

2026년 03월 10일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 유통/음식료 Overweight (Maintain)

인바운드 모멘텀과 중동 리스크 (feat. 일본 탐방기)

유통/음식료 Analyst 박상준 CFA sjpark@kiwoom.com

RA 권용일 kwonyy@kiwoom.com



Contents

인바운드 모멘텀과 중동 리스크
(feat. 일본 탐방기)

2

I. 서론: 일본 탐방 이후, 발발한 중동 전쟁 3

II. 유통: 인바운드 모멘텀 강화 4

- > 소득효과와 자산효과와 확산 4
- > 日 백화점, 중국인 매출 감소 본격화 6
- > 춘절 시즌 중국인 관광객 동향과 시사점 8
- > 백화점, 전쟁 장기화가 아니면 매력적 12
- > 유통 업체별 4Q25 실적 리뷰 14
- > 일본 백화점 업체 동향 24

III. 음식료: 글로벌 성과로 방어 28

- > 글로벌 성과가 좌우했던 실적 28
- > 새로운 성장 동력을 찾는 日 식품 업체 30
- > 글로벌 성과가 성장성과 수익성을 좌우 32
- > 음식료 업체별 4Q25 실적리뷰 34
- > 일본 식품 업체 동향 45

IV. 중동 지정학적 리스크 확대와 대응 전략 51

- > 高유가 지속되면, 편의점과 음식료 대형주 3社 선호 51

기업분석 54

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

Compliance Notice

- 당사는 03월 10일 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 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

인바운드 모멘텀과 중동 리스크
(feat. 일본 탐방기)

>>> 日 백화점 및 식품 업체 미팅 진행

당사는 지난 2/25~27까지 3일간 일본 백화점 2개 업체(J Front Retailing, Takashimaya), 식품 3개 업체(Japan Tobacco, Ajinomoto, Toyo Suisan)를 방문하여 IR 미팅을 진행하였다. 일본 백화점 업체들은 닛케이 지수 상승에 따른 수혜가 중국인 관광객 매출 급감으로 일부 상쇄되고 있었다. 식품 업체들은 담배를 제외한 주력 제품의 가격 인상에 신중하면서, 글로벌과 고부가가치 제품 확대에서 새로운 성장 동력을 찾는 모습이 한국 식품 업체와 유사한 부분이었다.

>>> 백화점, 인바운드 모멘텀 본격화

한국 백화점 업체들도 수출경기 낙수효과, 주식시장 강세 등으로 내수 소비경기 호조의 수혜가 지속되고 있다. 특히, 올해들어 중국인 인바운드 증가 모멘텀이 강화되는 모습이다. 춘절 시즌에 중국인 관광객은 일본 대신 동남아, 한국, 러시아, 호주 등을 해외 여행지로 선택하고 있고, 실제 방일 중국인 관광객은 -50~-60%, 백화점 중국인 매출은 -40% 내외 감소하는 추세이다. 특히, 지난 춘절 시즌에 날씨가 따뜻한 동남아 지역에 대한 선호도가 높았던 점을 감안한다면, 봄부터 방한 관광객 수요가 추가로 탄력 받을 수 있을 것으로 기대된다. 따라서, **추가적으로 지정학적 리스크가 확대되지 않는다면, 백화점 3社(신세계, 현대백화점, 롯데쇼핑)에 대한 최선호 관점이 유효**하다.

>>> 高유가 장기화된다면, 음식료 선호

다만, 일본 현지 탐방 이후, 중동 지정학적 리스크 확대로 유가가 급등하면서, 인플레이션 우려가 확대되고 주식시장의 변동성이 확대되고 있다. 만약, 고유가 장기화로 인플레이션이 심화된다면, 내수 소비와 인바운드 증가에 불확실성이 생길 수 있기 때문에, 편의점과 음식료 업체와 같은 경기방어주 중심의 대응이 필요하다. 특히, **음식료 대형주 3社(KT&G, 삼양식품, 오리온)는 상대적으로 견고한 펀더멘털 방어 능력을 보여줄 수 있을 것으로 기대**된다. 업종 내에서 상대적으로 영업이익률이 높고, 원화 약세에 유리하며, 가격 전가력이 높기 때문이다.

I. 서론: 일본 탐방 이후, 발발한 중동 전쟁

당사는 지난 2월 25일 ~ 27일에 일본 현지를 방문하여, 일본의 백화점 2개 업체(J Front Retailing, Takashimaya), 식품 3개 업체(Japan Tobacco, Ajinomoto, Toyo Suisan)와 IR 미팅을 진행하였다. 본 자료는 해당 미팅에서 얻은 시사점을 국내 산업과 기업분석에 반영하여 작성하였다.

최근 중국과 일본의 정치적 갈등으로 인해, 일본을 방문하는 중국인 관광객이 급감하고 있다. 따라서, 일본 백화점 2개 업체(J Front Retailing, Takashimaya)와의 미팅을 통해, 일본 내수 소비경기 동향과 함께 중국인 관광객 매출 감소에 따른 영향을 파악할 수 있었다.

Japan Tobacco는 글로벌 담배 Top 3 업체 중에 하나이다. 그들의 담배 가격 인상과 차세대 담배 확대 전략을 확인하고, KT&G에 미치는 영향을 생각해 볼 수 있었다. Ajinomoto는 식품과 아미노산 사업에서 CJ제일제당의 전통적인 경쟁사이나, 최근에는 반도체 소재(ABF: Ajinomoto Build Up) 사업을 확대하면서, 고부가가치 사업 중심으로 구조가 재편되고 있었다. 식품 사업은 원가 상승 부담을 가격 인상으로 방어 중이나, 미국 냉동식품 시장에서는 고전하는 흐름이 지속되고 있었다. Toyo Suisan은 북미 시장에서 농심, 삼양식품과 경쟁하는 라면 업체이나, 저가 세그먼트에 집중하면서, 한국 라면 업체들과 다른 관점에서 사업을 확대하고 있었다.

하지만, 일본에서 한국으로 돌아온 이후에, 국제 정세가 매우 심각하게 변화하고 있는 상황이다. 미국/이스라엘의 이란 공습으로 이란 최고지도자 알리 하메네이(Ali Khamenei)를 비롯한 많은 고위인사들이 사망했고, 이란 이슬람혁명수비대(IRGC)의 반격이 시작되면서, 중동에서 전쟁 지역이 확대되고 있는 상황이다. 이에 따라, 국제 유가가 급등하면서, 인플레이션에 대한 우려가 강해지고 있어, 예측하기 어려운 매크로 변수의 변동성이 크게 확대되고 있다.

따라서, 본 자료에서는 먼저 최근 중동 전쟁 확대에 따른 영향을 배제하고, 유통과 음식료 산업의 동향 및 전망에 대해 분석한 후에(Part II, III), 마지막 부분에서 중동 전쟁 영향에 따른 대응 전략(Part IV)을 제시하고자 한다.

일본 기업 방문 진행 ('26. 2. 25 ~ 27)



자료: 키움증권 리서치 (Toyo Suisan은 온라인 미팅으로 진행)

II. 유통: 인바운드 모멘텀 강화

>>> 소득효과와 자산효과의 확산

1) 백화점, 초호황 국면 진입

국내 유통 업체들의 4Q25 실적발표가 모두 마무리되었다. 기존점 매출 성장률에서 가장 돋보인 업체는 **백화점**이다. 수출 기업들의 호실적에 따른 낙수 효과와 주식 및 부동산 시장의 강세가 고소득층의 구매력을 자극하며 실적 개선을 견인한 것으로 판단된다. 신세계(+14%), 롯데(+8%), 현대(+8%) 등 백화점 3사의 기존점 매출 성장세가 돋보였으며, 명품과 고마진 패션 상품군의 판매 호조가 영업레버리지 효과를 극대화하며 전사 이익 구조를 한 단계 격상시켰다.

반면, 정책적 요인과 대외 환경에 따라 편의점과 할인점의 향방은 엇갈리는 모습을 보였다. 민생회복 소비쿠폰의 사용처에 포함된 **편의점**은 동일점 매출이 반등하며 안정적인 이익 성장세를 증명했으나, 사용처에서 제외된 **할인점**은 상대적으로 부진한 흐름을 면치 못했다.

특히 이마트의 경우 별도 기준 매출 성장세가 약화된 가운데, G마켓의 투자 확대에 따른 지분법 손실 증가가 영업외손익의 불확실성을 키우는 주요 우려 요인으로 부각되었다. 다만, 홈플러스 폐점 가속화에 따른 시장 점유율 흡수 기대감은 여전히 유효한 투자 포인트로 판단된다.

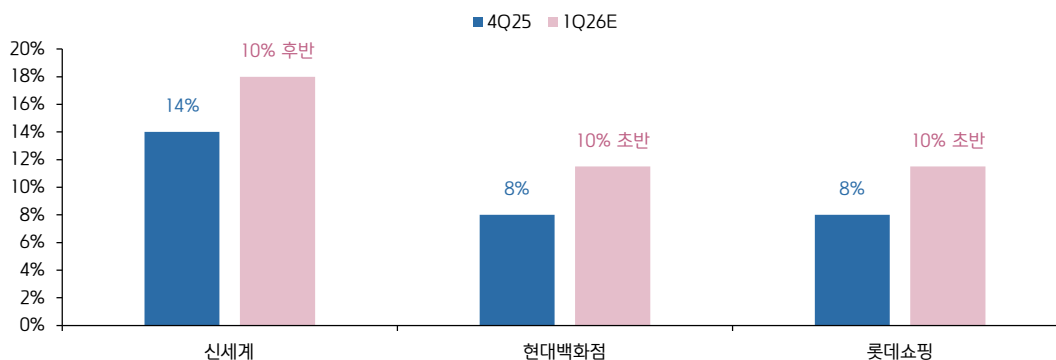
2) 중산층으로 확산되는 소비 회복

작년 6월 이후 소비자심리지수가 110pt 내외에 머물러 있는 상황이 지속되는 가운데, 유통 업체들이 공유한 1월 매출 동향과 1분기 전망을 종합해 보면, 전반적인 소비 환경에 대한 기대는 긍정적인 분위기다.

특히 **백화점의 국내 패션 매출 성장세와 편의점 매출의 반등은 소비 회복이 특정 계층에 국한되지 않고 점차 확대되고 있음을 시사**한다. 백화점 업체들의 1월 기존점 성장률은 +10%를 상회하고 있고, 국내 패션 매출 성장세가 확대되고 있으며, 편의점 업체들도 +2~3% 수준의 기존점 매출 증가가 가능해 보인다. 초기에는 자산 가격 상승의 수혜를 직접적으로 받는 고액자산가와 고소득층 중심으로 소비가 회복되는 모습이 나타났지만, 최근에는 주식시장 강세와 소득 개선 효과가 맞물리면서 소비 회복의 온기가 중산층으로까지 확산되고 있는 것으로 판단된다.

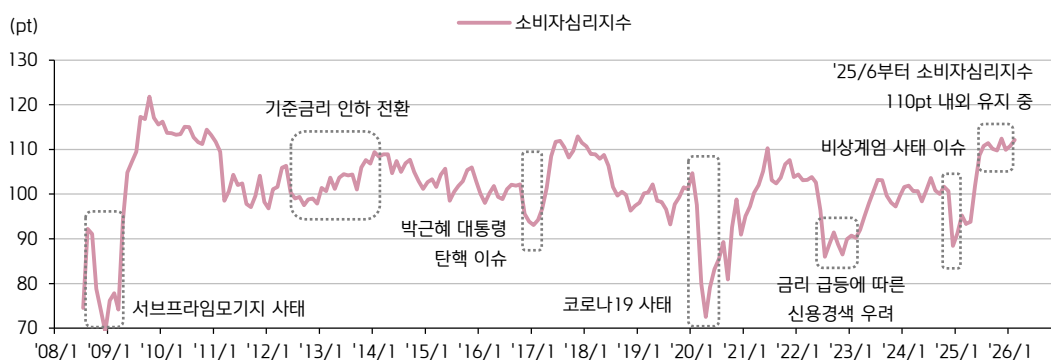
할인점도 설날 시점 차이로 아직 판단이 이르지만, 소비 회복 확산과 홈플러스 폐점 반사수혜를 감안하면 26년 1분기에는 25년 4분기 대비 양호한 매출 흐름이 기대된다.

백화점 3社 기준점 성장률: 4Q25 및 1Q26 전망(관리기준)



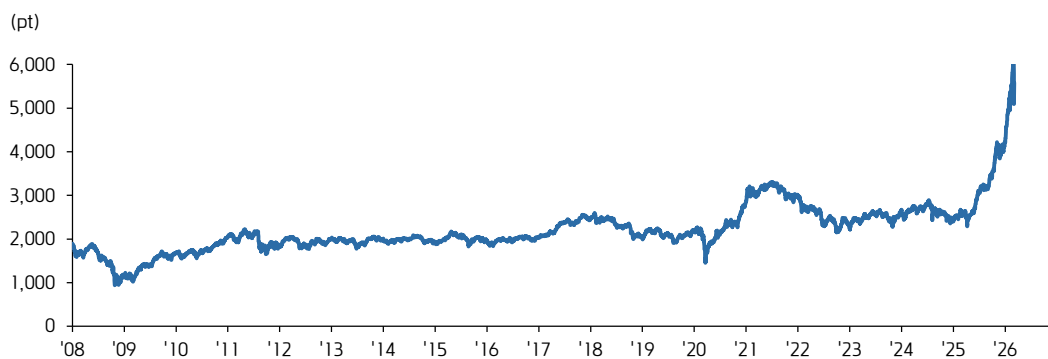
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

한국 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

KOSPI 지수 추이



자료: 에프앤가이드

>>> 日 백화점, 중국인 매출 감소 본격화

日 백화점의 중국인 매출은 -40% 정도 감소 추세

최근 일본 백화점 업계에서는 중국인 관광객 매출 감소가 본격화되는 모습이 나타나고 있다. 중국과 일본 간 정치적 갈등의 영향으로 방일 중국인 관광객 수가 크게 줄어들었기 때문이다. 2025년 12월부터 2026년 1월까지 누계 기준 방일 중국인 관광객 수는 약 71.6만 명으로, 전년 대비 약 87만 명 감소하며 -55% YoY의 큰 폭의 감소를 기록했다. 이러한 변화는 일본 백화점의 인바운드 매출에도 직접적인 영향을 미치고 있다.

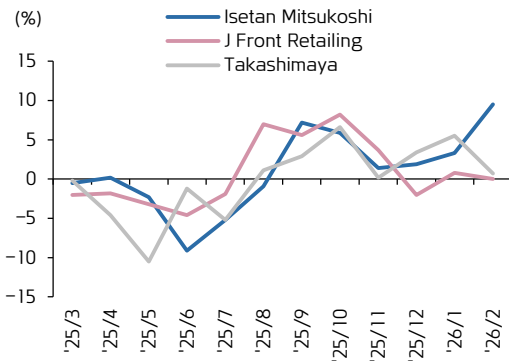
실제 주요 백화점 업체들의 중국인 매출 감소 폭도 상당하다. J Front Retailing은 약 -40%, Takashimaya는 약 -35% 수준의 중국인 매출 감소가 나타난 것으로 파악된다. 특히 외국인 매출 비중이 높은 점포일수록 영향이 크게 나타났다. J Front Retailing의 경우 도쿄 신사이바시, 교토, 삿포로 점포에서 외국인 매출 비중이 높은 편이며, Takashimaya 역시 오사카, 교토, 신주쿠 점포에서 인바운드 매출 의존도가 높은 구조를 가지고 있다. 이러한 점포에서는 중국인 관광객 감소의 영향이 상대적으로 크게 나타나고 있는 것으로 보인다.

다만 중국인 매출 감소에도 불구하고 일본 백화점의 전사 매출은 비교적 견조한 흐름을 유지하고 있다. 가장 큰 이유는 일본 내국인 소비가 예상보다 강한 성장세를 보이고 있기 때문이다. 최근 일본에서는 주식시장 상승과 부동산 가격 상승에 따른 자산효과가 확대되면서 부유층을 중심으로 명품 소비가 증가하는 흐름이 나타나고 있다. 이러한 자산효과는 럭셔리 브랜드와 고가 상품 중심의 백화점 매출 증가로 이어지고 있다.

또한 외국인 매출 구조에도 변화가 나타나고 있다. 중국인 관광객 비중이 감소하는 대신, 대만·한국·동남아시아·미국 등 다른 국가 관광객 매출이 증가하면서 중국인 감소분의 일부를 상쇄하고 있는 상황이다. 이와 같은 구조 덕분에 일본 백화점의 전체 매출은 비교적 안정적인 흐름을 유지하고 있으며, 주가 역시 상승 추세를 이어가고 있다.

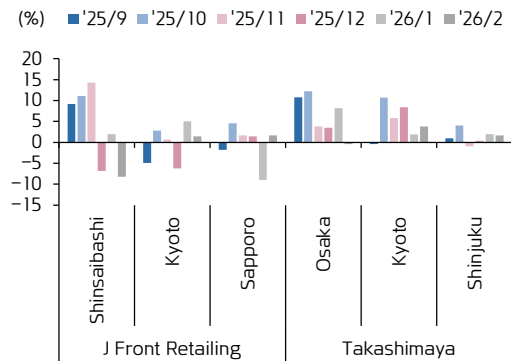
결과적으로 최근 일본 백화점 업황은 중국인 관광객 감소라는 단기 변수에도 불구하고, 내국인 소비 증가와 관광객 국적 다변화에 힘입어 비교적 견조한 흐름을 유지하고 있는 국면으로 판단된다.

日 백화점 기존점 성장률 추이



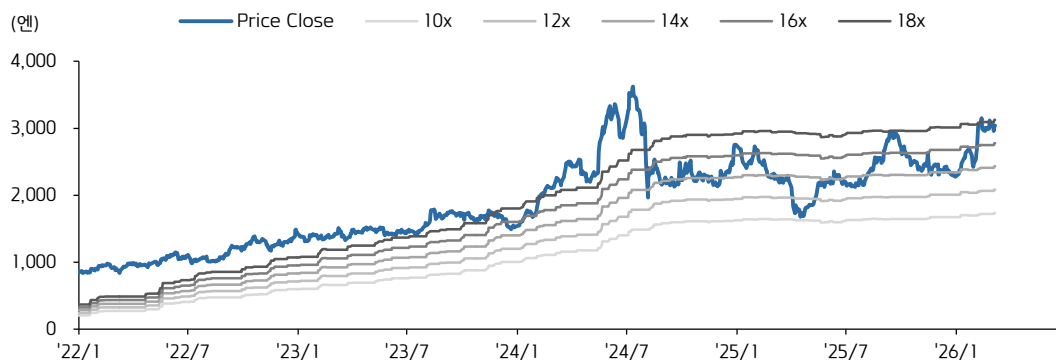
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

외국인 비중이 높은 日 백화점 매출 성장률 추이



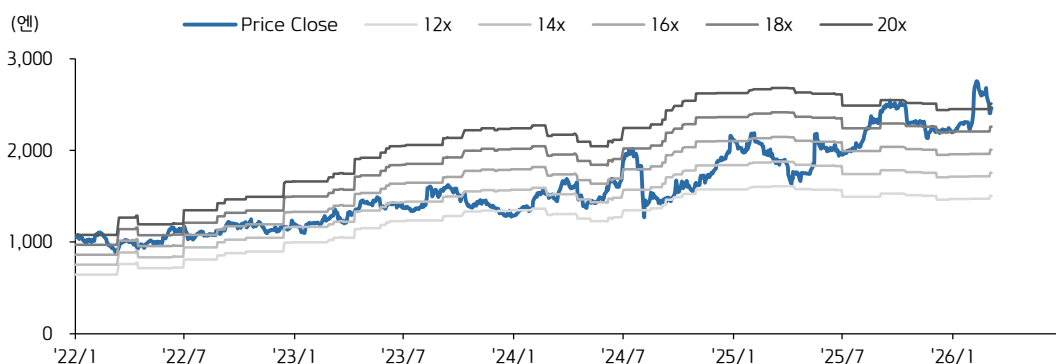
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

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



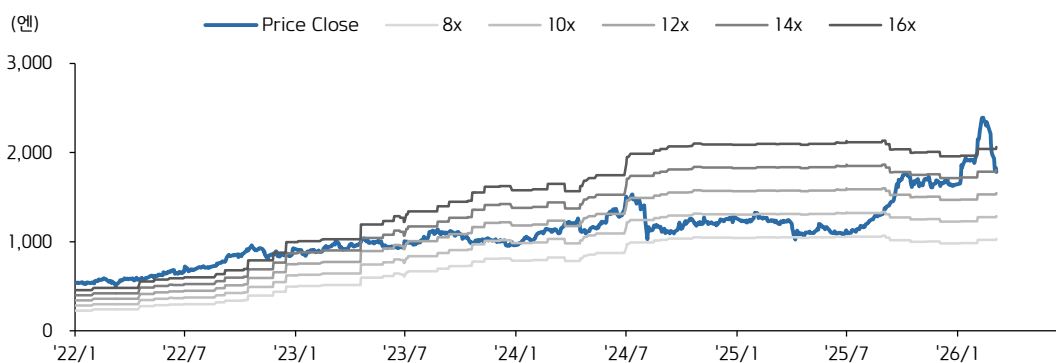
자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

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



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

Takashimaya Group(8233 JP) FW12M PER 밴드 차트 추이



자료: Refinitiv, 키움증권 리서치

>>> 춘절 시즌 중국인 관광객 동향과 시사점

1) 동남아 중심으로 중국인 관광객 증가 추세

2026년 춘절 시즌 중국인 해외여행 흐름을 살펴보면, 정치적 변수와 여행 환경 변화에 따라 국가별 관광 수요가 크게 달라진 모습이 확인된다. 최근 언론 보도와 관광 통계 자료를 종합해 보면, 전반적으로 중국인 관광객의 해외여행 수요는 회복세를 이어가고 있으나, 특정 국가에 대한 선호도 변화가 뚜렷하게 나타나고 있다.

먼저 일본의 경우 앞서 언급한 것처럼 ‘한일령’의 영향으로 중국인 관광객이 크게 감소하였다. 반면 다른 국가에서는 중국인 관광객이 증가하는 흐름이 나타났다. 러시아(25년 중국인 인바운드 83만명)의 경우 2025년 12월 중국인 방문객에 대한 비자 면제를 결정하면서 관광 수요가 빠르게 증가하고 있는 것으로 파악된다. 특히 지리적으로 가까운 극동 지역을 중심으로 중국 관광객 유입이 늘어나고 있는 모습이다. 호주(25년 중국인 인바운드 104만명)는 장거리 여행 수요 회복의 수혜를 받는 국가로 평가된다. 코로나 이후 억눌렸던 장거리 여행 수요가 점차 회복되면서 자연 관광과 휴양 수요가 높은 호주로의 방문이 증가하는 흐름이 나타나고 있다.

특히, 동남아시아 지역은 춘절 시즌 중국인 관광객 증가의 가장 큰 수혜 지역으로 꼽힌다. 태국(25년 중국인 인바운드 447만명)의 경우 2025년 일부 치안 문제로 인해 중국인 관광객이 감소했으나, 따뜻한 기후와 휴양 중심 여행 수요 덕분에 춘절 시즌에는 다시 대체 휴양지로 주목받으면서, 26년 2월 중국인 인바운드가 YoY +30.6만명 증가하였다. 싱가포르(25년 중국인 인바운드 310만명)와 말레이시아(25년 중국인 인바운드 397만명) 역시 비슷한 맥락에서 관광객 증가 흐름이 나타난 것으로 보인다. 이들 국가는 기후가 따뜻하고 접근성이 좋아 겨울철 단거리 여행지로서의 매력에 부각되고 있다.

한국(25년 중국인 인바운드 548만명) 역시 이번 춘절 시즌에서 중국인 관광객 증가 흐름이 나타난 국가 중 하나다. 일본 여행 수요가 정치적 변수로 위축되면서 일부 관광 수요가 한국으로 대체되는 모습이 나타났기 때문이다. 특히 최근 중국발 크루즈선 입항이 증가하면서 부산 지역이 상대적으로 큰 수혜를 본 것으로 파악된다. 크루즈 관광은 단체 관광객 유입 효과가 크기 때문에 지역 관광 및 소비에도 긍정적인 영향을 미친 것으로 평가된다.

2) 계절성 감안한다면, 봄부터 한국 관광에 대한 수요 확대 예상

이러한 춘절 시즌 관광 흐름을 종합해 보면, 단거리 여행지 선택에서 기후 요인과 정치적 변수의 영향이 동시에 작용하고 있음을 확인할 수 있다. 이번 춘절 기간에는 일본 대신 따뜻한 동남아 국가로 여행 수요가 이동하는 흐름이 뚜렷하게 나타났다. 이는 겨울철 계절적 특성과 맞물려 나타난 결과로 볼 수 있다.

다만 계절성을 고려할 경우, 향후 관광 수요 흐름은 다시 변화할 가능성이 있다. 날씨가 점차 따뜻해지는 봄철 이후에는 동남아 중심의 여행 수요가 일부 분산되면서 한국을 포함한 동북아 관광 수요가 확대될 가능성이 높다. 특히 한국은 쇼핑, K-콘텐츠, 의료관광 등 다양한 관광 콘텐츠를 갖추고 있어 중국 관광객 회복 국면에서 수혜 가능성이 높은 국가로 평가된다.

결론적으로 이번 춘절 시즌은 중국인 관광 수요가 특정 국가에 집중되기보다는 정치적 변수, 기후, 여행 환경 변화에 따라 분산되는 특징을 보였다. 향후 봄철 관광 시즌이 본격화될 경우, 한국을 포함한 동북아 지역의 중국인 관광객 유입은 점진적으로 확대될 가능성이 높을 것으로 판단된다.

춘절 시즌 중국인 관광객, 일본 대신 러시아/태국/호주/한국 등으로 여행 수요 증가



World ▾ Business ▾ Markets ▾ Sustainability ▾ Legal ▾ Commentary ▾ Technology ▾ Investigations

Chinese tourists head to Russia, Thailand on extended Lunar New Year break

By Julie Zhu and Sophie Yu

February 12, 2026 3:52 PM GMT+9 · Updated February 12, 2026



[1/3] People stand on an escalator next to a screen displaying train information at Beijing Railway Station during annual Spring Festival travel rush, in Beijing, China, February 12, 2026. REUTERS/Maxim Shemetov [Purchase Licensing Rights](#)

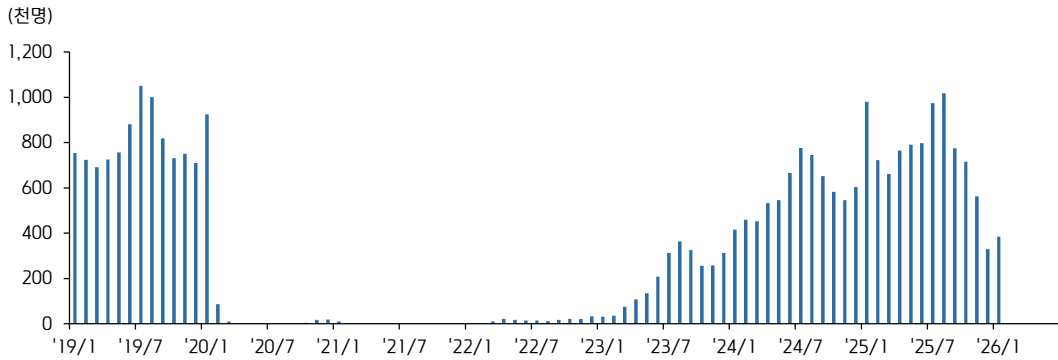
Summary Companies

- Russia, Thailand and warm locations favoured over Japan
- Record high of 9.5 billion passenger trips seen in 40-day period
- Russia benefits from visa waiver; travel to Australia surges

HONG KONG/BEIJING, Feb 12 (Reuters) - More Chinese tourists are expected to travel overseas during next week's extra-long Lunar New Year break, with top destinations ranging from Russia and Australia to Thailand and South Korea, travel agencies say, but Japan has lost some sheen.

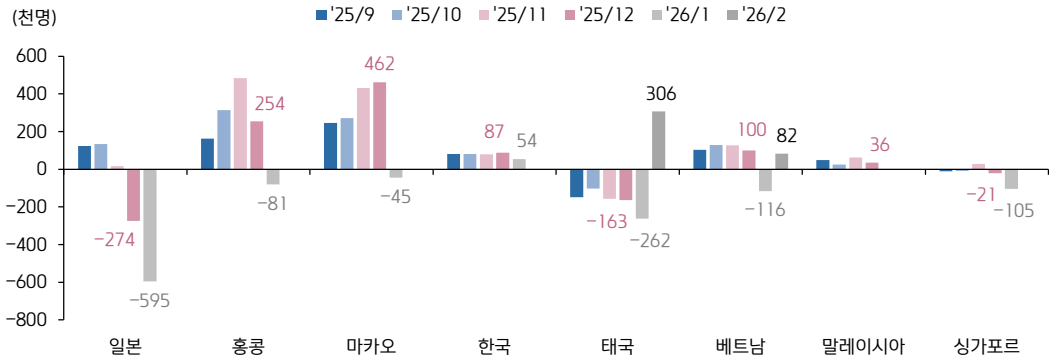
자료: 로이터(언론보도 인용)

일본의 중국인 인바운드 추이



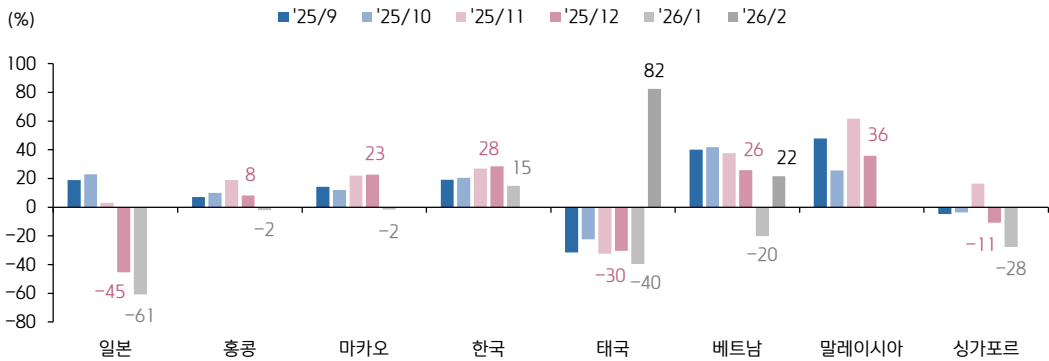
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국인 인바운드 YoY 증감 추이



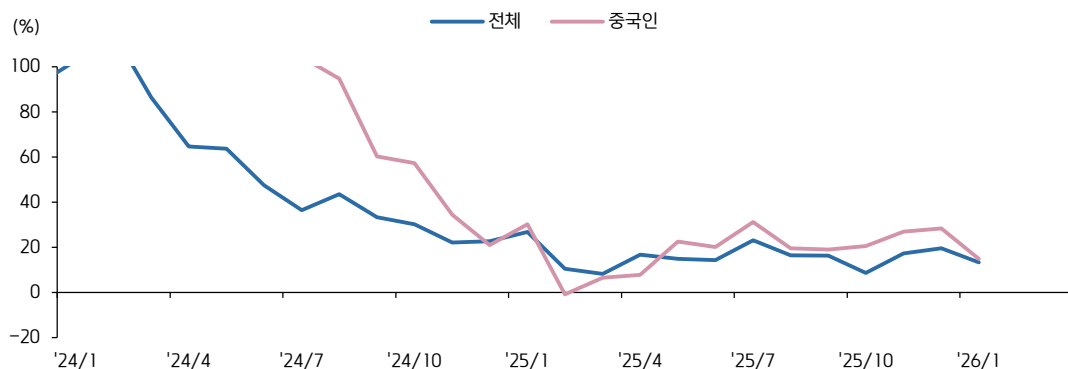
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국인 인바운드 YoY 증감률 추이



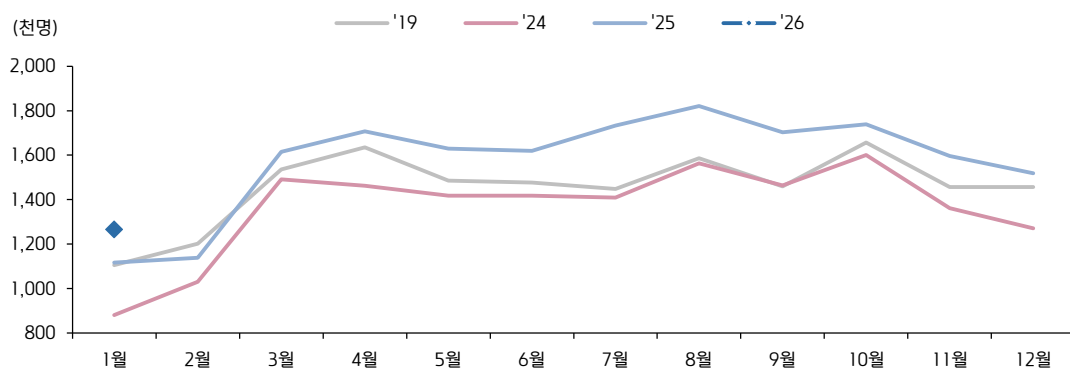
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

한국의 월별 입국자 수 YoY 증감률 추이



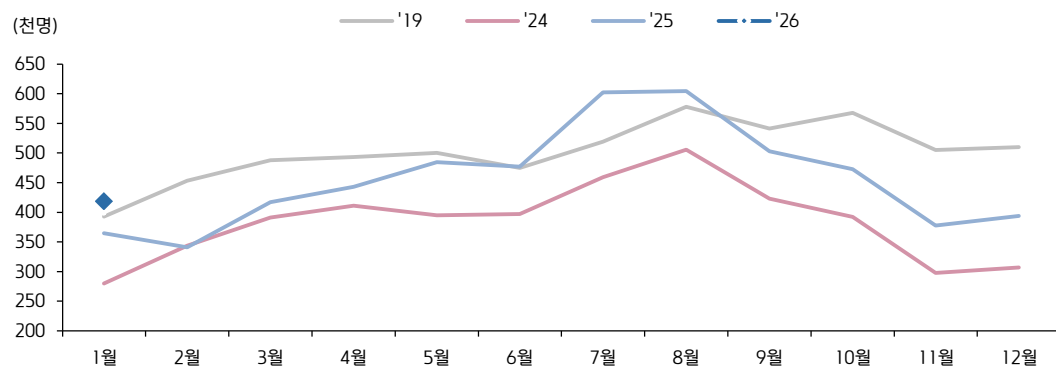
자료: 관광지식정보시스템

한국의 전체 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

>>> 백화점, 전쟁 장기화가 아니면 매력적

1) 소득효과와 자산효과 확산으로 국내 소비경기 호조 기대

중동 전쟁 등 매크로 불확실성이 추가로 확대되지 않는다는 전제하에, 국내 백화점 업계는 내국인 수요의 견조한 흐름이 지속될 것으로 전망된다. 이는 주요 수출 기업들의 호실적에 따른 낙수 효과와 더불어 주식 시장 강세가 지속되면서 '자산 효과(Wealth Effect)'가 중산층까지 확산되고 있기 때문이다. 실제로 고소득층에 집중되었던 소비 온기가 중산층으로 확산되면서, 패션 카테고리의 매출 성장세가 강화되고 있는 상황이다.

2) 중국인 관광객 증가로 외국인 매출 성장세 강화 전망

원화 약세, '한일령' 반사수혜 등에 따른 인바운드(외국인 관광객) 매출의 폭발적인 성장세는 백화점 업종의 강력한 추가 모멘텀이다. 지난 1월 백화점 3사의 외국인 매출 성장률은 신세계 +87%, 롯데 +83%, 현대 +30% 내외를 기록하면서, 외국인 매출 비중이 신세계는 7%, 현대는 6%, 롯데는 5% 수준으로 확대된 상황이다. 특히, 최근에는 명동과 부산 등 중국 관광객 방문 비중이 높은 지역에 강점을 가진 신세계와 롯데의 성장 모멘텀이 상대적으로 강하게 나타나고 있다.

