%	2.0%	-13.0%	3.0%	2.0%	2.0%	1.5%	1.5%	-0.8%	-2.2%	1.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
총매출액												
별도기준	4,253	4,626	4,291	4,594	4,620	4,841	4,443	4,964	4,575	16,967	18,130	18,823
(YoY)	4.7%	10.1%	11.8%	-1.7%	8.6%	4.7%	3.5%	8.1%	-1.0%	2.5%	6.9%	3.8%
할인점	2,802	3,042	2,770	2,971	3,026	3,164	2,839	3,208	2,936	11,667	11,809	12,147
(YoY)	-6.4%	0.3%	0.5%	-3.4%	8.0%	4.0%	2.5%	8.0%	-3.0%	-3.5%	1.2%	2.9%
트레이더스	836	967	900	1,000	995	1,073	990	1,130	1,045	3,550	3,862	4,238
(YoY)	3.2%	5.6%	8.1%	3.6%	19.0%	11.0%	10.0%	13.0%	5.0%	5.2%	8.8%	9.7%
전문점	253	260	258	255	248	255	258	257	248	1,020	1,021	1,018
에브리데이	362	356	362	368	351	349	355	368	347	731	1,437	1,419
순매출액	7,250	7,219	7,089	7,401	7,453	7,247	7,052	7,625	7,416	29,021	29,112	29,339
(YoY)	-1.4%	0.2%	-0.2%	-1.4%	2.8%	0.4%	0.2%	3.0%	-0.5%	-1.5%	0.3%	0.8%
별도기준	3,900	4,259	3,970	4,274	4,237	4,458	4,111	4,618	4,196	15,570	16,741	17,383
연결-별도	3,349	2,960	3,069	3,127	3,216	2,789	2,941	3,006	3,219	13,451	12,371	11,956
SSG.COM	376	357	350	319	350	353	361	328	361	1,576	1,376	1,403
G마켓글로벌	228	201	181	187	62					961	631	
SCK 컴퍼니	818	762	796	811	847	789	823	843	872	3,100	3,215	3,327
(YoY)	4.8%	3.7%	4.7%	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%	4.0%	3.0%	5.8%	3.7%	3.5%
기타 및 조정	1,927	1,640	1,742	1,811	1,956	1,647	1,757	1,835	1,986	7,814	7,149	7,226
영업이익	-77	159	22	151	109	182	70	250	105	47	441	607
(YoY)	적지	238.2%	흑전	35.5%	흑전	14.3%	224.0%	65.1%	-4.0%	흑전	836.7%	37.5%
(OPM)	-1.1%	2.2%	0.3%	2.0%	1.5%	2.5%	1.0%	3.3%	1.4%	0.2%	1.5%	2.1%
별도기준	-73	133	16	114	96	146	24	159	72	122	359	401
(OPM)	-1.7%	2.9%	0.4%	2.5%	2.1%	3.0%	0.5%	3.2%	1.6%	0.7%	2.0%	2.1%
할인점	-87	78	-34	55	51	85	-33	89	27	-21	149	168
(OPM)	-3.1%	2.6%	-1.2%	1.8%	1.7%	2.7%	-1.2%	2.8%	0.9%	-0.2%	1.3%	1.4%
트레이더스	5	42	31	40	33	46	39	51	35	93	146	172
(OPM)	0.6%	4.4%	3.4%	3.9%	3.3%	4.3%	3.9%	4.5%	3.4%	2.6%	3.8%	4.1%
전문점	6	7	13	8	8	7	11	8	8	38	35	33
에브리데이	2	6	5	10	4	7	7	10	2	8	25	26
SSG.COM	-25	-18	-31	-42	-40	-32	-29	-27	-35	-73	-131	-123
G마켓글로벌	-33	-12	-30	-24	-8					-67	-74	
SCK 컴퍼니	49	35	40	60	54	35	40	62	52	191	189	189
(OPM)	5.9%	4.6%	5.1%	7.4%	6.3%	4.4%	4.9%	7.3%	5.9%	6.2%	5.9%	5.7%
PPA 상각비	-40	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-62
기타 및 조정	46	37	42	60	22	49	51	72	31	33	161	202
이마트 24	-14	-10	-4	-8	-13	-11	-5	-3	-9	-30	-35	-27
프라퍼티	60	36	5	40	10	36	5	40	10	77	91	91
PK Retail	15	8	24	12	20	9	25	17	21	42	64	72
신세계푸드	-2	8	14	10	0	8	14	10	0	21	31	31
조선호텔&리조트	10	2	7	22	19	8	10	20	17	42	50	55
신세계건설	-16	-16	-21	-45	-14	-11	-16	-40	-9	-134	-95	-75
기타	-7	10	17	29	1	10	17	29	1	15	56	56
영업외손익	-545	-40	-48	193	-73	-69	-76	-76	-76	-653	32	-298
이자수익-이자비용	-90	-101	-98	-103	-100	-98	-98	-98	-98	-365	-402	-392
지분법손익	7	11	6	7	-3	-4	-9	-8	-8	23	20	-30
기타	-462	49	45	289	30	32	31	30	30	-310	413	123
세전이익	-622	119	-26	344	36	113	-6	174	28	-605	473	309
순이익	-596	84	-31	310	27	85	-5	132	21	-573	390	234
(자배)순이익	-592	71	-52	266	35	88	-8	124	26	-590	320	230
(YoY)	적지	157.3%	적지	120.5%	흑전	24.3%	적지	-53.4%	-26.5%	적지	흑전	-28.2%
기준점 성장률												
이마트	-4.1%	-0.6%	-0.9%	-5.2%	8.0%	4.0%	2.5%	8.0%	-3.0%	-2.2%	0.2%	2.9%
트레이더스	0.4%	1.9%	3.1%	-3.6%	10.0%	5.0%	4.0%	7.0%	1.0%	1.5%	2.6%	4.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

III. 음식료: 삼양식품(三養食品)

>>> 삼양식품: 26년에도 대장주

1) 다시 반등하는 중국 수출

삼양식품의 3분기 중국법인 매출은 1,838억원으로 QoQ +46% 증가하였다(현지통화 기준 +47%). 23년 하반기 이후, 미국과 유럽 중심의 수출 성장세가 지속되는 동안에 중국법인의 매출은 상대적으로 정체되는 흐름이었기 때문에, 이번 3분기 매출 증가는 매우 의미가 있는 것으로 판단된다.

이번 매출 성장은 중국에서 가장 성장세가 좋은 간식점 채널 비중을 적극적으로 확대하면서 나타난 것으로 판단된다. 간식점은 가성비를 강조한 오프라인 유통 채널로 대형마트, CVS, TT 소형 점포 등을 잠식하며, 중국 시장에서 가장 고성장하고 있는 유통 업태이다. 따라서, 신규 성장 채널을 확보했다는 측면에서 향후 매출 증가세가 지속될 것으로 기대된다.

게다가, 2선 도시 커버리지 비율이 올라가고 있는 점도 긍정적(현재 60% 내외 추산)이다. 동사의 주력 제품인 불닭볶음면은 로컬 라면 제품 대비 상대적으로 고가 제품이다. 이에 따라, 중국에서 소득 수준이 높은 도시 중심으로 유통망이 구성되어 있기 때문에, 향후 성장을 위해서는 2선 이하 도시에서 시장 침투율이 올라가야 한다.

2) 관세 부담이 끝나가는 미국 수출

미국은 트럼프 대통령 당선 이후, 관세율 상승에 따른 CPI 상승 우려가 지속되어왔다. 이에 따라, 주요 유통 업체와 소비자들은 관세율이 인상되기 전에 재화를 구매하려는 성향이 강해졌다. 그 결과 다양한 소비재의 수입이 올해 상반기에 집중되었고, 하반기에는 수입 YoY 증가율이 크게 꺾인 상황이다.

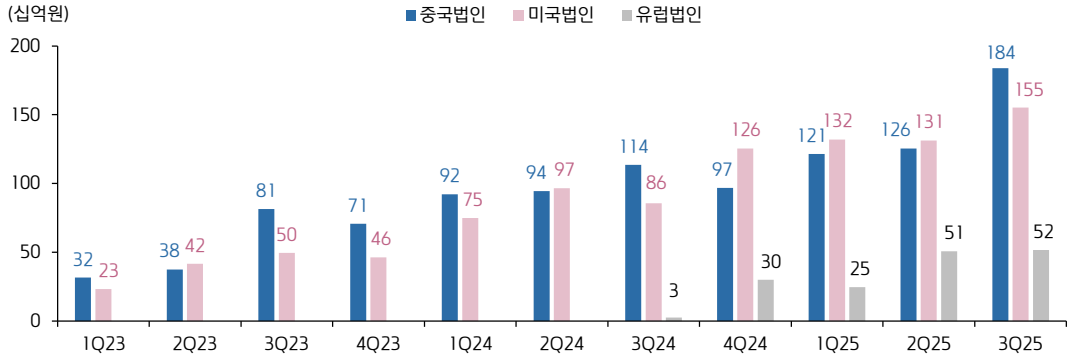
삼양식품의 미국 수출도 매크로 상황과 다를 바 없었다. 상반기에 미국 수출이 집중되었고, 3분기에 수출이 급감하였다. 3분기 미국법인 매출 증가(원화기준 +18% QoQ / 달러기준 +20% QoQ)는 상반기에 수출한 재고를 활용하여 발생한 결과물에 불과했고, 시장에서는 열흘마다 발표되는 미국 수출 데이터가 약한 것에 대한 의심을 품을 수밖에 없었다. 또한, 관세 부담 상승에 따른 마진 하락도 우려 요인으로 작용하였다. 미국 수출은 상대적으로 ASP가 높은 편이지만, 관세율이 15% 부과되면, 수익성에 우려를 가질 수밖에 없다.

삼양식품은 4분기에 미국법인에서 +10% 가까운 가격 인상을 단행하였다. 최근 달러 강세를 감안한다면, 관세 상승 부담을 충분히 전가할 수 있다. 또한, 미국 시장 내 수요도 여전히 좋은 편이다. 3분기에 현지법인 매출이 증가하면서, 미국법인 재고가 축소되었기 때문에, 연말연시에 미국향 수출 데이터가 다시 반등할 가능성이 높다.

3) 원화 약세 수혜주

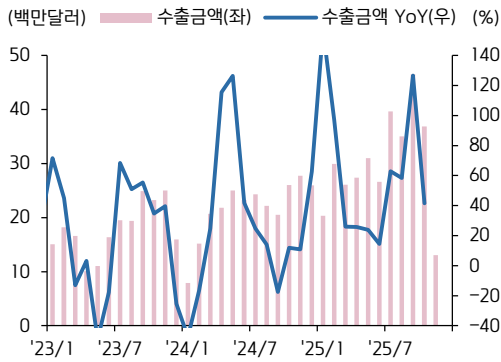
주요 통화에 대한 원화 약세가 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 위안화, 달러, 유로화에 대해 원화의 약세는 동사의 ASP 상승을 의미하기 때문에, 전사 매출과 수익성에 긍정적으로 작용할 전망이다.

삼양식품 주요 해외법인 매출액 추이



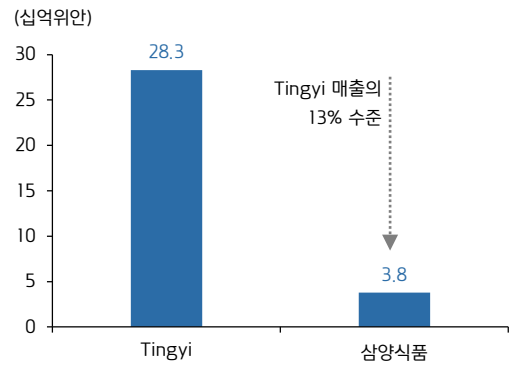
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

한국의 중국향 라면 수출액 추이



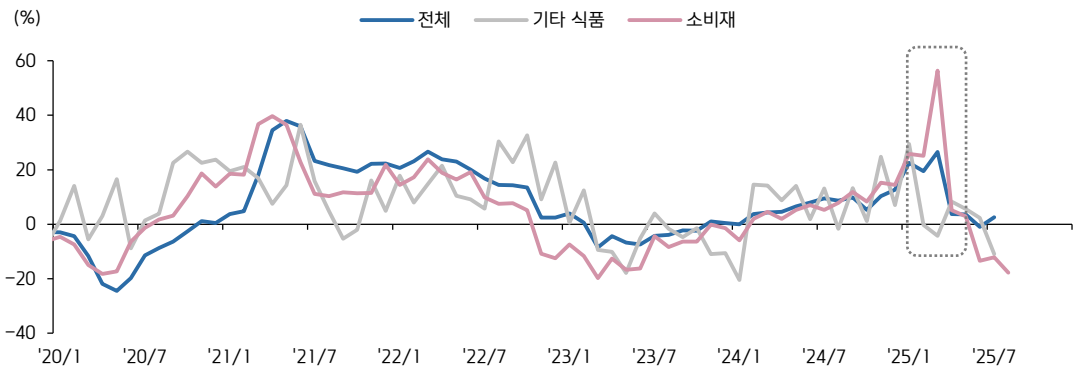
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '25/11은 '25. 11. 1~10 기준

라면 매출 비교: 중국 MS 1위 vs 삼양식품



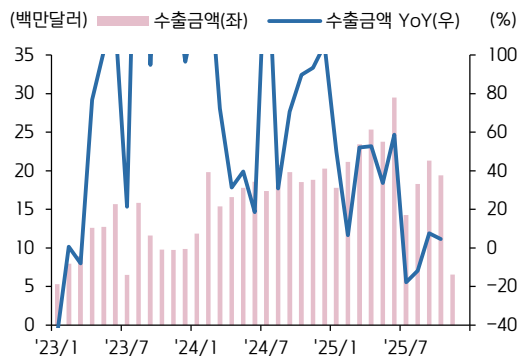
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) Tingyi는 24년 매출, 삼양식품은 3Q25 매출 연환산 기준

미국 수입액 YoY 증감률 추이



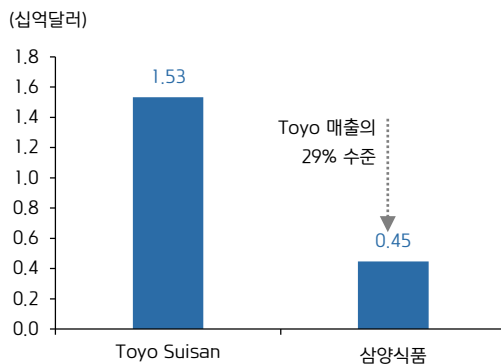
자료: Bloomberg

한국의 미국향 라면 수출액 추이



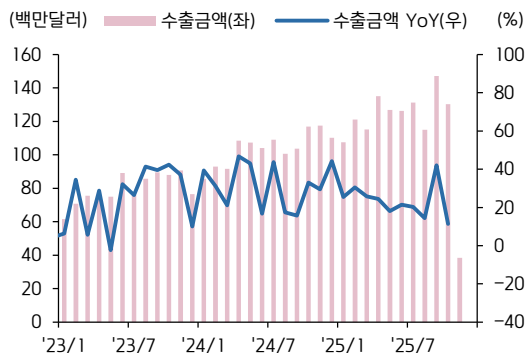
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '25/11은 '25. 11. 1~10 기준

라면 매출 비교: 미국 MS 1위 vs 삼양식품



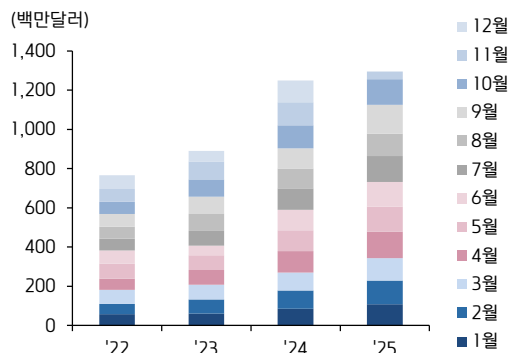
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) Toyo는 FY25 매출, 삼양식품은 3Q25 매출 연환산 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (1)



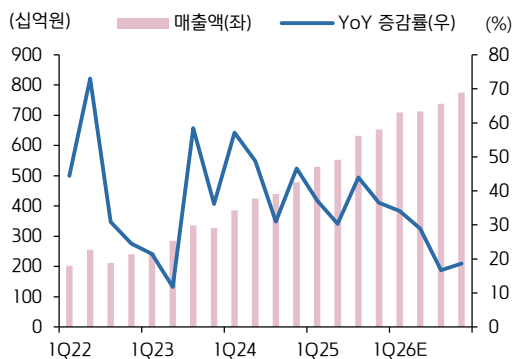
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '25/11은 '25. 11. 1~10 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (2)



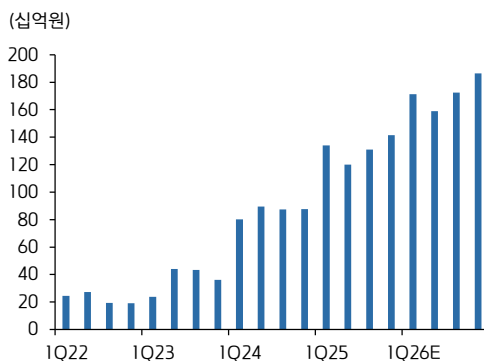
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '25/11은 '25. 11. 1~10 기준

삼양식품 연결기준 매출액 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

삼양식품 연결기준 영업이익 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> KT&G: 투자 축소, 배당 확대

1) 연간 Capex 가이드스 하향 긍정적

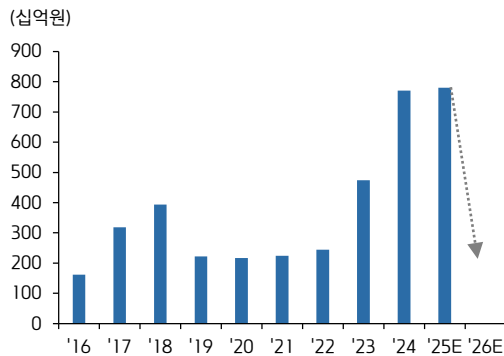
KT&G는 2019~22년까지 연간 Capex가 2~3천억원 수준으로 안정적인 모습을 보였다. 하지만, 2023년부터 해외 궤련 공장 증설에 대한 투자가 늘어나면서, 연간 Capex가 급격하게 증가하였다.

동사는 지난 9월 CEO Investor Day를 통해, 향후 대규모 투자를 하지 않고, 2026~27년 Capex를 평균 2천억원 수준으로 유지하겠다고 밝혔다. 동사의 연간 배당금이 6~7천억원 수준인 점을 감안한다면, 이번 투자 축소를 통해 주주환원여력이 크게 늘어나는 셈이다.

2) 달러 강세, 원가 안정화 긍정적

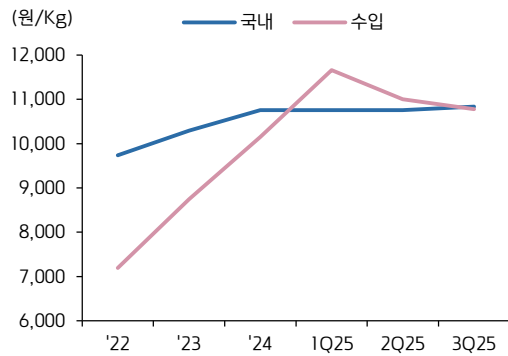
글로벌 생산 체제 구축 이후, 해외 궤련의 판매량 증가세가 지속되는 가운데, ASP 상승과 원가 안정화로 마진 스프레드도 개선될 것으로 기대된다. 동사는 과거 대비 판촉 할인을 축소하고, 질적 성장에 집중하고 있으며, 달러 강세에 힘입어 수출 단가도 꾸준히 상승하는 추세이다. 또한, 수년간 단가 상승이 지속되었던 잎담배도 올해 1분기를 정점으로 안정화되고 있어, 향후 원가율 개선이 기대된다.

KT&G 연결기준 Capex 추이 및 전망



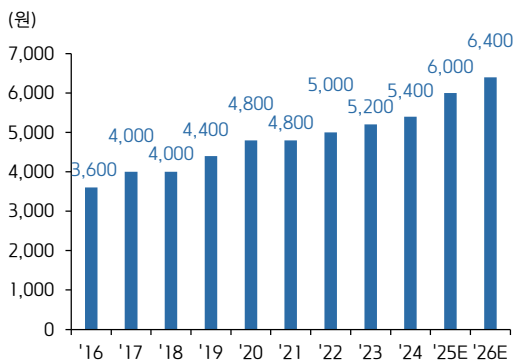
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 잎담배 매입단가 추이



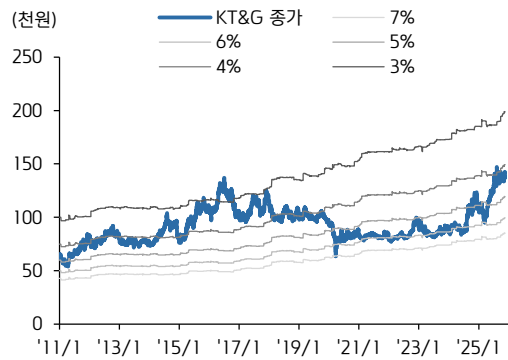
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 주당 배당금(DPS) 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G FW12M 배당수익률 밴드 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 제과: 마진 스프레드 개선

1) 코코아 투입단가 하락 기대

글로벌 코코아 시세는 작황 부진에 따른 공급 감소로 인해, 23년부터 크게 상승하였다. 국내 대표 제과 업체인 롯데웰푸드와 오리온의 코코아 구매액은 본래 200~300억원 수준에 불과했으나, 몇 년 간의 시세 상승으로 연간 구매액은 800~900억원 수준으로 확대된 것으로 추산된다.

하지만, 누적인 글로벌 수요 감소와 가나 정부의 수매 단가 인상('25년 10월)이 겹치면서, 글로벌 코코아 시세는 고점 대비 반토막이 난 상황이다. 만약, 현재의 시세 흐름이 유지된다면, 오리온과 롯데웰푸드의 26년 매출원가는 전년대비 약 200~300억원 정도 절감이 가능할 전망이다.

2) 오리온: 중국 매출 회복 흐름

오리온은 그 동안 매출 비중이 가장 큰 중국 법인의 매출 성장률이 다소 약한 편이었다. 25년 매출 성장률이 24년대비 개선되는 흐름이긴 했지만, 춘절 시점 차이, 시장비 투입 증가, 코코아 가격 상승에 따른 원가 부담으로 실적 모멘텀이 상당 부분 희석되었다.

하지만, 25년 중국법인의 판매 성과는 2가지 측면에서 의미가 있다고 판단된다. 첫째, 신제품 매출 비중이 늘어났다. 오리온은 그 동안 중국 시장에서 신제품 성과가 미미했다. 매출 규모가 큰 대형 신제품이 없었고, 신제품 매출 비중도 1~2% 수준에 머물렀다. 하지만, 25년에는 신제품 매출 비중이 8~9%까지 확대되면서, 미래 성장을 위한 기반을 마련한 것으로 판단된다. 둘째, 간식점 채널 비중이 크게 확대되었다. 동사는 해당 채널 맞춤형 제품의 SKU를 적극적으로 확대하여, 중국법인 내 간식점 매출 비중을 28%까지 확대하였다(25년 10월 기준). 간식점은 현재 중국에서 가장 성장세가 높은 유통 채널로서, 동사의 10월 간식점 매출 성장률은 +58% 수준이다. 과거대비 성장성이 높은 채널의 비중이 확대되었기 때문에, 향후 매출 성장 제고 측면에서 유리할 것으로 기대된다.

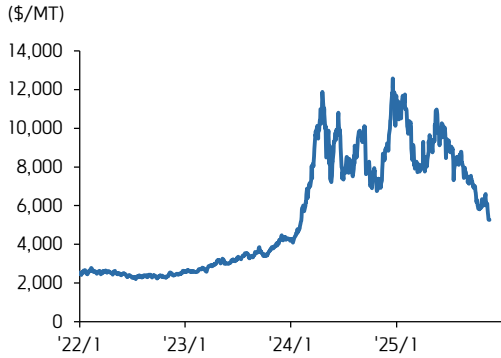
따라서, 26년에는 동사의 실적 개선 모멘텀이 크게 강화될 것으로 기대된다. 러시아 법인의 구조적 성장이 지속되고 있는 가운데, 1) 중국법인 매출 성장을 회복, 2) 위안화 강세, 3) 코코아 투입단가 안정화 등에 힘입어, 연간 영업이익이 전년대비 +16% 증가할 전망이다.

3) 롯데웰푸드: 26년은 수익성 반등의 해

롯데웰푸드는 영업이익률이 2년 연속 하락하면서, 올해 3.3% 수준을 기록할 전망이다. 1) 글로벌 코코아 시세 급등으로 원가율이 크게 악화되었고, 2) 인도 푸네 신공장 증설로 고정비 부담이 확대되었으며, 3) 생산성 개선을 위한 일회성 비용(230억원)이 반영되었기 때문이다.

