



2026년 05월 19일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 음료/유통 Overweight(Maintain)

음식료/유통 2H26 전망: 경제가 좋아지면, 소비도 좋아진다

음식료/유통 Analyst 박상준
RA 권용일

Contents



음식료/유통 2H26 전망:
경제가 좋아지면, 소비도 좋아진다 2

I. 유통: 명품 채널 백화점	3
> KOSPI를 이긴 백화점	3
> 백화점 두자릿수 성장률의 조건	5
> 백화점 리레이팅 은 현재진행형	8
> 유통 업체별 1Q26 실적 리뷰	12
II. 음식료 : 하반기도 각개전투	22
> 1 분기 실적리뷰 및 시사점	22
> 주요 기업 하반기 투자포인트	24
> 음식료 업체별 1Q26 실적리뷰	31

기업분석	46
> 신세계 (004170)	47
> 현대백화점 (069960)	50
> 롯데쇼핑 (023530)	53
> 삼양식품 (003230)	56
> KT&G (033780)	59
> 오리온 (271560)	62
> CJ제일제당 (097950)	65

Compliance Notice

- 당사는 05월 19일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

음식료/유통 2H26 전망: 경제가 좋아지면, 소비도 좋아진다

>>> 유통: 명품 채널 백화점

국내 주요 기업 호실적에 따른 낙수효과가 강력한 소득효과와 자산효과를 만들어내고 있다. 특히, 소비경기 민감도가 높고 자산/소비 양극화에 따른 수혜를 보고 있는 백화점은 1분기에 기존점 성장률이 모두 두자릿수를 달성하면서, 압도적인 영업레버리지 효과를 시현하였다.

만약, 현재와 같은 수출경기 호조와 국내 주식시장 강세가 지속된다면, 하반기에도 백화점 매출은 두자릿수 성장률을 이어갈 가능성이 높다. 실제 과거 백화점 산업 호황 구간에서 KOSPI는 최소 2배 이상의 상승세를 보이며 강세 흐름을 유지했기 때문이다. 특히, 한국 백화점은 일본 백화점 대비 내국인과 외국인 수요 성장성에 모두 우위를 보이고 있기 때문에, 밸류에이션 디스카운트도 빠르게 축소해 나가고 있는 상황이다.

>>> 음식료: 하반기도 각개전투

한편, 음식료 업종은 유통 업종 대비 내수 소비경기 호조에 따른 수혜는 약한 편이다. 특히, 중동 전쟁 영향으로 원부자재 단가가 상승하고 있기 때문에, 수익성이 낮은 중소형주는 실적 개선 가시성이 약해질 수 있다.

하지만, 글로벌 매출 비중과 영업이익률이 높은 업체들은 비교적 견조한 이익 증가세가 가능할 전망이다. 특히, 삼양식품은 글로벌 불닭볶음면 수요 호조에 맞추어 생산능력을 상향하고 있기 때문에, 중기적으로 두자릿수 매출과 이익 성장률이 지속될 전망이다. KT&G와 오리온도 안정적 이익 증가와 주주환원확대가 기대되며, CJ제일제당은 메티오닌/라이신/핵산을 중심으로 아미노산 시황 개선에 따른 수혜가 기대된다.

>>> 업종별 투자전략

유통 업종은 하반기에도 백화점 중심의 투자전략을 추천한다. 상대적으로 실적 개선 모멘텀이 강한 신세계와 롯데쇼핑을 최선호주로 제시하고, 현대백화점을 차선호주로 제시한다. 음식료 업종은 글로벌 성장성이 높은 삼양식품 중심의 투자전략을 추천한다(최선호주 제시). 나머지 대형 3社(KT&G/오리온/CJ제일제당)는 구간별 모멘텀 플레이를 추천한다.

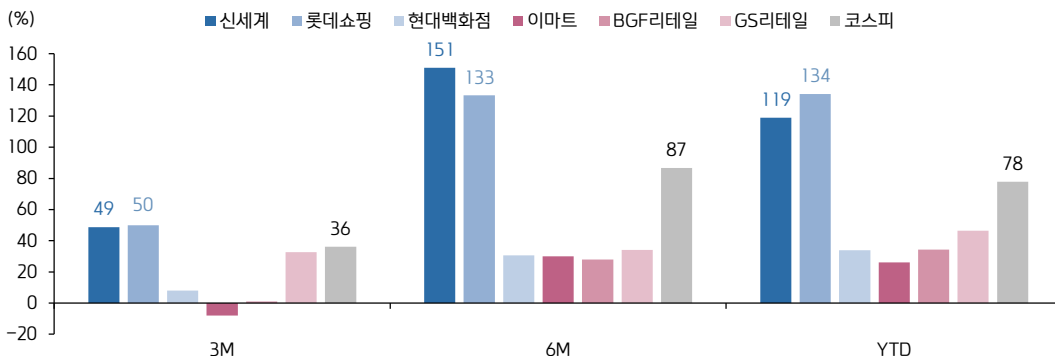
I. 유통: 명품 채널 백화점

>>> KOSPI를 이긴 백화점

1) KOSPI 수익률을 아웃퍼폼한 신세계와 롯데쇼핑

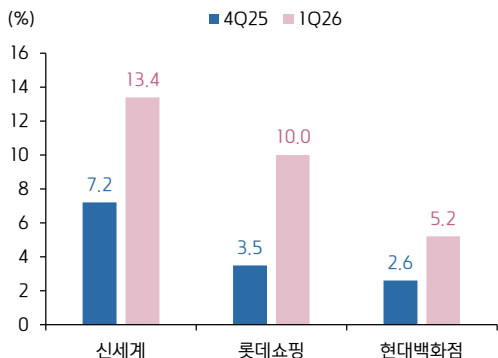
작년 4분기부터 반도체 Top 2가 기록적인 주가 상승을 보이며, KOSPI는 글로벌 증시에서 가장 압도적인 수익률을 기록하고 있다. 이에 따라, 반도체를 제외한 주요 업종의 수익률은 KOSPI 대비 언더퍼폼이 지속되고 있는 상황이다. 하지만, 백화점 업체의 최근 수익률은 KOSPI를 아웃퍼폼하고 있다. 비록 현대백화점은 지누스 실적 부진으로 상대적으로 부진한 수익률을 기록하였지만, 신세계와 롯데쇼핑은 최근 6개월 수익률이 KOSPI를 각각 64%p, 46%p 아웃퍼폼 하였다. **위와 같은 주가 상승이 나타날 수 있었던 가장 큰 원동력은 기존점 매출 고성장과 영업레버리지 효과 확대로 실적 전망치와 벨류에이션이 동시에 상승했기 때문이다.** 소득효과와 자산효과 확대, 외국인 매출 고성장으로 1분기 기존점 매출 성장률은 전분기 대비 개선되었고, 관리기준으로는 모두 두 자릿수 성장을 기록하였다. 또한, 명품 중심의 성장세가 지속되긴 했으나, 마진율이 높은 패션 장르의 매출 성장률도 10%를 상회하면서, 1분기 기존점 성장에 따른 영업이익 증가율이 +33~49%로 전분기 대비 확대되었다.

주요 유통업체 vs KOSPI 주가 수익률 비교



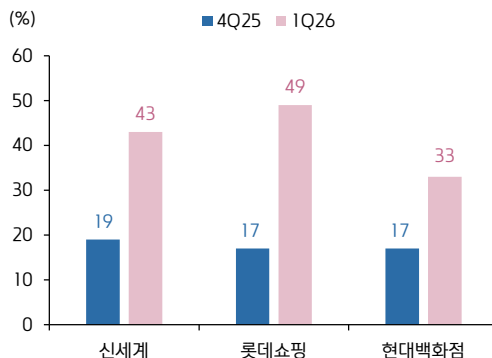
자료: 에프앤가이드 (2026. 5. 15 증가 기준)

백화점 3사 회계 총매출 YoY 성장률



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

백화점 3사 매출 성장에 따른 OP YoY 증가율



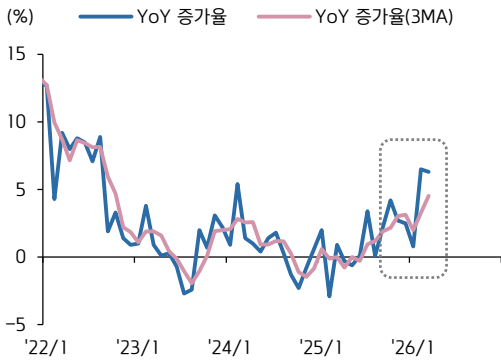
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
 주: 1) 감가상각비와 일회성 손익 영향을 제외하고 추정
 순수 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과 기준임

2) 백화점에서 확산되는 온기(溫氣)

백화점에서 시작된 내수 소비경기 호조의 분위기는 他 채널로 확산되는 추세이다. **1) 승용차를 제외한 소매판매 경가지수 YoY 증가율이 확실한 반등 시그널을 보이고 있고, 2) 편의점도 1분기에 소비쿠폰 효과 없이 양호한 기존점 성장률을 기록하였기 때문**이다. 소비쿠폰 사용처에서 제외되어 있고, 상대적으로 펀더멘털이 약한 대형마트의 매출은 여전히 약한 모습을 보이고 있으나, 상위 업체인 이마트와 롯데마트의 1분기 기존점 성장률은 각각 +2%, +1%로 플러스 성장세를 기록하였다.

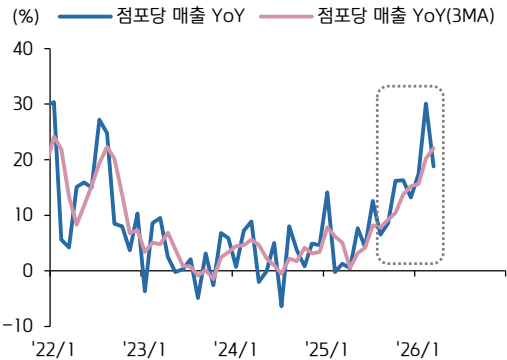
백화점 3社 모두 1분기 실적발표에서 2분기에도 기존점 성장률이 +10%를 넘어설 것이라는 전망을 내놓았다. 특히, 대형점 리뉴얼로 기저가 낮고, 상대적으로 명품 매출 비중이 높은 신세계는 관리기준 기존점 성장률이 +20%를 넘어설 가능성도 있어 보인다. 이마트도 지분법 자회사의 실적이 부진하긴 했지만, 4월 대형마트 기존점 성장률은 +4.3%를 기록하였고, 홈플러스가 추가로 37개 매장의 영업을 5/10~7/3까지 잠정중단하기로 밝혔으며, 잔여 67개 매장 운영을 위해 메리츠에 긴급자금 지원을 요청한 상황이기 때문에, 추가적인 반사수혜 가능성도 열려 있다. 또한 편의점도 고유가피해지원금 효과가 더해지면서, 1분기 보다 양호한 2분기 기존점 성장률(+3% 이상 전망)이 기대되는 상황이다.

승용차 제외 소매판매 경가지수 YoY 증가율 추이



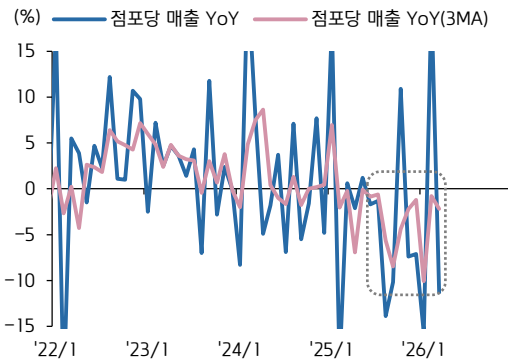
자료: 통계청, 키움증권 리서치

백화점 점포당 매출 YoY 증가율 추이



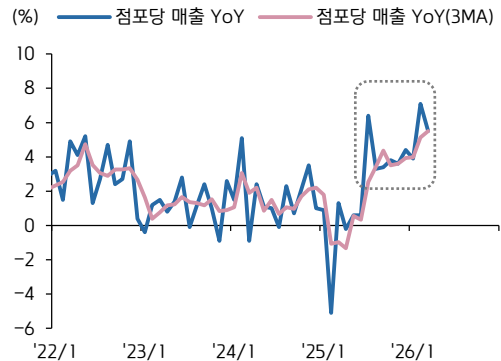
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

대형마트 점포당 매출 YoY 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

편의점 점포당 매출 YoY 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

>>> 백화점 두자릿수 성장률의 조건

1) 밸류에이션 유지 혹은 상향을 위해서는 두자릿수 매출 성장 필요

2026년 5월 15일 증가 기준으로 신세계, 롯데쇼핑, 현대백화점은 FW12M PER은 각각 14.2, 12.9, 9.1배이다(에프앤가이드 컨센서스 기준). 2024년에 백화점 3社の FW12M PER은 5배 수준에 머물러 있었는데, 1년반 사이에 밸류에이션 레벨이 크게 상승하였다. 왜 이렇게 밸류에이션이 상승한 것일까?

첫째, 실적 가시성이 상승했기 때문이다. 백화점은 매출액이 감소하면, 영업이익이 증가하기 어려운 업태이다. 제조업처럼 원가를 절감할 수도 없고, 인사비/판촉비 등 고정비 절감 외에는 이익을 개선할 방법이 없다. 그런데 2024년말부터 내수 소비와 백화점 매출이 바닥이라는 인식이 형성되면서, 더 나빠지지 않을 것이라는 심리가 주식시장에 작용했었다. 이것이 밸류에이션 상승을 만든 첫번째 요인이다.

둘째, 소득효과와 자산효과 확대, 외국인 매출 증가로 기존점 성장률이 두자릿수로 확대되면서, 실질적인 내수 호황이 지속되었기 때문이다. 반도체 업종을 중심으로 국내 주요 대기업들이 양호한 실적을 내면서, 임금 인상과 상여금 확대에 대한 기대감이 형성되었고, KOSPI가 급격하게 상승하면서, 현금흐름을 동반한 자산효과가 만들어지기 시작했다. 더불어, 중국인을 중심으로 외국인 소비가 백화점으로 집중되면서, 기존점 성장률을 +3~4%p 높여주고 있는 상황이다.

이에 따라, 현재의 밸류에이션 레벨이 유지 혹은 상향 되기 위해서는 10% 이상의 백화점 기존점 성장률이 필요한 상황으로 판단된다. 현재 백화점 업체들은 하반기에도 거래액 기준 기존점 성장률(관리기준) 두 자릿수를 기대하고 있는 상황이다. 만약 거래액 기준 기존점 성장률이 10%를 상회한다면, 회계 총매출과 소매매출은 약 +5~7% 정도 증가할 수 있다. 백화점 3社の 작년 총매출액 대비 영업이익률이 5~6%인 점을 감안한다면, 기존점 매출 성장에 따른 영업이익 증가 효과가 최소 +25%, 최대 +55% 수준까지도 가능한 셈이다(공헌이익률 30~40% 가정).

2) KOSPI 상승 추세 지속이 백화점 두자릿수 매출 성장 지속의 핵심 요인

그렇다면, 현재의 두 자릿수 기존점 성장률이 유지되기 위한 핵심 조건은 무엇일까? 1997년 이후 백화점 시장 성장률이 +10% 이상인 구간은 총 5번이었다(2Q99~3Q00, 4Q01~2Q02, 3Q09~3Q11, 1Q21~3Q22, 1Q26~현재). 해당 구간에서는 모두 KOSPI 지수가 최소 2배 이상의 강세를 보였다. KOSPI 강세는 소득효과와 자산효과가 확대되고 있음을 의미한다. 내수 소비경기 호황이 이어질 수밖에 없는 셈이다. 따라서, 현재의 두 자릿수 성장률이 지속되기 위해서는 KOSPI 강세 흐름이 지속되어야 한다.

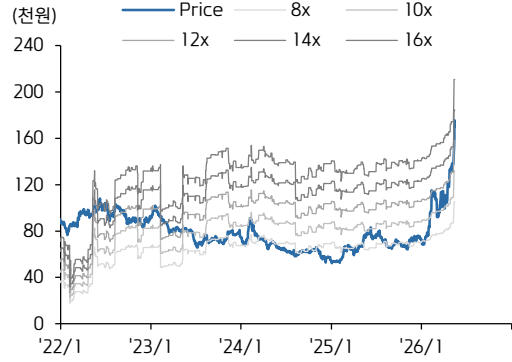
하지만, KOSPI의 방향성을 예측하는 것은 쉽지 않다. 통상 KOSPI는 한국 수출 경기에 동행하는 모습을 보이는데, 한국 수출 경기의 방향성을 예측하는 것이 어렵기 때문이다. 하지만, 백화점 시장 성장률은 KOSPI가 꺾인다고 바로 꺾이지 않았었다. 지난 4번의 구간에서 KOSPI는 00년 1월, 02년 4월, 11년 7월, 22년 2월에 고점을 형성하였으나, 백화점 시장 성장률은 1~2개 분기 후행해서 둔화되는 모습을 보였다. 따라서, KOSPI의 추세를 보면서, 백화점 업체 투자 비중에 대해 전략적으로 대응할 시간이 충분할 셈이다.

신세계 FW12M PER 밴드 추이



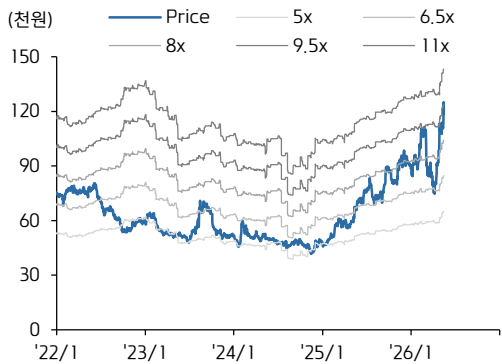
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 FW12M PER 밴드 추이



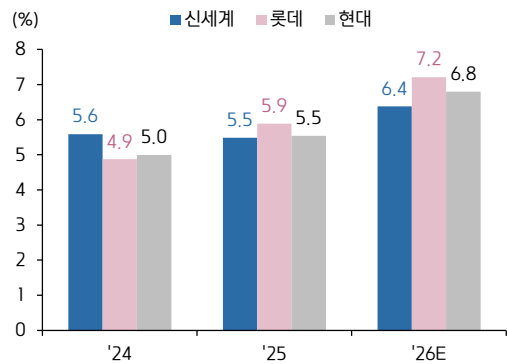
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

현대백화점 FW12M PER 밴드 추이



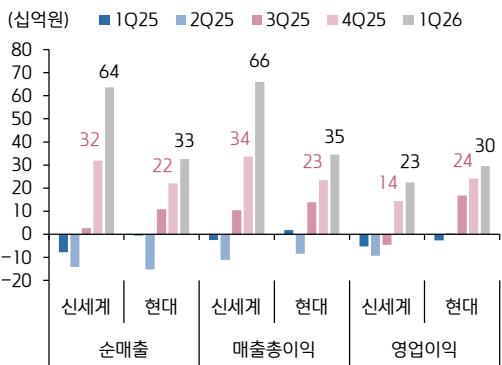
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

백화점 3사 총매출액 대비 OPM 비교



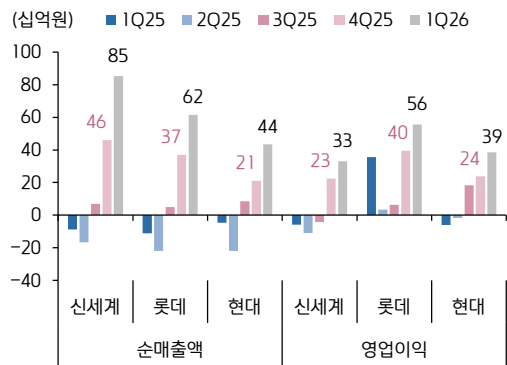
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

신세계/현대백화점 별도기준 실적 YoY 증감액



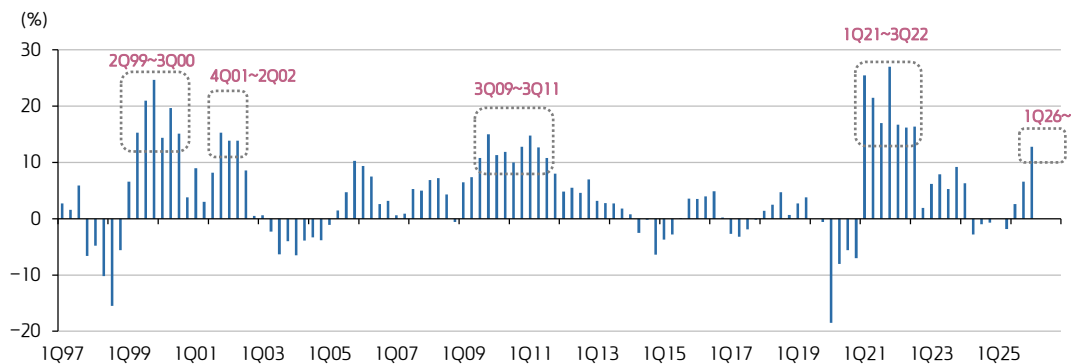
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

백화점 3사 실적 YoY 증감액



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

분기별 백화점 소매판매액 경상지수 YoY 증감률 추이: 1997년 이후 10%+ 구간 5번



자료: 통계청, 키움증권 리서치

KOSPI 지수 추이 (1): 1998~2002년



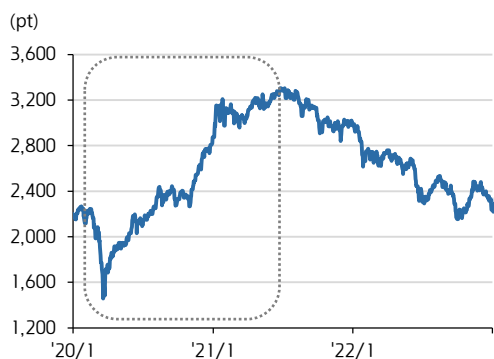
자료: 에프앤가이드

KOSPI 지수 추이 (2): 2009~2011년



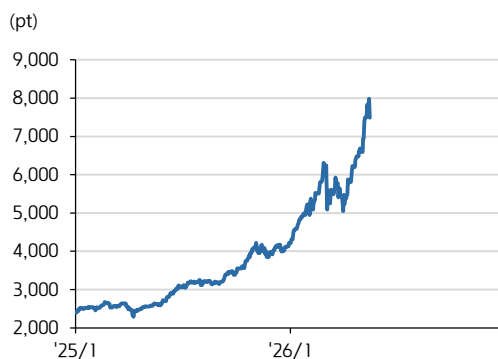
자료: 에프앤가이드

KOSPI 지수 추이 (3): 2020~2022년



자료: 에프앤가이드

KOSPI 지수 추이 (4): 2025년~



자료: 에프앤가이드

>>> 백화점 리레이팅은 현재진행형

1) 쿠팡 보다 성장률이 높은 백화점

2025년 초에 PER이 5배 수준에 머물러 있었던 백화점 업체들의 밸류에이션이 꾸준히 상승하고 있다. 국내 주요 기업들의 호실적에 따른 낙수효과가 지속되면서, 가계에 소득효과와 자산효과가 동시에 나타나고 있고, 해외명품을 포함한 중고가 상품 중심의 판매를 통해 자산/소비 양극화의 수혜를 크게 보고 있기 때문이다.

심지어 올해 1분기 들어서는 백화점 시장 성장률이 쿠팡 매출 성장률을 상회하고 있는 상황이다. 쿠팡이 개인 정보 유출 사건으로 매출 성장률이 +5% 수준으로 하락한 반면, 백화점 시장 성장률은 +17%로 상승하였다. 2분기 가이던스도 쿠팡은 +9~10% 수준의 매출 성장률을 제시하였으나, 백화점 3社は 모두 10% 이상의 매출 성장세가 무난할 것으로 전망된다.

2) 인바운드 증가에 따른 수혜 지속

국내 대표 오프라인 유통 업체로서 방한 외국인 관광객 증가의 수혜를 보고 있는 점도 긍정적이다. 1) 한류 콘텐츠나 한국 전통문화에 대한 관심도 증가, 2) 원화 약세 지속, 3) 중국과 일본의 정치적 갈등에 따른 반사수혜 등이 겹치면서, 백화점의 외국인 매출 비중은 꾸준히 상승세이다. 실제 외국인 매출 비중은 작년 초에 4~5% 수준에 머물렀으나, 최근에는 6~7% 수준까지 확대되었고, 신세계는 올해 4월에 외국인 매출이 YoY +132% 증가하면서 외국인 매출 비중이 8%를 넘어선 상황이다.

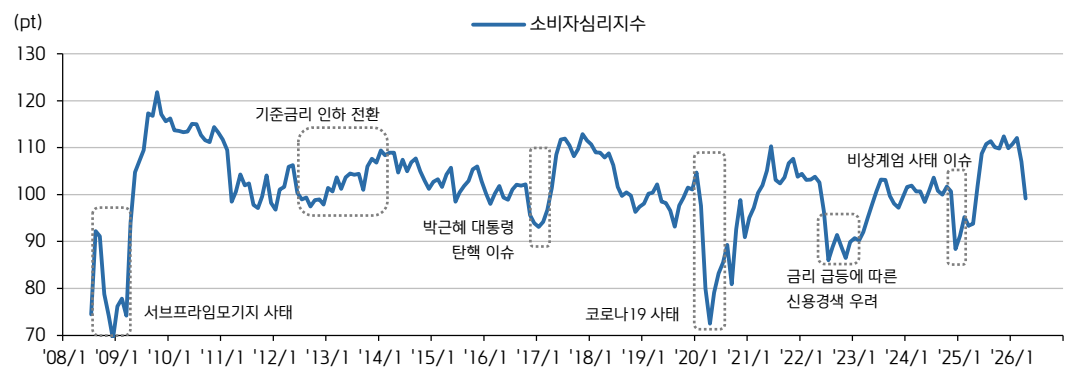
특히, 중국과 일본의 정치적 갈등에 따른 반사수혜가 본격화되고 있기 때문에, 한국을 방문하는 중국인 관광객 수가 가파르게 늘어나고 있다. 실제 1분기 방한 중국인 관광객은 142만명으로 YoY +27% 증가하였고, 방한 전체 외국인 관광객은 474만명으로 YoY +23% 증가하였다. 기획재정부 경제동향 속보치에 따르면, 4월 방한 중국인 관광객은 YoY +28% 증가하였고, 5월 연휴 시즌 등을 감안한다면, 2분기 방한 외국인 관광객 수는 더욱 증가할 것으로 기대된다.

3) 일본 백화점 업체와의 밸류에이션 Gap 축소 지속 가능

상기 요인 등을 감안한다면, 한국 백화점 업체들은 일본 백화점 업체 대비 성장성 측면에서 확실한 우위를 점하고 있는 것으로 판단된다. 이에 따라, 일본 백화점 업체 대비 한국 백화점 업체들의 밸류에이션 디스카운트가 축소되고 있는 상황이다. 특히 한국 백화점 업체 중에 가장 높은 성장성을 보이고 있는 신세계는 Isetan Mitsukoshi 대비 밸류에이션 할인율이 -20% 수준으로 좁아진 상황이다.

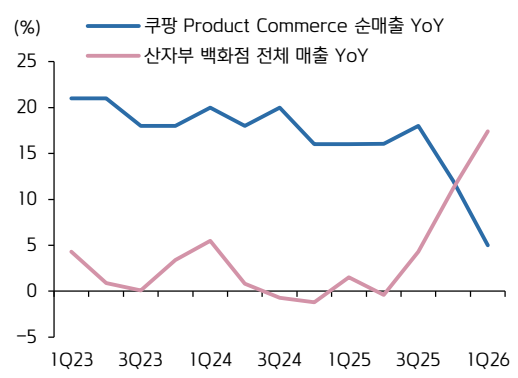
만약, 현재의 성장성 우위가 지속된다면 어떻게 될까? 우리는 가까운 사례로 불닭볶음면의 글로벌 성장을 만들어낸 삼양식품의 밸류에이션 변화에 주목할 필요가 있다. 삼양식품은 본래 일본 라면 업체 Toyo Suisan 대비 밸류에이션 디스카운트를 받아왔으나, 최근에는 오히려 20% 수준의 밸류에이션 프리미엄을 받고 있는 상황이다. 한국 백화점 업체들의 글로벌 진출을 기대하긴 어렵겠지만, 외국인 매출 비중 증가로 외연이 넓어지고 있는 점을 감안한다면, 중기적으로 일본 백화점 업체 대비 밸류에이션 디스카운트가 소멸될 가능성을 염두에 두어야 할 것이다. 따라서, 국내 백화점 3社は 실적 개선과 밸류에이션 상승 모멘텀을 동시에 보유하고 있는 것으로 판단된다.