또한, 앞서 언급한 것처럼 날씨가 따뜻해지는 봄철 이후에는 이른바 '한일령'에 따른 반사 수혜가 더욱 확대될 가능성이 높다. 일본 여행 수요 일부가 한국으로 이동하면서 중국인 관광객 증가 흐름이 이어질 수 있으며, 3월 이후에는 인바운드 소비 모멘텀이 한층 강화될 것으로 기대된다. 특히, 내국인과 외국인 수요의 성장성을 감안한다면, 국내 백화점 3사의 주가 밸류에이션은 여전히 일본 백화점 업체 대비 디스카운트가 큰 상황으로 판단된다.

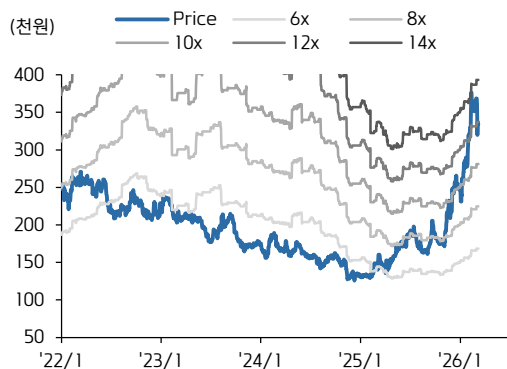
3) 백화점 3사, 종목별 투자포인트

신세계는 대형점 리뉴얼 효과가 본격화되면서 백화점 3사 중 매출 성장 모멘텀이 가장 강하다. 1월 관리기준 기존점 성장률 +18%를 기록하였고, 1분기 전체적으로 가장 높은 기존점 성장률을 시현할 전망이다.

롯데쇼핑은 내수 소비경기 회복에 따른 영업레버리지 효과가 가장 크게 나타날 전망이다. 특히, 중산층 소비가 회복되면서, 고마진 패션 상품군의 성장세가 확대되고, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 강해지고 있다.

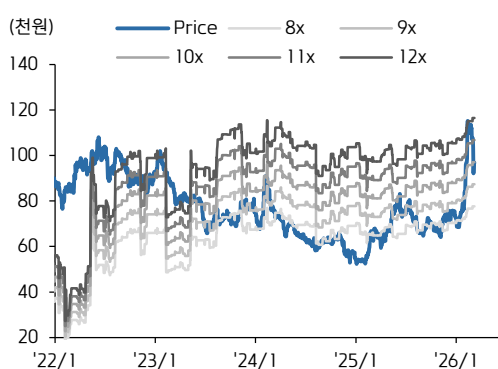
현대백화점은 경쟁사 대비 밸류에이션 매력도가 가장 높고, 백화점 감가상각비 축소 효과도 기대된다(더현대서울점 등). 특히 미국 유통 채널 재고 조정 이후 지누스 매출이 정상화되면, 자회사 부진에 따른 밸류에이션 할인이 해소되면서, 주가 반등이 가팔라질 수 있다. 작년 11~12월에 주요 유통 채널 재고 조정 영향으로 미국 소비재 수입이 크게 감소한 점을 감안한다면, 재고 축적 수요가 점차 반등할 가능성이 높아지고 있는 것으로 판단된다.

신세계 FW12M PER 밴드 추이



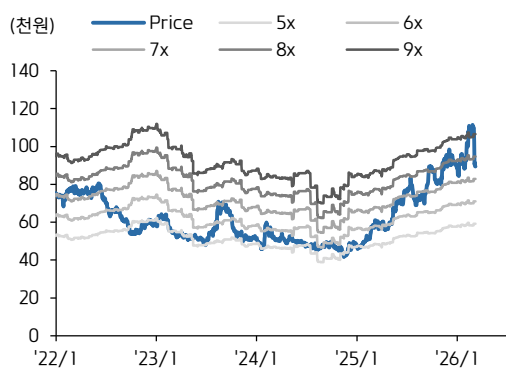
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 FW12M PER 밴드 추이



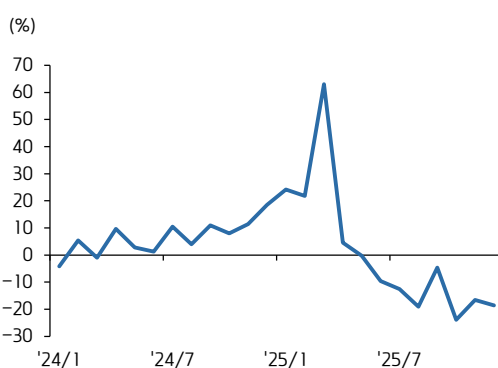
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

현대백화점 FW12M PER 밴드 추이



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

미국 소비재 수입 YoY 증감률 추이



자료: Bloomberg

>>> 유통 업체별 4Q25 실적 리뷰

주요 유통 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	YoY	1Q26E	YoY
BGF 리테일	매출액	22,165	20,165	22,901	24,622	22,923	3.4%	20,871	3.5%
	영업이익	516	226	694	976	642	24.3%	302	33.4%
	OPM	2.3%	1.1%	3.0%	4.0%	2.8%	0.5%p	1.4%	0.3%p
	순이익	435	134	528	793	498	14.6%	221	65.2%
GS 리테일	매출액	29,523	27,498	29,762	32,054	30,260	2.5%	28,244	2.7%
	영업이익	218	418	858	1,111	533	144.9%	484	15.8%
	OPM	0.7%	1.5%	2.9%	3.5%	1.8%	1.0%p	1.7%	0.2%p
	순이익	-319	67	153	945	-987	적지	229	240.8%
신세계	매출액	18,212	16,658	16,938	16,361	19,337	6.2%	17,888	7.4%
	영업이익	1,036	1,323	753	998	1,725	66.5%	1,449	9.5%
	OPM	5.7%	7.9%	4.4%	6.1%	8.9%	3.2%p	8.1%	0.2%p
	순이익	-528	575	-23	352	-775	적지	575	0.0%
현대백화점	매출액	11,752	10,981	10,803	10,103	10,417	-11.4%	9,998	-8.9%
	영업이익	1,077	1,125	869	727	1,062	-1.4%	1,007	-10.5%
	OPM	9.2%	10.2%	8.0%	7.2%	10.2%	1.0%p	10.1%	-0.2%p
	순이익	200	679	451	453	496	147.9%	744	9.6%
롯데쇼핑	매출액	34,771	34,568	33,497	34,101	35,218	1.3%	34,902	1.0%
	영업이익	1,472	1,482	406	1,305	2,277	54.7%	1,810	22.1%
	OPM	4.2%	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	2.2%p	5.2%	0.9%p
	순이익	-9,773	162	-204	-566	1,124	흑전	669	313.2%
이마트	매출액	72,497	72,189	70,390	74,008	73,117	0.9%	72,767	0.8%
	영업이익	-771	1,593	216	1,514	-99	적지	1,845	15.8%
	OPM	-1.1%	2.2%	0.3%	2.0%	-0.1%	0.9%p	2.5%	0.3%p
	순이익	-5,917	708	-523	2,659	-1,482	적지	841	18.9%

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(3/9, 원)		115,500	18,460	313,000	84,700	92,000	92,400
시가총액(3/9, 조원)		2.00	1.54	3.02	1.92	2.60	2.55
매출액	'24	8,699	11,627	6,570	4,188	13,987	29,021
	'25P	9,061	11,957	6,930	4,230	13,738	28,970
	'26E	9,309	12,131	7,089	4,188	13,856	29,319
영업이익	'24	252	239	477	284	473	47
	'25P	254	292	480	378	547	322
	'26E	268	301	599	412	646	592
OPM	'24	2.9%	2.1%	7.3%	6.8%	3.4%	0.2%
	'25P	2.8%	2.4%	6.9%	8.9%	4.0%	1.1%
	'26E	2.9%	2.5%	8.4%	9.8%	4.7%	2.0%
순이익	'24	195	3	108	-36	-990	-590
	'25P	195	18	13	208	52	136
	'26E	200	173	271	293	294	182
PER	'24	9.1	666.9	12.1	-30.6	-1.6	-3.0
	'25P	9.4	105.0	236.6	9.5	51.5	26.1
	'26E	10.3	8.9	11.4	6.5	8.8	14.2
PBR	'24	1.50	0.43	0.31	0.24	0.10	0.17
	'25P	1.37	0.61	0.73	0.43	0.17	0.32
	'26E	1.40	0.45	0.69	0.40	0.17	0.23
ROE	'24	17.3%	0.1%	2.5%	-0.8%	-7.7%	-5.4%
	'25P	15.3%	0.6%	0.3%	4.6%	0.3%	1.3%
	'26E	14.2%	5.2%	6.2%	6.3%	1.9%	1.6%
배당수익률	'24	4.0%	3.0%	3.4%	3.0%	7.0%	3.2%
	'25P	4.0%	2.5%	1.7%	2.5%	4.3%	2.0%
	'26E	3.7%	3.3%	1.7%	2.5%	4.3%	2.7%

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

1) BGF리테일/GS리테일

BGF리테일의 4Q25 연결기준 영업이익은 642억원으로 시장 컨센서스(289억원 추정 기준, 총매출 기준 영업이익률 4.0%)를 상회했다. 상품 믹스 개선에 따른 매출총이익률 개선과 명절 상여금 회계 처리 변경에 따른 기저효과가 실적 서프라이즈의 주요 원인이었다. 4Q25 편의점 동일점 성장률은 +0.4%(담배 제외 시 +0.8%)를 기록했는데, 객수가 -2.2% 감소한 반면 객단가가 +2.6% 상승하면서 소폭의 플러스 성장을 달성했다. 한편, 25년 연간 편의점 점포 순증은 253점으로 연간 순증 가이드نس 300점을 하회했으며, 25년말 기준 총 점포 수는 18,711점이다

향후 실적 전망 측면에서는 동일점 매출 성장세가 핵심 변수로 작용할 전망이다. 회사는 2026년 점포 순증 가이드نس를 다시 300점 수준으로 제시했으나, 출점 환경이 이전보다 어려워진 점을 고려하면 실제 출점 확대 여부는 지켜볼 필요가 있다. 근거리 상권 경쟁 심화와 지방 인구 감소 등 구조적인 요인으로 인해 편의점 산업 전반의 출점 여건이 과거 대비 제한적인 상황이기 때문이다.

그럼에도 불구하고 **소비 경기 회복에 따른 동일점 매출 증가 가능성은 긍정적인 요인**이다. 실제로 2026년 1월 동일점 매출 성장률은 +0~1% 수준을 기록했고, 2월에는 +3~4% 수준으로 상승하는 흐름이 나타나고 있다. 이러한 흐름을 감안할 때 2026년 상반기 동일점 매출 성장률은 +2% 내외 수준을 기록할 가능성이 높은 것으로 전망된다.

GS리테일의 4Q25 연결기준 영업이익은 533억원으로 시장 컨센서스를 하회했다. 광고판촉비 절감(-37억원 YoY)과 유형상품 확대에 따른 홈쇼핑 실적 호조에도 불구하고, 희망퇴직 관련 비용(20~30억원)과 매출 활성화 비용(30억원) 반영 등으로 인해 편의점 부문의 수익성이 기대치를 하회했기 때문이다. 4Q25 동일점 성장률은 편의점 +3.6%, 수퍼 -0.3%를 기록했으며, 26년 1월에도 편의점 +3% 초반, 수퍼 +0~1%로 유사한 흐름이 이어지고 있다. 편의점은 점포 순증이 미미했고, 수퍼는 전분기 대비 소폭의 점포 순증(+4점 QoQ)이 있었다. 동사는 26년 편의점과 수퍼 점포 순증 가이드نس를 별도로 제시하지 않았으며, 점포 순증 목표 달성보다는 수익성 중심의 기초를 바탕으로 선별적인 출점을 진행할 예정이다. 한편 세전이익은 요기요와 해외펀드 관련 영업외손실이 각각 300억원, 480억원 반영되면서 전년동기와 마찬가지로 적자를 기록했다.

올해는 내실 다지기에 집중하는 한 해가 될 전망이다. 수출 경기 호조, 주식시장 호황 등에 힘입어 올해 내수 소비 환경은 작년 대비 크게 개선될 것으로 기대된다. 이에 따라 **동사의 주요 유통 채널 매출 흐름도 작년 대비 양호할 것으로 전망**된다. 다만 최근 근거리 상권에서 무인점포, 다이소 등 경쟁 업체의 집객력과 점유율이 상승하면서, 편의점과 수퍼의 점포 순증은 둔화될 수밖에 없는 시장 환경이 조성되고 있다. 따라서 주요 업체의 매출 성장률이 과거처럼 높은 수준을 보여주는 것은 어려울 것으로 판단된다. 지속되는 투자자산의 평가손실 발생도 다소 아쉬운 부분이다. 환율 변동과 펀드 내 투자자산의 가치 변동에 따라 영업외손익이 변동하면서, 지배주주순이익의 변동성이 확대되고 있기 때문이다.

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	2,216.5	2,016.5	2,290.1	2,462.2	2,292.3	2,087.1	2,356.3	2,503.8	2,362.0	8,698.8	9,061.2	9,309.2
(YoY)	8.6%	3.2%	4.0%	5.9%	3.4%	3.5%	2.9%	1.7%	3.0%	6.2%	4.2%	2.7%
별도기준	2,177.1	1,975.3	2,238.3	2,405.8	2,238.7	2,046.0	2,304.4	2,447.3	2,302.7	8,592.1	8,858.1	9,100.4
(YoY)	7.6%	1.3%	2.9%	5.0%	2.8%	3.6%	3.0%	1.7%	2.9%	5.7%	3.1%	2.7%
매출총이익	408.3	369.6	429.4	464.2	423.9	385.8	445.2	474.1	435.7	1,625.7	1,687.0	1,740.7
(GPM)	18.4%	18.3%	18.7%	18.9%	18.5%	18.5%	18.9%	18.9%	18.4%	18.7%	18.6%	18.7%
별도기준	392.0	354.3	410.7	444.2	407.4	370.0	426.0	453.6	417.3	1,579.6	1,616.6	1,666.9
(GPM)	18.0%	17.9%	18.3%	18.5%	18.2%	18.1%	18.5%	18.5%	18.1%	18.4%	18.2%	18.3%
판매비	356.7	347.0	359.9	366.5	359.7	355.7	369.3	376.5	371.0	1,374.1	1,433.2	1,472.4
(YoY)	10.3%	5.6%	5.9%	5.0%	0.8%	2.5%	2.6%	2.7%	3.1%	8.2%	4.3%	2.7%
(판매비율)	16.1%	17.2%	15.7%	14.9%	15.7%	17.0%	15.7%	15.0%	15.7%	15.8%	15.8%	15.8%
별도기준	346.8	331.1	350.4	360.7	352.3	341.8	360.9	370.7	363.1	1,349.2	1,394.6	1,436.4
(YoY)	8.6%	3.5%	4.1%	4.4%	1.6%	3.2%	3.0%	2.8%	3.1%	8.0%	3.4%	3.0%
(판매비율)	15.9%	16.8%	15.7%	15.0%	15.7%	16.7%	15.7%	15.1%	15.8%	15.7%	15.7%	15.8%
영업이익	51.6	22.6	69.4	97.6	64.2	30.2	75.8	97.6	64.7	251.6	253.9	268.3
(YoY)	1.1%	-30.7%	-8.9%	7.1%	24.3%	33.4%	9.2%	0.0%	0.8%	-0.6%	0.9%	5.7%
(OPM)	2.3%	1.1%	3.0%	4.0%	2.8%	1.4%	3.2%	3.9%	2.7%	2.9%	2.8%	2.9%
별도기준	45.2	23.2	60.2	83.5	55.1	28.2	65.1	83.0	54.3	230.4	222.0	230.6
(YoY)	-8.5%	-30.6%	-13.3%	1.3%	21.9%	21.8%	8.1%	-0.6%	-1.5%	-4.5%	-3.7%	3.9%
(OPM)	2.1%	1.2%	2.7%	3.5%	2.5%	1.4%	2.8%	3.4%	2.4%	2.7%	2.5%	2.5%
세전이익	51.4	17.3	66.9	99.1	63.9	29.1	74.8	96.6	63.7	245.3	247.2	264.1
순이익	43.5	13.4	52.8	79.3	49.8	22.1	56.7	73.2	48.2	195.2	195.3	200.2
(자배)순이익	43.5	13.4	52.8	79.3	49.8	22.1	56.7	73.2	48.2	195.2	195.3	200.2
(YoY)	12.6%	-42.9%	-9.7%	13.5%	14.6%	65.2%	7.3%	-7.7%	-3.1%	-0.3%	0.0%	2.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	2,952	2,750	2,976	3,205	3,026	2,824	3,034	3,227	3,046	11,627	11,957	12,131
(YoY)	9.3%	1.8%	1.6%	5.3%	2.5%	2.7%	1.9%	0.7%	0.7%	4.4%	2.8%	1.5%
편의점	2,197	2,012	2,226	2,449	2,253	2,061	2,271	2,462	2,276	8,666	8,940	9,070
(YoY)	6.3%	2.2%	1.5%	6.1%	2.5%	2.4%	2.1%	0.5%	1.0%	5.1%	3.2%	1.5%
수퍼	410	416	427	459	440	449	449	471	447	1,608	1,743	1,816
(YoY)	14.2%	9.2%	8.3%	8.5%	7.5%	7.9%	5.3%	2.6%	1.5%	11.1%	8.4%	4.2%
홈쇼핑	252	258	257	248	278	260	260	241	270	1,052	1,040	1,031
(YoY)	-14.7%	-6.7%	-6.0%	-1.4%	10.5%	1.0%	1.1%	-2.6%	-3.0%	-7.0%	-1.1%	-0.9%
개발	8	9	8	8	9	8	8	8	8	36	34	32
공통 및 기타	86	55	59	42	46	46	46	46	46	265	201	182
영업이익	22	42	86	111	53	48	94	107	52	239	292	301
(YoY)	-33.5%	-15.9%	3.3%	31.6%	145%	15.8%	9.1%	-3.5%	-3.1%	-18.1%	22.2%	3.0%
(OPM)	0.7%	1.5%	2.9%	3.5%	1.8%	1.7%	3.1%	3.3%	1.7%	2.1%	2.4%	2.5%
편의점	31	17	59	85	25	24	70	82	22	195	186	198
(OPM)	1.4%	0.9%	2.7%	3.5%	1.1%	1.2%	3.1%	3.3%	1.0%	2.2%	2.1%	2.2%
수퍼	1	8	5	9	5	9	6	9	4	32	27	28
(OPM)	0.3%	1.9%	1.3%	2.0%	1.1%	1.9%	1.3%	2.0%	1.0%	2.0%	1.6%	1.6%
홈쇼핑	29	22	25	12	34	21	23	10	29	107	93	83
(OPM)	11.3%	8.7%	9.8%	4.7%	12.1%	7.9%	9.0%	4.1%	10.9%	10.2%	8.9%	8.1%
개발	-23	0	2	0	-5	0	0	0	0	-35	-3	0
공통 및 기타	-15	-6	-6	5	-5	-5	-6	6	-4	-59	-13	-9
세전이익	-52	16	19	111	-87	28	73	86	31	11	58	218
순이익	-30	5	14	90	-85	21	55	66	23	10	25	165
(자배)순이익	-32	7	15	95	-99	23	57	68	25	3	18	173
(YoY)	적지	-81.1%	-74.4%	흑전	적지	241%	275%	-28.5%	흑전	-85.6%	599%	872%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 현대백화점/신세계

현대백화점의 4Q25 연결기준 영업이익은 1,062억원(-1% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다. 백화점 기존점 매출 호조(+8%)와 면세점 흑자전환에도 불구하고, 지누스(지분율 38%)의 실적이 예상보다 크게 부진했기 때문이다. 지누스는 미국 주요 채널 내 재고조정 영향으로 전반적인 매출 흐름이 부진하였으며, 회사는 올해 1분기말에 매출 회복을 기대하고 있는 상황이다.

백화점 부문의 영업이익은 YoY +239억원 증가하였으나, 감가상각비 감소 영향을 제외한다면, 기존점 매출 성장에 따른 영업이익 증가효과는 199억원 수준(+17% YoY)으로 추산된다. 전반적인 매출 고성장과 고마진 패션 상품군 성장세에 힘입어, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 확대되고 있는 것으로 판단된다.

동사의 1Q26 연결기준 영업이익은 1,007억원(-10.5% YoY)으로 전망된다. 국내 주요 기업 호실적, 주식 시장 강세 등에 힘입어, 백화점에서 명품/패션 등의 판매가 호조를 보이고 있다(1~2월 현재 관리기준 기존점 +10% 초반). 특히, 춘절 이후에는 중국인을 중심으로 외국인 관광객도 크게 증가할 수 있기 때문에, 전사 실적 전망치가 추가로 상향될 수 있다. 실제 외국인 매출 성장률은 매월 +30%대의 성장세를 보이고 있는 상황이다.

지속되는 주주환원정책 강화도 주가 흐름에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다. 동사는 전일 공시를 통해, 작년 기말 주당배당금을 1,650원으로 공시하였다. 연간 누계 DPS는 2,150원으로 전년대비 +54% 증가하였다. 또한, 추가적인 자기주식 매입 및 소각 결정으로 인해, 26년말 총 발행주식 수는 현재 대비 -5.6% 감소할 전망이다.

신세계의 4Q25 연결기준 영업이익은 1,725억원(+67% YoY)으로 높아진 시장 기대치에 부합하였다. 백화점 기존점 매출 증가(관리기준 +14%, 회계기준 +7%), 할인율 축소 및 공항점 매출 증가에 따른 면세점 흑자전환, 호텔 및 백화점 강남점 매출 호조에 따른 센트럴시티 실적 개선 등에 힘입어, 전사 실적이 전년동기 대비 크게 개선되었다. 백화점 부문의 영업이익은 YoY +225억원 증가하였으나, 인건비 감소(통상임금 관련 기저효과 영향)와 감가상각비 증가 영향을 제외한다면, 기존점 매출 성장에 따른 영업이익 증가효과는 229억원 수준(+19% YoY)으로 추산된다. 전반적인 매출 고성장과 고마진 패션 상품군 성장세에 힘입어, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 확대되고 있는 것으로 판단된다.

동사의 1Q26 연결기준 영업이익은 1,449억원(+10% YoY)으로 전망된다. 국내 주요 기업 호실적, 주식 시장 강세 등에 힘입어, 백화점에서 명품/패션 등의 판매가 호조를 보이고 있다(1월 관리기준 기존점: 전체 +18%, 명품 +30%, 패션 +15%). 동사는 대형점 리뉴얼로 경쟁사 대비 매출 성장세가 강한 편이고, 춘절 이후에는 중국인을 중심으로 외국인 관광객도 크게 증가할 수 있기 때문에, 전사 실적 전망치가 추가로 상향될 수 있다. 실제 외국인 매출 성장률은 매월 상승세를 보이면서(25년 10월 +44%, 11월 +60%, 12월 +79%, 26년 1월 +87%), 1월에 외국인 매출 비중이 7.1%까지 확대되었다.

주요 자회사의 실적 개선 모멘텀과 주주환원정책 강화도 주가 흐름에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다. 신세계인터내셔널과 센트럴시티는 백화점과 호텔 업황 호조에 따른 수혜가 기대되고, 주당 배당금을 +16% 인상했으며, 올해도 자사주 20만주(총 발행주식 수의 2.1%)를 추가로 소각할 예정이다.

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
총매출액	2,720	2,555	2,474	2,320	2,523	2,376	2,373	2,383	2,613	10,061	9,871	9,744
(YoY)	-7.0%	5.0%	-0.1%	-4.6%	-7.3%	-7.0%	-4.1%	2.7%	3.6%	-0.7%	-1.9%	-1.3%
순매출액	1,175	1,098	1,080	1,010	1,042	1,000	1,031	1,048	1,110	4,188	4,230	4,188
(YoY)	3.5%	15.4%	5.5%	-2.6%	-11.4%	-8.9%	-4.6%	3.7%	6.5%	-0.5%	1.0%	-1.0%
백화점	661	589	590	577	682	614	615	591	695	2,435	2,438	2,516
(YoY)	0.8%	-0.8%	-3.6%	1.5%	3.2%	4.3%	4.3%	2.5%	2.0%	1.3%	0.1%	3.2%
(기존점 성장률)	-0.2%	1.0%	-0.3%	4.5%	8.3%	8.0%	8.0%	5.0%	4.0%	2.0%	3.5%	6.2%
면세점	263	294	294	223	205	206	220	229	217	972	1,014	873
(YoY)	12.2%	22.0%	22.0%	-2.5%	-22.2%	-29.7%	-25.2%	3.1%	6.1%	-2.6%	4.3%	-14.0%
지누스	289	250	229	242	192	213	229	258	234	920	913	934
(YoY)	2.4%	64.2%	11.2%	-11.4%	-33.5%	-14.6%	-0.3%	6.6%	21.8%	-3.3%	-0.8%	2.3%
기타 및 조정	-38	-34	-33	-31	-37	-34	-33	-31	-37	-140	-135	-135
영업이익	108	112	87	73	106	101	81	97	133	284	378	412
(YoY)	12.2%	63.3%	102.8%	12.5%	-1.4%	-10.5%	-6.9%	33.7%	25.5%	-6.4%	33.2%	8.9%
(OPM)	4.0%	4.4%	3.5%	3.1%	4.2%	4.2%	3.4%	4.1%	5.1%	2.8%	3.8%	4.2%
백화점	114	97	69	89	138	120	92	101	149	359	394	463
(OPM)	5.9%	5.6%	4.1%	5.3%	7.0%	6.6%	5.2%	5.8%	7.4%	5.0%	5.5%	6.3%
면세점	-12	-2	-1	1	2	1	2	2	1	-29	0	6
(OPM)	-2.2%	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.2%	0.5%	0.6%	0.3%	-1.4%	0.0%	0.4%
지누스	16	28	29	-8	-23	-10	-3	4	-7	-5	26	-16
(OPM)	4.9%	10.1%	11.5%	-2.7%	-10.3%	-4.1%	-1.1%	1.2%	-2.4%	-0.5%	2.5%	-1.5%
기타 및 조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	60	121	78	65	-141	96	76	92	128	6	123	392
순이익	46	88	54	48	-49	73	58	70	98	-1	142	298
(자배)순이익	20	68	45	45	50	74	61	66	92	-36	208	293
(YoY)	흑전	-0.6%	흑전	113.4%	147.9%	9.6%	34.4%	45.4%	86.1%	적지	흑전	41.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
총매출액	3,187	2,878	2,896	2,814	3,420	3,108	3,017	2,890	3,416	11,497	12,008	12,430
(YoY)	2.1%	2.1%	4.1%	3.9%	7.3%	8.0%	4.2%	2.7%	-0.1%	3.3%	4.4%	3.5%
백화점	2,008	1,792	1,747	1,712	2,154	1,935	1,886	1,780	2,207	7,244	7,404	7,809
(YoY)	-1.1%	-0.5%	0.0%	1.4%	7.2%	8.0%	8.0%	4.0%	2.5%	2.7%	2.2%	5.5%
신세계 DF	632	637	685	621	691	643	576	543	543	2,326	2,634	2,304
(YoY)	13.8%	13.7%	21.5%	9.1%	9.4%	0.8%	-15.9%	-12.7%	-21.5%	6.3%	13.3%	-12.5%
순매출액	1,821	1,666	1,694	1,636	1,934	1,789	1,722	1,672	1,907	6,570	6,930	7,089
(YoY)	5.9%	3.8%	5.6%	6.2%	6.2%	7.4%	1.6%	2.2%	-1.4%	3.4%	5.5%	2.3%
백화점	718	655	625	623	764	701	669	641	776	2,640	2,668	2,787
(YoY)	2.1%	-1.3%	-2.6%	1.1%	6.4%	7.0%	7.0%	3.0%	1.5%	3.2%	1.0%	4.5%
신세계인터	382	256	253	257	344	281	282	283	375	1,309	1,110	1,221
(YoY)	-2.6%	-17.4%	-21.1%	-13.2%	-9.9%	10.1%	11.4%	10.1%	8.9%	-3.4%	-15.2%	10.0%
신세계 DF	555	562	605	539	599	557	499	471	471	2,006	2,305	1,998
(YoY)	14.7%	15.4%	22.9%	14.2%	7.9%	-0.8%	-17.5%	-12.7%	-21.5%	4.7%	14.9%	-13.3%
센트럴시티	97	89	96	98	110	96	102	104	114	375	393	416
신세계까사	67	62	58	64	63	111	114	118	118	270	247	460
라이브쇼핑	92	81	80	85	91	81	80	85	91	328	337	337
기타 및 조정	-91	-39	-25	-29	-37	-39	-25	-29	-37	-357	-130	-130
영업이익	104	132	75	100	173	145	116	133	205	477	480	599
(YoY)	-49.7%	-18.8%	-35.9%	7.3%	66.5%	9.5%	53.9%	33.5%	18.7%	-25.4%	0.6%	24.8%
(OPM)	3.3%	4.6%	2.6%	3.5%	5.0%	4.7%	3.8%	4.6%	6.0%	4.1%	4.0%	4.8%
백화점	121	108	71	84	143	129	93	88	152	405	406	463
(YoY)	-16.5%	-5.1%	-13.3%	-4.9%	18.6%	20.0%	31.7%	5.1%	5.9%	-8.1%	0.4%	14.0%
(OPM)	6.0%	6.0%	4.1%	4.9%	6.7%	6.7%	5.0%	5.0%	6.9%	5.6%	5.5%	5.9%
신세계인터	0	2	-6	-5	-3	8	5	6	9	27	-11	28
(OPM)	0.1%	0.8%	-2.3%	-2.0%	-0.8%	3.0%	1.9%	2.0%	2.3%	2.1%	-1.0%	2.3%
신세계 DF	-37	-2	-2	-6	2	-16	5	14	14	-37	-7	15
(OPM)	-5.8%	-0.4%	-0.2%	-0.9%	0.3%	-2.6%	0.8%	2.5%	2.5%	-1.6%	-0.3%	0.7%
센트럴시티	23	22	10	28	29	25	13	31	31	86	89	100
신세계까사	0	0	-2	0	-3	-4	-4	-4	-4	1	-5	-16
라이브쇼핑	5	6	6	2	6	6	6	2	6	18	20	20
기타 및 조정	-8	-3	-2	-3	-2	-3	-2	-3	-2	-22	-11	-11
세전이익	-85	105	12	63	-48	106	72	102	168	195	131	448
순이익	-38	77	8	48	-70	80	55	77	127	187	64	339
(자배)순이익	-53	58	-2	35	-77	58	39	59	115	108	13	271
(YoY)	적전	-44.1%	적전	67.3%	적지	0.0%	흑전	69.0%	흑전	-52.1%	-87.9%	1980%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 롯데쇼핑/이마트

롯데쇼핑의 4Q25 연결기준 영업이익은 2,277억원으로 YoY +55% 증가하였다. 일회성 비용 반영에도 불구하고, 국내 백화점 매출 호조(기존점 +8%, 외국인 +37%)와 이커머스 적자 축소 등에 힘입어, 실적이 크게 개선되었다.

국내 백화점 영업이익은 YoY +398억원 증가하였는데, 기존점 매출 성장에 따른 증가효과는 384억원 수준(+17% YoY)으로 판단된다. 고마진 패션 상품군의 성장세가 확대되면서, 영업레버리지 효과가 확대되고 있는 것으로 추산된다. 4Q25 감가상각비는 YoY 106억원 축소되었고, 4Q24에는 통상임금 관련 일회성 비용 208억원이 반영되었으며, 4Q25에는 ERP, 분당점 종료, 김해 토지 사용료 납부 등과 관련된 일회성 비용이 300억원에 반영되어 있다.

국내 백화점 중심의 호실적이 지속되면서, 동사의 1Q26 연결기준 영업이익은 1,810억원(+22% YoY)으로 전망된다. 국내 주요 기업 호실적, 주식시장 강세 등에 힘입어, 명품/패션 등의 판매가 호조를 보이고 있다(기존점 성장률: 1월 +8%, 2월 현재 +11%). 게다가, 춘절 이후에는 중국인을 중심으로 외국인 관광객이 크게 증가할 가능성이 높기 때문에, 실적 전망치가 추가로 상향될 수 있다(26년 연간 가이드런스: 순매출 14.3조원, 영업이익 6,500억원).

또한, **국내 할인점과 해외 사업 실적에도 주목할 필요**가 있다. 국내 할인점은 국내 주식시장 강세로 소비 회복이 중산층으로 확대될 수 있고, 홈플러스 폐점 확대로 반사수혜가 커질 수 있기 때문이다. 해외 사업은 베트남 백화점과 할인점의 기존점 매출이 크게 증가하고 있고, 하노이/호치민 2선 도시에 신규 점포 출점 등을 준비하고 있어, 구조적인 실적 개선 흐름이 지속될 전망이다.

이마트의 4Q25 연결기준 영업이익은 -99억원으로 시장 기대치를 크게 하회하였다. 신세계건설의 영업적자가 전년대비 1,010억원 확대된 것이 가장 큰 원인였고, 장기종업원급여충당금 증가와 SCK컴퍼니의 수익성 부진도 실적 부진에 기여했다. **별도기준 영업이익도 147억원으로 당사 기대치 680억원을 크게 밑돌았다.** 장기종업원급여충당금 증가 영향(약 250억원)을 제외하더라도, 할인점과 트레이더스의 매출 성장세가 부진하면서 영업레버리지 효과가 약했던 것으로 추산된다. 영업외손익에서도 G마켓이 지분법으로 재분류되면서 지분법손실 -461억원(전년 대비 -541억원)을 기록하면서, 전사 수익성에 추가적인 부담을 주었다.