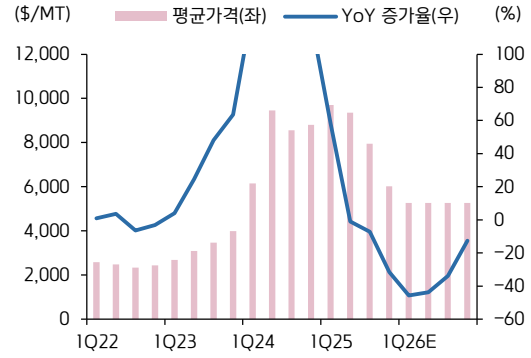
하지만, 26년에는 수익성이 크게 반등할 것으로 기대된다. 25년의 일회성 비용이 기저효과로 작용하는 가운데, 1) 글로벌 코코아 시세가 크게 하락하면서, 1Q26부터 원재료 투입단가 안정화가 기대되고, 2) 인도는 GST 인하에 따른 소비경기 회복과 푸네 신공장 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화가 기대되기 때문이다. 특히, 25년 상반기의 수익성이 상대적으로 부진하였기 때문에, 26년 상반기에 실적 개선과 주가 상승 모멘텀이 집중될 것으로 판단된다.

코코아 선물 시세 추이



자료: Bloomberg

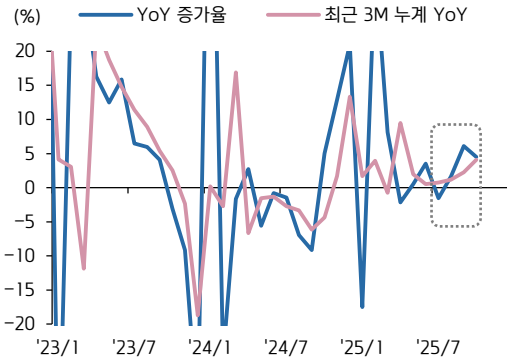
분기별 코코아 평균가격 추이 및 가정



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

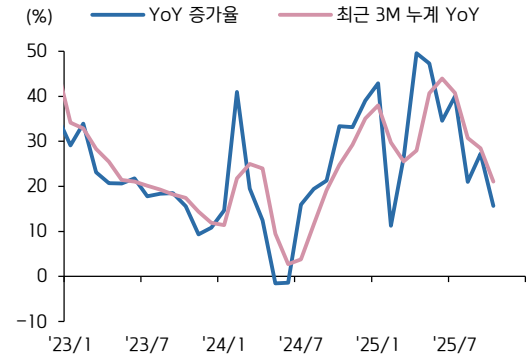
주: 1) 4Q25E 수치는 '25. 10. 1 ~ 11. 18 평균 시세 기준.
2) 1Q26E 이후 수치는 '25. 11. 18 시세 기준.

오리온 중국 매출 성장률 추이(현지통화 기준)



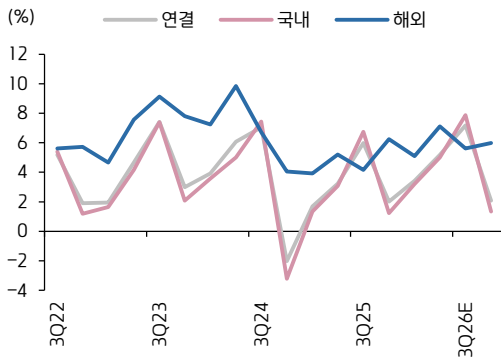
자료: 회사자료, 한국은행, 키움증권 리서치

오리온 러시아 매출 성장률 추이(현지통화 기준)



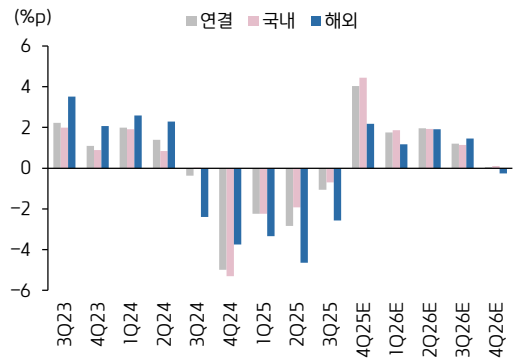
자료: 회사자료, 한국은행, 키움증권 리서치

롯데웰푸드 OPM 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데웰푸드 OPM YoY 변화 폭 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 음료업 업체별 3Q25 실적리뷰

주요 음료업 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	YoY	4Q25E	YoY	1Q26E	YoY
KT&G	매출액	15,564	14,911	15,479	18,269	11.6%	15,519	-0.3%	16,002	7.3%
	영업이익	2,125	2,856	3,499	4,653	11.4%	2,382	12.1%	3,369	18.0%
	OPM	13.7%	19.2%	22.6%	25.5%	-0.1%p	15.3%	1.7%p	21.1%	1.9%p
	순이익	3,253	2,556	1,433	4,193	73.8%	2,116	-34.9%	2,701	5.7%
삼양식품	매출액	4,789	5,290	5,531	6,320	44.0%	6,536	36.5%	7,095	34.1%
	영업이익	877	1,340	1,201	1,309	49.9%	1,416	61.5%	1,712	27.8%
	OPM	18.3%	25.3%	21.7%	20.7%	0.8%p	21.7%	3.4%p	24.1%	-1.2%p
	순이익	761	991	845	1,102	87.2%	1,077	41.5%	1,318	33.0%
오리온	매출액	8,618	8,018	7,772	8,289	7.0%	8,796	2.1%	8,782	9.5%
	영업이익	1,597	1,314	1,215	1,379	0.6%	1,533	-4.0%	1,589	21.0%
	OPM	18.5%	16.4%	15.6%	16.6%	-1.1%p	17.4%	-1.1%p	18.1%	1.7%p
	순이익	2,531	1,043	698	1,027	3.0%	1,210	-52.2%	1,175	12.6%
CJ 제일제당	매출액	74,902	72,085	72,372	74,395	0.3%	70,070	-6.5%	68,011	-5.7%
	영업이익	3,813	3,332	3,531	3,465	-16.7%	2,929	-23.2%	2,648	-20.5%
	OPM	5.1%	4.6%	4.9%	4.7%	-1.0%p	4.2%	-0.9%p	3.9%	-0.7%p
	순이익	-1,972	176	1,625	729	-54.2%	674	흑전	700	296.6%
CJ 제일제당 (대통제외)	매출액	44,750	43,625	43,224	45,326	-1.9%	38,867	-13.1%	38,384	-12.0%
	영업이익	2,154	2,422	2,351	2,026	-25.6%	1,331	-38.2%	1,645	-32.1%
	OPM	4.8%	5.6%	5.4%	4.5%	-1.4%p	3.4%	-1.4%p	4.3%	-1.3%p
농심	매출액	8,551	8,930	8,677	8,712	2.4%	8,885	3.9%	9,226	3.3%
	영업이익	204	561	402	544	44.6%	529	159.4%	680	21.3%
	OPM	2.4%	6.3%	4.6%	6.2%	1.8%p	6.0%	3.6%p	7.4%	1.1%p
	순이익	247	522	365	506	38.9%	529	113.7%	600	15.0%
하이트진로	매출액	6,271	6,128	6,466	6,695	-2.4%	5,966	-4.9%	6,104	-0.4%
	영업이익	213	627	645	544	-22.5%	243	14.1%	542	-13.5%
	OPM	3.4%	10.2%	10.0%	8.1%	-2.1%p	4.1%	0.7%p	8.9%	-1.4%p
	순이익	-181	380	331	340	-22.4%	105	흑전	302	-20.6%
롯데칠성	매출액	9,233	9,103	10,873	10,792	1.3%	9,479	2.7%	9,465	4.0%
	영업이익	92	250	624	918	16.6%	65	-29.7%	379	51.3%
	OPM	1.0%	2.7%	5.7%	8.5%	1.1%p	0.7%	-0.3%p	4.0%	1.3%p
	순이익	-230	107	372	798	35.6%	-137	적지	208	94.2%
롯데월드푸드	매출액	9,705	9,751	10,643	11,568	7.3%	10,157	4.7%	10,139	4.0%
	영업이익	-196	164	343	693	-8.9%	205	흑전	348	112.4%
	OPM	-2.0%	1.7%	3.2%	6.0%	-1.1%p	2.0%	4.0%p	3.4%	1.8%p
	순이익	-251	237	177	487	5.8%	82	흑전	198	-16.4%
CJ 프레시웨이	매출액	8,502	7,986	8,833	9,012	8.3%	8,966	5.5%	8,550	7.1%
	영업이익	252	106	274	336	19.3%	265	5.3%	118	11.4%
	OPM	3.0%	1.3%	3.1%	3.7%	0.3%p	3.0%	0.0%p	1.4%	0.1%p
	순이익	173	16	150	233	흑전	125	-27.9%	25	55.6%

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(11/18, 원)		141,100	1,372,000	104,900	221,500	461,000
시가총액(11/18, 조원)		16.65	10.34	4.15	3.33	2.80
매출액	'24	5,909	1,728	3,104	29,359	3,439
	'25E	6,418	2,368	3,287	28,892	3,520
	'26E	6,712	2,935	3,614	27,964	3,648
영업이익	'24	1,189	345	544	1,553	163
	'25E	1,339	527	544	1,326	204
	'26E	1,452	689	631	1,259	223
OPM	'24	20.1%	19.9%	17.5%	5.3%	4.7%
	'25E	20.9%	22.2%	16.5%	4.6%	5.8%
	'26E	21.6%	23.5%	17.4%	4.5%	6.1%
순이익	'24	1,166	272	525	148	157
	'25E	1,030	402	398	320	192
	'26E	1,157	531	468	343	203
PER	'24	11.9	21.2	7.7	28.2	14.5
	'25E	17.2	25.7	10.4	11.3	14.6
	'26E	14.4	19.5	8.9	10.6	13.8
PBR	'24	1.45	7.05	1.17	0.53	0.85
	'25E	1.87	8.66	1.10	0.45	0.99
	'26E	1.76	6.12	1.00	0.44	0.93
ROE	'24	12.6%	39.4%	16.6%	2.0%	6.2%
	'25E	11.0%	39.9%	11.0%	4.0%	7.0%
	'26E	12.6%	36.8%	11.9%	4.2%	6.9%
배당수익률	'24	5.0%	0.4%	2.4%	2.3%	1.3%
	'25E	4.3%	0.3%	2.6%	2.7%	1.1%
	'26E	4.5%	0.4%	2.8%	2.7%	1.1%

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

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

종목명		하이트진로	롯데월드푸드	롯데칠성	CJ 프레시웨이
종목코드		000080	280360	005300	051500
종가(11/18, 원)		18,660	123,300	119,000	26,700
시가총액(11/18, 조원)		1.31	1.15	1.10	0.32
매출액	'24	2,599	4,044	4,025	3,225
	'25E	2,525	4,212	4,025	3,480
	'26E	2,523	4,319	4,116	3,831
영업이익	'24	208	157	185	94
	'25E	206	141	186	98
	'26E	194	197	207	108
OPM	'24	8.0%	3.9%	4.6%	2.9%
	'25E	8.2%	3.3%	4.6%	2.8%
	'26E	7.7%	4.6%	5.0%	2.8%
순이익	'24	96	85	59	26
	'25E	116	98	79	52
	'26E	104	123	90	56
PER	'24	14.5	12.4	19.1	8.0
	'25E	11.5	11.8	15.1	6.1
	'26E	12.8	9.4	13.3	5.7
PBR	'24	1.23	0.49	0.75	0.50
	'25E	1.12	0.53	0.77	0.69
	'26E	1.07	0.51	0.75	0.62
ROE	'24	8.6%	4.0%	4.0%	7.4%
	'25E	10.0%	4.5%	5.2%	11.9%
	'26E	8.5%	5.5%	5.7%	11.5%
배당수익률	'24	3.6%	3.0%	3.0%	2.6%
	'25E	3.8%	2.8%	2.9%	1.7%
	'26E	3.8%	3.1%	2.9%	1.7%

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

1) KT&G

KT&G의 3분기 연결기준 영업이익은 4,653억원(+11% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. **담배** 부문은 원재료비 상승 부담에도 불구하고, 명절 시점 차이에 따른 선출고 영향과 해외 궤련 판가 인상 및 판매량 증가에 힘입어, 영업이익이 YoY +12% 증가하였다. **건기식(홍삼)** 부문은 국내외 매출 감소 불구하고, 원가 개선과 마케팅 운영 정책 효율화에 힘입어, 영업이익이 소폭 증가하였다. **부동산**은 안양/미아/동대전 등 개발사업 매출 증가에 따라 영업이익이 증가하였다.

동사는 해외 궤련 사업의 호조를 반영하여, 올해 연간 영업이익 성장률 가이던스를 +12% 이상으로 상향 조정하였다(기존 +6~8%). 특히, 카자흐스탄 신공장 가동 이후, 러시아 및 아태지역에서 판매량이 증가하고 원가 구조가 개선되고 있고, 전 지역에서 고르게 ASP가 상승하고 있는 점이 긍정적이다. 올해 11월 인도네시아 2공장 완공으로 해외 공장 증설이 마무리되면서, 내년도 Capex가 2~3천억원 수준으로 축소되고, 잉여현금흐름이 증가하면서 주주환원 여력이 확대될 전망이다. 더불어, 잎담배 조달 원가 하락이 시작되고 있기 때문에, 내년 하반기부터 원재료 투입단가가 안정화되면서 수익성 개선이 강해질 수 있다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	1,556	1,491	1,548	1,827	1,552	1,600	1,664	1,836	1,612	5,909	6,418	6,712
(YoY)	8.0%	15.4%	8.7%	11.6%	-0.3%	7.3%	7.5%	0.5%	3.9%	0.8%	8.6%	4.6%
담배	1,012	988	1,091	1,232	1,106	1,104	1,206	1,246	1,154	3,906	4,417	4,711
(YoY)	13.2%	15.3%	10.2%	17.6%	9.3%	11.7%	10.6%	1.1%	4.3%	8.1%	13.1%	6.7%
국내	542	512	548	615	534	516	568	579	555	2,208	2,210	2,218
(YoY)	-0.7%	-0.2%	-3.1%	4.7%	-1.4%	0.8%	3.6%	-5.9%	3.9%	0.5%	0.1%	0.4%
NGP	135	139	140	168	157	154	168	170	169	559	604	661
궤련	407	374	408	447	377	362	400	409	386	1,649	1,606	1,557
해외	461	470	525	635	562	582	621	686	589	1,675	2,192	2,477
NGP	82	21	56	111	110	80	80	80	80	225	297	320
궤련	380	449	469	524	452	502	541	606	509	1,450	1,895	2,157
(YoY)	35.2%	53.9%	30.6%	24.9%	19.2%	11.7%	15.4%	15.5%	12.5%	28.0%	30.7%	13.9%
매출 증감률												
국내 NGP	2.5%	6.5%	2.0%	7.5%	16.2%	11.1%	20.1%	1.0%	7.9%	7.6%	8.0%	9.5%
국내 궤련	-1.7%	-2.4%	-4.8%	3.6%	-7.2%	-3.1%	-2.1%	-8.5%	2.3%	-1.7%	-2.6%	-3.1%
해외 궤련	35.2%	53.9%	30.6%	24.9%	19.2%	11.7%	15.4%	15.5%	12.5%	28.0%	30.7%	13.9%
판매량 증감률												
국내 NGP	6.8%	7.0%	0.0%	11.4%	3.7%	2.2%	18.9%	1.6%	13.5%	7.8%	5.6%	8.8%
국내 궤련	-3.4%	-4.8%	-5.1%	3.5%	-6.4%	-0.8%	-2.3%	-8.5%	2.3%	-2.9%	-3.1%	-2.6%
해외 궤련	21.4%	22.8%	9.2%	12.9%	9.2%	7.1%	7.1%	7.2%	7.0%	10.4%	13.2%	7.1%
원/달러	1,395	1,451	1,404	1,385	1,420	1,440	1,440	1,440	1,440	1,364	1,414	1,440
건기식	322	314	221	360	282	307	220	355	294	1,302	1,177	1,177
(YoY)	-4.0%	1.9%	-16.8%	-11.3%	-12.4%	-2.2%	-0.1%	-1.3%	4.3%	-6.6%	-9.6%	0.0%
국내	189	247	162	305	175	235	157	296	179	925	889	866
해외	134	67	59	55	107	73	64	60	115	377	288	311
부동산	137	100	144	146	73	100	144	146	73	361	463	463
영업이익	213	286	350	465	238	337	376	458	281	1,189	1,339	1,452
(YoY)	7.3%	20.7%	8.7%	11.4%	12.1%	18.0%	7.5%	-1.6%	17.9%	1.8%	12.6%	8.4%
(OPM)	13.7%	19.2%	22.6%	25.5%	15.3%	21.1%	22.6%	24.9%	17.4%	20.1%	20.9%	21.6%
담배	224	253	322	372	235	309	359	385	268	1,080	1,181	1,321
(OPM)	22.1%	25.6%	29.5%	30.2%	21.2%	28.0%	29.8%	30.9%	23.2%	27.6%	26.8%	28.1%
건기식	6	18	6	72	-3	16	6	64	3	96	93	89
(OPM)	1.7%	5.8%	2.8%	19.9%	-1.0%	5.3%	2.5%	17.9%	1.0%	7.4%	7.9%	7.5%
부동산	-23	10	18	21	4	8	8	8	8	-5	53	30
기타	2	4	4	1	2	4	4	1	2	11	12	12
세전이익	447	337	189	544	285	365	404	486	309	1,566	1,356	1,564
순이익	325	258	144	419	212	270	299	360	229	1,165	1,032	1,157
(지배)순이익	325	256	143	419	212	270	299	360	229	1,166	1,030	1,157
(YoY)	176.8%	-10.7%	-54.2%	73.8%	-34.9%	5.7%	108.7%	-14.2%	8.0%	29.1%	-11.7%	12.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 삼양식품/농심

삼양식품의 3분기 연결기준 영업이익은 1,309억원(+50% YoY / +9% QoQ)으로 시장 기대치에 부합하였다. **연결기준 매출**은 6,320억원으로 QoQ +14% 증가하였다. 밀양 2공장 가동을 상승이 본격화되면서, 한국, 중국, 미국 매출이 각각 QoQ +7.5%, +46%, +18% 증가하였다. 특히, **중국법인(매출 1,838억원)**은 간식점 채널 비중과 2선 도시 커버리지율이 확대되면서, 매출이 크게 성장하였다. **미국법인(매출 1,551억원)**은 달러기준 매출이 QoQ +20% 증가하였으나, **유럽법인(매출 518억원)**은 수출 거래선 정비 영향으로 유로기준 매출이 전분기와 유사한 모습을 보였다. 연결기준 영업이익률은 20.7%로 QoQ -1%p 하락하였다. 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과와 광고선전비 축소(-60억원 QoQ)로 판관비율은 전분기 대비 개선되었으나, 관세 부담 증가로 매출총이익률이 전분기 대비 크게 하락하였기 때문이다.

4분기 연결기준 매출액은 6,536억원(+36.5% YoY / +3% QoQ), 영업이익은 1,416억원(+61.5% YoY / +8% QoQ)으로 전망한다(OPM 21.7%). 예년 보다 낮은 중국 춘절 영향으로 QoQ 매출 증가율은 다소 둔화되었으나, 불닭볶음면의 중국과 미국 시장 내 수요 호조와 미국법인의 가격 인상 효과에 힘입어, 전사 수익성이 전분기 대비 개선될 전망이다. **내년 1분기**에는 위와 같은 수요 호조 외에도 중국 춘절 물량 반영, 미국 코스트코 입점을 확대, 유럽법인 수출 정상화 등에 힘입어, 전사 실적 개선 모멘텀이 더욱 강화될 전망이다.

농심의 3분기 연결기준 영업이익은 544억원(+45% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 주력 제품 가격 인상과 스낵 신제품 효과로 인해, 국내법인의 수익성과 스낵 매출액이 당사 기대치를 상회하였기 때문이다. **국내**는 가격 인상, 영업일 수 증가, 신제품 효과 등에 힘입어, 면류와 스낵 매출이 각각 YoY +5%, 9% 증가하였고, 가격 인상 효과가 더해지면서 영업이익률이 전년동기 대비 4%p 개선되었다. **해외**는 유럽법인 신규 설립 영향으로 매출이 YoY +14% 증가하였으나, 가격인상 이후 북미법인의 판매량 부진과 판촉비 증가가 더해지면서, 영업이익률이 전년동기 대비 -2.7%p 하락하였다.

4분기 연결기준 매출액은 8,885억원(+4% YoY), 영업이익은 529억원(+159% YoY)으로 전망된다(OPM 6.0%). 국내는 영업일 수 감소 영향으로 면류와 스낵의 매출 증가율이 둔화될 것으로 전망되나, **해외는 "케이팝 데몬 헌터스" 협업 효과가 본격적으로 반영되면서, 북미법인을 중심으로 매출 성장률이 3분기 대비 개선될 것으로** 전망된다. 동사는 미국에서 "케데헌" 콜라보 제품을 2종에서 8종으로 확대하고, 9월말에 짜파게티 사각용기 제품을 출시하였다. 특히, 10월부터 신라면 브랜드가 강한 성장세를 보이고 있기 때문에, 4분기 북미법인 매출과 영업이익은 3분기 대비 반등할 것으로 기대된다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	478.9	529.0	553.1	632.0	653.6	709.5	712.9	737.5	775.3	1,728.0	2,367.7	2,935.2
(YoY)	46.6%	37.1%	30.3%	44.0%	36.5%	34.1%	28.9%	16.7%	18.6%	44.9%	37.0%	24.0%
국내	105.0	105.0	112.9	121.5	119.9	115.8	118.7	122.3	124.1	392.1	459.3	480.9
(YoY)	0.0%	8.5%	22.3%	23.8%	14.2%	10.2%	5.1%	0.7%	3.5%	2.2%	17.1%	4.7%
해외	373.9	424.0	440.2	510.5	533.7	593.7	594.2	615.2	651.2	1,335.9	1,908.4	2,454.3
(YoY)	68.6%	46.7%	32.5%	49.8%	42.7%	40.0%	35.0%	20.5%	22.0%	65.1%	42.9%	28.6%
매출총이익	176.1	244.9	255.5	261.2	278.0	309.0	311.0	326.3	347.2	723.2	1,039.6	1,293.4
(GPM)	36.8%	46.3%	46.2%	41.3%	42.5%	43.6%	43.6%	44.2%	44.8%	41.9%	43.9%	44.1%
판매비	88.4	110.9	135.4	130.3	136.4	137.8	152.0	153.8	160.7	378.6	513.1	604.2
(판매비용)	18.5%	21.0%	24.5%	20.6%	20.9%	19.4%	21.3%	20.9%	20.7%	21.9%	21.7%	20.6%
영업이익	87.7	134.0	120.1	130.9	141.6	171.2	158.9	172.5	186.5	344.6	526.6	689.2
(YoY)	142.4%	67.2%	34.2%	49.9%	61.5%	27.8%	32.4%	31.8%	31.7%	133.6%	52.8%	30.9%
(OPM)	18.3%	25.3%	21.7%	20.7%	21.7%	24.1%	22.3%	23.4%	24.1%	19.9%	22.2%	23.5%
세전이익	95.7	135.0	104.9	138.0	142.0	173.9	161.6	175.2	189.2	351.6	519.9	700.0
순이익	75.7	99.0	84.1	110.0	107.7	131.8	122.5	132.8	143.4	271.3	400.7	530.6
(지배)순이익	76.1	99.1	84.5	110.2	107.7	131.8	122.5	132.8	143.4	272.0	401.5	530.6
(YoY)	142.9%	49.0%	19.8%	87.2%	41.5%	33.0%	44.9%	20.5%	33.2%	115.4%	47.6%	32.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	855.1	893.0	867.7	871.2	888.5	922.6	904.1	896.6	925.1	3,438.7	3,520.4	3,648.3
(YoY)	-0.2%	2.3%	0.8%	2.4%	3.9%	3.3%	4.2%	2.9%	4.1%	0.8%	2.4%	3.6%
국내	611.3	638.9	616.1	605.1	591.6	618.6	613.8	601.3	610.7	2,479.2	2,451.6	2,444.5
(YoY)	-1.1%	2.1%	-1.4%	-2.0%	-3.2%	-3.2%	-0.4%	-2.0%	3.2%	2.0%	-1.1%	-0.3%
면류	413.1	413.5	406.7	408.7	427.7	434.1	408.7	406.7	434.1	1,590.5	1,656.6	1,683.6
(YoY)	1.3%	5.2%	3.0%	5.0%	3.5%	5.0%	0.5%	-0.5%	1.5%	1.8%	4.2%	1.6%
스낵	98.9	101.5	111.6	113.6	101.9	106.6	114.9	111.3	105.9	424.4	428.6	438.8
음료	38.5	34.4	49.3	53.4	34.7	34.4	49.3	53.4	34.7	204.5	171.8	171.8
수출/상품/기타	195.6	230.3	215.5	184.3	182.8	199.7	198.9	188.0	196.2	823.5	812.9	782.8
차이	-134.8	-140.8	-167.0	-154.9	-155.4	-156.2	-158.0	-158.1	-160.1	-563.7	-618.2	-632.4
해외	243.7	254.2	251.7	266.1	296.9	303.9	290.2	295.3	314.3	959.5	1,068.8	1,203.8
(YoY)	2.2%	2.9%	6.6%	14.3%	21.9%	19.6%	15.3%	11.0%	5.9%	-2.1%	11.4%	12.6%
북미	159.0	162.5	143.2	142.6	172.6	177.6	153.8	155.3	176.3	623.2	620.9	662.9
(YoY)	3.5%	0.9%	-4.6%	-6.7%	8.6%	9.3%	7.4%	8.9%	2.1%	-1.9%	-0.4%	6.8%
중국	38.4	45.4	42.0	44.0	41.8	45.4	43.1	45.3	42.6	160.5	173.3	176.4
일본	29.9	28.2	37.4	32.9	35.9	30.8	38.7	35.2	38.7	106.4	134.4	143.5
호주	13.0	14.1	16.0	18.6	14.4	15.7	18.1	20.8	15.9	56.0	63.2	70.4
유럽			9.2	23.7	28.0	30.0	32.0	34.0	36.0		60.9	132.0
베트남	3.3	3.9	3.8	4.1	4.3	4.4	4.6	4.7	4.9	13.4	16.0	18.6
영업이익	20.4	56.1	40.2	54.4	52.9	68.0	45.7	55.4	53.5	163.1	203.5	222.6
(YoY)	-47.6%	-8.7%	-8.1%	44.6%	159.4%	21.3%	13.9%	1.9%	1.0%	-23.1%	24.8%	9.4%
(OPM)	2.4%	6.3%	4.6%	6.2%	6.0%	7.4%	5.1%	6.2%	5.8%	4.7%	5.8%	6.1%
국내	10.1	37.9	29.7	41.3	37.6	45.4	34.5	40.2	38.7	81.4	146.4	158.7
(OPM)	1.6%	5.9%	4.8%	6.8%	6.4%	7.3%	5.6%	6.7%	6.3%	3.3%	6.0%	6.5%
해외	7.6	15.1	11.7	11.9	12.6	19.6	12.4	14.0	12.1	72.3	51.3	58.1
(OPM)	3.1%	5.9%	4.6%	4.5%	4.3%	6.4%	4.3%	4.7%	3.9%	7.5%	4.8%	4.8%
북미	5.7	7.6	6.7	4.9	9.9	11.6	6.9	6.5	9.1	50.3	29.1	34.1
(OPM)	3.6%	4.7%	4.7%	3.4%	5.8%	6.5%	4.5%	4.2%	5.2%	8.1%	4.7%	5.1%
중국	0.5	6.0	2.0	3.6	0.2	5.5	2.1	3.7	0.2	15.1	11.7	11.4
(OPM)	1.4%	13.1%	4.8%	8.1%	0.4%	12.1%	4.8%	8.1%	0.4%	9.4%	6.8%	6.5%
기타	1.4	1.6	3.0	3.5	2.5	2.5	3.5	3.9	2.8	7.0	10.5	12.6
연결조정	2.7	3.1	-1.2	1.2	2.7	3.1	-1.2	1.2	2.7	9.3	5.8	5.8
세전이익	37.1	68.5	47.8	61.0	69.5	79.2	56.9	66.6	64.6	217.8	246.8	267.3
순이익	24.7	52.2	36.4	50.6	52.9	60.0	43.1	50.5	49.0	157.6	192.1	202.6
(지배)순이익	24.7	52.2	36.5	50.6	52.9	60.0	43.1	50.5	49.0	157.3	192.2	202.6
(YoY)	9.9%	-2.1%	-14.8%	38.9%	113.7%	15.0%	18.2%	-0.4%	-7.3%	-8.5%	22.2%	5.4%
현지 통화 기준												
매출 성장률												
북미	-1.9%	-7.7%	-6.9%	-8.5%	6.6%	9.4%	4.0%	4.0%	0.0%	-6.0%	-4.1%	4.3%
중국	-18.6%	-11.5%	-0.4%	28.8%	8.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-17.2%	4.3%	2.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 오리온/롯데월드