한국 소비자심리지수 추이



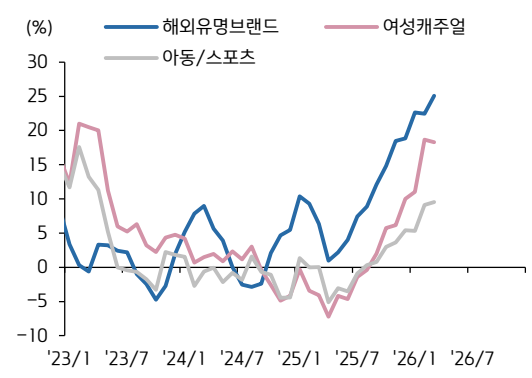
자료: 한국은행, 키움증권 리서치

쿠팡 vs 백화점 매출 성장률 추이 비교



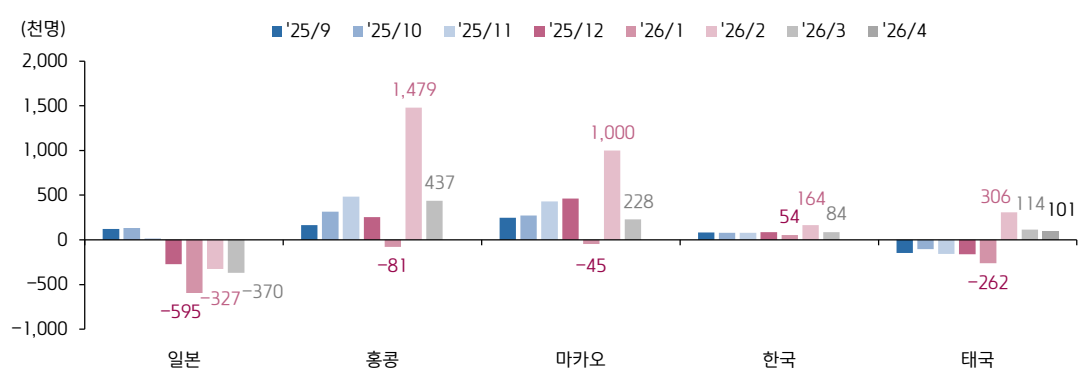
자료: 쿠팡, 산업통상자원부
 주: 1) 쿠팡 매출 성장률은 환율 변동 효과를 제외한 Constant Currency 기준임

백화점 상품군별 매출 YoY 증감률 추이(3MA)



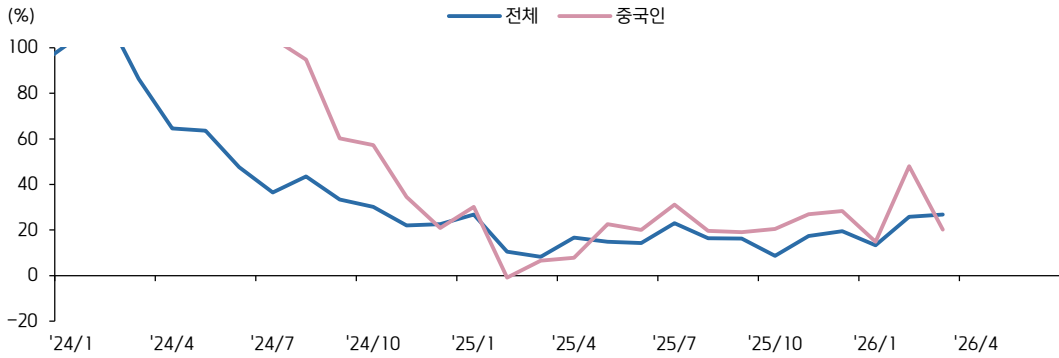
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

중국인 인바운드 YoY 증감 추이



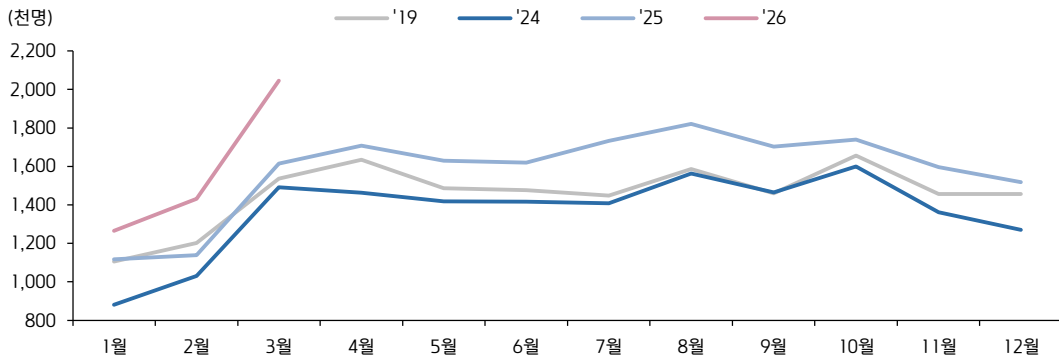
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

한국의 월별 입국자 수 YoY 증감률 추이



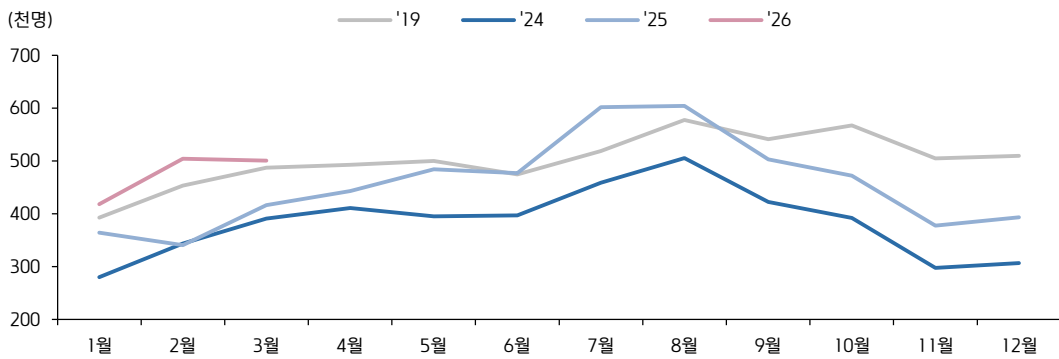
자료: 관광지식정보시스템

한국의 전체 입국자 수 추이



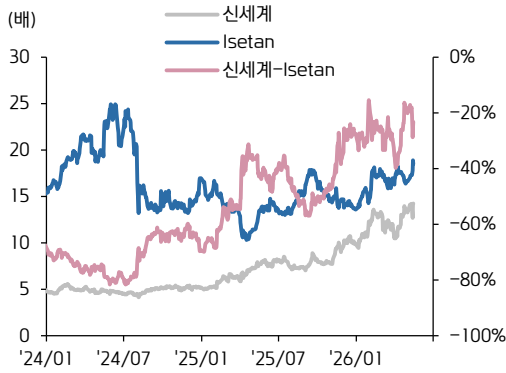
자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 추이



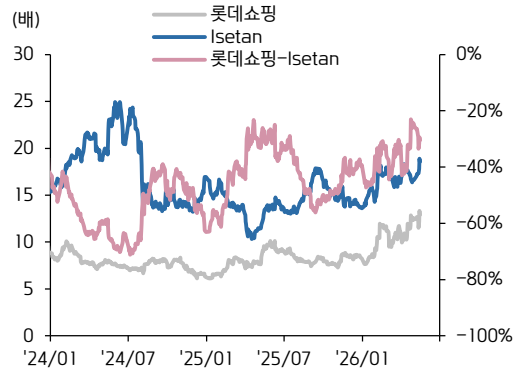
자료: 관광지식정보시스템

신세계 vs 이세탄 FW12M PER 비교



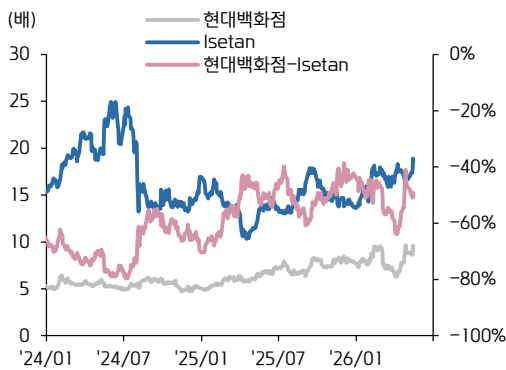
자료: 에프앤가이드, 데이터스트림, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 vs 이세탄 FW12M PER 비교



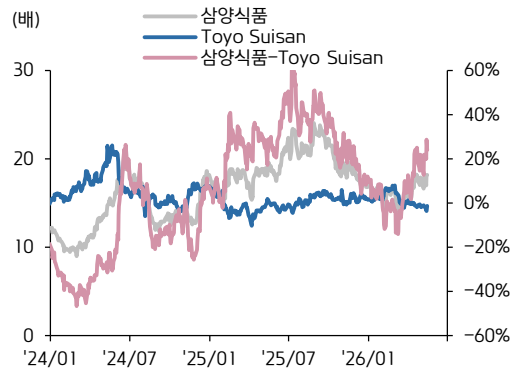
자료: 에프앤가이드, 데이터스트림, 키움증권 리서치

현대백화점 vs 이세탄 FW12M PER 비교



자료: 에프앤가이드, 데이터스트림, 키움증권 리서치

삼양식품 vs Toyo Suisan FW12M PER 비교



자료: 에프앤가이드, 데이터스트림, 키움증권 리서치

>>> 유통 업체별 1Q26 실적 리뷰

주요 유통 업체 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

회사명	구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	YoY	2Q26E	YoY
BGF 리테일	매출액	20,165	22,901	24,622	22,924	21,204	5.2%	24,010	4.8%
	영업이익	226	694	976	643	381	68.4%	742	6.9%
	OPM	1.1%	3.0%	4.0%	2.8%	1.8%	0.7%p	3.1%	0.1%p
	순이익	134	528	793	498	293	119.3%	569	7.8%
GS 리테일	매출액	27,498	29,762	32,054	30,260	28,549	3.8%	31,212	4.9%
	영업이익	418	858	1,111	533	583	39.4%	1,008	17.4%
	OPM	1.5%	2.9%	3.5%	1.8%	2.0%	0.5%p	3.2%	0.3%p
	순이익	67	153	945	-987	431	539.9%	605	296.2%
신세계	매출액	16,658	16,938	16,361	19,337	18,471	10.9%	17,837	5.3%
	영업이익	1,323	753	998	1,725	1,978	49.5%	1,523	102.2%
	OPM	7.9%	4.4%	6.1%	8.9%	10.7%	2.8%p	8.5%	4.1%p
	순이익	575	-23	352	-765	1,202	108.9%	620	흑전
현대백화점	매출액	10,981	10,803	10,103	10,417	9,501	-13.5%	10,578	-2.1%
	영업이익	1,125	869	727	1,059	988	-12.1%	766	-11.8%
	OPM	10.2%	8.0%	7.2%	10.2%	10.4%	0.2%p	7.2%	-0.8%p
	순이익	679	451	453	494	682	0.4%	573	27.2%
롯데쇼핑	매출액	34,568	33,497	34,101	35,218	35,816	3.6%	34,206	2.1%
	영업이익	1,482	406	1,305	2,277	2,529	70.6%	902	121.9%
	OPM	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	7.1%	2.8%p	2.6%	1.4%p
	순이익	162	-204	-566	1,124	1,282	691.8%	202	흑전
이마트	매출액	72,189	70,390	74,008	73,117	71,234	-1.3%	69,871	-0.7%
	영업이익	1,593	216	1,514	-99	1,783	11.9%	654	202.5%
	OPM	2.2%	0.3%	2.0%	-0.1%	2.5%	0.3%p	0.9%	0.6%p
	순이익	708	-523	2,659	-1,482	598	-15.5%	-293	적지

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

유통 업종 실적 전망 및 Valuation Table

(단위: 십억원, 배)

종목명		BGF 리테일	GS 리테일	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트
종목코드		282330	007070	004170	069960	023530	139480
종가(5/18, 원)		136,200	28,400	503,000	112,000	158,600	99,200
시가총액(5/18, 조원)		2.35	2.37	4.75	2.42	4.49	2.74
매출액	'25	9,061	11,957	6,929	4,230	13,738	28,970
	'26E	9,455	12,374	7,328	4,253	13,991	28,944
	'27E	9,675	12,555	7,377	4,496	14,098	29,595
영업이익	'25	254	292	480	378	547	322
	'26E	288	338	769	397	766	608
	'27E	312	351	822	433	801	668
OPM	'25	2.8%	2.4%	6.9%	8.9%	4.0%	1.1%
	'26E	3.0%	2.7%	10.5%	9.3%	5.5%	2.1%
	'27E	3.2%	2.8%	11.1%	9.6%	5.7%	2.3%
순이익	'25	195	18	14	208	52	136
	'26E	221	196	414	275	382	77
	'27E	245	214	456	307	425	169
PER	'25	9.3	38.7	171.5	9.7	39.8	16.5
	'26E	10.7	11.1	11.7	9.0	11.8	35.8
	'27E	9.6	10.5	10.7	7.8	10.6	16.3
PBR	'25	1.38	0.51	0.53	0.44	0.14	0.20
	'26E	1.61	0.66	1.01	0.49	0.29	0.25
	'27E	1.44	0.63	0.93	0.47	0.28	0.25
ROE	'25	15.6%	1.3%	0.3%	4.6%	0.3%	1.3%
	'26E	15.9%	6.1%	8.9%	5.8%	2.5%	0.7%
	'27E	15.9%	6.1%	9.0%	6.2%	2.7%	1.5%
배당수익률	'25	3.9%	3.0%	2.1%	2.4%	5.5%	3.1%
	'26E	3.2%	2.1%	1.1%	2.0%	2.5%	2.5%
	'27E	3.5%	2.1%	1.1%	2.1%	2.5%	2.5%

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

1) BGF리테일/GS리테일

BGF리테일의 1분기 연결기준 영업이익은 381억원(+68% YoY)으로 시장 기대치를 상회하였다. 내수 소비경기 호조로 편의점 동일점 매출이 증가하는 가운데(전체 +2.7%, 담배제외 +3.9%), 점포 순증 둔화로 판관비 증가율이 둔화되면서, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 예상 보다 강하게 나타난 것으로 판단된다(별도기준 영업이익 +47% YoY). 주요 종속기업도 BGF로지스(+33억원 YoY)와 네트워크(+17억원 YoY) 중심으로 이익이 개선되면서, 전사 실적 개선에 긍정적인 영향을 미쳤다.

BGF리테일의 2분기 연결기준 영업이익은 742억원(+7% YoY)으로 전망된다. 2분기에는 화물연대 파업 관련 일회성 비용 반영(가맹점주 지원금/위로금 등)이 예상되나, 내수 소비경기 호조로 동일점 매출 성장세가 지속되면서 전사 영업이익은 전년동기 대비 소폭 증가할 전망이다.

동사의 4월 동일점 성장률은 화물연대 파업 영향으로 3월 대비 소폭 주춤하면서 +3% 내외를 기록한 것으로 추산되나, 5월부터는 고유가피해지원금 사용에 따른 수혜가 나타나면서, 동일점 성장률이 개선될 가능성이 높다. 따라서, 2분기에는 편의점 동일점 성장률이 +3%를 상회할 것으로 기대된다.

GS리테일의 1분기 연결기준 영업이익은 583억원(+39% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 내수 소비경기 호조로 주요 업태의 매출 흐름이 개선된 가운데, 슈퍼와 홈쇼핑의 수익성 개선이 예상 보다 강하게 나타난 것으로 판단된다.

편의점은 동일점 매출 증가(전체 +4.7%, 담배제외 +5.7%), 점포 순증 둔화 및 고정비 절감에 따른 판관비 증가 둔화로 영업이익이 YoY +24% 증가하였다. **슈퍼**는 동일점 성장(+3.2%) 및 점포 출점에 따른 매출 증가로 영업이익이 증가하였고, **홈쇼핑**은 전체 취급고 감소에도 패션 등 유형상품 판매 비중이 확대되면서, 순매출액과 영업이익이 전년동기 대비 모두 증가하였다.

GS리테일의 2분기 연결기준 영업이익은 1,008억원(+17% YoY)으로 전망된다. 내수 소비경기 호조로 편의점/슈퍼의 동일점 매출 호조가 4월 이후에도 지속되고 있고(두 업태 모두 +한자릿수 중반 성장), 홈쇼핑도 고수익 상품인 패션 카테고리를 중심으로 유형상품 판매가 양호한 흐름을 보이고 있기 때문이다.

특히, 5월에는 고유가피해지원금 사용에 따른 수혜가 편의점 채널에 나타날 가능성이 높고, 슈퍼도 전체 매출 성장에 대한 킥커머스 사업의 기여도(+2~3%p)가 높아지고 있기 때문에, **2분기 전사 매출 성장률은 1분기 대비 소폭 높아질 것으로 전망된다.**

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,016.5	2,290.1	2,462.2	2,292.4	2,120.4	2,401.0	2,542.5	2,391.3	9,061.2	9,455.2	9,675.2
(YoY)	3.2%	4.0%	5.9%	3.4%	5.2%	4.8%	3.3%	4.3%	4.2%	4.3%	2.3%
별도기준	1,975.3	2,238.3	2,405.8	2,238.7	2,069.8	2,349.1	2,486.1	2,337.6	8,858.1	9,242.6	9,462.7
(YoY)	1.3%	2.9%	5.0%	2.8%	4.8%	5.0%	3.3%	4.4%	3.1%	4.3%	2.4%
매출총이익	369.6	429.4	464.2	423.9	391.2	452.1	480.1	442.7	1,687.0	1,766.0	1,816.6
(GPM)	18.3%	18.7%	18.9%	18.5%	18.4%	18.8%	18.9%	18.5%	18.6%	18.7%	18.8%
별도기준	354.3	410.7	444.2	407.4	375.2	432.9	459.6	425.7	1,616.6	1,693.4	1,742.0
(GPM)	17.9%	18.3%	18.5%	18.2%	18.1%	18.4%	18.5%	18.2%	18.2%	18.3%	18.4%
판매비	347.0	359.9	366.5	359.6	353.1	377.9	376.7	370.6	1,433.1	1,478.4	1,504.8
(YoY)	5.6%	5.9%	5.0%	0.8%	1.8%	5.0%	2.8%	3.1%	4.3%	3.2%	1.8%
(판매비율)	17.2%	15.7%	14.9%	15.7%	16.7%	15.7%	14.8%	15.5%	15.8%	15.6%	15.6%
별도기준	331.1	350.4	360.7	352.4	341.2	369.4	370.9	363.3	1,394.6	1,444.9	1,471.3
(YoY)	3.5%	4.1%	4.3%	1.6%	3.0%	5.4%	2.8%	3.1%	3.4%	3.6%	1.8%
(판매비율)	16.8%	15.7%	15.0%	15.7%	16.5%	15.7%	14.9%	15.5%	15.7%	15.6%	15.5%
영업이익	22.6	69.4	97.6	64.3	38.1	74.2	103.3	72.0	253.9	287.7	311.8
(YoY)	-30.7%	-8.9%	7.1%	24.4%	68.4%	6.9%	5.8%	12.1%	0.9%	13.3%	8.4%
(OPM)	1.1%	3.0%	4.0%	2.8%	1.8%	3.1%	4.1%	3.0%	2.8%	3.0%	3.2%
별도기준	23.2	60.2	83.5	55.1	34.0	63.5	88.7	62.3	222.0	248.5	270.6
(YoY)	-30.6%	-13.3%	1.4%	21.8%	46.7%	5.5%	6.2%	13.2%	-3.7%	12.0%	8.9%
(OPM)	1.2%	2.7%	3.5%	2.5%	1.6%	2.7%	3.6%	2.7%	2.5%	2.7%	2.9%
세전이익	17.3	66.9	99.1	63.9	38.3	74.0	103.1	71.8	247.2	287.3	319.1
순이익	13.4	52.8	79.3	49.8	29.3	56.9	79.3	55.2	195.3	220.8	245.4
(지배)순이익	13.4	52.8	79.3	49.8	29.3	56.9	79.3	55.2	195.3	220.8	245.4
(YoY)	-42.9%	-9.7%	13.5%	14.5%	119.3%	7.8%	0.0%	11.0%	0.0%	13.1%	11.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,750	2,976	3,205	3,026	2,855	3,121	3,284	3,114	11,957	12,374	12,555
(YoY)	1.8%	1.6%	5.3%	4.2%	3.8%	4.9%	2.5%	2.9%	2.8%	3.5%	1.5%
편의점	2,012	2,226	2,449	2,253	2,086	2,338	2,503	2,335	8,940	9,262	9,421
(YoY)	2.2%	1.5%	6.1%	2.5%	3.7%	5.0%	2.2%	3.6%	3.2%	3.6%	1.7%
수퍼	416	427	459	440	453	465	482	456	1,743	1,857	1,910
(YoY)	9.2%	8.3%	8.5%	7.5%	9.0%	9.0%	4.9%	3.6%	8.4%	6.5%	2.9%
홈쇼핑	258	257	248	278	262	265	246	270	1,040	1,043	1,012
(YoY)	-6.7%	-6.0%	-1.4%	10.5%	1.6%	3.2%	-0.5%	-3.0%	-1.1%	0.3%	-3.0%
공통 및 기타	64	67	50	54	53	53	53	53	235	213	213
영업이익	42	86	111	53	58	101	117	62	292	338	351
(YoY)	-15.9%	3.3%	31.6%	37.4%	39.4%	17.4%	5.6%	16.1%	22.2%	15.8%	3.9%
(OPM)	1.5%	2.9%	3.5%	1.8%	2.0%	3.2%	3.6%	2.0%	2.4%	2.7%	2.8%
편의점	17	59	85	25	21	70	88	27	186	207	219
(YoY)	-34.6%	-9.1%	16.7%	-18.7%	23.8%	18.8%	3.9%	8.4%	-4.4%	11.1%	5.8%
(OPM)	0.9%	2.7%	3.5%	1.1%	1.0%	3.0%	3.5%	1.2%	2.1%	2.2%	2.3%
수퍼	8	5	9	5	12	8	11	6	27	37	38
(OPM)	1.9%	1.3%	2.0%	1.1%	2.7%	1.8%	2.2%	1.2%	1.6%	2.0%	2.0%
홈쇼핑	22	25	12	34	30	28	12	33	93	103	99
(OPM)	8.7%	9.8%	4.7%	12.1%	11.3%	10.7%	4.9%	12.4%	8.9%	9.9%	9.8%
공통 및 기타	-6	-4	5	-10	-5	-6	6	-4	-14	-9	-5
세전이익	16	19	111	-87	59	77	94	22	58	253	272
순이익	5	14	90	-85	43	59	71	17	25	189	206
(지배)순이익	7	15	95	-99	43	61	73	19	18	196	214
(YoY)	-81.1%	-74.4%	흑전	적지	539.9%	296.2%	-22.7%	흑전	599%	999.5%	9.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 현대백화점/신세계

현대백화점의 1Q26 연결기준 영업이익은 988억원(-12% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 지누스는 미국 가격 인상 이후 판매 부진으로 영업적자가 예상 보다 크게 나타났으나, 백화점 매출 호조에 따른 영업레버리지 효과와 시내 면세점 할인을 개선에 힘입어, 시장 기대치에 부합한 것으로 판단된다.

백화점 부문의 영업이익은 YoY +386억원 증가하였으나, **감가상각비 감소 영향을 제외한다면, 기존점 매출 성장에 따른 영업이익 증가효과는 322억원 수준(+33% YoY)으로 추산된다.** 전반적인 매출 고성장(1Q 기존점 성장률: 관리기준 +10%, 회계기준 +7%)과 고마진 패션 상품군 성장세에 힘입어, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 확대되고 있는 것으로 판단된다.

현대백화점의 2Q26 연결기준 영업이익은 766억원(-12% YoY)으로 전망된다. 국내 주요 기업 호실적, 주식 시장 강세 등에 힘입어, 백화점에서 명품/패션 등의 판매가 호조를 보이고 있다(관리기준 기존점 성장률: 4월 +15%, 5/1~5 +16%). 특히, 자산 효과가 확대되고, 외국인 매출 성장률이 4월에 +40%대로 반등하면서(1분기 +22%), **2분기 백화점 기존점 성장률(+13%)은 1분기 대비 개선될 것으로 전망된다(2Q26E 백화점 OP +57% YoY).**

다만, 지속되는 지누스의 실적 부진과 가시성 하락은 시장 컨센서스와 밸류에이션 레벨에 부정적으로 작용할 전망이다. 회사는 2분기 아마존 프라임데이 행사와 관세 환급을 통해 지누스의 실적 반등을 기대를 하고 있으나, **의미 있는 연결기준 영업이익의 YoY 증가는 하반기부터 가능할 것으로 판단된다.**

신세계의 1분기 연결기준 영업이익은 1,978억원(+50% YoY), 지배주주순이익은 1,202억원(+109% YoY)으로 시장 컨센서스를 각각 +18%, +53% 상회하였다. 내수 소비경기 호조와 외국인 매출 고성장(+90% YoY)으로 백화점과 신세계인터내셔널의 이익이 가파르게 증가한 가운데, 면세점의 수익성도 시내점 할인을 축소로 예상 보다 크게 개선되었다.

백화점 부문의 영업이익은 YoY +331억원 증가하였으나, **감가상각비 증가 영향을 제외한다면, 기존점 매출 성장에 따른 영업이익 증가효과는 460억원 수준(+43% YoY)으로 추산된다.** 전반적인 매출 고성장(1Q 기존점 성장률: 관리기준 +19.5%, 회계기준 +13.4%)과 고마진 패션 상품군 성장세에 힘입어, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 확대되고 있는 것으로 판단된다.

신세계의 2분기 연결기준 영업이익은 1,523억원(+102% YoY)으로 전망된다. 국내 주요 기업 호실적, 주식 시장 강세에 따른 자산효과 확대, 외국인 매출 고성장(4월 +132%) 등에 힘입어, 백화점에서 명품/패션 등의 판매가 호조를 보이고 있다(관리기준 기존점 성장률: 4월 +20% 중반, 5/1~11 +20% 초반). 이에 따라, **2분기 기존점 성장률이 1분기 못지 않은 수준으로 기대됨에 따라(+20%), 백화점 부문의 영업이익이 전년동기 대비 +48% 증가할 전망이다.**

5월부터 면세점 부문의 영업이익도 인천공항 DF2 철수에 따른 임차료 감소로 크게 개선될 전망이다. 따라서, 2분기와 3분기에는 면세점 부문의 영업이익도 무난하게 QoQ 증익 흐름이 나타날 전망이다.