그럼에도 불구하고 향후 실적 개선에 대한 기대 요인은 존재한다. 최근 백화점의 의류 매출 호조와 편의점 동일점 매출 증가는 소비 회복의 온기가 고소득층을 넘어 중산층까지 확산되고 있음을 시사하며, 이에 따라 **이마트 할인점을 비롯한 주요 사업부의 매출 회복도 기대**되고 있다. 특히 **경쟁사인 홈플러스의 폐점이 가속화되고 있는 점은 이마트에 구조적인 반사수혜로 작용할 전망이다.** 다만, 새벽배송 규제 완화의 경우 인프라 투자 비용과 쿠팡과의 경쟁을 고려할 때 실제 이익 개선 효과가 제한적일 수 있다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
총매출액	5,078	4,891	4,759	4,761	5,172	4,973	4,844	4,826	5,194	19,823	19,582	19,837
(YoY)	-3.5%	-1.3%	-2.3%	-3.2%	1.8%	1.7%	1.8%	1.4%	0.4%	-3.1%	-1.2%	1.3%
백화점	2,325	2,069	2,038	1,949	2,408	2,147	2,115	1,995	2,436	8,453	8,463	8,693
(YoY)	-2.0%	-1.1%	-3.1%	0.9%	3.6%	3.8%	3.8%	2.3%	1.2%	-0.5%	0.1%	2.7%
국내	2,293	2,038	2,008	1,918	2,372	2,114	2,083	1,961	2,399	8,337	8,336	8,556
(YoY)	-2.5%	-1.2%	-3.3%	0.7%	3.5%	3.7%	3.7%	2.2%	1.1%	-1.6%	0.0%	2.6%
해외	33	31	30	31	36	34	32	33	37	116	127	137
할인점	1,490	1,621	1,442	1,465	1,517	1,654	1,474	1,491	1,506	6,160	6,045	6,125
(YoY)	-1.0%	0.2%	-1.7%	-7.5%	1.8%	2.0%	2.2%	1.7%	-0.7%	-2.4%	-1.9%	1.3%
국내	1,121	1,152	1,092	1,121	1,133	1,173	1,114	1,136	1,110	4,663	4,499	4,533
(YoY)	-3.1%	-3.2%	-2.1%	-9.3%	1.1%	1.8%	2.0%	1.3%	-2.0%	-4.0%	-3.5%	0.8%
해외	370	469	350	344	383	481	361	355	395	1,497	1,546	1,592
이커머스	35	28	27	23	32	27	25	23	32	120	109	106
슈퍼	315	317	320	326	311	317	320	326	311	1,344	1,274	1,274
하이마트	573	553	620	671	542	536	609	676	546	2,357	2,300	2,283
홈쇼핑	259	230	234	216	236	219	222	205	236	939	915	881
컬처웍스	92	86	92	128	128	86	92	128	128	452	434	434
기타 및 조정	-11	-13	-14	-16	-1	-13	-14	-16	-1	0	42	41
순매출액	3,477	3,457	3,350	3,410	3,522	3,490	3,387	3,447	3,531	13,987	13,738	13,856
(YoY)	-4.3%	-1.6%	-2.3%	-4.4%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%	0.3%	-3.9%	-1.8%	0.9%
영업이익	147	148	41	131	228	181	64	155	246	473	547	646
(YoY)	-27.3%	29.0%	-27.5%	-15.8%	54.7%	22.1%	58.5%	18.8%	8.0%	-6.9%	15.6%	18.2%
(OPM)	4.2%	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	5.2%	1.9%	4.5%	7.0%	3.4%	4.0%	4.7%
백화점	180	130	65	83	226	164	85	103	249	400	504	600
(YoY)	-15.4%	44.0%	10.4%	17.7%	25.6%	26.1%	30.7%	23.4%	10.2%	-17.8%	26.1%	19.1%
(OPM)	20.5%	16.8%	8.3%	11.3%	24.7%	20.4%	10.4%	13.7%	26.9%	12.0%	15.1%	17.5%
국내	181	128	63	80	220	160	82	98	242	406	491	582
해외	-1	2	2	4	6	4	3	5	7	-6	13	18
할인점	-7	28	-39	12	-8	24	-40	12	-12	65	-7	-16
국내	-18	7	-48	2	-18	2	-50	2	-23	17	-57	-69
해외	11	21	9	9	10	22	10	10	11	48	50	53
이커머스	-7	-9	-8	-10	-3	-4	-2	-2	0	-69	-29	-7
슈퍼	-8	3	3	5	-3	2	2	4	-4	29	8	5
하이마트	-16	-11	10	19	-9	-12	12	17	-10	2	10	7
홈쇼핑	14	12	12	10	10	11	10	9	9	50	45	39
컬처웍스	-16	-10	-6	8	-2	-8	-6	8	-2	0	-11	-9
기타 및 조정	7	5	4	3	15	5	4	3	15	-4	27	27
세전이익	-1,082	45	-24	-15	78	90	6	88	229	-1,044	83	413
순이익	-1,016	18	-10	-49	115	68	5	66	174	-1,016	74	313
(자배)순이익	-977	16	-20	-57	112	67	-3	58	172	-990	52	294
(YoY)	적지	-79.2%	적지	적지	흑전	313.2%	적지	흑전	53.3%	적전	흑전	470.4%
기준점 성장률												
국내 백화점	-0.1%	1.0%	0.5%	2.8%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	3.0%	1.0%	3.2%	5.9%
국내 할인점	1.0%	0.0%	2.0%	-13.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.3%	-2.0%	-0.8%	-3.5%	-0.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
총매출액												
별도기준	4,253	4,626	4,291	4,594	4,456	4,825	4,479	4,822	4,516	16,967	17,966	18,642
(YoY)	4.7%	10.1%	11.8%	-1.7%	4.8%	4.3%	4.4%	5.0%	1.3%	2.5%	5.9%	3.8%
할인점	2,802	3,042	2,770	2,971	2,870	3,118	2,853	3,084	2,885	11,667	11,653	11,940
(YoY)	-6.4%	0.3%	0.5%	-3.4%	2.4%	2.5%	3.0%	3.8%	0.5%	-3.5%	-0.1%	2.5%
트레이더스	836	967	900	1,000	985	1,102	1,013	1,113	1,034	3,550	3,852	4,262
(YoY)	3.2%	5.6%	8.1%	3.6%	17.8%	14.0%	12.5%	11.3%	5.0%	5.2%	8.5%	10.6%
전문점	253	260	258	255	245	255	258	257	245	1,020	1,018	1,015
에브리데이	362	356	362	368	356	349	355	368	352	731	1,442	1,424
순매출액	7,250	7,219	7,039	7,401	7,312	7,277	7,146	7,506	7,390	29,021	28,970	29,319
(YoY)	-1.4%	0.2%	-0.2%	-1.4%	0.9%	0.8%	1.5%	1.4%	1.1%	-1.5%	-0.2%	1.2%
별도기준	3,900	4,259	3,970	4,274	4,125	4,443	4,145	4,486	4,181	15,570	16,629	17,255
연결-별도	3,349	2,960	3,069	3,127	3,186	2,834	3,001	3,020	3,209	13,451	12,341	12,064
SSG.COM	376	357	350	319	321	332	350	328	344	1,576	1,347	1,354
G마켓글로벌	228	201	181	187	51					961	620	
SCK 컴퍼니	818	762	796	811	870	815	851	843	896	3,100	3,238	3,405
(YoY)	4.8%	3.7%	4.7%	2.9%	6.3%	7.0%	7.0%	4.0%	3.0%	5.8%	4.4%	5.2%
기타 및 조정	1,927	1,640	1,742	1,811	1,944	1,687	1,800	1,848	1,969	7,814	7,136	7,305
영업이익	-77	159	22	151	-10	184	71	236	101	47	322	592
(YoY)	적지	238%	흑전	35.6%	적지	15.8%	230.4%	55.5%	흑전	흑전	584.7%	83.7%
(OPM)	-1.1%	2.2%	0.3%	2.0%	-0.1%	2.5%	1.0%	3.1%	1.4%	0.2%	1.1%	2.0%
별도기준	-73	133	16	114	15	146	26	136	33	122	277	341
(OPM)	-1.7%	2.9%	0.4%	2.5%	0.3%	3.0%	0.6%	2.8%	0.7%	0.7%	1.5%	1.8%
할인점	-87	78	-34	55	-12	83	-29	68	8	-21	87	130
(OPM)	-3.1%	2.6%	-1.2%	1.8%	-0.4%	2.7%	-1.0%	2.2%	0.3%	-0.2%	0.7%	1.1%
트레이더스	5	42	31	40	17	49	37	49	16	93	130	151
(OPM)	0.6%	4.4%	3.4%	3.9%	1.7%	4.4%	3.6%	4.4%	1.6%	2.6%	3.4%	3.6%
전문점	6	7	13	8	3	7	11	8	3	38	31	29
에브리데이	2	6	5	10	6	7	7	10	4	8	27	27
SSG.COM	-25	-18	-31	-42	-27	-23	-23	-21	-21	-73	-118	-88
G마켓글로벌	-33	-12	-30	-24	-17					-67	-83	
SCK 컴퍼니	49	35	40	60	38	33	39	65	46	191	173	184
(OPM)	5.9%	4.6%	5.1%	7.4%	4.3%	4.1%	4.6%	7.7%	5.1%	6.2%	5.3%	5.4%
PPA 상각비	-40	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-62
기타 및 조정	46	37	42	60	-3	43	45	72	59	33	136	219
이마트 24	-14	-10	-4	-8	-24	-14	-8	-6	-12	-30	-46	-41
프라퍼티	60	36	5	40	93	36	5	40	53	77	174	134
PK Retail	15	8	24	12	11	9	26	17	18	42	55	71
신세계푸드	-2	8	14	10	-6	8	14	10	-1	21	25	30
조선호텔	10	2	7	22	22	10	12	23	23	42	53	68
신세계간식	-16	-16	-21	-45	-117	-16	-21	-40	-40	-134	-198	-117
기타	-7	10	17	29	17	10	17	29	17	15	73	73
영업외손익	-545	-40	-48	193	-51	-71	-76	-79	-99	-653	54	-324
이자수익-이자비용	-90	-101	-98	-97	-102	-98	-98	-98	-98	-365	-398	-390
지분법손익	7	11	6	3	-47	-24	-29	-32	-52	23	-28	-138
기타	-462	49	45	287	99	50	51	51	51	-310	480	204
세전이익	-622	119	-26	344	-61	114	-5	157	2	-605	376	268
순이익	-596	84	-31	310	-116	86	-3	119	2	-573	246	203
(자배)순이익	-592	71	-52	266	-148	84	-10	107	0	-590	136	182
(YoY)	적지	157%	적지	120.5%	적지	18.9%	적지	-59.7%	흑전	적지	흑전	33.3%
기준점 성장률												
이마트	-4.1%	-0.6%	-0.9%	-5.2%	2.0%	2.5%	3.0%	3.8%	0.5%	-2.2%	-1.3%	2.5%
트레이더스	0.4%	1.9%	3.1%	-3.6%	6.4%	5.0%	4.5%	5.3%	2.0%	1.5%	1.7%	4.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 일본 백화점 업체 동향

1) Takashimaya: 오사카에서 쇼핑을 해본 당신이라면

Takashimaya는 일본 내 백화점 사업을 핵심으로 하는 유통 그룹으로, 일본 내 관동/관서의 주요 도시에 점포망을 보유하고 있다. 사업 분야로는 상업시설 개발, 금융, 건설, 디자인 등 비백화점 사업을 병행하고 있다. 동사는 일본 17개, 해외 5개 거점을 포함한 총 22개 상업시설 네트워크를 운영 중이다.

최신 분기 실적 기준으로 보면, Takashimaya의 실적은 2024년 대비 인바운드 둔화에도 불구하고 내국인 소비의 견조함이 이를 상당 부분 보완하는 구조로 전개되고 있다. FY2026 3Q 누적 기준 연결 영업수익은 7,442 억엔(YoY -1.3%), 연결 영업이익은 373 억엔(YoY -9.9%)을 기록했다. 연간 가이던스로는 FY2026 영업수익 1조 150 억엔, 연결 영업이익 525 억엔을 유지하고 있다. 또한 동사는 이 가이던스에 중국인 방일 수요 둔화 리스크를 이미 일부 반영했다고 명시했다.

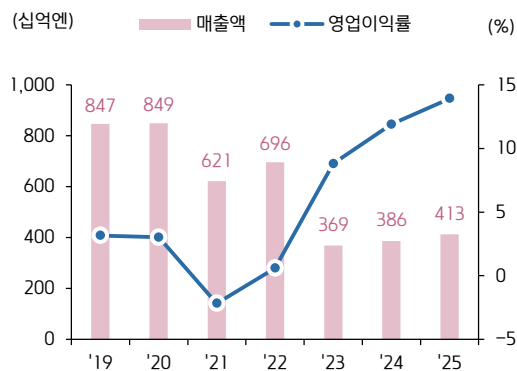
FY2026 3Q 누적 기준으로 전체 백화점 매출에서 외국인 비중은 약 15%, 국내 고객 비중은 약 85% 수준으로 파악된다. 인바운드 감소는 분명한 단기 부담 요인이다. 2025년 12월 이후 한일령 영향으로 중국인 수요가 급감했고, 2025년 12월 전체 인바운드 매출은 전년 대비 11% 감소, 중국 본토 매출은 전년 대비 35% 감소했다. 춘절 시기 비교에서도 중국 본토 매출은 41% 감소한 반면 동남아시아와 유럽 수요 증가가 일부 매출 감소폭을 상쇄했다.

외국인 관광객의 국가 비중 뿐 아니라 구매 품목의 구성도 과거와 비교해 뚜렷하게 변화하고 있다. 코로나 이전에는 중국 단체관광객 비중이 높았던 영향으로 화장품이 외국인 매출의 약 40%를 차지했고, 럭셔리는 30% 수준이었다. 반면, 코로나 이후에는 외국인의 소비 구조가 빠르게 재편되며 럭셔리 비중이 약 70%까지 상승했고, 일부 달에는 80%를 상회한 것으로 파악된다. 현재도 외국인 매출은 럭셔리 비중이 약 70%로 가장 높고, 화장품은 약 15% 수준으로 낮아진 상태다. 이는 과거의 대량 구매형 소비에서 벗어나, 엔저 환경과 재방문 수요 확대를 배경으로고가 브랜드 및 일본 내 한정 상품 중심의 소비가 늘어난 영향으로 해석된다. 최근에는 스포츠용품, 키즈용품, IP 캐릭터 관련 상품 매출도 빠르게 증가하고 있는데, 이는 외국인 관광객의 재방문을 상승과 함께 일본에서만 구매할 수 있는 상품에 대한 선호가 높아지고 있음을 보여준다.

내국인 내에서도 소비 패턴의 양극화가 일어나고 있다. 부유층 내에서는 일본 주식시장 호조에 따른 자산효과를 배경으로 럭셔리 및 고가품 소비를 확대하고 있다. 중산층은 인플레이션과 임금 상승이 동시에 진행되는 환경 속에서 선택적 소비를 강화하는 모습이다. 즉 전반적인 절약보다는 “쓸 곳에는 쓰고, 줄일 곳은 줄이는” 소비 이원화가 진행되고 있다. 이는 백화점 입장에서는 럭셔리, 식품 등 고부가 카테고리 중심의 믹스 개선으로 연결될 가능성이 높다.

동사는 내수 중심의 사업 구조를 다각화하기 위해, 베트남 사업에 대한 투자를 확대하고 있다. 동사는 30년 이상의 성장 노하우를 지닌 싱가포르 점포를 벤치마크로 삼아 베트남에도 동일하게 적용할 예정이다. 싱가포르와 마찬가지로 베트남에서도 초기에는 중산층을 타깃으로 하고, 향후 GDP 성장과 함께 럭셔리 비중을 높여갈 계획이다. 현재 베트남에는 2016년에 오픈한 호치민점이 있고, 2027년 가을 오픈 예정인 하노이 프로젝트(백화점)가 준비 중이다. FY2026 3Q 기준 해외 부문 실적은 싱가포르 리뉴얼 영향으로 인한 단기 감익을 겪었지만, 베트남은 안정적인 매출 성장세를 보이고 있다.

Takashimaya 매출, 영업이익률 추이

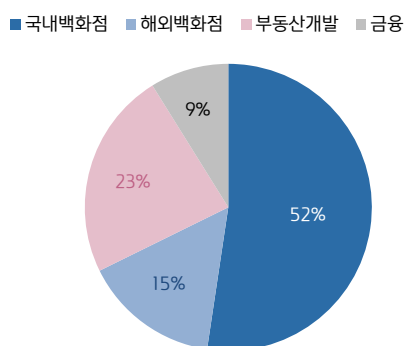


자료: Takashimaya, 키움증권 리서치

주: 1) FY23년에 매출 인식 기준 변경이 있었음.

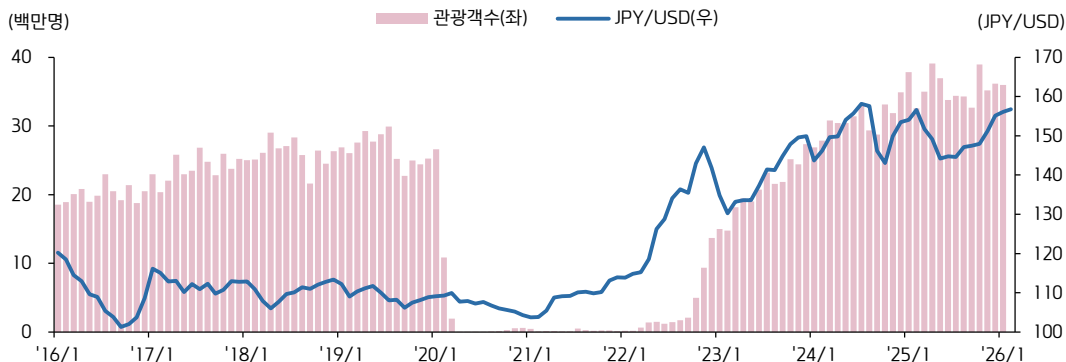
동일기준으로 FY23의 YoY 매출 성장률은 +15.9% 수준.

Takashimaya FY2025 부문별 영업이익 비중



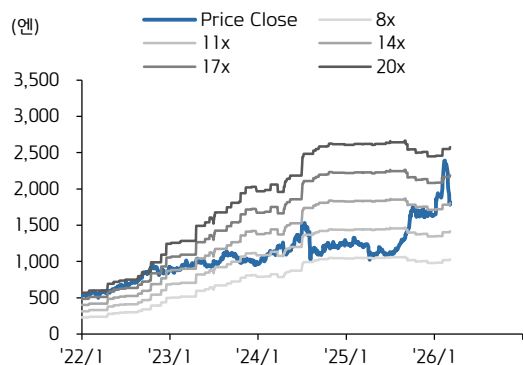
자료: Takashimaya, Bloomberg, 키움증권 리서치

일본 인바운드 관광객, JPY/USD 추이



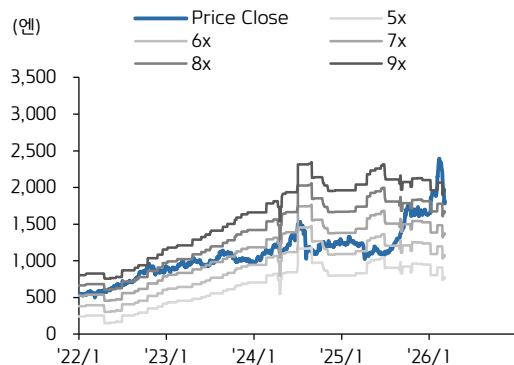
자료: 일본정부관광국, Bloomberg, 키움증권 리서치

Takashimaya FW 12M P/E 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Takashimaya FW 12M EV/EBITDA 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2) J Front Retailing: 포켓몬 센터를 찾으실 때는 파르코로 가세요

J. Front Retailing은 Daimaru, Matsuzakaya, PARCO, GINZA SIX 등을 보유한 일본의 대표적인 복합 유통 그룹으로 백화점, 쇼핑센터, 부동산 개발, 결제, 금융 사업을 함께 영위하고 있다.

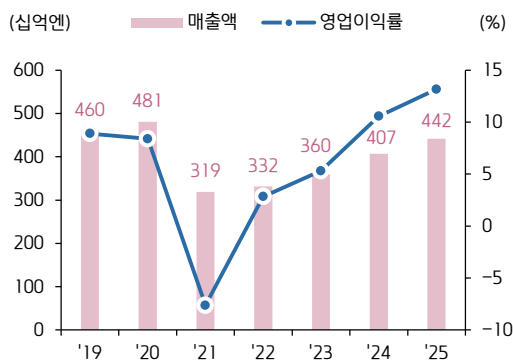
동사는 FY2026 3Q 누적 사업이익 415억엔(YoY -7.4%)을 기록했고, FY2026 3Q 실적 발표에서는 연간 FY2026(2026년 2월말 회계연도) 사업이익 가이드언스를 기존 560억엔에서 485억엔으로 낮췄다. FY2026 3Q 누적 실적은 인바운드 매출 둔화에도 불구하고 국내 고객 매출, PARCO, 개발사업이 이를 일정 부분 보완하는 구조로 나타났다. 3Q 누적 기준 백화점 부문 사업이익은 228.6억엔으로 전년 대비 11.4% 감소했다. 반면 쇼핑센터 부문의 누적 사업이익은 127.9억엔으로 전년 대비 7.3% 증가했다.

백화점 부문 사업이익 감소의 주 요인은 2024 년의 높았던 인바운드 매출 역기저 효과 때문이다. 2025 년 상반기 기준으로 인바운드 매출은 전년 대비 10% 감소했고, 고객수는 약 13% 감소했다. 2025 년 12 월에는 한일령 영향까지 겹치며 중국인 고객이 전년 대비 40% 감소했으며 전체 외국인 매출은 전년 대비 -16.6% 감소했지만, 동남아시아와 유럽 수요 증가가 일부 매출 감소폭을 상쇄하고 있다. 이에 따라 중국인 의존도는 과거보다 낮아졌지만 한일령이 진행됨에 따라 매출의 단기 변수로 작용하고 있다. 국적별 외국인 매출 비중으로도 코로나 이전에는 중국인 고객이 전체 외국인의 약 85%를 차지했으나 최근에는 중국인 고객 비중이 약 3 분의 2 수준으로 낮아진 것으로 파악된다. 외국인 노출도를 점포별로 살펴보면 신사이바시와 교토, 삿포로 등 일부 점포의 상대적으로 높다. FY2026 3Q 기준 외국인 매출 비중이 가장 높은 점포는 Daimaru 신사이바시로 약 40% 수준이며, 교토점 17.8%, 삿포로점 13.1% 등도 상대적으로 높다.

국내 백화점에 있어 내수 소비에 대한 동사의 시각은 Takashimaya와 유사하게 ‘부유층 소비 강세’와 ‘소비의 이원화’로 요약된다. 부유층 소비는 증시 상승에 따른 자산효과의 수혜를 크게 받고 있다. 금리의 플러스 전환과 증시 상승이 동시에 나타나며 고액 자산가의 이자 및 금융자산 수익이 확대됐고, 그 결과 부유층의 럭셔리 및 고급 시계 소비가 견조하게 이어지고 있다. 동사는 이러한 흐름 속에서 중점 점포들에 투자를 집중하고 있으며 최근 리뉴얼을 마친 PARCO 시부야, 신사이바시, 나고야, 센다이 점포 등은 내국인 객수와 거래액이 동반 성장하는 흐름이 나타나고 있다.

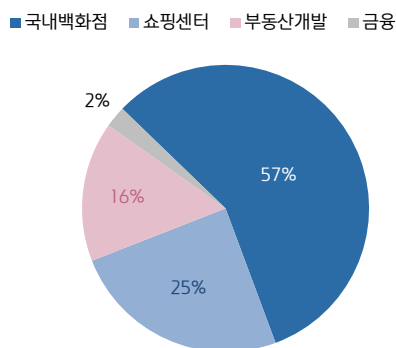
글로벌 사업을 확대하고 있는 Takashimaya와 다르게 J Front Retailing의 신사업 전략은 기존 점포 기반의 물리적 성장 한계를 넘어서는 데 초점이 맞춰져 있다. 이러한 전략의 일환으로 Takashimaya는 중기계획발표에서 MD, IP와 서비스 영역을 강화하겠다고 밝혔다. 동사는 2025년 하반기에 JV를 통한 오리지널 과자 브랜드 전개와 “PARCO GAMES”라는 게임 퍼블리싱 동사를 출범했다. 결국 J. Front Retailing은 기존 백화점 면적 안에서만 성장률을 높이기 어렵다는 현실을 인식하고, 오리지널 브랜드/콘텐츠 개발에 집중할 예정이다.

J Front Retailing 매출, 영업이익률 추이



자료: J Front Retailing, 키움증권 리서치

J Front Retailing FY2025 부문별 영업이익 비중



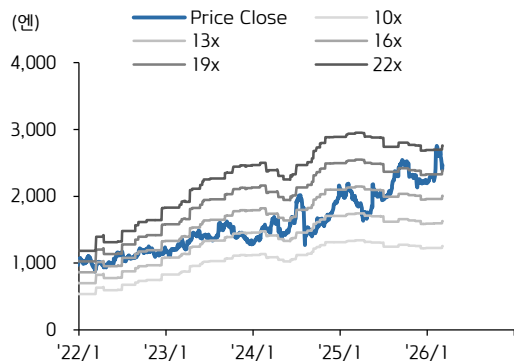
자료: J Front Retailing, 키움증권 리서치

일본 Consumer Confidence 지수 추이



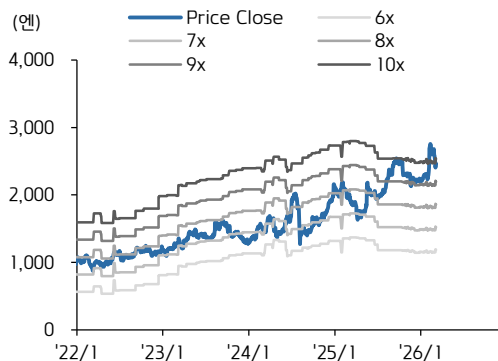
자료: 일본내각부 경제사회 종합연구소, Bloomberg, 키움증권 리서치

J Front Retailing FW 12M P/E 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

J Front Retailing FW 12M EV/EBITDA 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

III. 음식료: 글로벌 성과로 방어

>>> 글로벌 성과가 좌우했던 실적

1) 4Q25 실적, 글로벌 사업 성과에 따른 양극화 지속

국내 음식료 업종은 글로벌 사업 성과에 따라 기업 간 실적 차별화가 뚜렷하게 나타났다. **KT&G, 삼양식품, 오리온**과 같이 해외 시장에서 강력한 브랜드 파워를 구축한 기업들은 글로벌 판매량 확대를 바탕으로 견조한 매출 성장세를 이어갔다. 특히 고환율 기조가 유지되면서 국내 법인의 원재료 단가 상승 부담이 가중되었으나, 이들 기업은 높은 해외 매출 비중으로 수익성 하락을 방어하는 모습이었다. 반면 **내수 의존도가 높은 기업**들은 금값 상승에 따른 일회성 비용 발생과 내수 소비 위축이 맞물리며 부진한 수익성을 기록해 대조적인 모습을 보였다.

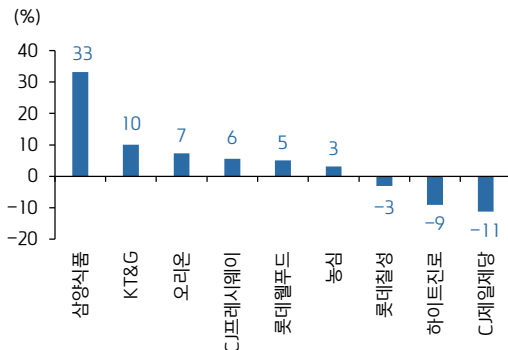
다만 **C제일제당**의 경우, 글로벌 식품 매출 성장세에도 불구하고, 아미노산 시황 악화라는 비우호적인 업황이 발목을 잡으며 전반적인 실적 흐름은 부진을 면치 못했다. 이처럼 업종 내에서도 주력 사업 부문의 시황과 해외 노출도에 따라 실적의 향방이 극명하게 엇갈리는 양상이 나타났다.

2) 1Q26에는 중동 전쟁이 주요 변수로 등장하기 시작

1Q26 업황 역시 전반적으로 4Q25와 유사한 흐름이 이어지고 있다. **라면**을 중심으로 한 글로벌 매출 성장세는 여전히 견조하다. 올해 1~2월 라면 수출은 전년 대비 약 18% 증가하며 높은 성장세를 기록했다. 특히 춘절 이전에 재고 물량이 집중되었던 중국보다 미국과 유럽 시장에서의 수출 증가세가 더욱 강하게 나타나고 있다는 점이 특징적이다. **오리온**도 양호한 1월 매출을 발표하였다. 춘절 시점 차이에 따른 긍정적 영향을 감안하고 보더라도, 1분기 매출 성장률이 시장 기대치에 부합할 가능성이 높아 보인다.

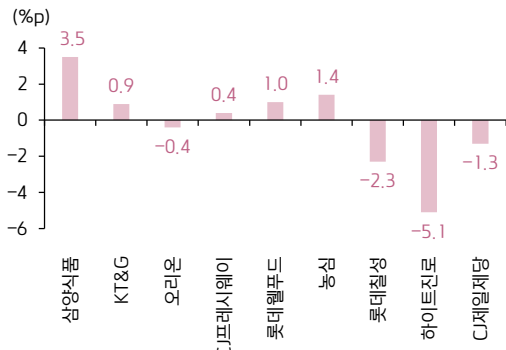
다만 최근에는 새로운 변수도 등장하고 있다. **중동 지역의 지정학적 긴장 고조로 국제 유가가 상승하면서 곡물 가격과 아미노산 가격에도 상향 압력이 나타나고 있기 때문이다.** 동시에 원화 약세가 지속되면서 국내 사업 비중이 높은 기업들에게는 비용 부담이 확대되는 환경이 조성되고 있어, 마진 스프레드 방어 여부가 점차 중요한 변수가 되어가고 있다.

음식료 업체 4Q25 매출 YoY 성장률 비교



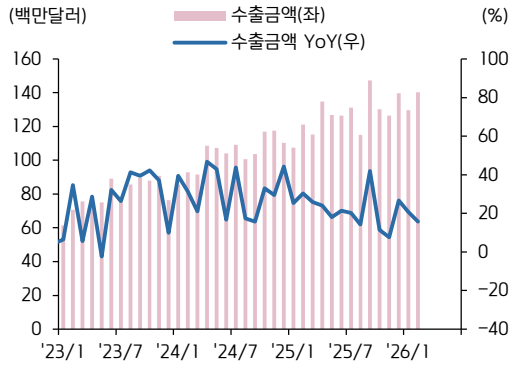
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) C제일제당은 대한통운 제외 기준

음식료 업체 4Q25 OPM YoY 변화폭 비교



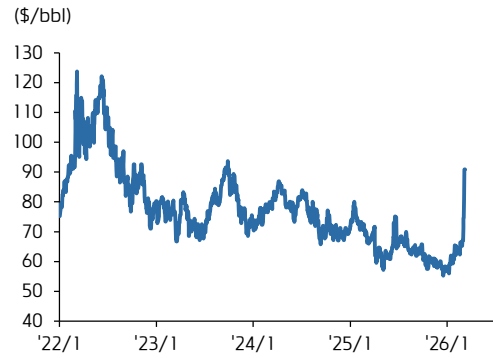
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) C제일제당은 대한통운 제외 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이



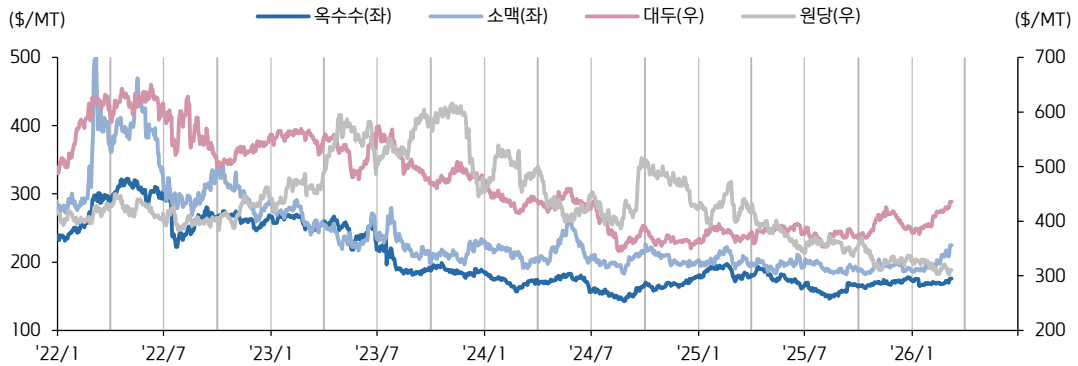
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

국제 유가 추이(WTI)



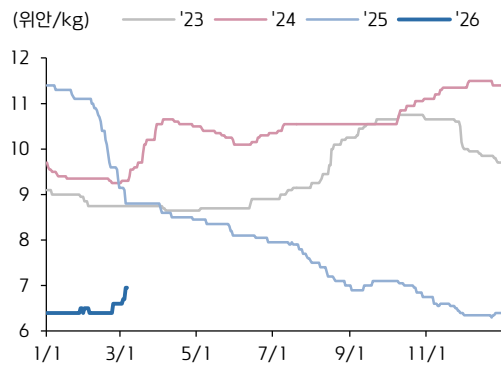
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

국제 곡물가격 추이



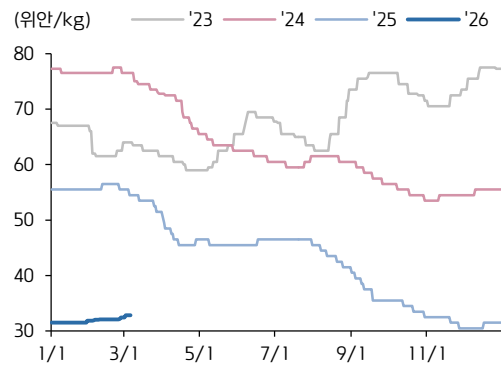
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 라이신 스팟가격 추이



자료: Wind, Feedtrade, 키움증권 리서치

중국 트립토판 스팟가격 추이



자료: Wind, Feedtrade, 키움증권 리서치

>>> 새로운 성장 동력을 찾는 日 식품 업체

1) 글로벌 시장 확대와 고부가가치 사업 육성 중

최근 일본 음식료 및 소비재 기업들은 내수 성장 둔화 환경 속에서 새로운 성장 동력 확보에 집중하는 전략을 강화하고 있다. 일본 식품 시장은 성숙 단계에 접어들며 시장 성장률이 제한적인 가운데, 주요 기업들은 글로벌 시장 확대와 고부가가치 사업 육성을 통해 수익 구조를 개선하려는 움직임을 보이고 있다. 특히 차세대 담배, 반도체 소재, 해외 식품 시장 등에서 새로운 성장 기회를 확보하려는 전략이 공통적으로 나타나고 있다.

먼저 Japan Tobacco는 차세대 담배 제품(RRP) 사업 확대에 주력하고 있다. 글로벌 담배 시장에서는 전통적인 궐련 판매량이 감소하는 반면 가열식 담배와 전자담배 시장은 빠르게 성장하고 있다. 이에 따라 회사는 향후 3년간 약 8,000억엔 규모의 투자를 통해 RRP 사업을 확대하고 있으며, 2028년 흑자 전환을 목표로 하고 있다. 일본 시장에서는 가열식 담배 침투율이 이미 47% 수준까지 상승했으며 향후 50%를 넘어설 것으로 예상된다.

Ajinomoto는 전통적인 조미료 중심 사업에서 기술 기반 소재 사업으로 영역을 확대하고 있다. 특히 반도체 패키징 소재인 ABF(Ajinomoto Build-up Film) 사업이 빠르게 성장하며 핵심 수익원으로 자리 잡고 있다. ABF는 AI 서버 및 고성능 반도체 패키징에 필수적으로 사용되는 소재로 글로벌 시장에서 약 96% 수준의 점유율을 확보하고 있다. 회사는 2030년까지 관련 사업의 두 자릿수 성장률을 목표로 설정하고 설비 투자를 지속하고 있다.

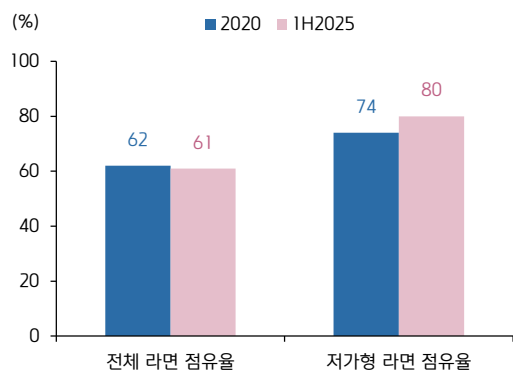
한편 Toyo Suisan은 미국 즉석면 시장을 중심으로 성장 전략을 강화하고 있다. 회사는 미국 시장에서 약 60% 수준의 점유율을 확보하고 있으며 멕시코에서는 80% 이상의 높은 시장 지배력을 유지하고 있다. 특히 달러샵 등 저가 유통 채널을 중심으로 저소득층 소비자를 주요 타겟으로 삼고 있으며, 인플레이션 이후 미국에서 확산된 다운트레이딩 소비 트렌드가 판매 확대에 긍정적으로 작용하고 있다. 향후에는 미국 생산 설비 증설과 함께 중남미 시장 확장 전략도 추진하고 있다.

2) 주력 제품의 가격 인상은 고민

한편, 일본 음식료 기업들은 전반적으로 주력 제품 가격 인상에는 신중한 태도를 보이고 있다. 담배의 경우 세금 인상 등을 활용해 일정 수준의 가격 전가가 가능하지만, 식품 업체들은 소비자 가격 저항을 고려해 원가 상승이 발생한 제품 중심으로 제한적인 가격 인상이 이루어지고 있다.