오리온의 3분기 연결기준 영업이익은 1,379억원으로 전년동기와 유사한 실적을 기록하였다. 중국/러시아 법인의 실적 개선에도 불구하고, 한국/베트남 법인의 영업이익이 전년동기 대비 감소하였기 때문이다. **중국**은 간식점 채널 성장과 시장비 집행 둔화로 매출과 수익성 모두 양호한 모습을 보였고, **러시아**는 원가 상승 부담을 구조적인 판매량 성장세로 극복하며 영업이익이 크게 증가하였다. **한국**은 다이소, 무인점포 채널 중심으로 판매량 성장세가 지속되었으나, 참봉어빵 회수 관련 일회성 비용 반영으로 수익성이 하락하였고, **베트남**은 지속적인 신제품 출시 불구, 스낵 중심의 판촉 경쟁 심화로 매출과 수익성이 모두 부진한 모습을 보였다.

4분기는 춘절 시점 차이에 따른 부정적 영향과 원재료 투입단가 상승 부담이 지속되면서, 전년동기 대비 영업이익이 개선되기 어려울 것으로 판단된다. 다만, 내년 1분기는 춘절 판매량 반영, 코코아 등 원재료 투입단가 안정화에 힘입어, 매출 성장률과 수익성이 모두 개선될 것으로 기대된다

롯데월드의 3분기 연결기준 영업이익은 693억원(-3% YoY)으로 당사 기대치에 부합하였다. 생산성 개선을 위한 일회성 비용(111억원)을 제외하면, 전사 영업이익은 전년동기 대비 소폭 증가한 것으로 추산되며, 작년 3분기부터 지속된 YoY 감익 트렌드에서 벗어난 것으로 판단된다.

국내는 매출이 YoY +6% 증가하였고, 일회성 비용 111억원을 제외하면 영업이익은 YoY +86억원 증가하였다. 1) 민생회복 소비쿠폰 지급 영향으로 빙과 중심으로 매출 증가세가 양호하였고, 2) 주력 제품 가격 인상을 통해, 원가 상승 분을 방어했기 때문이다. **해외**는 매출이 YoY +12% 증가하였으나, 영업이익률이 YoY -2.5%p 하락하였다. 주요 국가의 가격 인상 불구, 코코아 등 원재료 투입단가 상승 부담이 컸고, 인도 푸네공장 증설에 따른 고정비 부담이 작용했기 때문이다.

동사는 글로벌 코코아 시세가 안정화되고, 주력 제품 가격 인상 효과가 더해지면서, 전사 수익성 개선이 본격화될 것으로 판단된다. 특히, 글로벌 코코아 시세는 글로벌 수요 감소 누적과 가나 정부의 수매단가 인상으로 고점 대비 절반 수준으로 하락한 상황이기 때문에, 내년에는 원가 절감 효과가 전사 이익 개선을 주도할 것으로 판단된다.

또한, 글로벌 시장에서는 빼빼로를 중심으로 롯데 브랜드를 지속 확대해 나가고 있다(매출 비중 23%). 국내외 빼빼로데이 집중 마케팅 활동을 이어가고, 빙과에서는 돼지바/수박바/쥬스바 등의 제품을 건과에서는 쌀로칩/꼬깔콘 등의 제품을 글로벌 시장에 출시하고 있다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	861.8	801.8	777.2	828.9	879.6	878.2	854.3	910.7	970.7	3,104.3	3,287.4	3,613.9
(YoY)	12.2%	7.1%	8.1%	7.0%	2.1%	9.5%	9.9%	9.9%	10.4%	6.6%	5.9%	9.9%
한국	277.1	282.4	291.3	282.6	291.2	296.0	305.4	295.8	305.6	1,097.6	1,147.6	1,202.9
(YoY)	0.2%	4.0%	4.9%	4.3%	5.1%	4.8%	4.8%	4.7%	4.9%	2.6%	4.6%	4.8%
중국	345.6	328.2	304.8	337.3	330.3	364.9	338.3	375.2	371.5	1,270.1	1,300.6	1,449.9
(YoY)	20.1%	7.1%	3.0%	4.7%	-4.4%	11.2%	11.0%	11.2%	12.5%	7.7%	2.4%	11.5%
베트남	176.2	128.3	102.6	120.5	162.6	129.7	110.5	131.8	177.2	514.5	514.0	549.2
(YoY)	12.3%	8.5%	4.3%	-1.0%	-7.7%	1.1%	7.7%	9.3%	9.0%	8.2%	-0.1%	6.8%
러시아	69.0	67.2	80.8	89.6	98.4	89.3	99.1	108.7	118.9	230.5	336.0	416.1
(YoY)	32.6%	33.0%	64.5%	44.7%	42.6%	32.9%	22.7%	21.4%	20.9%	15.1%	45.8%	23.9%
기타 및 조정	-6.1	-4.3	-2.4	-1.2	-2.9	-1.7	0.9	-0.9	-2.6	-8.3	-10.8	-4.3
영업이익	159.7	131.4	121.5	137.9	153.3	158.9	140.5	159.1	171.9	543.6	544.0	630.5
(YoY)	13.8%	5.0%	-0.2%	0.6%	-4.0%	21.0%	15.7%	15.4%	12.1%	10.4%	0.1%	15.9%
(OPM)	18.5%	16.4%	15.6%	16.6%	17.4%	18.1%	16.5%	17.5%	17.7%	17.5%	16.5%	17.4%
한국	43.9	46.3	48.5	42.1	49.6	51.2	53.7	48.9	53.0	178.5	186.5	206.8
(OPM)	15.8%	16.4%	16.7%	14.9%	17.0%	17.3%	17.6%	16.5%	17.3%	16.3%	16.3%	17.2%
중국	70.3	56.0	52.3	67.0	63.5	73.6	59.9	74.7	73.1	243.9	238.7	281.4
(OPM)	20.3%	17.1%	17.1%	19.8%	19.2%	20.2%	17.7%	19.9%	19.7%	19.2%	18.4%	19.4%
베트남	41.5	21.2	14.4	21.3	34.8	23.1	16.5	24.0	37.3	100.1	91.7	100.8
(OPM)	23.6%	16.5%	14.0%	17.6%	21.4%	17.8%	14.9%	18.2%	21.0%	19.5%	17.8%	18.4%
러시아	13.2	8.6	9.7	11.7	14.6	11.7	13.9	15.7	17.7	36.9	44.6	59.0
(OPM)	19.1%	12.8%	12.0%	13.1%	14.8%	13.1%	14.0%	14.4%	14.9%	16.0%	13.3%	14.2%
기타 및 조정	-9.2	-0.7	-3.4	-4.2	-9.2	-0.7	-3.4	-4.2	-9.2	-15.9	-17.5	-17.5
세전이익	310.4	145.0	103.5	144.2	168.7	166.2	147.9	166.5	179.2	692.2	561.3	659.7
순이익	254.7	106.1	71.7	105.0	123.2	120.0	106.9	120.4	130.8	533.2	406.0	478.1
(자배)순이익	253.1	104.3	69.8	102.7	121.0	117.5	104.7	117.8	128.3	524.6	397.8	468.3
(YoY)	126.0%	11.2%	-10.4%	3.0%	-52.2%	12.6%	50.0%	14.8%	6.0%	39.3%	-24.2%	17.7%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국	13.1%	-0.8%	0.4%	2.3%	-5.0%	8.0%	5.0%	5.0%	7.0%	4.8%	-0.8%	6.3%
베트남 내수	9.7%	1.3%	5.7%	4.7%	-2.0%	8.0%	5.0%	5.0%	7.0%	7.7%	1.8%	6.4%
러시아 내수	39.3%	25.7%	52.2%	36.8%	24.0%	24.0%	23.0%	23.0%	23.0%	19.4%	33.6%	23.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데유통 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	970.5	975.1	1,064.3	1,156.8	1,015.7	1,013.9	1,094.0	1,168.1	1,042.6	4,044.3	4,211.9	4,318.6
(YoY)	-0.9%	2.5%	1.9%	7.3%	4.7%	4.0%	2.8%	1.0%	2.6%	-0.5%	4.1%	2.5%
국내	749.7	757.4	832.0	934.2	772.3	780.3	846.6	933.9	784.1	3,230.2	3,295.8	3,344.9
(YoY)	-4.7%	-0.9%	-0.6%	6.2%	3.0%	3.0%	1.8%	0.0%	1.5%	-2.1%	2.0%	1.5%
건과	288.8	284.6	262.3	283.7	305.2	293.1	270.2	289.4	311.3	1,104.4	1,135.8	1,164.0
(YoY)	-3.8%	1.1%	0.4%	3.9%	5.7%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	1.6%	2.8%	2.5%
빙과	84.5	100.6	181.8	243.2	87.1	103.6	187.2	243.2	88.8	610.0	612.7	622.9
(YoY)	-9.2%	-5.6%	-7.5%	9.4%	3.0%	3.0%	3.0%	0.0%	2.0%	0.2%	0.4%	1.7%
유지	113.9	113.7	123.7	131.0	121.0	125.0	125.0	125.0	125.0	452.0	489.3	500.0
기타	262.5	258.5	264.2	276.3	259.0	258.5	264.2	276.3	259.0	1,063.7	1,058.0	1,058.0
해외	232.1	230.0	243.9	233.5	254.8	245.8	259.0	245.1	269.8	856.7	962.2	1,019.8
(YoY)	14.5%	16.6%	11.2%	12.2%	9.8%	6.9%	6.2%	5.0%	5.9%	7.0%	12.3%	6.0%
인도	60.7	80.2	104.3	73.8	64.3	84.8	114.7	80.4	69.8	290.5	322.6	349.7
(YoY)	11.4%	24.2%	8.9%	6.3%	5.9%	5.7%	10.0%	8.9%	8.6%	8.0%	11.0%	8.4%
건과	29.6	34.1	27.8	33.4	30.5	34.7	28.7	35.8	32.6	117.7	125.7	131.8
빙과	31.1	46.1	76.5	40.4	33.8	50.1	86.0	44.6	37.2	172.9	196.9	218.0
카자흐스탄	83.4	67.6	60.7	64.5	90.1	69.9	60.6	68.8	95.4	264.6	282.8	294.7
(YoY)	13.6%	1.9%	7.1%	10.8%	8.0%	3.5%	-0.2%	6.7%	5.9%	-1.9%	6.9%	4.2%
러시아	21.5	24.3	27.1	26.8	29.0	29.9	29.7	29.7	32.0	84.8	107.3	121.3
(YoY)	6.7%	22.3%	27.3%	20.8%	35.4%	23.0%	9.6%	10.7%	10.0%	9.2%	26.5%	13.0%
기타	66.6	57.8	51.8	68.4	71.4	61.2	54.0	66.3	72.6	216.8	249.5	254.1
기타 및 조정	-11.3	-12.2	-11.6	-10.9	-11.3	-12.2	-11.6	-10.9	-11.3	-42.7	-46.1	-46.1
영업이익	-19.6	16.4	34.3	69.3	20.5	34.8	56.8	83.9	21.7	157.1	140.5	197.2
(YoY)	적전	-56.1%	-45.8%	-8.9%	흑전	112.4%	65.4%	21.2%	5.8%	-11.3%	-10.6%	40.4%
(OPM)	-2.0%	1.7%	3.2%	6.0%	2.0%	3.4%	5.2%	7.2%	2.1%	3.9%	3.3%	4.6%
국내	-24.1	10.1	25.6	62.9	9.5	25.0	42.3	73.5	10.4	110.3	108.1	151.3
(OPM)	-3.2%	1.3%	3.1%	6.7%	1.2%	3.2%	5.0%	7.9%	1.3%	3.4%	3.3%	4.5%
해외	9.4	9.0	12.7	9.7	15.9	12.5	18.4	13.7	16.1	59.3	47.3	60.8
(OPM)	4.0%	3.9%	5.2%	4.2%	6.2%	5.1%	7.1%	5.6%	6.0%	6.9%	4.9%	6.0%
기타 및 조정	-4.9	-2.7	-4.0	-3.3	-4.9	-2.7	-4.0	-3.3	-4.9	-12.5	-14.9	-14.9
세전이익	-41.6	31.2	31.2	61.6	10.9	26.1	48.1	75.2	13.0	107.8	134.9	162.4
당기순이익	-25.0	22.7	15.7	49.9	8.2	19.8	36.4	57.0	9.9	82.0	96.6	123.1
지배주주순이익	-25.1	23.7	17.7	48.7	8.2	19.8	36.4	57.0	9.9	84.6	98.3	123.1
(YoY)	적지	10.0%	-58.1%	5.8%	흑전	-16.4%	106.4%	17.1%	20.0%	20.0%	16.1%	25.3%
현지 통화 기준 매출 성장률												
인도	7.1%	18.5%	9.1%	8.5%	10.0%	11.5%	13.4%	8.7%	8.6%	4.9%	11.3%	10.9%
건과	6.5%	7.3%	6.2%	8.0%	7.0%	7.3%	6.5%	7.0%	7.0%	10.5%	7.2%	7.0%
빙과	7.6%	28.3%	10.2%	9.0%	12.9%	14.6%	16.0%	10.2%	10.1%	1.4%	14.1%	13.4%
카자흐스탄	15.5%	5.7%	20.0%	21.8%	15.7%	13.2%	4.9%	6.0%	5.9%	-3.1%	15.5%	7.4%
러시아	9.0%	15.4%	10.9%	7.3%	9.2%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	13.7%	10.6%	10.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) CJ제일제당

CJ제일제당의 3분기 연결기준 영업이익은 3,465억원(-17% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다(대한통운 제외 기준 2,026억원). 바이오 부문을 중심으로 전 사업부의 수익성이 당시 기대치를 하회하였다. **식품** 매출은 전년동기 수준에 그쳤으나, 영업이익률은 YoY +0.2%p 개선되었다. 매출 성장 정체와 미주 원재료비 부담 확대 불구, 중국 비용 절감과 수익성이 부진한 대두 가공 규모 축소(국내 소재)에 따른 수익성 개선에 힘입어, 전년동기 대비 소폭 증익한 것으로 판단된다. **바이오** 매출은 QoQ -9% 감소하였고, 영업이익률은 2.2%를 시현하였다. 라이신/트립토판/SPC 시황 악화로 전분기 대비 이익 규모가 급감한 것으로 판단된다. **F&C** 매출은 YoY -2% 감소하였고, 영업이익률은 2.1%를 시현하였다. 베트남 돈가 하락으로 인해, 전분기 대비 수익성이 하락한 것으로 판단된다.

동사는 4Q25 실적 가이던스로 매출 YoY Low single digit 증가, 영업이익률 3% 수준을 제시하였다(대한통운 제외 기준). 추석 시점 차이에 따른 긍정적 영향에도 불구하고, 식품 부문의 수익성이 당시 기대치 대비 부진하였고, 바이오 부문은 주요 아미노산의 시황 부진이 예상 보다 장기화될 것으로 판단된다. 특히, 그 동안 상대적으로 수익성이 높았던 트립토판은 중국 경쟁사들의 공급 물량 증가에 대응하기 위해, 전략적 판가 관리와 시장 점유율 경쟁이 불가피한 상황이다. 따라서, **트립토판의 판가 정상화가 이뤄지기 전까지는 바이오 부문의 수익성이 급격하게 개선되기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.**

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	7,490	7,208	7,237	7,440	7,007	6,801	6,802	7,119	7,242	29,359	28,892	27,964
(YoY)	2.8%	-0.1%	0.0%	0.3%	-6.5%	-5.7%	-6.0%	-4.3%	3.4%	1.2%	-1.6%	-3.2%
대통제외	4,475	4,363	4,322	4,533	3,887	3,838	3,769	4,093	3,994	17,871	17,104	15,694
(YoY)	2.0%	-1.8%	-0.2%	-1.9%	-13.1%	-12.0%	-12.8%	-9.7%	2.8%	-0.1%	-4.3%	-8.2%
식품	2,844	2,925	2,687	2,984	2,872	2,984	2,781	3,067	2,947	11,353	11,468	11,778
(YoY)	2.8%	3.3%	-0.7%	0.4%	1.0%	2.0%	3.5%	2.8%	2.6%	0.8%	1.0%	2.7%
국내	1,366	1,437	1,319	1,529	1,310	1,438	1,317	1,519	1,320	5,772	5,594	5,594
가공	929	998	841	1,041	904	1,008	849	1,041	922	3,873	3,783	3,819
소재	437	439	478	488	406	430	468	478	398	1,899	1,811	1,775
해외	1,479	1,488	1,369	1,455	1,562	1,546	1,464	1,548	1,627	5,581	5,875	6,184
미주	1,249	1,247	1,112	1,209	1,310	1,281	1,181	1,276	1,349	4,714	4,878	5,088
(YoY)	6.3%	6.1%	-0.3%	2.9%	4.9%	2.7%	6.2%	5.6%	3.0%	7.6%	3.5%	4.3%
(USD YoY)	0.8%	-2.9%	-2.6%	0.9%	3.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.1%	-0.3%	4.0%
미주 외	229	241	257	247	252	265	282	271	277	868	997	1,097
바이오	1,062	895	1,080	979	1,015	854	988	1,026	1,048	4,210	3,969	3,916
(YoY)	2.3%	-12.4%	2.2%	-8.4%	-4.5%	-4.6%	-8.5%	4.8%	3.3%	1.8%	-5.7%	-1.3%
F&C	569	543	555	569						2,309	1,667	
대한통운	3,160	2,993	3,048	3,067	3,265	3,109	3,167	3,186	3,393	12,117	12,373	12,856
기타 및 조정	-145	-147	-134	-160	-145	-147	-134	-160	-145	-629	-585	-585
영업이익	381	333	353	347	293	265	267	370	358	1,553	1,326	1,259
(YoY)	27.8%	-11.4%	-7.0%	-16.7%	-23.2%	-20.5%	-24.4%	6.8%	22.1%	20.2%	-14.6%	-5.0%
(OPM)	5.1%	4.6%	4.9%	4.7%	4.2%	3.9%	3.9%	5.2%	4.9%	5.3%	4.6%	4.5%
대통제외	215	242	235	203	133	164	136	210	181	1,020	813	692
(OPM)	4.8%	5.6%	5.4%	4.5%	3.4%	4.3%	3.6%	5.1%	4.5%	5.7%	4.8%	4.4%
식품	138	129	90	169	110	137	97	156	119	620	497	509
(OPM)	4.9%	4.4%	3.4%	5.6%	3.8%	4.6%	3.5%	5.1%	4.0%	5.5%	4.3%	4.3%
바이오	54	79	102	22	23	27	40	54	62	325	226	183
(OPM)	5.1%	8.8%	9.5%	2.2%	2.3%	3.2%	4.0%	5.3%	5.9%	7.7%	5.7%	4.7%
F&C	23	35	43	12						75	90	
대한통운	154	85	115	148	153	95	128	164	170	531	502	556
기타 및 조정	12	6	3	-4	7	6	3	-4	7	3	11	11
세전이익	-70	182	238	197	179	146	147	251	238	611	796	782
순이익	-149	57	209	119	131	107	108	183	174	362	517	571
(지배)순이익	-197	18	163	73	67	70	57	115	102	148	320	343
(YoY)	적전	-80.8%	72.5%	-54.2%	흑전	296.6%	-65.1%	57.1%	51.3%	-61.6%	116.3%	7.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) CJ프레시웨이/롯데칠성/하이트진로

CJ프레시웨이의 3분기 연결기준 영업이익은 336억원(+19% YoY)로 시장 컨센서스에 부합하였다. **식자재유통** 매출은 YoY +5% 증가하였다. 온라인 경로 매출 성장세가 둔화되었으나, 소비심리 회복에 따른 외식 경기 회복에 힘입어, 매출 성장세가 지속되었다. **급식사업** 매출은 YoY +13% 증가하였다. 병원/레저 경로의 푸드서비스 매출 약세에도 불구하고, 영업일 수 증가 및 인천공항 컨디션 수주 효과 등에 힘입어, 매출 성장률이 전분기 대비 개선되었다.

4분기는 영업일 수 감소 영향이 있지만, 소비심리 호조가 지속되고 있어서 외식 경로 매출 흐름이 양호할 것으로 기대된다. 게다가, 9월부터 대형병원 전공의들이 업무에 복귀하고 있어서, 병원 경로 매출도 점차 회복할 것으로 기대된다.

롯데칠성의 3분기 연결기준 영업이익은 918억원(+17% YoY)으로 낮아진 시장 기대치를 소폭 상회하였다. 해외 사업 실적 개선, 명절 시점 차이에 따른 내수 선출고, 주류 판촉비 절감 효과 등에 힘입어, 시장 기대치를 상회한 것으로 판단된다. **별도 음료 매출**은 전년동기 수준에 그쳤다. 제로음료와 에너지 매출이 두 자릿수 성장세를 이어갔으나, 주스를 비롯한 나머지 카테고리는 대체로 매출이 역성장 하였기 때문이다. **별도 주류 매출**은 YoY -5% 감소하였다. 소주 매출 증가, 명절 물량 선출고 영향 불구(청주), 주류 시장 부진과 레귤러 맥주 부진 영향으로 부진한 매출을 시현하였다. 다만, 위와 같은 매출 부진에도 불구하고, 음료와 주류 모두 판관비를 절감하면서, **별도 영업이익률**은 전년동기 대비 개선된 것으로 판단된다. **글로벌 사업**은 파키스탄 원재료 단가 상승 부담 불구(-18억원 YoY), 필리핀 수익성 개선(+47억원 YoY)과 미얀마 매출 증가 영향(+5억원 YoY)으로 3개국 합산 영업이익이 YoY +30억원 증가하였다.