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	2,555	2,474	2,320	2,523	2,306	2,427	2,423	2,662	9,871	9,817	10,168
(YoY)	5.0%	-0.1%	-4.6%	-7.3%	-9.7%	-1.9%	4.4%	5.5%	-1.9%	-0.5%	3.6%
순매출액	1,098	1,080	1,010	1,042	950	1,058	1,077	1,169	4,230	4,253	4,496
(YoY)	15.4%	5.5%	-2.6%	-11.4%	-13.5%	-2.1%	6.6%	12.2%	1.0%	0.5%	5.7%
백화점	589	590	577	682	633	637	611	702	2,438	2,584	2,635
(YoY)	-0.8%	-3.6%	1.5%	3.2%	7.4%	8.0%	6.0%	3.0%	0.1%	6.0%	2.0%
(기준점 성장률)	1.0%	-0.3%	4.5%	8.3%	10.0%	13.0%	9.0%	5.0%	3.5%	9.1%	3.0%
면세점	294	294	223	205	214	297	330	330	1,014	1,171	1,337
(YoY)	22.0%	22.0%	-2.5%	-22.2%	-27.2%	1.2%	48.3%	61.4%	4.3%	15.5%	14.2%
지누스	250	229	242	192	140	156	166	173	913	635	659
(YoY)	64.2%	11.2%	-11.4%	-33.6%	-44.2%	-31.9%	-31.3%	-10.0%	-0.8%	-30.5%	3.8%
기타 및 조정	-34	-33	-31	-37	-36	-33	-31	-37	-135	-136	-136
영업이익	112	87	73	106	99	77	91	130	378	397	433
(YoY)	63.3%	102.8%	12.5%	-1.7%	-12.1%	-11.8%	25.5%	23.1%	33.1%	5.1%	9.0%
(OPM)	4.4%	3.5%	3.1%	4.2%	4.3%	3.2%	3.8%	4.9%	3.8%	4.0%	4.3%
백화점	97	69	89	138	136	108	117	151	394	512	520
(OPM)	5.6%	4.1%	5.3%	7.0%	7.4%	5.9%	6.6%	7.4%	5.5%	6.8%	6.8%
면세점	-2	-1	1	2	3	4	4	5	0	16	25
(OPM)	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	0.0%	0.9%	1.3%
지누스	28	29	-8	-24	-30	-25	-20	-15	25	-91	-72
(OPM)	10.1%	11.5%	-2.7%	-10.4%	-18.5%	-13.8%	-10.5%	-7.6%	2.5%	-12.3%	-9.4%
기타 및 조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	121	78	65	-141	98.6	69	84	123	123	375	416
순이익	88	54	48	-49	64.9	47	59	90	142	261	299
(지배)순이익	68	45	45	49	68.2	57	61	88	208	275	307
(YoY)	-0.6%	흑전	113.4%	146.8%	0.4%	27.2%	35.2%	77.8%	흑전	32.2%	11.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	2,878	2,896	2,814	3,420	3,214	3,145	2,986	3,516	12,008	12,861	13,116
(YoY)	2.1%	4.1%	3.9%	7.3%	11.7%	8.6%	6.1%	2.8%	4.4%	7.1%	2.0%
백화점	1,792	1,747	1,712	2,154	2,032	1,991	1,849	2,261	7,404	8,133	8,377
(YoY)	-0.5%	0.0%	1.4%	7.2%	13.4%	14.0%	8.0%	5.0%	2.2%	9.8%	3.0%
신세계 DF	637	685	621	688	677	610	577	577	2,631	2,441	2,308
(YoY)	13.7%	21.5%	9.1%	8.9%	6.3%	-10.9%	-7.1%	-16.1%	13.1%	-7.2%	-5.4%
순매출액	1,666	1,694	1,636	1,934	1,847	1,784	1,726	1,971	6,929	7,328	7,377
(YoY)	3.8%	5.6%	6.2%	6.2%	10.9%	5.3%	5.5%	1.9%	5.5%	5.7%	0.7%
백화점	655	625	623	764	741	709	669	799	2,668	2,918	2,991
(YoY)	-1.3%	-2.6%	1.1%	6.4%	13.0%	13.5%	7.5%	4.5%	1.0%	9.4%	2.5%
신세계인터	256	253	257	344	296	269	274	382	1,110	1,221	1,282
(YoY)	-17.4%	-21.1%	-13.2%	133.9%	15.7%	6.4%	6.8%	10.9%	3.4%	10.0%	5.0%
신세계 DF	562	605	539	599	590	531	503	503	2,305	2,127	2,011
(YoY)	15.4%	22.9%	14.2%	7.9%	5.0%	-12.2%	-6.7%	-16.1%	14.9%	-7.7%	-5.4%
센트럴시티	89	96	98	110	99	104	106	116	393	425	442
신세계까사	62	58	64	63	111	114	118	118	247	461	475
라이브쇼핑	81	80	85	91	90	80	85	91	337	345	345
기타 및 조정	-39	-25	-29	-37	-79	-25	-29	-37	-130	-170	-170
영업이익	132	75	100	173	198	152	179	240	480	769	822
(YoY)	-18.8%	-35.9%	7.3%	66.5%	49.5%	102.2%	79.2%	39.0%	0.6%	60.2%	7.0%
(OPM)	4.6%	2.6%	3.5%	5.0%	6.2%	4.8%	6.0%	6.8%	4.0%	6.0%	6.3%
백화점	108	71	84	143	141	105	115	165	406	525	545
(YoY)	-5.1%	-13.3%	-4.9%	18.6%	30.7%	48.3%	36.3%	14.9%	0.4%	29.4%	3.7%
(OPM)	6.0%	4.1%	4.9%	6.7%	6.9%	5.3%	6.2%	7.3%	5.5%	6.5%	6.5%
신세계인터	2	-6	-5	-3	15	8	7	13	-11	43	54
(OPM)	0.8%	-2.3%	-2.0%	-0.8%	5.0%	2.8%	2.7%	3.4%	-1.0%	3.5%	4.2%
신세계 DF	-2	-2	-6	2	11	22	26	26	-7	83	102
(OPM)	-0.4%	-0.2%	-0.9%	0.3%	1.6%	3.5%	4.4%	4.4%	-0.3%	3.4%	4.4%
센트럴시티	22	10	28	29	26	13	31	31	89	101	105
신세계까사	0	-2	0	-3	1	1	1	1	-5	4	4
라이브쇼핑	6	6	2	6	7	7	3	7	20	23	23
기타 및 조정	-3	-2	-3	-2	-3	-2	-3	-2	-11	-11	-11
세전이익	105	12	63	-47	185	104	142	209	132	640	705
순이익	77	8	48	-69	145	79	108	158	65	490	535
(지배)순이익	58	-2	35	-77	120	62	89	143	14	414	456
(YoY)	-44.1%	적전	67.3%	적지	108.9%	흑전	152.9%	흑전	-87.1%	287.4%	9.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 롯데쇼핑/이마트

롯데쇼핑의 1분기 연결기준 영업이익은 2,529억원(+71% YoY), 지배주주순이익은 1,282억원으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 국내 백화점/홈쇼핑/컬처웍스의 영업이익이 당사 기대치를 상회하였고, 지분법이익도 FRL코리아(유니클로) 실적 호조에 힘입어, 당사 기대치를 상회하였다.

국내 백화점 영업이익은 YoY +556억원 증가하였는데, 감가상각비 증가 효과를 제외한 기존점 매출 성장에 따른 증가효과는 625억원 수준(+49% YoY)으로 추산된다. 전반적인 매출 고성장(1Q 기존점 성장률: 관리기준 +13%)과 고마진 패션 상품군 성장세에 힘입어, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 확대되고 있는 것으로 판단된다. **해외사업**은 베트남을 중심으로 기존점 매출이 호조를 보이면서, 영업이익이 YoY +92억원 증가하였다(백화점+할인점 합산 기준). **FRL코리아 지분법이익**은 유니클로 매출 고성장에 힘입어, 최근 2개 분기 누계 지분법이익이 YoY +304억원 증가하였다(한국과 일본의 결산월 시점 차이 감안).

롯데쇼핑의 2분기 연결기준 영업이익은 902억원(+122% YoY)으로 전망된다. 국내 주요 기업 호실적, 주식 시장 강세에 따른 자산효과 확대, 외국인 매출 고성장 등에 힘입어, 명품/패션 등의 판매가 호조를 보이면서, 국내 백화점의 2분기 기존점 성장률도 1분기 못지 않은 수준을 기록할 전망이다(+13%). 특히, 외국인 매출은 1분기에 +92% 성장하였는데, 중국인 관광객을 중심으로 인바운드가 고성장하면서, 2분기에도 본점/잠실점/부산 3개점 등을 중심으로 높은 성장세가 기대된다.

이마트의 1분기 연결기준 영업이익은 1,783억원(+12% YoY)으로 시장 기대치에 부합했다. 별도기준 영업이익 역시 예상 수준에 부합했으며, SCK컴퍼니도 가슴기 리콜 관련 일회성 비용 66억원을 제외하면 비교적 양호한 실적을 기록한 것으로 평가된다. 다만, 관계기업인 그랜드오피스홀딩 관련 지분법손실이 약 500억원 수준으로 확대되면서, 1분기 지분법손익이 전년 대비 529억원 악화됐다. 이에 따라 연결기준 지배주주순이익은 598억원으로 전년 동기 대비 15.5% 감소했으며, 시장 컨센서스를 약 40% 하회했다.

그랜드오피스홀딩 산하 G마켓은 지난해 9월부터 동남아시아 대표 이커머스 플랫폼인 Lazada와 연동해 G마켓 및 옥션 입점 판매자들의 해외 판매를 확대하고 있다. 이로 인해 거래액(GMV)과 셀러 수가 증가하는 추세를 보이고 있으나, 관련 마케팅 투자 역시 확대되면서 그랜드오피스홀딩의 손실 규모가 커지고 있는 상황이다. 이에 따라 올해 전반적으로 이마트의 지분법손실 확대 가능성이 존재하는 것으로 판단된다.

향후 실적 측면에서는 할인점과 트레이더스가 고유가 피해지원금 사용처에서 제외되면서 단기적으로 매출 성장세 둔화 가능성이 있다. 그러나 내수 소비경기 회복과 홈플러스 추가 폐점에 따른 반사수혜 효과 등을 고려할 때, 3분기부터는 기존점 성장률이 반등할 것으로 기대된다. 다만, 지분법 대상인 그랜드오피스홀딩의 손실 확대가 지속될 경우 영업외손익과 지배주주순이익의 변동성이 커질 수 있어 전사 실적 불확실성은 여전히 존재한다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	4,891	4,759	4,761	5,172	5,156	4,968	4,880	5,222	19,582	20,225	20,442
(YoY)	-1.3%	-2.3%	-3.2%	1.8%	5.4%	4.4%	2.5%	1.0%	-1.2%	3.3%	1.1%
순매출액	3,457	3,350	3,410	3,522	3,582	3,421	3,457	3,532	13,738	13,991	14,098
(YoY)	-1.6%	-2.3%	-4.4%	1.3%	3.6%	2.1%	1.4%	0.3%	-1.8%	1.8%	0.8%
백화점	806	816	765	953	872	882	812	982	3,339	3,549	3,624
(YoY)	-1.1%	-2.4%	1.3%	4.4%	8.2%	8.1%	6.2%	3.1%	0.6%	6.3%	2.1%
국내	775	786	734	917	837	849	778	944	3,213	3,408	3,476
(YoY)	-1.4%	-2.7%	0.7%	4.2%	7.9%	7.9%	6.0%	3.0%	0.3%	6.1%	2.0%
해외	31	30	31	36	36	33	34	38	127	141	148
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	1,526	1,324	1,357	1,346	5,471	5,552	5,603
(YoY)	0.3%	-1.8%	-7.5%	1.7%	2.6%	2.2%	1.7%	-0.6%	-1.9%	1.5%	0.9%
국내	1,018	946	990	971	1,041	964	1,003	952	3,925	3,959	3,959
(YoY)	-3.4%	-2.2%	-9.6%	0.9%	2.2%	2.0%	1.3%	-2.0%	-3.8%	0.9%	0.0%
해외	469	350	344	383	485	360	354	394	1,546	1,593	1,644
이커머스	28	27	23	32	27	25	23	32	109	107	107
슈퍼	305	309	314	299	306	309	314	299	1,226	1,227	1,239
하이마트	529	594	652	524	497	559	633	509	2,300	2,197	2,165
홈쇼핑	228	231	211	232	232	236	207	237	902	912	912
컬처웍스	86	92	128	128	125	101	128	128	434	482	482
기타 및 조정	-13	-14	-16	-1	-3	-14	-16	-1	-44	-34	-34
영업이익	148	41	131	228	253	90	172	251	547	766	801
(YoY)	29.0%	-27.5%	-15.8%	54.7%	70.6%	121.9%	32.2%	10.1%	15.6%	40.1%	4.5%
(OPM)	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	7.1%	2.6%	5.0%	7.1%	4.0%	5.5%	5.7%
백화점	130	65	83	226	191	110	121	254	504	677	714
(YoY)	44.0%	10.4%	17.7%	25.6%	47.1%	69.7%	45.9%	12.5%	26.1%	34.3%	5.5%
(OPM)	16.8%	8.3%	11.3%	24.7%	22.8%	13.0%	15.6%	26.9%	15.1%	19.1%	19.7%
국내	128	63	80	220	184	103	114	245	491	645	681
해외	2	2	4	6	8	7	8	10	13	32	34
할인점	28	-39	12	-8	34	-38	9	-16	-7	-11	-19
(OPM)	1.9%	-3.0%	0.9%	-0.6%	2.2%	-2.8%	0.7%	-1.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
국내	7	-48	2	-18	9	-49	-3	-28	-57	-71	-85
해외	21	9	9	10	25	11	12	12	50	60	66
이커머스	-9	-8	-10	-3	-6	-4	-4	-2	-29	-15	-7
슈퍼	3	3	5	-3	2	2	4	-4	8	5	3
하이마트	-11	10	19	-9	-15	3	19	-8	10	-2	2
홈쇼핑	12	12	10	10	26	16	12	12	45	66	62
컬처웍스	-10	-6	8	-2	8	-3	8	-2	-11	11	11
기타 및 조정	5	4	3	15	12	4	3	15	27	34	34
영업외손익	-104	-65	-145	-150	-73	-50	-59	-35	-464	-217	-195
이자수익-이자비용	-117	-113	-115	-120	-115	-114	-114	-114	-465	-456	-444
지분법손익	6	49	39	71	37	59	49	71	164	215	225
기타	8	0	-69	-101	5	5	6	7	-163	23	23
세전이익	45	-24	-15	78	180.1	39	113	216	83	549	606
순이익	18	-10	-49	115	143.9	29	86	164	74	423	459
(지배)순이익	16	-20	-57	112	128.2	20	74	159	52	382	425
(YoY)	-79.2%	적지	적지	흑전	691.8%	흑전	흑전	41.7%	흑전	640.1%	11.4%
기준점 성장률											
국내 백화점	1.0%	0.5%	2.8%	8.0%	13.0%	13.0%	9.0%	5.0%	3.2%	9.8%	3.0%
국내 할인점	0.0%	2.0%	-13.0%	-2.0%	1.0%	0.0%	1.3%	-2.0%	-3.5%	0.1%	0.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액											
별도기준	4,626	4,291	4,594	4,456	4,715	4,364	4,813	4,527	17,966	18,419	18,773
(YoY)	10.1%	11.8%	-1.7%	4.8%	1.9%	1.7%	4.8%	1.6%	5.9%	2.5%	1.9%
할인점	3,042	2,770	2,971	2,870	3,033	2,756	3,084	2,885	11,653	11,757	11,875
(YoY)	0.3%	0.5%	-3.4%	2.4%	-0.3%	-0.5%	3.8%	0.5%	-0.1%	0.9%	1.0%
트레이더스	967	900	1,000	985	1,060	977	1,093	1,034	3,852	4,164	4,393
(YoY)	5.6%	8.1%	3.6%	17.8%	9.7%	8.5%	9.3%	5.0%	8.5%	8.1%	5.5%
전문점	260	258	255	245	258	258	257	245	1,018	1,018	1,018
에브리데이	356	362	368	356	365	373	379	363	1,442	1,480	1,487
순매출액	7,219	7,039	7,401	7,312	7,123	6,987	7,465	7,369	28,970	28,944	29,595
(YoY)	0.2%	-0.2%	-1.4%	0.9%	-1.3%	-0.7%	0.9%	0.8%	-0.2%	-0.1%	2.2%
별도기준	4,259	3,970	4,274	4,125	4,389	4,039	4,478	4,191	16,629	17,096	17,425
연결-별도	2,960	3,069	3,127	3,186	2,735	2,949	2,987	3,178	12,342	11,848	12,170
SSG.COM	357	350	319	321	323	340	319	334	1,347	1,315	1,355
G마켓글로벌	201	181	187	51					620		
SCK 컴퍼니	762	796	811	870	818	855	855	909	3,238	3,437	3,592
(YoY)	3.7%	4.7%	2.9%	6.3%	7.4%	7.5%	5.5%	4.5%	4.4%	6.2%	4.5%
기타 및 조정	1,640	1,742	1,811	1,944	1,594	1,754	1,813	1,935	7,136	7,096	7,224
영업이익	159	22	151	-10	178	65	245	119	322	608	668
(YoY)	238.2%	흑전	35.6%	적지	11.9%	202.5%	61.8%	흑전	584.7%	88.6%	9.9%
(OPM)	2.2%	0.3%	2.0%	-0.1%	2.5%	0.9%	3.3%	1.6%	1.1%	2.1%	2.3%
별도기준	133	16	114	15	146	22	150	51	277	370	387
(OPM)	2.9%	0.4%	2.5%	0.3%	3.1%	0.5%	3.1%	1.1%	1.5%	2.0%	2.1%
할인점	78	-34	55	-12	80	-33	82	23	87	152	160
(OPM)	2.6%	-1.2%	1.8%	-0.4%	2.6%	-1.2%	2.7%	0.8%	0.7%	1.3%	1.3%
트레이더스	42	31	40	17	48	34	45	16	130	144	156
(OPM)	4.4%	3.4%	3.9%	1.7%	4.5%	3.5%	4.2%	1.6%	3.4%	3.5%	3.5%
전문점	7	13	8	3	10	13	10	5	31	38	38
에브리데이	6	5	10	6	8	8	12	7	27	35	34
SSG.COM	-18	-31	-42	-27	-22	-20	-20	-23	-118	-85	-85
G마켓글로벌	-12	-30	-24	-17					-83		
SCK 컴퍼니	35	40	60	38	29	40	65	46	173	180	196
(OPM)	4.6%	5.1%	7.4%	4.3%	3.6%	4.7%	7.6%	5.0%	5.3%	5.2%	5.5%
PPA 상각비	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-62	-62	-62
기타 및 조정	37	42	60	-3	40	39	65	61	136	205	232
이마트 24	-10	-4	-8	-24	-11	-5	-5	-11	-46	-31	-31
프라퍼티	36	5	40	93	27	5	40	53	174	125	125
PK Retail Holdings	8	24	12	11	7	24	13	18	55	62	68
신세계푸드	8	14	10	-6	3	9	6	0	25	18	18
조선호텔&리조트	2	7	22	22	4	9	23	23	53	60	56
신세계건설	-16	-21	-45	-117	9	-21	-40	-40	-198	-92	-72
기타	10	17	29	17	1	17	29	17	73	64	68
영업외손익	-40	-48	193	-51	-63	-90	-92	-135	54	-380	-347
이자수익-이자비용	-101	-98	-97	-102	-98	-97	-97	-96	-398	-389	-375
지분법손익	11	6	3	-42	-41	-44	-47	-62	-22	-195	-175
기타	49	45	287	93	77	52	52	23	474	203	203
세전이익	119	-26	344	-61	116	-24	153	-16	376	228	321
순이익	84	-31	310	-116	79	-24	102	-45	246	113	188
(지배)순이익	71	-52	266	-148	60	-29	92	-45	136	77	169
(YoY)	157.3%	적지	120.5%	적지	-15.5%	적지	-65.6%	적지	흑전	-43.8%	120.3%
기준점 성장률											
이마트	-0.6%	-0.9%	-5.2%	2.0%	2.0%	2.0%	3.8%	0.5%	-1.3%	2.1%	1.0%
트레이더스	1.9%	3.1%	-3.6%	6.4%	3.1%	3.0%	5.3%	2.0%	1.7%	3.4%	2.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

II. 음식료: 하반기도 각개전투

>>> 1분기 실적리뷰 및 시사점

1) 1분기 수익성은 양호, 2분기 이후 수익성은 우려

주요 음식료 업체들의 1분기 수익성은 우려 대비 양호한 모습을 보였다. 설탕/밀가루 등 주요 원재료 단가가 인하되고, 설날 시점 차이에 따른 긍정적 영향이 더해지면서, 오리온, 롯데웰푸드, 농심, 롯데칠성의 1분기 영업이익률은 시장 기대치를 상회한 것으로 판단된다.

하지만, 음식료 업체들은 2분기 이후 수익성을 걱정하고 있는 상황이다. **중동 전쟁으로 국제유가가 급등하면서, 포장재 등 주요 부자재 단가와 물류비 부담이 상승하고 있고, 달러가 다시 강세를 보이고 있기 때문이다.** 실제 오리온은 4월 실적발표에서 제조원가를 상승이 진행되고 있다고 밝힌 상황이다. 따라서, **중기적으로 영업이익률과 글로벌 사업 비중이 높은 업체 중심의 선별적 접근은 여전히 유효한 상황으로 판단된다.**

2) 글로벌 K-Food 성장은 여전히 “불닭” 이 주도

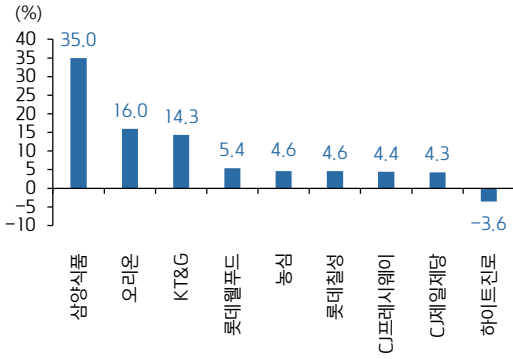
올해 1분기에도 K-Food의 글로벌 성장은 여전히 **삼양식품**의 불닭볶음면이 주도하였다. 실제 동사는 글로벌 3대 소비 시장인 미국, 중국, 유럽에서 모두 전분기 대비 매출이 증가하였고(현지통화 기준 각각 +6%, +12%, +36%), 여전히 수요 대비 공급이 부족한 상황이다. 동사는 공급 부족을 만회하기 위해, 3월에 유연근무제를 실시하면서 실질 Capa를 +10% 정도 확대하였고, 내년초에는 중국 1공장 가동을 통해 전체 Capa가 +40% 정도 확대될 예정이다.

한편, **오리온** 중국법인과 베트남법인의 현지통화 기준 매출 성장률이 두자릿수로 올라온 점도 고무적이다. 동사 중국법인은 성장 채널인 간식점 특화 제품을 확대하면서, 간식점 매출 비중과 함께 매출 성장세가 확대되고 있고, 베트남법인은 내수 소비경기가 회복되면서, 매출 성장률이 회복되고 있는 것으로 판단된다.

3) KT&G, 하반기에 “배당 강화” 중심 新 주주환원정책 발표 예고

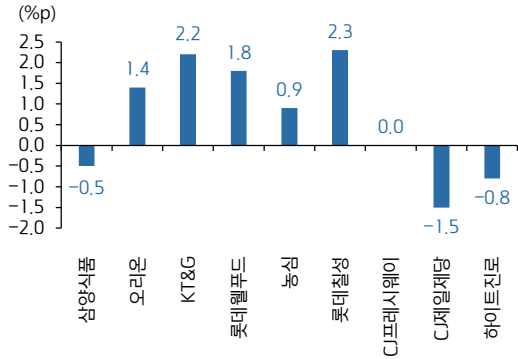
KT&G는 해외관련 중심의 고성장이 지속되면서 1분기에 무난한 실적을 발표하였는데, 하반기에 “배당 강화” 중심의 새로운 주주환원정책을 발표하겠다고 예고한 점이 인상적이었다. **현재 시장 컨센서스 기준으로 KT&G의 기대 배당수익률은 3% 중반 정도로 글로벌 담배 업체들과 비교했을 때 상대적으로 낮은 수준이다.** 글로벌 담배 1위 업체인 Philip Morris International(기대 배당수익률 3% 초반)을 제외한다면, 동사 보다 배당수익률이 낮은 업체가 없는 상황이다. 따라서, 하반기에 발표될 주주환원정책 내용에 따라 동사의 하반기 주가 상승세가 좌우될 것으로 판단된다.

음식료 업체 1Q26 매출 YoY 성장률 비교



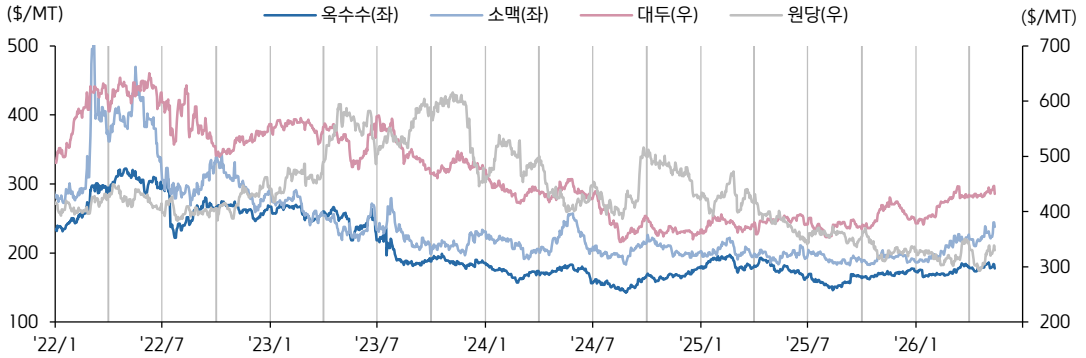
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
 주: 1) CJ제일제당은 대한통운 제외 기준

음식료 업체 1Q26 OPM YoY 변화폭 비교



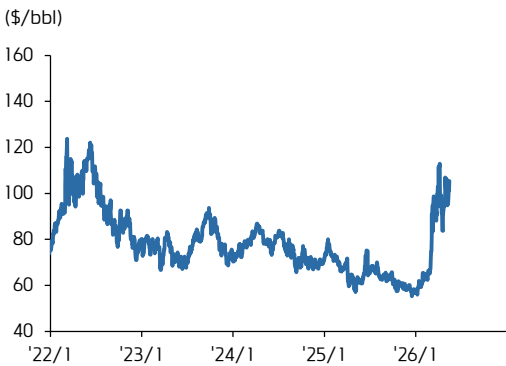
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
 주: 1) CJ제일제당은 대한통운 제외 기준

국제 곡물가격 추이



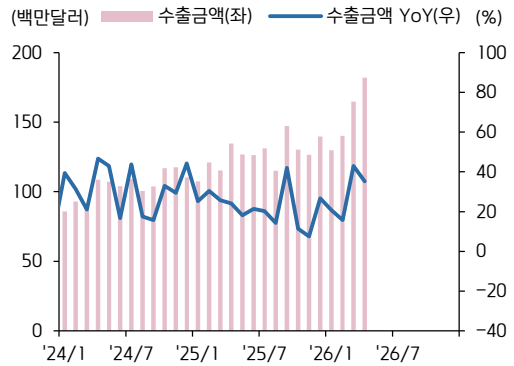
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

국제 유가 추이(WTI)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

한국의 글로벌 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

>>> 주요 기업 하반기 투자포인트

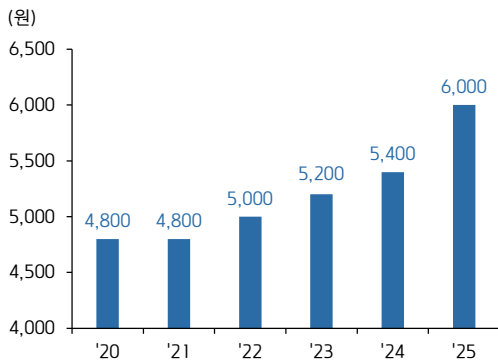
1) KT&G: 하반기 주주환원정책 발표에 주목

KT&G의 주가는 2024년말 대비 약 +68% 상승하였다('26. 5. 15 종가 기준). 동사의 2025년 영업이익은 2024년 대비 +13% 증가하였으나, 주가는 밸류에이션 상승으로 더 올라간 셈이다. 그렇다면 왜 밸류에이션이 상승하였을까? 필자는 동사가 연간 주주환원규모를 2020~23년 평균 대비 20~30% 정도 확대하고, 주주환원정책을 적극적으로 소통하면서 투자자들의 신뢰감이 상승한 덕분으로 판단하고 있다.

하지만, 주가가 크게 상승하면서, 동사의 기대 배당수익률은 크게 낮아졌다. 글로벌 주요 담배 업체 중에서 KT&G 보다 배당수익률이 낮음(밸류에이션이 높은) 업체는 Philip Morris International 밖에 없다. 항상 KT&G 보다 밸류에이션이 높았던 Japan Tobacco도 KT&G 보다 기대 배당수익률이 높다. 따라서, KT&G의 주가 상승 탄력이 강해지기 위해서는 DPS 확대로 기대 배당수익률이 제고되어야 한다.