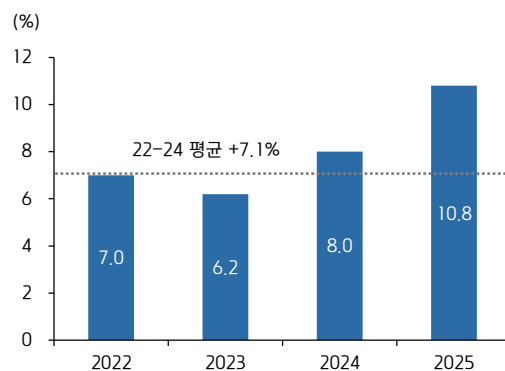
Japan Tobacco는 올해도 궐련 제품의 판매 가격 인상을 강하게 진행할 계획이나, Ajinomoto는 원가 부담이 급등한 커피 제품 외에는 특별한 가격 인상 계획을 언급하고 있지는 않다. 북미 냉동식품은 성장성이 둔화되었고, 아미노산은 중국 업체들과 시장 점유율 경쟁이 치열해서, 가격 인상이 쉽지 않은 환경이다. Toyo Suisan도 라면 제품이 워낙 저가여서 가격 전가력을 보유하고 있는 것으로 판단되나, 최근 지속된 가격 인상에 따른 소비자 저항을 감안하여, 올해는 가격 인상에 대해 다소 보수적인 스탠스를 취하고 있는 상황이다.

일본 내 Ploom 점유율 추이



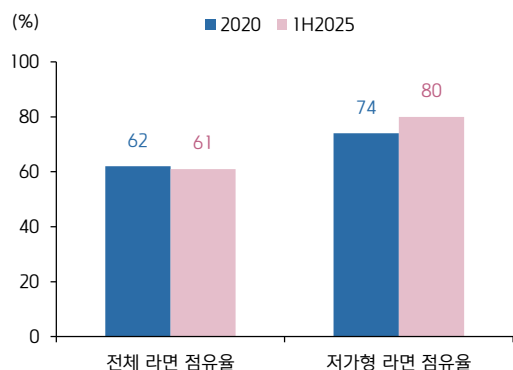
자료: JT, 키움증권 리서치

JT의 Price/Mix (%) 추이



자료: JT, 키움증권 리서치

Toyo Suisan 미국 내 점유율 추이



자료: Toyo Suisan, 키움증권 리서치

Toyo Suisan 미국 제품 라인업



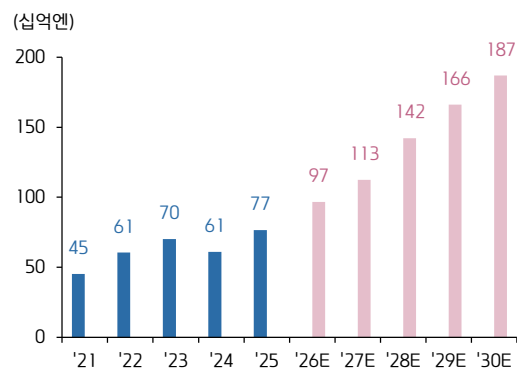
자료: Toyo Suisan, 키움증권 리서치

Ajinomoto ABF 공장



자료: Ajinomoto, 키움증권 리서치

Ajinomoto ABF부문 매출 및 컨센서스 추이



자료: Ajinomoto, Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> 글로벌 성과가 성장성과 수익성을 좌우

1) 국내 식품 업체들도 가격 인상에 소극적인 편

최근 국내 음식료 업종은 가격 인상을 통한 수익성 개선이 쉽지 않은 환경에 놓여 있다. 정부의 물가 안정 정책이 강화되고, 소비자 물가 부담을 고려한 가격 통제 분위기가 형성되면서, 가공식품 업체들의 가격 인상 여지가 제한되고 있기 때문이다.

또한 중동 전쟁 이전에는 곡물 및 일부 소재식품 가격이 최근 안정적인 흐름을 보이면서 가격 인상의 명분도 약화된 상황이다. 특히, 설탕과 밀가루 가격이 5% 내외 인하되면서, 가공식품 업체들의 가격 인상 명분이 약해지고 있다. 이러한 환경 속에서 담배를 제외한 주요 식품 기업들은 전반적으로 가격 인상에 소극적인 태도를 유지하고 있다.

2) 이익 성장을 위해서는 글로벌 사업 성장이 필수

상기 상황을 고려하면 향후 음식료 업체들의 이익 성장은 가격 인상보다는 판매량 확대와 글로벌 사업 성장에 의존할 가능성이 높다. 현재 마진 스프레드 개선 측면에서 기대할 수 있는 긍정적인 요인도 제한적이다. 일부 제과 업체의 경우 코코아 투입 단가 하락이 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 수 있지만, 원화 약세와 소극적인 가격 인상 등을 감안한다면, 큰 폭의 마진 스프레드 개선을 기대하기는 어려운 환경이다. 결국 해외 시장에서의 판매량 증가와 원화 약세 효과를 통해 실적 성장을 만들어내는 기업들이 상대적으로 안정적인 이익 흐름을 보일 것으로 판단된다.

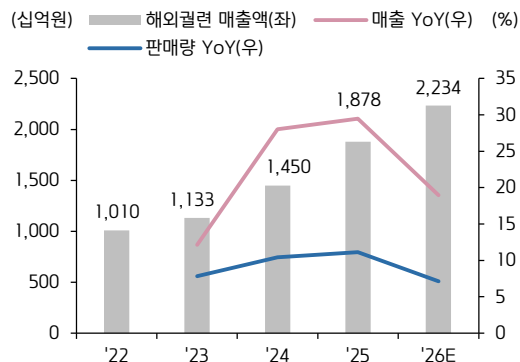
이러한 관점에서 글로벌 사업 경쟁력을 확보한 기업들에 대한 선호는 당분간 지속될 가능성이 높다. 특히 KT&G, 삼양식품, 오리온 등이 대표적인 수혜 기업으로 평가된다.

먼저 **KT&G**는 해외 궤련 사업의 가격 인상과 판매량 증가 효과가 동시에 기대되는 상황이다. 글로벌 담배 시장에서는 여전히 가격 전가력이 높은 산업 구조가 유지되고 있으며, 신흥국 중심의 판매량 증가가 이어지고 있다. 이에 따라, 올해도 해외 궤련 사업의 매출과 이익은 두 자릿수 성장세가 지속될 가능성이 높다.

삼양식품은 불닭볶음면을 중심으로 글로벌 판매량 성장세가 꾸준한 상황이다. 특히 미국과 유럽을 중심으로 제품 인지도가 꾸준히 상승하고 있으며, 중국 시장도 간식점 채널 입점 이후 2선 도시 이하의 시장 침투율이 빠르게 올라가고 있다. 더불어 2027년 예정된 중국 공장 증설(Capa +40%)은 중장기적으로 공급 능력 확대와 글로벌 판매량 성장에 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 전망된다.

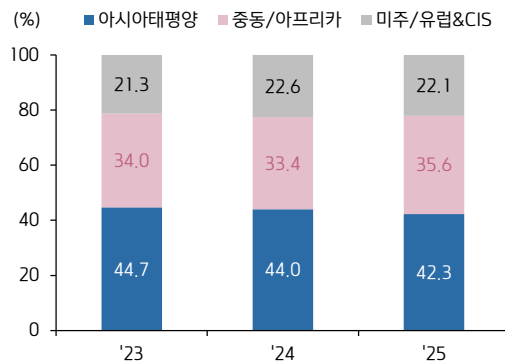
오리온 역시 해외 사업 비중이 높은 기업으로 안정적인 실적 개선 흐름이 기대된다. 중국, 베트남, 러시아 등 주요 해외 법인에서 판매량 증가가 지속되고 있으며, 최근 코코아 투입 단가 하락도 수익성 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 가능성이 높다. 중국은 성장성이 높은 간식점 채널 침투율 상승으로 판매량 성장률이 제고되고 있고, 베트남은 최근 내수 소비경기 회복으로 판매량 성장세가 회복되고 있으며, 러시아는 신규 공장 증설 이후 파이와 비스킷 카테고리 모두 판매량이 증가 추세에 있다.

KT&G 해외관련 매출액 추이 및 전망



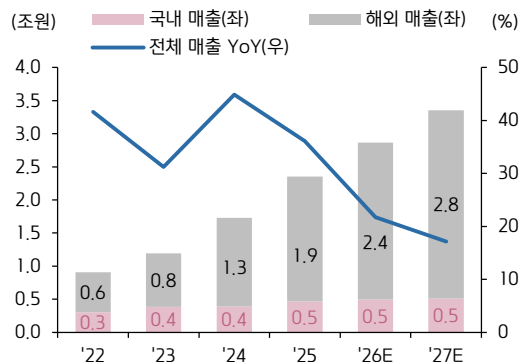
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G 해외관련 판매 비중 추이(판매량 기준)



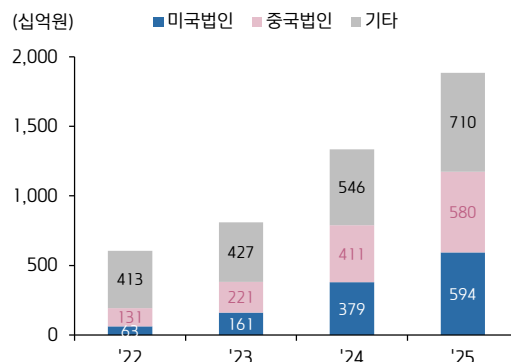
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

삼양식품 매출액 추이 및 전망



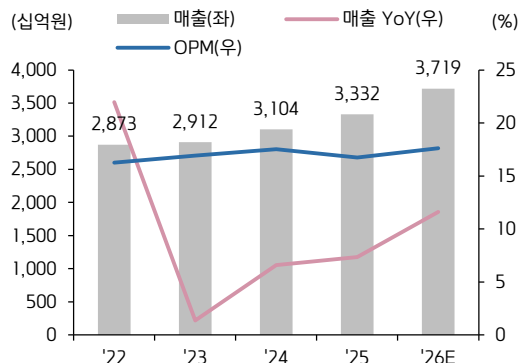
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

삼양식품 지역별 해외 매출액 추이



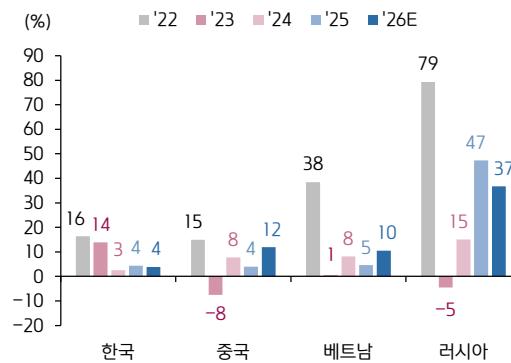
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오리온 매출액 & 수익성 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

오리온 국가별 매출 성장률 추이 및 전망



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 음식료 업체별 4Q25 실적리뷰

주요 음식료 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	YoY	1Q26E	YoY
KT&G	매출액	15,564	14,911	15,479	18,269	17,137	10.1%	16,128	8.2%
	영업이익	2,125	2,856	3,499	4,653	2,488	17.1%	3,346	17.2%
	OPM	13.7%	19.2%	22.6%	25.5%	14.5%	0.9%p	20.7%	1.6%p
	순이익	3,253	2,556	1,433	4,193	2,637	-19.0%	2,703	5.8%
삼양식품	매출액	4,789	5,290	5,531	6,320	6,377	33.2%	6,800	28.5%
	영업이익	877	1,340	1,201	1,309	1,390	58.5%	1,686	25.9%
	OPM	18.3%	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	3.5%p	24.8%	-0.5%p
	순이익	761	991	845	1,102	945	24.2%	1,289	30.0%
오리온	매출액	8,618	8,018	7,772	8,289	9,246	7.3%	9,025	12.6%
	영업이익	1,597	1,314	1,215	1,379	1,676	4.9%	1,615	23.0%
	OPM	18.5%	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	-0.4%p	17.9%	1.5%p
	순이익	2,531	1,043	698	1,027	1,059	-58.2%	1,198	14.8%
CJ 제일제당	매출액	74,902	67,053	67,211	69,105	70,057	-6.5%	68,014	1.4%
	영업이익	3,856	2,957	3,082	3,339	2,959	-23.3%	2,534	-14.3%
	OPM	5.1%	4.4%	4.6%	4.8%	4.2%	-0.9%p	3.7%	-0.7%p
	순이익	-1,930	185	1,576	730	-8,214	적지	494	167.5%
CJ 제일제당 (대통제외)	매출액	44,750	38,596	38,067	40,030	39,760	-11.2%	38,136	-1.2%
	영업이익	2,154	2,066	1,921	1,901	1,387	-35.6%	1,361	-34.1%
	OPM	4.8%	5.4%	5.0%	4.7%	3.5%	-1.3%p	3.6%	-1.8%p
농심	매출액	8,551	8,930	8,677	8,712	8,824	3.2%	9,077	1.6%
	영업이익	204	561	402	544	334	63.4%	581	3.7%
	OPM	2.4%	6.3%	4.6%	6.2%	3.8%	1.4%p	6.4%	0.1%p
	순이익	247	522	365	506	378	52.8%	523	0.4%
하이트진로	매출액	6,271	6,128	6,466	6,695	5,697	-9.1%	6,104	-0.4%
	영업이익	213	627	645	544	-95	적전	497	-20.7%
	OPM	3.4%	10.2%	10.0%	8.1%	-1.7%	-5.1%p	8.1%	-2.1%p
	순이익	-181	380	331	340	-640	적지	270	-29.1%
롯데칠성	매출액	9,233	9,103	10,873	10,792	8,943	-3.1%	9,403	3.3%
	영업이익	92	250	624	918	-120	적전	362	44.5%
	OPM	1.0%	2.7%	5.7%	8.5%	-1.3%	-2.3%p	3.8%	1.1%p
	순이익	-230	107	372	798	-438	적지	192	79.2%
롯데푸드	매출액	9,705	9,751	10,643	11,568	10,198	5.1%	10,319	5.8%
	영업이익	-196	164	343	693	-105	적지	198	20.6%
	OPM	-2.0%	1.7%	3.2%	6.0%	-1.0%	1.0%p	1.9%	0.2%p
	순이익	-251	237	177	487	-170	적지	93	-60.8%
CJ 프레스웨이	매출액	8,502	7,986	8,833	9,012	8,980	5.6%	8,559	7.2%
	영업이익	252	106	274	336	300	19.2%	127	19.9%
	OPM	3.0%	1.3%	3.1%	3.7%	3.3%	0.4%p	1.5%	0.2%p
	순이익	173	16	150	233	103	-40.7%	32	97.8%

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(3/9, 원)		153,600	1,022,000	126,000	190,000	386,500
시가총액(3/9, 조원)		18.12	7.70	4.98	2.86	2.35
매출액	'24	5,909	1,728	3,104	29,359	3,439
	'25P	6,580	2,352	3,332	27,343	3,514
	'26E	6,737	2,863	3,719	28,090	3,624
영업이익	'24	1,189	345	544	1,553	163
	'25P	1,350	524	558	1,234	184
	'26E	1,462	675	655	1,180	199
OPM	'24	20.1%	19.9%	17.5%	5.3%	4.7%
	'25P	20.5%	22.3%	16.8%	4.5%	5.2%
	'26E	21.7%	23.6%	17.6%	4.2%	5.5%
순이익	'24	1,166	272	525	148	157
	'25P	1,082	388	383	-572	177
	'26E	1,173	515	486	270	184
PER	'24	11.9	21.2	7.7	28.2	14.5
	'25P	17.9	20.0	13.3	-6.5	13.3
	'26E	15.4	14.9	10.3	11.6	12.8
PBR	'24	1.45	7.05	1.17	0.53	0.85
	'25P	1.97	6.17	1.33	0.53	0.83
	'26E	1.84	4.43	1.20	0.43	0.79
ROE	'24	12.6%	39.4%	16.6%	2.0%	6.2%
	'25P	11.3%	37.4%	10.5%	-7.7%	6.5%
	'26E	12.3%	34.4%	12.2%	3.8%	6.3%
배당수익률	'24	5.0%	0.4%	2.4%	2.3%	1.3%
	'25P	3.9%	0.5%	2.7%	2.6%	1.3%
	'26E	4.2%	0.5%	3.3%	3.2%	1.3%

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

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

종목명		하이트진로	롯데웰푸드	롯데칠성	CJ 프레시웨이
종목코드		000080	280360	005300	051500
종가(3/9, 원)		16,620	110,300	121,300	28,850
시가총액(3/9, 조원)		1.17	1.03	1.13	0.34
매출액	'24	2,599	4,044	4,025	3,225
	'25P	2,499	4,216	3,971	3,481
	'26E	2,526	4,393	4,049	3,905
영업이익	'24	208	157	185	94
	'25P	172	110	167	102
	'26E	181	171	204	109
OPM	'24	8.0%	3.9%	4.6%	2.9%
	'25P	6.9%	2.6%	4.2%	2.9%
	'26E	7.2%	3.9%	5.0%	2.8%
순이익	'24	96	85	59	26
	'25P	91	73	47	50
	'26E	95	107	88	56
PER	'24	14.5	12.4	19.1	8.0
	'25P	13.0	15.5	29.4	7.6
	'26E	12.4	9.7	13.8	6.1
PBR	'24	1.23	0.49	0.75	0.50
	'25P	1.01	0.56	0.91	0.84
	'26E	0.98	0.49	0.78	0.68
ROE	'24	8.6%	4.0%	4.0%	7.4%
	'25P	7.9%	3.5%	3.1%	11.5%
	'26E	8.0%	5.2%	5.7%	11.8%
배당수익률	'24	3.6%	3.0%	3.0%	2.6%
	'25P	4.2%	2.7%	2.5%	1.6%
	'26E	4.2%	3.3%	2.8%	1.7%

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

1) KT&G

KT&G의 4Q25 연결기준 영업이익은 2,488억원(+17% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. **담배** 부문은 원재료비 상승 부담을 해외관련 가격 인상으로 방어하였으나, 명예퇴직 관련 일회성 비용 반영으로 영업이익이 전년동기 대비 소폭 감소하였다. **건기식(홍삼)** 부문은 국내외 매출 감소 불구, 수익성 중심의 운영 전략을 지속하면서, 이익 감소를 최소화하였다. **부동산**은 중소형 개발사업의 견조한 수익 지속, 서초 SPC 관련 수익 일시 인식으로 인해, 영업이익이 흑자전환하였다.

동사는 2026 년 연간 가이드선으로 매출 +3~5% 성장, 영업이익 +6~8% 성장을 제시하였다. 매크로 환경의 불확실성을 감안하여 보수적인 실적 가이드선을 제시한 것으로 판단된다. 동사는 카자흐스탄 신공장 가동 이후, 러시아 및 아태지역에서 판매량이 증가하며 원가 구조가 개선되고 있고, 전 지역에서 고르게 ASP 가 상승하고 있는 점이 긍정적이다. 작년 11 월 인도네시아 2 공장 완공으로 해외 공장 증설이 마무리되면서, 올해 Capex 가 2~3 천억원 수준으로 축소되고, 잉여현금흐름이 증가하면서 주주환원 여력이 확대될 전망이다. 더불어, 잎담배 조달 원가 하락이 시작되고 있기 때문에, 올해 하반기부터 원재료 투입단가가 안정화되면서 수익성 개선이 강해질 수 있다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	1,556	1,491	1,548	1,827	1,714	1,613	1,676	1,871	1,577	5,909	6,580	6,737
(YoY)	8.0%	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	8.2%	8.3%	2.4%	-8.0%	0.8%	11.4%	2.4%
담배	1,012	988	1,091	1,232	1,056	1,117	1,219	1,281	1,089	3,906	4,367	4,705
(YoY)	13.2%	15.3%	10.2%	17.6%	4.4%	13.0%	11.8%	3.9%	3.1%	8.1%	11.8%	7.7%
국내	542	512	548	615	504	503	554	567	521	2,208	2,179	2,144
(YoY)	-0.7%	-0.2%	-3.1%	4.7%	-6.9%	-1.8%	1.0%	-7.8%	3.4%	0.5%	-1.3%	-1.6%
NGP	135	139	140	168	140	139	153	155	153	559	587	600
관련	407	374	408	447	364	363	401	412	368	1,649	1,592	1,545
해외	461	470	525	635	551	608	648	732	566	1,675	2,180	2,554
NGP	82	21	56	111	116	80	80	80	80	225	303	320
관련	380	449	469	524	435	528	568	652	486	1,450	1,878	2,234
(YoY)	35.2%	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	17.5%	21.1%	24.3%	11.7%	28.0%	29.5%	19.0%
매출 증감률												
국내 NGP	2.5%	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	0.6%	9.0%	-8.0%	8.8%	7.6%	5.1%	2.1%
국내 관련	-1.7%	-2.4%	-4.8%	3.6%	-10.6%	-2.7%	-1.8%	-7.8%	1.3%	-1.7%	-3.5%	-3.0%
해외 관련	35.2%	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	17.5%	21.1%	24.3%	11.7%	28.0%	29.5%	19.0%
판매량 증감률												
국내 NGP	6.8%	7.0%	0.0%	11.4%	-3.1%	-4.5%	11.0%	-4.6%	12.4%	7.8%	3.9%	3.2%
국내 관련	-3.4%	-4.8%	-5.1%	3.5%	-11.6%	-2.5%	-4.0%	-9.6%	1.3%	-2.9%	-4.4%	-4.0%
해외 관련	21.4%	22.8%	9.2%	12.9%	0.8%	7.1%	7.1%	7.4%	6.9%	10.4%	11.1%	7.1%
원/달러	1,395	1,451	1,404	1,385	1,448	1,460	1,460	1,460	1,460	1,364	1,421	1,460
건기식	322	314	221	360	242	307	220	355	251	1,302	1,137	1,134
(YoY)	-4.0%	1.9%	-16.8%	-11.3%	-24.9%	-2.2%	-0.1%	-1.3%	3.7%	-6.6%	-12.6%	-0.3%
국내	189	247	162	305	174	235	157	296	177	925	887	864
해외	134	67	59	55	68	73	64	60	74	377	250	270
부동산	137	100	144	146	322	100	144	146	144	361	713	535
영업이익	213	286	350	465	249	335	382	467	279	1,189	1,350	1,462
(YoY)	7.3%	20.7%	8.7%	11.4%	17.1%	17.2%	9.2%	0.4%	12.0%	1.8%	13.5%	8.4%
(OPM)	13.7%	19.2%	22.6%	25.5%	14.5%	20.7%	22.8%	25.0%	17.7%	20.1%	20.5%	21.7%
담배	224	253	322	372	210	306	357	387	254	1,080	1,157	1,304
(OPM)	22.1%	25.6%	29.5%	30.2%	19.9%	27.4%	29.3%	30.2%	23.3%	27.6%	26.5%	27.7%
건기식	6	18	6	72	7	16	6	64	12	96	103	99
(OPM)	1.7%	5.8%	2.8%	19.9%	2.9%	5.2%	2.9%	18.1%	4.8%	7.4%	9.1%	8.7%
부동산	-23	10	18	21	33	9	14	14	14	-5	82	52
기타	2	4	4	1	-1	4	4	1	-1	11	8	8
세전이익	447	337	189	544	390	365	413	498	309	1,566	1,461	1,585
순이익	325	258	144	419	274	270	305	368	229	1,165	1,094	1,173
(지배)순이익	325	256	143	419	264	270	305	368	229	1,166	1,082	1,173
(YoY)	176.8%	-10.7%	-54.2%	73.8%	-19.0%	5.8%	113.1%	-12.1%	-13.1%	29.1%	-7.2%	8.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 삼양식품

삼양식품의 4Q25 연결기준 영업이익은 1,390억원(+59% YoY / +6% QoQ)으로 시장 기대치에 부합하면서, **수익성 하락에 대한 시장의 우려가 해소될 것으로 판단**된다. 중국 춘절 시점 차이에 따른 매출 성장률 둔화(+1% QoQ)와 연말 마케팅 비용 집행 증가에도 불구하고, 미국법인 가격인상과 현지통화 강세(달러/위안/유로) 등에 힘입어, 전사 영업이익률이 전분기 대비 개선된 것으로 판단된다(4Q25 OPM +1.1%p QoQ).

중국법인 매출은 춘절 물량 판매가 주로 1분기에 반영되기 때문에, 전분기 대비 감소했을 것으로 추산된다. 다만, **국내와 미국 및 유럽법인** 매출은 각각 신제품 우지라면 판매 호조와 불닭볶음면 가격인상 및 판매량 증가에 힘입어, 전분기 대비 증가했을 것으로 추산된다.

동사의 1Q26 연결기준 매출액은 6,800억원(+29% YoY / +7% QoQ), 영업이익은 1,686억원(+26% YoY / +21% QoQ)으로 전분기 대비 반등할 전망이다. 1) 중국 춘절 판매 물량 반영, 2) 미국 및 유럽 수출 증가에 따른 지역 믹스 개선, 3) 마케팅 비용 안정화 등이 기대되기 때문이다.

특히, **라면 수출액은 영업일 수가 적은 2월을 저점으로 반등 추세를 보일 것으로 기대**된다. 1) 불닭볶음면의 글로벌 수요가 꾸준히 증가하고 있고, 2) 중국 6.18 쇼핑 행사로 2분기 중에 수요가 점차 확대될 수 있으며, 3) 공급 물량 확대를 위한 3교대 생산을 준비할 가능성이 있기 때문이다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	478.9	529.0	553.1	632.0	637.7	680.0	690.9	737.5	754.4	1,728.0	2,351.8	2,862.8
(YoY)	46.6%	37.1%	30.3%	44.0%	33.2%	28.5%	24.9%	16.7%	18.3%	44.9%	36.1%	21.7%
국내	105.0	105.0	112.9	121.5	128.3	120.7	118.7	122.3	133.0	392.1	467.8	494.6
(YoY)	0.0%	8.5%	22.3%	23.8%	22.3%	14.9%	5.1%	0.7%	3.6%	2.2%	19.3%	5.7%
해외	373.9	424.0	440.2	510.5	509.4	559.4	572.2	615.2	621.4	1,335.9	1,884.0	2,368.2
(YoY)	68.6%	46.7%	32.5%	49.8%	36.2%	31.9%	30.0%	20.5%	22.0%	65.1%	41.0%	25.7%
매출총이익	176.1	244.9	255.5	261.2	297.3	315.5	321.6	347.3	356.6	723.2	1,058.9	1,341.1
(GPM)	36.8%	46.3%	46.2%	41.3%	46.6%	46.4%	46.6%	47.1%	47.3%	41.9%	45.0%	46.8%
판매비	88.4	110.9	135.4	130.3	158.3	146.9	166.5	173.8	179.4	378.6	535.0	666.5
(판매비율)	18.5%	21.0%	24.5%	20.6%	24.8%	21.6%	24.1%	23.6%	23.8%	21.9%	22.7%	23.3%
영업이익	87.7	134.0	120.1	130.9	139.0	168.6	155.2	173.5	177.2	344.6	523.9	674.6
(YoY)	142.4%	67.2%	34.2%	49.9%	58.5%	25.9%	29.2%	32.6%	27.5%	133.6%	52.1%	28.7%
(OPM)	18.3%	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	24.8%	22.5%	23.5%	23.5%	19.9%	22.3%	23.6%
세전이익	95.7	135.0	104.9	138.0	138.7	170.0	156.5	174.9	178.6	351.6	516.5	680.0
순이익	75.7	99.0	84.1	110.0	94.5	128.9	118.6	132.6	135.4	271.3	387.6	515.5
(지배)순이익	76.1	99.1	84.5	110.2	94.5	128.9	118.6	132.6	135.4	272.0	388.4	515.5
(YoY)	142.9%	49.0%	19.8%	87.2%	24.2%	30.0%	40.3%	20.3%	43.2%	115.4%	42.8%	32.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 오리온/롯데웰푸드

오리온의 4Q25 연결기준 영업이익은 1,676억원(+5% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 춘절 시점 차이에 따른 부정적 영향과 원재료 투입단가 상승 부담에도 불구하고, 중국 간식점 채널 비중 확대, 베트남 매출 반등, 러시아 파이/비스킷 고성장, 우호적인 환율 영향(위안 및 루블 강세) 등에 힘입어, 전반적으로 양호한 실적을 달성하였다.

동사는 올해 해외법인 중심의 매출 고성장, 코코아 투입단가 하락, 우호적인 환율 영향(위안 및 루블 강세) 등에 힘입어, 전사 영업이익이 전년동기 대비 +17% 증가할 전망이다. 특히, 고성장 채널인 중국 간식점에서 채널 특화 제품 분포를 확대하고 있어, 월별 중국 매출 성장률이 개선되고 있고, 베트남도 양호한 춘절 시즌 판매를 보이고 있으며, 올해 3월부터는 코코아 투입단가 하락 효과도 강해질 전망이다.

주주환원정책이 확대되고 있는 점도 고무적이다. 동사는 작년 회계연도 주당 배당금을 전년대비 +40% 인상한 3,500원으로 결정한다고 공시하였다. 지난 수년 간의 배당성향 상승과 올해 실적 개선 강도를 감안한다면, 올해도 주당 배당금 상승세가 강하게 나타날 전망이다.

롯데웰푸드의 4Q25 연결기준 영업이익은 -105억원으로 시장 기대치를 하회하였다. 주력 제품 판가 인상과 국내 건과 매출 증가에도 불구하고, 코코아/유제품 등 원재료 투입단가 상승 부담과 달러 강세에 따른 부정적 영향 등으로 인해, 시장 기대치를 하회한 것으로 추산된다(원재료비 +383억원 YoY).

국내는 매출이 YoY +1% 증가하였고, 영업이익은 YoY +98억원 증가하였다. 4Q24에 통상임금 관련 일회성 비용이 반영된 영향에 따른 기저효과로 실적이 개선되었다. 해외는 매출이 YoY +18% 증가하였으나, 영업이익률이 YoY -1.4%p 하락하였다. 주요 국가의 가격 인상 불구, 코코아/유제품 등 원재료 투입단가 상승 부담이 컸고, 인도 푸네공장 증설에 따른 고정비 부담이 작용했기 때문이다.

달러 강세에 따른 부정적 영향과 코코아 투입단가 하락 반영 지연으로 시장의 기대 대비 원가 개선 속도는 다소 아쉬운 상황이다. 하지만, 글로벌 코코아 시세는 4Q25 부터 YoY 하락 전환하였고, 올해 4월부터 투입단가 하락이 본격화될 전망이다. 따라서, 국내법인의 수익성은 2 분기부터 회복되는 흐름을 보일 전망이다.

해외법인의 수익성 개선 속도와 강도는 국내법인 대비 양호할 전망이다. 인도, 카자흐스탄, 러시아, 파키스탄 등에서 주력 제품의 판가를 +10% 내외 인상할 계획이기 때문이다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	861.8	801.8	777.2	828.9	924.6	902.5	873.1	932.2	1,011.6	3,104.3	3,332.4	3,719.5
(YoY)	12.2%	7.1%	8.1%	7.0%	7.3%	12.6%	12.3%	12.5%	9.4%	6.6%	7.3%	11.6%
한국	277.1	282.4	291.3	282.6	289.5	292.6	302.0	293.9	301.0	1,097.6	1,145.8	1,189.5
(YoY)	0.2%	4.0%	4.9%	4.3%	4.5%	3.6%	3.7%	4.0%	4.0%	2.6%	4.4%	3.8%
중국	345.6	328.2	304.8	337.3	350.3	366.8	344.9	382.6	383.7	1,270.1	1,320.7	1,478.0
(YoY)	20.1%	7.1%	3.0%	4.7%	1.4%	11.8%	13.2%	13.4%	9.5%	7.7%	4.0%	11.9%
베트남	176.2	128.3	102.6	120.5	186.7	140.9	115.0	137.6	200.9	514.5	538.1	594.5
(YoY)	12.3%	8.5%	4.3%	-1.0%	5.9%	9.8%	12.1%	14.2%	7.6%	8.2%	4.6%	10.5%
러시아	69.0	67.2	80.8	89.6	101.9	104.3	110.9	119.6	129.5	230.5	339.4	464.3
(YoY)	32.6%	33.0%	64.5%	44.7%	47.7%	55.3%	37.2%	33.5%	27.2%	15.1%	47.3%	36.8%
기타 및 조정	-6.1	-4.3	-2.4	-1.2	-3.7	-2.2	0.4	-1.5	-3.4	-8.3	-11.6	-6.7
영업이익	159.7	131.4	121.5	137.9	167.6	161.5	143.4	164.1	185.6	543.6	558.3	654.7
(YoY)	13.8%	5.0%	-0.2%	0.6%	4.9%	23.0%	18.1%	19.0%	10.8%	10.4%	2.7%	17.3%
(OPM)	18.5%	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	17.9%	16.4%	17.6%	18.4%	17.5%	16.8%	17.6%
한국	43.9	46.3	48.5	42.1	49.8	49.4	50.8	48.7	52.3	178.5	186.8	201.1
(OPM)	15.8%	16.4%	16.7%	14.9%	17.2%	16.9%	16.8%	16.6%	17.4%	16.3%	16.3%	16.9%
중국	70.3	56.0	52.3	67.0	66.5	70.2	62.5	76.4	75.0	243.9	241.7	284.0
(OPM)	20.3%	17.1%	17.1%	19.8%	19.0%	19.1%	18.1%	20.0%	19.6%	19.2%	18.3%	19.2%
베트남	41.5	21.2	14.4	21.3	39.6	25.9	15.6	23.8	40.5	100.1	96.5	105.8
(OPM)	23.6%	16.5%	14.0%	17.6%	21.2%	18.4%	13.6%	17.3%	20.1%	19.5%	17.9%	17.8%
러시아	13.2	8.6	9.7	11.7	16.6	16.9	17.9	19.4	22.9	36.9	46.5	77.0
(OPM)	19.1%	12.8%	12.0%	13.1%	16.3%	16.2%	16.1%	16.2%	17.7%	16.0%	13.7%	16.6%
기타 및 조정	-9.2	-0.7	-3.4	-4.2	-5.0	-0.7	-3.4	-4.2	-5.0	-15.9	-13.3	-13.3
세전이익	310.4	145.0	103.5	144.2	154.0	168.5	150.4	171.1	192.6	692.2	546.6	682.6
순이익	254.7	106.1	71.7	105.0	107.8	122.3	108.7	123.8	141.0	533.2	390.6	495.8
(자배)순이익	253.1	104.3	69.8	102.7	105.9	119.8	106.5	121.2	138.4	524.6	382.7	485.9
(YoY)	126.0%	11.2%	-10.4%	3.0%	-58.2%	14.9%	52.5%	18.1%	30.7%	39.3%	-27.0%	27.0%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국	13.1%	-0.8%	0.4%	2.3%	-3.8%	6.5%	5.0%	5.0%	7.0%	4.8%	-0.5%	5.9%
베트남 내수	9.7%	1.3%	5.7%	4.7%	6.4%	15.0%	8.0%	8.0%	10.0%	7.7%	4.7%	10.3%
러시아 내수	39.3%	25.7%	52.2%	36.8%	23.0%	32.0%	25.0%	23.0%	23.0%	19.4%	33.2%	25.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데유통 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	970.5	975.1	1,064.3	1,156.8	1,019.8	1,031.9	1,110.9	1,191.0	1,058.9	4,044.3	4,216.0	4,392.7
(YoY)	-0.9%	2.5%	1.9%	7.3%	5.1%	5.8%	4.4%	3.0%	3.8%	-0.5%	4.2%	4.2%
국내	749.7	757.4	832.0	934.2	759.3	778.3	843.8	928.0	770.2	3,230.2	3,282.8	3,320.2
(YoY)	-4.7%	-0.9%	-0.6%	6.2%	1.3%	2.8%	1.4%	-0.7%	1.4%	-2.1%	1.6%	1.1%
건과	288.8	284.6	262.3	283.7	302.2	293.1	270.2	289.4	308.3	1,104.4	1,132.8	1,160.9
(YoY)	-3.8%	1.1%	0.4%	3.9%	4.6%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	1.6%	2.6%	2.5%
빙과	84.5	100.6	181.8	243.2	81.5	102.6	185.4	238.3	84.8	610.0	607.1	611.2
(YoY)	-9.2%	-5.6%	-7.5%	9.4%	-3.5%	2.0%	2.0%	-2.0%	4.0%	0.2%	-0.5%	0.7%
유지	113.9	113.7	123.7	131.0	122.4	122.0	122.0	122.0	122.0	452.0	490.7	488.0
기타	262.5	258.5	264.2	276.3	253.1	260.5	266.2	278.3	255.1	1,063.7	1,052.1	1,060.1
해외	232.1	230.0	243.9	233.5	273.5	265.8	278.8	274.0	301.8	856.7	980.9	1,120.3
(YoY)	14.5%	16.6%	11.2%	12.2%	17.8%	15.6%	14.3%	17.3%	10.3%	7.0%	14.5%	14.2%
인도	60.7	80.2	104.3	73.8	67.8	86.0	114.1	84.1	73.4	290.5	326.2	357.6
(YoY)	11.4%	24.2%	8.9%	6.3%	11.7%	7.3%	9.3%	14.0%	8.2%	8.0%	12.3%	9.6%
건과	29.6	34.1	27.8	33.4	34.3	36.5	30.6	37.7	36.6	117.7	129.6	141.4
빙과	31.1	46.1	76.5	40.4	33.5	49.5	83.5	46.4	36.8	172.9	196.6	216.2
카자흐스탄	83.4	67.6	60.7	64.5	97.9	81.3	72.9	81.5	111.6	264.6	290.6	347.3
(YoY)	13.6%	1.9%	7.1%	10.8%	17.3%	20.3%	20.1%	26.3%	14.0%	-1.9%	9.8%	19.5%
러시아	21.5	24.3	27.1	26.8	31.9	32.3	32.0	32.0	35.1	84.8	110.2	131.3
(YoY)	6.7%	22.3%	27.3%	20.8%	48.7%	32.5%	18.2%	19.3%	9.9%	9.2%	29.8%	19.2%
기타	66.6	57.8	51.8	68.4	75.9	66.2	59.7	76.4	81.7	216.8	254.0	284.0
기타 및 조정	-11.3	-12.2	-11.6	-10.9	-13.0	-12.2	-11.6	-10.9	-13.0	-42.7	-47.8	-47.8
영업이익	-19.6	16.4	34.3	69.3	-10.5	19.8	49.3	84.8	17.6	157.1	109.5	171.5
(YoY)	적전	-56.1%	-45.8%	-8.9%	적지	20.6%	43.6%	22.4%	흑전	-11.3%	-30.3%	56.5%
(OPM)	-2.0%	1.7%	3.2%	6.0%	-1.0%	1.9%	4.4%	7.1%	1.7%	3.9%	2.6%	3.9%
국내	-24.1	10.1	25.6	62.9	-14.3	10.5	34.4	72.2	8.1	110.3	84.3	125.2
(OPM)	-3.2%	1.3%	3.1%	6.7%	-1.9%	1.3%	4.1%	7.8%	1.0%	3.4%	2.6%	3.8%
해외	9.4	9.0	12.7	9.7	7.0	12.0	18.8	15.9	12.7	59.3	38.4	59.4
(OPM)	4.0%	3.9%	5.2%	4.2%	2.6%	4.5%	6.8%	5.8%	4.2%	6.9%	3.9%	5.3%
기타 및 조정	-4.9	-2.7	-4.0	-3.3	-3.2	-2.7	-4.0	-3.3	-3.2	-12.5	-13.2	-13.2
세전이익	-41.6	31.2	25.3	61.6	-18.0	12.2	41.8	77.3	10.1	107.8	100.1	141.3
당기순이익	-25.0	22.7	15.7	49.9	-17.0	9.3	31.7	58.6	7.6	82.0	71.4	107.1
지배주주순이익	-25.1	23.7	17.7	48.7	-17.0	9.3	31.7	58.6	7.6	84.6	73.1	107.1
(YoY)	적지	10.0%	-58.1%	5.8%	적지	-60.8%	79.2%	20.2%	흑전	20.0%	-13.6%	46.6%
현지 통화 기준 매출 성장률												
인도	7.1%	18.5%	9.1%	8.5%	13.5%	11.0%	10.7%	11.7%	8.6%	4.9%	12.0%	10.6%
건과	6.5%	7.3%	6.2%	8.0%	17.8%	11.0%	11.3%	10.7%	7.0%	10.5%	9.9%	9.9%
빙과	7.6%	28.3%	10.2%	9.0%	9.5%	11.0%	10.5%	12.5%	10.3%	1.4%	13.4%	11.0%
카자흐스탄	15.5%	5.7%	20.0%	21.8%	18.4%	20.0%	15.2%	14.5%	10.5%	-3.1%	16.3%	14.5%
러시아	9.0%	15.4%	10.9%	7.3%	14.5%	11.0%	10.9%	10.9%	7.7%	13.7%	12.0%	10.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) CJ제일제당

CJ제일제당의 4Q25 연결기준 영업이익은 2,959억원으로 시장 컨센서스에 대체로 부합한 수준을 기록하였다. **식품** 부문은 매출이 YoY +3% 증가했지만 수익성은 소폭 악화되었다. 국내 판매량 부진과 명절 시점 차이로 인한 부정적 영향이 있었으나, 미주 및 일본 지역의 GSP(글로벌 전략 제품) 판매 확대를 이를 방어했다. 다만 원재료비 상승 부담이 지속되면서 수익성은 전년 대비 소폭 하락했다. **바이오** 부문은 매출이 QoQ +3% 증가했지만 수익성은 전분기 대비 크게 둔화되었다. 사료용 아미노산 판매량 자체는 확대되었지만, 중국 경쟁업체들의 공급 물량 증가로 인해 제품 가격이 하락하면서 수익성이 악화된 것이 주요 원인이다.