동사는 25년 연간 가이드선로 연결기준 매출 4.03조원, 영업이익 1,850억원을 제시하면서, 4Q25 연결기준 영업이익을 60억원 내외로 전망하였다. 특히, 올해 별도기준 매출과 영업이익은 모두 전년동기 대비 감소하는 것으로 전망하였다(매출 -4%, 영업이익 -16.5% YoY). 3분기 명절 선출고 영향에 따른 4분기 부정적 영향, 연말 주류 사업 판촉비 집행과 고정비 증가 가능성을 감안하여, 보수적인 실적 가이드선을 제시한 것으로 판단된다. 하지만, **전반적인 내수 소비심리 회복에도 불구하고, 국내 음료와 주류 시장은 여전히 부진한 흐름으로 판단**된다. 두 카테고리 모두 가격 인상 이후 소비자 저항이 강해지고 있고, 주류는 음주 문화 변화에 따른 소비 감소 영향이 지속되고 있기 때문이다. 다만, 글로벌 사업은 매출 비중이 큰 필리핀 법인의 수익성이 구조적으로 개선되고 있어서, 내년에도 글로벌 사업 중심의 실적 개선은 가능할 것으로 전망된다.

하이트진로의 3분기 연결기준 영업이익은 544억원(-22.5% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 명절 시점 차이에 따른 선출고 영향 및 광고선전비 절감에도 불구하고, 주류 소비 트렌드 변화에 따른 맥주 수요 감소로 인해, 전반적으로 부진한 실적을 시현하였다.

내수 소비경기 회복에도 불구하고, 주류 수요는 소비 트렌드 변화 영향으로 여전히 부진한 상황이다. 동사는 판촉비 절감과 수출 확대를 통해, 이익 감소를 방어할 계획이나, 맥주 판매량 감소에 따른 영향을 상쇄할 수 있을지는 지켜볼 필요가 있다.

CI프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	850.2	798.6	883.3	901.2	896.6	855.0	962.3	992.3	1,021.5	3,224.8	3,479.8	3,831.0
(YoY)	7.9%	9.2%	8.9%	8.3%	5.5%	7.1%	8.9%	10.1%	13.9%	4.9%	7.9%	10.1%
식자재유통	389.7	379.9	393.1	390.4	398.6	391.9	420.0	442.4	467.0	1,464.8	1,562.0	1,721.3
(YoY)	10.8%	11.5%	8.3%	5.1%	2.3%	3.2%	6.9%	13.3%	17.1%	1.9%	6.6%	10.2%
외식식자재	295.0	280.9	291.3	282.0	293.5	287.9	313.1	328.5	356.6	1,119.8	1,147.7	1,286.2
식품 원료	94.7	99.0	101.8	108.4	105.1	104.0	106.9	113.8	110.4	345.0	414.3	435.0
급식사업	449.2	412.4	484.0	504.0	491.5	456.7	536.0	543.2	548.0	1,706.5	1,891.9	2,083.9
(YoY)	6.4%	9.4%	11.4%	13.0%	9.4%	10.8%	10.7%	7.8%	11.5%	8.4%	10.9%	10.2%
급식식자재	257.6	228.5	266.4	276.6	288.5	246.8	287.7	298.7	311.6	928.3	1,060.0	1,144.8
단체급식	191.6	183.9	217.6	227.4	203.0	210.0	248.3	244.5	236.4	778.2	831.9	939.1
기타	11.3	6.3	6.2	6.8	6.5	6.3	6.2	6.8	6.5	53.5	25.8	25.8
매출총이익	152.9	138.0	163.9	168.9	162.0	147.4	180.3	181.4	179.9	600.4	632.8	689.0
(GPM)	18.0%	17.3%	18.6%	18.7%	18.1%	17.2%	18.7%	18.3%	17.6%	18.6%	18.2%	18.0%
판매비	127.8	127.4	136.5	135.3	135.5	135.5	145.6	149.0	150.7	506.3	534.6	580.8
(판매비율)	15.0%	15.9%	15.5%	15.0%	15.1%	15.9%	15.1%	15.0%	14.8%	15.7%	15.4%	15.2%
영업이익	25.2	10.6	27.4	33.6	26.5	11.8	34.7	32.4	29.2	94.0	98.2	108.1
(YoY)	3.4%	0.8%	-8.9%	19.3%	5.3%	11.4%	26.5%	-3.6%	10.0%	-5.3%	4.4%	10.1%
(OPM)	3.0%	1.3%	3.1%	3.7%	3.0%	1.4%	3.6%	3.3%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%
세전이익	20.1	1.6	20.0	27.6	17.9	4.6	27.5	25.2	21.9	41.8	67.1	79.2
순이익	18.0	1.6	15.0	23.3	13.5	3.5	20.8	19.1	16.6	27.4	53.3	60.0
(자배)순이익	17.3	1.6	15.0	23.3	12.5	2.5	19.8	18.1	15.6	25.9	52.3	56.0
(YoY)	60.9%	20.3%	-5.7%	흑전	-27.9%	55.6%	32.3%	-22.2%	25.2%	-52.4%	101.8%	7.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	923.3	910.3	1,087.3	1,079.2	947.9	946.5	1,103.2	1,103.5	962.7	4,024.5	4,024.8	4,116.0
(YoY)	0.5%	-2.8%	-1.1%	1.3%	2.7%	4.0%	1.5%	2.3%	1.6%	24.8%	0.0%	2.3%
별도기준	593.6	601.1	681.0	731.8	594.9	614.6	693.1	739.5	587.6	2,723.0	2,608.8	2,634.8
(YoY)	-4.5%	-7.0%	-8.0%	-1.5%	0.2%	2.2%	1.8%	1.0%	-1.2%	-1.2%	-4.2%	1.0%
음료	401.4	408.2	491.9	538.4	407.0	417.6	503.4	550.7	400.9	1,909.7	1,845.6	1,872.6
(YoY)	-5.5%	-5.4%	-8.5%	-0.1%	1.4%	2.3%	2.3%	2.3%	-1.5%	-2.2%	-3.4%	1.5%
주류	192.2	192.9	189.1	193.3	187.9	197.0	189.7	188.7	186.7	813.4	763.2	762.2
(YoY)	-2.4%	-10.2%	-6.5%	-5.3%	-2.3%	2.1%	0.3%	-2.4%	-0.6%	1.2%	-6.2%	-0.1%
연결-별도	329.7	309.2	406.3	347.4	353.0	331.9	410.2	364.1	375.1	1,301.5	1,415.9	1,481.2
펄시필리핀	260.0	254.2	303.4	247.8	267.6	258.0	309.2	259.4	280.9	1,029.5	1,073.0	1,107.5
영업이익	9.2	25.0	62.4	91.8	6.5	37.9	62.3	96.6	10.3	184.9	185.7	207.1
(YoY)	15.6%	-31.9%	3.5%	16.6%	-29.7%	51.3%	0.0%	5.2%	59.7%	-12.2%	0.4%	11.5%
(OPM)	1.0%	2.7%	5.7%	8.5%	0.7%	4.0%	5.6%	8.8%	1.1%	4.6%	4.6%	5.0%
별도기준	1.1	27.2	26.6	69.0	-4.3	29.9	28.3	68.9	-5.1	138.8	118.5	122.2
(YoY)	-91.4%	-25.6%	-31.1%	10.3%	적전	9.9%	6.7%	-0.1%	적지	-29.0%	-14.7%	3.1%
(OPM)	0.2%	4.5%	3.9%	9.4%	-0.7%	4.9%	4.1%	9.3%	-0.9%	5.1%	4.5%	4.6%
음료	-8.0	13.0	23.7	55.1	-5.7	15.1	25.2	57.9	-8.0	104.1	86.1	90.2
(OPM)	-2.0%	3.2%	4.8%	10.2%	-1.4%	3.6%	5.0%	10.5%	-2.0%	5.5%	4.7%	4.8%
주류	9.1	14.2	2.9	13.9	1.4	14.8	3.2	11.1	2.9	34.7	32.4	31.9
(OPM)	4.7%	7.4%	1.5%	7.2%	0.7%	7.5%	1.7%	5.9%	1.6%	4.3%	4.2%	4.2%
연결-별도	8.1	-2.2	35.8	22.8	10.8	7.9	34.0	27.6	15.4	46.1	67.2	84.9
세전이익	-23.0	10.7	37.2	79.8	-13.7	20.8	46.0	79.5	-9.0	96.5	113.9	137.3
순이익	-21.7	5.4	27.7	62.0	-10.1	15.2	33.6	58.1	-6.6	60.0	85.1	100.2
(자배)순이익	-21.6	7.0	24.8	59.4	-12.1	14.9	30.6	56.1	-11.3	59.1	79.1	90.2
(YoY)	적전	-60.1%	28.4%	35.7%	적지	111.8%	23.5%	-5.6%	적지	-64.4%	33.9%	14.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	627.1	612.8	646.6	669.5	596.6	610.4	640.9	662.5	609.1	2,599.2	2,525.4	2,522.8
(YoY)	1.0%	-1.3%	-2.8%	-2.4%	-4.9%	-0.4%	-0.9%	-1.1%	2.1%	3.1%	-2.8%	-0.1%
별도기준	569.0	546.2	573.8	599.0	538.5	543.8	568.1	591.9	551.0	2,329.0	2,257.5	2,254.9
(YoY)	1.1%	0.2%	-3.9%	-3.0%	-5.4%	-0.4%	-1.0%	-1.2%	2.3%	3.7%	-3.1%	-0.1%
맥주	179.1	171.8	206.6	225.1	161.5	168.3	191.8	222.5	165.0	819.5	765.1	747.6
(YoY)	-6.0%	-10.3%	1.2%	-8.0%	-9.8%	-2.0%	-7.2%	-1.2%	2.2%	0.3%	-6.6%	-2.3%
제품	154.8	150.0	182.9	197.2	139.5	145.7	167.1	193.5	142.1	721.7	669.7	648.4
(YoY)	-8.5%	-11.8%	2.1%	-9.3%	-9.9%	-2.9%	-8.6%	-1.9%	1.9%	-0.4%	-7.2%	-3.2%
상품/기타	24.3	21.8	23.7	27.9	22.0	22.7	24.7	29.0	22.9	97.8	95.4	99.2
소주	348.1	343.8	334.2	339.6	340.9	338.5	342.1	334.7	349.9	1,294.1	1,287.9	1,287.5
(YoY)	4.8%	4.1%	-4.9%	3.1%	-2.1%	-1.6%	2.3%	-1.4%	2.6%	5.6%	-0.5%	0.0%
기타	41.8	30.6	32.9	34.3	36.1	37.0	34.3	34.7	36.1	215.5	204.5	219.8
연결-별도	58.0	66.6	72.8	70.5	58.0	66.6	72.8	70.5	58.0	270.1	267.9	267.9
매출총이익	274.9	276.4	303.8	294.4	271.6	274.3	295.1	299.8	276.7	1,185.2	1,146.2	1,146.0
(GPM)	43.8%	45.1%	47.0%	44.0%	45.5%	44.9%	46.0%	45.3%	45.4%	45.6%	45.4%	45.4%
별도기준	249.7	245.1	266.8	263.5	240.8	243.1	258.2	268.9	246.0	1,060.0	1,016.3	1,016.1
(GPM)	43.9%	44.9%	46.5%	44.0%	44.7%	44.7%	45.4%	45.4%	44.6%	45.5%	45.0%	45.1%
연결-별도	25.2	31.3	36.9	30.9	30.7	31.3	36.9	30.9	30.7	125.3	129.9	129.9
판매비	253.6	213.7	239.3	240.0	247.2	220.1	237.7	244.4	250.0	977.1	940.2	952.3
(판매비율)	40.4%	34.9%	37.0%	35.8%	41.4%	36.1%	37.1%	36.9%	41.1%	37.6%	37.2%	37.7%
별도기준	220.5	185.0	207.3	210.1	214.2	191.4	205.7	214.4	217.0	858.5	816.5	828.5
(판매비율)	38.7%	33.9%	36.1%	35.1%	39.8%	35.2%	36.2%	36.2%	39.4%	36.9%	36.2%	36.7%
연결-별도	33.1	28.7	32.0	29.9	33.1	28.7	32.0	29.9	33.1	118.6	123.8	123.8
영업이익	21.3	62.7	64.5	54.4	24.3	54.2	57.4	55.4	26.7	208.1	205.9	193.7
(YoY)	-28.5%	29.7%	-5.5%	-22.5%	14.1%	-13.5%	-11.0%	1.9%	9.5%	68.0%	-1.1%	-5.9%
(OPM)	3.4%	10.2%	10.0%	8.1%	4.1%	8.9%	8.9%	8.4%	4.4%	8.0%	8.2%	7.7%
별도기준	29.2	60.2	59.6	53.4	26.7	51.7	52.5	54.5	29.0	201.5	199.8	187.6
(YoY)	1.8%	47.7%	-8.2%	-19.9%	-8.5%	-14.1%	-11.9%	2.0%	8.7%	97.9%	-0.8%	-6.1%
(OPM)	5.1%	11.0%	10.4%	8.9%	5.0%	9.5%	9.2%	9.2%	5.3%	8.7%	8.9%	8.3%
연결-별도	-7.8	2.6	4.9	1.0	-2.3	2.6	4.9	1.0	-2.3	6.6	6.1	6.1
세전이익	-22.8	51.6	44.7	46.3	14.6	42.2	45.4	43.5	14.7	126.9	157.3	145.7
순이익	-18.1	38.0	32.9	33.9	10.5	30.2	32.4	31.1	10.5	95.7	115.3	104.2
(자배)순이익	-18.1	38.0	33.1	34.0	10.5	30.2	32.4	31.1	10.5	95.9	115.6	104.2
(YoY)	적지	44.8%	-24.6%	-22.4%	흑전	-20.6%	-1.9%	-8.7%	0.3%	168.9%	20.6%	-9.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치



기업분석

신세계 (004170)	BUY(Maintain)/목표주가 300,000원(상향) 대형점 리뉴얼 효과 기대
현대백화점 (069960)	BUY(Maintain)/목표주가 130,000원(상향) 검증된 패션 명가
롯데쇼핑 (023530)	BUY(Maintain)/목표주가 100,000원(상향) 핵심은 국내 백화점 실적 개선
이마트 (139480)	BUY(Maintain)/목표주가 120,000원 시간은 이마트의 편
삼양식품 (003230)	BUY(Maintain)/목표주가 1,850,000원 3대 소비시장을 접수하는 불닭
KT&G (033780)	BUY(Maintain)/목표주가 180,000원 주주환원에 진심
오리온 (271560)	BUY(Maintain)/목표주가 150,000원 마진 회복과 중국 매출 반등



BUY(Maintain)

목표주가 300,000원 (상향)
주가(11/19) 225,500원

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

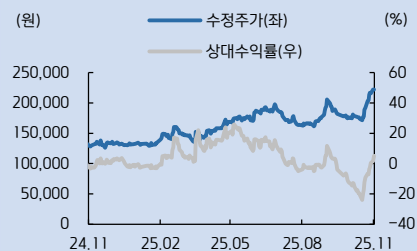
Stock Data

KOSPI (11/19)		3,929.51pt	
시가총액		21,750억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		225,500원	125,900원
최고/최저가 대비 등락		0.0%	79.1%
주가수익률		절대	상대
	1M	28.6%	22.7%
	6M	33.7%	-11.4%
	1Y	75.6%	10.5%

Company Data

발행주식수	9,645천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	15.3%
배당수익률(25E)	2.1%
BPS(25E)	440,810원
주요 주주	정유경 외 2 인
	29.2%

Price Trend



대형점 리뉴얼 효과 기대

>>> 백화점, 대형점 리뉴얼 효과 기대

신세계는 내수 소비경기 호조, 기업이익 증가와 자산가격 상승에 따른 낙수효과, 외국인 매출 고성장에 힘입어, 26년 백화점 기존점 매출이 +7% 이상 성장할 전망이다. 특히, 강남점, 명동 본점, 부산 센텀점이 리뉴얼 이후 순차 오픈하면서, 매출 회복과 고정비 부담 완화가 진행되고, 25년 대비 양질의 실적 개선이 가능할 것으로 전망된다.

>>> 면세점, 실적 가시성 개선 전망

26년 4월에 인천공항면세점 DF2 사업권을 반납하면서, 전사 실적 가시성을 저해했던 면세점 사업의 실적 안정성도 크게 개선될 전망이다. 이에 따라, 동사 백화점 부문의 실적 개선 효과가 전사 실적에 미치는 영향이 확대되고, 전사 실적 가시성이 상향될 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 300,000원

신세계에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 30만원으로 상향한다(실적 추정치 및 Target PER (12배) 상향). 면세점 실적 가시성 개선으로 백화점 사업의 성장성이 더욱 돋보일 수 있는 점을 감안하여, Target PER을 상향 조정하였다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,357.1	6,570.4	6,829.0	6,618.6	6,632.9
영업이익	639.8	477.0	477.5	549.5	623.3
EBITDA	969.8	836.5	843.9	939.3	1,044.8
세전이익	453.2	194.6	118.9	389.4	476.7
순이익	312.0	186.6	89.3	295.1	361.3
지배주주지분순이익	225.1	107.8	28.8	227.6	290.9
EPS(원)	22,865	10,948	2,921	23,598	30,158
증감률(% YoY)	-44.6	-52.1	-73.3	707.9	27.8
PER(배)	7.7	12.1	77.2	9.6	7.5
PBR(배)	0.41	0.31	0.51	0.49	0.46
EV/EBITDA(배)	7.2	8.6	9.9	8.9	8.0
영업이익률(%)	10.1	7.3	7.0	8.3	9.4
ROE(%)	5.4	2.5	0.7	5.2	6.4
순차입금비율(%)	49.9	59.5	62.6	59.4	54.8

자료: 키움증권 리서치센터

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
총매출액	3,187	2,878	2,896	2,814	3,257	2,927	2,818	2,755	3,225	11,497	11,845	11,725
(YoY)	2.1%	2.1%	4.1%	3.9%	2.2%	1.7%	-2.7%	-2.1%	-1.0%	3.3%	3.0%	-1.0%
백화점	2,008	1,792	1,747	1,712	2,109	1,873	1,825	1,777	2,157	7,244	7,359	7,632
(YoY)	-1.1%	-0.5%	0.0%	1.4%	5.0%	4.5%	4.5%	3.8%	2.3%	2.7%	1.6%	3.7%
신세계 DF	632	637	685	610	590	589	522	489	489	2,326	2,522	2,087
(YoY)	13.8%	13.7%	21.5%	7.0%	-6.6%	-7.6%	-23.8%	-19.8%	-17.2%	6.3%	8.4%	-17.2%
순매출액	1,821	1,666	1,694	1,635	1,834	1,671	1,595	1,569	1,783	6,570	6,829	6,619
(YoY)	5.9%	3.8%	5.6%	6.2%	0.7%	0.3%	-5.8%	-4.0%	-2.8%	3.4%	3.9%	-3.1%
백화점	718	655	625	623	754	685	653	646	772	2,640	2,658	2,756
(YoY)	2.1%	-1.3%	-2.6%	1.1%	5.0%	4.5%	4.5%	3.8%	2.3%	3.2%	0.7%	3.7%
신세계인터	382	304	309	310	391	319	324	326	410	1,309	1,314	1,380
(YoY)	-2.6%	-1.7%	-3.8%	4.9%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-3.4%	0.4%	5.0%
신세계 DF	555	562	605	539	522	520	461	432	432	2,006	2,227	1,845
(YoY)	14.7%	15.4%	22.9%	14.2%	-6.0%	-7.4%	-23.8%	-19.8%	-17.2%	4.7%	11.0%	-17.2%
신세계가사	67	62	58	64	69	64	60	66	71	270	254	261
센트럴시티	97	89	96	98	97	89	96	98	97	375	380	380
기타 및 조정	1	-7	0	1	1	-7	0	1	1	-29	-4	-4
영업이익	104	132	75	100	170	127	97	129	197	477	478	549
(YoY)	-49.7%	-18.8%	-35.9%	7.3%	64.2%	-4.0%	28.7%	28.9%	15.8%	-25.4%	0.1%	15.1%
(OPM)	3.3%	4.6%	2.6%	3.5%	5.2%	4.3%	3.4%	4.7%	6.1%	4.1%	4.0%	4.7%
백화점	122	108	71	84	152	121	86	93	158	406	415	459
(OPM)	6.1%	6.0%	4.1%	4.9%	7.2%	6.5%	4.7%	5.2%	7.3%	5.6%	5.6%	6.0%
신세계인터	0	5	-2	-2	5	5	1	3	10	37	5	20
(OPM)	0.1%	1.5%	-0.7%	-0.6%	1.2%	1.4%	0.4%	1.1%	2.5%	2.8%	0.4%	1.4%
신세계 DF	-36	-2	-2	-6	-7	-21	-1	8	8	-36	-16	-6
(OPM)	-5.6%	-0.4%	-0.2%	-0.9%	-1.1%	-3.5%	-0.2%	1.6%	1.6%	-1.5%	-0.6%	-0.3%
신세계가사	0	0	-2	0	0	-1	-1	0	0	1	-2	-2
센트럴시티	23	22	10	28	24	23	11	29	25	86	84	88
기타 및 조정	-6	0	0	-4	-5	0	0	-4	-5	-16	-9	-9
세전이익	-85	105	12	63	-60	85	51	91	162	195	119	389
순이익	-38	77	8	48	-44	64	39	69	123	187	89	295
(자배)순이익	-53	58	-2	35	-62	45	26	53	103	108	29	228
(YoY)	적전	-44.1%	적전	67.3%	적지	-22.1%	흑전	51.5%	흑전	-52.1%	-73.3%	691.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) 인천공항 면세점 DF2 사업권 반납에 따른 위약금 1,900억원이 4Q25 영업외손실에 반영된다고 가정