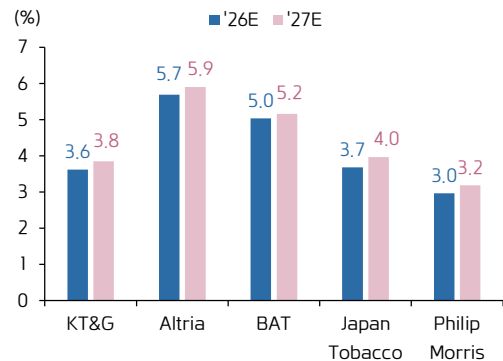
동사의 2025년 연간 현금 배당액은 6,274억원이다. 경상적인 자사주 매입을 포함한 총 주주환원규모는 9천억원~1조원 수준인데, Capex 축소로 올해 현금흐름이 3천억원 이상 개선될 수 있다. 따라서, **산술적으로는 현재의 자사주 매입 규모를 유지하더라도 주당 배당금이 9천원까지 확대될 수 있는 셈이다. 올해 2분기 실적발표 때 새로운 주주환원정책이 발표될 가능성이 높기 때문에, 해당 시점을 전후로 동사의 밸류에이션 상승 모멘텀이 강해질 것으로 기대된다.**

KT&G 주당배당금(DPS) 추이



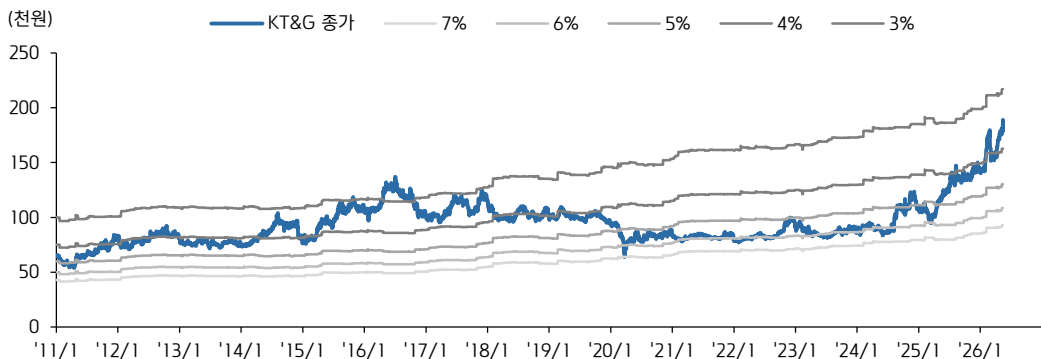
자료: KT&G

글로벌 담배 업체의 기대 배당수익률 비교



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치('26. 5. 15 종가 기준)

KT&G FW12M 배당수익률 밴드 추이



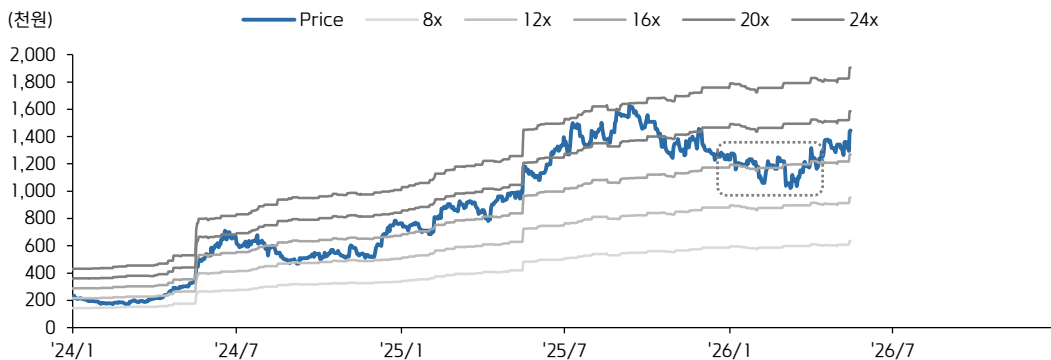
자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

2) 삼양식품: 밸류에이션 저점에서 반등한 주가, 이제부터는 실적의 함수

삼양식품의 PER이 저점에서 반등하고 있다. PER이 낮은 他 섹터의 실적 모멘텀 급등으로 동사의 밸류에이션은 작년 3분기말부터 하향 추세를 보였으나, **올해 1분기말을 저점으로 PER이 다시 반등하는 모습**이다. 중동 전쟁 발발로 상대적 매력도가 올라간 부분도 있지만, 1분기 실적이 시장 기대치를 상회하였고, 주요 해외법인의 외형 성장세가 지속되고 있는 점이 긍정적으로 작용한 것으로 판단된다(현지통화 기준 매출 성장률: 중국 +12%, 미국 +6%, 유럽 +36% QoQ).

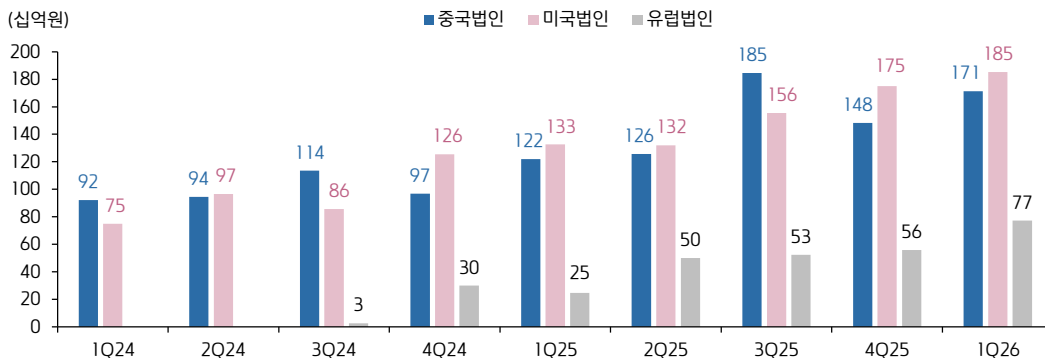
지난 6개월 간의 외풍을 극복한 만큼 향후 주가 흐름은 실적의 함수가 될 가능성이 높다. **동사 밸류에이션 레벨 하단에 대한 시장의 컨센서스가 이뤄진 상황이기 때문이다.** 삼양식품은 올해 3월에 유연근무제를 도입하여 실질 Capa를 +10% 정도 확대하였고, 내년에 중국 공장 증설을 앞두고 있는 상황이다. 현재 **중국**에서 불닭볶음면의 소매가격이 현지 로컬 업체 대비 2배 정도 수준이기 때문에, 현지공장 완공 이후 매출 성장 잠재력은 매우 높은 편이라 할 수있다. **미국**은 1분기에 일시적으로 에스닉 채널 비중이 늘었으나, 2분기에는 코스트코 행사와 월마트 신제품 출시를 앞세워 다시 메인스트림 채널 비중이 높아질 전망이다. **유럽**은 네덜란드, 독일, 폴란드에서 매출이 많이 늘어나고 있고, 프랑스와 핀란드에 신규로 진출한 상황이다. 유럽도 미국처럼 메인스트림 채널 비중이 높아지고 있기 때문에, 미국 못지 않은 수준으로 매출 규모가 확대될 수 있는 잠재력을 보유하고 있다.

삼양식품 FW12M PER 밴드 추이



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치

삼양식품 해외법인 매출액 추이



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

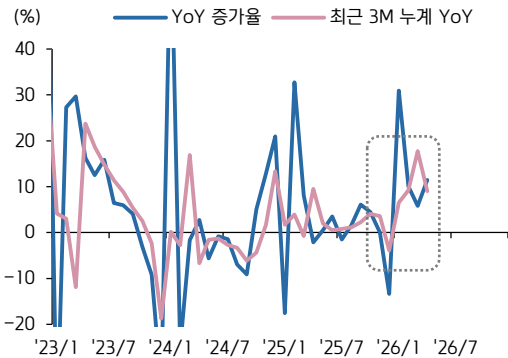
3) 오리온: 중국법인이 주도하는 매출 성장과 DPS 증가

오리온의 중국과 베트남법인의 매출 성장률이 두자릿수로 반등하였다. 베트남법인은 내수 소비경기 회복에 따른 매출 성장을 회복이지만, **중국법인은 성장 채널인 간식점 채널에 효과적으로 대응하면서, 경쟁사 대비 높은 성장세가 나타나고 있는 상황**이다. 재고 회전을 중시하는 가성비 채널인 간식점은 할인점 대비 카테고리당 취급 브랜드가 제한적이다. 소비자들의 선호도가 높은 제품 중심의 진열을 통해, 재고자산 회전을 높이고 판관비율을 낮춤으로써, 경쟁사 대비 저렴한 가격에 판매하기 때문이다.

따라서, 간식점의 선택을 받는다는 것 자체가 현지 소비자들의 선호가 높다는 증거로 볼 수 있다. 동사는 **올해 4월 기준 중국법인 내 간식점 매출 비중이 35% 수준까지 확대**되었다. 중국 제과 업체 왕왕(Wang Wang)의 간식점 매출 비중이 약 15% 수준인 점을 감안한다면 매우 높은 수준이다.

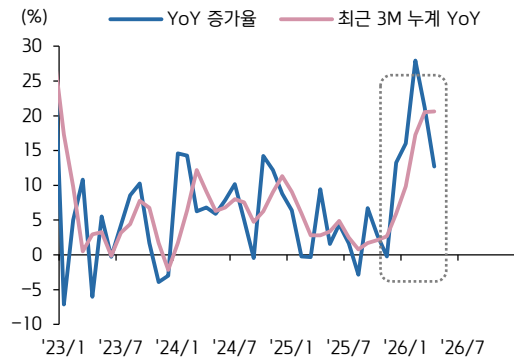
물론, 단기적으로 중동 전쟁 발발 이후 원가 상승 부담이 예상되는 상황이기 때문에, 전사 수익성 개선이 매출 증가 대비 약할 수 있다. 하지만, 음식료 업종 내에서 상대적으로 영업이익률이 높은 편이고, 보수적인 가격 전략으로 판매 가격 인상 여력도 높은 편이기 때문에, 중장기적으로 수익성 방어 능력은 높은 편이다. 게다가, 2024년부터 주당 배당금과 배당성향이 가파르게 오르고 있고, 올해 1분기말 현금성자산도 1.4조원을 넘는 상황인 점을 감안한다면, **2026년 주당 배당금도 당사 예상치를 상회할 가능성**이 있다.

오리온 중국 매출 성장률 추이(현지통화 기준)



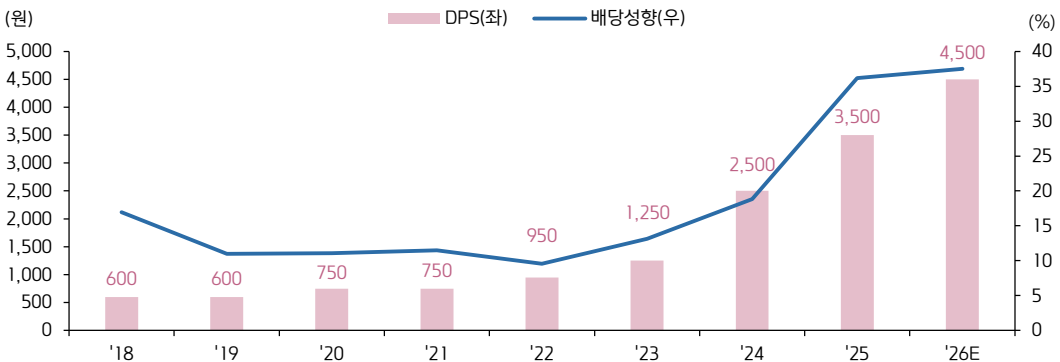
자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

오리온 베트남 매출 성장률 추이(현지통화 기준)



자료: 오리온, 한국은행, 키움증권 리서치

오리온 주당 배당금(DPS)/배당성향 추이 및 전망



자료: 오리온, 키움증권 리서치

4) CJ제일제당: 2분기부터 바이오 수익성 반등 기대

CJ제일제당은 전사 영업이익률이 상대적으로 낮기 때문에, 최근 포장재 등 부자재 단가 상승과 환율 상승 영향이 전사 실적 가시성을 헤칠 수 있다. 하지만, 동사 바이오 부문은 4Q25~1Q26을 저점으로 수익성이 크게 반등할 가능성이 있기 때문에, 식품 부문의 실적 모멘텀 둔화를 극복할 가능성이 있다.

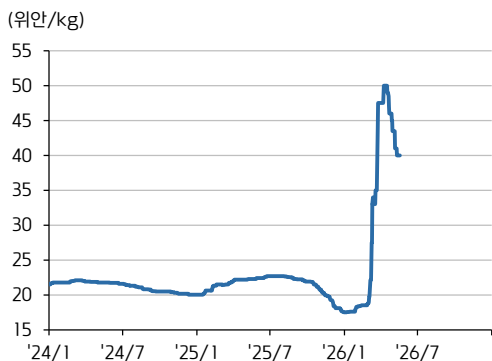
바이오 제품의 시황 개선 가능성 측면에서 눈여겨 봐야할 것은 메티오닌, 라이신, 핵산이다. 메티오닌은 중동 전쟁 발발로 생산 방식이 다른 경쟁사들의 원가 부담이 상승하면서 반사수혜를 입을 것으로 기대되고, 라이신과 핵산은 중국 Top Tier 업체들의 영업이익률이 BEP에 근접하면서, 전반적인 시황이 반등할 것으로 기대된다.

먼저 CJ제일제당의 메티오닌 생산 방식은 원당 베이스의 곡물발효 공법으로 주력 경쟁사의 화학합성 공법과 큰 차이가 있다. CJ제일제당은 원당과 포도당을 원료로 하는 친환경 바이오발효 공정으로 완제품을 생산하고 있으나, 주력 경쟁사들은 원유(Crude Oil)에서 추출한 주요 원료들을 합성하여 완제품을 생산하고 있기 때문이다.

따라서, 현재와 같은 고유가가 지속된다면, 글로벌 메티오닌 시장에서 CJ제일제당의 점유율 상승이 가능하다. 주력 경쟁사들의 생산 차질과 원가 상승 부담으로 인해, 동사의 차별적 생산 방식이 경쟁 우위로 작용하면서, 영업적자가 지속되었던 메티오닌의 판매량과 수익성이 급격하게 개선될 수 있기 때문이다.

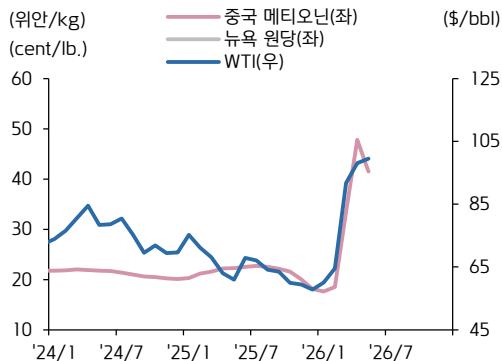
중국 메티오닌 스팟가격은 지난 2월말 중동 전쟁 발발 이후에 급격하게 상승하였으나, 최근에는 구매를 늦추는 바이어들이 늘어나면서, 고점대비 안정화되는 모습을 보이고 있는 것으로 판단된다. 하지만, 지난 3월 6일에 불가항력을 선언한 독일 Evonik의 싱가포르 공장(Capa 34만톤 내외)과 Sumitomo Chemical 일본 공장(Capa 20만톤 내외)은 여전히 생산 차질을 겪고 있는 상황이다. 따라서, 중국 메티오닌 스팟가격은 실제 수요가 발생하면서 재차 상승할 가능성이 있으며, 유가가 급격히 내리치지 않는 한 CJ제일제당의 경쟁사 대비 원가 우위도 지속될 것으로 기대된다. 실제 글로벌 메티오닌 1위 업체인 독일 Evonik은 지난 1분기 실적발표 컨퍼런스 콜을 통해, 이번 메티오닌 가격 강세가 3분기에도 이어질 가능성이 있다고 밝힌 바 있다.

중국 메티오닌 스팟가격 추이



자료: Feedtrade, 키움증권 리서치

월평균 중국 메티오닌/뉴욕 원당/WTI 추이



자료: Feedtrade, Bloomberg, 키움증권 리서치

한편, 라이신 시장 상황은 메티오닌 대비 상당히 복잡하다. 글로벌 라이신 시장은 2023~24년 상승 Cycle 이후, 2025년 1월에 EU 집행위원회가 중국산 라이신에 반덤핑 관세를 부과하면서, 중국 시장가격과 유럽 시장가격이 다르게 움직였다. 중국 라이신 스팟가격은 유럽향 수출 수요 감소로 작년 내내 급락하였으나, 유럽 라이신 가격은 중국 수입 물량 감소로 공급이 감소하면서 작년 상반기에 급격히 상승하였다. 실제 CJ제일제당은 2025년 상반기에 해당 이슈에 따른 수혜로 라이신 판매가격과 판매량이 모두 상승하면서, 바이오 부문의 영업이익률이 두 개 분기 연속 QoQ로 개선되었다.

하지만, 2025년 7월에 최종 관세율이 임시 관세율 보다 낮게 판정되고, 저가 중국산 라이신 물량이 유럽 시장에 다시 들어오면서, 유럽 라이신 가격도 중국 라이신 가격과 함께 급락을 경험하였다. 그 결과 CJ제일제당 바이오 부문의 영업이익률은 3Q25에 급격한 하락을 경험하였고, 올해 1분기 영업이익률도 1%를 하회하였다.

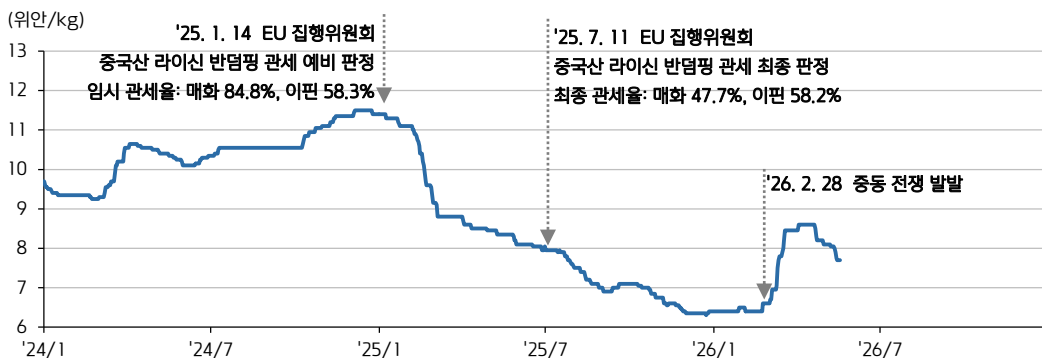
물론, 위의 사태로 CJ제일제당의 수익성만 하락한 것은 아니다. **중국 라이신 1, 2위 업체인 Meihua와 Starlake Eppen도 영업이익률 급락을 경험하였다.** 양사 모두 1Q25에 영업이익률 고점을 기록하고 (각각 18.7%, 15.1%), 1Q26까지 영업이익률이 QoQ로 연속적으로 하락하였다. 그 결과 **올해 1분기에 Meihua와 Starlake Eppen의 영업이익률은 각각 2.6%, -1.2%까지 하락한 상황이다.**

위와 같은 시장 상황에서 중국산 라이신에 대한 무역 장벽은 강화되고 있는 흐름이다. 유럽의 유일한 아미노산 생산 업체인 Eurolysine은 중국 업체들이 관세 부과 이후에도 가격을 추가 인하해 관세 효과가 사실상 상쇄되고 있다며, 올해 2월에 ‘관세 흡수’ 조사를 EU 집행위원회에 새로 청원한 상태이다. **미국**은 상무부(Department of Commerce)가 올해 3월 3일에 중국산 라이신에 대한 잠정 반덤핑 관세율을 발표하였고(41~142%), 올해 7월 20일경에 최종 관세율을 발표할 예정이다. **브라질**은 대외교역부(SECEX)가 아직 잠정관세를 부과하지는 않았지만, 중국산 라이신에 대한 반덤핑 조사를 계속 진행하고 있는 상황이다.

최근 중국 라이신 스팟가격은 중동 전쟁 발발 이후 가수요로 급등한 이후, 다시 하락을 경험하고 있는 상황이다. 하지만, **중국 Top Tier 라이신 생산 업체의 수익성이 BEP 수준까지 내려왔고, 중국산 라이신 수입국가들의 무역 장벽이 강화되고 있기 때문에, 글로벌 라이신 시장이 더 이상 악화되기는 어려울 것으로 판단된다.** 작년에 유럽에서 중국산 라이신에 대해 반덤핑 관세를 부과했을 때에는 중국 주요 라이신 생산 업체들이 가격 인하를 통해 수출량을 재차 늘렸으나, **현재는 가격 인하 여력이 부족한 상황이다.** 특히, Meihua와 Starlake Eppen은 아미노산 신공장 가동으로 고정비 부담도 상승하고 있는 상황이다(Meihua는 1Q26부터 가동 추산되나, Starlake Eppen은 가동시점이 연기된 것으로 추산). 따라서, 글로벌 라이신 시장은 작년말~올해초를 저점으로 점차 반등할 수 있을 것으로 기대된다.

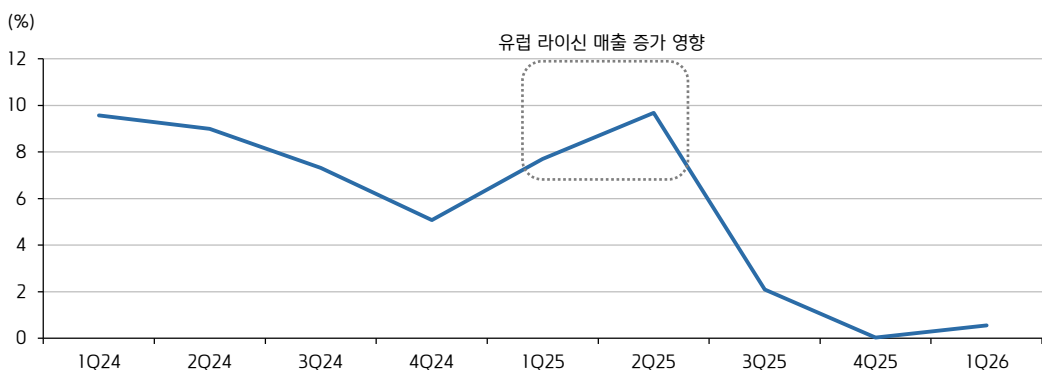
한편, **글로벌 핵산 시장도 추가적인 악화가 어려울 전망이다.** CJ제일제당에 이어 **글로벌 2위 핵산 업체인 Starlake Eppen의 영업이익이 작년 4분기부터 적자전환 하였고** 때문이다. 따라서, 핵산 시장도 라이신과 유사한 반등 구간에 진입할 것으로 기대된다.

중국 라이신 스팟가격 추이



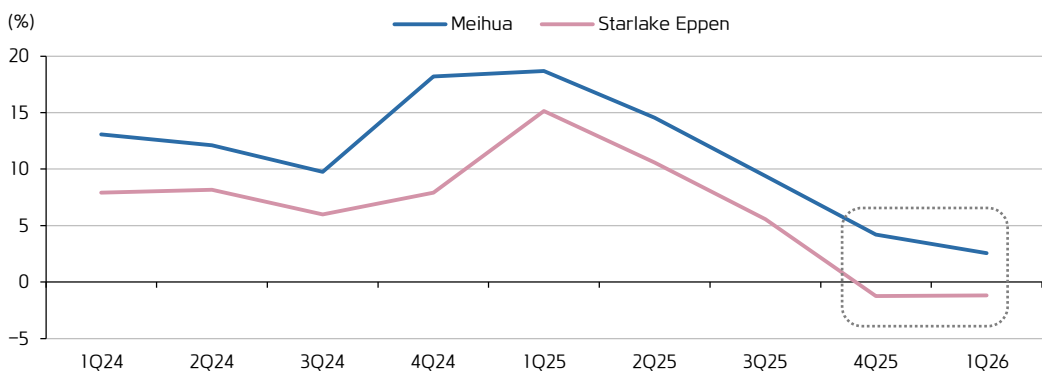
자료: Feedtrade, 키움증권 리서치

C제일제당 바이오 부문 영업이익률 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

Meihua & Starlake Eppen 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

5) 업종 투자전략

내수 소비경기 호조는 음식료 업종에 우호적인 환경을 조성하지만, 주식시장 내 상대적 매력도를 일부 희석시키는 측면도 존재한다. 다만 고유가가 장기화되어 인플레이션 압력이 높아지는 국면이 도래한다면, 방어적 특성을 지닌 음식료 업종의 상대적 매력도가 다시 부각될 수 있다.

업종 내 최선호주로는 **삼양식품**을 유지한다. 삼양식품은 주식시장 전반의 방향성에 관계없이 높은 매출 성장률과 이익 성장률을 지속할 가능성이 높다는 점에서 차별화된 투자 매력을 갖추고 있다. 여기에 올해 중 신규 증설 계획이 공식 발표될 경우, 시장의 기대감이 더해지면서 주가 상승 모멘텀이 한층 가팔라질 수 있다고 판단한다.

올해 2~3분기에는 **CJ제일제당**에 대한 관심이 필요하다. 바이오 부문의 가파른 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 메티오닌, 라이신, 핵산 등 주요 아미노산 제품군을 중심으로 시황 개선이 진행된다면, 오랜 기간 수익성 부진을 겪어온 바이오 사업부가 의미 있는 반등을 시현할 수 있다. 이 경우 전사 이익 개선 모멘텀이 본격화되면서 주가 재평가의 계기가 마련될 수 있다.

하반기 초에는 **KT&G**의 주주환원정책 발표가 주요 관전 포인트다. 올해와 내년의 주당 배당금이 기존 대비 크게 상향될 가능성이 가시화된다면, 주가 반등 강도가 빠르게 확대될 수 있다. 특히 올해 주당 배당금이 7,000원 이상으로 책정될 수 있다는 시장의 기대가 형성된다면, 기대 배당수익률이 유의미하게 높아지면서, 주가 상승 모멘텀이 강해질 수 있다.

오리온은 원부재료 단가 상승 부담이라는 수익성 저해 요인이 상존하지만, 견고한 판매량 성장세가 이를 상쇄하면서 올해 내내 견조한 이익 성장세가 지속될 전망이다. 특히, 연말로 접어들수록 주당 배당금과 배당성향 확대 가능성이 주가에 반영될 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있다.

>>> 음료 업체별 1Q26 실적리뷰

주요 음료 업체 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

회사명	구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	YoY	2Q26E	YoY
KT&G	매출액	14,911	15,479	18,269	17,138	17,036	14.3%	16,830	8.7%
	영업이익	2,856	3,499	4,653	2,429	3,645	27.7%	3,837	9.7%
	OPM	19.2%	22.6%	25.5%	14.2%	21.4%	2.2%p	22.8%	0.2%p
	순이익	2,556	1,433	4,193	2,719	3,805	48.9%	2,152	50.1%
삼양식품	매출액	5,290	5,531	6,320	6,377	7,144	35.0%	7,623	37.8%
	영업이익	1,340	1,201	1,309	1,392	1,771	32.2%	1,809	50.6%
	OPM	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	24.8%	-0.5%p	23.7%	2.0%p
	순이익	991	845	1,102	956	1,446	45.9%	1,379	63.2%
오리온	매출액	8,018	7,772	8,289	9,246	9,304	16.0%	8,971	15.4%
	영업이익	1,314	1,215	1,379	1,676	1,655	26.0%	1,406	15.8%
	OPM	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	17.8%	1.4%p	15.7%	0.0%p
	순이익	1,043	698	1,027	1,059	1,245	19.3%	981	40.5%
CJ 제일제당	매출액	67,053	67,211	69,105	70,057	71,111	6.1%	69,917	4.0%
	영업이익	2,957	3,082	3,339	2,959	2,381	-19.5%	2,724	-11.6%
	OPM	4.4%	4.6%	4.8%	4.2%	3.3%	-1.1%p	3.9%	-0.7%p
	순이익	185	1,576	730	-8,214	818	343.2%	642	-59.3%
CJ 제일제당 (대통제외)	매출액	38,603	38,056	40,034	39,760	40,271	4.3%	39,810	4.6%
	영업이익	2,007	1,983	1,899	1,386	1,485	-26.0%	1,576	-20.5%
	OPM	5.2%	5.2%	4.7%	3.5%	3.7%	-1.5%p	4.0%	-1.3%p
농심	매출액	8,930	8,677	8,712	8,824	9,340	4.6%	9,258	6.7%
	영업이익	561	402	544	334	674	20.3%	455	13.4%
	OPM	6.3%	4.6%	6.2%	3.8%	7.2%	0.9%p	4.9%	0.3%p
	순이익	522	365	506	309	606	16.2%	425	16.4%
하이트진로	매출액	6,128	6,466	6,695	5,697	5,908	-3.6%	6,227	-3.7%
	영업이익	627	645	544	-92	559	-10.8%	568	-11.9%
	OPM	10.2%	10.0%	8.1%	-1.6%	9.5%	-0.8%p	9.1%	-0.8%p
	순이익	380	331	340	-636	360	-5.3%	227	-31.2%
롯데칠성	매출액	9,103	10,873	10,792	8,943	9,525	4.6%	11,021	1.4%
	영업이익	250	624	918	-120	478	91.0%	634	1.6%
	OPM	2.7%	5.7%	8.5%	-1.3%	5.0%	2.3%p	5.7%	0.0%p
	순이익	107	372	798	-438	342	218.9%	465	25.2%
롯데푸드	매출액	9,751	10,643	11,568	10,198	10,273	5.4%	11,205	5.3%
	영업이익	164	343	693	-105	358	118.4%	483	40.8%
	OPM	1.7%	3.2%	6.0%	-1.0%	3.5%	1.8%p	4.3%	1.1%p
	순이익	237	177	487	-178	173	-27.0%	315	78.3%
CJ 프레스웨이	매출액	7,986	8,833	9,012	8,980	8,339	4.4%	9,388	6.3%
	영업이익	106	274	336	300	110	3.8%	287	4.6%
	OPM	1.3%	3.1%	3.7%	3.3%	1.3%	0.0%p	3.1%	0.0%p
	순이익	16	150	233	102	31	95.8%	148	-1.0%

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(5/18, 원)		178,200	1,366,000	136,200	221,500	395,000
시가총액(5/18, 조원)		18.50	10.29	5.38	3.33	2.40
매출액	'25	6,580	2,352	3,332	27,343	3,514
	'26E	6,839	3,047	3,828	28,779	3,679
	'27E	7,000	3,588	4,063	29,646	3,771
영업이익	'25	1,344	524	558	1,234	184
	'26E	1,492	734	663	1,269	211
	'27E	1,569	897	721	1,429	220
OPM	'25	20.4%	22.3%	16.8%	4.5%	5.2%
	'26E	21.8%	24.1%	17.3%	4.4%	5.7%
	'27E	22.4%	25.0%	17.7%	4.8%	5.8%
순이익	'25	1,090	389	383	-572	170
	'26E	1,201	552	475	364	194
	'27E	1,255	683	524	478	204
PER	'25	15.8	23.8	10.9	-6.0	15.5
	'26E	17.5	18.6	11.3	10.0	12.4
	'27E	14.5	15.1	10.3	7.6	11.8
PBR	'25	1.81	7.39	1.10	0.48	0.93
	'26E	1.91	5.81	1.30	0.50	0.80
	'27E	1.83	4.26	1.20	0.47	0.76
ROE	'25	11.8%	37.6%	10.5%	-7.7%	6.2%
	'26E	11.9%	36.5%	11.9%	5.1%	6.7%
	'27E	12.9%	32.6%	12.1%	6.4%	6.6%
배당수익률	'25	4.2%	0.4%	3.3%	2.9%	1.4%
	'26E	3.6%	0.4%	3.3%	2.7%	1.5%
	'27E	3.8%	0.4%	3.6%	2.7%	1.5%

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

음식료 업종 실적 전망 및 Valuation Table (2)

(단위: 십억원, 배)

종목명		하이진로	롯데푸드	롯데칠성	CJ프레시웨이
종목코드		000080	280360	005300	051500
종가(3/9, 원)		16,540	118,400	116,100	24,900
시가총액(3/9, 조원)		1.16	1.09	1.08	0.30
매출액	'25	2,499	4,216	3,971	3,481
	'26E	2,437	4,420	4,061	3,807
	'27E	2,449	4,544	4,143	4,372
영업이익	'25	172	110	167	102
	'26E	172	189	209	100
	'27E	175	219	220	113
OPM	'25	6.9%	2.6%	4.2%	2.9%
	'26E	7.0%	4.3%	5.1%	2.6%
	'27E	7.2%	4.8%	5.3%	2.6%
순이익	'25	41	72	47	50
	'26E	65	122	95	50
	'27E	68	146	105	60
PER	'25	31.7	14.8	29.6	6.3
	'26E	18.1	9.1	12.3	5.9
	'27E	17.4	7.6	11.2	4.9
PBR	'25	1.17	0.49	0.92	0.70
	'26E	1.04	0.48	0.74	0.59
	'27E	1.02	0.46	0.71	0.53
ROE	'25	3.7%	3.3%	3.1%	11.5%
	'26E	5.8%	5.4%	6.1%	10.5%
	'27E	5.9%	6.2%	6.5%	11.4%
배당수익률	'25	3.8%	2.9%	2.4%	1.9%
	'26E	4.2%	3.0%	2.9%	2.0%
	'27E	4.2%	3.3%	2.9%	2.0%

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

1) KT&G

KT&G의 1분기 연결기준 영업이익은 3,645억원으로 시장 컨센서스를 소폭 상회하였다. 이는 해외 궤련 부문의 ASP(평균판매단가)와 판매량 증가가 이어진 가운데, 담배 원재료 투입단가 상승 부담이 완화되면서 수익성이 개선된 영향으로 분석된다. 특히 하반기로 갈수록 원재료 투입단가 안정화와 해외 생산 비중 확대가 예상되는 만큼, 담배 부문의 수익 구조는 점진적으로 개선될 전망이다. 또한 건기식(홍삼) 사업 역시 온라인과 면세점 등 전략 채널 중심의 성장세에 힘입어 내수 매출이 전년 대비 증가세로 전환된 것으로 파악된다. 영업외손익 측면에서는 1분기 기말환율이 전분기 대비 5.5% 상승하면서 대규모 외환평가이익이 발생했을 것으로 추정된다.