동사는 2026 년 연간 가이던스(식품 및 바이오 기준)로 매출은 낮은 한 자릿수(Low single digit) 성장, 영업이익률은 전년수준으로 제시하였다. **식품** 부문은 원재료비 상승 부담과 부정적 환율 영향(국내 법인)이 지속되고 있다. 그러나 국내 부진 SKU 구조 개선과 해외 GSP 판매 확대를 통해 일부 수익성 방어가 가능할 것으로 보인다. 바이오 부문은 중국 경쟁사 공급 물량 증가에 따른 사료용 아미노산 업황 악화가 여전히 우려되는 부분이다. 라이신과 트립토판의 중국 스팟 가격 하락세를 감안하면, **바이오** 부문의 1Q26 실적은 적자전환 가능성이 있다. 따라서, 재무구조 개선 전략과 중장기 K-Food 성장 기대감은 유효하나, 단기적으로는 바이오 부문의 실적 가시성 확보 여부가 주가 흐름에 중요한 영향을 미칠 것으로 전망된다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	7,490	6,705	6,721	6,910	7,006	6,801	6,807	7,149	7,332	29,359	27,343	28,090
(YoY)	2.8%	-7.1%	-7.1%	-6.8%	-6.5%	1.4%	1.3%	3.5%	4.7%	1.2%	-6.9%	2.7%
대통제외	4,475	3,860	3,807	4,003	3,976	3,814	3,747	4,092	4,019	17,871	15,645	15,672
(YoY)	2.0%	-13.2%	-12.1%	-13.4%	-11.2%	-1.2%	-1.6%	2.2%	1.1%	-0.1%	-12.5%	0.2%
식품	2,844	2,925	2,687	2,984	2,926	3,016	2,781	3,095	2,981	11,353	11,522	11,874
(YoY)	2.8%	3.3%	-0.7%	0.4%	2.9%	3.1%	3.5%	3.7%	1.9%	0.8%	1.5%	3.1%
국내	1,366	1,437	1,319	1,529	1,314	1,461	1,309	1,519	1,323	5,772	5,597	5,612
가공	929	998	841	1,041	886	1,018	841	1,041	903	3,873	3,765	3,802
소재	437	439	478	488	428	443	468	478	420	1,899	1,833	1,809
해외	1,479	1,488	1,369	1,455	1,612	1,555	1,472	1,576	1,658	5,581	5,925	6,263
미주	1,249	1,247	1,112	1,209	1,346	1,305	1,203	1,312	1,371	4,714	4,914	5,190
(YoY)	6.3%	6.1%	-0.3%	2.9%	7.7%	4.6%	8.2%	8.6%	1.8%	7.6%	4.2%	5.6%
(USD YoY)	0.8%	-2.9%	-2.6%	0.9%	3.8%	4.0%	4.0%	3.0%	1.0%	3.1%	-0.1%	2.9%
미주 외	229	241	257	247	266	251	270	264	288	868	1,011	1,072
바이오	1,062	895	1,080	979	1,005	797	966	997	1,037	4,210	3,959	3,798
(YoY)	2.3%	-12.4%	2.2%	-8.4%	-5.4%	-11.0%	-10.6%	1.8%	3.3%	1.8%	-5.9%	-4.1%
F&C	569	543	555	569						2,309	1,667	
대한통운	3,160	2,993	3,048	3,067	3,177	3,135	3,194	3,216	3,460	12,117	12,285	13,005
기타 및 조정	-145	-147	-134	-159	-147	-147	-134	-159	-147	-629	-587	-587
영업이익	386	296	308	334	296	253	243	339	345	1,553	1,234	1,180
(YoY)	29.3%	-21.4%	-18.8%	-19.0%	-23.3%	-14.3%	-21.1%	1.7%	16.5%	20.2%	-20.6%	-4.3%
(OPM)	5.1%	4.4%	4.6%	4.8%	4.2%	3.7%	3.6%	4.7%	4.7%	5.3%	4.5%	4.2%
대통제외	215	207	192	190	139	136	111	190	188	1,020	728	625
(OPM)	4.8%	5.4%	5.0%	4.7%	3.5%	3.6%	3.0%	4.6%	4.7%	5.7%	4.6%	4.0%
식품	138	129	90	169	138	150	100	160	143	620	526	553
(OPM)	4.9%	4.4%	3.4%	5.6%	4.7%	5.0%	3.6%	5.2%	4.8%	5.5%	4.6%	4.7%
바이오	54	79	102	22	1	-14	11	30	45	325	203	72
(OPM)	5.1%	8.8%	9.5%	2.2%	0.0%	-1.7%	1.1%	3.0%	4.3%	7.7%	5.1%	1.9%
F&C	23	35	43	12						75	90	
대한통운	154	85	115	148	160	114	132	153	159	531	508	558
기타 및 조정	16	4	1	-4	-2	4	1	-4	-2	3	-2	-2
세전이익	-65	165	213	191	-504	130	119	215	220	611	65	684
순이익	-145	58	204	119	-799	95	87	157	161	362	-417	499
(지배)순이익	-193	18	158	73	-821	49	34	93	94	148	-572	270
(YoY)	적전	-79.9%	67.3%	-52.9%	적지	167.5%	-78.5%	27.5%	흑전	-61.6%	적전	-147.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) CJ프레시웨이/롯데칠성

CJ프레시웨이의 4Q25 연결기준 영업이익은 300억원(+19% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 내수 소비심리 회복, 신규 수주 및 대형병원 전공의 복귀에 따른 단체급식 매출 증가, 프레시원 통합에 따른 효율화 및 인건비 절감 등에 힘입어, 전사 매출 증가와 수익성 개선이 나타난 것으로 판단된다. 다만, 중장기 핵심 성장 드라이버인 온라인 사업의 매출은 하반기 채널 전략 재정비 영향으로 인해, 성장세가 둔화된 것으로 추산된다.

올해 동사는 외식경기 회복에 따른 식자재유통 매출 증가, 대형병원 전공의 복귀 및 신규 수주 확대에 따른 단체급식 매출 증가 등에 힘입어, 기존사업의 실적 개선이 예상되는 가운데, 핵심 신사업인 **온라인 유통 사업을 공격적으로 확대하여, 온라인 매출을 전년대비 2배 수준(2,000억원 이상)으로 늘릴 계획**이다. 이에 따라, 올해 전사 분기별 매출 성장률은 1Q +7% → 2Q +10.5% → 3Q +13% → 4Q +18%로 점차 확대될 전망이다.

현재 동사는 타겟하고 있는 외식 식자재의 연간 시장 규모를 40조원 이상으로 보고 있으나, 대부분 오프라인 유통 채널에 의존하고 있는 것으로 파악된다. 하지만, 음식점을 운영하는 사업자에서 모바일 쇼핑에 익숙한 세대의 비중이 증가하고 있기 때문에, 중장기적으로 온라인 매출 비중이 크게 확대될 여력이 충분하다. 또한, 동사는 기존에 대형 프랜차이즈 중심으로 식자재유통 매출을 확대해왔으나, 추가적인 시장 침투를 확대를 위해서는 중소형 레스토랑 경로에 대한 매출 확대가 필수적이다. 전통적인 오프라인 유통 방식은 영업 인력 운영, 배송 등의 측면에서 효율성이 떨어지는 부분이 있다.

따라서, 동사의 **온라인 유통 사업 확대는 추가적인 매출 성장을 위한 의미 있는 전환으로 판단**된다. **음식점 사업자의 세대 변화에 대응하고, 효율적인 중소형 레스토랑 공략하는데 적합한 사업 모델이기 때문**이다.

롯데칠성의 4Q25 연결기준 영업이익은 -120억원으로 시장 기대치를 하회하였다. 희망퇴직 및 금값 상승 관련 인건비 증가, 홈플러스 총당금 관련 비용 등이 예상 보다 크게 반영되면서, 시장 컨센서스를 하회한 것으로 판단된다(별도기준 340억원, 음료 230억원, 주류 110억원).

연결기준과 별도기준 매출은 전년동기 대비 각각 -3%, -7% 감소하였다. 해외자회사 매출이 증가하였으나(+3.5% YoY), 국내는 에너지/니어워터/RTD 주류 외의 전 카테고리의 판매가 부진하였다. 다만, **연결기준 매출총이익률은 전년동기 대비 +1.1%p 개선**되었다. 전반적인 판매 부진에도 불구하고, 국내 음료 부문의 원재료비 상승 부담이 과거 대비 완화되었고, 필리핀 법인의 비용 절감으로 수익성이 크게 개선된 영향이 있었을 것으로 추산된다.

올해는 필리핀 법인 수익성 개선(구조조정에 따른 비용 절감 효과)과 서초동 부지 개발 기대감이 동사의 주가 흐름에 긍정적으로 작용할 수 있다. 다만, 실적 가시성 개선과 주가 상승 탄력 확대를 위해서는 국내 매출 회복 여부가 중요할 전망이다.

현재 국내 음료와 주류 수요는 가격 인상 지속에 따른 가성비 악화와 음주 문화 변화에 따른 소비 감소로 부진한 흐름이 지속되고 있다. 다만, 올해는 작년대비 소비심리가 개선되고 있기 때문에, 시장 트렌드에 맞는 신제품 성과가 나타난다면 의미 있는 매출 증가를 기대할 수 있을 것이다.

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	850.2	798.6	883.3	901.2	898.0	855.9	975.7	1,015.2	1,058.0	3,224.8	3,481.1	3,904.8
(YoY)	7.9%	9.2%	8.9%	8.3%	5.6%	7.2%	10.5%	12.7%	17.8%	4.9%	7.9%	12.2%
식자재유통	389.7	379.9	393.1	390.4	398.8	386.3	425.8	463.0	487.8	1,464.8	1,562.2	1,762.9
(YoY)	10.8%	11.5%	8.3%	5.1%	2.3%	1.7%	8.3%	18.6%	22.3%	1.9%	6.6%	12.8%
외식식자재	295.0	280.9	291.3	282.0	276.7	272.5	308.8	342.6	358.3	1,119.8	1,130.9	1,282.2
식품 원료	94.7	99.0	101.8	108.4	122.1	113.9	117.1	120.3	129.4	345.0	431.3	480.7
급식사업	449.2	412.4	484.0	504.0	492.9	463.2	543.6	545.5	563.9	1,706.5	1,893.3	2,116.3
(YoY)	6.4%	9.4%	11.4%	13.0%	9.7%	12.3%	12.3%	8.2%	14.4%	8.4%	10.9%	11.8%
급식식자재	257.6	228.5	266.4	276.6	278.9	251.4	293.0	298.7	312.4	928.3	1,050.4	1,155.5
단체급식	191.6	183.9	217.6	227.4	214.0	211.9	250.6	246.8	251.6	778.2	842.9	960.8
기타	11.3	6.3	6.2	6.8	6.3	6.3	6.2	6.8	6.3	53.5	25.6	25.6
매출총이익	152.9	138.0	163.9	168.9	163.4	145.8	176.0	178.4	178.0	600.4	634.2	678.3
(GPM)	18.0%	17.3%	18.6%	18.7%	18.2%	17.0%	18.0%	17.6%	16.8%	18.6%	18.2%	17.4%
판매비	127.8	127.4	136.5	135.2	133.4	133.0	142.3	145.8	148.4	506.3	532.5	569.5
(판매비율)	15.0%	15.9%	15.5%	15.0%	14.9%	15.5%	14.6%	14.4%	14.0%	15.7%	15.3%	14.6%
영업이익	25.2	10.6	27.4	33.6	30.0	12.7	33.8	32.6	29.6	94.0	101.7	108.8
(YoY)	3.4%	0.8%	-8.9%	19.3%	19.2%	19.9%	23.0%	-2.9%	-1.2%	-5.3%	8.2%	7.0%
(OPM)	3.0%	1.3%	3.1%	3.7%	3.3%	1.5%	3.5%	3.2%	2.8%	2.9%	2.9%	2.8%
세전이익	20.1	1.6	20.0	27.6	11.9	4.2	25.2	24.1	21.1	41.8	61.2	74.5
순이익	18.0	1.6	15.0	23.3	10.2	3.2	19.1	18.2	16.0	27.4	50.1	56.5
(지배)순이익	17.3	1.6	15.0	23.3	10.3	3.2	19.1	18.2	16.0	25.9	50.1	56.5
(YoY)	60.9%	20.3%	-5.7%	흑전	-40.7%	97.8%	27.4%	-21.6%	55.7%	-52.4%	93.3%	12.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	923.3	910.3	1,087.3	1,079.2	894.3	940.3	1,102.1	1,080.9	925.6	4,024.5	3,971.1	4,048.8
(YoY)	0.5%	-2.8%	-1.1%	1.3%	-3.1%	3.3%	1.4%	0.2%	3.5%	24.8%	-1.3%	2.0%
별도기준	593.6	601.1	681.0	731.8	553.0	611.2	695.3	719.4	560.4	2,723.0	2,566.9	2,586.3
(YoY)	-4.5%	-7.0%	-8.0%	-1.5%	-6.8%	1.7%	2.1%	-1.7%	1.3%	-1.2%	-5.7%	0.8%
음료	401.4	408.2	491.9	538.4	375.7	417.6	505.6	530.7	384.1	1,909.7	1,814.3	1,838.1
(YoY)	-5.5%	-5.4%	-8.5%	-0.1%	-6.4%	2.3%	2.8%	-1.4%	2.2%	-2.2%	-5.0%	1.3%
주류	192.2	192.9	189.1	193.3	177.3	193.6	189.7	188.7	176.2	813.4	752.7	748.3
(YoY)	-2.4%	-10.2%	-6.5%	-5.3%	-7.7%	0.3%	0.3%	-2.4%	-0.6%	1.2%	-7.5%	-0.6%
연결-별도	329.7	309.2	406.3	347.4	341.3	329.1	406.7	361.4	365.2	1,301.5	1,404.2	1,462.5
펄스필리핀	260.0	254.2	303.4	247.8	271.1	256.2	303.3	254.5	274.0	1,029.5	1,076.5	1,088.0
영업이익	9.2	25.0	62.4	91.8	-12.0	36.2	61.2	86.7	19.7	184.9	167.2	203.8
(YoY)	15.6%	-31.9%	3.5%	16.6%	적전	44.5%	-1.8%	-5.6%	흑전	-12.2%	-9.6%	21.9%
(OPM)	1.0%	2.7%	5.7%	8.5%	-1.3%	3.8%	5.6%	8.0%	2.1%	4.6%	4.2%	5.0%
별도기준	1.1	27.2	26.6	69.0	-20.7	32.4	29.7	59.8	6.4	138.8	102.1	128.3
(YoY)	-91.4%	-25.6%	-31.1%	10.3%	적전	18.9%	11.9%	-13.3%	흑전	-29.0%	-26.5%	25.7%
(OPM)	0.2%	4.5%	3.9%	9.4%	-3.7%	5.3%	4.3%	8.3%	1.1%	5.1%	4.0%	5.0%
음료	-8.0	13.0	23.7	55.1	-17.9	19.9	28.6	49.7	2.6	104.1	73.9	100.9
(OPM)	-2.0%	3.2%	4.8%	10.2%	-4.8%	4.8%	5.6%	9.4%	0.7%	5.5%	4.1%	5.5%
주류	9.1	14.2	2.9	13.9	-2.8	12.5	1.2	10.1	3.8	34.7	28.2	27.4
(OPM)	4.7%	7.4%	1.5%	7.2%	-1.6%	6.4%	0.6%	5.3%	2.1%	4.3%	3.7%	3.7%
연결-별도	8.1	-2.2	35.8	22.8	8.7	3.8	31.5	26.9	13.3	46.1	65.1	75.5
세전이익	-23.0	10.7	37.2	79.8	-43.8	19.2	44.9	71.5	-1.3	96.5	83.9	134.3
순이익	-21.7	5.4	27.7	62.0	-43.9	14.0	32.8	52.2	-0.9	60.0	51.2	98.1
(지배)순이익	-21.6	7.0	24.8	59.4	-44.0	13.9	29.9	50.3	-5.9	59.1	47.2	88.1
(YoY)	적전	-60.1%	28.4%	35.6%	적지	97.7%	20.3%	-15.3%	적지	-64.4%	-20.2%	86.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 일본 식품 업체 동향

1) Japan Tobacco: 가격 인상과 전자담배 판촉 강화

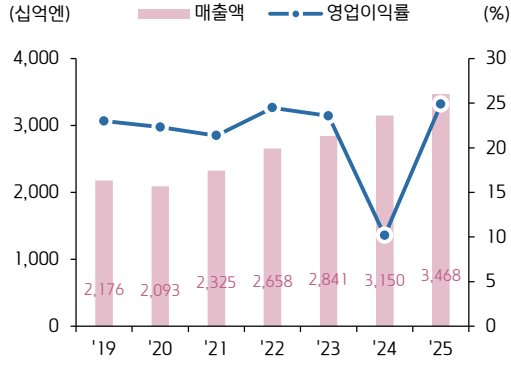
JT(Japan Tobacco Inc.)는 1985년 설립 이후 담배, 가공식품, 제약 사업을 영위해 왔다. 주요 사업 지역은 일본 및 EMA 권역으로, 다수의 국가에서 궤련담배 시장 내 경쟁력을 보유하고 있다. 또한, JT는 2025년 말 기준 총 38개의 담배 관련 생산거점을 운영하고 있으며, 이 중 33개가 해외 26개국에 위치해 있어 글로벌 현지 생산 체제를 폭넓게 구축하고 있다. 주요 제품 라인업은 Winston, Camel, MEVIUS 등으로, 궤련형 담배 부문에서 오랜 기간 경쟁력을 유지해 온 전통 강자다. 주요 주주로는 일본 재무성이 있으며, 지분 33%를 보유한 최대주주로서 공공성과 수익성을 동시에 고려하는 지배구조를 갖추고 있다.

2025년 매출액은 3조4,677억엔(YoY +13.4%), 조정영업이익은 9,022억엔(YoY +21.5%)을 기록했다. 이는 글로벌 전역에서의 가격 인상, EMA 지역에서의 판매량 성장, 엔화 약세 효과에 주로 기인한다. 특히 JT는 핵심 시장인 필리핀, 러시아, 튀르키예 등에서 가격 인상을 단행했다. 산업 전반의 궤련담배 판매량 감소세에도 불구하고, JT는 글로벌 가격 전가 능력을 입증하며 견조한 성장을 달성하는 데 성공했다.

JT는 핵심 시장인 내수 시장에서도 가격 인상을 단행하고 있다. 일본 정부는 2026년 가열담배와 궤련담배의 세율 동일화를 예고했다. 일본 정부는 담배세 인상을 지속적으로 추진하고 있으며 2026년에도 가열식 담배에 대해 4월과 10월 두 차례의 세율 인상이 예정되어 있다. 이에 따라 JT는 2026년 1월에 1팩당 30엔의 가격 인상을 선제적으로 실시하며 세제 변화 리스크에 대응하고 있다. 가열식 담배 점유율 1위의 Philip Morris는 1팩당 40엔 인상을 발표한 반면, JT는 시장점유율 확대 전략을 고려해 1팩당 30엔 인상에 그칠 계획이어서, 세금 증가분을 전부 소비자에게 전가하지는 못할 것으로 보인다. 일본 정부는 이후에도 2027~2029년까지 매년 한 차례씩 추가 증세를 계획하고 있어, 담배 제품 전반의 가격 인상 압력은 지속될 전망이다. 이에 대해 JT는 기본적으로 매년 약 10엔 수준의 가격 인상을 통해 세금 상승분을 점진적으로 전가하되, 점유율 확대가 중요한 시장에서는 가격 인상 속도를 조절하고 브랜드별로 인상 폭을 차별화하는 전략을 병행할 계획이다.

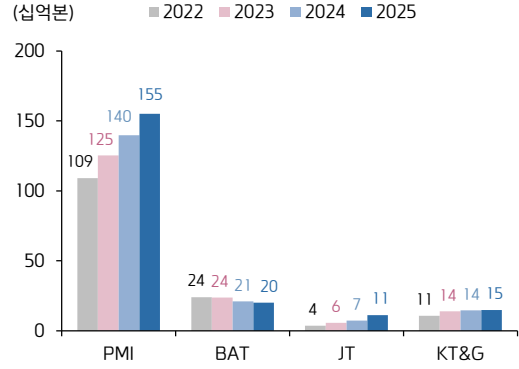
2026년 가이드선으로는 매출액 3조6,970억엔(YoY +6.6%), 조정영업이익 9,550억엔(YoY +7.9%)을 제시했다. 통화 영향을 제외한 실질 영업이익 성장률은 약 8.9%다. 2026년에는 가격 인상을 중심으로 한 성장 전략을 내세우고 있다. JT는 전체 품목 판매 수량 가이드선을 YoY -1%로 제시하면서도, 주요 권역에서의 가격 전가력을 바탕으로 성장을 이어간다는 계획이다. 또 다른 전략은 RRP 부문을 차세대 성장동력으로 육성하는 것이다. 동사는 2026~2028년 3개년 동안 RRP 부문에 약 8,000억엔의 대규모 투자를 집행할 예정이다. 해당 투자는 주로 판매촉진비 성격의 비용으로 집행될 전망이다. 이를 통해 Ploom AURA와 EVO의 글로벌 확산을 추진하고, 2028년까지 주요 가열담배 시장에서 점유율 15%를 달성함과 동시에 해당 사업부의 BEP 통과를 가시화하겠다는 전략이다. 배당 정책 측면의 가시성도 높다. 배당성향 75%를 하단으로 설정해 안정적인 현금흐름을 주주에게 환원할 계획이다. 이에 따라, 2026년 주당 배당금은 242엔(FY2025년 234엔)로 소폭 상향 조정할 계획이다.

JT 매출, 영업이익률 추이



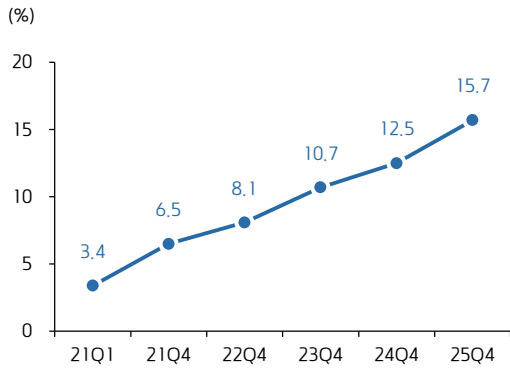
자료: JT, 키움증권 리서치

주요 담배 업체 가열식 담배 판매량 추이



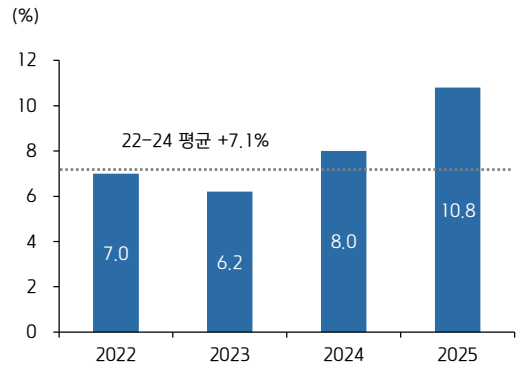
자료: JT, 키움증권 리서치

일본 내 Ploom 점유율 추이



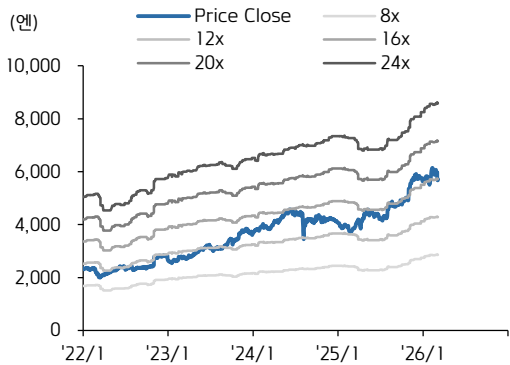
자료: JT, 키움증권 리서치

JT의 Price/Mix (%) 추이



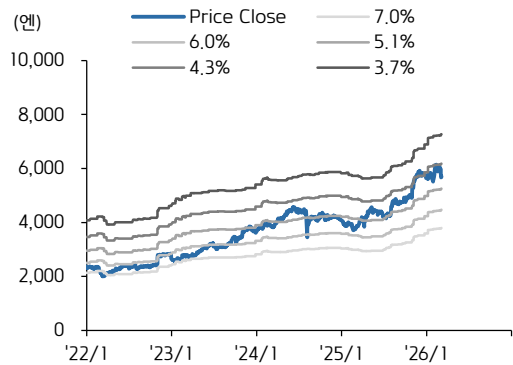
자료: JT, 키움증권 리서치

JT FW 12M P/E 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

JT FW 12M 배당수익률 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2) Toyo Suisan: 아메리칸 드림

Toyo Suisan 은 일본의 대표적인 종합 식품 기업으로, 라면을 중심으로 저온식품, 가공식품, 수산식품 등을 함께 영위하고 있다. 일본 내에서는 '마루짬' 브랜드를 기반으로 컵라면/봉지면/냉장면 등에서 높은 인지도를 보유하고 있다. 해외에서는 북미와 멕시코를 중심으로 라면 사업을 확대하고 있다. 동사의 중장기 전략상 핵심 성장축은 해외 라면 사업이며, 미국과 멕시코를 중심으로 한 생산/판매 네트워크를 기반으로 외형 성장과 수익성 확대를 동시에 추진하고 있다. 2025 년 3 월 발표한 중기계획에서도 북미 라면 증산 투자와 국내 식품 생산능력 강화가 핵심 과제로 제시됐다.

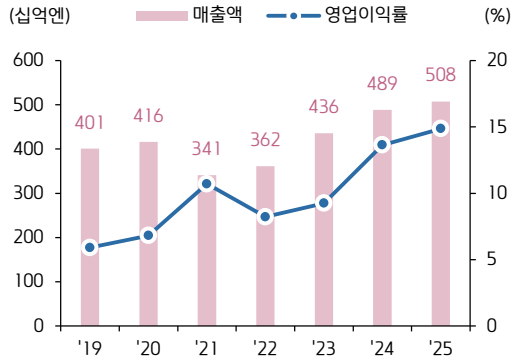
FY2026 3Q 누적 기준 연결 매출액은 4,026 억엔(YoY +3.6%), 영업이익은 646 억엔(YoY +6.1%)을 기록했다. 이 중 해외 라면 사업 매출은 1,811 억엔(YoY +3.0%), 영업이익은 457 억엔(YoY +6.5%)으로 안정적인 성장세와 이익률을 유지했다. 주로 2025 년 7 월 미국에서의 가격 인상 효과로 성장했으며, 멕시코에서도 2025 년 4 월 가격 인상 효과가 매출 성장에 기여했다. 해외 라면 사업의 핵심은 미국과 멕시코이며, 특히 미국 내 저가 시장 지배력이 실적 성장의 핵심으로 작용하고 있다. 2025 년 기준으로 해외 라면 판매량의 약 65%가 미국, 약 30%가 멕시코, 나머지 5%가 중남미에서 발생하고 있다. 미국에서의 채널 전략은 달러샵 등 가격 민감형 유통망 중심으로 저소득층/절약형 소비자 수요를 핵심 타겟으로 하고 있다. 미국과 멕시코에서의 라면 시장점유율은 각각 약 60%, 80% 수준으로 현지 생산거점을 바탕으로 한 가격 경쟁력과 채널 장악력이 반영된 결과로 해석된다.

이러한 사업 구조는 최근 미국 시장에서의 인플레이션 환경에서도 오히려 긍정적으로 작용하고 있다. 미국에서는 라면이 수프류와 함께 저가 식품 카테고리 내에서 진열되는 경우가 많고, 사실상 가장 저렴한 식사 대체재 중 하나로 인식되고 있다. 코로나 이후 인플레이션과 다운트레이딩 수요 확대가 이어지면서, 절약을 원하는 소비자의 수요가 견조하게 유지되는 모습이다. 동사는 2025 년 7 월 미국 가격 인상을 단행했는데, 이는 마진 확대 목적이 아니라 비용 상승과 관세 부담을 반영한 수준의 조치였다. 가격 인상에 따라 동사는 비용 상승을 성공적으로 흡수하고 있으며, 실제 해외 라면 부문 수익성은 유지되는 흐름이다.

중장기 성장 전략도 프리미엄 제품 확대보다는 주력 베이스 상품의 안정적 공급 확대에 무게가 실려 있다. 현재 동사의 미국 내 프리미엄 제품 비중은 아직 10% 미만으로 크지 않으며, 한국 업체의 매운맛 제품이나 고가 라면과는 타겟 고객층이 상당 부분 분리되어 있다. 또한, 동사는 저가 시장에서의 가격경쟁력을 유지하기 위해, 단기적으로 미국 시장에서의 가격 인상은 없을 것이라고 밝혔다. 현 시점에서는 프리미엄 제품군 확대나 가격 인상보다는 저가형 상품의 공급능력 확충이 우선이라고 보고 있다. 따라서, 북미 시장에서 기존 주력 제품 수요를 따라가기 위해 캘리포니아 공장 증설을 진행하고 있다.

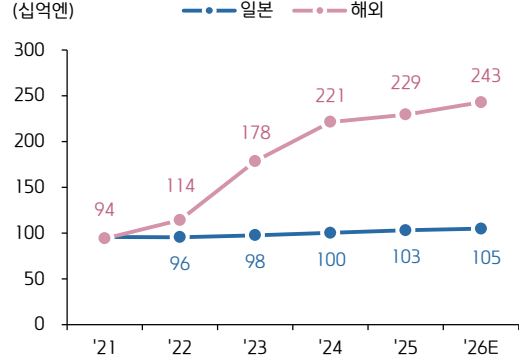
미국 내 현지 신규 라인 가동 시점은 2026 년 5 월 이후를 목표로 준비 중인 것으로 파악된다. 모든 라인의 증설이 완료되면 전체 생산 능력은 현재 수준에서 20% 정도 성장할 예정이다. 이에 따라, 동사의 공급 병목이 완화되면서, 미국뿐 아니라 멕시코와 중남미 남부 지역까지 판매 확대 여력이 커질 가능성이 높다. 반면 유럽 시장 등 아메리카 대륙 이외로의 진출에 대한 계획은 현재까지 공식적으로 제시된 바가 없다.