신세계 목표주가 변경 내역

EPS(원)	25,238	'26E EPS * 75% + '27E EPS * 25%
Target PER(배)	12.0	
목표주가(원)	300,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	6,357.1	6,570.4	6,829.0	6,618.6	6,632.9
매출원가	2,502.1	2,517.7	2,626.9	2,437.3	2,431.3
매출총이익	3,855.0	4,052.7	4,202.2	4,181.3	4,201.6
판매비	3,215.2	3,575.7	3,724.6	3,631.8	3,578.3
영업이익	639.8	477.0	477.5	549.5	623.3
EBITDA	969.8	836.5	843.9	939.3	1,044.8
영업외손익	-186.6	-282.4	-358.6	-160.1	-146.7
이자수익	41.5	41.5	30.4	33.7	41.9
이자비용	168.8	195.9	193.1	187.9	182.6
외환관련이익	32.4	24.9	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	27.4	55.7	20.0	20.0	20.0
종속 및 관계기업손익	-6.8	-12.3	-21.9	-21.9	-21.9
기타	-57.5	-84.9	-174.0	16.0	15.9
법인세차감전이익	453.2	194.6	118.9	389.4	476.7
법인세비용	141.2	8.0	29.6	94.2	115.4
계속사업손익	312.0	186.6	89.3	295.1	361.3
당기순이익	312.0	186.6	89.3	295.1	361.3
지배주주순이익	225.1	107.8	28.8	227.6	290.9
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-18.6	3.4	3.9	-3.1	0.2
영업이익 증감률	-0.9	-25.4	0.1	15.1	13.4
EBITDA 증감률	2.9	-13.7	0.9	11.3	11.2
지배주주순이익의 증감률	-44.6	-52.1	-73.3	690.3	27.8
EPS 증감률	-44.6	-52.1	-73.3	707.9	27.8
매출총이익률(%)	60.6	61.7	61.5	63.2	63.3
영업이익률(%)	10.1	7.3	7.0	8.3	9.4
EBITDA Margin(%)	15.3	12.7	12.4	14.2	15.8
지배주주순이익률(%)	3.5	1.6	0.4	3.4	4.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	791.4	775.8	565.7	892.8	902.0
당기순이익	312.0	186.6	89.3	295.1	361.3
비현금항목의 가감	871.9	854.8	711.2	732.7	767.2
유형자산감가상각비	312.4	337.7	343.4	367.1	398.9
무형자산감가상각비	53.3	54.8	55.9	55.7	55.5
지분법평가손익	-8.2	-12.3	0.0	0.0	0.0
기타	514.4	474.6	311.9	309.9	312.8
영업활동자산부채증감	-120.6	-41.1	-75.2	80.6	-3.1
매출채권및기타채권의감소	-165.3	127.4	-85.4	21.0	-1.4
채고자산의감소	-13.7	-77.6	7.1	65.3	-2.0
매입채무및기타채무의증가	45.4	2.9	4.8	-3.9	0.3
기타	13.0	-93.8	-1.7	-1.8	0.0
기타현금흐름	-271.9	-224.5	-159.6	-215.6	-223.4
투자활동 현금흐름	-912.2	-981.4	-653.1	-753.1	-683.1
유형자산의 취득	-600.6	-895.4	-570.0	-670.0	-600.0
유형자산의 처분	4.6	10.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.8	-13.3	-55.0	-55.0	-55.0
투자자산의감소(증가)	-112.8	50.3	21.9	21.9	21.9
단기금융자산의감소(증가)	-3.8	124.8	0.0	0.0	0.0
기타	-186.8	-258.3	-50.0	-50.0	-50.0
재무활동 현금흐름	-15.6	-16.9	55.5	-86.3	-88.1
차입금의 증가(감소)	382.6	248.2	105.3	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-83.9	-134.1	35.8	0.0	0.0
배당금지급	-78.9	-82.1	-39.5	-41.2	-43.0
기타	-235.4	-48.9	-45.1	-45.1	-45.1
기타현금흐름	0.9	2.4	-93.0	1.0	5.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-135.5	-220.0	-124.9	54.3	136.5
기초현금 및 현금성자산	938.0	802.5	582.5	457.6	511.9
기말현금 및 현금성자산	802.5	582.5	457.6	511.9	648.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,673.7	2,342.7	2,296.1	2,264.1	2,403.9
현금 및 현금성자산	802.5	582.5	457.6	511.9	648.3
단기금융자산	174.0	49.2	49.2	49.2	49.2
매출채권 및 기타채권	715.8	596.6	682.1	661.0	662.5
채고자산	891.2	979.1	972.0	906.7	908.6
기타유동자산	90.2	135.3	135.2	135.3	135.3
비유동자산	12,078.3	12,729.1	12,932.9	13,213.2	13,391.9
투자자산	2,286.2	2,235.9	2,214.0	2,192.1	2,170.2
유형자산	7,279.9	7,795.4	8,022.0	8,324.9	8,526.0
무형자산	559.5	574.1	573.1	572.4	572.0
기타비유동자산	1,952.7	2,123.7	2,123.8	2,123.8	2,123.7
자산총계	14,752.0	15,071.8	15,229.0	15,477.2	15,795.8
유동부채	4,943.9	4,947.4	5,057.5	5,053.6	5,053.8
매입채무 및 기타채무	1,787.4	1,802.9	1,807.8	1,803.8	1,804.1
단기금융부채	2,262.3	2,229.2	2,334.5	2,334.5	2,334.5
기타유동부채	894.2	915.3	915.2	915.3	915.2
비유동부채	3,468.1	3,749.7	3,749.7	3,749.7	3,749.7
장기금융부채	2,597.2	2,927.8	2,927.8	2,927.8	2,927.8
기타비유동부채	870.9	821.9	821.9	821.9	821.9
부채총계	8,412.0	8,697.1	8,807.2	8,803.3	8,803.5
지배자본	4,208.6	4,265.1	4,251.7	4,436.3	4,684.3
자본금	49.2	49.2	48.2	48.2	48.2
자본잉여금	403.1	423.9	423.9	423.9	423.9
기타자본	-87.5	-192.5	-156.7	-156.7	-156.7
기타포괄손익누계액	188.6	266.9	266.9	266.9	266.9
이익잉여금	3,655.2	3,717.6	3,669.4	3,854.0	4,101.9
비지배자본	2,131.4	2,109.6	2,170.1	2,237.6	2,308.1
자본총계	6,340.0	6,374.7	6,421.8	6,674.0	6,992.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	22,865	10,948	2,921	23,598	30,158
BPS	427,477	433,221	440,810	459,953	485,657
CFPS	120,245	105,774	81,312	106,569	117,007
DPS	4,000	4,500	4,700	4,900	4,900
주가배수(배)					
PER	7.7	12.1	77.2	9.6	7.5
PER(최고)	10.5	17.4	70.9		
PER(최저)	7.0	11.4	43.9		
PBR	0.41	0.31	0.51	0.49	0.46
PBR(최고)	0.56	0.44	0.47		
PBR(최저)	0.38	0.29	0.29		
PSR	0.27	0.20	0.33	0.33	0.33
PCFR	1.5	1.3	2.8	2.1	1.9
EV/EBITDA	7.2	8.6	9.9	8.9	8.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	12.1	21.1	46.1	14.6	11.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.3	3.4	2.1	2.2	2.2
ROA	2.1	1.3	0.6	1.9	2.3
ROE	5.4	2.5	0.7	5.2	6.4
ROIC	5.7	4.4	3.8	4.4	4.9
매출채권회전율	10.0	10.0	10.7	9.9	10.0
채고자산회전율	7.2	7.0	7.0	7.0	7.3
부채비율	132.7	136.4	137.1	131.9	125.9
순차입금비율	49.9	59.5	62.6	59.4	54.8
이자보상배율, 현금	3.8	2.4	2.5	2.9	3.4
총차입금	4,138.4	4,422.7	4,528.0	4,528.0	4,528.0
순차입금	3,162.0	3,791.0	4,021.2	3,966.8	3,830.4
EBITDA	442.0	363.1	333.9	391.5	447.5
FCF	78.3	-183.8	33.0	170.0	243.8

현대백화점 (069960)



BUY(Maintain)

목표주가 130,000원 (상향)

주가(11/19) 92,500원

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

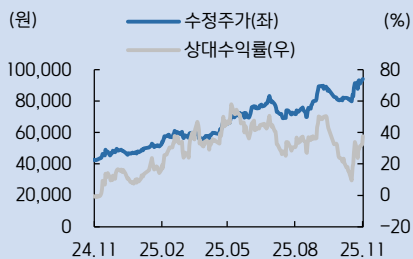
Stock Data

KOSPI (11/19)		3,929.51pt
시가총액		20,932억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	94,000원	42,350원
최고/최저가 대비 등락	-1.6%	118.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	15.2%
	6M	40.8%
	1Y	118.4%
		9.9%
		-6.7%
		37.4%

Company Data

발행주식수	22,629천주	
일평균 거래량(3M)	102천주	
외국인 지분율	23.5%	
배당수익률(25E)	1.9%	
BPS(25E)	203,292원	
주요 주주	현대지에프홀딩스	41.3%
	외 2 인	

Price Trend



검증된 패션 명가

>>> 검증된 패션 명가

현대백화점은 내수 소비경기 호조, 기업이익 증가와 자산가격 상승에 따른 낙수효과, 외국인 매출 고성장에 힘입어, 26년 백화점 기존점 매출이 약 +6% 성장할 전망이다. 특히, 패션 장르에서 상대적으로 높은 매출 성장세가 나타나고 있고, 외국인 매출 비중이 백화점 3社 중에 가장 높기 때문에, 26년에도 양질의 실적 개선이 가능할 전망이다.

>>> 지누스의 실적 가시성 개선이 관건

중기적으로는 지누스의 실적 가시성 개선이 중요할 것으로 판단된다. 미국 관세 이슈로 인해, 지누스의 분기 실적 변동성이 확대되면서, 전사 영업이익의 가시성이 저해되고, 동사 백화점 사업의 성장성이 희석되고 있기 때문이다. 다만, 관세 인상 전에 출하된 재고가 소진되고 있고, 주요 유통 채널에 대한 가격인상이 마무리된 점을 감안한다면, 26년 중에 분기 실적 가시성이 개선될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원

현대백화점에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 130,000원으로 상향 조정한다(실적 추정치 상향). 현재 Target PER을 10배를 적용하였으나, 향후 지누스의 실적 가시성 개선이 나타난다면, 밸류에이션 상향 조정을 검토할 계획이다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,207.5	4,187.6	4,315.8	4,283.9	4,384.3
영업이익	303.5	284.0	407.5	447.9	473.0
EBITDA	608.8	593.5	720.9	774.8	813.8
세전이익	41.6	6.1	389.7	424.5	458.3
순이익	-39.8	-0.8	285.9	323.2	348.9
지배주주지분순이익	-79.8	-35.9	244.2	292.7	316.8
EPS(원)	-3,409	-1,543	10,793	12,935	14,000
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	19.8	8.2
PER(배)	-15.2	-30.6	8.6	7.2	6.6
PBR(배)	0.27	0.24	0.46	0.43	0.41
EV/EBITDA(배)	6.5	6.2	7.0	6.5	5.9
영업이익률(%)	7.2	6.8	9.4	10.5	10.8
ROE(%)	-1.8	-0.8	5.4	6.2	6.4
순차입금비율(%)	14.7	12.0	17.1	15.4	10.9

자료: 키움증권 리서치센터

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
총매출액	3,106	2,555	2,474	2,320	2,995	2,392	2,362	2,383	3,063	10,061	10,343	10,201
(YoY)	6.2%	5.0%	8.6%	3.4%	-3.6%	-6.4%	-4.5%	2.8%	2.3%	-0.7%	2.8%	-1.4%
순매출액	1,175	1,098	1,080	1,010	1,127	1,029	1,036	1,048	1,172	4,188	4,316	4,284
(YoY)	3.5%	15.4%	5.5%	-2.6%	-4.1%	-6.3%	-4.1%	3.7%	4.0%	-0.5%	3.1%	-0.7%
백화점	661	589	590	577	689	611	613	591	703	2,435	2,445	2,518
(YoY)	0.8%	-0.8%	-3.6%	1.5%	4.3%	3.8%	3.8%	2.5%	2.0%	1.3%	0.4%	3.0%
(기존점 성장률)	-0.2%	1.0%	-0.3%	4.5%	8.5%	7.5%	7.5%	5.0%	4.0%	2.0%	3.5%	5.9%
면세점	263	294	294	223	218	206	220	229	225	972	1,028	881
(YoY)	12.2%	22.0%	22.0%	-2.5%	-17.0%	-29.7%	-25.2%	3.1%	3.3%	-2.6%	5.7%	-14.3%
지누스	289	250	229	242	257	246	236	259	281	920	978	1,022
(YoY)	2.4%	64.2%	11.2%	-11.4%	-11.0%	-1.8%	3.0%	7.3%	9.2%	-3.4%	6.3%	4.5%
기타 및 조정	-38	-34	-33	-31	-38	-34	-33	-33	-38	-140	-135	-137
영업이익	108	112	87	73	136	107	85	99	156	284	408	448
(YoY)	12.2%	63.3%	102.8%	12.4%	25.8%	-4.6%	-1.8%	36.8%	15.0%	-6.4%	43.5%	9.9%
(OPM)	3.5%	4.4%	3.5%	3.1%	4.5%	4.5%	3.6%	4.2%	5.1%	2.8%	3.9%	4.4%
백화점	114	97	69	89	145	112	84	96	153	359	400	446
(OPM)	5.9%	5.6%	4.1%	5.3%	7.2%	6.2%	4.8%	5.6%	7.5%	5.0%	5.6%	6.1%
면세점	-12	-2	-1	1	1	0	1	2	1	-29	-1	5
(OPM)	-2.2%	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.6%	0.3%	-1.4%	-0.1%	0.4%
지누스	16	28	29	-8	0	5	10	10	12	-5	49	37
(OPM)	4.9%	10.1%	11.5%	-2.9%	0.1%	1.7%	3.8%	3.7%	3.8%	-0.5%	4.6%	3.3%
기타 및 조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	60	121	78	65	126	101	79	93	150	6	390	424
순이익	46	88	54	48	96	77	61	71	114	-1	286	323
(자배)순이익	20	68	45	45	86	73	58	64	99	-36	244	293
(YoY)	흑전	-0.6%	흑전	113.0%	330.0%	6.9%	27.7%	41.2%	15.1%	적지	흑전	20.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

현대백화점 목표주가 변경 내역

EPS(원)	13,201	'26E EPS * 75% + '27E EPS * 25%
Target PER(배)	10.0	
목표주가(원)	130,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,207.5	4,187.6	4,315.8	4,283.9	4,384.3
매출원가	1,714.8	1,722.2	1,725.1	1,649.7	1,679.2
매출총이익	2,492.6	2,465.4	2,590.8	2,634.2	2,705.1
판매비	2,189.2	2,181.4	2,183.2	2,186.3	2,232.1
영업이익	303.5	284.0	407.5	447.9	473.0
EBITDA	608.8	593.5	720.9	774.8	813.8
영업외손익	-261.8	-277.9	-17.9	-23.4	-14.7
이자수익	46.9	52.8	51.7	55.9	52.6
이자비용	110.7	102.2	98.5	99.2	87.1
외환관련이익	43.3	68.1	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	40.4	44.1	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	25.9	25.4	25.0	25.0	25.0
기타	-226.8	-277.9	3.9	-5.1	-5.2
법인세차감이익	41.6	6.1	389.7	424.5	458.3
법인세비용	81.4	6.9	103.7	101.3	109.5
계속사업손익	-39.8	-0.8	285.9	323.2	348.9
당기순이익	-39.8	-0.8	285.9	323.2	348.9
지배주주순이익	-79.8	-35.9	244.2	292.7	316.8
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-16.1	-0.5	3.1	-0.7	2.3
영업이익 증감률	-5.4	-6.4	43.5	9.9	5.6
EBITDA 증감률	7.0	-2.5	21.5	7.5	5.0
지배주주순이익의 증감률	적전	적지	흑전	19.9	8.2
EPS 증감률	적전	적지	흑전	19.8	8.2
매출총이익률(%)	59.2	58.9	60.0	61.5	61.7
영업이익률(%)	7.2	6.8	9.4	10.5	10.8
EBITDA Margin(%)	14.5	14.2	16.7	18.1	18.6
지배주주순이익률(%)	-1.9	-0.9	5.7	6.8	7.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	757.8	733.9	714.6	752.5	755.5
당기순이익	-39.8	-0.8	285.9	323.2	348.9
비현금항목의 가감	825.7	789.4	551.2	567.2	573.9
유형자산감가상각비	258.4	258.5	265.6	279.0	292.6
무형자산감가상각비	66.1	68.2	64.9	65.2	65.4
지분법평가손익	-25.9	-146.1	-25.0	-25.0	-25.0
기타	527.1	608.8	245.7	248.0	240.9
영업활동자산부채증감	131.2	90.2	14.2	-7.1	-37.1
매출채권및기타채권의감소	-30.8	76.7	-44.4	8.6	-26.9
채고자산의감소	107.8	18.1	63.5	-10.4	-13.2
매입채무및기타채무의증가	-18.0	-30.6	3.9	-1.0	3.0
기타	72.2	26.0	-8.8	-4.3	0.0
기타현금흐름	-159.3	-144.9	-136.7	-130.8	-130.2
투자활동 현금흐름	-595.4	-192.6	-736.8	-530.0	-330.0
유형자산의 취득	-356.8	-474.7	-860.0	-460.0	-260.0
유형자산의 처분	2.1	41.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.7	-3.4	-70.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-42.3	507.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-251.5	173.8	193.2	0.0	0.0
기타	65.8	-437.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-194.7	-585.6	190.5	-130.8	-494.3
차입금의 증가(감소)	-47.9	-404.5	332.6	20.0	-339.1
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-3.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-41.3	-37.8	-30.6	-39.3	-43.7
기타	-105.5	-139.7	-111.5	-111.5	-111.5
기타현금흐름	1.3	6.2	2.5	-5.9	0.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-31.0	-38.1	170.8	85.8	-68.0
기초현금 및 현금성자산	195.0	164.1	125.9	296.7	382.5
기말현금 및 현금성자산	164.1	125.9	296.7	382.5	314.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,117.5	3,046.2	3,004.7	3,092.4	3,064.5
현금 및 현금성자산	164.1	125.9	296.7	382.5	314.5
단기금융자산	1,139.7	965.9	772.8	772.8	772.8
매출채권 및 기타채권	1,132.9	1,112.8	1,157.2	1,148.7	1,175.6
채고자산	612.6	616.8	553.3	563.7	576.9
기타유동자산	1,207.9	1,190.7	997.5	997.5	997.5
비유동자산	8,595.1	8,171.5	8,796.0	9,006.8	9,003.8
투자자산	835.9	328.3	353.3	378.3	403.3
유형자산	5,607.0	5,789.6	6,384.0	6,565.0	6,532.5
무형자산	1,281.5	1,221.6	1,226.7	1,231.5	1,236.1
기타비유동자산	870.7	832.0	832.0	832.0	831.9
자산총계	11,712.6	11,217.7	11,800.7	12,099.2	12,068.3
유동부채	3,446.7	3,288.0	3,224.4	3,243.4	3,246.5
매입채무 및 기타채무	1,336.2	1,354.8	1,358.6	1,357.7	1,360.7
단기금융부채	1,451.6	1,231.0	1,163.6	1,183.6	1,183.6
기타유동부채	658.9	702.2	702.2	702.1	702.2
비유동부채	1,986.8	1,695.3	2,095.3	2,095.3	1,756.2
장기금융부채	1,398.5	1,209.8	1,609.8	1,609.8	1,270.7
기타비유동부채	588.3	485.5	485.5	485.5	485.5
부채총계	5,433.5	4,983.3	5,319.7	5,338.7	5,002.7
지배지분	4,467.5	4,395.4	4,600.3	4,849.3	5,122.4
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	-183.9	-112.7	-112.7	-112.7	-112.7
기타포괄손익누계액	14.8	25.2	25.2	25.2	25.2
이익잉여금	3,907.5	3,753.7	3,958.6	4,207.6	4,480.7
비지배지분	1,811.6	1,839.1	1,880.8	1,911.2	1,943.3
자본총계	6,279.1	6,234.4	6,481.0	6,760.5	7,065.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,409	-1,543	10,793	12,935	14,000
BPS	190,900	194,238	203,292	214,296	226,364
CFPS	33,584	33,844	36,993	39,348	40,779
DPS	1,300	1,400	1,800	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	-15.2	-30.6	8.6	7.2	6.6
PER(최고)	-21.0	-40.1	8.4		
PER(최저)	-13.9	-26.9	4.2		
PBR	0.27	0.24	0.46	0.43	0.41
PBR(최고)	0.38	0.32	0.45		
PBR(최저)	0.25	0.21	0.22		
PSR	0.29	0.26	0.48	0.49	0.48
PCFR	1.5	1.4	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	6.5	6.2	7.0	6.5	5.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	-71.4	-4,060.4	13.8	13.5	12.5
배당수익률(%·보통주·현금)	2.5	3.0	1.9	2.2	2.2
ROA	-0.3	0.0	2.5	2.7	2.9
ROE	-1.8	-0.8	5.4	6.2	6.4
ROIC	-3.8	-2.1	3.6	4.0	4.2
매출채권회전율	3.7	3.7	3.8	3.7	3.8
채고자산회전율	6.4	6.8	7.4	7.7	7.7
부채비율	86.5	79.9	82.1	79.0	70.8
순차입금비율	14.7	12.0	17.1	15.4	10.9
이자보상배율·현금	2.7	2.8	4.1	4.5	5.4
총차입금	2,227.7	1,842.7	2,175.3	2,195.3	1,856.2
순차입금	923.9	750.8	1,105.8	1,040.0	768.9
EBITDA	-293.3	-154.1	286.4	327.9	346.9
FCF	-205.0	-174.3	-298.9	134.9	337.8

롯데쇼핑 (023530)



BUY(Maintain)

목표주가 100,000원 (상향)

주가(11/19) 72,100원

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

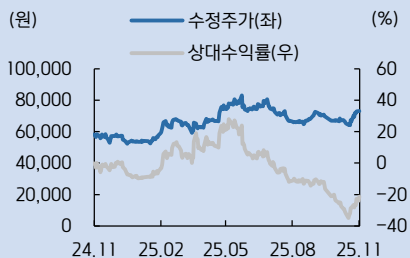
Stock Data

KOSPI (11/19)		3,929.51pt
시가총액		20,396억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	83,100원	52,300원
최고/최저가 대비 등락	-13.2%	37.9%
주가수익률	절대	상대
	1M	7.8% 2.8%
	6M	-3.0% -35.7%
	1Y	24.5% -21.7%

Company Data

발행주식수	28,289천주
일평균 거래량(3M)	63천주
외국인 지분율	9.0%
배당수익률(25E)	5.3%
BPS(25E)	547,971원
주요 주주	롯데지주 외 28 인 60.1%

Price Trend



핵심은 국내 백화점 실적 개선

>>> 핵심은 국내 백화점 실적 개선

롯데쇼핑은 내수 소비경기 호조, 기업이익 증가와 자산가격 상승에 따른 낙수효과, 외국인 매출 고성장에 힘입어, 26년 국내 백화점 기존점 매출이 +5% 가까이 성장할 전망이다. 과거 대비 영남권의 수출 경기가 양호한 편이고, 주력 점포인 본점/잠실점의 외국인 매출 성장세도 강해서, 26년에는 좀 더 양질의 실적 개선이 가능할 전망이다. 따라서, 주력 사업인 국내 백화점의 이익 개선이 전사 실적 개선을 주도할 것으로 판단된다.

>>> 국내 할인점 실적 가시성 확보가 관건

중기적으로는 국내 할인점의 실적 가시성 개선이 중요할 것으로 판단된다. e그로서리 사업 투자 확대로 인해, 국내 할인점의 분기 실적 변동성이 확대되고, 전사 영업이익의 가시성이 저해되고 있기 때문이다. 당사는 상대적으로 고정비 부담이 높기 때문에, 백화점 호황 국면에서 영업레버리지 효과가 크게 나타날 수 있고, 높은 배당수익률로 주가 하방 경직성도 높은 편이다. 따라서, 할인점의 실적 가시성이 확보된다면, 밸류에이션 상승에 긍정적인 효과가 있을 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원

롯데쇼핑에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 100,000원으로 상향 조정한다(실적 추정치 상향). 현재 Target PER을 10배를 적용하였으나, 향후 국내 할인점의 실적 가시성 개선이 나타난다면, 밸류에이션 상향 조정을 검토할 계획이다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	14,555.9	13,986.6	13,818.0	14,207.0	14,507.4
영업이익	508.4	473.1	568.8	615.6	636.8
EBITDA	1,181.0	1,085.0	1,086.4	1,163.6	1,212.8
세전이익	184.0	-1,021.2	232.3	389.7	404.8
순이익	169.2	-994.1	125.9	295.4	306.8
지배주주지분순이익	174.4	-968.0	104.9	284.9	297.1
EPS(원)	6,165	-34,219	3,708	10,070	10,502
증감률(% YoY)	흑전	적전	흑전	171.6	4.3
PER(배)	12.2	-1.6	19.4	7.2	6.9
PBR(배)	0.22	0.10	0.13	0.13	0.13
EV/EBITDA(배)	8.4	9.6	10.7	10.3	10.2
영업이익률(%)	3.5	3.4	4.1	4.3	4.4
ROE(%)	1.8	-7.7	0.7	1.8	1.9
순차입금비용(%)	59.7	42.9	47.1	48.9	50.5

자료: 키움증권 리서치센터

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
총매출액	5,078	4,891	4,759	4,761	5,259	5,036	4,885	4,914	5,358	19,823	19,669	20,193
(YoY)	-3.5%	-1.3%	-2.3%	-3.2%	3.6%	3.0%	2.7%	3.2%	1.9%	-3.1%	-0.8%	2.7%
백화점	2,325	2,069	2,038	1,949	2,407	2,127	2,095	1,995	2,444	8,453	8,462	8,661
국내	2,293	2,038	2,008	1,918	2,373	2,095	2,064	1,963	2,408	8,337	8,337	8,530
해외	33	31	30	31	34	32	31	32	36	116	125	131
할인점	1,490	1,621	1,442	1,465	1,563	1,688	1,490	1,509	1,604	6,160	6,091	6,291
국내	1,121	1,152	1,092	1,121	1,170	1,191	1,119	1,138	1,187	4,663	4,535	4,635
해외	370	469	350	350	393	497	371	371	417	1,497	1,562	1,655
이커머스	35	28	27	23	34	28	27	23	34	120	111	111
슈퍼	315	317	320	326	309	320	324	329	312	1,344	1,272	1,284
하이마트	573	553	620	671	582	568	636	729	598	2,357	2,341	2,442
홈쇼핑	259	230	234	216	256	230	234	216	256	939	936	936
컬처웍스	92	86	92	128	119	88	94	130	122	452	425	434
기타 및 조정	-11	-13	-14	-16	-11	-13	-14	-16	-11	0	31	34
순매출액	3,477	3,457	3,350	3,410	3,601	3,561	3,437	3,532	3,676	13,987	13,818	14,207
(YoY)	-4.3%	-1.6%	-2.3%	-4.4%	3.6%	3.0%	2.6%	3.6%	2.1%	-3.9%	-1.2%	2.8%
영업이익	147	148	41	131	249	174	48	140	253	473	569	616
(YoY)	-27.3%	29.0%	-27.5%	-15.8%	69.5%	17.4%	18.9%	7.4%	1.4%	-6.9%	20.2%	8.2%
(OPM)	4.2%	4.3%	1.2%	3.8%	6.9%	4.9%	1.4%	4.0%	6.9%	3.4%	4.1%	4.3%
백화점	180	130	65	83	234	151	73	98	239	400	513	562
(YoY)	-15.4%	44.0%	10.4%	17.7%	30.2%	16.2%	12.7%	17.7%	2.2%	-17.8%	28.2%	9.6%
(OPM)	20.5%	16.8%	8.3%	11.3%	25.7%	18.9%	9.1%	13.0%	25.9%	12.0%	15.4%	16.5%
국내	181	128	63	80	229	147	70	93	233	406	500	544
해외	-1	2	2	4	5	4	3	5	6	-6	13	18
할인점	-7	28	-39	12	10	28	-38	11	10	65	11	11
국내	-18	7	-48	2	-3	5	-48	1	-4	17	-42	-47
해외	11	21	9	9	13	23	10	10	14	48	52	57
이커머스	-7	-9	-8	-10	-9	-10	-10	-10	-9	-69	-36	-38
슈퍼	-8	3	3	5	-4	3	2	4	-4	29	7	5
하이마트	-16	-11	10	19	-3	-5	10	16	-3	2	15	17
홈쇼핑	14	12	12	10	12	11	11	9	11	50	46	42
컬처웍스	-16	-10	-6	8	2	-8	-4	8	2	0	-7	-3
기타 및 조정	7	5	4	3	7	5	4	3	7	-4	19	19
세전이익	-1,082	45	-24	-15	227	98	5	85	201	-1,044	232	390
순이익	-1,016	18	-10	-49	167	74	4	65	152	-1,016	126	295
(자배)순이익	-977	16	-20	-57	166	74	0	59	152	-990	105	285
(YoY)	적지	-79.2%	적지	적지	흑전	358.3%	적지	흑전	-8.5%	적전	흑전	171.5%
기준점 성장률												
국내 백화점	-0.1%	1.0%	0.5%	2.8%	7.0%	5.5%	5.5%	4.5%	3.0%	1.0%	2.9%	4.6%
국내 할인점	1.0%	0.0%	2.0%	-13.0%	3.0%	2.0%	2.0%	1.5%	1.5%	-0.8%	-2.2%	1.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 목표주가 변경 내역