2분기 역시 해외 궤련 ASP 상승과 판매량 증가가 지속되며 안정적인 이익 성장 흐름이 이어질 가능성이 높은 가운데, **하반기에 회사가 발표할 새로운 주주환원정책에 주목할 필요**가 있다. 특히 회사는 2024~2027년 자사주 소각 목표를 조기에 달성한 만큼, 올해 하반기에는 '배당 강화'를 중심으로 한 새로운 주주환원정책을 공개할 예정이다. 글로벌 동종업체(Peer) 대비 배당수익률 매력도가 과거 대비 낮아진 상황에서 해외 궤련 공장 완공으로 Capex 부담까지 축소된 점을 고려하면, 위의 배당 확대 정책이 현실화될 경우 향후 기업가치 제고와 주주환원 매력 강화에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,714	1,704	1,683	1,876	1,577	6,580	6,839	7,000
(YoY)	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	14.3%	8.7%	2.7%	-8.0%	11.4%	3.9%	2.4%
담배	988	1,091	1,232	1,056	1,156	1,219	1,274	1,088	4,367	4,737	4,877
(YoY)	15.4%	10.2%	17.6%	4.4%	17.0%	11.8%	3.4%	3.0%	11.8%	8.5%	3.0%
국내	512	548	615	504	493	552	565	520	2,179	2,130	2,103
(YoY)	-0.2%	-3.1%	4.7%	-6.9%	-3.7%	0.7%	-8.2%	3.1%	-1.3%	-2.3%	-1.3%
NGP	139	140	168	140	140	159	161	159	587	620	649
퀄런	374	408	447	364	353	393	403	361	1,592	1,510	1,454
해외	470	525	635	551	660	650	727	567	2,181	2,604	2,771
(YoY)	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	24.6%	19.4%	21.4%	9.5%	29.5%	18.9%	8.0%
NGP	21	56	111	116	101	90	90	90	303	371	360
퀄런	449	469	524	435	560	560	637	477	1,878	2,233	2,411
매출 증감률											
국내 NGP	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	1.4%	13.6%	-4.1%	13.3%	5.1%	5.6%	4.6%
국내 퀄런	-2.4%	-4.8%	3.6%	-10.6%	-5.5%	-3.8%	-9.7%	-0.8%	-3.5%	-5.2%	-3.7%
해외 퀄런	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	24.6%	19.4%	21.4%	9.5%	29.5%	18.9%	8.0%
판매량 증감률											
국내 NGP	7.0%	0.0%	11.4%	-3.1%	4.6%	18.6%	1.8%	19.8%	3.9%	10.7%	5.5%
국내 퀄런	-4.8%	-5.1%	3.5%	-11.6%	-4.7%	-5.4%	-10.9%	-0.2%	-4.4%	-5.6%	-3.7%
해외 퀄런	22.8%	9.2%	12.9%	0.8%	15.0%	7.1%	7.4%	6.9%	11.1%	9.0%	5.0%
원/달러	1,451	1,404	1,385	1,448	1,462	1,470	1,460	1,460	1,421	1,463	1,460
(YoY)	9.3%	2.4%	2.0%	3.8%	0.8%	4.7%	5.4%	0.8%	4.2%	2.9%	-0.2%
건기식	314	221	360	242	333	227	367	251	1,137	1,178	1,199
(YoY)	1.9%	-16.8%	-11.3%	-24.9%	5.8%	2.9%	2.1%	3.7%	-12.6%	3.6%	1.8%
국내	245	162	305	174	265	163	308	177	885	914	914
(YoY)	0.6%	-6.3%	-4.9%	-7.8%	8.4%	1.0%	1.0%	2.0%	-4.3%	3.2%	0.0%
해외	70	59	55	68	67	64	60	74	252	264	285
부동산	100	144	146	323	117	144	146	145	713	551	551
기타	88	93	89	93	98	93	89	93	363	373	373
영업이익	286	350	465	243	365	384	471	273	1,344	1,492	1,569
(YoY)	20.7%	8.7%	11.4%	14.3%	27.7%	9.7%	1.1%	12.4%	13.0%	11.0%	5.2%
(OPM)	19.2%	22.6%	25.5%	14.2%	21.4%	22.8%	25.1%	17.3%	20.4%	21.8%	22.4%
담배	253	322	372	205	322	355	382	248	1,151	1,306	1,381
(OPM)	25.6%	29.5%	30.2%	19.4%	27.8%	29.1%	30.0%	22.8%	26.4%	27.6%	28.3%
건기식	18	6	72	7	28	10	73	13	103	123	126
(OPM)	5.8%	2.8%	19.9%	3.1%	8.4%	4.6%	19.8%	5.0%	9.1%	10.5%	10.5%
부동산	10	18	21	32	14	14	14	14	81	57	57
기타	4	4	1	-1	1	4	1	-1	8	5	5
세전이익	337	189	544	385	508	288	504	307	1,455	1,607	1,680
순이익	258	144	419	282	378	215	377	229	1,102	1,199	1,255
(지배)순이익	256	143	419	272	381	215	377	229	1,090	1,201	1,255
(YoY)	-10.7%	-54.2%	73.8%	-16.4%	48.9%	50.1%	-10.2%	-15.7%	-6.5%	10.2%	4.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 삼양식품/농심

삼양식품의 1분기 연결기준 영업이익은 1,771억원(+32% YoY/+27% QoQ)으로 시장 컨센서스를 +8% 상회하였다. 연결기준 매출액은 7,144억원으로 YoY +35%, QoQ +12% 증가하였다. 현지통화 기준으로 중국법인 매출은 춘절 물량 판매가 주로 1분기에 반영되면서 QoQ +12% 증가하였고, 미국법인 매출은 에스닉 채널 중심으로 QoQ +6% 증가하였으며, 유럽법인 매출은 네덜란드/독일/폴란드 중심의 매출 증가와 프랑스/핀란드 신규 진출 등에 힘입어 QoQ +36% 증가하였다.

연결기준 영업이익률은 24.8%로 QoQ +3%p 개선되었다. 영업이익률이 전분기 대비 개선된 이유는 1) 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과, 2) 주요 현지 통화에 대한 원화 약세, 3) 광고선전비 축소(-91억원 QoQ) 등에 기인한다. 1분기 연결기준 매출총이익률은 QoQ -3.3%p 하락하였으나, 이는 운반비 일부가 판관비에서 매출원가로 비용 계정이 이동한 것에 기인한다. 실제 1분기 매출액 대비 원부재료비 비율은 QoQ 2.1%p 개선되었다.

삼양식품의 2분기 연결기준 매출액은 7,623억원(+38% YoY/+7% QoQ), 영업이익은 1,809억원(+51% YoY/+2% QoQ)으로 전망된다. 5월 신제품(불닭 맥앤치즈)과 6월 북중미 월드컵 마케팅 비용 확대 등으로 인해, 2분기 영업이익률은 일시적으로 전분기 대비 소폭 하락할 여지가 있으나, 1) 올해 3월부터 유연근무제를 도입하면서 실질 생산능력이 10% 정도 확대되었고, 2) 미국/중국/유럽에서 핵심 브랜드의 공급 부족이 지속되고 있기 때문에, 중장기 글로벌 성장성은 여전히 높은 수준으로 판단된다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	529.0	553.1	632.0	637.7	714.4	762.3	777.2	792.8	2,351.8	3,046.7	3,588.2
(YoY)	37.1%	30.3%	44.0%	33.2%	35.0%	37.8%	23.0%	24.3%	36.1%	29.5%	17.8%
국내	105.0	112.9	121.5	128.6	129.4	128.5	133.9	138.5	468.0	530.4	568.6
(YoY)	8.5%	22.3%	23.8%	22.5%	23.2%	13.8%	10.3%	7.8%	19.3%	13.3%	7.2%
해외	424.0	440.2	510.5	509.1	585.0	633.8	643.3	654.2	1,883.8	2,516.3	3,019.6
(YoY)	46.7%	32.5%	49.8%	36.2%	38.0%	44.0%	26.0%	28.5%	41.0%	33.6%	20.0%
매출총이익	244.9	255.5	261.2	291.4	302.9	331.5	340.4	349.5	1,053.0	1,324.2	1,577.1
(GPM)	46.3%	46.2%	41.3%	45.7%	42.4%	43.5%	43.8%	44.1%	44.8%	43.5%	44.0%
판관비	110.9	135.4	130.3	152.2	125.8	150.6	152.9	160.5	528.8	589.8	680.1
(판관비율)	21.0%	24.5%	20.6%	23.9%	17.6%	19.8%	19.7%	20.2%	22.5%	19.4%	19.0%
영업이익	134.0	120.1	130.9	139.2	177.1	180.9	187.5	189.0	524.2	734.5	897.0
(YoY)	67.2%	34.2%	49.9%	58.8%	32.2%	50.6%	43.2%	35.8%	52.1%	40.1%	22.1%
(OPM)	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	24.8%	23.7%	24.1%	23.8%	22.3%	24.1%	25.0%
세전이익	135.0	104.9	138.0	139.0	201.2	182.0	188.6	167.1	516.9	738.8	912.5
순이익	99.0	84.1	110.0	95.6	144.5	137.9	142.9	126.9	388.7	552.2	691.7
(지배)순이익	99.1	84.5	110.2	95.6	144.6	137.9	142.9	126.9	389.4	552.3	691.7
(YoY)	49.0%	19.8%	87.2%	25.7%	45.9%	63.2%	29.7%	32.7%	43.2%	41.8%	25.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심의 1분기 연결기준 영업이익은 674억원(+20% YoY)으로 당사 기대치에 부합하였다. 연결기준 매출은 국내법인 매출 감소에도 불구하고 해외법인의 고성장이 이를 상쇄하며 YoY +4.6% 증가하였다. 유럽법인 연결 편입 효과를 제외한 해외법인 매출 성장률은 약 8% 수준으로 추정된다. 연결기준 영업이익률은 7.2%로 YoY +0.9%p 상승했다. 전반적인 판관비율 상승에도 불구하고, 주력 제품의 ASP 상승과 해외법인 판매량 확대가 매출총이익률 개선(+2%p YoY)으로 이어지면서 전사 수익성이 개선됐다.

2분기 연결기준 영업이익은 455억원(+13% YoY)으로 전망된다. 국내법인은 가격 인하 등의 영향으로 매출 감소가 예상되지만, 북미를 제외한 해외법인들이 모두 두 자릿수 매출 성장률을 기록하면서 연결기준 매출은 YoY +7% 증가할 전망이다. 다만, 주요 부자재 가격 인상이 2분기부터 반영되면서 전사 수익성에 부담으로 작용할 전망이며, 특히 하반기로 갈수록 포장재 등 원재료 투입단가 상승 부담이 확대되면서, 수익성 개선을 저해할 것으로 추산된다.

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	893.0	867.7	871.2	882.4	934.0	925.8	903.2	915.7	3,514.3	3,678.7	3,770.7
(YoY)	2.3%	0.8%	2.4%	3.2%	4.6%	6.7%	3.7%	3.8%	2.2%	4.7%	2.5%
국내	638.9	616.1	605.1	594.1	621.2	610.9	587.6	596.3	2,454.2	2,416.0	2,436.3
(YoY)	2.1%	-1.4%	-2.0%	-2.8%	-2.8%	-0.8%	-2.9%	0.4%	-1.0%	-1.6%	0.8%
면류	413.5	406.7	408.7	420.9	410.8	409.9	403.8	424.2	1,649.8	1,648.7	1,654.0
(YoY)	5.2%	3.0%	5.0%	1.9%	-0.7%	0.8%	-1.2%	0.8%	3.7%	-0.1%	0.3%
스낵	101.5	111.6	113.6	98.4	102.2	109.4	111.3	102.3	425.1	425.2	429.5
음료	34.4	49.3	53.4	34.7	36.2	49.3	53.4	34.7	171.8	173.6	173.6
수출/상품/기타	230.3	215.5	184.3	203.8	255.1	227.5	202.9	221.1	833.9	906.6	929.2
차이	-140.8	-167.0	-154.9	-163.7	-183.1	-185.2	-184.0	-186.0	-626.5	-738.2	-750.0
해외	254.2	251.7	266.1	288.3	312.8	315.0	315.6	319.4	1,060.1	1,262.7	1,334.4
(YoY)	2.9%	6.6%	14.3%	18.3%	23.1%	25.2%	18.6%	10.8%	10.5%	19.1%	5.7%
북미	162.5	143.2	142.6	163.6	166.1	155.5	158.5	167.2	611.9	647.3	668.8
(YoY)	0.9%	-4.6%	-6.7%	2.9%	2.2%	8.6%	11.1%	2.2%	-1.8%	5.8%	3.3%
중국	45.4	42.0	44.0	41.2	52.7	50.5	51.1	46.2	172.7	200.6	205.9
(YoY)	-4.5%	2.3%	31.8%	7.3%	16.0%	20.3%	16.1%	12.1%	7.6%	16.1%	2.6%
일본	28.2	37.4	32.9	36.4	33.9	42.6	38.2	42.1	135.0	156.8	169.3
호주	14.1	16.0	18.6	14.5	18.2	21.3	23.7	17.5	63.3	80.7	87.1
유럽		9.2	23.7	28.4	37.2	40.2	39.2	41.2	61.3	157.9	181.6
베트남	3.9	3.8	4.1	4.1	4.6	4.8	4.9	5.1	15.9	19.4	21.8
영업이익	56.1	40.2	54.4	33.4	67.4	45.5	55.0	43.4	183.9	211.4	220.2
(YoY)	-8.7%	-8.1%	44.6%	63.4%	20.3%	13.4%	1.2%	30.2%	12.8%	14.9%	4.2%
(OPM)	6.3%	4.6%	6.2%	3.8%	7.2%	4.9%	6.1%	4.7%	5.2%	5.7%	5.8%
국내	37.9	29.7	41.3	23.5	48.0	31.0	35.5	28.6	132.4	143.1	145.1
(OPM)	5.9%	4.8%	6.8%	4.0%	7.7%	5.1%	6.0%	4.8%	5.4%	5.9%	6.0%
해외	15.1	11.7	11.9	8.0	23.1	15.7	18.3	13.1	46.7	70.2	77.0
(OPM)	5.9%	4.6%	4.5%	2.8%	7.4%	5.0%	5.8%	4.1%	4.4%	5.6%	5.8%
북미	7.6	6.7	4.9	6.8	13.3	9.7	10.0	10.3	25.9	43.3	47.7
(OPM)	4.7%	4.7%	3.4%	4.1%	8.0%	6.2%	6.3%	6.2%	4.2%	6.7%	7.1%
중국	6.0	2.0	3.6	0.4	7.2	2.4	4.1	1.4	12.0	15.1	15.6
(OPM)	13.1%	4.8%	8.1%	1.1%	13.6%	4.8%	8.1%	3.1%	6.9%	7.5%	7.6%
기타	1.6	3.0	3.5	0.8	2.7	3.6	4.1	1.3	8.8	11.7	13.7
연결조정	3.1	-1.2	1.2	1.8	-3.7	-1.2	1.2	1.8	4.9	-1.9	-1.9
세전이익	68.5	47.8	61.0	40.8	80.9	56.0	65.5	53.9	218.1	256.3	268.7
순이익	52.2	36.4	50.6	30.9	60.7	42.5	49.6	40.8	170.1	193.6	203.7
(지배)순이익	52.2	36.5	50.6	30.9	60.6	42.5	49.6	40.8	170.1	193.6	203.7
(YoY)	-2.1%	-14.8%	38.9%	24.7%	16.2%	16.4%	-2.0%	32.3%	8.2%	13.8%	5.2%
현지 통화 기준											
매출 성장률											
북미	-7.7%	-6.9%	-8.5%	-0.9%	1.4%	3.0%	4.0%	0.0%	-6.0%	2.0%	3.0%
중국	-11.5%	-0.4%	28.8%	1.8%	9.4%	8.0%	4.0%	6.0%	2.8%	6.9%	2.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 오리온/롯데웰푸드

오리온의 1분기 연결기준 영업이익은 1,655억원으로 YoY +26% 증가하였다. 연결기준 매출액은 해외법인 고성장에 힘입어 YoY +16% 증가하였다. 중국 매출은 간식점 채널 비중 확대와 중국 춘절 시점 차이에 따른 긍정적 영향으로 YoY +18% 증가하였고, 베트남 매출은 내수 소비경기 회복으로 YoY +22% 증가하였으며, 러시아 매출은 파이 외에도 비스킷과 젤리가 고성장을 보이며 YoY +12% 증가하였다(모두 현지통화 기준). 연결기준 영업이익률도 매출 성장에 따른 고정비 부담 완화에 힘입어, YoY +1.4%p 개선되었다.

오리온의 2분기 연결기준 영업이익은 1,406억원으로 YoY +16% 증가할 전망이다. 중동 전쟁 영향으로 포장재 등 일부 부자재 단가가 상승하면서, 영업이익률의 YoY 개선 폭은 1분기 대비 둔화될 것으로 전망되나, 중국/베트남/러시아의 판매량 고성장이 지속되고 있기 때문에, 매출액과 영업이익이 모두 무난하게 증가할 전망이다.

롯데웰푸드의 1분기 연결기준 영업이익은 358억원(+118% YoY)으로 시장 기대치를 상회하였다. 국내법인의 수익성이 예상 보다 호조를 보인 영향으로 판단된다.

국내는 매출이 YoY +2% 증가하였고, 영업이익률은 YoY +2.3%p 개선되었다. 원재료 단가 상승 부담 완화와 전반적인 고정비 절감 효과 등에 힘입어, 수익성이 예상 보다 양호한 모습을 보였다. **해외**는 매출이 YoY +18% 증가하였고, 영업이익률은 YoY +0.5%p 상승하였다. 주요 국가에서 가격 인상을 실시하면서, 원재료 단가 상승 부담을 잘 방어한 것으로 판단된다.

롯데웰푸드의 2분기 연결기준 영업이익은 483억원(+41% YoY)으로 전망된다. 2분기에도 국내법인은 ERP 관련 일회성 비용이 전년동기와 유사한 수준으로 반영되고, 포장재와 물류비 부담도 상승하며, 국내 주요 제품 가격 인하 영향도 반영될 예정이다. 다만, 코코아 등 원재료 투입단가 상승 부담이 완화되고 있고, 해외법인에서 가격을 인상하고 있으며, 인도는 무더위에 따른 빙과 수요 호조 등이 기대되기 때문에, 국내와 해외 모두 영업이익률이 전년동기 대비 개선될 것으로 판단된다. 이에 따라, **올해는 계절적 성수기 시즌에 전사 수익성 개선 모멘텀이 돋보일 수 있을 것으로 기대된다.**

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	801.8	777.2	828.9	924.6	930.4	897.1	957.6	1,042.6	3,332.4	3,827.6	4,063.0
(YoY)	7.1%	8.1%	7.0%	7.3%	16.0%	15.4%	15.5%	12.8%	7.3%	14.9%	6.1%
한국	282.4	291.3	282.6	289.5	283.4	298.2	287.8	294.8	1,145.8	1,164.2	1,184.9
(YoY)	4.0%	4.9%	4.3%	4.5%	0.4%	2.4%	1.8%	1.8%	4.4%	1.6%	1.8%
중국	328.2	304.8	337.3	350.3	409.7	370.0	410.4	411.3	1,320.7	1,601.5	1,699.7
(YoY)	7.1%	3.0%	4.7%	1.4%	24.8%	21.4%	21.7%	17.4%	4.0%	21.3%	6.1%
베트남	128.3	102.6	120.5	186.7	151.3	120.6	142.8	212.0	538.1	626.6	679.6
(YoY)	8.5%	4.3%	-1.0%	5.9%	17.9%	17.5%	18.5%	13.6%	4.6%	16.5%	8.4%
러시아	67.2	80.8	89.6	101.9	90.5	106.0	116.0	125.7	339.4	438.1	497.8
(YoY)	33.0%	64.5%	44.7%	47.7%	34.7%	31.1%	29.5%	23.4%	47.3%	29.1%	13.6%
기타 및 조정	-4.3	-2.4	-1.2	-3.7	-4.5	2.3	0.6	-1.2	-11.6	-2.8	0.9
영업이익	131.4	121.5	137.9	167.6	165.5	140.6	165.9	191.0	558.3	663.0	720.6
(YoY)	5.0%	-0.2%	0.6%	4.9%	26.0%	15.8%	20.3%	14.0%	2.7%	18.8%	8.7%
(OPM)	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	17.8%	15.7%	17.3%	18.3%	16.8%	17.3%	17.7%
한국	46.3	48.5	42.1	49.8	48.4	47.0	48.7	50.3	186.8	194.4	199.1
(OPM)	16.4%	16.7%	14.9%	17.2%	17.1%	15.8%	16.9%	17.1%	16.3%	16.7%	16.8%
중국	56.0	52.3	67.0	66.5	79.9	65.9	80.4	81.7	241.7	307.8	335.3
(OPM)	17.1%	17.1%	19.8%	19.0%	19.5%	17.8%	19.6%	19.9%	18.3%	19.2%	19.7%
베트남	21.2	14.4	21.3	39.6	26.6	13.9	22.4	41.8	96.5	104.7	116.9
(OPM)	16.5%	14.0%	17.6%	21.2%	17.6%	11.5%	15.7%	19.7%	17.9%	16.7%	17.2%
러시아	8.6	9.7	11.7	16.6	14.2	17.3	18.6	22.2	46.5	72.3	85.5
(OPM)	12.8%	12.0%	13.1%	16.3%	15.7%	16.3%	16.1%	17.7%	13.7%	16.5%	17.2%
기타 및 조정	-0.7	-3.4	-4.2	-5.0	-3.6	-3.4	-4.2	-5.0	-13.3	-16.2	-16.2
세전이익	145.0	103.5	144.2	154.0	176.6	139.3	164.6	189.7	546.6	670.1	738.2
순이익	106.1	71.7	105.0	107.8	126.8	100.4	118.8	138.6	390.6	484.6	535.3
(지배)순이익	104.3	69.8	102.7	105.9	124.5	98.1	116.1	135.8	382.7	474.6	524.0
(YoY)	11.2%	-10.4%	3.0%	-58.2%	19.3%	40.5%	13.1%	28.3%	-27.0%	24.0%	10.4%

현지 통화 기준 매출 성장률											
중국	-0.8%	0.4%	2.3%	-3.8%	17.7%	9.0%	9.0%	11.0%	-0.5%	11.7%	5.5%
베트남 내수	1.3%	5.7%	4.7%	6.4%	22.0%	15.0%	13.0%	15.0%	4.7%	16.1%	7.7%
러시아 내수	25.7%	52.2%	36.8%	23.0%	12.0%	16.0%	16.0%	16.0%	33.2%	15.2%	14.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데유통 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	975.1	1,064.3	1,156.8	1,019.8	1,027.3	1,120.5	1,199.7	1,072.8	4,216.0	4,420.3	4,543.6
(YoY)	2.5%	1.9%	7.3%	5.1%	5.4%	5.3%	3.7%	5.2%	4.2%	4.8%	2.8%
국내	757.4	832.0	934.2	759.3	770.4	848.2	930.2	770.7	3,282.8	3,319.5	3,352.0
(YoY)	-0.9%	-0.6%	6.2%	1.3%	1.7%	1.9%	-0.4%	1.5%	1.6%	1.1%	1.0%
건과	284.6	262.3	283.7	302.2	292.2	272.9	289.7	311.8	1,132.8	1,166.6	1,187.5
(YoY)	1.1%	0.4%	3.9%	4.6%	2.7%	4.0%	2.1%	3.2%	2.6%	3.0%	1.8%
빙과	100.6	181.8	243.2	81.5	103.3	189.1	243.2	84.8	607.1	620.3	632.7
(YoY)	-5.6%	-7.5%	9.4%	-3.5%	2.6%	4.0%	0.0%	4.0%	-0.5%	2.2%	2.0%
유지	113.7	123.7	131.0	122.4	120.7	120.0	120.0	120.0	490.7	480.7	480.0
기타	258.5	264.2	276.3	253.1	254.2	266.2	277.3	254.1	1,052.1	1,051.8	1,051.8
해외	230.0	243.9	233.5	273.5	270.5	283.9	280.4	315.1	980.9	1,149.9	1,240.7
(YoY)	16.6%	11.2%	12.2%	17.8%	17.6%	16.4%	20.1%	15.2%	14.5%	17.2%	7.9%
인도	80.2	104.3	73.8	67.8	93.4	114.9	84.2	73.5	326.2	366.0	397.1
(YoY)	24.2%	8.9%	6.3%	11.7%	16.5%	10.1%	14.1%	8.3%	12.3%	12.2%	8.5%
건과	34.1	27.8	33.4	34.3	39.1	30.3	37.5	36.3	129.6	143.2	152.8
빙과	46.1	76.5	40.4	33.5	54.3	84.6	46.8	37.2	196.6	222.8	244.3
카자흐스탄	67.6	60.7	64.5	97.9	83.0	78.8	87.8	122.0	290.6	371.6	402.9
(YoY)	1.9%	7.1%	10.8%	17.3%	22.8%	29.9%	36.1%	24.7%	9.8%	27.9%	8.4%
러시아	24.3	27.1	26.8	31.9	29.2	31.6	31.5	36.2	110.2	128.5	138.3
(YoY)	22.3%	27.3%	20.8%	48.7%	19.9%	16.5%	17.6%	13.4%	29.8%	16.6%	7.7%
기타	57.8	51.8	68.4	75.9	64.8	58.6	76.9	83.5	254.0	283.8	302.5
기타 및 조정	-12.2	-11.6	-10.9	-13.0	-13.6	-11.6	-10.9	-13.0	-47.8	-49.2	-49.2
영업이익	16.4	34.3	69.3	-10.5	35.8	48.3	85.5	19.6	109.5	189.2	218.5
(YoY)	-56.1%	-45.8%	-8.9%	적지	118.4%	40.8%	23.4%	흑전	-30.3%	72.8%	15.5%
(OPM)	1.7%	3.2%	6.0%	-1.0%	3.5%	4.3%	7.1%	1.8%	2.6%	4.3%	4.8%
국내	10.1	25.6	62.9	-14.3	27.6	34.0	72.3	7.8	84.2	141.7	150.3
(OPM)	1.3%	3.1%	6.7%	-1.9%	3.6%	4.0%	7.8%	1.0%	2.6%	4.3%	4.5%
해외	9.0	12.7	9.7	7.0	12.0	18.3	16.6	15.0	38.4	61.8	82.5
(OPM)	3.9%	5.2%	4.2%	2.6%	4.4%	6.4%	5.9%	4.8%	3.9%	5.4%	6.7%
기타 및 조정	-2.7	-4.0	-3.3	-3.1	-3.8	-4.0	-3.3	-3.1	-13.1	-14.3	-14.3
세전이익	31.2	25.3	61.6	-18.0	24.0	41.5	78.7	17.9	100.1	162.1	193.1
당기순이익	22.7	15.7	49.9	-17.0	16.7	31.5	59.7	13.3	71.4	121.1	146.4
지배주주순이익	23.7	17.7	48.7	-17.8	17.3	31.5	59.7	13.3	72.3	121.7	146.4
(YoY)	10.0%	-58.1%	5.8%	적지	-27.0%	78.3%	22.4%	흑전	-14.6%	68.4%	20.3%
현지 통화 기준											
매출 성장률											
인도	18.5%	9.1%	8.5%	13.5%	22.1%	14.3%	14.7%	11.5%	12.0%	15.7%	8.8%
건과	7.3%	6.2%	8.0%	17.8%	20.4%	13.1%	12.7%	9.0%	9.9%	13.8%	7.0%
빙과	28.3%	10.2%	9.0%	9.5%	23.3%	14.8%	16.3%	14.0%	13.4%	16.9%	10.0%
카자흐스탄	5.7%	20.0%	21.8%	18.4%	18.8%	14.5%	13.4%	11.1%	16.3%	14.1%	7.1%
러시아	15.4%	10.9%	7.3%	14.5%	-0.2%	5.8%	5.9%	7.6%	12.0%	4.9%	7.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) CJ제일제당

CJ제일제당의 1분기 연결기준 영업이익은 2,381억원(-19.5% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였으나, 대한통운 제외기준 영업이익은 1,485억원(-26% YoY)으로 당사 기대치에 부합하였다. **식품** 부문은 매출이 YoY +4% 증가하고, 영업이익률이 YoY +0.3%p 개선되었다. 판가 인하에 따른 국내 소재식품 매출 감소에도 불구하고, 설날 시점 차이와 IP 연계 신제품 중심 판매 호조에 따른 국내 가공식품 매출 반등(+9% YoY)과 만두 중심의 글로벌 매출 성장(+4.5% YoY), 국내 사업 고정비 절감 등에 기인한다. **바이오** 부문은 매출이 QoQ -6% 감소하였으나, 영업이익률은 QoQ +0.6%p 개선되었다. 셀렉타 비수기 진입과 주요 제품 판가 하락에도 불구하고, 핵산/알지닌 등의 판매량 증가에 힘입어, 영업이익이 전분기 대비 증가한 것으로 판단된다.