Toyo Suisan 매출, 영업이익률 추이



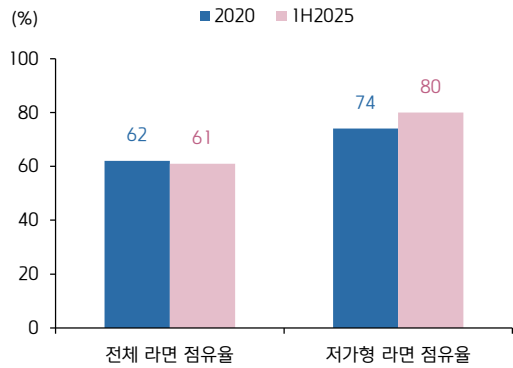
자료: Toyo Suisan, 키움증권 리서치

Toyo Suisan 라면 내수, 해외 매출액 추이



자료: Toyo Suisan, Bloomberg, 키움증권 리서치

Toyo Suisan 미국 내 점유율 추이



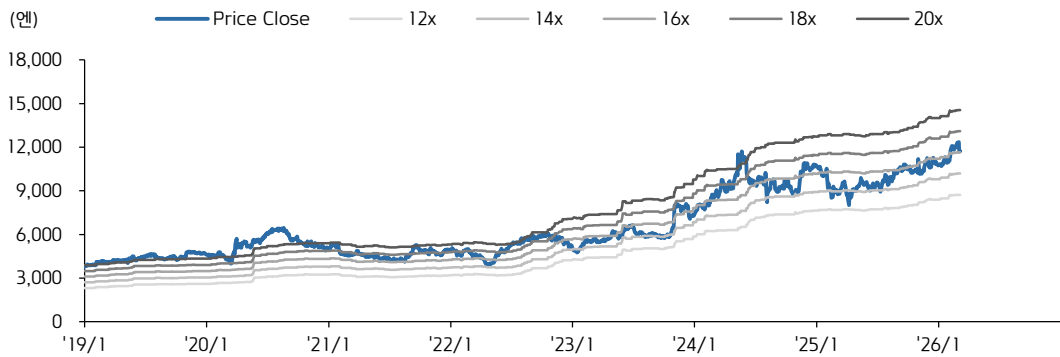
자료: Toyo Suisan, 키움증권 리서치

Toyo Suisan 미국 제품 라인업



자료: Toyo Suisan, 키움증권 리서치

Toyo Suisan FW 12M P/E 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

3) Ajinomoto: 고부가가치 사업 확대

Ajinomoto 는 조미료, 가공식품, 냉동식품과 아미노산 기술을 기반으로 반도체 소재와 바이오, 헬스케어 영역까지 사업을 확장하고 있는 일본의 대표 소재/식품 복합 기업이다. 전통적으로는 조미료와 식품이 실적의 중심이지만, 최근에는 ABF(Ajinomoto Build-up Film)와 CDMO 를 포함한 Healthcare and Others 부문이 빠르게 성장하고 있다.

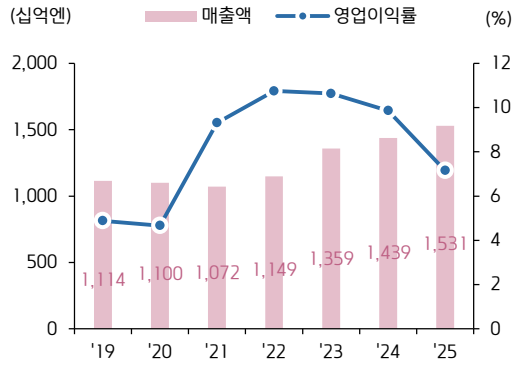
Ajinomoto 의 FY2026 3Q 누적 연결 매출액은 1 조 1,641 억엔(YoY +1.1%), 사업이익은 1,459 억엔(YoY +5.6%)을 기록했다. Healthcare and Others 부문의 사업이익은 486 억엔(YoY +25.6%)으로 이익 성장을 견인했다. 식품 사업의 사업이익은 FY2026 3Q 누적으로 1,130 억엔(YoY +1.7%)을 기록했다.

Ajinomoto 는 최근 글로벌 아미노산 가격 하락에 따른 일부 원료와 조미료 사업의 단가 하락 영향을 받고 있다. 또한 인플레이션과 커피 원두 등의 원재료 상승으로 인한 일부 제품에 대한 원가 부담까지 존재하는 상황이다. 그럼에도 불구하고 원재료 부담이 있는 제품군의 가격 인상과 B2C 사업에서의 원가 개선 효과로 인해 식품 사업의 사업이익은 YoY 성장에 성공했다. 특히, 2025년에는 커피 품목에 대해 세 차례 가격 인상을 단행하며 수익성을 방어했다.

동사의 북미 냉동식품 사업 또한 관세로 인한 비용 부담 압박을 받고 있는 상황이다. 동사는 2025년 기준 미국 아시안 냉동식품 카테고리 내 약 27%의 점유율을 기록하고 있는 1 위 사업자이긴 하지만, 시장점유율이 압도적이지 않으며 경쟁 강도가 높은 상품 부문인 만큼, 가격 인상을 통한 비용 전가는 어려운 상황으로 추산된다. 따라서, 북미 시장 내 아시안 냉동식품 침투율이 높지 않은 점을 고려하면, 판매량 성장 여력은 있는 것으로 판단되나, 단기적으로는 수익성에 대한 압박이 불가피할 수 있다.

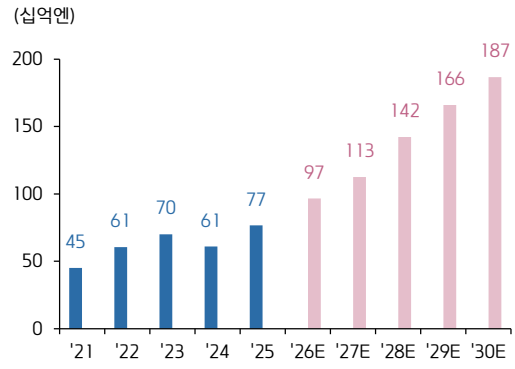
한편, 동사의 포트폴리오 고도화를 이끄는 핵심 축은 Healthcare and Others 부문이다. Healthcare and Others 부문은 Functional Materials(ABF), Bio-Pharma Services(CDMO) 및 기타 헬스케어 제품으로 구분되어 있다. ABF 는 반도체 패키지 기판용 절연 소재로 글로벌 시장에서 약 96% 수준의 점유율을 확보하고 있다. 동사는 2030년까지 관련 사업의 두 자릿수 성장률을 목표로 설정하고 약 250 억엔 규모의 투자를 집행할 계획이다. FY2026년 3Q 기준으로 이미 상당 부분의 투자가 완료되어 증설 기반을 확보해 둔 상태이며 2025년 10월 신규 라인의 가동을 시작했다. 이처럼 반도체 소재 ABF 사업 강화로 고부가가치 사업 비중이 점차 확대되면서, 전사 수익성 역시 구조적으로 개선되는 흐름이 나타나고 있다. 이에 따라, Ajinomoto 의 주가 밸류에이션은 첨단소재 및 바이오 성장성을 함께 보유한 기업으로서 Re-rating 이 진행된 것으로 판단된다.

Ajinomoto 매출, 영업이익률 추이



자료: Ajinomoto, 키움증권 리서치

Ajinomoto ABF부문 매출 및 컨센서스 추이



자료: Ajinomoto, Bloomberg, 키움증권 리서치

Ajinomoto 미국 냉동식품 라인업



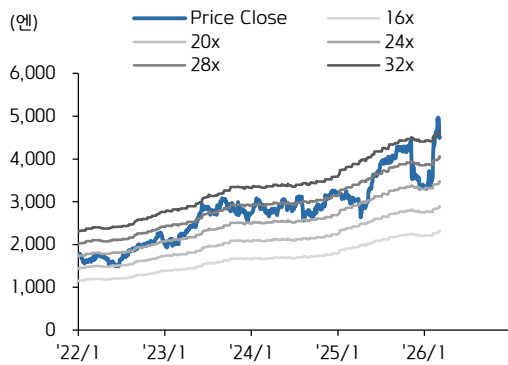
자료: Ajinomoto, 키움증권 리서치

Ajinomoto ABF 공장



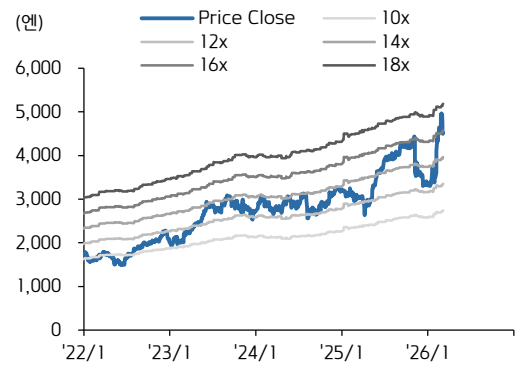
자료: Ajinomoto, 키움증권 리서치

Ajinomoto FW 12M P/E 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Ajinomoto FW 12M EV/EBITDA 밴드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

IV. 중동 지정학적 리스크 확대와 대응 전략

>>> 高유가 지속되면, 편의점과 음식료 대형주 3社 선호

1) 내수 소비경기 둔화 가능성 주시

미국과 이스라엘의 이란 공습과 호르무즈 해협 봉쇄 등의 영향으로 인해, 중동에서 지정학적 리스크가 크게 확대되고 있다. 이에 따라, 국제유가가 러시아-우크라이나 전쟁 초기처럼 급격하게 상승하면서, 국내 주식시장의 변동성이 크게 확대되고 있다.

아직은 高유가 상황이 오랜 기간 지속된 것은 아니기 때문에, 내수 소비경기가 둔화된다고 생각하기는 어렵다. 지난 2월에도 소비자심리지수는 112pt 수준을 기록하였고, 백화점 업체들의 매출 흐름도 여전히 견고한 상황이다. 하지만, 高유가 상황이 지속된다면, 인플레이션 리스크가 확대되고, 국내 주식시장의 변동성이 확대되면서, 내수 소비경기도 둔화될 가능성이 높아진다. 특히, 국내 주식시장 강세 이후, 중산층의 소비 회복이 나타나는 모습이었는데, 해당 요인이 급격히 약해지는 점도 감안해야 할 것이다.

따라서, 전쟁이 조기에 종료되지 않고, 高유가 상황이 지속된다면, 경기민감도가 낮은 편의점과 음식료 업체의 상대적 매력도가 상승할 것으로 전망된다.

2) 유가 상승으로 환율과 곡물가격도 상승 가능성도 감안 필요

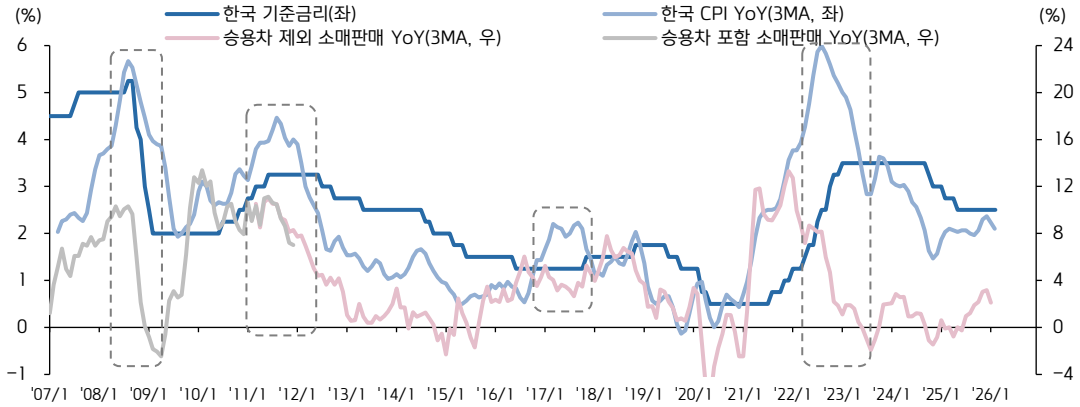
한국은 에너지의 수입 의존도가 높기 때문에, 高유가 상황이 지속된다면, 원/달러 환율도 상승할 가능성이 높아진다. 따라서, 음식료 업체 중에서도 해외 사업 비중이 높은 업체들이 유리하다. 국내 법인의 원재료 수입 단가 상승을 수출 단가 상승이나 해외 현지 통화 강세로 상쇄할 수 있기 때문이다. 또한, 곡물가격도 통상 유가와 유사한 방향성을 보여왔기 때문에, 크게 상승할 가능성을 열어 두어야 한다. 따라서, 곡물가격 상승에 따른 수익성 하락 요인이 낮거나(담배 업체), 높은 영업이익률과 가격 전가력으로 원가 상승 충격 흡수가 용이한 업체가 유리할 것으로 판단된다.

상기 요인들을 감안한다면, 음식료 업종 내에서는 KT&G, 삼양식품, 오리온의 펀더멘털이 가장 견고할 것으로 판단된다. 3개社 모두 글로벌 사업의 이익 비중이 높고, 영업이익률이 업종 내에서 최상위권이며, 유사시 가격 인상 여력도 보유하고 있는 것으로 판단되기 때문이다.

KT&G는 25년 기준 해외 궤련 사업의 이익 비중이 40% 내외로 추산된다. 동사는 이번 전쟁이 장기화되면, 중동 수출에서 차질이 발생하면서(해외궤련 판매량에서 20% 초반 정도의 비중을 차지), 판매량과 마진 믹스가 하락할 리스크가 존재하나, 달러 강세에 따른 수혜와 해외 궤련 가격 인상 덕분에 리스크가 일부 상쇄될 것으로 판단된다. 작년 해외 매출 비중이 80%인 삼양식품도 곡물가격과 운임 상승에 따른 비용 상승 요인이 있으나, 원화 약세에 따른 수혜 덕분에 리스크가 일부 상쇄될 것으로 판단된다. 특히, 라면은 상대적으로 저가이기 때문에, 향후 비용 상승이 심화되었을 때, 가격 인상이 용이할 가능성이 높다. 오리온은 25년 기준 해외 사업의 이익 비중이 67% 수준이다. 곡물가격과 운임 상승에 따른 비용 상승 요인이 있으나, 위안화와 루블화는 원화 대비 강세를 보일 가능성이 높고, 코코아 투입단가도 안정되고 있어서, 안정적인 실적 흐름이 가능할 것으로 전망된다.

한편, C제일제당은 향후 곡물가격 상승이 심화되었을 때, 아미노산 가격이 반등할 가능성에 주목할 필요가 있다. 사료용 아미노산 제품은 옥수수/대두박과 대체재 관계에 있고, 곡물 원재료와 전력비 상승으로 Cost Push Inflation이 발생할 수 있기 때문이다.

한국 기준금리 vs CPI vs 전체 소매판매



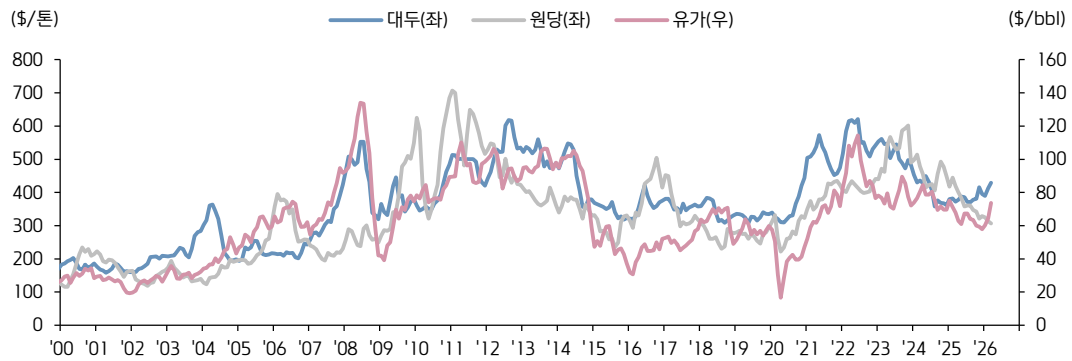
자료: 에프앤가이드, 통계청, 키움증권 리서치

월평균 옥수수/소맥 vs WTI 유가 추이



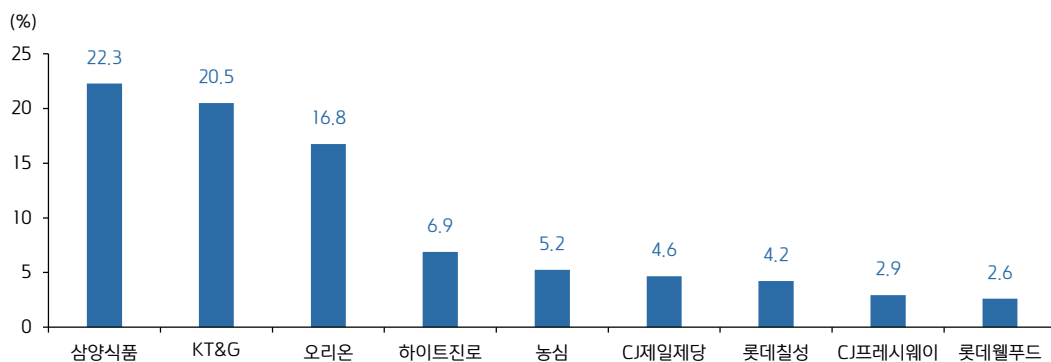
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

월평균 대두/원당 vs WTI 유가 추이



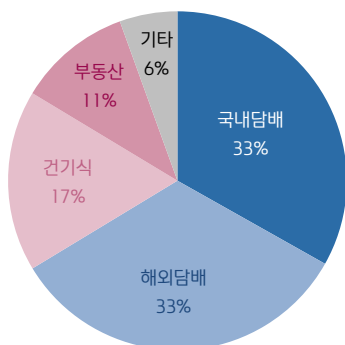
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

음식료 커버리지 기업 영업이익률 비교(2025년 기준)



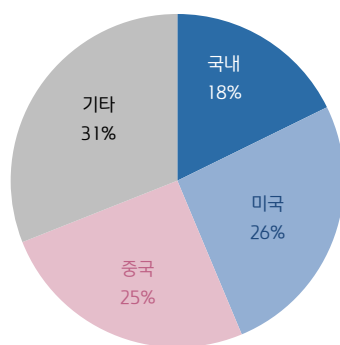
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) CJ제일제당은 대한통운 제외 기준

KT&G 사업부별 매출 비중(2025년 기준)



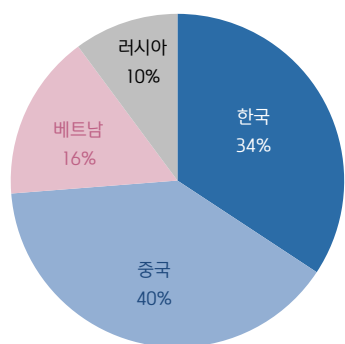
자료: KT&G, 키움증권 리서치

삼양식품 지역별 매출 비중(2025년 추정 기준)



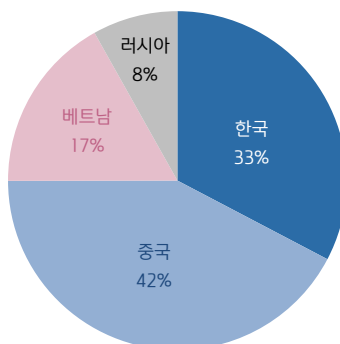
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

오리온 지역별 매출 비중(2025년 기준)



자료: 오리온, 키움증권 리서치

오리온 지역별 영업이익 비중(2025년 추정 기준)



자료: 오리온, 키움증권 리서치



기업분석

신세계
(004170)

BUY(Maintain)/목표주가 450,000원
명품 성장주

현대백화점
(069960)

BUY(Maintain)/목표주가 147,000원
높아진 밸류에이션 매력도

롯데쇼핑
(023530)

BUY(Maintain)/목표주가 136,000원
Mass가 올라온다

삼양식품
(003230)

BUY(Maintain)/목표주가 1,850,000원
외부 충격에도 성장 가능

KT&G
(033780)

BUY(Maintain)/목표주가 190,000원 (상향)
다양한 방패 보유 중

오리온
(271560)

BUY(Maintain)/목표주가 175,000원
흔들림 없는 편안함



BUY(Maintain)

목표주가 450,000원

주가(3/10) 330,500원

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

Stock Data

KOSPI (3/10)		5,532.59pt
시가총액		31,877억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	376,500원	135,400원
최고/최저가 대비 등락	-12.2%	144.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	-12.2%
	6M	89.5%
	1Y	106.3%
		-15.9%
		13.5%
		-4.2%

Company Data

발행주식수	9,645천주	
일평균 거래량(3M)	82천주	
외국인 지분율	20.4%	
배당수익률(26E)	1.6%	
BPS(26E)	504.598원	
주요 주주	정유경 외 2인	29.2%

Price Trend



명품 성장주

>>> 1Q 기준점 성장률 +10% 후반 전망

신세계는 수출 기업 호실적에 따른 낙수효과, 주식시장 강세 등에 따른 자산효과에 힘입어, 1분기 백화점 기준점 매출이 +20% 가까이 성장할 전망이다 (관리기준). 소비 호조가 중산층으로 확산되면서, 명품 외에도 패션 장르의 매출이 높은 성장세를 보이고 있고, 한일령 반사수혜로 인한 중국인 인바운드 증가가 본격화되면서, 외국인 매출이 +80~90% 정도 증가하고 있다. 최근 중동 전쟁 발발로 주식시장의 변동성이 크게 확대되었으나, 고유가 장기화와 같은 극단적인 시나리오가 아니라면, 중기적으로 양호한 매출 흐름을 보일 전망이다.

>>> 대형점 리뉴얼 효과 + 자회사 실적개선

동사는 강남, 명동, 부산 센텀 등 대형점의 리뉴얼 효과가 돋보이는 가운데, 면세점, 신세계인터내셔널, 센트럴시티 등의 자회사도 점차 실적이 개선될 전망이다. 면세점은 인천공항 DF2 철수로 인해, 5월부터 흑자전환이 기대되고, 백화점 매출 증가에 힘입어 신세계인터내셔널(의류/화장품)과 센트럴시티(강남점 임차료 등)의 실적도 동시에 개선될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 450,000원

신세계에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45만원을 유지한다. 동사는 대형점 리뉴얼 효과를 바탕으로 백화점 업종 내에서 가장 돋보이는 성장성을 시현할 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	6,357.1	6,570.4	6,929.5	7,089.4	7,093.4
영업이익	639.8	477.0	480.0	598.9	660.2
EBITDA	969.8	836.5	841.9	961.5	1,032.5
세전이익	453.2	194.6	131.1	447.7	517.9
순이익	312.0	186.6	63.5	339.4	392.5
지배주주지분순이익	225.1	107.8	13.0	270.6	319.5
EPS(원)	22,865	10,948	1,323	28,053	33,823
증감률(% YoY)	-44.6	-52.1	-87.9	2,020.3	20.6
PER(배)	7.7	12.1	249.8	11.8	9.8
PBR(배)	0.41	0.31	0.71	0.65	0.62
EV/EBITDA(배)	7.2	8.6	10.4	9.0	8.3
영업이익률(%)	10.1	7.3	6.9	8.4	9.3
ROE(%)	5.4	2.5	0.3	5.8	6.5
순차입금비율(%)	49.9	59.5	53.7	48.2	44.2

자료: 키움증권 리서치센터

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
총매출액	3,187	2,878	2,896	2,814	3,420	3,108	3,017	2,890	3,416	11,497	12,008	12,430
(YoY)	2.1%	2.1%	4.1%	3.9%	7.3%	8.0%	4.2%	2.7%	-0.1%	3.3%	4.4%	3.5%
백화점	2,008	1,792	1,747	1,712	2,154	1,935	1,886	1,780	2,207	7,244	7,404	7,809
(YoY)	-1.1%	-0.5%	0.0%	1.4%	7.2%	8.0%	8.0%	4.0%	2.5%	2.7%	2.2%	5.5%
신세계 DF	632	637	685	621	691	643	576	543	543	2,326	2,634	2,304
(YoY)	13.8%	13.7%	21.5%	9.1%	9.4%	0.8%	-15.9%	-12.7%	-21.5%	6.3%	13.3%	-12.5%
순매출액	1,821	1,666	1,694	1,636	1,934	1,789	1,722	1,672	1,907	6,570	6,930	7,089
(YoY)	5.9%	3.8%	5.6%	6.2%	6.2%	7.4%	1.6%	2.2%	-1.4%	3.4%	5.5%	2.3%
백화점	718	655	625	623	764	701	669	641	776	2,640	2,668	2,787
(YoY)	2.1%	-1.3%	-2.6%	1.1%	6.4%	7.0%	7.0%	3.0%	1.5%	3.2%	1.0%	4.5%
신세계인터	382	256	253	257	344	281	282	283	375	1,309	1,110	1,221
(YoY)	-2.6%	-17.4%	-21.1%	-13.2%	-9.9%	10.1%	11.4%	10.1%	8.9%	-3.4%	-15.2%	10.0%
신세계 DF	555	562	605	539	599	557	499	471	471	2,006	2,305	1,998
(YoY)	14.7%	15.4%	22.9%	14.2%	7.9%	-0.8%	-17.5%	-12.7%	-21.5%	4.7%	14.9%	-13.3%
센트럴시티	97	89	96	98	110	96	102	104	114	375	393	416
신세계까사	67	62	58	64	63	111	114	118	118	270	247	460
라이브쇼핑	92	81	80	85	91	81	80	85	91	328	337	337
기타 및 조정	-91	-39	-25	-29	-37	-39	-25	-29	-37	-357	-130	-130
영업이익	104	132	75	100	173	145	116	133	205	477	480	599
(YoY)	-49.7%	-18.8%	-35.9%	7.3%	66.5%	9.5%	53.9%	33.5%	18.7%	-25.4%	0.6%	24.8%
(OPM)	3.3%	4.6%	2.6%	3.5%	5.0%	4.7%	3.8%	4.6%	6.0%	4.1%	4.0%	4.8%
백화점	121	108	71	84	143	129	93	88	152	405	406	463
(YoY)	-16.5%	-5.1%	-13.3%	-4.9%	18.6%	20.0%	31.7%	5.1%	5.9%	-8.1%	0.4%	14.0%
(OPM)	6.0%	6.0%	4.1%	4.9%	6.7%	6.7%	5.0%	5.0%	6.9%	5.6%	5.5%	5.9%
신세계인터	0	2	-6	-5	-3	8	5	6	9	27	-11	28
(OPM)	0.1%	0.8%	-2.3%	-2.0%	-0.8%	3.0%	1.9%	2.0%	2.3%	2.1%	-1.0%	2.3%
신세계 DF	-37	-2	-2	-6	2	-16	5	14	14	-37	-7	15
(OPM)	-5.8%	-0.4%	-0.2%	-0.9%	0.3%	-2.6%	0.8%	2.5%	2.5%	-1.6%	-0.3%	0.7%
센트럴시티	23	22	10	28	29	25	13	31	31	86	89	100
신세계까사	0	0	-2	0	-3	-4	-4	-4	-4	1	-5	-16
라이브쇼핑	5	6	6	2	6	6	6	2	6	18	20	20
기타 및 조정	-8	-3	-2	-3	-2	-3	-2	-3	-2	-22	-11	-11
세전이익	-85	105	12	63	-48	106	72	102	168	195	131	448
순이익	-38	77	8	48	-70	80	55	77	127	187	64	339
(자배)순이익	-53	58	-2	35	-77	58	39	59	115	108	13	271
(YoY)	적전	-44.1%	적전	67.3%	적지	0.0%	흑전	69.0%	흑전	-52.1%	-87.9%	1980%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	6,357.1	6,570.4	6,929.5	7,089.4	7,093.4
매출원가	2,502.1	2,517.7	2,736.4	2,692.3	2,637.1
매출총이익	3,855.0	4,052.7	4,193.1	4,397.1	4,456.3
판매비	3,215.2	3,575.7	3,713.2	3,798.2	3,796.1
영업이익	639.8	477.0	480.0	598.9	660.2
EBITDA	969.8	836.5	841.9	961.5	1,032.5
영업외손익	-186.6	-282.4	-348.8	-151.2	-142.3
이자수익	41.5	41.5	41.6	49.6	54.1
이자비용	168.8	195.9	198.8	190.8	186.5
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	-169.7	11.9	12.0
법인세차감전이익	453.2	194.6	131.1	447.7	517.9
법인세비용	141.2	8.0	67.6	108.3	125.3
계속사업순손익	312.0	186.6	63.5	339.4	392.5
당기순이익	312.0	186.6	63.5	339.4	392.5
지배주주순이익	225.1	107.8	13.0	270.6	319.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-18.6	3.4	5.5	2.3	0.1
영업이익 증감률	-0.9	-25.4	0.6	24.8	10.2
EBITDA 증감률	2.9	-13.7	0.6	14.2	7.4
지배주주순이익의 증감률	-44.6	-52.1	-87.9	1,981.5	18.1
EPS 증감률	-44.6	-52.1	-87.9	2,020.3	20.6
매출총이익률(%)	60.6	61.7	60.5	62.0	62.8
영업이익률(%)	10.1	7.3	6.9	8.4	9.3
EBITDA Margin(%)	15.3	12.7	12.1	13.6	14.6
지배주주순이익률(%)	3.5	1.6	0.2	3.8	4.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	791.4	775.8	891.5	784.7	895.8
당기순이익	312.0	186.6	63.5	339.4	392.5
비현금항목의 가감	871.9	854.8	718.5	719.3	729.2
유형자산감가상각비	312.4	337.7	343.4	343.3	352.4
무형자산감가상각비	53.3	54.8	51.8	52.6	53.2
지분법평가손익	-8.2	-12.3	0.0	0.0	0.0
기타	514.4	474.6	323.3	323.4	323.6
영업활동자산부채증감	-120.6	-41.1	301.6	-57.0	-0.9
매출채권및기타채권의감소	-165.3	127.4	-95.5	-16.0	-0.4
채고자산의감소	-13.7	-77.6	50.2	-42.3	-0.6
매입채무및기타채무의증가	45.4	2.9	6.7	3.0	0.1
기타	13.0	-93.8	340.2	-1.7	0.0
기타현금흐름	-271.9	-224.5	-192.1	-217.0	-225.0
투자활동 현금흐름	-912.2	-981.4	-990.2	-513.1	-683.1
유형자산의 취득	-600.6	-895.4	-430.0	-430.0	-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	-278.1	21.9	21.9
단기금융자산의감소(증가)	-3.8	124.8	-177.1	0.0	0.0
기타	-186.8	-258.3	-50.0	-50.0	-50.0
재무활동 현금흐름	-15.6	-16.9	128.8	-53.5	-92.5
차입금의 증가(감소)	382.6	248.2	179.0	2.9	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.0	-1.0	0.0
자기주식처분(취득)	-83.9	-134.1	35.4	35.4	0.0
배당금지급	-78.9	-82.1	-39.5	-45.6	-47.3
기타	-235.4	-48.9	-45.1	-45.2	-45.2
기타현금흐름	0.9	2.4	232.5	-11.2	-3.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-135.5	-220.0	262.5	207.0	116.7
기초현금 및 현금성자산	938.0	802.5	582.5	845.0	1,052.0
기말현금 및 현금성자산	802.5	582.5	845.0	1,052.0	1,168.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	2,673.7	2,342.7	2,827.6	3,092.8	3,210.4
현금 및 현금성자산	802.5	582.5	845.0	1,052.0	1,168.7
단기금융자산	174.0	49.2	226.3	226.3	226.3
매출채권 및 기타채권	715.8	596.6	692.1	708.1	708.5
채고자산	891.2	979.1	928.9	971.1	971.7
기타유동자산	90.2	135.3	135.3	135.3	135.2
비유동자산	12,078.3	12,729.1	13,009.8	13,077.0	13,304.5
투자자산	2,286.2	2,235.9	2,514.0	2,492.1	2,470.2
유형자산	7,279.9	7,795.4	7,794.8	7,881.6	8,129.2
무형자산	559.5	574.1	577.3	579.6	581.4
기타비유동자산	1,952.7	2,123.7	2,123.7	2,123.7	2,123.7
자산총계	14,752.0	15,071.8	15,837.4	16,169.8	16,515.0
유동부채	4,943.9	4,947.4	5,180.4	5,186.3	5,186.4
매입채무 및 기타채무	1,787.4	1,802.9	1,809.7	1,812.6	1,812.7
단기금융부채	2,262.3	2,229.2	2,249.2	2,252.1	2,252.1
기타유동부채	894.2	915.3	1,121.5	1,121.6	1,121.6
비유동부채	3,468.1	3,749.7	4,085.7	4,085.7	4,085.7
장기금융부채	2,597.2	2,927.8	3,123.8	3,123.8	3,123.8
기타비유동부채	870.9	821.9	961.9	961.9	961.9
부채총계	8,412.0	8,697.1	9,266.1	9,272.0	9,272.1
지배지분	4,208.6	4,265.1	4,508.4	4,766.0	5,038.1
자본금	49.2	49.2	48.2	47.2	47.2
자본잉여금	403.1	423.9	423.9	423.9	423.9
기타자본	-87.5	-192.5	-157.2	-121.8	-121.8
기타포괄손익누계액	188.6	266.9	544.2	544.2	544.2
이익잉여금	3,655.2	3,717.6	3,649.3	3,872.5	4,144.6
비지배지분	2,131.4	2,109.6	2,062.9	2,131.7	2,204.7
자본총계	6,340.0	6,374.7	6,571.3	6,897.7	7,242.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	22,865	10,948	1,323	28,053	33,823
BPS	427,477	433,221	467,427	504,598	533,409
CFPS	120,245	105,774	79,430	109,756	118,759
DPS	4,000	4,500	5,200	5,400	5,400
주가배수(배)					
PER	7.7	12.1	249.8	11.8	9.8
PER(최고)	10.5	17.4	205.6		
PER(최저)	7.0	11.4	96.8		
PBR	0.41	0.31	0.71	0.65	0.62
PBR(최고)	0.56	0.44	0.58		
PBR(최저)	0.38	0.29	0.27		
PSR	0.27	0.20	0.47	0.45	0.44
PCFR	1.5	1.3	4.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	7.2	8.6	10.4	9.0	8.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	12.1	21.1	71.8	14.0	12.1
배당수익률(%·보통주·현금)	2.3	3.4	1.6	1.6	1.6
ROA	2.1	1.3	0.4	2.1	2.4
ROE	5.4	2.5	0.3	5.8	6.5
ROIC	5.7	4.4	3.7	5.1	5.5
매출채권회전율	10.0	10.0	10.8	10.1	10.0
채고자산회전율	7.2	7.0	7.3	7.5	7.3
부채비율	132.7	136.4	141.0	134.4	128.0
순차입금비율	49.9	59.5	53.7	48.2	44.2
이자보상배율·현금	3.8	2.4	2.4	3.1	3.5
총차입금	4,138.4	4,422.7	4,597.0	4,599.9	4,599.9
순차입금	3,162.0	3,791.0	3,525.6	3,321.6	3,204.8
EBITDA	442.0	363.1	316.4	428.7	475.2
FCF	78.3	-183.8	528.3	282.6	224.9

현대백화점 (069960)



BUY(Maintain)

목표주가 147,000원

주가(3/10) 87,200원

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

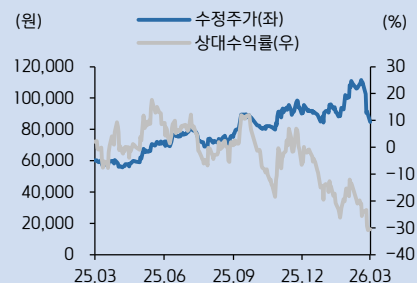
Stock Data

KOSPI (3/10)	5,532.59pt	
시가총액	19,732억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	111,500원	55,800원
최고/최저가 대비 등락	-21.8%	56.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	-19.4% -22.8%
	6M	12.2% -32.8%
	1Y	46.3% -32.0%

Company Data

발행주식수	22,629천주	
일평균 거래량(3M)	117천주	
외국인 지분율	24.3%	
배당수익률(26E)	2.5%	
BPS(26E)	211,712원	
주요 주주	현대지에프홀딩스	41.3%
	외 2 인	

Price Trend



높아진 밸류에이션 매력도

>>> 1Q 기존점 투자릿수 성장 가능할 전망

현대백화점은 수출 기업 호실적에 따른 낙수효과, 주식시장 강세 등에 따른 자산효과에 힘입어, 1분기 백화점 기존점 매출이 +10% 이상 성장할 전망이다 (관리기준). 소비 호조가 중산층으로 확산되면서, 명품 외에도 패션 장르의 매출이 높은 성장세를 보이고 있고, 한일령 반사수혜로 인한 중국인 인바운드 증가가 본격화되면서, 외국인 매출이 +30% 정도 증가하고 있다. 최근 중동 전쟁 발발로 주식시장의 변동성이 크게 확대되었으나, 고유가 장기화와 같은 극단적인 시나리오가 아니라면, 중기적으로 양호한 매출 흐름을 보일 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 있기 때문이다. 다만, 관세 인상 전에 출하된 재고가 소진되고 있고, 미국 소비재 수입 증감률이 저점을 지나고 있는 것을 감안한다면, 올해 상반기 중에 분기 실적 가시성이 개선될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 147,000원