EPS(원)	10,178	'26E EPS * 75% + '27E EPS * 25%
Target PER(배)	10.0	
목표주가(원)	100,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	14,555.9	13,986.6	13,818.0	14,207.0	14,507.4
매출원가	7,781.2	7,251.4	7,166.0	7,434.9	7,627.1
매출총이익	6,774.7	6,735.2	6,651.9	6,772.1	6,880.3
판매비	6,266.3	6,262.1	6,083.1	6,156.4	6,243.5
영업이익	508.4	473.1	568.8	615.6	636.8
EBITDA	1,181.0	1,085.0	1,086.4	1,163.6	1,212.8
영업외손익	-324.4	-1,494.3	-336.5	-226.0	-232.0
이자수익	161.3	144.8	110.1	90.2	72.2
이자비용	595.4	621.3	570.1	541.7	541.7
외환관련이익	35.3	18.9	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	55.1	195.5	25.0	25.0	25.0
종속 및 관계기업손익	147.1	142.6	142.0	164.0	176.0
기타	-17.6	-983.8	-18.5	61.5	61.5
법인세차감전이익	184.0	-1,021.2	232.3	389.7	404.8
법인세비용	14.8	-27.2	106.4	94.3	98.0
계속사업순손익	169.2	-994.1	125.9	295.4	306.8
당기순이익	169.2	-994.1	125.9	295.4	306.8
지배주주순이익	174.4	-968.0	104.9	284.9	297.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.9	-3.9	-1.2	2.8	2.1
영업이익 증감율	31.6	-6.9	20.2	8.2	3.4
EBITDA 증감율	11.0	-8.1	0.1	7.1	4.2
지배주주순이익의 증감율	흑전	적전	흑전	171.6	4.3
EPS 증감율	흑전	적전	흑전	171.6	4.3
매출총이익율(%)	46.5	48.2	48.1	47.7	47.4
영업이익율(%)	3.5	3.4	4.1	4.3	4.4
EBITDA Margin(%)	8.1	7.8	7.9	8.2	8.4
지배주주순이익율(%)	1.2	-6.9	0.8	2.0	2.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,639.8	1,587.9	1,440.7	1,515.0	1,531.3
당기순이익	169.2	-994.1	125.9	295.4	306.8
비현금항목의 가감	1,564.7	2,707.7	1,400.0	1,360.2	1,358.1
유형자산감가상각비	549.5	553.7	470.5	503.9	534.2
무형자산감가상각비	123.1	58.1	47.0	44.1	41.7
지분법평가손익	-254.7	-204.9	-142.0	-164.0	-176.0
기타	1,146.8	2,300.8	1,024.5	976.2	958.2
영업활동자산부채증감	-137.4	-114.8	21.2	-46.2	-35.7
매출채권및기타채권의감소	-106.2	54.6	-124.1	-23.9	-18.4
채고자산의감소	117.1	-68.6	152.6	-39.1	-30.2
매입채무및기타채무의증가	-24.3	-8.4	-7.3	16.7	12.9
기타	-124.0	-92.4	0.0	0.1	0.0
기타현금흐름	43.3	-10.9	-106.4	-94.4	-97.9
투자활동 현금흐름	-198.9	-1,067.6	-851.4	-671.3	-689.3
유형자산의 취득	-816.0	-906.0	-1,100.0	-900.0	-900.0
유형자산의 처분	93.3	26.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-46.0	-21.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	53.8	127.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	294.7	8.4	0.0	0.0	0.0
기타	221.3	-303.2	278.6	258.7	240.7
재무활동 현금흐름	-1,650.9	-497.6	-1,312.5	-1,292.6	-1,292.6
차입금의 증가(감소)	-385.2	703.4	8.5	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	-149.5	-143.2	-107.4	-107.4	-107.4
기타	-1,116.2	-1,057.8	-1,213.6	-1,185.2	-1,185.2
기타현금흐름	-1.1	-57.6	16.9	44.6	84.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-211.1	-34.9	-706.2	-404.3	-366.4
기초현금 및 현금성자산	1,800.8	1,589.7	1,554.8	848.6	444.3
기말현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	848.6	444.3	77.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,563.8	5,516.9	4,782.2	4,440.9	4,123.1
현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	848.6	444.3	77.9
단기금융자산	1,347.6	1,339.2	1,339.2	1,339.2	1,339.2
매출채권 및 기타채권	993.0	724.1	848.2	872.1	890.5
채고자산	1,269.2	1,540.5	1,387.9	1,427.0	1,457.1
기타유동자산	364.3	358.3	358.3	358.3	358.4
비유동자산	25,080.9	33,486.1	34,240.5	34,786.5	35,316.6
투자자산	3,160.9	3,033.2	3,175.2	3,339.2	3,515.2
유형자산	15,006.7	24,306.4	24,935.9	25,332.0	25,697.8
무형자산	1,158.8	751.6	734.6	720.5	708.7
기타비유동자산	5,754.5	5,394.9	5,394.8	5,394.8	5,394.9
자산총계	30,644.7	39,003.0	39,022.8	39,227.4	39,439.7
유동부채	10,903.4	9,836.0	9,837.3	9,854.0	9,867.0
매입채무 및 기타채무	3,355.1	3,126.7	3,119.5	3,136.2	3,149.1
단기금융부채	5,862.8	5,209.9	5,218.4	5,218.4	5,218.4
기타유동부채	1,685.5	1,499.4	1,499.4	1,499.4	1,499.5
비유동부채	8,904.8	12,133.4	12,133.4	12,133.4	12,133.4
장기금융부채	8,450.5	9,610.1	9,610.1	9,610.1	9,610.1
기타비유동부채	454.3	2,523.3	2,523.3	2,523.3	2,523.3
부채총계	19,808.2	21,969.4	21,970.7	21,987.4	22,000.3
지배지분	9,493.5	15,504.0	15,501.4	15,678.8	15,868.5
자본금	141.4	141.4	141.4	141.4	141.4
자본잉여금	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3
기타자본	-3,019.7	-3,048.4	-3,048.4	-3,048.4	-3,048.4
기타포괄손익누계액	-11.4	7,190.3	7,190.3	7,190.3	7,190.3
이익잉여금	8,630.1	7,497.7	7,495.1	7,672.5	7,862.2
비지배지분	1,342.9	1,529.7	1,550.7	1,561.2	1,570.9
자본총계	10,836.4	17,033.6	17,052.1	17,240.0	17,439.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,165	-34,219	3,708	10,070	10,502
BPS	335,593	548,061	547,971	554,243	560,948
CFPS	61,293	60,578	53,942	58,523	58,855
DPS	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
주가배수(배)					
PER	12.2	-1.6	19.4	7.2	6.9
PER(최고)	16.5	-2.7	22.6		
PER(최저)	10.5	-1.5	14.0		
PBR	0.22	0.10	0.13	0.13	0.13
PBR(최고)	0.30	0.17	0.15		
PBR(최저)	0.19	0.10	0.09		
PSR	0.15	0.11	0.15	0.14	0.14
PCFR	1.2	0.9	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.4	9.6	10.7	10.3	10.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	63.5	-10.8	85.3	36.4	35.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	5.1	7.0	5.3	5.3	5.3
ROA	0.5	-2.9	0.3	0.8	0.8
ROE	1.8	-7.7	0.7	1.8	1.9
ROIC	1.3	10.9	0.8	1.2	1.2
매출채권회전율	16.3	16.3	17.6	16.5	16.5
채고자산회전율	11.0	10.0	9.4	10.1	10.1
부채비율	182.8	129.0	128.8	127.5	126.2
순차입금비용	59.7	42.9	47.1	48.9	50.5
이자보상배율, 현금	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2
총차입금	9,407.5	10,207.7	10,216.2	10,216.2	10,216.2
순차입금	6,470.2	7,313.6	8,028.4	8,432.7	8,799.1
EBITDA	232.2	2,409.1	205.4	322.7	338.7
FCF	-1.4	2,005.4	-385.9	-105.5	-51.0

자료: 키움증권 리서치센터

이마트 (139480)



BUY(Maintain)

목표주가 120,000원

주가(11/19) 79,400원

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

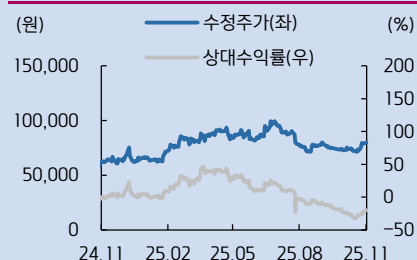
Stock Data

KOSPI (11/19)		3,929.51pt
시가총액		21,911억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	99,400원	60,800원
최고/최저가 대비 등락	-20.1%	30.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.1% 4.1%
	6M	-5.3% -37.2%
	1Y	26.6% -20.3%

Company Data

발행주식수	27,596천주
일평균 거래량(3M)	162천주
외국인 지분율	25.7%
배당수익률(25E)	3.1%
BPS(25E)	381,810원
주요 주주	정용진 외 1인 28.9%

Price Trend



시간은 이마트의 편

>>> 내수 소비경기 반등 긍정적

10월부터 내수 소비경기 반등 효과가 할인점과 트레이더스 매출에도 나타나기 시작하였다. 민생회복 소비쿠폰 사용처 제외와 명절 시점 차이에 따른 부정적 영향이 해소되면서, 10월 기존점 성장률이 각각 +16%, +19%로 크게 반등하였기 때문이다. 위와 같은 내수 소비경기 반등에 힘입어, 26년에는 25년 대비 기존점 성장률이 개선될 것으로 기대된다.

>>> 경쟁사 영업력 약화로 반사수혜 전망

홈플러스가 15개점 폐점을 보류하였지만, 동사 폐점과 영업력 약화에 따른 반사수혜는 점차 가시화될 전망이다. 폐점을 보류한 점포에서 고별 세일을 진행하고 있고, NB 대신 PB 비중이 확대되고 있으며, 인수희망자의 재무 여력에 대한 의문도 강하기 때문이다. 특히, 3분기에 폐점한 홈플러스 점포의 경쟁점들이 이마트 전체 기존점 성장률을 +10%p 이상 아웃퍼폼하고 있기 때문에, 폐점 확대 속도에 따라 전사 실적 추정치 상향 폭이 결정될 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원

이마트에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 120,000원을 유지한다. 동사는 내수 소비경기 호조와 주력 경쟁사 영업력 약화에 따른 반사수혜 등에 힘입어, 26년에도 전사 실적 개선 흐름이 지속될 전망이다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,472.2	29,020.9	29,111.5	29,339.2	30,080.3
영업이익	-46.9	47.1	441.2	606.6	669.2
EBITDA	1,009.1	1,109.4	1,368.5	1,521.9	1,564.4
세전이익	-212.3	-605.4	472.7	308.5	381.3
순이익	-187.5	-573.4	389.9	233.9	289.0
지배주주지분순이익	-89.1	-590.0	319.7	229.6	284.5
EPS(원)	-3,196	-21,166	11,468	8,238	10,207
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	-28.2	23.9
PER(배)	-24.0	-3.0	6.9	9.6	7.8
PBR(배)	0.19	0.17	0.21	0.20	0.20
EV/EBITDA(배)	9.8	10.0	8.1	7.1	6.7
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.5	2.1	2.2
ROE(%)	-0.8	-5.4	3.0	2.1	2.6
순차입금비율(%)	38.9	49.5	44.9	41.9	38.9

자료: 키움증권 리서치센터

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
총매출액												
별도기준	4,253	4,626	4,291	4,594	4,620	4,841	4,443	4,964	4,575	16,967	18,130	18,823
(YoY)	4.7%	10.1%	11.8%	-1.7%	8.6%	4.7%	3.5%	8.1%	-1.0%	2.5%	6.9%	3.8%
할인점	2,802	3,042	2,770	2,971	3,026	3,164	2,839	3,208	2,936	11,667	11,809	12,147
(YoY)	-6.4%	0.3%	0.5%	-3.4%	8.0%	4.0%	2.5%	8.0%	-3.0%	-3.5%	1.2%	2.9%
트레이더스	836	967	900	1,000	995	1,073	990	1,130	1,045	3,550	3,862	4,238
(YoY)	3.2%	5.6%	8.1%	3.6%	19.0%	11.0%	10.0%	13.0%	5.0%	5.2%	8.8%	9.7%
전문점	253	260	258	255	248	255	258	257	248	1,020	1,021	1,018
에브리데이	362	356	362	368	351	349	355	368	347	731	1,437	1,419
순매출액	7,250	7,219	7,089	7,401	7,453	7,247	7,052	7,625	7,416	29,021	29,112	29,339
(YoY)	-1.4%	0.2%	-0.2%	-1.4%	2.8%	0.4%	0.2%	3.0%	-0.5%	-1.5%	0.3%	0.8%
별도기준	3,900	4,259	3,970	4,274	4,237	4,458	4,111	4,618	4,196	15,570	16,741	17,383
연결-별도	3,349	2,960	3,069	3,127	3,216	2,789	2,941	3,006	3,219	13,451	12,371	11,956
SSG.COM	376	357	350	319	350	353	361	328	361	1,576	1,376	1,403
G마켓글로벌	228	201	181	187	62					961	631	
SCK 컴퍼니	818	762	796	811	847	789	823	843	872	3,100	3,215	3,327
(YoY)	4.8%	3.7%	4.7%	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%	4.0%	3.0%	5.8%	3.7%	3.5%
기타 및 조정	1,927	1,640	1,742	1,811	1,956	1,647	1,757	1,835	1,986	7,814	7,149	7,226
영업이익	-77	159	22	151	109	182	70	250	105	47	441	607
(YoY)	적지	238.2%	흑전	35.5%	흑전	14.3%	224.0%	65.1%	-4.0%	흑전	836.7%	37.5%
(OPM)	-1.1%	2.2%	0.3%	2.0%	1.5%	2.5%	1.0%	3.3%	1.4%	0.2%	1.5%	2.1%
별도기준	-73	133	16	114	96	146	24	159	72	122	359	401
(OPM)	-1.7%	2.9%	0.4%	2.5%	2.1%	3.0%	0.5%	3.2%	1.6%	0.7%	2.0%	2.1%
할인점	-87	78	-34	55	51	85	-33	89	27	-21	149	168
(OPM)	-3.1%	2.6%	-1.2%	1.8%	1.7%	2.7%	-1.2%	2.8%	0.9%	-0.2%	1.3%	1.4%
트레이더스	5	42	31	40	33	46	39	51	35	93	146	172
(OPM)	0.6%	4.4%	3.4%	3.9%	3.3%	4.3%	3.9%	4.5%	3.4%	2.6%	3.8%	4.1%
전문점	6	7	13	8	8	7	11	8	8	38	35	33
에브리데이	2	6	5	10	4	7	7	10	2	8	25	26
SSG.COM	-25	-18	-31	-42	-40	-32	-29	-27	-35	-73	-131	-123
G마켓글로벌	-33	-12	-30	-24	-8					-67	-74	
SCK 컴퍼니	49	35	40	60	54	35	40	62	52	191	189	189
(OPM)	5.9%	4.6%	5.1%	7.4%	6.3%	4.4%	4.9%	7.3%	5.9%	6.2%	5.9%	5.7%
PPA 상각비	-40	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-62
기타 및 조정	46	37	42	60	22	49	51	72	31	33	161	202
이마트 24	-14	-10	-4	-8	-13	-11	-5	-3	-9	-30	-35	-27
프라퍼티	60	36	5	40	10	36	5	40	10	77	91	91
PK Retail	15	8	24	12	20	9	25	17	21	42	64	72
신세계푸드	-2	8	14	10	0	8	14	10	0	21	31	31
조선호텔&리조트	10	2	7	22	19	8	10	20	17	42	50	55
신세계건설	-16	-16	-21	-45	-14	-11	-16	-40	-9	-134	-95	-75
기타	-7	10	17	29	1	10	17	29	1	15	56	56
영업외손익	-545	-40	-48	193	-73	-69	-76	-76	-76	-653	32	-298
이자수익-이자비용	-90	-101	-98	-103	-100	-98	-98	-98	-98	-365	-402	-392
지분법손익	7	11	6	7	-3	-4	-9	-8	-8	23	20	-30
기타	-462	49	45	289	30	32	31	30	30	-310	413	123
세전이익	-622	119	-26	344	36	113	-6	174	28	-605	473	309
순이익	-596	84	-31	310	27	85	-5	132	21	-573	390	234
(자배)순이익	-592	71	-52	266	35	88	-8	124	26	-590	320	230
(YoY)	적지	157.3%	적지	120.5%	흑전	24.3%	적지	-53.4%	-26.5%	적지	흑전	-28.2%
기준점 성장률												
이마트	-4.1%	-0.6%	-0.9%	-5.2%	8.0%	4.0%	2.5%	8.0%	-3.0%	-2.2%	0.2%	2.9%
트레이더스	0.4%	1.9%	3.1%	-3.6%	10.0%	5.0%	4.0%	7.0%	1.0%	1.5%	2.6%	4.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	29,472.2	29,020.9	29,111.5	29,339.2	30,080.3
매출원가	20,728.1	19,979.8	19,857.2	19,860.5	20,428.1
매출총이익	8,744.2	9,041.1	9,254.4	9,478.7	9,652.2
판매비	8,791.1	8,994.0	8,813.2	8,872.0	8,983.0
영업이익	-46.9	47.1	441.2	606.6	669.2
EBITDA	1,009.1	1,109.4	1,368.5	1,521.9	1,564.4
영업외손익	-165.4	-652.5	31.5	-298.1	-287.9
이자수익	95.5	128.3	73.0	73.2	83.4
이자비용	417.7	493.7	475.1	465.0	465.0
외환관련이익	19.2	10.2	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	54.6	161.7	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	12.4	23.0	20.0	-30.0	-30.0
기타	179.8	-158.6	413.6	123.7	123.7
법인세차감이익	-212.3	-605.4	472.7	308.5	381.3
법인세비용	-24.8	-32.0	82.9	74.7	92.3
계속사업손익	-187.5	-573.4	389.9	233.9	289.0
당기순이익	-187.5	-573.4	389.9	233.9	289.0
지배주주순이익	-89.1	-590.0	319.7	229.6	284.5
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	0.5	-1.5	0.3	0.8	2.5
영업이익 증감률	-134.6	-200.4	836.7	37.5	10.3
EBITDA 증감률	-13.3	9.9	23.4	11.2	2.8
지배주주순이익의 증감률	적전	적지	흑전	-28.2	23.9
EPS 증감률	적전	적지	흑전	-28.2	23.9
매출총이익률(%)	29.7	31.2	31.8	32.3	32.1
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.5	2.1	2.2
EBITDA Margin(%)	3.4	3.8	4.7	5.2	5.2
지배주주순이익률(%)	-0.3	-2.0	1.1	0.8	0.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,135.1	1,459.8	1,693.8	1,587.5	1,585.0
당기순이익	-187.5	-573.4	389.9	233.9	289.0
비현금항목의 가감	2,250.6	2,806.6	2,021.4	2,049.4	2,039.5
유형자산감가상각비	822.2	816.1	792.0	777.5	765.3
무형자산감가상각비	233.8	246.2	135.3	137.8	129.9
지분법평가손익	-12.4	-23.0	-20.0	30.0	30.0
기타	1,207.0	1,767.3	1,114.1	1,104.1	1,114.3
영업활동자산부채증감	-353.4	-372.2	-21.2	-17.9	-58.4
매출채권및기타채권의감소	-215.3	-1.9	-110.3	-13.6	-44.2
채고자산의감소	40.6	-209.8	98.2	-15.3	-49.8
매입채무및기타채무의증가	-159.9	-50.9	4.3	10.9	35.6
기타	-18.8	-109.6	-13.4	0.1	0.0
기타현금흐름	-574.6	-401.2	-696.3	-677.9	-685.1
투자활동 현금흐름	-809.1	-892.1	-760.0	-760.0	-760.0
유형자산의 취득	-765.7	-650.7	-700.0	-700.0	-700.0
유형자산의 처분	161.8	24.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-59.6	-26.8	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-75.1	-428.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-228.4	204.7	0.0	0.0	0.0
기타	157.9	-14.9	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	176.0	-153.1	-1,046.3	-847.5	-592.5
차입금의 증가(감소)	483.8	631.9	-467.2	-255.0	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	-146.4	-171.9	-53.6	-67.0	-67.0
기타	-161.4	-613.1	-525.5	-525.5	-525.5
기타현금흐름	0.0	-410.8	107.8	99.3	96.4
현금 및 현금성자산의 순증가	502.1	3.8	-4.7	79.3	328.9
기초현금 및 현금성자산	1,269.1	1,771.2	1,775.1	1,770.4	1,849.6
기말현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,770.4	1,849.6	2,178.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,387.8	10,429.1	10,436.6	10,544.7	10,967.5
현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,770.4	1,849.6	2,178.5
단기금융자산	715.7	511.0	511.0	511.0	511.0
매출채권 및 기타채권	1,834.0	1,624.2	1,734.5	1,748.1	1,792.2
채고자산	1,845.8	2,054.4	1,956.1	1,971.4	2,021.2
기타유동자산	221.1	4,464.4	4,464.6	4,464.6	4,464.6
비유동자산	27,056.1	23,501.5	23,354.2	23,168.9	23,003.7
투자자산	3,758.3	4,210.2	4,230.2	4,200.2	4,170.2
유형자산	10,042.4	9,730.9	9,638.9	9,561.4	9,496.1
무형자산	7,761.3	4,095.7	4,020.4	3,942.6	3,872.7
기타비유동자산	5,494.1	5,464.7	5,464.7	5,464.7	5,464.7
자산총계	33,443.9	33,930.6	33,790.7	33,713.6	33,971.2
유동부채	10,373.9	10,804.1	10,941.3	10,697.3	10,732.8
매입채무 및 기타채무	4,364.2	3,656.6	3,660.9	3,671.8	3,707.4
단기금융부채	3,706.3	3,748.3	3,881.2	3,626.2	3,626.2
기타유동부채	2,303.4	3,399.2	3,399.2	3,399.3	3,399.2
비유동부채	9,235.8	9,942.4	9,342.4	9,342.4	9,342.4
장기금융부채	7,908.9	8,745.5	8,145.5	8,145.5	8,145.5
기타비유동부채	1,326.9	1,196.9	1,196.9	1,196.9	1,196.9
부채총계	19,609.6	20,746.6	20,283.8	20,039.7	20,075.3
자본지분	11,453.4	10,390.6	10,643.3	10,806.0	11,023.5
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,276.7	4,208.2	4,208.2	4,208.2	4,208.2
기타자본	623.7	384.1	384.1	384.1	384.1
기타포괄손익누계액	656.3	1,020.4	1,020.4	1,020.4	1,020.4
이익잉여금	5,358.6	4,638.4	4,891.1	5,053.8	5,271.4
비지배지분	2,380.8	2,793.5	2,863.7	2,867.9	2,872.4
자본총계	13,834.2	13,184.1	13,507.0	13,673.9	13,895.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,196	-21,166	11,468	8,238	10,207
BPS	410,873	372,745	381,810	387,646	395,450
CFPS	74,011	80,111	86,500	81,907	83,533
DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	-24.0	-3.0	6.9	9.6	7.8
PER(최고)	-37.5	-4.2	8.9		
PER(최저)	-21.3	-2.6	5.4		
PBR	0.19	0.17	0.21	0.20	0.20
PBR(최고)	0.29	0.24	0.27		
PBR(최저)	0.17	0.15	0.16		
PSR	0.07	0.06	0.08	0.08	0.07
PCFR	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.8	10.0	8.1	7.1	6.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	-28.6	-9.3	17.2	28.6	23.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.6	3.2	3.1	3.1	3.1
ROA	-0.6	-1.7	1.2	0.7	0.9
ROE	-0.8	-5.4	3.0	2.1	2.6
ROIC	-1.8	-2.0	1.3	1.9	2.2
매출채권회전율	16.7	16.8	17.3	16.8	17.0
채고자산회전율	15.2	14.9	14.5	14.9	15.1
부채비율	141.7	157.4	150.2	146.6	144.5
순차입금비율	38.9	49.5	44.9	41.9	38.9
이자보상배율, 현금	-0.1	0.1	0.9	1.3	1.4
총차입금	7,874.4	8,816.2	8,349.0	8,094.0	8,094.0
순차입금	5,387.5	6,530.1	6,067.6	5,733.4	5,404.5
EBITDA	-345.0	-364.6	238.6	344.7	392.1
FCF	-305.9	-327.5	384.7	482.0	469.0



BUY(Maintain)

목표주가 1,850,000원

주가(11/19) 1,375,000원

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

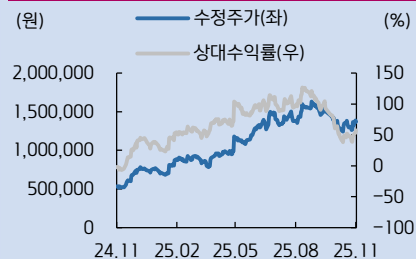
Stock Data

KOSPI (11/19)	3,929.51pt	
시가총액	103,579억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	1,630,000원	512,000원
최고/최저가 대비 등락	-15.6%	168.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.7%
	6M	19.4%
	1Y	157.0%
		-1.1%
		-20.9%
		61.7%

Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	49천주
외국인 지분율	18.2%
배당수익률(25E)	0.3%
BPS(25E)	157,182원
주요 주주	삼양라운드스퀘어
	45.0%

Price Trend



3대 소비시장을 접수하는 불닭

>>> 중국 수출 반등 긍정적

삼양식품의 중국 수출이 다시 의미 있는 반등을 시작하였다. 중국 내 핵심 성장 채널인 간식점 입점 비중이 확대되고, 커버리지율이 낮았던 2선 이하 도시에서 시장 침투가 가속화되고 있기 때문이다. 미국/유럽 성장세에 묻혀 조연 역할을 하던 중국 수출이 성장성을 회복하면서, 밀양 2공장 가동률 상승세는 더욱 탄력을 받을 전망이다.