동사는 2분기 실적 가이드선으로 당사 기존 전망치에 부합한 매출 YoY Mid single digit 증가, 영업이익률 4% 수준을 제시하였다(대한통운 제외 기준). **식품**은 글로벌 전략 제품(GSP) 중심의 성장과 국내 사업의 고정비 절감이 지속되면서, 전년동기 수준의 수익성을 기록할 전망이다. 한편, **바이오**는 2분기부터 전분기 대비 수익성 반등이 본격화될 전망이다. 경쟁사 공급 차질 및 원가 상승 부담으로 **메티오닌**의 판가가 상승할 것으로 전망되고, 고수익 제품인 **알지닌**의 판매량이 증가하고 있기 때문이다. 하반기에는 중국산 라이신에 대한 미국과 브라질의 관세 부과 정도에 따라, 라이신 ASP도 반등할 가능성이 있다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	6,705	6,721	6,910	7,006	7,111	6,992	7,324	7,353	27,343	28,779	29,646
(YoY)	-7.1%	-7.1%	-6.8%	30.4%	6.1%	4.0%	6.0%	5.0%	-6.9%	5.3%	3.0%
대통제외	3,860	3,806	4,003	3,976	4,027	3,981	4,287	4,197	15,645	16,492	16,973
(YoY)	-13.1%	-12.1%	-13.4%	-11.2%	4.3%	4.6%	7.1%	5.6%	-12.5%	5.4%	2.9%
식품	2,925	2,687	2,984	2,926	3,038	2,805	3,129	3,003	11,522	11,975	12,228
(YoY)	3.3%	-0.7%	0.4%	2.9%	3.9%	4.4%	4.9%	2.6%	1.5%	3.9%	2.1%
국내	1,437	1,319	1,529	1,314	1,483	1,337	1,545	1,323	5,597	5,688	5,731
(YoY)	-1.4%	-4.5%	-2.6%	-3.8%	3.2%	1.4%	1.1%	0.7%	-3.0%	1.6%	0.8%
해외	1,488	1,369	1,455	1,612	1,556	1,468	1,584	1,680	5,925	6,287	6,497
(YoY)	8.2%	3.4%	3.7%	9.0%	4.5%	7.2%	8.8%	4.2%	6.2%	6.1%	3.3%
미주	1,247	1,112	1,209	1,346	1,290	1,196	1,317	1,389	4,914	5,193	5,313
(YoY)	6.1%	-0.3%	2.9%	7.7%	3.5%	7.5%	9.0%	3.2%	4.2%	5.7%	2.3%
(USD YoY)	-2.9%	-2.6%	0.9%	3.8%	2.7%	2.0%	2.0%	1.0%	-0.1%	1.9%	2.0%
미주 외	241	257	247	266	265	272	267	290	1,011	1,094	1,185
바이오	936	1,118	1,019	1,050	989	1,176	1,158	1,194	4,123	4,517	4,744
(YoY)	-8.4%	5.9%	-4.7%	-1.1%	5.7%	5.2%	13.6%	13.8%	-2.0%	9.6%	5.0%
대한통운	2,993	3,048	3,067	3,177	3,215	3,144	3,196	3,303	12,285	12,858	13,243
기타 및 조정	-148	-133	-160	-147	-130	-133	-160	-147	-587	-570	-570
영업이익	296	308	334	296	238	272	378	380	1,234	1,269	1,429
(YoY)	-21.4%	-18.8%	-19.0%	4.0%	-19.5%	-11.6%	13.2%	28.5%	-20.6%	2.8%	12.6%
(OPM)	4.4%	4.6%	4.8%	4.2%	3.3%	3.9%	5.2%	5.2%	4.5%	4.4%	4.8%
대통제외	201	198	190	139	149	158	231	221	728	758	876
(OPM)	5.2%	5.2%	4.7%	3.5%	3.7%	4.0%	5.4%	5.3%	4.6%	4.6%	5.2%
식품	129	90	169	138	143	97	160	138	526	539	548
(OPM)	4.4%	3.4%	5.6%	4.7%	4.7%	3.5%	5.1%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%
바이오	72	108	21	0	6	60	71	82	202	219	328
(OPM)	7.7%	9.7%	2.1%	0.0%	0.6%	5.1%	6.1%	6.9%	4.9%	4.8%	6.9%
대한통운	85	115	148	160	92	120	151	162	508	525	567
기타 및 조정	10	-5	-4	-2	-2	-5	-4	-2	-2	-14	-14
세전이익	165	213	191	-504	170	153	259	220	65	801	977
순이익	58	204	119	-799	120	112	189	160	-417	581	713
(지배)순이익	18	158	73	-821	82	64	126	92	-572	364	478
(YoY)	-79.9%	67.3%	-52.9%	적지	343.2%	-59.3%	72.5%	흑전	적전	흑전	31.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) CJ프레시웨이/롯데칠성/하이트진로

CJ프레시웨이의 1분기 연결기준 영업이익은 110억원으로 시장 컨센서스에 부합했다. 연결기준 매출액은 전년 동기 대비 4% 증가했는데, 급식사업 성장세가 둔화(+4% YoY)된 가운데서도 온라인 사업이 17% 성장하고 식품 원료 부문이 14%의 높은 성장률을 기록한 영향으로 전사 매출은 시장 기대 수준을 충족했다. 연결기준 영업이익 역시 전년 동기 대비 4% 증가했다. 온라인 사업 확대를 위한 선제적 투자와 성장 관련 비용 증가가 있었지만, 프레시원 통합에 따른 고정비 절감 효과가 이를 일부 상쇄하면서 전사 수익성은 전년 수준을 유지한 것으로 평가된다.

CJ프레시웨이의 2분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 6%, 5% 증가할 것으로 예상된다. 특히 마켓보로 지분 인수 이후 식자재 온라인물 사업 확대 전략이 본격화되면서, 올해 온라인 거래액(GMV) 목표를 2,000억원 이상으로 설정했다. 이를 위해 1분기에 이어 쿠폰 제공과 가격 할인 등 공격적인 마케팅을 지속하며 신규 고객 확보와 GMV 성장에 집중할 계획이다.

이에 따라 올해는 단기 수익성 개선보다는 외형 성장에 무게를 두는 시기가 될 가능성이 높다. 공격적인 투자와 고객 확보 전략이 이어질 것으로 예상되는 만큼, 향후 온라인 사업을 중심으로 한 매출 성장 속도가 주가의 핵심 변수로 작용할 것으로 판단된다.

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	798.6	883.3	901.2	898.0	833.9	938.8	994.9	1,039.8	3,481.1	3,807.4	4,371.9
(YoY)	9.2%	8.9%	8.3%	5.6%	4.4%	6.3%	10.4%	15.8%	7.9%	9.4%	14.8%
식자재유통	379.9	393.1	390.4	398.8	399.9	425.8	463.0	487.8	1,562.2	1,776.5	2,147.4
(YoY)	11.5%	8.3%	5.1%	2.3%	5.3%	8.3%	18.6%	22.3%	6.6%	13.7%	20.9%
외식식자재	280.9	291.3	282.0	276.7	286.7	308.8	342.6	358.3	1,130.9	1,296.4	1,643.4
식품 원료	99.0	101.8	108.4	122.1	113.2	117.1	120.3	129.4	431.3	480.0	504.0
급식사업	412.5	484.0	504.0	492.9	427.4	506.8	525.2	545.7	1,893.4	2,005.1	2,198.7
(YoY)	9.5%	11.4%	13.0%	9.7%	3.6%	4.7%	4.2%	10.7%	11.0%	5.9%	9.7%
급식식자재	228.5	266.4	276.6	278.9	231.6	274.4	287.7	301.2	1,050.4	1,094.9	1,182.5
단체급식	184.0	217.6	227.4	214.0	195.8	232.4	237.5	244.5	843.0	910.2	1,016.2
기타	6.2	6.2	6.8	6.3	6.6	6.2	6.8	6.3	25.5	25.9	25.8
매출총이익	138.0	163.9	168.9	163.4	139.1	168.2	176.3	175.5	634.2	659.2	724.9
(GPM)	17.3%	18.6%	18.7%	18.2%	16.7%	17.9%	17.7%	16.9%	18.2%	17.3%	16.6%
판매비	127.4	136.5	135.2	133.5	128.1	139.5	144.3	147.1	532.5	559.0	612.1
(판매비율)	15.9%	15.5%	15.0%	14.9%	15.4%	14.9%	14.5%	14.1%	15.3%	14.7%	14.0%
영업이익	10.6	27.4	33.6	30.0	11.0	28.7	32.0	28.4	101.7	100.2	112.8
(YoY)	0.8%	-8.9%	19.3%	19.0%	3.8%	4.6%	-4.8%	-5.1%	8.1%	-1.5%	12.6%
(OPM)	1.3%	3.1%	3.7%	3.3%	1.3%	3.1%	3.2%	2.7%	2.9%	2.6%	2.6%
세전이익	1.6	20.0	27.6	11.9	4.3	19.6	22.9	19.3	61.2	66.0	79.3
순이익	1.6	15.0	23.3	10.2	3.1	14.8	17.4	14.6	50.1	50.0	60.1
(지배)순이익	1.6	15.0	23.3	10.2	3.1	14.8	17.4	14.6	50.1	50.0	60.1
(YoY)	20.3%	-5.7%	흑전	-40.7%	95.8%	-1.0%	-25.4%	42.9%	93.3%	-0.3%	20.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성의 1분기 연결기준 영업이익은 478억원(+91% YoY)으로 시장 기대치를 상회하였다. 당사 기대치 대비 국내법인의 실적은 대체로 부합하였고, 해외법인의 영업이익률은 크게 상회하였다.

별도기준 매출은 전년동기 대비 +1% 증가하였고, 영업이익률은 YoY +1.5%p 개선되었다. 7개 분기 만에 매출 성장률이 증가세로 턴하였고, 공장 및 물류센터 통합 등으로 인건비 등 전반적인 고정비가 축소되었기 때문이다. 한편, **글로벌**은 일회성 비용이 있었던 파키스탄 법인을 제외한다면, 모두 매출액과 영업이익이 전년동기 대비 증가하였다. **파키스탄**은 일시적인 설비 보수와 외주 비용 반영 등으로 인해, 전년동기 대비 영업이익이 감소하였으나, **필리핀**은 구조 재편에 따른 고정비 절감으로 수익성이 크게 개선되었고, **미얀마**는 전년동기 원액 수급 차질에 따른 기저효과로 매출액과 영업이익이 크게 개선되었다.

1분기 수익성은 전반적인 고정비 절감으로 시장 기대치를 상회하는 모습을 보였으나, **캔/PET 단가 상승에 따른 수익성의 불확실성은 여전히 상존**하고 있다. 특히, 중동전쟁 영향에 따른 원가 상승 부담이 2분기부터 반영되기 때문에, 아직은 전사 실적 개선 가시성이 높다고 얘기하기 어려운 상황이다.

중기적으로 필리핀 법인의 수익성 턴어라운드와 서초동 부지 개발 가능성은 긍정적인 부분이나, 전사 실적 개선 가시성 확보를 위해서는 신제품 성과가 중요할 것으로 판단된다. 동사는 올해 ‘해피즈’ 등 다양한 신제품 출시와 적극적인 판촉 활동을 통해, 신제품 매출 기여도를 확대할 계획이며, **향후 신제품 성과가 주가의 반등 속도를 결정할 것으로 판단**된다.

하이트진로의 1분기 연결기준 영업이익은 559억원(-11% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 연결기준 매출액은 YoY -3.6% 감소하였다. 국내 주류 시장 부진에 따라 별도기준 맥주와 소주 매출이 각각 YoY -8%, -3% 감소하였다. 연결기준 영업이익률은 YoY -0.7%p 하락하였다. 종속기업 손익 개선과 광고선전비 축소(별도기준 -65억원 YoY) 감소에도 불구하고, 매출 부진에 따른 고정비 부담 확대로 수익성이 전년동기 대비 악화되었다(별도기준 OPM 9.5%, -1.5%p YoY).

동사의 2분기 연결기준 영업이익은 568억원(-12% YoY)으로 전망된다. 전반적인 음주 문화 변화로 인해, 국내 소주와 맥주 시장 침체가 지속되고 있다. 이에 따라, 동사는 광고판촉비 절감 등을 통해 수익성 개선을 도모하고 있으나, 판매 부진에 따른 고정비 부담 확대가 수익성에 부담을 줄 것으로 판단된다.

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	910.3	1,087.3	1,079.2	894.3	952.5	1,102.1	1,080.9	925.6	3,971.1	4,061.0	4,142.8
(YoY)	-2.8%	-1.1%	1.3%	-3.1%	4.6%	1.4%	0.2%	3.5%	-1.3%	2.3%	2.0%
별도기준	601.1	681.0	731.8	553.0	608.4	695.3	719.4	560.4	2,567.0	2,583.6	2,618.1
(YoY)	-7.0%	-8.0%	-1.5%	-6.8%	1.2%	2.1%	-1.7%	1.3%	-5.7%	0.6%	1.3%
음료	408.2	491.9	538.4	375.7	414.2	505.6	530.7	384.1	1,814.3	1,834.6	1,860.0
(YoY)	-5.4%	-8.5%	-0.1%	-6.4%	1.5%	2.8%	-1.4%	2.2%	-5.0%	1.1%	1.4%
주류	192.9	189.1	193.3	177.3	194.2	189.7	188.7	176.2	752.7	748.9	758.0
(YoY)	-10.2%	-6.5%	-5.3%	-7.7%	0.7%	0.3%	-2.4%	-0.6%	-7.5%	-0.5%	1.2%
연결-별도	309.2	406.3	347.4	341.3	344.1	406.7	361.4	365.2	1,404.2	1,477.5	1,524.7
팜시필라핀(73.6%)	254.2	303.4	247.8	271.1	258.9	303.3	254.5	274.0	1,076.5	1,090.7	1,117.0
파키스탄(52%)	39.0	49.6	46.6	33.9	42.3	54.6	51.3	37.3	169.1	185.4	194.7
미얀마(77.8%)	6.0	34.4	27.3	12.4	26.8	30.0	30.0	30.0	80.1	116.8	128.5
기타 및 연결조정	10.0	18.9	25.7	23.9	16.1	18.9	25.7	23.9	78.5	84.6	84.6
매출총이익	295.2	368.3	385.0	278.2	321.6	368.2	376.2	283.0	1,326.6	1,349.0	1,386.2
(GPM)	32.4%	33.9%	35.7%	31.1%	33.8%	33.4%	34.8%	30.6%	33.4%	33.2%	33.5%
판매비	270.1	305.9	293.2	290.2	273.8	304.8	293.5	268.3	1,159.5	1,140.4	1,166.3
(YoY)	-3.4%	-7.2%	-2.0%	-0.2%	1.4%	-0.4%	0.1%	-7.6%	-3.3%	-1.6%	2.3%
(판매비율)	29.7%	28.1%	27.2%	32.5%	28.7%	27.7%	27.2%	29.0%	29.2%	28.1%	28.2%
영업이익	25.0	62.4	91.8	-12.0	47.8	63.4	82.7	14.7	167.2	208.6	219.9
(YoY)	-31.9%	3.5%	16.6%	적전	91.0%	1.6%	-10.0%	흑전	-9.6%	24.8%	5.4%
(OPM)	2.7%	5.7%	8.5%	-1.3%	5.0%	5.7%	7.6%	1.6%	4.2%	5.1%	5.3%
별도기준	27.2	26.6	69.0	-20.7	36.7	31.7	56.8	2.5	102.1	127.6	129.5
(YoY)	-25.6%	-31.1%	10.3%	적전	34.7%	19.2%	-17.7%	흑전	-26.5%	25.0%	1.4%
(OPM)	4.5%	3.9%	9.4%	-3.7%	6.0%	4.6%	7.9%	0.4%	4.0%	4.9%	4.9%
음료	13.0	23.7	55.1	-17.9	21.1	27.5	44.7	0.7	73.9	94.1	95.2
(OPM)	3.2%	4.8%	10.2%	-4.8%	5.1%	5.4%	8.4%	0.2%	4.1%	5.1%	5.1%
주류	14.2	2.9	13.9	-2.8	15.6	4.2	12.1	1.8	28.2	33.6	34.2
(OPM)	7.4%	1.5%	7.2%	-1.6%	8.0%	2.2%	6.4%	1.0%	3.7%	4.5%	4.5%
연결-별도	-2.2	35.8	22.8	8.7	11.1	31.7	25.9	12.3	65.1	80.9	90.4
팜시필라핀(73.6%)	-3.3	8.8	4.6	7.8	5.4	13.8	7.6	6.8	17.9	33.6	39.1
파키스탄(52%)	3.9	6.1	4.2	0.8	1.0	5.5	4.0	0.2	15.0	10.7	11.2
미얀마(77.8%)	-1.3	14.8	6.0	1.1	4.6	6.3	6.3	6.3	20.6	23.5	27.0
기타 및 연결조정	-1.5	6.1	8.0	-1.0	0.1	6.1	8.0	-1.0	11.6	13.2	13.2
세전이익	10.7	37.2	79.8	-43.8	34.2	46.5	67.1	-4.8	83.9	143.0	154.2
순이익	5.4	27.7	62.0	-43.9	25.3	33.9	49.0	-3.5	51.2	104.7	112.6
(지배)순이익	7.0	24.8	59.4	-44.0	24.4	30.8	47.1	-7.5	47.2	94.8	104.6
(YoY)	-60.1%	28.4%	35.6%	적지	248.0%	24.1%	-20.7%	적지	-20.1%	100.7%	10.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	612.8	646.6	669.5	569.7	590.8	622.7	654.0	569.8	2,498.6	2,437.4	2,448.7
(YoY)	-1.3%	-2.8%	-2.4%	-9.1%	-3.6%	-3.7%	-2.3%	0.0%	-3.9%	-2.4%	0.5%
별도기준	546.2	573.8	599.0	521.4	517.4	550.0	583.4	511.8	2,240.4	2,162.6	2,180.8
(YoY)	0.2%	-3.9%	-3.0%	-8.4%	-5.3%	-4.1%	-2.6%	-1.9%	-3.8%	-3.5%	0.8%
맥주	171.8	206.6	225.1	148.0	157.9	187.9	215.6	149.2	751.6	710.7	714.3
(YoY)	-10.3%	1.2%	-8.0%	-17.3%	-8.1%	-9.1%	-4.2%	0.8%	-8.3%	-5.4%	0.5%
제품	150.0	182.9	197.2	127.2	137.9	165.1	187.7	127.5	657.3	618.2	618.2
(YoY)	-11.8%	2.1%	-9.3%	-17.8%	-8.1%	-9.7%	-4.8%	0.3%	-8.9%	-5.9%	0.0%
상품/기타	21.8	23.7	27.9	20.9	20.1	22.8	27.9	21.7	94.3	92.4	96.1
소주	343.8	334.2	339.6	321.9	332.8	327.8	333.1	327.9	1,275.4	1,261.7	1,261.7
(YoY)	4.1%	-4.9%	3.1%	-7.5%	-3.2%	-1.9%	-1.9%	1.9%	-1.4%	-1.1%	0.0%
기타	30.6	32.9	34.3	51.5	26.7	34.3	34.7	34.6	213.5	190.3	204.8
연결-별도	66.6	72.8	70.5	48.3	73.4	72.8	70.5	58.0	258.1	274.7	267.9
매출총이익	276.4	303.8	294.4	234.9	264.7	285.3	294.3	225.6	1,109.5	1,069.9	1,081.8
(GPM)	45.1%	47.0%	44.0%	41.2%	44.8%	45.8%	45.0%	39.6%	44.4%	43.9%	44.2%
별도기준	245.1	266.8	263.5	213.9	228.0	248.4	263.4	204.6	989.4	944.4	956.2
(GPM)	44.9%	46.5%	44.0%	41.0%	44.1%	45.2%	45.1%	40.0%	44.2%	43.7%	43.8%
연결-별도	31.3	36.9	30.9	21.0	36.7	36.9	30.9	21.0	120.1	125.6	125.6
판매비	213.7	239.3	240.0	244.2	208.8	228.5	235.8	225.3	937.2	898.3	906.3
(판매비율)	34.9%	37.0%	35.8%	42.9%	35.3%	36.7%	36.1%	39.5%	37.5%	36.9%	37.0%
별도기준	185.0	207.3	210.1	214.7	179.0	196.4	205.9	195.8	817.0	777.1	785.1
(판매비율)	33.9%	36.1%	35.1%	41.2%	34.6%	35.7%	35.3%	38.3%	36.5%	35.9%	36.0%
연결-별도	28.7	32.0	29.9	29.5	29.8	32.0	29.9	29.5	120.2	121.2	121.2
영업이익	62.7	64.5	54.4	-9.2	55.9	56.8	58.5	0.4	172.3	171.6	175.4
(YoY)	29.7%	-5.5%	-22.5%	적전	-10.8%	-11.9%	7.5%	흑전	-17.2%	-0.4%	2.2%
(OPM)	10.2%	10.0%	8.1%	-1.6%	9.5%	9.1%	8.9%	0.1%	6.9%	7.0%	7.2%
별도기준	60.2	59.6	53.4	-0.8	49.0	51.9	57.5	8.8	172.3	167.3	171.1
(YoY)	47.7%	-8.2%	-19.9%	적전	-18.5%	-12.8%	7.7%	흑전	-14.5%	-2.9%	2.3%
(OPM)	11.0%	10.4%	8.9%	-0.2%	9.5%	9.4%	9.9%	1.7%	7.7%	7.7%	7.8%
연결-별도	2.6	4.9	1.0	-8.4	6.9	4.9	1.0	-8.4	0.0	4.3	4.3
세전이익	51.6	44.7	46.3	-75.9	50.6	31.8	33.5	-24.6	66.8	91.2	94.5
순이익	38.0	32.9	33.9	-63.7	35.8	22.7	23.9	-17.5	41.1	65.0	67.6
(지배)순이익	38.0	33.1	34.0	-63.6	36.0	22.7	23.9	-17.5	41.5	65.2	67.6
(YoY)	44.8%	-24.6%	-22.4%	적지	-5.3%	-31.2%	-29.7%	적지	-56.7%	57.1%	3.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치



기업분석

신세계 (004170)	BUY(Maintain)/목표주가 630,000원 (상향) 하반기도 탄탄대로
현대백화점 (069960)	BUY(Maintain)/목표주가 147,000원 하반기 증익 전환 기대
롯데쇼핑 (023530)	BUY(Maintain)/목표주가 200,000원 (상향) 탄력 받은 실적 개선
삼양식품 (003230)	BUY(Maintain)/목표주가 1,850,000원 수요 호조에 대응하는 Capa 확대
KT&G (033780)	BUY(Maintain)/목표주가 220,000원 하반기 新 주주환원정책 기대
오리온 (271560)	BUY(Maintain)/목표주가 175,000원 중국 매출 성장률 회복에 주목
CJ제일제당 (097950)	BUY(Maintain)/목표주가 310,000원 2분기부터 바이오 반등 전망



BUY(Maintain)

목표주가 630,000원 (상향)
 주가(5/19) 506,000원

음식료/유통 **Analyst 박상준, CFA**

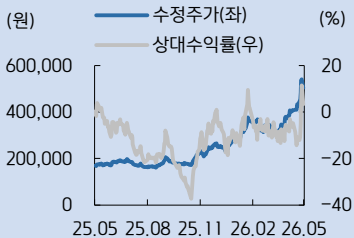
Stock Data

KOSPI (5/19)	7,271.66pt		
시가총액	47,793억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	541,000원	161,200원	
최고/최저가 대비 등락	-6.5%	213.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	33.5%	13.7%
	6M	124.4%	21.3%
	1Y	199.9%	7.4%

Company Data

발행주식수	9,445천주	
일평균 거래량(3M)	70천주	
외국인 지분율	23.5%	
배당수익률(26E)	1.1%	
BPS(26E)	514,211원	
주주 주주	정유경 외 3 인	29.8%

Price Trend



하반기도 탄탄대로

>>> 2Q 기준점 성장률 +20% 전망

신세계의 2분기 백화점 기준점 성장률은 +20% 수준으로 전망된다(관리기준). 내수 소비경기 호조, 대형점 리뉴얼 효과, 외국인 매출 고성장 등이 겹치면서, 2분기에도 백화점은 견조한 이익 증가 흐름을 보일 전망이다(백화점 OP +48% YoY). 신세계인터내셔널/센트럴시티는 백화점 업황 호조에 따른 수혜가 기대되고, 면세점은 5월부터 인천공항점 DF2 영업이 종료되면서 월별 손익이 개선될 것으로 전망된다.