현대백화점에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 147,000원을 유지한다. 동사는 백화점 업체 중에 밸류에이션 매력도가 제일 높기 때문에, 자회사 지누스의 실적 가시성이 개선되면, 경쟁사와의 밸류에이션 갭이 축소될 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	4,207.5	4,187.6	4,230.3	4,188.2	4,274.0
영업이익	303.5	284.0	378.2	412.0	426.7
EBITDA	608.8	593.5	689.3	692.8	724.8
세전이익	41.6	6.1	123.3	391.9	414.3
순이익	-39.8	-0.8	141.9	298.3	315.3
지배주주지분순이익	-79.8	-35.9	207.9	293.2	313.2
EPS(원)	-3,409	-1,543	9,186	12,955	13,839
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	41.0	6.8
PER(배)	-15.2	-30.6	9.5	6.7	6.3
PBR(배)	0.27	0.24	0.43	0.41	0.39
EV/EBITDA(배)	6.5	6.2	6.4	6.3	5.8
영업이익률(%)	7.2	6.8	8.9	9.8	10.0
ROE(%)	-1.8	-0.8	4.6	6.3	6.4
순차입금비용(%)	14.7	12.0	10.2	10.0	6.7

자료: 키움증권 리서치센터

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
총매출액	2,720	2,555	2,474	2,320	2,523	2,376	2,373	2,383	2,613	10,061	9,871	9,744
(YoY)	-7.0%	5.0%	-0.1%	-4.6%	-7.3%	-7.0%	-4.1%	2.7%	3.6%	-0.7%	-1.9%	-1.3%
순매출액	1,175	1,098	1,080	1,010	1,042	1,000	1,031	1,048	1,110	4,188	4,230	4,188
(YoY)	3.5%	15.4%	5.5%	-2.6%	-11.4%	-8.9%	-4.6%	3.7%	6.5%	-0.5%	1.0%	-1.0%
백화점	661	589	590	577	682	614	615	591	695	2,435	2,438	2,516
(YoY)	0.8%	-0.8%	-3.6%	1.5%	3.2%	4.3%	4.3%	2.5%	2.0%	1.3%	0.1%	3.2%
(기존점 성장률)	-0.2%	1.0%	-0.3%	4.5%	8.3%	8.0%	8.0%	5.0%	4.0%	2.0%	3.5%	6.2%
면세점	263	294	294	223	205	206	220	229	217	972	1,014	873
(YoY)	12.2%	22.0%	22.0%	-2.5%	-22.2%	-29.7%	-25.2%	3.1%	6.1%	-2.6%	4.3%	-14.0%
지누스	289	250	229	242	192	213	229	258	234	920	913	934
(YoY)	2.4%	64.2%	11.2%	-11.4%	-33.5%	-14.6%	-0.3%	6.6%	21.8%	-3.3%	-0.8%	2.3%
기타 및 조정	-38	-34	-33	-31	-37	-34	-33	-31	-37	-140	-135	-135
영업이익	108	112	87	73	106	101	81	97	133	284	378	412
(YoY)	12.2%	63.3%	102.8%	12.5%	-1.4%	-10.5%	-6.9%	33.7%	25.5%	-6.4%	33.2%	8.9%
(OPM)	4.0%	4.4%	3.5%	3.1%	4.2%	4.2%	3.4%	4.1%	5.1%	2.8%	3.8%	4.2%
백화점	114	97	69	89	138	120	92	101	149	359	394	463
(OPM)	5.9%	5.6%	4.1%	5.3%	7.0%	6.6%	5.2%	5.8%	7.4%	5.0%	5.5%	6.3%
면세점	-12	-2	-1	1	2	1	2	2	1	-29	0	6
(OPM)	-2.2%	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.2%	0.5%	0.6%	0.3%	-1.4%	0.0%	0.4%
지누스	16	28	29	-8	-23	-10	-3	4	-7	-5	26	-16
(OPM)	4.9%	10.1%	11.5%	-2.7%	-10.3%	-4.1%	-1.1%	1.2%	-2.4%	-0.5%	2.5%	-1.5%
기타 및 조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	60	121	78	65	-141	96	76	92	128	6	123	392
순이익	46	88	54	48	-49	73	58	70	98	-1	142	298
(자배)순이익	20	68	45	45	50	74	61	66	92	-36	208	293
(YoY)	흑전	-0.6%	흑전	113.4%	147.9%	9.6%	34.4%	45.4%	86.1%	적지	흑전	41.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	4,207.5	4,187.6	4,230.3	4,188.2	4,274.0
매출원가	1,714.8	1,722.2	1,680.0	1,603.5	1,639.1
매출총이익	2,492.6	2,465.4	2,550.3	2,584.7	2,634.8
판매비	2,189.2	2,181.4	2,172.1	2,172.7	2,208.1
영업이익	303.5	284.0	378.2	412.0	426.7
EBITDA	608.8	593.5	689.3	692.8	724.8
영업외손익	-261.8	-277.9	-255.0	-20.1	-12.4
이자수익	46.9	52.8	57.0	40.3	46.2
이자비용	110.7	102.2	101.6	80.3	78.5
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	-235.4	-5.1	-5.1
법인세차감이익	41.6	6.1	123.3	391.9	414.3
법인세비용	81.4	6.9	-18.6	93.6	99.0
계속사업손익	-39.8	-0.8	141.9	298.3	315.3
당기순이익	-39.8	-0.8	141.9	298.3	315.3
지배주주순이익	-79.8	-35.9	207.9	293.2	313.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-16.1	-0.5	1.0	-1.0	2.0
영업이익 증감율	-5.4	-6.4	33.2	8.9	3.6
EBITDA 증감율	7.0	-2.5	16.1	0.5	4.6
지배주주순이익의 증감율	적전	적지	흑전	41.0	6.8
EPS 증감율	적전	적지	흑전	41.0	6.8
매출총이익률(%)	59.2	58.9	60.3	61.7	61.6
영업이익률(%)	7.2	6.8	8.9	9.8	10.0
EBITDA Margin(%)	14.5	14.2	16.3	16.5	17.0
지배주주순이익률(%)	-1.9	-0.9	4.9	7.0	7.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	757.8	733.9	584.1	660.7	673.0
당기순이익	-39.8	-0.8	141.9	298.3	315.3
비현금항목의 가감	825.7	789.4	436.1	480.0	506.8
유형자산감가상각비	258.4	258.5	262.5	231.9	249.0
무형자산감가상각비	66.1	68.2	65.8	66.0	66.2
지분법평가손익	-25.9	-146.1	-25.0	-25.0	-25.0
기타	527.1	608.8	132.8	207.1	216.6
영업활동자산부채증감	131.2	90.2	18.2	2.1	-31.7
매출채권및기타채권의감소	-30.8	76.7	-21.5	11.3	-23.0
채고자산의감소	107.8	18.1	74.4	-8.7	-11.3
매입채무및기타채무의증가	-18.0	-30.6	1.3	-1.3	2.6
기타	72.2	26.0	-36.0	0.8	0.0
기타현금흐름	-159.3	-144.9	-12.1	-119.7	-117.4
투자활동 현금흐름	-595.4	-192.6	-570.0	-336.8	-330.0
유형자산의 취득	-356.8	-474.7	-500.0	-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	0.0	193.2	0.0
기타	65.8	-437.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-194.7	-585.6	-207.3	-327.7	-207.4
차입금의 증가(감소)	-47.9	-404.5	-65.2	-163.0	-50.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	-6.3	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-3.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-41.3	-37.8	-30.6	-47.0	-45.9
기타	-105.5	-139.7	-111.5	-111.4	-111.5
기타현금흐름	1.3	6.2	282.2	24.6	12.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-31.0	-38.1	89.0	20.7	147.9
기초현금 및 현금성자산	195.0	164.1	125.9	214.9	235.6
기말현금 및 현금성자산	164.1	125.9	214.9	235.6	383.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	3,117.5	3,046.2	3,082.4	2,907.2	3,089.4
현금 및 현금성자산	164.1	125.9	215.0	235.6	383.5
단기금융자산	1,139.7	965.9	965.9	772.8	772.8
매출채권 및 기타채권	1,132.9	1,112.8	1,134.3	1,123.0	1,146.0
채고자산	612.6	616.8	542.4	551.1	562.4
기타유동자산	1,207.9	1,190.7	1,190.7	997.5	997.5
비유동자산	8,595.1	8,171.5	8,167.7	8,424.7	8,464.4
투자자산	835.9	328.3	353.3	378.3	403.3
유형자산	5,607.0	5,789.6	5,756.5	5,984.6	5,995.6
무형자산	1,281.5	1,221.6	1,225.8	1,229.8	1,233.6
기타비유동자산	870.7	832.0	832.1	832.0	831.9
자산총계	11,712.6	11,217.7	11,250.0	11,331.9	11,553.8
유동부채	3,446.7	3,288.0	3,734.0	3,069.7	3,022.3
매입채무 및 기타채무	1,336.2	1,354.8	1,356.0	1,354.8	1,357.4
단기금융부채	1,451.6	1,231.0	1,675.8	1,012.8	962.8
기타유동부채	658.9	702.2	702.2	702.1	702.1
비유동부채	1,986.8	1,695.3	1,204.8	1,704.8	1,704.8
장기금융부채	1,398.5	1,209.8	749.8	1,249.8	1,249.8
기타비유동부채	588.3	485.5	455.0	455.0	455.0
부채총계	5,433.5	4,983.3	4,938.8	4,774.5	4,727.1
지배지분	4,467.5	4,395.4	4,549.9	4,790.8	5,058.0
자본금	117.0	117.0	117.0	110.7	110.7
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	18.8	18.8	18.8
이익잉여금	3,907.5	3,753.7	3,914.6	4,161.8	4,429.0
비지배지분	1,811.6	1,839.1	1,761.4	1,766.5	1,768.7
자본총계	6,279.1	6,234.4	6,311.2	6,557.3	6,826.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,409	-1,543	9,186	12,955	13,839
BPS	190,900	194,238	201,065	211,712	223,521
CFPS	33,584	33,844	25,541	34,394	36,331
DPS	1,300	1,400	2,150	2,150	2,150
주가배수(배)					
PER	-15.2	-30.6	9.5	6.7	6.3
PER(최고)	-21.0	-40.1	10.9		
PER(최저)	-13.9	-26.9	5.0		
PBR	0.27	0.24	0.43	0.41	0.39
PBR(최고)	0.38	0.32	0.50		
PBR(최저)	0.25	0.21	0.23		
PSR	0.29	0.26	0.47	0.47	0.46
PCFR	1.5	1.4	3.4	2.5	2.4
EV/EBITDA	6.5	6.2	6.4	6.3	5.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	-71.4	-4,060.4	33.1	15.4	14.6
배당수익률(%·보통주·현금)	2.5	3.0	2.5	2.5	2.5
ROA	-0.3	0.0	1.3	2.6	2.8
ROE	-1.8	-0.8	4.6	6.3	6.4
ROIC	-3.8	-2.1	4.4	3.9	4.0
매출채권회전율	3.7	3.7	3.8	3.7	3.8
채고자산회전율	6.4	6.8	7.3	7.7	7.7
부채비율	86.5	79.9	78.3	72.8	69.2
순차입금비율	14.7	12.0	10.2	10.0	6.7
이자보상배율, 현금	2.7	2.8	3.7	5.1	5.4
총차입금	2,227.7	1,842.7	1,827.5	1,664.5	1,614.5
순차입금	923.9	750.8	646.5	656.1	458.2
EBITDA	-293.3	-154.1	330.5	300.5	311.7
FCF	-205.0	-174.3	107.0	70.6	265.3



BUY(Maintain)

목표주가 136,000원

주가(3/10) 93,900원

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

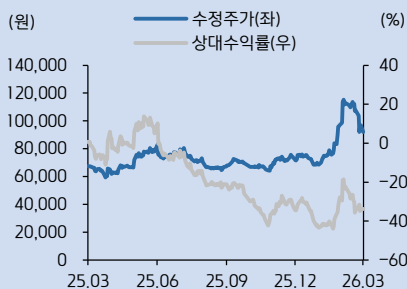
Stock Data

KOSPI (3/10)		5,532.59pt
시가총액		26,563억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	115,200원	59,300원
최고/최저가 대비 등락	-18.5%	58.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	-17.3% -20.7%
	6M	37.9% -17.4%
	1Y	38.3% -35.8%

Company Data

발행주식수	28,289천주
일평균 거래량(3M)	130천주
외국인 지분율	11.5%
배당수익률(26E)	4.3%
BPS(26E)	547,763원
주요 주주	롯데지주 외 28 인 60.1%

Price Trend



Mass가 올라온다

>>> 1Q 기존점 두자릿수 성장 가능할 전망

롯데쇼핑은 수출 기업 호실적에 따른 낙수효과, 주식시장 강세 등에 따른 자산효과에 힘입어, 1분기 백화점 기존점 매출이 +10% 이상 성장할 전망이다 (관리기준). 소비 호조가 중산층으로 확산되면서, 명품 외에도 패션 장르의 매출이 높은 성장세를 보이고 있고, 한일령 반사수혜로 인한 중국인 인바운드 증가가 본격화되면서, 외국인 매출이 +100% 가까이 증가하고 있다. 최근 중동 전쟁 발발로 주식시장의 변동성이 크게 확대되었으나, 고유가 장기화와 같은 극단적인 시나리오가 아니라면, 중기적으로 양호한 매출 흐름을 보일 전망이다.

>>> 중산층 소비 회복에 따른 수혜 기대

동사는 백화점을 포함하여 국내에서 다양한 유통 업태를 영위하고 있다. 특히, 경쟁사 대비 상대적으로 Mass 시장에 포지셔닝 되어 있기 때문에, 중산층 소비 회복에 따른 수혜가 상대적으로 강할 것으로 기대된다. 실제 롯데백화점의 국내패션 매출은 성장률이 상향 조정되고 있고, 롯데마트도 기존점 성장률이 개선될 가능성이 있다. 더불어, 베트남도 내수 소비경기 회복으로 매출 성장세가 강하게 나타나고 있기 때문에, 전사 이익 증가 효과가 더욱 강하게 나타날 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 136,000원

롯데쇼핑에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 136,000원을 유지한다. 동사는 고소득층 및 고액자산가 뿐만 아니라 중산층에서도 소비 회복 흐름이 나타나면서, 전사 영업레버리지 효과가 확대될 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	14,555.9	13,986.6	13,738.4	13,855.6	14,017.9
영업이익	508.4	473.1	547.0	646.4	656.5
EBITDA	1,181.0	1,085.0	1,064.6	1,174.5	1,207.2
세전이익	184.0	-1,021.2	83.4	412.6	430.3
순이익	169.2	-994.1	73.6	312.8	326.2
지배주주지분순이익	174.4	-968.0	51.6	294.1	308.2
EPS(원)	6,165	-34,219	1,823	10,395	10,895
증감률(% YoY)		흑전	적전	흑전	470.4
PER(배)	12.2	-1.6	51.5	9.0	8.6
PBR(배)	0.22	0.10	0.17	0.17	0.17
EV/EBITDA(배)	8.4	9.6	11.1	10.2	10.1
영업이익률(%)	3.5	3.4	4.0	4.7	4.7
ROE(%)	1.8	-7.7	0.3	1.9	2.0
순차입금비용(%)	59.7	42.9	45.3	45.6	45.8

자료: 키움증권 리서치센터

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
총매출액	5,078	4,891	4,759	4,761	5,172	4,973	4,844	4,826	5,194	19,823	19,582	19,837
(YoY)	-3.5%	-1.3%	-2.3%	-3.2%	1.8%	1.7%	1.8%	1.4%	0.4%	-3.1%	-1.2%	1.3%
백화점	2,325	2,069	2,038	1,949	2,408	2,147	2,115	1,995	2,436	8,453	8,463	8,693
(YoY)	-2.0%	-1.1%	-3.1%	0.9%	3.6%	3.8%	3.8%	2.3%	1.2%	-0.5%	0.1%	2.7%
국내	2,293	2,038	2,008	1,918	2,372	2,114	2,083	1,961	2,399	8,337	8,336	8,556
(YoY)	-2.5%	-1.2%	-3.3%	0.7%	3.5%	3.7%	3.7%	2.2%	1.1%	-1.6%	0.0%	2.6%
해외	33	31	30	31	36	34	32	33	37	116	127	137
할인점	1,490	1,621	1,442	1,465	1,517	1,654	1,474	1,491	1,506	6,160	6,045	6,125
(YoY)	-1.0%	0.2%	-1.7%	-7.5%	1.8%	2.0%	2.2%	1.7%	-0.7%	-2.4%	-1.9%	1.3%
국내	1,121	1,152	1,092	1,121	1,133	1,173	1,114	1,136	1,110	4,663	4,499	4,533
(YoY)	-3.1%	-3.2%	-2.1%	-9.3%	1.1%	1.8%	2.0%	1.3%	-2.0%	-4.0%	-3.5%	0.8%
해외	370	469	350	344	383	481	361	355	395	1,497	1,546	1,592
이커머스	35	28	27	23	32	27	25	23	32	120	109	106
슈퍼	315	317	320	326	311	317	320	326	311	1,344	1,274	1,274
하이마트	573	553	620	671	542	536	609	676	546	2,357	2,300	2,283
홈쇼핑	259	230	234	216	236	219	222	205	236	939	915	881
컬처웍스	92	86	92	128	128	86	92	128	128	452	434	434
기타 및 조정	-11	-13	-14	-16	-1	-13	-14	-16	-1	0	42	41
순매출액	3,477	3,457	3,350	3,410	3,522	3,490	3,387	3,447	3,531	13,987	13,738	13,856
(YoY)	-4.3%	-1.6%	-2.3%	-4.4%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%	0.3%	-3.9%	-1.8%	0.9%
영업이익	147	148	41	131	228	181	64	155	246	473	547	646
(YoY)	-27.3%	29.0%	-27.5%	-15.8%	54.7%	22.1%	58.5%	18.8%	8.0%	-6.9%	15.6%	18.2%
(OPM)	4.2%	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	5.2%	1.9%	4.5%	7.0%	3.4%	4.0%	4.7%
백화점	180	130	65	83	226	164	85	103	249	400	504	600
(YoY)	-15.4%	44.0%	10.4%	17.7%	25.6%	26.1%	30.7%	23.4%	10.2%	-17.8%	26.1%	19.1%
(OPM)	20.5%	16.8%	8.3%	11.3%	24.7%	20.4%	10.4%	13.7%	26.9%	12.0%	15.1%	17.5%
국내	181	128	63	80	220	160	82	98	242	406	491	582
해외	-1	2	2	4	6	4	3	5	7	-6	13	18
할인점	-7	28	-39	12	-8	24	-40	12	-12	65	-7	-16
국내	-18	7	-48	2	-18	2	-50	2	-23	17	-57	-69
해외	11	21	9	9	10	22	10	10	11	48	50	53
이커머스	-7	-9	-8	-10	-3	-4	-2	-2	0	-69	-29	-7
슈퍼	-8	3	3	5	-3	2	2	4	-4	29	8	5
하이마트	-16	-11	10	19	-9	-12	12	17	-10	2	10	7
홈쇼핑	14	12	12	10	10	11	10	9	9	50	45	39
컬처웍스	-16	-10	-6	8	-2	-8	-6	8	-2	0	-11	-9
기타 및 조정	7	5	4	3	15	5	4	3	15	-4	27	27
세전이익	-1,082	45	-24	-15	78	90	6	88	229	-1,044	83	413
순이익	-1,016	18	-10	-49	115	68	5	66	174	-1,016	74	313
(자배)순이익	-977	16	-20	-57	112	67	-3	58	172	-990	52	294
(YoY)	적지	-79.2%	적지	적지	흑전	313.2%	적지	흑전	53.3%	적전	흑전	470.4%
기준점 성장률												
국내 백화점	-0.1%	1.0%	0.5%	2.8%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	3.0%	1.0%	3.2%	5.9%
국내 할인점	1.0%	0.0%	2.0%	-13.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.3%	-2.0%	-0.8%	-3.5%	-0.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	14,555.9	13,986.6	13,738.4	13,855.6	14,017.9
매출원가	7,781.2	7,251.4	7,075.1	7,049.6	7,134.0
매출총이익	6,774.7	6,735.2	6,663.2	6,806.0	6,883.9
판매비	6,266.3	6,262.1	6,116.2	6,159.6	6,227.4
영업이익	508.4	473.1	547.0	646.4	656.5
EBITDA	1,181.0	1,085.0	1,064.6	1,174.5	1,207.2
영업외손익	-324.4	-1,494.3	-463.6	-233.7	-226.2
이자수익	161.3	144.8	110.1	87.5	81.5
이자비용	595.4	621.3	574.8	549.0	539.6
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	164.3	186.3	190.3
기타	-17.6	-983.8	-163.2	41.5	41.6
법인세차감전이익	184.0	-1,021.2	83.4	412.6	430.3
법인세비용	14.8	-27.2	9.9	99.9	104.1
계속사업순손익	169.2	-994.1	73.6	312.8	326.2
당기순이익	169.2	-994.1	73.6	312.8	326.2
지배주주순이익	174.4	-968.0	51.6	294.1	308.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.9	-3.9	-1.8	0.9	1.2
영업이익 증감율	31.6	-6.9	15.6	18.2	1.6
EBITDA 증감율	11.0	-8.1	-1.9	10.3	2.8
지배주주순이익의 증감율	흑전	적전	흑전	470.0	4.8
EPS 증감율	흑전	적전	흑전	470.4	4.8
매출총이익률(%)	46.5	48.2	48.5	49.1	49.1
영업이익률(%)	3.5	3.4	4.0	4.7	4.7
EBITDA Margin(%)	8.1	7.8	7.7	8.5	8.6
지배주주순이익률(%)	1.2	-6.9	0.4	2.1	2.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,639.8	1,587.9	1,416.4	1,476.5	1,484.2
당기순이익	169.2	-994.1	73.6	312.8	326.2
비현금항목의 가감	1,564.7	2,707.7	1,382.5	1,322.5	1,325.8
유형자산감가상각비	549.5	553.7	470.5	484.0	509.0
무형자산감가상각비	123.1	58.1	47.0	44.1	41.7
지분법평가손익	-254.7	-204.9	-164.3	-186.3	-190.3
기타	1,146.8	2,300.8	1,029.3	980.7	965.4
영업활동자산부채증감	-137.4	-114.8	-29.8	-58.9	-63.6
매출채권및기타채권의감소	-106.2	54.6	-84.1	-6.9	-9.5
채고자산의감소	117.1	-68.6	82.4	-12.4	-17.2
매입채무및기타채무의증가	-24.3	-8.4	-56.1	-39.6	-36.8
기타	-124.0	-92.4	28.0	0.0	-0.1
기타현금흐름	43.3	-10.9	-9.9	-99.9	-104.2
투자활동 현금흐름	-198.9	-1,067.6	-70.7	-524.0	-530.0
유형자산의 취득	-816.0	-906.0	-640.0	-800.0	-800.0
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	160.0	50.0	50.0
단기금융자산의감소(증가)	294.7	8.4	160.7	0.0	0.0
기타	221.3	-303.2	278.6	256.0	250.0
재무활동 현금흐름	-1,650.9	-497.6	-1,899.8	-1,618.1	-1,296.2
차입금의 증가(감소)	-385.2	703.4	-574.0	-312.5	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-149.5	-143.2	-107.4	-113.1	-113.1
기타	-1,116.2	-1,057.8	-1,218.4	-1,192.5	-1,183.1
기타현금흐름	-1.1	-57.6	13.6	205.7	221.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-211.1	-34.9	-540.5	-460.0	-120.2
기초현금 및 현금성자산	1,800.8	1,589.7	1,554.8	1,014.4	554.4
기말현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	1,014.4	554.4	434.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	5,563.8	5,516.9	4,817.5	4,376.9	4,283.5
현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	1,014.4	554.4	434.2
단기금융자산	1,347.6	1,339.2	1,178.5	1,178.5	1,178.5
매출채권 및 기타채권	993.0	724.1	808.1	815.0	824.6
채고자산	1,269.2	1,540.5	1,458.1	1,470.6	1,487.8
기타유동자산	364.3	358.3	358.4	358.4	358.4
비유동자산	25,080.9	33,486.1	33,092.8	33,381.1	33,650.7
투자자산	3,160.9	3,033.2	3,037.5	3,173.8	3,314.1
유형자산	15,006.7	24,306.4	24,475.9	24,791.9	25,082.9
무형자산	1,158.8	751.6	734.6	720.5	708.7
기타비유동자산	5,754.5	5,394.9	4,844.8	4,694.9	4,545.0
자산총계	30,644.7	39,003.0	37,910.3	37,757.9	37,934.1
유동부채	10,903.4	9,836.0	9,720.7	9,368.6	9,331.8
매입채무 및 기타채무	3,355.1	3,126.7	3,070.6	3,031.0	2,994.2
단기금융부채	5,862.8	5,209.9	5,150.9	4,838.4	4,838.4
기타유동부채	1,685.5	1,499.4	1,499.2	1,499.2	1,499.2
비유동부채	8,904.8	12,133.4	11,323.4	11,323.4	11,323.4
장기금융부채	8,450.5	9,610.1	8,800.1	8,800.1	8,800.1
기타비유동부채	454.3	2,523.3	2,523.3	2,523.3	2,523.3
부채총계	19,808.2	21,969.4	21,044.1	20,692.0	20,655.2
지배지분	9,493.5	15,504.0	15,314.5	15,495.5	15,690.6
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	7,062.4	7,062.4	7,062.4
이익잉여금	8,630.1	7,497.7	7,436.1	7,617.1	7,812.2
비지배지분	1,342.9	1,529.7	1,551.7	1,570.4	1,588.3
자본총계	10,836.4	17,033.6	16,866.2	17,065.9	17,279.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,165	-34,219	1,823	10,395	10,895
BPS	335,593	548,061	541,365	547,763	554,660
CFPS	61,293	60,578	51,470	57,808	58,396
DPS	3,800	3,800	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	12.2	-1.6	51.5	9.0	8.6
PER(최고)	16.5	-2.7	46.0		
PER(최저)	10.5	-1.5	28.4		
PBR	0.22	0.10	0.17	0.17	0.17
PBR(최고)	0.30	0.17	0.15		
PBR(최저)	0.19	0.10	0.10		
PSR	0.15	0.11	0.19	0.19	0.19
PCFR	1.2	0.9	1.8	1.6	1.6
EV/EBITDA	8.4	9.6	11.1	10.2	10.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	63.5	-10.8	153.7	36.2	34.7
배당수익률(%·보통주·현금)	5.1	7.0	4.3	4.3	4.3
ROA	0.5	-2.9	0.2	0.8	0.9
ROE	1.8	-7.7	0.3	1.9	2.0
ROIC	1.3	10.9	1.2	1.3	1.3
매출채권회전율	16.3	16.3	17.9	17.1	17.1
채고자산회전율	11.0	10.0	9.2	9.5	9.5
부채비율	182.8	129.0	124.8	121.2	119.5
순차입금비율	59.7	42.9	45.3	45.6	45.8
이자보상배율, 현금	0.9	0.8	1.0	1.2	1.2
총차입금	9,407.5	10,207.7	9,833.7	9,521.2	9,521.2
순차입금	6,470.2	7,313.6	7,640.8	7,788.3	7,908.5
EBITDA	232.2	2,409.1	325.7	355.4	363.1
FCF	-1.4	2,005.4	143.5	-5.4	20.1

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 (003230)



BUY(Maintain)

목표주가 1,850,000원

주가(3/10) 1,030,000원

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

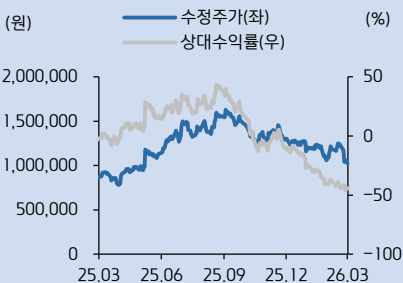
Stock Data

KOSPI (3/10)		5,532.59pt	
시가총액		77,590억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	1,630,000원	782,000원	
최고/최저가 대비 등락	-36.8%	31.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-10.3%	-14.0%
	6M	-33.5%	-60.2%
	1Y	14.8%	-46.7%

Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	64천주
외국인 지분율	16.2%
배당수익률(26E)	0.5%
BPS(26E)	230,094원
주요 주주	삼양라운드스퀘어 외 6인
	45.0%

Price Trend



외부 충격에도 성장 가능

>>> 1분기에도 수출 고성장 흐름 지속

삼양식품은 1분기에도 글로벌 매출 중심의 고성장이 지속될 전망이다. 한국의 1~2월 누계 라면 수출액은 YoY +18% 성장하였고(달러기준), 동사 1분기 매출에는 중국 춘절 재고 판매분까지 더해질 예정이다. 게다가, 원화 약세가 지속되면서, 달러, 위안, 유로 환율이 상향 압력을 받고 있기 때문에, 원화기준 매출 성장률과 수익성이 매우 강하게 나타날 것으로 기대된다.

>>> 중동 지정학적 리스크 영향 제한적

최근 시장에서는 유가 급등을 포함한 중동 지정학적 리스크 확대에 대한 우려가 커지고 있으나, 동사의 펀더멘털에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 고유가가 장기화되면, 동사의 원재료비와 해상운임이 상승 압력을 받을 것으로 우려되나, 동사의 핵심 브랜드는 국내외 수요 호조를 바탕으로 가격을 인상할 수 있을 것으로 판단된다. 더불어, 원화 약세는 동사의 ASP 강세를 의미하기 때문에, 수익성 하락 요인을 방어할 수 있을 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 185만원

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 185만원을 유지한다. 동사는 최근 매크로 불확실성 확대에도 불구하고, 주력 브랜드(불닭볶음면)의 성장 모멘텀과 글로벌 지역 다각화 효과 등에 힘입어, 견조한 이익 성장이 가능할 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,351.8	2,862.8	3,354.2
영업이익	147.5	344.6	523.9	674.6	809.8
EBITDA	179.7	390.6	580.1	761.3	907.9
세전이익	156.3	351.6	516.5	680.0	826.6
순이익	126.6	271.3	387.6	515.5	626.5
지배주주지분순이익	126.3	272.0	388.4	515.5	626.5
EPS(원)	16,761	36,106	51,555	68,427	83,173
증감률(% YoY)	58.2	115.4	42.8	32.7	21.5
PER(배)	12.9	21.2	20.0	15.1	12.4
PBR(배)	2.88	7.05	6.17	4.48	3.35
EV/EBITDA(배)	9.7	14.8	13.5	9.9	7.7
영업이익률(%)	12.4	19.9	22.3	23.6	24.1
ROE(%)	24.8	39.4	37.4	34.5	31.0
순차입금비용(%)	17.8	3.0	4.6	-14.6	-34.2

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	478.9	529.0	553.1	632.0	637.7	680.0	690.9	737.5	754.4	1,728.0	2,351.8	2,862.8
(YoY)	46.6%	37.1%	30.3%	44.0%	33.2%	28.5%	24.9%	16.7%	18.3%	44.9%	36.1%	21.7%
국내	105.0	105.0	112.9	121.5	128.3	120.7	118.7	122.3	133.0	392.1	467.8	494.6
(YoY)	0.0%	8.5%	22.3%	23.8%	22.3%	14.9%	5.1%	0.7%	3.6%	2.2%	19.3%	5.7%
해외	373.9	424.0	440.2	510.5	509.4	559.4	572.2	615.2	621.4	1,335.9	1,884.0	2,368.2
(YoY)	68.6%	46.7%	32.5%	49.8%	36.2%	31.9%	30.0%	20.5%	22.0%	65.1%	41.0%	25.7%
매출총이익	176.1	244.9	255.5	261.2	297.3	315.5	321.6	347.3	356.6	723.2	1,058.9	1,341.1
(GPM)	36.8%	46.3%	46.2%	41.3%	46.6%	46.4%	46.6%	47.1%	47.3%	41.9%	45.0%	46.8%
판매비	88.4	110.9	135.4	130.3	158.3	146.9	166.5	173.8	179.4	378.6	535.0	666.5
(판매비율)	18.5%	21.0%	24.5%	20.6%	24.8%	21.6%	24.1%	23.6%	23.8%	21.9%	22.7%	23.3%
영업이익	87.7	134.0	120.1	130.9	139.0	168.6	155.2	173.5	177.2	344.6	523.9	674.6
(YoY)	142.4%	67.2%	34.2%	49.9%	58.5%	25.9%	29.2%	32.6%	27.5%	133.6%	52.1%	28.7%
(OPM)	18.3%	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	24.8%	22.5%	23.5%	23.5%	19.9%	22.3%	23.6%
세전이익	95.7	135.0	104.9	138.0	138.7	170.0	156.5	174.9	178.6	351.6	516.5	680.0
순이익	75.7	99.0	84.1	110.0	94.5	128.9	118.6	132.6	135.4	271.3	387.6	515.5
(지배)순이익	76.1	99.1	84.5	110.2	94.5	128.9	118.6	132.6	135.4	272.0	388.4	515.5
(YoY)	142.9%	49.0%	19.8%	87.2%	24.2%	30.0%	40.3%	20.3%	43.2%	115.4%	42.8%	32.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,351.8	2,862.8	3,354.2
매출원가	776.2	1,004.8	1,292.9	1,521.7	1,777.9
매출총이익	416.7	723.2	1,058.9	1,341.1	1,576.2
판매비	269.2	378.6	535.0	666.5	766.5
영업이익	147.5	344.6	523.9	674.6	809.8
EBITDA	179.7	390.6	580.1	761.3	907.9
영업외손익	8.8	7.1	-7.4	5.5	16.8
이자수익	5.4	9.8	8.1	12.9	21.2
이자비용	12.2	14.4	19.6	17.7	14.7
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	3.9	10.1	10.1
법인세차감전이익	156.3	351.6	516.5	680.0	826.6
법인세비용	29.7	80.4	128.9	164.6	200.0
계속사업손익	126.6	271.3	387.6	515.5	626.5
당기순이익	126.6	271.3	387.6	515.5	626.5
지배주주순이익	126.3	272.0	388.4	515.5	626.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	31.2	44.9	36.1	21.7	17.2
영업이익 증감률	63.2	133.6	52.0	28.8	20.0
EBITDA 증감률	55.9	117.4	48.5	31.2	19.3
지배주주순이익 증감률	58.3	115.4	42.8	32.7	21.5
EPS 증감률	58.2	115.4	42.8	32.7	21.5
매출총이익률(%)	34.9	41.9	45.0	46.8	47.0
영업이익률(%)	12.4	19.9	22.3	23.6	24.1
EBITDA Margin(%)	15.1	22.6	24.7	26.6	27.1
지배주주순이익률(%)	10.6	15.7	16.5	18.0	18.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.1	357.9	214.2	422.9	510.6
당기순이익	126.6	271.3	387.6	515.5	626.5
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	-126.5	-40.7	-40.0
매출채권및기타채권의감소	0.2	-15.6	-35.8	-37.9	-36.4
채고자산의감소	-38.9	4.6	-76.0	-48.7	-46.8
매입채무및기타채무의증가	20.7	-6.9	72.9	47.3	45.5
기타	10.2	10.5	-87.6	-1.4	-2.3
기타현금흐름	-28.0	-45.2	-128.9	-164.6	-200.0
투자활동 현금흐름	-23.7	-214.3	-395.0	-190.2	-71.9
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	15.0	19.8	28.1
재무활동 현금흐름	-20.1	-34.9	83.5	-111.1	-140.2
차입금의 증가(감소)	8.4	4.5	135.4	-50.0	-77.6
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	-35.8	-40.3
기타	-16.6	-20.0	-27.3	-25.3	-22.3
기타현금흐름	-2.5	7.4	198.7	141.2	166.1
현금 및 현금성자산의 순증가	121.8	116.1	101.4	262.7	464.7
기초현금 및 현금성자산	96.9	218.7	334.8	436.3	699.0
기말현금 및 현금성자산	218.7	334.8	436.3	699.0	1,163.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	497.3	682.1	927.0	1,276.3	1,824.2
현금 및 현금성자산	218.7	334.8	436.3	699.0	1,163.7
단기금융자산	22.8	15.6	15.6	15.6	15.6
매출채권 및 기타채권	81.4	138.4	174.2	212.1	248.5
채고자산	142.2	148.0	224.0	272.6	319.4
기타유동자산	32.2	45.3	76.9	77.0	77.0
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	2,193.5	2,666.0	3,215.7
유동부채	402.0	492.4	540.7	538.0	776.5
매입채무 및 기타채무	175.3	246.1	319.0	366.3	411.8
단기금융부채	175.5	121.0	146.4	96.4	289.4
기타유동부채	51.2	125.3	75.3	75.3	75.3
비유동부채	191.5	274.3	384.3	384.3	113.7
장기금융부채	168.6	254.2	364.2	364.2	93.6
기타비유동부채	22.9	20.1	20.1	20.1	20.1
부채총계	593.5	766.7	925.0	922.3	890.2
자본지분	564.8	816.8	1,258.1	1,733.3	2,315.1
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	93.3	93.3	93.3
이익잉여금	522.2	769.9	1,122.5	1,597.7	2,179.5
비자본지분	12.0	11.2	10.4	10.4	10.4
자본총계	576.8	828.0	1,268.5	1,743.7	2,325.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,761	36,106	51,555	68,427	83,173
BPS	74,979	108,436	167,013	230,094	307,326
CFPS	27,072	54,487	62,339	83,385	99,644
DPS	2,100	3,300	4,800	5,400	6,000
주가배수(배)					
PER	12.9	21.2	20.0	15.1	12.4
PER(최고)	13.9	22.2	32.3		
PER(최저)	6.2	4.7	12.9		
PBR	2.88	7.05	6.17	4.48	3.35
PBR(최고)	3.11	7.38	9.97		
PBR(최저)	1.38	1.56	3.99		
PSR	1.36	3.33	3.30	2.71	2.31
PCFR	8.0	14.0	16.5	12.4	10.3
EV/EBITDA	9.7	14.8	13.5	9.9	7.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	12.4	9.1	9.2	7.8	7.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.0	0.4	0.5	0.5	0.6
ROA	12.1	19.6	20.5	21.2	21.3
ROE	24.8	39.4	37.4	34.5	31.0
ROIC	18.6	34.3	36.8	36.9	41.3
매출채권회전율	14.3	15.7	15.0	14.8	14.6
채고자산회전율	9.4	11.9	12.6	11.5	11.3
부채비율	102.9	92.6	72.9	52.9	38.3
순차입금비용	17.8	3.0	4.6	-14.6	-34.2
이자보상배율, 현금	12.1	23.9	26.7	38.1	55.0
총차입금	344.1	375.2	510.6	460.6	383.0
순차입금	102.6	24.8	58.7	-254.0	-796.3
EBITDA	179.7	390.6	580.1	761.3	907.9
FCF	94.0	62.9	-87.2	347.4	572.0

KT&G (033780)



BUY(Maintain)

목표주가 190,000원 (상향)

주가(3/10) 154,600원

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

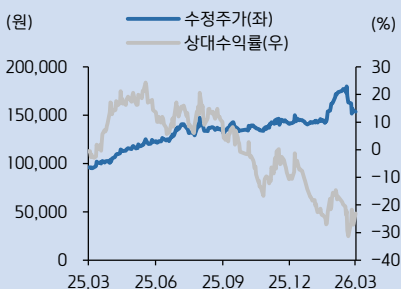
Stock Data

KOSPI (3/10)	5,532.59pt	
시가총액	182,392억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	179,700원	95,000원
최고/최저가 대비 등락	-14.0%	62.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-10.1%	-13.9%
6M	17.7%	-29.5%
1Y	58.2%	-26.5%

Company Data

발행주식수	117,977천주
일평균 거래량(3M)	336천주
외국인 지분율	43.4%
배당수익률(26E)	4.1%
BPS(26E)	83,462원
주요 주주	First Eagle Investment Management, LLC
	8.3%

Price Trend



다양한 방패 보유 중

>>> 글로벌 고성장 및 주주환원 강화 지속

KT&G는 해외결련 판매량 증가와 판가 인상을 앞세워, 올해도 안정적인 매출 및 이익 증가가 가능할 전망이다. 특히, 해외 결련 공장 증설이 마무리되면서, Capex가 2천억원대로 축소되고, 주주환원 여력이 강화되는 점이 긍정적이다. 따라서, 올해부터 과거 대비 DPS 증가폭이 확대될 것으로 기대된다.