>>> 미국, 유럽 수출도 성장세 회복 전망

관세 이슈와 수출 거래선 정비로 주춤했던 미국과 유럽 수출도 성장세가 다시 회복될 전망이다. 미국은 현지 수요가 여전히 견조하고, 재고가 축소되었으며, 코스트코 등 주요 채널에서 입점률이 상승하고 있기 때문이다. 유럽도 미국 대비 복잡한 유통 체계를 정비하면서, 내년초부터 매출과 수익성이 동시에 개선될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 185만원

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 185만원을 유지한다. 동사의 주력 제품(불닭볶음면)은 글로벌 3대 소비시장인 미국, 중국, 유럽에서 모두 가파른 성장세를 보이고 있다. 따라서, 26년에도 업종 내에서 가장 돋보이는 실적 개선을 보여줄 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,367.7	2,935.2	3,443.1
영업이익	147.5	344.6	526.6	689.2	830.9
EBITDA	179.7	390.6	582.7	776.0	929.1
세전이익	156.3	351.6	519.9	700.0	853.3
순이익	126.6	271.3	400.7	530.6	646.8
지배주주지분순이익	126.3	272.0	401.5	530.6	646.8
EPS(원)	16,761	36,106	53,301	70,432	85,861
증감률(% YoY)	58.2	115.4	47.6	32.1	21.9
PER(배)	12.9	21.2	25.8	19.5	16.0
PBR(배)	2.88	7.05	8.75	6.18	4.54
EV/EBITDA(배)	9.7	14.8	17.8	13.0	10.2
영업이익률(%)	12.4	19.9	22.2	23.5	24.1
ROE(%)	24.8	39.4	40.1	37.1	32.7
순차입금비용(%)	17.8	3.0	1.8	-18.4	-38.4

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	478.9	529.0	553.1	632.0	653.6	709.5	712.9	737.5	775.3	1,728.0	2,367.7	2,995.2
(YoY)	46.6%	37.1%	30.3%	44.0%	36.5%	34.1%	28.9%	16.7%	18.6%	44.9%	37.0%	24.0%
국내	105.0	105.0	112.9	121.5	119.9	115.8	118.7	122.3	124.1	392.1	459.3	480.9
(YoY)	0.0%	8.5%	22.3%	23.8%	14.2%	10.2%	5.1%	0.7%	3.5%	2.2%	17.1%	4.7%
해외	373.9	424.0	440.2	510.5	533.7	593.7	594.2	615.2	651.2	1,335.9	1,908.4	2,454.3
(YoY)	68.6%	46.7%	32.5%	49.8%	42.7%	40.0%	35.0%	20.5%	22.0%	65.1%	42.9%	28.6%
매출총이익	176.1	244.9	255.5	261.2	278.0	309.0	311.0	326.3	347.2	723.2	1,039.6	1,293.4
(GPM)	36.8%	46.3%	46.2%	41.3%	42.5%	43.6%	43.6%	44.2%	44.8%	41.9%	43.9%	44.1%
판매비	88.4	110.9	135.4	130.3	136.4	137.8	152.0	153.8	160.7	378.6	513.1	604.2
(판매비율)	18.5%	21.0%	24.5%	20.6%	20.9%	19.4%	21.3%	20.9%	20.7%	21.9%	21.7%	20.6%
영업이익	87.7	134.0	120.1	130.9	141.6	171.2	158.9	172.5	186.5	344.6	526.6	689.2
(YoY)	142.4%	67.2%	34.2%	49.9%	61.5%	27.8%	32.4%	31.8%	31.7%	133.6%	52.8%	30.9%
(OPM)	18.3%	25.3%	21.7%	20.7%	21.7%	24.1%	22.3%	23.4%	24.1%	19.9%	22.2%	23.5%
세전이익	95.7	135.0	104.9	138.0	142.0	173.9	161.6	175.2	189.2	351.6	519.9	700.0
순이익	75.7	99.0	84.1	110.0	107.7	131.8	122.5	132.8	143.4	271.3	400.7	530.6
(자배)순이익	76.1	99.1	84.5	110.2	107.7	131.8	122.5	132.8	143.4	272.0	401.5	530.6
(YoY)	142.9%	49.0%	19.8%	87.2%	41.5%	33.0%	44.9%	20.5%	33.2%	115.4%	47.6%	32.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,367.7	2,935.2	3,443.1
매출원가	776.2	1,004.8	1,328.1	1,641.8	1,913.3
매출총이익	416.7	723.2	1,039.6	1,293.4	1,529.9
판매비	269.2	378.6	513.1	604.2	699.0
영업이익	147.5	344.6	526.6	689.2	830.9
EBITDA	179.7	390.6	582.7	776.0	929.1
영업외손익	8.8	7.1	-6.7	10.7	22.4
이자수익	5.4	9.8	4.5	9.3	18.3
이자비용	12.2	14.4	10.5	7.8	5.1
외환관련이익	27.3	45.8	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	25.5	18.4	25.0	25.0	25.0
종속 및 관계기업손익	5.5	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	8.3	-15.9	-0.9	9.0	9.0
법인세차감전이익	156.3	351.6	519.9	700.0	853.3
법인세비용	29.7	80.4	119.2	169.4	206.5
계속사업손익	126.6	271.3	400.7	530.6	646.8
당기순이익	126.6	271.3	400.7	530.6	646.8
지배주주순이익	126.3	272.0	401.5	530.6	646.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	31.2	44.9	37.0	24.0	17.3
영업이익 증감율	63.2	133.6	52.8	30.9	20.6
EBITDA 증감율	55.9	117.4	49.2	33.2	19.7
지배주주순이익 증감율	58.3	115.4	47.6	32.2	21.9
EPS 증감율	58.2	115.4	47.6	32.1	21.9
매출총이익율(%)	34.9	41.9	43.9	44.1	44.4
영업이익율(%)	12.4	19.9	22.2	23.5	24.1
EBITDA Margin(%)	15.1	22.6	24.6	26.4	27.0
지배주주순이익율(%)	10.6	15.7	17.0	18.1	18.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.1	357.9	349.7	436.2	529.7
당기순이익	126.6	271.3	400.7	530.6	646.8
비현금항목의 가감	77.3	139.2	82.0	112.7	124.1
유형자산감가상각비	32.2	46.0	56.1	86.8	98.2
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-5.5	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타	50.6	93.4	25.9	25.9	25.9
영업활동자산부채증감	-7.8	-7.4	-13.9	-37.7	-34.7
매출채권및기타채권의감소	0.2	-15.6	-12.2	-36.1	-32.3
채고자산의감소	-38.9	4.6	-50.8	-47.6	-42.6
매입채무및기타채무의증가	20.7	-6.9	53.6	47.5	42.5
기타	10.2	10.5	-4.5	-1.5	-2.3
기타현금흐름	-28.0	-45.2	-119.1	-169.4	-206.5
투자활동 현금흐름	-23.7	-214.3	-398.6	-193.8	-74.8
유형자산의 취득	-45.0	-228.5	-410.0	-210.0	-100.0
유형자산의 처분	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.5	-4.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	3.4	-5.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	14.0	7.2	0.0	0.0	0.0
기타	7.2	17.1	11.4	16.2	25.2
재무활동 현금흐름	-20.1	-34.9	-144.9	-119.2	-121.1
차입금의 증가(감소)	8.4	4.5	-102.2	-69.5	-69.5
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	-11.9	-19.4	-24.6	-34.3	-38.8
기타	-16.6	-20.0	-18.1	-15.4	-12.8
기타현금흐름	-2.5	7.4	94.7	139.8	165.9
현금 및 현금성자산의 순증가	121.8	116.1	-99.1	262.9	499.7
기초현금 및 현금성자산	96.9	218.7	334.8	235.8	498.7
기말현금 및 현금성자산	218.7	334.8	235.8	498.7	998.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	497.3	682.1	646.1	992.7	1,567.4
현금 및 현금성자산	218.7	334.8	235.8	498.6	998.4
단기금융자산	22.8	15.6	15.6	15.6	15.6
매출채권 및 기타채권	81.4	138.4	150.6	186.7	219.0
채고자산	142.2	148.0	198.8	246.5	289.1
기타유동자산	32.2	45.3	45.3	45.3	45.3
비유동자산	673.0	912.6	1,266.5	1,389.7	1,391.5
투자자산	10.5	15.8	15.8	15.8	15.8
유형자산	543.0	748.0	1,101.9	1,225.1	1,226.9
무형자산	55.5	57.9	57.9	57.9	57.9
기타비유동자산	64.0	90.9	90.9	90.9	90.9
자산총계	1,170.3	1,594.8	1,912.6	2,382.4	2,959.0
유동부채	402.0	492.4	513.3	560.8	605.5
매입채무 및 기타채무	175.3	246.1	299.7	347.3	389.8
단기금융부채	175.5	121.0	88.3	88.3	90.4
기타유동부채	51.2	125.3	125.3	125.2	125.3
비유동부채	191.5	274.3	204.8	135.3	63.7
장기금융부채	168.6	254.2	184.7	115.2	43.6
기타비유동부채	22.9	20.1	20.1	20.1	20.1
부채총계	593.5	766.7	718.1	696.2	669.2
자본지분	564.8	816.8	1,184.1	1,675.8	2,279.4
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
기타자본	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8
기타포괄손익누계액	0.3	4.6	4.6	4.6	4.6
이익잉여금	522.2	769.9	1,137.1	1,628.9	2,232.4
비지배지분	12.0	11.2	10.4	10.4	10.4
자본총계	576.8	828.0	1,194.4	1,686.2	2,289.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,761	36,106	53,301	70,432	85,861
BPS	74,979	108,436	157,182	222,466	302,584
CFPS	27,072	54,487	64,086	85,390	102,333
DPS	2,100	3,300	4,600	5,200	5,800
주가배수(배)					
PER	12.9	21.2	25.8	19.5	16.0
PER(최고)	13.9	22.2	31.2		
PER(최저)	6.2	4.7	12.5		
PBR	2.88	7.05	8.75	6.18	4.54
PBR(최고)	3.11	7.38	10.59		
PBR(최저)	1.38	1.56	4.24		
PSR	1.36	3.33	4.37	3.53	3.01
PCFR	8.0	14.0	21.5	16.1	13.4
EV/EBITDA	9.7	14.8	17.8	13.0	10.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	12.4	9.1	8.6	7.3	6.7
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.0	0.4	0.3	0.4	0.4
ROA	12.1	19.6	22.9	24.7	24.2
ROE	24.8	39.4	40.1	37.1	32.7
ROIC	18.6	34.3	40.1	41.0	45.9
매출채권회전율	14.3	15.7	16.4	17.4	17.0
채고자산회전율	9.4	11.9	13.7	13.2	12.9
부채비율	102.9	92.6	60.1	41.3	29.2
순차입금비용	17.8	3.0	1.8	-18.4	-38.4
이자보상배율, 현금	12.1	23.9	50.2	88.2	161.4
총차입금	344.1	375.2	273.0	203.5	134.0
순차입금	102.6	24.8	21.7	-310.7	-880.0
EBITDA	179.7	390.6	582.7	776.0	929.1
FCF	94.0	62.9	38.1	361.5	593.3

KT&G (033780)



BUY(Maintain)

목표주가 180,000원

주가(11/19) 144,800원

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

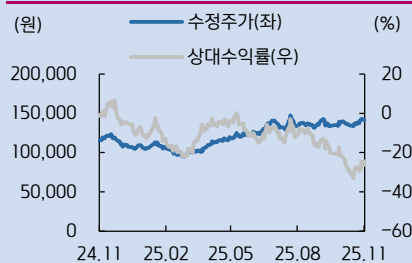
Stock Data

KOSPI (11/19)	3,929.51pt	
시가총액	170,830억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	147,200원	95,000원
최고/최저가 대비 등락	-1.6%	52.4%
주가수익률	절대	상대
1M	3.9%	-0.9%
6M	22.7%	-18.7%
1Y	24.9%	-21.4%

Company Data

발행주식수	117,977천주
일평균 거래량(3M)	348천주
외국인 지분율	42.1%
배당수익률(25E)	4.1%
BPS(25E)	75,568원
주요 주주	국민연금공단 8.4%

Price Trend



주주환원에 진심

>>> 해외 궤련 성장세 긍정적

KT&G의 해외 궤련 매출 성장세가 눈부시다. 과거 대비 판촉 할인을 축소하고, 질적 성장에 집중하면서, ASP 상승과 판매량 성장이 동시에 나타나고 있다. 더불어, 매크로 환경도 우호적인 상황이다. 달러 강세가 지속되고 있고, 잎담배 매입단가도 올해 1분기를 정점으로 안정화되고 있기 때문에, 중기적으로 마진 스프레드가 개선될 것으로 기대된다.

>>> 주주환원에 진심

23년부터 해외 궤련 공장 증설로 투자 규모가 증가했던 동사는 내년부터 전사 Capex가 2천억원 대로 축소될 전망이다. 동사의 연간 배당금이 6~7천억원 수준인 점을 감안한다면, 향후 주주환원여력이 크게 늘어날 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원을 유지한다. 동사는 해외 궤련 매출 성장, 마진 스프레드 개선, 전사 투자 규모 축소 등을 통해, 중기적으로 주주환원 규모가 더욱 확대될 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,417.8	6,712.0	6,893.3
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,338.9	1,451.6	1,535.6
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,573.2	1,769.3	1,847.8
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,355.6	1,564.0	1,687.1
순이익	922.4	1,165.0	1,031.8	1,157.4	1,248.4
지배주주지분순이익	902.7	1,165.7	1,029.8	1,157.4	1,248.4
EPS(원)	6,615	8,975	8,215	9,810	11,099
증감률(% YoY)	-10.6	35.7	-8.5	19.4	13.1
PER(배)	13.1	11.9	17.6	14.8	13.0
PBR(배)	1.27	1.45	1.92	1.81	1.70
EV/EBITDA(배)	7.6	9.1	11.4	10.2	9.5
영업이익률(%)	19.9	20.1	20.9	21.6	22.3
ROE(%)	9.8	12.7	11.3	12.9	13.4
순차입금비율(%)	-11.9	-4.1	7.5	8.6	3.6

자료: 키움증권 리서치센터

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	1,556	1,491	1,548	1,827	1,552	1,600	1,664	1,836	1,612	5,909	6,418	6,712
(YoY)	8.0%	15.4%	8.7%	11.6%	-0.3%	7.3%	7.5%	0.5%	3.9%	0.8%	8.6%	4.6%
담배	1,012	988	1,091	1,232	1,106	1,104	1,206	1,246	1,154	3,906	4,417	4,711
(YoY)	13.2%	15.3%	10.2%	17.6%	9.3%	11.7%	10.6%	1.1%	4.3%	8.1%	13.1%	6.7%
국내	542	512	548	615	534	516	568	579	555	2,208	2,210	2,218
(YoY)	-0.7%	-0.2%	-3.1%	4.7%	-1.4%	0.8%	3.6%	-5.9%	3.9%	0.5%	0.1%	0.4%
NGP	135	139	140	168	157	154	168	170	169	559	604	661
결련	407	374	408	447	377	362	400	409	386	1,649	1,606	1,557
해외	461	470	525	635	562	582	621	686	589	1,675	2,192	2,477
NGP	82	21	56	111	110	80	80	80	80	225	297	320
결련	380	449	469	524	452	502	541	606	509	1,450	1,895	2,157
(YoY)	35.2%	53.9%	30.6%	24.9%	19.2%	11.7%	15.4%	15.5%	12.5%	28.0%	30.7%	13.9%
매출 증감률												
국내 NGP	2.5%	6.5%	2.0%	7.5%	16.2%	11.1%	20.1%	1.0%	7.9%	7.6%	8.0%	9.5%
국내 결련	-1.7%	-2.4%	-4.8%	3.6%	-7.2%	-3.1%	-2.1%	-8.5%	2.3%	-1.7%	-2.6%	-3.1%
해외 결련	35.2%	53.9%	30.6%	24.9%	19.2%	11.7%	15.4%	15.5%	12.5%	28.0%	30.7%	13.9%
판매량 증감률												
국내 NGP	6.8%	7.0%	0.0%	11.4%	3.7%	2.2%	18.9%	1.6%	13.5%	7.8%	5.6%	8.8%
국내 결련	-3.4%	-4.8%	-5.1%	3.5%	-6.4%	-0.8%	-2.3%	-8.5%	2.3%	-2.9%	-3.1%	-2.6%
해외 결련	21.4%	22.8%	9.2%	12.9%	9.2%	7.1%	7.1%	7.2%	7.0%	10.4%	13.2%	7.1%
원/달러	1,395	1,451	1,404	1,385	1,420	1,440	1,440	1,440	1,440	1,364	1,414	1,440
건기식	322	314	221	360	282	307	220	355	294	1,302	1,177	1,177
(YoY)	-4.0%	1.9%	-16.8%	-11.3%	-12.4%	-2.2%	-0.1%	-1.3%	4.3%	-6.6%	-9.6%	0.0%
국내	189	247	162	305	175	235	157	296	179	925	889	866
해외	134	67	59	55	107	73	64	60	115	377	288	311
부동산	137	100	144	146	73	100	144	146	73	361	463	463
영업이익	213	286	350	465	238	337	376	458	281	1,189	1,339	1,452
(YoY)	7.3%	20.7%	8.7%	11.4%	12.1%	18.0%	7.5%	-1.6%	17.9%	1.8%	12.6%	8.4%
(OPM)	13.7%	19.2%	22.6%	25.5%	15.3%	21.1%	22.6%	24.9%	17.4%	20.1%	20.9%	21.6%
담배	224	253	322	372	235	309	359	385	268	1,080	1,181	1,321
(OPM)	22.1%	25.6%	29.5%	30.2%	21.2%	28.0%	29.8%	30.9%	23.2%	27.6%	26.8%	28.1%
건기식	6	18	6	72	-3	16	6	64	3	96	93	89
(OPM)	1.7%	5.8%	2.8%	19.9%	-1.0%	5.3%	2.5%	17.9%	1.0%	7.4%	7.9%	7.5%
부동산	-23	10	18	21	4	8	8	8	8	-5	53	30
기타	2	4	4	1	2	4	4	1	2	11	12	12
세전이익	447	337	189	544	285	365	404	486	309	1,566	1,356	1,564
순이익	325	258	144	419	212	270	299	360	229	1,165	1,032	1,157
(자배순이익)	325	256	143	419	212	270	299	360	229	1,166	1,030	1,157
(YoY)	176.8%	-10.7%	-54.2%	73.8%	-34.9%	5.7%	108.7%	-14.2%	8.0%	29.1%	-11.7%	12.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,417.8	6,712.0	6,893.3
매출원가	3,054.4	3,006.8	3,312.2	3,504.7	3,560.0
매출총이익	2,808.2	2,902.0	3,105.6	3,207.3	3,333.2
판매비	1,640.9	1,713.2	1,766.7	1,755.7	1,797.6
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,338.9	1,451.6	1,535.6
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,573.2	1,769.3	1,847.8
영업외손익	81.0	377.0	16.7	112.4	151.5
이자수익	74.7	115.6	85.3	81.0	120.1
이자비용	45.7	42.1	46.4	46.4	46.4
외환관련이익	159.5	469.1	50.0	50.0	50.0
외환관련손실	135.9	105.4	150.0	50.0	50.0
중속 및 관계기업손익	9.6	19.2	19.2	19.2	19.2
기타	18.8	-79.4	58.6	58.6	58.6
법인세차감전이익	1,248.4	1,565.8	1,355.6	1,564.0	1,687.1
법인세비용	318.8	393.7	323.8	406.6	438.6
계속사업순이익	929.5	1,172.1	1,031.8	1,157.4	1,248.4
당기순이익	922.4	1,165.0	1,031.8	1,157.4	1,248.4
지배주주순이익	902.7	1,165.7	1,029.8	1,157.4	1,248.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	0.2	0.8	8.6	4.6	2.7
영업이익 증감률	-7.9	1.8	12.6	8.4	5.8
EBITDA 증감률	-3.8	0.2	13.2	12.5	4.4
지배주주순이익 증감률	-11.1	29.1	-11.7	12.4	7.9
EPS 증감률	-10.6	35.7	-8.5	19.4	13.1
매출총이익율(%)	47.9	49.1	48.4	47.8	48.4
영업이익률(%)	19.9	20.1	20.9	21.6	22.3
EBITDA Margin(%)	23.6	23.5	24.5	26.4	26.8
지배주주순이익률(%)	15.4	19.7	16.0	17.2	18.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,266.0	822.3	1,241.7	1,393.9	1,554.6
당기순이익	922.4	1,165.0	1,031.8	1,157.4	1,248.4
비현금항목의 가감	538.6	349.1	707.8	874.1	900.5
유형자산감가상각비	210.8	219.1	202.9	286.6	281.3
무형자산감가상각비	30.2	31.2	31.4	31.2	31.0
지분법평가손익	-9.6	-19.2	-19.2	-19.2	-19.2
기타	307.2	118.0	492.7	575.5	607.4
영업활동자산부채증감	185.4	-365.4	-174.1	-231.0	-155.8
매출채권및기타채권의감소	-45.3	-97.3	-96.2	-91.3	-56.3
재고자산의감소	19.0	-175.5	-83.9	-146.0	-90.0
매입채무및기타채무의증가	338.1	32.9	30.3	17.5	10.8
기타	-126.4	-125.5	-24.3	-11.2	-20.3
기타현금흐름	-380.4	-326.4	-323.8	-406.6	-438.5
투자활동 현금흐름	-848.3	-529.7	-313.7	95.7	-56.0
유형자산의 취득	-472.8	-767.5	-780.5	-250.0	-250.0
유형자산의 처분	7.3	21.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-39.6	-27.7	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-356.9	-132.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-82.7	-82.4	389.2	272.5	81.7
기타	96.4	458.8	107.6	103.2	142.3
재무활동 현금흐름	-775.8	-293.4	-1,102.4	-1,293.4	-1,272.1
차입금의 증가(감소)	352.6	907.6	156.7	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-302.7	-546.8	-600.0	-600.0	-550.0
배당금지급	-776.4	-586.6	-588.4	-622.7	-651.5
기타	-49.3	-67.6	-70.7	-70.7	-70.6
기타현금흐름	-10.9	104.9	-346.7	-27.3	289.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-369.1	104.0	-521.2	168.9	515.5
기초현금 및 현금성자산	1,401.0	1,032.0	1,136.0	614.8	783.6
기말현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	614.8	783.6	1,299.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418.4	7,176.3	6,445.9	6,579.6	7,159.6
현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	614.8	783.6	1,299.2
단기금융자산	696.0	778.5	389.2	116.8	35.0
매출채권 및 기타채권	1,771.9	1,895.5	1,991.6	2,082.9	2,139.2
재고자산	2,763.8	3,101.3	3,185.2	3,331.2	3,421.1
기타유동자산	154.7	265.0	265.1	265.1	265.1
비유동자산	6,354.1	6,748.9	7,344.4	7,325.8	7,312.9
투자자산	2,700.8	2,852.3	2,871.5	2,890.7	2,910.0
유형자산	2,096.5	2,664.4	3,242.0	3,205.4	3,174.2
무형자산	175.0	179.7	178.3	177.1	176.1
기타비유동자산	1,381.8	1,052.5	1,052.6	1,052.6	1,052.6
자산총계	12,772.5	13,925.2	13,790.3	13,905.4	14,472.5
	5	2	3	5	5
유동부채	2,672.4	3,142.9	3,329.9	3,347.4	3,358.2
매입채무 및 기타채무	2,323.2	2,335.5	2,365.9	2,383.4	2,394.2
단기금융부채	107.8	472.3	629.0	629.0	629.0
기타유동부채	241.4	335.1	335.0	335.0	335.0
비유동부채	805.1	1,423.9	1,423.9	1,423.9	1,423.9
장기금융부채	515.4	1,056.9	1,056.9	1,056.9	1,056.9
기타비유동부채	289.7	367.0	367.0	367.0	367.0
부채총계	3,477.5	4,566.8	4,753.8	4,771.3	4,782.1
지배지분	9,174.4	9,239.2	8,915.3	9,012.9	9,569.1
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.8	535.0	535.0	535.0	535.0
기타자본	-1,236.9	-1,030.5	-835.3	-737.5	-737.5
기타포괄손익누계액	-56.6	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
이익잉여금	8,979.1	8,783.2	8,264.0	8,263.9	8,820.1
비지배지분	120.5	119.3	121.3	121.3	121.3
자본총계	9,294.9	9,358.5	9,036.5	9,134.1	9,690.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,615	8,975	8,215	9,810	11,099
BPS	68,557	73,700	75,568	80,124	85,069
CFPS	10,706	11,657	13,877	17,219	19,104
DPS	5,200	5,400	6,000	6,400	6,800
주가배수(배)					
PER	13.1	11.9	17.6	14.8	13.0
PER(최고)	14.6	14.1	18.2		
PER(최저)	12.2	9.3	11.5		
PBR	1.27	1.45	1.92	1.81	1.70
PBR(최고)	1.41	1.72	1.98		
PBR(최저)	1.18	1.13	1.25		
PSR	2.02	2.35	2.83	2.55	2.36
PCFR	8.1	9.2	10.4	8.4	7.6
EV/EBITDA	7.6	9.1	11.4	10.2	9.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	64.1	50.5	60.4	56.3	55.4
배당수익률(%·보통주·현금)	6.0	5.0	4.1	4.4	4.7
ROA	7.4	8.7	7.4	8.4	8.8
ROE	9.8	12.7	11.3	12.9	13.4
ROIC	18.5	17.5	16.9	16.6	17.2
매출채권회전율	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3
재고자산회전율	2.2	2.0	2.0	2.1	2.0
부채비율	37.4	48.8	52.6	52.2	49.3
순차입금비율	-11.9	-4.1	7.5	8.6	3.6
이자보상배율·현금	25.5	28.2	28.9	31.3	33.1
총차입금	623.2	1,529.3	1,685.9	1,685.9	1,685.9
순차입금	-1,104.8	-385.2	681.9	785.5	351.7
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,573.2	1,769.3	1,847.8
FCF	759.6	17.0	268.8	881.0	1,012.8