>>> 하반기에도 고성장세 이어질 전망

동사는 백화점을 중심으로 주요 자회사의 실적이 호조를 보이며, 하반기에도 이익 고성장 흐름이 지속될 전망이다. 백화점은 하반기로 갈수록 감가상각비 YoY 증가분이 축소되고, 면세점도 영업이익률이 상승할 것으로 기대된다. 특히, 주요 자회사 모두 내수 소비경기 호조에 따른 수혜가 큰 편이기 때문에, 전사 실적 개선 흐름이 탄탄하게 나타날 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 63만원

신세계에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 63만원으로 상향(실적 추정치 상향)한다. 동사는 내수 소비경기 호조와 외국인 매출 증가, 백화점 대형점 리뉴얼 효과, 면세점 수익구조 개선을 바탕으로 올해 내내 견조한 실적 개선이 지속될 전망이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,570.4	6,929.5	7,327.5	7,376.5	7,547.3
영업이익	477.0	480.0	768.7	822.3	861.0
EBITDA	836.5	865.3	1,167.2	1,225.7	1,287.3
세전이익	194.6	132.2	639.9	705.2	760.0
순이익	186.6	64.6	490.0	534.5	576.1
지배주주지분순이익	107.8	13.9	414.5	455.7	496.3
EPS(원)	10,948	1,440	42,971	48,243	52,545
증감률(%YoY)	-52.1	-86.8	2,883.5	12.3	8.9
PER(배)	12.1	171.5	11.8	10.5	9.6
PBR(배)	0.31	0.53	0.98	0.91	0.84
EV/EBITDA(배)	8.6	9.2	8.6	7.9	7.1
영업이익률(%)	7.3	6.9	10.5	11.1	11.4
ROE(%)	2.5	0.3	8.9	9.0	9.0
순차입금비율(%)	59.5	52.6	43.0	35.3	25.6

자료: 키움증권 리서치센터

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	2,878	2,896	2,814	3,420	3,214	3,145	2,986	3,516	12,008	12,861	13,116
(YoY)	2.1%	4.1%	3.9%	7.3%	11.7%	8.6%	6.1%	2.8%	4.4%	7.1%	2.0%
백화점	1,792	1,747	1,712	2,154	2,032	1,991	1,849	2,261	7,404	8,133	8,377
(YoY)	-0.5%	0.0%	1.4%	7.2%	13.4%	14.0%	8.0%	5.0%	2.2%	9.8%	3.0%
신세계 DF	637	685	621	688	677	610	577	577	2,631	2,441	2,308
(YoY)	13.7%	21.5%	9.1%	8.9%	6.3%	-10.9%	-7.1%	-16.1%	13.1%	-7.2%	-5.4%
순매출액	1,666	1,694	1,636	1,934	1,847	1,784	1,726	1,971	6,929	7,328	7,377
(YoY)	3.8%	5.6%	6.2%	6.2%	10.9%	5.3%	5.5%	1.9%	5.5%	5.7%	0.7%
백화점	655	625	623	764	741	709	669	799	2,668	2,918	2,991
(YoY)	-1.3%	-2.6%	1.1%	6.4%	13.0%	13.5%	7.5%	4.5%	1.0%	9.4%	2.5%
신세계인터	256	253	257	344	296	269	274	382	1,110	1,221	1,282
(YoY)	-17.4%	-21.1%	-13.2%	133.9%	15.7%	6.4%	6.8%	10.9%	3.4%	10.0%	5.0%
신세계 DF	562	605	539	599	590	531	503	503	2,305	2,127	2,011
(YoY)	15.4%	22.9%	14.2%	7.9%	5.0%	-12.2%	-6.7%	-16.1%	14.9%	-7.7%	-5.4%
센트럴시티	89	96	98	110	99	104	106	116	393	425	442
신세계까사	62	58	64	63	111	114	118	118	247	461	475
라이브쇼핑	81	80	85	91	90	80	85	91	337	345	345
기타 및 조정	-39	-25	-29	-37	-79	-25	-29	-37	-130	-170	-170
영업이익	132	75	100	173	198	152	179	240	480	769	822
(YoY)	-18.8%	-35.9%	7.3%	66.5%	49.5%	102.2%	79.2%	39.0%	0.6%	60.2%	7.0%
(OPM)	4.6%	2.6%	3.5%	5.0%	6.2%	4.8%	6.0%	6.8%	4.0%	6.0%	6.3%
백화점	108	71	84	143	141	105	115	165	406	525	545
(YoY)	-5.1%	-13.3%	-4.9%	18.6%	30.7%	48.3%	36.3%	14.9%	0.4%	29.4%	3.7%
(OPM)	6.0%	4.1%	4.9%	6.7%	6.9%	5.3%	6.2%	7.3%	5.5%	6.5%	6.5%
신세계인터	2	-6	-5	-3	15	8	7	13	-11	43	54
(OPM)	0.8%	-2.3%	-2.0%	-0.8%	5.0%	2.8%	2.7%	3.4%	-1.0%	3.5%	4.2%
신세계 DF	-2	-2	-6	2	11	22	26	26	-7	83	102
(OPM)	-0.4%	-0.2%	-0.9%	0.3%	1.6%	3.5%	4.4%	4.4%	-0.3%	3.4%	4.4%
센트럴시티	22	10	28	29	26	13	31	31	89	101	105
신세계까사	0	-2	0	-3	1	1	1	1	-5	4	4
라이브쇼핑	6	6	2	6	7	7	3	7	20	23	23
기타 및 조정	-3	-2	-3	-2	-3	-2	-3	-2	-11	-11	-11
세전이익	105	12	63	-47	185	104	142	209	132	640	705
순이익	77	8	48	-69	145	79	108	158	65	490	535
(지배)순이익	58	-2	35	-77	120	62	89	143	14	414	456
(YoY)	-44.1%	적전	67.3%	적지	108.9%	흑전	152.9%	흑전	-87.1%	287.4%	9.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	6,570.4	6,929.5	7,327.5	7,376.5	7,547.3
매출원가	2,517.7	2,736.4	2,700.4	2,676.3	2,735.1
매출총이익	4,052.7	4,193.1	4,627.1	4,700.2	4,812.2
판매비	3,575.7	3,713.2	3,858.4	3,877.9	3,951.2
영업이익	477.0	480.0	768.7	822.3	861.0
EBITDA	836.5	865.3	1,167.2	1,225.7	1,287.3
영업외손익	-282.4	-347.8	-128.8	-117.1	-101.0
이자수익	41.5	34.8	38.5	48.6	64.7
이자비용	195.9	192.0	183.3	181.7	181.7
외환관련이익	24.9	26.1	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	55.7	29.4	20.0	20.0	20.0
중속 및 관계기업손익	-12.3	-12.3	4.4	4.4	4.4
기타	-84.9	-175.0	11.6	11.6	11.6
법인세차감전이익	194.6	132.2	639.9	705.2	760.0
법인세비용	8.0	67.6	149.9	170.7	183.9
계속사업손익	186.6	64.6	490.0	534.5	576.1
당기순이익	186.6	64.6	490.0	534.5	576.1
지배주주순이익	107.8	13.9	414.5	455.7	496.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.4	5.5	5.7	0.7	2.3
영업이익 증감율	-25.4	0.6	60.1	7.0	4.7
EBITDA 증감율	-13.7	3.4	34.9	5.0	5.0
지배주주순이익의 증감율	-52.1	-87.1	2,882.0	9.9	8.9
EPS 증감율	-52.1	-86.8	2,883.5	12.3	8.9
매출총이익률(%)	61.7	60.5	63.1	63.7	63.8
영업이익률(%)	7.3	6.9	10.5	11.1	11.4
EBITDA Margin(%)	12.7	12.5	15.9	16.6	17.1
지배주주순이익률(%)	1.6	0.2	5.7	6.2	6.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	775.8	990.6	1,016.0	1,174.7	1,247.9
당기순이익	186.6	64.6	490.0	534.5	576.1
비현금항목의 가감	854.8	983.0	732.1	745.4	784.5
유형자산감가상각비	337.7	356.9	369.4	375.9	400.2
무형자산감가상각비	54.8	61.7	62.4	60.7	59.4
지분법평가손익	-12.3	-12.3	4.4	4.4	4.4
기타	474.6	576.7	295.9	304.4	320.5
영업활동자산부채증감	-41.1	137.1	46.8	156.7	146.5
매출채권및기타채권의감소	127.4	-3.5	-39.3	-4.2	-14.6
채고자산의감소	-77.6	32.4	-74.9	-6.7	-23.4
매입채무및기타채무의증가	2.9	98.4	162.7	167.6	184.4
기타	-93.8	9.8	-1.7	0.0	0.1
기타현금흐름	-224.5	-194.1	-252.9	-261.9	-259.2
투자활동 현금흐름	-981.4	-646.0	-393.1	-563.1	-393.1
유형자산의 취득	-895.4	-490.9	-430.0	-600.0	-430.0
유형자산의 처분	10.5	4.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-13.3	-6.8	-55.0	-55.0	-55.0
투자자산의감소(증가)	38.0	-224.3	-48.1	-48.1	-48.1
단기금융자산의감소(증가)	124.8	-274.4	0.0	0.0	0.0
기타	-246.0	346.4	140.0	140.0	140.0
재무활동 현금흐름	-16.9	-81.5	-412.1	-286.0	-286.0
차입금의 증가(감소)	248.2	203.5	-162.3	0.0	0.0
자본금 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-134.1	-0.1	35.4	0.0	0.0
배당금지급	-82.1	-86.1	-45.6	-47.3	-47.3
기타	-48.9	-198.8	-238.6	-238.7	-238.7
기타현금흐름	2.4	-0.5	46.8	47.4	28.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-220.0	262.7	257.6	373.0	597.3
기초현금 및 현금성자산	802.5	582.5	845.1	1,102.7	1,475.8
기말현금 및 현금성자산	582.5	845.1	1,102.7	1,475.8	2,073.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,342.7	2,766.7	3,138.5	3,522.5	4,157.8
현금 및 현금성자산	582.5	845.1	1,102.7	1,475.8	2,073.1
단기금융자산	49.2	323.6	323.6	323.6	323.6
매출채권 및 기타채권	596.6	586.0	625.3	629.5	644.0
채고자산	979.1	928.9	1,003.8	1,010.5	1,033.9
기타유동자산	135.3	83.1	83.1	83.1	83.2
비유동자산	12,729.1	13,066.6	13,172.3	13,443.2	13,521.1
투자자산	2,235.9	2,448.0	2,500.5	2,552.9	2,605.4
유형자산	7,795.4	7,794.8	7,855.4	8,079.5	8,109.3
무형자산	574.1	642.2	634.8	629.1	624.7
기타비유동자산	2,123.7	2,181.6	2,181.6	2,181.7	2,181.7
자산총계	15,071.8	15,833.3	16,310.8	16,965.6	17,678.9
유동부채	4,947.4	5,175.7	5,176.2	5,343.7	5,528.2
매입채무 및 기타채무	1,802.9	1,982.0	2,144.7	2,312.3	2,496.7
단기금융부채	2,229.2	2,237.3	2,075.0	2,075.0	2,075.0
기타유동부채	915.3	956.4	956.5	956.4	956.5
비유동부채	3,749.7	4,085.2	4,085.2	4,085.2	4,085.2
장기금융부채	2,927.8	3,161.4	3,161.4	3,161.4	3,161.4
기타비유동부채	821.9	923.8	923.8	923.8	923.8
부채총계	8,697.1	9,261.0	9,261.4	9,429.0	9,613.4
지배지분	4,265.1	4,455.3	4,856.8	5,265.1	5,714.1
자본금	49.2	49.2	48.2	48.2	48.2
자본잉여금	423.9	423.9	423.9	423.9	423.9
기타자본	-192.5	-157.2	-121.8	-121.8	-121.8
기타포괄손익누계액	266.9	481.8	481.8	481.8	481.8
이익잉여금	3,717.6	3,657.6	4,024.7	4,433.1	4,882.0
비지배지분	2,109.6	2,117.0	2,192.6	2,271.5	2,351.3
자본총계	6,374.7	6,572.4	7,049.4	7,536.6	8,065.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	10,948	1,440	42,971	48,243	52,545
BPS	433,221	461,923	514,211	557,442	604,974
CFPS	105,774	108,266	126,702	135,514	144,051
DPS	4,500	5,200	5,400	5,400	5,400
주가배수(배)					
PER	12.1	171.5	11.8	10.5	9.6
PER(최고)	17.4	188.8	9.1		
PER(최저)	11.4	88.9	5.3		
PBR	0.31	0.53	0.98	0.91	0.84
PBR(최고)	0.44	0.59	0.76		
PBR(최저)	0.29	0.28	0.44		
PSR	0.20	0.34	0.67	0.65	0.63
PCFR	1.3	2.3	4.0	3.7	3.5
EV/EBITDA	8.6	9.2	8.6	7.9	7.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.1	70.6	9.7	8.9	8.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.4	2.1	1.1	1.1	1.1
ROA	1.3	0.4	3.0	3.2	3.3
ROE	2.5	0.3	8.9	9.0	9.0
ROIC	4.4	3.5	6.7	7.1	7.5
매출채권회전율	10.0	11.7	12.1	11.8	11.9
채고자산회전율	7.0	7.3	7.6	7.3	7.4
부채비율	136.4	140.9	131.4	125.1	119.2
순차입금비율	59.5	52.6	43.0	35.3	25.6
이자보상배율, 현금	2.4	2.5	4.2	4.5	4.7
총차입금	4,422.7	4,622.7	4,460.4	4,460.4	4,460.4
순차입금	3,791.0	3,454.0	3,034.1	2,661.0	2,063.7
EBITDA	363.1	296.7	563.1	598.1	627.4
FCF	-183.8	358.7	556.7	536.4	748.5

현대백화점 (069960)



BUY(Maintain)

목표주가 147,000원
주가(5/19) 108,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

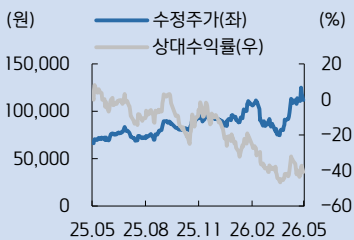
Stock Data

KOSPI (5/19)	7,271.66pt		
시가총액	23,290억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	125,000원	65,700원	
최고/최저가 대비 등락	-13.6%	64.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	19.7%	2.0%
	6M	16.8%	-36.9%
	1Y	64.4%	-41.1%

Company Data

발행주식수	21,565천주
일평균 거래량(3M)	120천주
외국인 지분율	26.2%
배당수익률(26E)	2.1%
BPS(26E)	227,963원
주요 주주	현대지에프홀딩스 43.4%
	외 2인

Price Trend



하반기 증익 전환 기대

>>> 2Q 기준점 성장률 +13% 전망

현대백화점의 2분기 백화점 기준점 성장률은 +13% 수준으로 전망된다(관리기준). 내수 소비경기 호조, 외국인 매출 고성장, 감가상각비 축소 등이 겹치면서, 2분기에도 백화점은 견조한 이익 증가 흐름을 보일 전망이다(백화점 OP +56% YoY). 특히, 대형점과 외국인 매출 성장률이 1분기 대비 개선되면서, 2분기 기준점 성장률이 올라오고 있는 점이 긍정적이다.

>>> 지누스의 실적 가시성 개선이 관건

중기적으로는 지누스의 실적 가시성 개선이 중요할 것으로 판단된다. 1분기 영업이익이 당사 기대치를 하회하였고, 이에 따라 2분기 전망치도 하향 조정하였다. 당사는 2분기 아마존 프라임데이 행사와 관세 환급을 통해 지누스의 실적 반등을 기대하고 있으나, 의미 있는 연결기준 영업이익의 YoY 증가는 하반기부터 가능할 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 147,000원

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

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,187.6	4,230.3	4,253.1	4,495.6	4,608.2
영업이익	284.0	377.9	397.1	432.8	445.6
EBITDA	593.5	683.6	674.3	729.3	742.9
세전이익	6.1	123.4	374.8	416.0	436.4
순이익	-0.8	141.5	261.1	299.3	313.9
지배주주지분순이익	-35.9	207.7	274.6	307.1	322.5
EPS(원)	-1,543	9,177	12,492	14,395	15,117
증감률(% YoY)	적지	흑전	36.1	15.2	5.0
PER(배)	-30.6	9.7	8.6	7.5	7.1
PBR(배)	0.24	0.44	0.47	0.45	0.43
EV/EBITDA(배)	6.2	6.1	6.9	6.1	5.7
영업이익률(%)	6.8	8.9	9.3	9.6	9.7
ROE(%)	-0.8	4.6	5.8	6.2	6.1
순차입금비용(%)	12.0	6.4	8.3	5.8	2.7

자료: 키움증권 리서치센터

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	2,555	2,474	2,320	2,523	2,306	2,427	2,423	2,662	9,871	9,817	10,168
(YoY)	5.0%	-0.1%	-4.6%	-7.3%	-9.7%	-1.9%	4.4%	5.5%	-1.9%	-0.5%	3.6%
순매출액	1,098	1,080	1,010	1,042	950	1,058	1,077	1,169	4,230	4,253	4,496
(YoY)	15.4%	5.5%	-2.6%	-11.4%	-13.5%	-2.1%	6.6%	12.2%	1.0%	0.5%	5.7%
백화점	589	590	577	682	633	637	611	702	2,438	2,584	2,635
(YoY)	-0.8%	-3.6%	1.5%	3.2%	7.4%	8.0%	6.0%	3.0%	0.1%	6.0%	2.0%
(기준점 성장률)	1.0%	-0.3%	4.5%	8.3%	10.0%	13.0%	9.0%	5.0%	3.5%	9.1%	3.0%
면세점	294	294	223	205	214	297	330	330	1,014	1,171	1,337
(YoY)	22.0%	22.0%	-2.5%	-22.2%	-27.2%	1.2%	48.3%	61.4%	4.3%	15.5%	14.2%
지누스	250	229	242	192	140	156	166	173	913	635	659
(YoY)	64.2%	11.2%	-11.4%	-33.6%	-44.2%	-31.9%	-31.3%	-10.0%	-0.8%	-30.5%	3.8%
기타 및 조정	-34	-33	-31	-37	-36	-33	-31	-37	-135	-136	-136
영업이익	112	87	73	106	99	77	91	130	378	397	433
(YoY)	63.3%	102.8%	12.5%	-1.7%	-12.1%	-11.8%	25.5%	23.1%	33.1%	5.1%	9.0%
(OPM)	4.4%	3.5%	3.1%	4.2%	4.3%	3.2%	3.8%	4.9%	3.8%	4.0%	4.3%
백화점	97	69	89	138	136	108	117	151	394	512	520
(OPM)	5.6%	4.1%	5.3%	7.0%	7.4%	5.9%	6.6%	7.4%	5.5%	6.8%	6.8%
면세점	-2	-1	1	2	3	4	4	5	0	16	25
(OPM)	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	0.0%	0.9%	1.3%
지누스	28	29	-8	-24	-30	-25	-20	-15	25	-91	-72
(OPM)	10.1%	11.5%	-2.7%	-10.4%	-18.5%	-13.8%	-10.5%	-7.6%	2.5%	-12.3%	-9.4%
기타 및 조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	121	78	65	-141	98.6	69	84	123	123	375	416
순이익	88	54	48	-49	64.9	47	59	90	142	261	299
(지배)순이익	68	45	45	49	68.2	57	61	88	208	275	307
(YoY)	-0.6%	흑전	113.4%	146.8%	0.4%	27.2%	35.2%	77.8%	흑전	32.2%	11.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	4,187.6	4,230.3	4,253.1	4,495.6	4,608.2
매출원가	1,722.2	1,680.4	1,661.0	1,820.8	1,866.7
매출총이익	2,465.4	2,549.9	2,592.0	2,674.7	2,741.5
판매비	2,181.4	2,171.9	2,195.0	2,241.9	2,295.9
영업이익	284.0	377.9	397.1	432.8	445.6
EBITDA	593.5	683.6	674.3	729.3	742.9
영업외손익	-277.9	-254.6	-22.2	-16.8	-9.2
이자수익	52.8	48.7	49.9	53.5	61.2
이자비용	102.2	92.2	88.5	86.7	86.7
외환관련이익	68.1	35.6	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	44.1	41.6	30.0	30.0	30.0
중속 및 관계기업손익	25.4	4.8	0.0	0.0	0.0
기타	-277.9	-209.9	16.4	16.4	16.3
법인세차감전이익	6.1	123.4	374.8	416.0	436.4
법인세비용	6.9	-18.2	113.7	116.8	122.5
계속사업손익	-0.8	141.5	261.1	299.3	313.9
당기순이익	-0.8	141.5	261.1	299.3	313.9
지배주주순이익	-35.9	207.7	274.6	307.1	322.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.5	1.0	0.5	5.7	2.5
영업이익 증감율	-6.4	33.1	5.1	9.0	3.0
EBITDA 증감율	-2.5	15.2	-1.4	8.2	1.9
지배주주순이익 증감율	적지	흑전	32.2	11.8	5.0
EPS 증감율	적지	흑전	36.1	15.2	5.0
매출총이익률(%)	58.9	60.3	60.9	59.5	59.5
영업이익률(%)	6.8	8.9	9.3	9.6	9.7
EBITDA Margin(%)	14.2	16.2	15.9	16.2	16.1
지배주주순이익률(%)	-0.9	4.9	6.5	6.8	7.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	733.9	986.2	449.3	632.4	708.4
당기순이익	-0.8	141.5	261.1	299.3	313.9
비현금항목의 가감	789.4	723.5	537.5	561.7	576.0
유형자산감가상각비	258.5	257.5	242.8	261.1	261.0
무형자산감가상각비	68.2	65.4	51.7	52.7	53.6
지분법평가손익	-146.1	-4.8	0.0	0.0	0.0
기타	608.8	405.4	243.0	247.9	261.4
영업활동자산부채증감	90.2	294.9	-204.8	-86.4	-41.3
매출채권및기타채권의감소	76.7	164.5	-100.1	-58.4	-27.1
채고자산의감소	18.1	160.0	-103.5	-31.9	-14.8
매입채무및기타채무의증가	-30.6	-25.9	0.6	6.0	2.8
기타	26.0	-3.7	-1.8	-2.1	-2.2
기타현금흐름	-144.9	-173.7	-144.5	-142.2	-140.2
투자활동 현금흐름	-192.6	-692.6	-282.6	-330.0	-330.0
유형자산의 취득	-474.7	-579.3	-460.0	-260.0	-260.0
유형자산의 처분	41.1	12.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.4	-3.7	-70.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	507.6	-28.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	173.8	-270.9	247.4	0.0	0.0
기타	-437.0	177.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-585.6	-137.7	-91.5	-220.4	-172.5
차입금의 증가(감소)	-404.5	59.0	-30.6	-50.0	0.0
자본금 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-6.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.6	-21.1	114.4	0.0	0.0
배당금지급	-37.8	-51.1	-46.4	-48.0	-50.1
기타	-139.7	-124.5	-122.4	-122.4	-122.4
기타현금흐름	6.2	-1.9	3.0	16.5	1.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-38.1	154.0	78.2	98.5	207.1
기초현금 및 현금성자산	164.1	125.9	279.9	358.1	456.7
기말현금 및 현금성자산	125.9	279.9	358.1	456.7	663.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,046.2	3,082.2	3,116.7	3,305.6	3,554.6
현금 및 현금성자산	125.9	279.9	358.1	456.7	663.8
단기금융자산	965.9	1,236.8	989.4	989.4	989.4
매출채권 및 기타채권	1,112.8	923.4	1,023.6	1,082.0	1,109.1
채고자산	616.8	456.1	559.6	591.5	606.3
기타유동자산	1,190.7	1,422.8	1,175.4	1,175.4	1,175.4
비유동자산	8,171.5	8,167.6	8,403.0	8,419.3	8,434.6
투자자산	328.3	356.9	356.9	356.9	356.9
유형자산	5,789.6	5,984.3	6,201.5	6,200.4	6,199.4
무형자산	1,221.6	962.3	980.6	997.9	1,014.3
기타비유동자산	832.0	864.1	864.0	864.1	864.0
자산총계	11,217.7	11,249.8	11,519.8	11,724.9	11,989.3
유동부채	3,288.0	3,733.7	3,203.7	3,159.6	3,162.4
매입채무 및 기타채무	1,354.8	1,340.7	1,341.3	1,347.3	1,350.0
단기금융부채	1,231.0	1,702.1	1,171.5	1,121.5	1,121.5
기타유동부채	702.2	690.9	690.9	690.8	690.9
비유동부채	1,695.3	1,205.3	1,705.3	1,705.3	1,705.3
장기금융부채	1,209.8	856.8	1,356.8	1,356.8	1,356.8
기타비유동부채	485.5	348.5	348.5	348.5	348.5
부채총계	4,983.3	4,939.1	4,909.0	4,865.0	4,867.8
지배지분	4,395.4	4,549.5	4,863.0	5,120.0	5,390.2
자본금	117.0	117.0	110.5	110.5	110.5
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	-112.7	-139.0	-24.7	-24.7	-24.7
기타포괄손익누계액	25.2	39.3	39.3	39.3	39.3
이익잉여금	3,753.7	3,920.1	4,125.7	4,382.7	4,652.9
비지배지분	1,839.1	1,761.2	1,747.8	1,739.9	1,731.3
자본총계	6,234.4	6,310.7	6,610.8	6,859.9	7,121.5
투자지표					
(단위: 원, %, 배)					
12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,543	9,177	12,492	14,395	15,117
BPS	194,238	201,050	227,963	240,008	252,675
CFPS	33,844	38,227	36,335	40,360	41,715
DPS	1,400	2,150	2,250	2,350	2,450
주가배수(배)					
PER	-30.6	9.7	8.6	7.5	7.1
PER(최고)	-40.1	10.9	9.2		
PER(최저)	-26.9	5.0	6.3		
PBR	0.24	0.44	0.47	0.45	0.43
PBR(최고)	0.32	0.50	0.50		
PBR(최저)	0.21	0.23	0.34		
PSR	0.26	0.47	0.56	0.51	0.50
PCFR	1.4	2.3	3.0	2.7	2.6
EV/EBITDA	6.2	6.1	6.9	6.1	5.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-4,060.4	32.8	18.4	16.8	16.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.0	2.4	2.1	2.2	2.3
ROA	0.0	1.3	2.3	2.6	2.6
ROE	-0.8	4.6	5.8	6.2	6.1
ROIC	-2.1	3.1	3.6	3.9	4.0
매출채권회전율	3.7	4.2	4.4	4.3	4.2
채고자산회전율	6.8	7.9	8.4	7.8	7.7
부채비율	79.9	78.3	74.3	70.9	68.4
순차입금비율	12.0	6.4	8.3	5.8	2.7
이자보상배율, 현금	2.8	4.1	4.5	5.0	5.1
총차입금	1,842.7	1,923.5	1,892.9	1,842.9	1,842.9
순차입금	750.8	406.8	545.4	396.8	189.7
EBITDA	-154.1	230.8	264.5	298.9	308.0
FCF	-174.3	278.5	-175.8	196.2	251.4



BUY(Maintain)

목표주가 200,000원 (상향)
 주가(5/19) 161,100원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

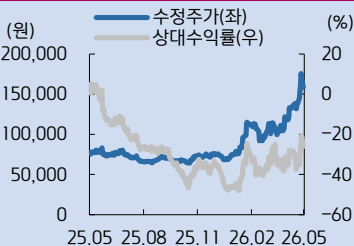
Stock Data

KOSPI (5/19)	7,271.66pt	
시가총액	45,573억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	175,700원	64,100원
최고/최저가 대비 등락	-8.3%	151.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	32.8%
	6M	123.4%
	1Y	116.8%
		-22.4%

Company Data

발행주식수	28,289천주
일평균 거래량(3M)	152천주
외국인 지분율	9.9%
배당수익률(26E)	2.5%
BPS(26E)	546,277원
주요 주주	롯데지주 외 26인 60.1%

Price Trend



탄력 받은 실적 개선

>>> 2Q 기존점 성장률 +13% 전망

롯데쇼핑의 2분기 백화점 기존점 성장률은 +13% 수준으로 전망된다(관리기준). 내수 소비경기 호조, 외국인 매출 고성장애 따른 영업레버리지 효과에 힘입어, 2분기에도 백화점은 견조한 이익 증가 흐름을 보일 전망이다(백화점 OP +43% YoY). 특히, 명동, 잠실, 부산 3개점을 중심으로 높은 성장세가 나타나면서, 매출 고성장세가 지속될 전망이다.