>>> 중동 수요 감소 우려 vs 달러강세 수혜

최근 시장에서는 유가 급등을 포함한 중동 지정학적 리스크 확대에 대한 우려가 커지고 있다. 동사의 해외결련 판매량의 20% 초반이 중동에서 판매되고 있기 때문에, 전쟁이 장기화되면 동사 판매량과 마진 믹스가 하락할 개연성이 있다. 다만, 전쟁이 장기화되면 원/달러 환율이 상승 압력을 받을 가능성이 높기 때문에, 중동 수요 감소에 따른 실적 하락 요인을 일부 방어할 수 있을 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 190,000원

KT&G에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 190,000원으로 상향 조정한다(실적 추정치 참조기간 변경). 동사는 최근 매크로 불확실성 확대로 중동 수요 감소 리스크가 존재하나, 달러강세와 주주환원 강화 등에 힘입어, 안정적인 기업가치 상승이 가능할 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,579.6	6,737.1	6,909.7
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,349.5	1,462.4	1,586.9
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,583.8	1,718.1	1,846.1
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,460.5	1,585.3	1,733.2
순이익	922.4	1,165.0	1,094.4	1,173.1	1,282.6
지배주주지분순이익	902.7	1,165.7	1,081.8	1,173.1	1,282.6
EPS(원)	6,615	8,975	8,630	9,943	11,402
증감률(% YoY)	-10.6	35.7	-3.8	15.2	14.7
PER(배)	13.1	11.9	17.9	15.5	13.6
PBR(배)	1.27	1.45	1.97	1.85	1.74
EV/EBITDA(배)	7.6	9.1	11.9	11.1	10.2
영업이익률(%)	19.9	20.1	20.5	21.7	23.0
ROE(%)	9.8	12.7	11.7	12.6	13.2
순차입금비용(%)	-11.9	-4.1	5.2	7.6	4.5

자료: 키움증권 리서치센터

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	1,556	1,491	1,548	1,827	1,714	1,613	1,676	1,871	1,577	5,909	6,580	6,737
(YoY)	8.0%	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	8.2%	8.3%	2.4%	-8.0%	0.8%	11.4%	2.4%
담배	1,012	988	1,091	1,232	1,056	1,117	1,219	1,281	1,089	3,906	4,367	4,705
(YoY)	13.2%	15.3%	10.2%	17.6%	4.4%	13.0%	11.8%	3.9%	3.1%	8.1%	11.8%	7.7%
국내	542	512	548	615	504	503	554	567	521	2,208	2,179	2,144
(YoY)	-0.7%	-0.2%	-3.1%	4.7%	-6.9%	-1.8%	1.0%	-7.8%	3.4%	0.5%	-1.3%	-1.6%
NGP	135	139	140	168	140	139	153	155	153	559	587	600
관련	407	374	408	447	364	363	401	412	368	1,649	1,592	1,545
해외	461	470	525	635	551	608	648	732	566	1,675	2,180	2,554
NGP	82	21	56	111	116	80	80	80	80	225	303	320
관련	380	449	469	524	435	528	568	652	486	1,450	1,878	2,234
(YoY)	35.2%	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	17.5%	21.1%	24.3%	11.7%	28.0%	29.5%	19.0%
매출 증감률												
국내 NGP	2.5%	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	0.6%	9.0%	-8.0%	8.8%	7.6%	5.1%	2.1%
국내 관련	-1.7%	-2.4%	-4.8%	3.6%	-10.6%	-2.7%	-1.8%	-7.8%	1.3%	-1.7%	-3.5%	-3.0%
해외 관련	35.2%	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	17.5%	21.1%	24.3%	11.7%	28.0%	29.5%	19.0%
판매량 증감률												
국내 NGP	6.8%	7.0%	0.0%	11.4%	-3.1%	-4.5%	11.0%	-4.6%	12.4%	7.8%	3.9%	3.2%
국내 관련	-3.4%	-4.8%	-5.1%	3.5%	-11.6%	-2.5%	-4.0%	-9.6%	1.3%	-2.9%	-4.4%	-4.0%
해외 관련	21.4%	22.8%	9.2%	12.9%	0.8%	7.1%	7.1%	7.4%	6.9%	10.4%	11.1%	7.1%
원/달러	1,395	1,451	1,404	1,385	1,448	1,460	1,460	1,460	1,460	1,364	1,421	1,460
건기식	322	314	221	360	242	307	220	355	251	1,302	1,137	1,134
(YoY)	-4.0%	1.9%	-16.8%	-11.3%	-24.9%	-2.2%	-0.1%	-1.3%	3.7%	-6.6%	-12.6%	-0.3%
국내	189	247	162	305	174	235	157	296	177	925	887	864
해외	134	67	59	55	68	73	64	60	74	377	250	270
부동산	137	100	144	146	322	100	144	146	144	361	713	535
영업이익	213	286	350	465	249	335	382	467	279	1,189	1,350	1,462
(YoY)	7.3%	20.7%	8.7%	11.4%	17.1%	17.2%	9.2%	0.4%	12.0%	1.8%	13.5%	8.4%
(OPM)	13.7%	19.2%	22.6%	25.5%	14.5%	20.7%	22.8%	25.0%	17.7%	20.1%	20.5%	21.7%
담배	224	253	322	372	210	306	357	387	254	1,080	1,157	1,304
(OPM)	22.1%	25.6%	29.5%	30.2%	19.9%	27.4%	29.3%	30.2%	23.3%	27.6%	26.5%	27.7%
건기식	6	18	6	72	7	16	6	64	12	96	103	99
(OPM)	1.7%	5.8%	2.8%	19.9%	2.9%	5.2%	2.9%	18.1%	4.8%	7.4%	9.1%	8.7%
부동산	-23	10	18	21	33	9	14	14	14	-5	82	52
기타	2	4	4	1	-1	4	4	1	-1	11	8	8
세전이익	447	337	189	544	390	365	413	498	309	1,566	1,461	1,585
순이익	325	258	144	419	274	270	305	368	229	1,165	1,094	1,173
(지배)순이익	325	256	143	419	264	270	305	368	229	1,166	1,082	1,173
(YoY)	176.8%	-10.7%	-54.2%	73.8%	-19.0%	5.8%	113.1%	-12.1%	-13.1%	29.1%	-7.2%	8.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,579.6	6,737.1	6,909.7
매출원가	3,054.4	3,006.8	3,436.9	3,500.8	3,505.2
매출총이익	2,808.2	2,902.0	3,142.7	3,236.3	3,404.5
판매비	1,640.9	1,713.2	1,793.2	1,773.9	1,817.6
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,349.5	1,462.4	1,586.9
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,583.8	1,718.1	1,846.1
영업외손익	81.0	377.0	111.0	122.8	146.3
이자수익	74.7	115.6	89.2	93.2	116.6
이자비용	45.7	42.1	50.7	48.2	48.2
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	153.3	58.6	58.7
법인세차감이익	1,248.4	1,565.8	1,460.5	1,585.3	1,733.2
법인세비용	318.8	393.7	366.1	412.2	450.6
계속사업손익	929.5	1,172.1	1,094.4	1,173.1	1,282.6
당기순이익	922.4	1,165.0	1,094.4	1,173.1	1,282.6
지배주주순이익	902.7	1,165.7	1,081.8	1,173.1	1,282.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.2	0.8	11.4	2.4	2.6
영업이익 증감율	-7.9	1.8	13.5	8.4	8.5
EBITDA 증감율	-3.8	0.2	14.0	8.5	7.5
지배주주순이익 증감율	-11.1	29.1	-7.2	8.4	9.3
EPS 증감율	-10.6	35.7	-3.8	15.2	14.7
매출총이익율(%)	47.9	49.1	47.8	48.0	49.3
영업이익율(%)	19.9	20.1	20.5	21.7	23.0
EBITDA Margin(%)	23.6	23.5	24.1	25.5	26.7
지배주주순이익율(%)	15.4	19.7	16.4	17.4	18.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,266.0	822.3	1,008.1	1,272.0	1,381.5
당기순이익	922.4	1,165.0	1,094.4	1,173.1	1,282.6
비현금항목의 가감	538.6	349.1	750.1	817.5	859.5
유형자산감가상각비	210.8	219.1	202.9	225.8	229.3
무형자산감가상각비	30.2	31.2	31.4	29.8	29.9
지분법평가손익	-9.6	-19.2	-19.2	-19.2	-19.2
기타	307.2	118.0	535.0	581.1	619.5
영업활동자산부채증감	185.4	-365.4	-470.2	-306.4	-309.9
매출채권및기타채권의감소	-45.3	-97.3	-227.0	-50.8	-55.7
채고자산의감소	19.0	-175.5	-182.5	-78.6	-86.1
매입채무및기타채무의증가	338.1	32.9	-154.2	-165.8	-147.7
기타	-126.4	-125.5	93.5	-11.2	-20.4
기타현금흐름	-380.4	-326.4	-366.2	-412.2	-450.7
투자활동 현금흐름	-848.3	-529.7	-359.4	-164.6	-141.2
유형자산의 취득	-472.8	-767.5	-637.4	-250.0	-250.0
유형자산의 처분	7.3	21.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-39.6	-27.7	-22.6	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-356.9	-132.3	-200.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-82.7	-82.4	389.2	0.0	0.0
기타	96.4	458.8	111.4	115.4	138.8
재무활동 현금흐름	-775.8	-293.4	-952.0	-1,386.2	-1,273.9
차입금의 증가(감소)	352.6	907.6	311.4	-91.1	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	-75.0	-72.4	-72.4
기타현금흐름	-10.9	104.9	129.7	-37.7	294.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-369.1	104.0	-173.5	-316.5	260.7
기초현금 및 현금성자산	1,401.0	1,032.0	1,136.0	962.4	646.0
기말현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	962.4	646.0	906.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418.4	7,176.3	7,023.0	6,836.0	7,238.6
현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	962.4	646.0	906.7
단기금융자산	696.0	778.5	389.2	389.2	389.2
매출채권 및 기타채권	1,771.9	1,895.5	2,122.5	2,173.3	2,228.9
채고자산	2,763.8	3,101.3	3,283.8	3,362.4	3,448.5
기타유동자산	154.7	265.0	265.1	265.1	265.3
비유동자산	6,354.1	6,748.9	7,151.6	7,195.2	7,235.2
투자자산	2,700.8	2,852.3	3,071.5	3,090.7	3,110.0
유형자산	2,096.5	2,664.4	2,822.9	2,847.1	2,867.8
무형자산	175.0	179.7	170.9	171.0	171.1
기타비유동자산	1,381.8	1,052.5	1,086.3	1,086.4	1,086.3
자산총계	12,772.5	13,925.2	14,174.7	14,031.2	14,473.8
유동부채	2,672.4	3,142.9	3,192.7	2,935.9	2,788.1
매입채무 및 기타채무	2,323.2	2,335.5	2,181.4	2,015.6	1,867.9
단기금융부채	107.8	472.3	776.3	685.2	685.2
기타유동부채	241.4	335.1	235.0	235.1	235.0
비유동부채	805.1	1,423.9	1,649.1	1,649.1	1,649.1
장기금융부채	515.4	1,056.9	1,064.3	1,064.3	1,064.3
기타비유동부채	289.7	367.0	584.8	584.8	584.8
부채총계	3,477.5	4,566.8	4,841.8	4,584.9	4,437.2
자배지분	9,174.4	9,239.2	9,275.1	9,388.4	9,978.7
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	304.3	304.3	304.3
이익잉여금	8,979.1	8,783.2	8,316.0	8,331.6	8,921.9
비지배지분	120.5	119.3	57.8	57.8	57.8
자본총계	9,294.9	9,358.5	9,332.9	9,446.2	10,036.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,615	8,975	8,630	9,943	11,402
BPS	68,557	73,700	78,618	83,462	88,710
CFPS	10,706	11,657	14,713	16,873	19,043
DPS	5,200	5,400	6,000	6,400	6,800
주가배수(배)					
PER	13.1	11.9	17.9	15.5	13.6
PER(최고)	14.6	14.1	17.4		
PER(최저)	12.2	9.3	11.0		
PBR	1.27	1.45	1.97	1.85	1.74
PBR(최고)	1.41	1.72	1.91		
PBR(최저)	1.18	1.13	1.20		
PSR	2.02	2.35	2.95	2.71	2.52
PCFR	8.1	9.2	10.5	9.2	8.1
EV/EBITDA	7.6	9.1	11.9	11.1	10.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	64.1	50.5	56.9	55.5	54.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	6.0	5.0	3.9	4.1	4.4
ROA	7.4	8.7	7.8	8.3	9.0
ROE	9.8	12.7	11.7	12.6	13.2
ROIC	18.5	17.5	16.5	16.0	16.6
매출채권회전율	3.3	3.2	3.3	3.1	3.1
채고자산회전율	2.2	2.0	2.1	2.0	2.0
부채비율	37.4	48.8	51.9	48.5	44.2
순차입금비용	-11.9	-4.1	5.2	7.6	4.5
이자보상배율, 현금	25.5	28.2	26.6	30.4	33.0
총차입금	623.2	1,529.3	1,840.6	1,749.6	1,749.6
순차입금	-1,104.8	-385.2	489.0	714.4	453.6
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,583.8	1,718.1	1,846.1
FCF	759.6	17.0	115.3	751.5	843.6

오리온 (271560)



BUY(Maintain)

목표주가 175,000원

주가(3/10) 128,500원

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

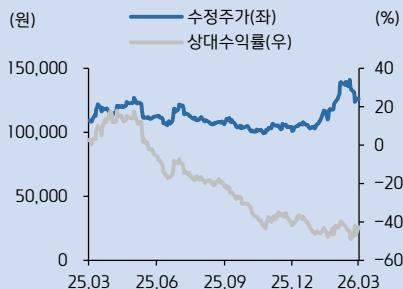
Stock Data

KOSPI (3/10)		5,532.59pt
시가총액		50,804억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	141,000원	99,300원
최고/최저가 대비 등락	-8.9%	29.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.2% -3.9%
	6M	18.7% -28.9%
	1Y	19.4% -44.5%

Company Data

발행주식수	39,536천주
일평균 거래량(3M)	148천주
외국인 지분율	35.6%
배당수익률(26E)	3.3%
BPS(26E)	104,378원
주요 주주	오리온홀딩스외인 43.8%

Price Trend



흔들림 없는 편안함

>>> 두 자릿수 이익 성장과 주주환원 강화

오리온의 1월 실적은 춘절 시점 차이에 따른 긍정적 영향을 제외하더라도 양호한 흐름을 보였다. 중국은 간식점 채널 비중이 확대되면서, 매출 성장률이 개선되고 있고, 베트남은 내수 소비경기 반등으로 개선되고 있다. 러시아는 기상 악화 영향으로 일시적으로 부진하였으나, 2월에는 기상 상황이 개선되면서 출고가 정상화되고 있다. 게다가, 위안화와 루블화가 원화 대비 강세 흐름이고, 코코아 투입단가도 안정화되고 있기 때문에, 올해는 작년 대비 수익성이 개선될 것으로 기대된다

>>> 중동 지정학적 리스크 영향 제한적

최근 시장에서는 유가 급등을 포함한 중동 지정학적 리스크 확대에 대한 우려가 커지고 있으나, 동사의 펀더멘탈에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 고유가가 장기화되면, 원재료비와 해상운임이 상승 압력을 받을 것으로 우려되나, 동사는 가격 인상을 경쟁사 대비 자제해왔기 때문에 가격 인상이 상대적으로 용이할 것으로 판단된다. 더불어, 위안화와 루블화는 원화 대비 강세를 보일 가능성이 높기 때문에, 원화 환산 실적에 긍정적인 영향을 줄 가능성이 높다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 175,000원

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 175,000원을 유지한다. 동사는 최근 매크로 불확실성 확대에도 불구하고, 주력 브랜드의 가격 전가력과 안정적 판매량 증가, 글로벌 지역 다각화 효과 등에 힘입어, 견조한 이익 성장이 가능할 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	2,912.4	3,104.3	3,332.4	3,719.5	3,927.4
영업이익	492.4	543.6	558.3	654.7	697.3
EBITDA	649.6	704.0	740.3	829.6	866.0
세전이익	520.0	692.2	546.6	682.6	733.0
순이익	385.0	533.2	390.6	495.8	533.0
지배주주지분순이익	376.6	524.6	382.7	485.9	522.7
EPS(원)	9,527	13,269	9,681	12,290	13,220
증감률(% YoY)	-4.0	39.3	-27.0	27.0	7.6
PER(배)	12.2	7.7	13.3	10.5	9.7
PBR(배)	1.60	1.17	1.33	1.23	1.14
EV/EBITDA(배)	5.5	4.4	5.1	4.1	3.5
영업이익률(%)	16.9	17.5	16.8	17.6	17.8
ROE(%)	13.9	16.6	10.5	12.2	12.2
순차입금비용(%)	-37.4	-30.1	-36.2	-41.7	-47.0

자료: 키움증권 리서치센터

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	861.8	801.8	777.2	828.9	924.6	902.5	873.1	932.2	1,011.6	3,104.3	3,332.4	3,719.5
(YoY)	12.2%	7.1%	8.1%	7.0%	7.3%	12.6%	12.3%	12.5%	9.4%	6.6%	7.3%	11.6%
한국	277.1	282.4	291.3	282.6	289.5	292.6	302.0	293.9	301.0	1,097.6	1,145.8	1,189.5
(YoY)	0.2%	4.0%	4.9%	4.3%	4.5%	3.6%	3.7%	4.0%	4.0%	2.6%	4.4%	3.8%
중국	345.6	328.2	304.8	337.3	350.3	366.8	344.9	382.6	383.7	1,270.1	1,320.7	1,478.0
(YoY)	20.1%	7.1%	3.0%	4.7%	1.4%	11.8%	13.2%	13.4%	9.5%	7.7%	4.0%	11.9%
베트남	176.2	128.3	102.6	120.5	186.7	140.9	115.0	137.6	200.9	514.5	538.1	594.5
(YoY)	12.3%	8.5%	4.3%	-1.0%	5.9%	9.8%	12.1%	14.2%	7.6%	8.2%	4.6%	10.5%
러시아	69.0	67.2	80.8	89.6	101.9	104.3	110.9	119.6	129.5	230.5	339.4	464.3
(YoY)	32.6%	33.0%	64.5%	44.7%	47.7%	55.3%	37.2%	33.5%	27.2%	15.1%	47.3%	36.8%
기타 및 조정	-6.1	-4.3	-2.4	-1.2	-3.7	-2.2	0.4	-1.5	-3.4	-8.3	-11.6	-6.7
영업이익	159.7	131.4	121.5	137.9	167.6	161.5	143.4	164.1	185.6	543.6	558.3	654.7
(YoY)	13.8%	5.0%	-0.2%	0.6%	4.9%	23.0%	18.1%	19.0%	10.8%	10.4%	2.7%	17.3%
(OPM)	18.5%	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	17.9%	16.4%	17.6%	18.4%	17.5%	16.8%	17.6%
한국	43.9	46.3	48.5	42.1	49.8	49.4	50.8	48.7	52.3	178.5	186.8	201.1
(OPM)	15.8%	16.4%	16.7%	14.9%	17.2%	16.9%	16.8%	16.6%	17.4%	16.3%	16.3%	16.9%
중국	70.3	56.0	52.3	67.0	66.5	70.2	62.5	76.4	75.0	243.9	241.7	284.0
(OPM)	20.3%	17.1%	17.1%	19.8%	19.0%	19.1%	18.1%	20.0%	19.6%	19.2%	18.3%	19.2%
베트남	41.5	21.2	14.4	21.3	39.6	25.9	15.6	23.8	40.5	100.1	96.5	105.8
(OPM)	23.6%	16.5%	14.0%	17.6%	21.2%	18.4%	13.6%	17.3%	20.1%	19.5%	17.9%	17.8%
러시아	13.2	8.6	9.7	11.7	16.6	16.9	17.9	19.4	22.9	36.9	46.5	77.0
(OPM)	19.1%	12.8%	12.0%	13.1%	16.3%	16.2%	16.1%	16.2%	17.7%	16.0%	13.7%	16.6%
기타 및 조정	-9.2	-0.7	-3.4	-4.2	-5.0	-0.7	-3.4	-4.2	-5.0	-15.9	-13.3	-13.3
세전이익	310.4	145.0	103.5	144.2	154.0	168.5	150.4	171.1	192.6	692.2	546.6	682.6
순이익	254.7	106.1	71.7	105.0	107.8	122.3	108.7	123.8	141.0	533.2	390.6	495.8
(자배)순이익	253.1	104.3	69.8	102.7	105.9	119.8	106.5	121.2	138.4	524.6	382.7	485.9
(YoY)	126.0%	11.2%	-10.4%	3.0%	-58.2%	14.9%	52.5%	18.1%	30.7%	39.3%	-27.0%	27.0%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국	13.1%	-0.8%	0.4%	2.3%	-3.8%	6.5%	5.0%	5.0%	7.0%	4.8%	-0.5%	5.9%
베트남 내수	9.7%	1.3%	5.7%	4.7%	6.4%	15.0%	8.0%	8.0%	10.0%	7.7%	4.7%	10.3%
러시아 내수	39.3%	25.7%	52.2%	36.8%	23.0%	32.0%	25.0%	23.0%	23.0%	19.4%	33.2%	25.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	2,912.4	3,104.3	3,332.4	3,719.5	3,927.4
매출원가	1,784.9	1,908.2	2,109.1	2,339.5	2,475.1
매출총이익	1,127.4	1,196.2	1,223.3	1,380.0	1,452.3
판매비	635.0	652.6	665.0	725.3	755.0
영업이익	492.4	543.6	558.3	654.7	697.3
EBITDA	649.6	704.0	740.3	829.6	866.0
영업외손익	27.6	148.6	-11.6	27.9	35.7
이자수익	37.3	31.0	35.8	36.2	44.0
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	-34.2	4.9	4.9
법인세차감전이익	520.0	692.2	546.6	682.6	733.0
법인세비용	135.0	159.0	156.0	186.8	200.1
계속사업손익	385.0	533.2	390.6	495.8	533.0
당기순이익	385.0	533.2	390.6	495.8	533.0
지배주주순이익	376.6	524.6	382.7	485.9	522.7
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	1.4	6.6	7.3	11.6	5.6
영업이익 증감률	5.5	10.4	2.7	17.3	6.5
EBITDA 증감률	3.4	8.4	5.2	12.1	4.4
지배주주순이익의 증감률	-4.0	39.3	-27.0	27.0	7.6
EPS 증감률	-4.0	39.3	-27.0	27.0	7.6
매출총이익률(%)	38.7	38.5	36.7	37.1	37.0
영업이익률(%)	16.9	17.5	16.8	17.6	17.8
EBITDA Margin(%)	22.3	22.7	22.2	22.3	22.1
지배주주순이익률(%)	12.9	16.9	11.5	13.1	13.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	437.0	651.6	499.2	610.6	603.9
당기순이익	385.0	533.2	390.6	495.8	533.0
비현금항목의 가감	278.4	165.0	335.8	334.8	261.7
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	165.9	172.1	105.3
영업활동자산부채증감	-107.8	68.7	-106.1	-68.4	-33.7
매출채권및기타채권의감소	9.1	16.5	-25.9	-25.1	-13.5
재고자산의감소	-30.2	-42.3	7.3	-35.9	-19.3
매입채무및기타채무의증가	-24.2	30.1	12.0	20.3	10.9
기타	-62.5	64.4	-99.5	-27.7	-11.8
기타현금흐름	-118.6	-115.3	-121.1	-151.6	-157.1
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	-149.6	-177.2
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	-138.4	-166.0
기타	-11.3	-11.2	-11.2	-11.2	-11.2
기타현금흐름	-2.3	8.8	-137.2	-198.7	-126.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-243.9	85.4	341.9	352.3	390.0
기초현금 및 현금성자산	609.7	365.8	451.3	793.2	1,145.5
기말현금 및 현금성자산	365.8	451.3	793.2	1,145.5	1,535.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
유동자산	1,628.2	1,647.4	2,008.0	2,421.2	2,844.1
현금 및 현금성자산	365.8	451.3	793.2	1,145.4	1,535.5
단기금융자산	766.9	662.7	662.7	662.7	662.7
매출채권 및 기타채권	212.5	190.2	216.1	241.2	254.7
재고자산	259.7	316.6	309.3	345.3	364.6
기타유동자산	23.3	26.6	26.7	26.6	26.6
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	4,598.7	4,948.8	5,314.8
유동부채	398.9	537.6	504.7	525.1	536.0
매입채무 및 기타채무	304.3	383.4	395.4	415.8	426.7
단기금융부채	14.3	14.1	14.1	14.1	14.1
기타유동부채	80.3	140.1	95.2	95.2	95.2
비유동부채	167.0	196.8	181.8	181.8	181.8
장기금융부채	14.3	25.8	25.8	25.8	25.8
기타비유동부채	152.7	171.0	156.0	156.0	156.0
부채총계	565.9	734.4	686.5	706.8	717.8
자본지분	2,862.4	3,471.2	3,808.7	4,128.6	4,473.4
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
기타자본	621.8	621.8	621.8	621.8	621.8
기타포괄손익누계액	62.5	198.9	292.0	292.0	292.0
이익잉여금	1,560.2	2,032.7	2,277.1	2,596.9	2,941.7
비자본지분	93.1	102.8	103.5	113.4	123.7
자본총계	2,955.5	3,574.0	3,912.2	4,242.0	4,597.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,527	13,269	9,681	12,290	13,220
BPS	72,400	87,799	96,335	104,426	113,147
CFPS	16,779	17,662	18,375	21,009	20,101
DPS	1,250	2,500	3,500	4,200	4,500
주가배수(배)					
PER	12.2	7.7	13.3	10.5	9.7
PER(최고)	15.5	8.9	13.1		
PER(최저)	11.3	6.2	10.0		
PBR	1.60	1.17	1.33	1.23	1.14
PBR(최고)	2.05	1.35	1.32		
PBR(최저)	1.49	0.93	1.01		
PSR	1.58	1.30	1.52	1.37	1.29
PCFR	6.9	5.8	7.0	6.1	6.4
EV/EBITDA	5.5	4.4	5.1	4.1	3.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	12.8	18.5	35.4	33.5	33.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.1	2.4	2.7	3.3	3.5
ROA	11.2	13.6	8.8	10.4	10.4
ROE	13.9	16.6	10.5	12.2	12.2
ROIC	18.8	22.8	20.3	25.2	27.1
매출채권회전율	13.3	15.4	16.4	16.3	15.8
재고자산회전율	11.8	10.8	10.6	11.4	11.1
부채비율	19.1	20.5	17.5	16.7	15.6
순차입금비용	-37.4	-30.1	-36.2	-41.7	-47.0
이자보상배율, 현금	136.8	536.2	550.7	645.8	687.9
총차입금	28.6	39.9	39.9	39.9	39.9
순차입금	-1,104.1	-1,074.1	-1,416.0	-1,768.3	-2,158.4
EBITDA	354.5	437.1	384.0	475.5	507.0
FCF	236.7	546.8	335.9	458.1	518.0

고지사항

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

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
신세계 (004170)	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	-25.04	-17.17
	2025-12-04	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-21.92	-17.03
	2026-01-12	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-15.16	10.94
	2026-02-10	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-21.11	-16.33
	2026-03-10	BUY(Maintain)	450,000원	6개월		
현대백화점 (069960)	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	-29.47	-24.23
	2026-01-12	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-28.46	-16.77
	2026-02-12	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-29.06	-24.15
	2026-03-10	BUY(Maintain)	147,000원	6개월		
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
롯데쇼핑 (023530)	2024-04-15	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-22.42	-16.12
	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
	2025-11-10	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-26.70	-15.26
	2025-11-19	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-27.24	-24.10
	2026-01-12	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-24.42	-3.00
	2026-02-09	Buy(Maintain)	136,000원	6개월	-21.17	-15.29
	2026-03-10	Buy(Maintain)	136,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

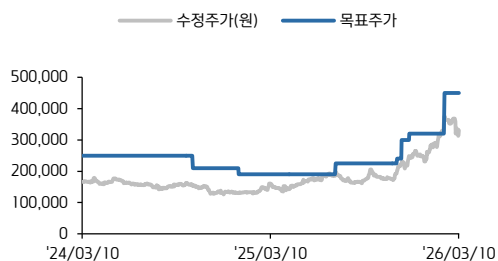
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼양식품 (003230)	2024-03-11	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-28.57	-23.52
	2024-03-26	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-19.64	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	-25.61	-11.89
	2026-01-19	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-26.21	-11.89
	2026-01-30	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-27.85	-11.89
	2026-03-10	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월		
KT&G (033780)	2024-03-11	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-23.77	-20.67
	2024-04-22	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-25.45	-20.67
	2024-08-09	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-23.03	-7.17
	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
	2025-11-19	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-22.06	-16.67
	2026-01-19	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-18.61	-0.17
	2026-03-10	BUY(Maintain)	190,000원	6개월		
오리온 (271560)	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	-30.57	-27.13
	2026-01-19	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-28.94	-13.33
	2026-02-12	BUY(Maintain)	175,000원	6개월	-23.13	-19.43
	2026-03-10	BUY(Maintain)	175,000원	6개월		

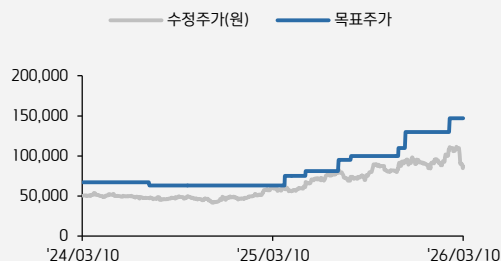
* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

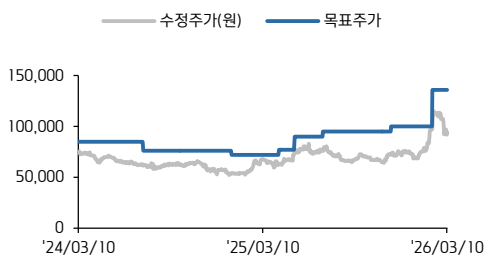
신세계 (004170)



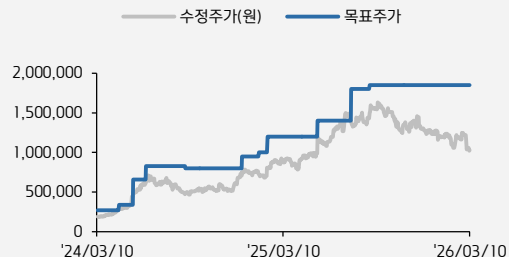
현대백화점 (069960)



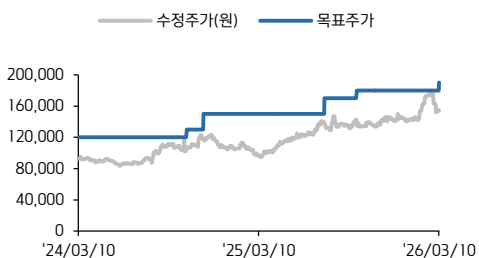
롯데쇼핑 (023530)



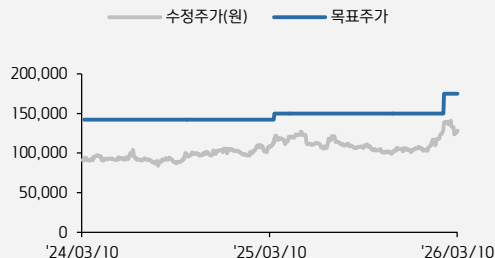
삼양식품 (003230)



KT&G (033780)



오리온 (271560)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%