오리온 (271560)



BUY(Maintain)

목표주가 150,000원

주가(11/19) 105,200원

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

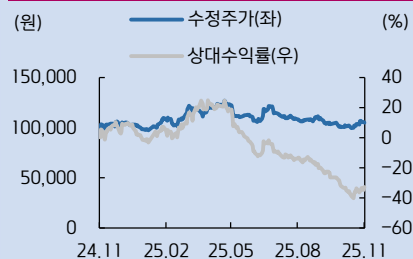
Stock Data

KOSPI (11/19)	3,929.51pt	
시가총액	41,592억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	126,900원	97,100원
최고/최저가 대비 등락	-17.1%	8.3%
주가수익률	절대	상대
1M	4.7%	-0.1%
6M	-13.9%	-43.0%
1Y	7.6%	-32.3%

Company Data

발행주식수	39,536천주
일평균 거래량(3M)	122천주
외국인 지분율	33.0%
배당수익률(25E)	2.6%
BPS(25E)	95,161원
주요 주주	오리온홀딩스외8인 43.8%

Price Trend



마진 회복과 중국 매출 반등

>>> 마진 스프레드 개선 전망

글로벌 코코아 시세가 안정화되면서, 오리온의 원재료 투입단가도 1Q26부터 점차 안정화될 것으로 기대된다. 만약, 현재의 시세 흐름이 유지된다면, 동사의 26년 매출원가는 전년 대비 약 200~300억원 정도 절감 가능할 전망이다.

>>> 중국 매출 성장률 회복 전망

동사는 그 동안 매출 비중이 가장 큰 중국법인의 매출 성장률이 약해서, 러시아를 비롯한 다른 법인들의 실적 개선 모멘텀이 희석되어 왔다. 하지만, 최근 1) 신제품 비중 확대, 2) 성장성 높은 간식점 채널 비중 확대, 3) 위안화 강세 등에 힘입어, 동사 중국법인의 매출 성장률이 점차 회복되고 있다. 따라서, 26년에는 동사의 실적 개선 모멘텀이 예년 대비 크게 강화될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원을 유지한다. 동사는 러시아 법인의 구조적 성장이 지속되고 있는 가운데, 1) 중국법인 매출 회복과 위안화 강세, 2) 코코아 투입단가 안정화 등에 힘입어, 전사 실적 개선 모멘텀이 강화될 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,912.4	3,104.3	3,287.4	3,613.9	3,812.4
영업이익	492.4	543.6	544.0	630.5	673.5
EBITDA	649.6	704.0	726.0	805.4	842.1
세전이익	520.0	692.2	561.3	659.7	711.3
순이익	385.0	533.2	406.0	478.1	516.2
지배주주지분순이익	376.6	524.6	397.8	468.3	506.4
EPS(원)	9,527	13,269	10,061	11,845	12,808
증감률(% YoY)	-4.0	39.3	-24.2	17.7	8.1
PER(배)	12.2	7.7	10.5	8.9	8.2
PBR(배)	1.60	1.17	1.11	1.01	0.92
EV/EBITDA(배)	5.5	4.4	3.9	3.0	2.4
영업이익률(%)	16.9	17.5	16.5	17.4	17.7
ROE(%)	13.9	16.6	11.0	11.9	11.8
순차입금비용(%)	-37.4	-30.1	-37.2	-43.3	-48.9

자료: 키움증권 리서치센터

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	861.8	801.8	777.2	828.9	879.6	878.2	854.3	910.7	970.7	3,104.3	3,287.4	3,613.9
(YoY)	12.2%	7.1%	8.1%	7.0%	2.1%	9.5%	9.9%	9.9%	10.4%	6.6%	5.9%	9.9%
한국	277.1	282.4	291.3	282.6	291.2	296.0	305.4	295.8	305.6	1,097.6	1,147.6	1,202.9
(YoY)	0.2%	4.0%	4.9%	4.3%	5.1%	4.8%	4.8%	4.7%	4.9%	2.6%	4.6%	4.8%
중국	345.6	328.2	304.8	337.3	330.3	364.9	338.3	375.2	371.5	1,270.1	1,300.6	1,449.9
(YoY)	20.1%	7.1%	3.0%	4.7%	-4.4%	11.2%	11.0%	11.2%	12.5%	7.7%	2.4%	11.5%
베트남	176.2	128.3	102.6	120.5	162.6	129.7	110.5	131.8	177.2	514.5	514.0	549.2
(YoY)	12.3%	8.5%	4.3%	-1.0%	-7.7%	1.1%	7.7%	9.3%	9.0%	8.2%	-0.1%	6.8%
러시아	69.0	67.2	80.8	89.6	98.4	89.3	99.1	108.7	118.9	230.5	336.0	416.1
(YoY)	32.6%	33.0%	64.5%	44.7%	42.6%	32.9%	22.7%	21.4%	20.9%	15.1%	45.8%	23.9%
기타 및 조정	-6.1	-4.3	-2.4	-1.2	-2.9	-1.7	0.9	-0.9	-2.6	-8.3	-10.8	-4.3
영업이익	159.7	131.4	121.5	137.9	153.3	158.9	140.5	159.1	171.9	543.6	544.0	630.5
(YoY)	13.8%	5.0%	-0.2%	0.6%	-4.0%	21.0%	15.7%	15.4%	12.1%	10.4%	0.1%	15.9%
(OPM)	18.5%	16.4%	15.6%	16.6%	17.4%	18.1%	16.5%	17.5%	17.7%	17.5%	16.5%	17.4%
한국	43.9	46.3	48.5	42.1	49.6	51.2	53.7	48.9	53.0	178.5	186.5	206.8
(OPM)	15.8%	16.4%	16.7%	14.9%	17.0%	17.3%	17.6%	16.5%	17.3%	16.3%	16.3%	17.2%
중국	70.3	56.0	52.3	67.0	63.5	73.6	59.9	74.7	73.1	243.9	238.7	281.4
(OPM)	20.3%	17.1%	17.1%	19.8%	19.2%	20.2%	17.7%	19.9%	19.7%	19.2%	18.4%	19.4%
베트남	41.5	21.2	14.4	21.3	34.8	23.1	16.5	24.0	37.3	100.1	91.7	100.8
(OPM)	23.6%	16.5%	14.0%	17.6%	21.4%	17.8%	14.9%	18.2%	21.0%	19.5%	17.8%	18.4%
러시아	13.2	8.6	9.7	11.7	14.6	11.7	13.9	15.7	17.7	36.9	44.6	59.0
(OPM)	19.1%	12.8%	12.0%	13.1%	14.8%	13.1%	14.0%	14.4%	14.9%	16.0%	13.3%	14.2%
기타 및 조정	-9.2	-0.7	-3.4	-4.2	-9.2	-0.7	-3.4	-4.2	-9.2	-15.9	-17.5	-17.5
세전이익	310.4	145.0	103.5	144.2	168.7	166.2	147.9	166.5	179.2	692.2	561.3	659.7
순이익	254.7	106.1	71.7	105.0	123.2	120.0	106.9	120.4	130.8	533.2	406.0	478.1
(자배)순이익	253.1	104.3	69.8	102.7	121.0	117.5	104.7	117.8	128.3	524.6	397.8	468.3
(YoY)	126.0%	11.2%	-10.4%	3.0%	-52.2%	12.6%	50.0%	14.8%	6.0%	39.3%	-24.2%	17.7%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국	13.1%	-0.8%	0.4%	2.3%	-5.0%	8.0%	5.0%	5.0%	7.0%	4.8%	-0.8%	6.3%
베트남 내수	9.7%	1.3%	5.7%	4.7%	-2.0%	8.0%	5.0%	5.0%	7.0%	7.7%	1.8%	6.4%
러시아 내수	39.3%	25.7%	52.2%	36.8%	24.0%	24.0%	23.0%	23.0%	23.0%	19.4%	33.6%	23.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,912.4	3,104.3	3,287.4	3,613.9	3,812.4
매출원가	1,784.9	1,908.2	2,080.8	2,266.1	2,392.5
매출총이익	1,127.4	1,196.2	1,206.6	1,347.8	1,420.0
판매비	635.0	652.6	662.6	717.3	746.5
영업이익	492.4	543.6	544.0	630.5	673.5
EBITDA	649.6	704.0	726.0	805.4	842.1
영업외손익	27.6	148.6	17.3	29.2	37.8
이자수익	37.3	31.0	35.6	37.5	46.1
이자비용	3.6	1.0	1.0	1.0	1.0
외환관련이익	7.4	9.0	5.0	5.0	5.0
외환관련손실	5.0	6.3	5.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	0.6	-4.6	-12.2	-12.2	-12.2
기타	-9.1	120.5	-5.1	4.9	4.9
법인세차감전이익	520.0	692.2	561.3	659.7	711.3
법인세비용	135.0	159.0	155.3	181.6	195.0
계속사업손익	385.0	533.2	406.0	478.1	516.2
당기순이익	385.0	533.2	406.0	478.1	516.2
지배주주순이익	376.6	524.6	397.8	468.3	506.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.4	6.6	5.9	9.9	5.5
영업이익 증감율	5.5	10.4	0.1	15.9	6.8
EBITDA 증감율	3.4	8.4	3.1	10.9	4.6
지배주주순이익의 증감율	-4.0	39.3	-24.2	17.7	8.1
EPS 증감율	-4.0	39.3	-24.2	17.7	8.1
매출총이익율(%)	38.7	38.5	36.7	37.3	37.2
영업이익율(%)	16.9	17.5	16.5	17.4	17.7
EBITDA Margin(%)	22.3	22.7	22.1	22.3	22.1
지배주주순이익율(%)	12.9	16.9	12.1	13.0	13.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	437.0	651.6	610.3	621.7	592.1
당기순이익	385.0	533.2	406.0	478.1	516.2
비현금항목의 가감	278.4	165.0	334.9	331.0	254.6
유형자산감가상각비	153.7	157.3	177.3	170.2	164.0
무형자산감가상각비	3.4	3.2	4.8	4.7	4.6
지분법평가손익	-0.6	-9.1	-12.2	-12.2	-12.2
기타	121.9	13.6	165.0	168.3	98.2
영업활동자산부채증감	-107.8	68.7	-9.9	-42.2	-28.8
매출채권및기타채권의감소	9.1	16.5	-23.0	-21.2	-12.9
재고자산의감소	-30.2	-42.3	11.4	-30.3	-18.4
매입채무및기타채무의증가	-24.2	30.1	9.6	17.2	10.4
기타	-62.5	64.4	-7.9	-7.9	-7.9
기타현금흐름	-118.6	-115.3	-120.7	-145.2	-149.9
투자활동 현금흐름	-540.5	-504.9	90.0	90.0	90.0
유형자산의 취득	-166.5	-106.9	-120.0	-120.0	-120.0
유형자산의 처분	1.2	2.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.8	-14.6	-4.0	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	15.1	-703.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-381.3	104.1	0.0	0.0	0.0
기타	-7.2	213.9	214.0	214.0	214.0
재무활동 현금흐름	-138.0	-70.1	-110.0	-117.9	-125.9
차입금의 증가(감소)	-89.1	-2.7	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-37.6	-56.2	-98.8	-106.7	-114.6
기타	-11.3	-11.2	-11.2	-11.2	-11.3
기타현금흐름	-2.3	8.8	-222.5	-201.6	-126.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-243.9	85.4	367.7	392.2	429.7
기초현금 및 현금성자산	609.7	365.8	451.3	819.0	1,211.2
기말현금 및 현금성자산	365.8	451.3	819.0	1,211.2	1,640.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,628.2	1,647.4	2,026.6	2,470.3	2,931.4
현금 및 현금성자산	365.8	451.3	819.0	1,211.2	1,641.0
단기금융자산	766.9	662.7	662.7	662.7	662.7
매출채권 및 기타채권	212.5	190.2	213.2	234.4	247.3
재고자산	259.7	316.6	305.2	335.5	353.9
기타유동자산	23.3	26.6	26.5	26.5	26.5
비유동자산	1,893.2	2,661.1	2,590.8	2,527.6	2,470.7
투자자산	38.5	737.4	725.2	712.9	700.7
유형자산	1,658.4	1,701.5	1,644.2	1,594.0	1,550.0
무형자산	53.8	70.1	69.4	68.7	68.1
기타비유동자산	142.5	152.1	152.0	152.0	151.9
자산총계	3,521.4	4,308.4	4,617.4	4,998.0	5,402.1
유동부채	398.9	537.6	547.2	564.4	574.8
매입채무 및 기타채무	304.3	383.4	393.1	410.2	420.7
단기금융부채	14.3	14.1	14.1	14.1	14.1
기타유동부채	80.3	140.1	140.0	140.1	140.0
비유동부채	167.0	196.8	196.8	196.8	196.8
장기금융부채	14.3	25.8	25.8	25.8	25.8
기타비유동부채	152.7	171.0	171.0	171.0	171.0
부채총계	565.9	734.4	744.0	761.2	771.6
자본지분	2,862.4	3,471.2	3,762.3	4,116.0	4,499.8
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	62.5	198.9	198.9	198.9	198.9
이익잉여금	1,560.2	2,032.7	2,323.7	2,677.4	3,061.2
비자본지분	93.1	102.8	111.0	120.8	130.7
자본총계	2,955.5	3,574.0	3,873.3	4,236.8	4,630.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,527	13,269	10,061	11,845	12,808
BPS	72,400	87,799	95,161	104,107	113,815
CFPS	16,779	17,662	18,740	20,465	19,497
DPS	1,250	2,500	2,700	2,900	3,100
주가배수(배)					
PER	12.2	7.7	10.5	8.9	8.2
PER(최고)	15.5	8.9	12.7		
PER(최저)	11.3	6.2	9.6		
PBR	1.60	1.17	1.11	1.01	0.92
PBR(최고)	2.05	1.35	1.34		
PBR(최저)	1.49	0.93	1.02		
PSR	1.58	1.30	1.27	1.15	1.09
PCFR	6.9	5.8	5.6	5.1	5.4
EV/EBITDA	5.5	4.4	3.9	3.0	2.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	12.8	18.5	26.3	24.0	23.7
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.1	2.4	2.6	2.8	2.9
ROA	11.2	13.6	9.1	9.9	9.9
ROE	13.9	16.6	11.0	11.9	11.8
ROIC	18.8	22.8	21.0	24.9	26.9
매출채권회전율	13.3	15.4	16.3	16.1	15.8
재고자산회전율	11.8	10.8	10.6	11.3	11.1
부채비율	19.1	20.5	19.2	18.0	16.7
순차입금비용	-37.4	-30.1	-37.2	-43.3	-48.9
이자보상배율, 현금	136.8	536.2	536.6	622.0	664.3
총차입금	28.6	39.9	39.9	39.9	39.9
순차입금	-	-	-	-	-
EBITDA	354.5	437.1	393.5	457.0	488.8
FCF	236.7	546.8	441.7	465.7	504.7

고지사항

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

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
신세계 (004170)	2024-01-08	BUY(Maintain)	275,000원	6개월	-37.82	-31.09
	2024-04-15	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-34.48	-30.72
	2024-05-09	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-33.09	-29.16
	2024-05-20	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-36.58	-29.16
	2024-10-10	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-28.83	-25.62
	2024-11-11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-31.99	-25.62
	2024-11-29	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-34.11	-25.62
	2025-01-07	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-25.87	-15.53
	2025-04-11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-18.71	1.53
	2025-07-14	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-21.29	-8.67
	2025-10-15	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-21.31	-8.67
	2025-10-31	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-21.15	-8.67
	2025-11-10	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-10.74	-7.50
	2025-11-19	BUY(Maintain)	300,000원	6개월		
현대백화점 (069960)	2024-01-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-36.28	-25.00
	2024-02-05	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-35.11	-23.21
	2024-02-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-33.52	-23.21
	2024-04-15	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-26.03	-21.19
	2024-07-16	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-24.62	-21.03
	2024-10-10	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-26.18	-21.03
	2024-11-29	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.79	-21.03
	2025-01-07	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.77	-21.03
	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		
롯데쇼핑 (023530)	2024-01-08	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-10.52	7.18
	2024-04-15	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-15.84	7.18
	2024-07-16	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-18.92	-15.79
	2024-10-10	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-18.64	-13.16
	2024-11-29	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-20.37	-13.16
	2025-01-07	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-16.44	-5.69
	2025-04-11	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-13.75	-6.36
	2025-05-12	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-15.18	-7.67
	2025-07-07	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-18.02	-16.21
	2025-07-14	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-22.09	-15.26
	2025-08-11	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-26.05	-15.26
	2025-10-15	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-26.88	-15.26
이마트 (139480)	2024-01-08	Outperform (Maintain)	84,000원	6개월	-13.92	4.52
	2024-04-15	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.67	-3.68
	2024-10-10	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.72	-3.68
	2025-01-07	Marketperform (Downgrade)	68,000원	6개월	1.01	22.35
	2025-03-07	Buy(Upgrade)	130,000원	6개월	-36.00	-32.00
	2025-04-11	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-34.03	-29.46
	2025-05-09	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.76	-28.08
	2025-05-13	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.85	-28.08
	2025-05-19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.21	-23.62
	2025-07-14	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-35.04	-29.00
	2025-08-13	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-40.76	-38.92
	2025-08-27	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-41.63	-38.31
	2025-10-15	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-38.93	-35.92
	2025-11-12	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-37.94	-33.42
	2025-11-19	Buy(Maintain)	120,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

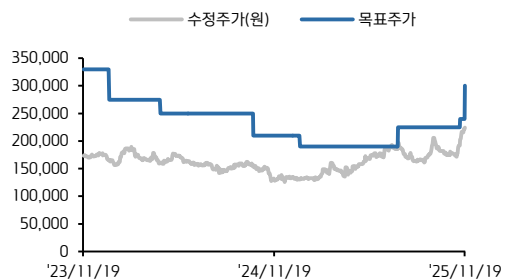
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼양식품 (003230)	2024-01-18	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-31.63	-25.93
	2024-03-11	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-30.96	-23.52
	2024-03-26	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-26.33	0.37
	2024-04-22	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-5.50	31.32
	2024-05-20	Buy(Maintain)	660,000원	6개월	-16.79	-6.21
	2024-06-14	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-22.87	-14.22
	2024-07-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-24.94	-14.22
	2024-08-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-27.38	-14.22
	2024-08-30	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-35.49	-29.00
	2024-10-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-33.76	-24.75
	2024-11-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-33.73	-24.75
	2024-11-18	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-31.53	-8.00
	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		
KT&G (033780)	2024-01-18	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-26.19	-22.58
	2024-02-08	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-24.51	-21.75
	2024-03-11	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-24.18	-20.67
	2024-04-22	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-25.45	-20.67
	2024-08-09	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-11.17	-2.58
	2024-10-15	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-16.14	-14.15
	2024-11-08	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-13.62	-5.38
	2024-11-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-24.94	-17.73
	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
오리온 (271560)	2023-12-20	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-36.45	-34.56
	2024-01-18	BUY(Maintain)	155,000원	6개월	-39.71	-36.97
	2024-03-14	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-34.12	-26.48
	2024-06-28	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-34.85	-26.48
	2024-08-21	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-35.02	-26.48
	2024-09-30	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-31.08	-28.87
	2024-10-15	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-30.63	-28.73
	2024-11-18	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-30.09	-27.11
	2024-12-03	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-29.07	-25.35
	2025-01-21	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-29.14	-25.35
	2025-02-12	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-28.16	-19.93
	2025-03-19	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-23.97	-15.40
	2025-09-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-30.73	-27.67
	2025-10-20	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-31.21	-27.67
	2025-11-19	BUY(Maintain)	150,000원	6개월		

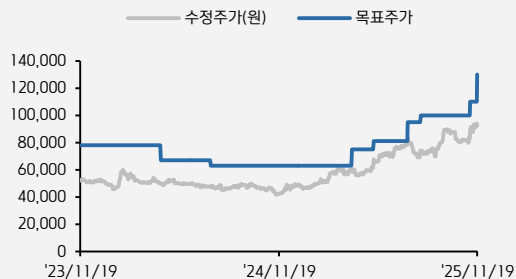
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

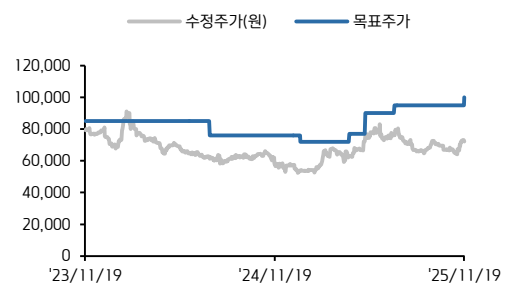
신세계 (004170)



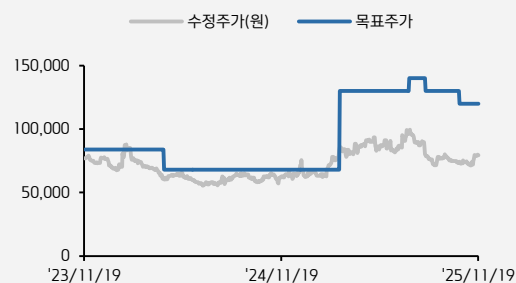
현대백화점 (069960)



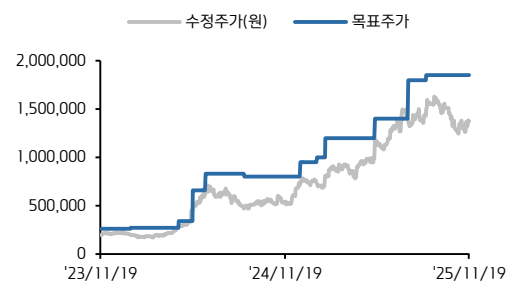
롯데쇼핑 (023530)



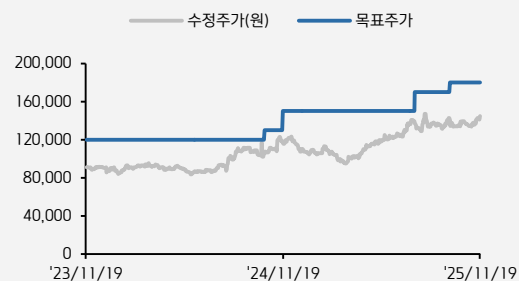
이마트(139480)



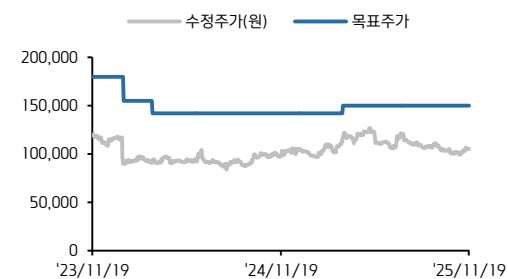
삼양식품 (003230)



KT&G (033780)



오리온 (271560)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%