>>> 베트남과 유니클로 실적 개선도 긍정적

베트남도 내수 소비경기 호조에 힘입어, 백화점과 할인점의 기존점 성장률도 +10%를 상회하고 있다. 동사는 이와 같은 업황 호조에 힘입어, 베트남에서 쇼핑몰과 할인점을 중심으로 추가 출점을 고려하고 있다. 또한, 관계기업 FRL코리아(유니클로)도 소비경기 호조 영향이 증산층으로 확대되면서, 매출 고성장 이어지고 있기 때문에, 추가적인 실적 개선 모멘텀으로 작용할 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 20만원

롯데쇼핑에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 20만원으로 상향한다(실적 추정치 상향). 동사는 고소득층 및 고액자산가 뿐만 아니라 중산층에서도 소비 회복 흐름이 나타나면서, 전사 영업레버리지 효과가 확대될 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,986.6	13,738.4	13,991.3	14,098.0	14,205.6
영업이익	473.1	547.0	766.1	800.9	806.1
EBITDA	1,085.0	1,108.8	1,303.3	1,350.5	1,369.0
세전이익	-1,021.2	83.4	548.7	605.5	609.8
순이익	-994.1	73.6	423.4	459.0	462.2
지배주주지분순이익	-968.0	51.6	381.5	425.0	429.5
EPS(원)	-34,219	1,822	13,488	15,025	15,182
증감률(% YoY)	적전	흑전	640.1	11.4	1.0
PER(배)	-1.6	39.8	11.9	10.7	10.6
PBR(배)	0.10	0.14	0.29	0.29	0.28
EV/EBITDA(배)	9.8	10.1	10.6	10.2	10.2
영업이익률(%)	3.4	4.0	5.5	5.7	5.7
ROE(%)	-7.7	0.3	2.5	2.7	2.7
순차입금비율(%)	44.2	44.0	43.8	42.8	42.6

자료: 키움증권 리서치센터

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	4,891	4,759	4,761	5,172	5,156	4,968	4,880	5,222	19,582	20,225	20,442
(YoY)	-1.3%	-2.3%	-3.2%	1.8%	5.4%	4.4%	2.5%	1.0%	-1.2%	3.3%	1.1%
순매출액	3,457	3,350	3,410	3,522	3,582	3,421	3,457	3,532	13,738	13,991	14,098
(YoY)	-1.6%	-2.3%	-4.4%	1.3%	3.6%	2.1%	1.4%	0.3%	-1.8%	1.8%	0.8%
백화점	806	816	765	953	872	882	812	982	3,339	3,549	3,624
(YoY)	-1.1%	-2.4%	1.3%	4.4%	8.2%	8.1%	6.2%	3.1%	0.6%	6.3%	2.1%
국내	775	786	734	917	837	849	778	944	3,213	3,408	3,476
(YoY)	-1.4%	-2.7%	0.7%	4.2%	7.9%	7.9%	6.0%	3.0%	0.3%	6.1%	2.0%
해외	31	30	31	36	36	33	34	38	127	141	148
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	1,526	1,324	1,357	1,346	5,471	5,552	5,603
(YoY)	0.3%	-1.8%	-7.5%	1.7%	2.6%	2.2%	1.7%	-0.6%	-1.9%	1.5%	0.9%
국내	1,018	946	990	971	1,041	964	1,003	952	3,925	3,959	3,959
(YoY)	-3.4%	-2.2%	-9.6%	0.9%	2.2%	2.0%	1.3%	-2.0%	-3.8%	0.9%	0.0%
해외	469	350	344	383	485	360	354	394	1,546	1,593	1,644
이커머스	28	27	23	32	27	25	23	32	109	107	107
슈퍼	305	309	314	299	306	309	314	299	1,226	1,227	1,239
하이마트	529	594	652	524	497	559	633	509	2,300	2,197	2,165
홈쇼핑	228	231	211	232	232	236	207	237	902	912	912
컬처웍스	86	92	128	128	125	101	128	128	434	482	482
기타 및 조정	-13	-14	-16	-1	-3	-14	-16	-1	-44	-34	-34
영업이익	148	41	131	228	253	90	172	251	547	766	801
(YoY)	29.0%	-27.5%	-15.8%	54.7%	70.6%	121.9%	32.2%	10.1%	15.6%	40.1%	4.5%
(OPM)	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	7.1%	2.6%	5.0%	7.1%	4.0%	5.5%	5.7%
백화점	130	65	83	226	191	110	121	254	504	677	714
(YoY)	44.0%	10.4%	17.7%	25.6%	47.1%	69.7%	45.9%	12.5%	26.1%	34.3%	5.5%
(OPM)	16.8%	8.3%	11.3%	24.7%	22.8%	13.0%	15.6%	26.9%	15.1%	19.1%	19.7%
국내	128	63	80	220	184	103	114	245	491	645	681
해외	2	2	4	6	8	7	8	10	13	32	34
할인점	28	-39	12	-8	34	-38	9	-16	-7	-11	-19
(OPM)	1.9%	-3.0%	0.9%	-0.6%	2.2%	-2.8%	0.7%	-1.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
국내	7	-48	2	-18	9	-49	-3	-28	-57	-71	-85
해외	21	9	9	10	25	11	12	12	50	60	66
이커머스	-9	-8	-10	-3	-6	-4	-4	-2	-29	-15	-7
슈퍼	3	3	5	-3	2	2	4	-4	8	5	3
하이마트	-11	10	19	-9	-15	3	19	-8	10	-2	2
홈쇼핑	12	12	10	10	26	16	12	12	45	66	62
컬처웍스	-10	-6	8	-2	8	-3	8	-2	-11	11	11
기타 및 조정	5	4	3	15	12	4	3	15	27	34	34
영업외손익	-104	-65	-145	-150	-73	-50	-59	-35	-464	-217	-195
이자수익-이자비용	-117	-113	-115	-120	-115	-114	-114	-114	-465	-456	-444
지분법손익	6	49	39	71	37	59	49	71	164	215	225
기타	8	0	-69	-101	5	5	6	7	-163	23	23
세전이익	45	-24	-15	78	180.1	39	113	216	83	549	606
순이익	18	-10	-49	115	143.9	29	86	164	74	423	459
(지배)순이익	16	-20	-57	112	128.2	20	74	159	52	382	425
(YoY)	-79.2%	적지	적지	흑전	691.8%	흑전	흑전	41.7%	흑전	640.1%	11.4%
기준점 성장률											
국내 백화점	1.0%	0.5%	2.8%	8.0%	13.0%	13.0%	9.0%	5.0%	3.2%	9.8%	3.0%
국내 할인점	0.0%	2.0%	-13.0%	-2.0%	1.0%	0.0%	1.3%	-2.0%	-3.5%	0.1%	0.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	13,986.6	13,738.4	13,991.3	14,098.0	14,205.6
매출원가	7,251.4	7,075.2	7,028.9	7,025.4	7,063.6
매출총이익	6,735.2	6,663.2	6,962.4	7,072.7	7,142.0
판매비	6,262.1	6,116.2	6,196.3	6,271.8	6,336.0
영업이익	473.1	547.0	766.1	800.9	806.1
EBITDA	1,085.0	1,108.8	1,303.3	1,350.5	1,369.0
영업외손익	-1,494.3	-463.6	-217.4	-195.3	-196.2
이자수익	144.8	116.7	106.1	117.9	112.9
이자비용	621.3	582.0	562.0	561.6	561.6
외환관련이익	18.9	44.3	15.0	15.0	15.0
외환관련손실	195.5	32.1	15.0	15.0	15.0
중속 및 관계기업손익	142.6	164.3	215.0	225.0	229.0
기타	-983.8	-174.8	23.5	23.4	23.5
법인세차감전이익	-1,021.2	83.4	548.7	605.5	609.8
법인세비용	-27.2	9.9	125.4	146.5	147.6
계속사업손익	-994.1	73.6	423.4	459.0	462.2
당기순이익	-994.1	73.6	423.4	459.0	462.2
지배주주순이익	-968.0	51.6	381.5	425.0	429.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.9	-1.8	1.8	0.8	0.8
영업이익 증감율	-6.9	15.6	40.1	4.5	0.6
EBITDA 증감율	-8.1	2.2	17.5	3.6	1.4
지배주주순이익의 증감율	적전	흑전	639.3	11.4	1.1
EPS 증감율	적전	흑전	640.1	11.4	1.0
매출총이익률(%)	48.2	48.5	49.8	50.2	50.3
영업이익률(%)	3.4	4.0	5.5	5.7	5.7
EBITDA Margin(%)	7.8	8.1	9.3	9.6	9.6
지배주주순이익률(%)	-6.9	0.4	2.7	3.0	3.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,587.9	1,723.8	1,680.3	1,798.5	1,804.9
당기순이익	-994.1	73.6	423.4	459.0	462.2
비현금항목의 가감	2,707.7	1,621.1	1,484.5	1,498.4	1,502.8
유형자산감가상각비	553.7	485.6	461.3	484.9	506.5
무형자산감가상각비	58.1	76.1	75.8	64.8	56.4
지분법평가손익	-204.9	-204.1	-215.0	-225.0	-229.0
기타	2,300.8	1,263.5	1,162.4	1,173.7	1,168.9
영업활동자산부채증감	-114.8	46.1	-102.2	-12.4	-12.5
매출채권및기타채권의감소	54.6	131.7	-44.4	-5.4	-5.4
채고자산의감소	-68.6	19.9	-68.8	-11.6	-11.7
매입채무및기타채무의증가	-8.4	0.1	11.0	4.6	4.7
기타	-92.4	-105.6	0.0	0.0	-0.1
기타현금흐름	-10.9	-17.0	-125.4	-146.5	-147.6
투자활동 현금흐름	-1,067.6	-870.9	-532.4	-520.7	-525.6
유형자산의 취득	-906.0	-651.8	-750.0	-750.0	-750.0
유형자산의 처분	26.4	28.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-21.0	-46.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	127.8	2.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	8.4	-489.7	0.0	0.0	0.0
기타	-303.2	285.7	247.6	259.3	254.4
재무활동 현금흐름	-497.6	-1,741.6	-1,272.9	-1,053.8	-1,285.8
차입금의 증가(감소)	703.4	-440.2	13.3	232.0	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	-143.2	-194.6	-113.1	-113.1	-113.1
기타	-1,057.8	-1,106.8	-1,173.1	-1,172.7	-1,172.7
기타현금흐름	-57.6	-94.5	38.5	36.2	-102.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-34.9	-983.3	-86.5	26.2	-109.4
기초현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	571.5	485.0	745.2
기말현금 및 현금성자산	1,554.8	571.5	485.0	745.2	635.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,516.9	5,195.0	5,221.7	5,499.0	5,406.7
현금 및 현금성자산	1,554.8	571.5	485.0	745.2	635.8
단기금융자산	1,339.2	1,828.9	1,828.9	1,828.9	1,828.9
매출채권 및 기타채권	724.1	660.7	705.1	710.5	715.9
채고자산	1,540.5	1,458.1	1,526.9	1,538.5	1,550.3
기타유동자산	358.3	675.8	675.8	675.9	675.8
비유동자산	33,486.1	32,715.3	33,023.1	33,328.5	33,774.5
투자자산	3,033.2	3,030.6	3,245.6	3,470.6	3,699.6
유형자산	24,306.4	24,063.5	24,352.1	24,617.2	24,860.7
무형자산	751.6	788.3	742.5	707.7	681.3
기타비유동자산	5,394.9	4,832.9	4,682.9	4,533.0	4,532.9
자산총계	39,003.0	37,910.3	38,244.9	38,827.4	39,181.3
유동부채	9,836.0	9,989.9	9,214.2	9,450.9	9,455.5
매입채무 및 기타채무	3,126.7	3,023.6	3,034.6	3,039.2	3,043.9
단기금융부채	5,209.9	5,349.9	4,563.2	4,795.2	4,795.2
기타유동부채	1,499.4	1,616.4	1,616.4	1,616.5	1,616.4
비유동부채	12,133.4	11,054.2	11,854.2	11,854.2	11,854.2
장기금융부채	9,610.1	8,489.9	9,289.9	9,289.9	9,289.9
기타비유동부채	2,523.3	2,564.3	2,564.3	2,564.3	2,564.3
부채총계	21,969.4	21,044.1	21,068.4	21,305.0	21,309.7
지배지분	15,504.0	15,185.0	15,453.5	15,765.4	16,081.8
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	-3,048.4	-3,067.1	-3,067.1	-3,067.1	-3,067.1
기타포괄손익누계액	7,190.3	7,095.9	7,095.9	7,095.9	7,095.9
이익잉여금	7,497.7	7,440.5	7,709.0	8,020.9	8,337.3
비지배지분	1,529.7	1,681.2	1,723.0	1,757.0	1,789.7
자본총계	17,033.6	16,866.2	17,176.5	17,522.4	17,871.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-34,219	1,822	13,488	15,025	15,182
BPS	548,061	536,787	546,277	557,304	568,489
CFPS	60,578	59,905	67,444	69,194	69,463
DPS	3,800	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	-1.6	39.8	11.9	10.7	10.6
PER(최고)	-2.7	46.0	8.9		
PER(최저)	-1.5	28.4	5.0		
PBR	0.10	0.14	0.29	0.29	0.28
PBR(최고)	0.17	0.16	0.22		
PBR(최저)	0.10	0.10	0.12		
PSR	0.11	0.15	0.33	0.32	0.32
PCFR	0.9	1.2	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	9.8	10.1	10.6	10.2	10.2
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	-10.8	153.7	26.7	24.6	24.5
배당수익률(%보통주, 현금)	7.0	5.5	2.5	2.5	2.5
ROA	-2.9	0.2	1.1	1.2	1.2
ROE	-7.7	0.3	2.5	2.7	2.7
ROIC	10.9	1.5	1.7	1.8	1.8
매출채권회전율	16.3	19.8	20.5	19.9	19.9
채고자산회전율	10.0	9.2	9.4	9.2	9.2
부채비율	129.0	124.8	122.7	121.6	119.2
순차입금비율	44.2	44.0	43.8	42.8	42.6
이자보상배율, 현금	0.8	0.9	1.4	1.4	1.4
총차입금	10,421.6	9,826.7	9,840.0	10,072.0	10,072.0
순차입금	7,527.5	7,426.3	7,526.2	7,497.9	7,607.3
EBITDA	2,409.1	390.4	454.1	472.5	476.4
FCF	2,005.4	328.8	109.0	229.8	246.9

삼양식품 (003230)



BUY(Maintain)

목표주가 1,850,000원
주가(5/19) 1,391,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

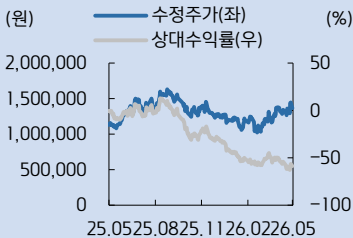
Stock Data

KOSPI (5/19)	7,271.66pt		
시가총액	104,784억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	1,630,000원	1,022,000원	
최고/최저가 대비 등락	-14.7%	36.1%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	1.1%	-13.9%
	6M	1.2%	-45.3%
	1Y	20.7%	-56.8%

Company Data

발행주식수	7,533천주	
일평균 거래량(3M)	59천주	
외국인 지분율	15.0%	
배당수익률(26E)	0.4%	
BPS(26E)	234,572원	
주요 주주	삼양라운드스퀘어 외 6 인	45.0%

Price Trend



수요 호조에 대응하는 Capa 확대

>>> 견고한 성장세를 확인한 1분기

삼양식품의 1분기 연결기준 매출액은 QoQ +12% 증가하였다. 현지통화 기준으로 중국법인 매출은 춘절 물량 판매가 주로 1분기에 반영되면서 QoQ +12% 증가하였고, 미국법인 매출은 에스닉 채널 중심으로 QoQ +6% 증가하였으며, 유럽법인 매출은 네덜란드/독일/폴란드 중심의 매출 증가와 프랑스/핀란드 신규 진출 등에 힘입어 QoQ +36% 증가하였다.

>>> 수요 호조에 대응하는 Capa 확대

동사는 위와 같은 글로벌 수요 증가에 대응하기 위해, 1) 올해 3월부터 유연근무제를 도입하여 실질 Capa를 +10% 확대하였고, 2) 내년 1분기에는 중국 신공장 가동을 통해 Capa를 +40% 확대할 예정이다. 특히 중국은 소매가격이 로컬 브랜드 대비 거의 2배 수준이기 때문에, 현지공장 설립이후 공격적인 판매량 확대가 가능할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 185만원

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 185만원을 유지한다. 동사는 핵심 브랜드인 불닭볶음면의 글로벌 확장성을 앞세워, 올해 영업이익이 +40% 증가할 전망이다. 내년에도 중국 공장 증설에 따라, 영업이익이 최소 +20% 이상 증가할 전망이다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,728.0	2,351.8	3,046.7	3,588.2	4,129.2
영업이익	344.6	524.2	734.5	897.0	1,115.4
EBITDA	390.6	587.9	815.1	989.8	1,221.7
세전이익	351.6	516.9	738.8	912.5	1,145.9
순이익	271.3	388.7	552.2	691.7	868.6
지배주주지분순이익	272.0	389.4	552.3	691.7	868.6
EPS(원)	36,106	51,697	73,322	91,820	115,304
증감률(% YoY)	115.4	43.2	41.8	25.2	25.6
PER(배)	21.2	23.8	19.0	15.1	12.1
PBR(배)	7.05	7.39	5.93	4.34	3.24
EV/EBITDA(배)	14.8	16.0	12.5	9.8	7.3
영업이익률(%)	19.9	22.3	24.1	25.0	27.0
ROE(%)	39.4	37.6	36.5	33.1	30.8
순차입금비율(%)	3.0	9.8	-16.6	-33.7	-47.6

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	529.0	553.1	632.0	637.7	714.4	762.3	777.2	792.8	2,351.8	3,046.7	3,588.2
(YoY)	37.1%	30.3%	44.0%	33.2%	35.0%	37.8%	23.0%	24.3%	36.1%	29.5%	17.8%
국내	105.0	112.9	121.5	128.6	129.4	128.5	133.9	138.5	468.0	530.4	568.6
(YoY)	8.5%	22.3%	23.8%	22.5%	23.2%	13.8%	10.3%	7.8%	19.3%	13.3%	7.2%
해외	424.0	440.2	510.5	509.1	585.0	633.8	643.3	654.2	1,883.8	2,516.3	3,019.6
(YoY)	46.7%	32.5%	49.8%	36.2%	38.0%	44.0%	26.0%	28.5%	41.0%	33.6%	20.0%
매출총이익	244.9	255.5	261.2	291.4	302.9	331.5	340.4	349.5	1,053.0	1,324.2	1,577.1
(GPM)	46.3%	46.2%	41.3%	45.7%	42.4%	43.5%	43.8%	44.1%	44.8%	43.5%	44.0%
판매비	110.9	135.4	130.3	152.2	125.8	150.6	152.9	160.5	528.8	589.8	680.1
(판매비율)	21.0%	24.5%	20.6%	23.9%	17.6%	19.8%	19.7%	20.2%	22.5%	19.4%	19.0%
영업이익	134.0	120.1	130.9	139.2	177.1	180.9	187.5	189.0	524.2	734.5	897.0
(YoY)	67.2%	34.2%	49.9%	58.8%	32.2%	50.6%	43.2%	35.8%	52.1%	40.1%	22.1%
(OPM)	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	24.8%	23.7%	24.1%	23.8%	22.3%	24.1%	25.0%
세전이익	135.0	104.9	138.0	139.0	201.2	182.0	188.6	167.1	516.9	738.8	912.5
순이익	99.0	84.1	110.0	95.6	144.5	137.9	142.9	126.9	388.7	552.2	691.7
(지배)순이익	99.1	84.5	110.2	95.6	144.6	137.9	142.9	126.9	389.4	552.3	691.7
(YoY)	49.0%	19.8%	87.2%	25.7%	45.9%	63.2%	29.7%	32.7%	43.2%	41.8%	25.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,728.0	2,351.8	3,046.7	3,588.2	4,129.2
매출원가	1,004.8	1,298.8	1,722.5	2,011.1	2,243.5
매출충이의	723.2	1,053.0	1,324.2	1,577.1	1,885.7
판관비	378.6	528.8	589.8	680.1	770.4
영업이익	344.6	524.2	734.5	897.0	1,115.4
EBITDA	390.6	587.9	815.1	989.8	1,221.7
영업외손익	7.1	-7.3	4.3	15.5	30.5
이자수익	9.8	7.8	14.4	24.4	39.4
이자비용	14.4	15.1	12.1	10.8	10.8
외환관련이익	45.8	57.6	55.4	55.4	55.4
외환관련손실	18.4	63.4	53.9	53.9	53.9
중속 및 관계기업손익	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
기타	-15.9	5.5	0.2	0.1	0.1
법인세차감전이익	351.6	516.9	738.8	912.5	1,145.9
법인세비용	80.4	128.2	186.6	220.8	277.3
계속사업손익	271.3	388.7	552.2	691.7	868.6
당기순이익	271.3	388.7	552.2	691.7	868.6
지배주주순이익	272.0	389.4	552.3	691.7	868.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	44.9	36.1	29.5	17.8	15.1
영업이익 증감율	133.6	52.1	40.1	22.1	24.3
EBITDA 증감율	117.4	50.5	38.6	21.4	23.4
지배주주순이익 증감율	115.4	43.2	41.8	25.2	25.6
EPS 증감율	115.4	43.2	41.8	25.2	25.6
매출총이익률(%)	41.9	44.8	43.5	44.0	45.7
영업이익률(%)	19.9	22.3	24.1	25.0	27.0
EBITDA Margin(%)	22.6	25.0	26.8	27.6	29.6
지배주주순이익률(%)	15.7	16.6	18.1	19.3	21.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	357.9	309.3	521.0	592.9	745.4
당기순이익	271.3	388.7	552.2	691.7	868.6
비현금항목의 가감	139.2	226.7	108.1	120.2	133.8
유형자산감가상각비	42.4	57.6	71.2	86.1	101.6
무형자산감가상각비	3.7	6.2	9.4	6.7	4.7
지분법평가손익	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	93.3	163.2	27.8	27.7	27.8
영업활동자산부채증감	-7.4	-193.8	47.2	1.8	20.3
매출채권및기타채권의감소	-15.4	-60.8	-23.2	-37.7	-37.6
채고자산의감소	4.6	-112.0	-9.6	-45.2	-45.2
매입채무및기타채무의증가	15.1	-2.0	81.5	87.0	105.4
기타	-11.7	-19.0	-1.5	-2.3	-2.3
기타현금흐름	-45.2	-112.3	-186.5	-220.8	-277.3
투자활동 현금흐름	-214.3	-479.0	-204.8	-195.4	-180.9
유형자산의 취득	-228.5	-449.0	-220.0	-220.0	-220.0
유형자산의 처분	0.1	1.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.9	-12.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.1	-2.0	0.1	0.1	0.1
단기금융자산의감소(증가)	7.2	-30.7	-4.6	-5.1	-5.6
기타	16.9	13.4	19.7	29.6	44.6
재무활동 현금흐름	-34.9	170.2	-161.5	-107.2	-69.4
차입금의 증가(감소)	4.5	126.3	-100.0	-42.3	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	99.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-19.4	-29.8	-36.0	-40.7	-45.2
기타	-20.0	-25.4	-25.5	-24.2	-24.2
기타현금흐름	7.4	-2.5	161.5	185.5	227.0
현금 및 현금성자산의 순증가	116.1	-2.0	316.1	475.8	722.1
기초현금 및 현금성자산	218.7	334.8	332.8	649.0	1,124.8
기말현금 및 현금성자산	334.8	332.8	649.0	1,124.8	1,846.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	682.1	878.2	1,231.7	1,795.5	2,606.0
현금 및 현금성자산	334.8	332.8	649.0	1,124.8	1,846.8
단기금융자산	15.6	46.2	50.9	55.9	61.5
매출채권 및 기타채권	138.4	188.7	211.9	249.5	287.1
채고자산	148.0	245.0	254.6	299.8	345.0
기타유동자산	45.3	65.5	65.3	65.5	65.6
비유동자산	912.6	1,318.3	1,457.8	1,585.2	1,699.0
투자자산	15.8	18.2	18.3	18.5	18.7
유형자산	748.0	1,072.6	1,221.4	1,355.3	1,473.6
무형자산	57.9	67.7	58.2	51.6	46.8
기타비유동자산	90.9	159.8	159.9	159.8	159.9
자산총계	1,594.8	2,196.5	2,689.5	3,380.7	4,305.0
유동부채	492.4	555.5	536.9	828.5	933.9
매입채무 및 기타채무	246.1	263.7	345.2	432.2	537.6
단기금융부채	121.0	164.0	64.0	268.6	268.6
기타유동부채	125.3	127.8	127.7	127.7	127.7
비유동부채	274.3	369.5	369.5	122.5	122.5
장기금융부채	254.2	340.1	340.1	93.2	93.2
기타비유동부채	20.1	29.4	29.4	29.3	29.3
부채총계	766.7	925.0	906.4	951.1	1,056.5
자본지분	816.8	1,255.4	1,767.0	2,413.5	3,232.4
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.4	79.5	79.5	79.5	79.5
기타자본	-6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	4.6	8.8	8.8	8.8	8.8
이익잉여금	769.9	1,129.5	1,641.1	2,287.6	3,106.5
비지배자본	11.2	16.2	16.1	16.1	16.1
자본총계	828.0	1,271.5	1,783.1	2,429.6	3,248.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	36,106	51,697	73,322	91,820	115,304
BPS	108,436	166,650	234,572	320,392	429,096
CFPS	54,487	81,694	87,657	107,777	133,064
DPS	3,300	4,800	5,400	6,000	6,600
주가배수(배)					
PER	21.2	23.8	19.0	15.1	12.1
PER(최고)	22.2	32.2	17.8		
PER(최저)	4.7	12.9	13.4		
PBR	7.05	7.39	5.93	4.34	3.24
PBR(최고)	7.38	9.99	5.56		
PBR(최저)	1.56	4.00	4.18		
PSR	3.33	3.94	3.44	2.92	2.54
PCFR	14.0	15.1	15.9	12.9	10.5
EV/EBITDA	14.8	16.0	12.5	9.8	7.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.1	9.3	7.4	6.5	5.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
ROA	19.6	20.5	22.6	22.8	22.6
ROE	39.4	37.6	36.5	33.1	30.8
ROIC	34.3	36.7	39.3	45.2	52.4
매출채권회전율	15.7	14.4	15.2	15.6	15.4
재고자산회전율	11.9	12.0	12.2	12.9	12.8
부채비율	92.6	72.7	50.8	39.1	32.5
순차입금비율	3.0	9.8	-16.6	-33.7	-47.6
이자보상배율, 현금	23.9	34.7	60.7	82.8	103.0
총차입금	375.2	504.2	404.1	361.8	361.8
순차입금	24.8	125.1	-295.7	-818.9	-1,546.6
EBITDA	390.6	587.9	815.1	989.8	1,221.7
FCF	62.9	-189.0	456.9	554.5	752.1



BUY(Maintain)

목표주가 220,000원
 주가(5/19) 177,200원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

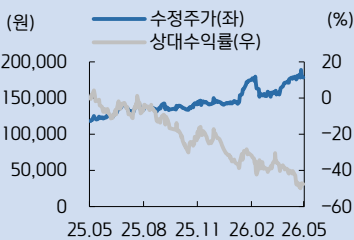
Stock Data

KOSPI (5/19)	7,271.66pt		
시가총액	183,952억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	189,000원	118,000원	
최고/최저가 대비 등락	-6.2%	50.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	3.4%	-11.9%
	6M	22.4%	-33.9%
	1Y	50.2%	-46.2%

Company Data

발행주식수	103,810천주
일평균 거래량(3M)	321천주
외국인 지분율	50.8%
배당수익률(26E)	3.6%
BPS(26E)	93,201원
주요 주주	First Eagle Investment Management, LLC 9.4%

Price Trend



하반기 新 주주환원정책 기대

>>> 해외 궤련 매출 성장 지속

KT&G는 글로벌 생산 체제 확립과 함께, 해외 궤련 매출 고성장이 지속되고 있다. 제품 가격 인상과 원화 약세로 ASP가 안정적으로 상승하고 있고, 신시장 중심의 판매량 성장세도 지속하고 있다. 단기적으로 중등 전쟁에 따른 우려가 있었으나, 대체 루트를 활용하면서 현재까지는 출하에 차질이 없는 상황이다.

>>> 하반기 新 주주환원정책 기대

동사는 하반기에 배당을 강화한 새로운 주주환원정책을 발표할 예정이다. 동사의 기대 배당수익률은 적극적인 주주환원확대에 따른 주가 상승으로 과거 대비 많이 낮아졌고, 글로벌 피어 그룹 대비도 낮은 수준이다. 따라서, Capex 축소로 확보한 현금흐름으로 현금배당을 강화한다면, 주가가 한번 더 레벨업 할 수 있을 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 22만원

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 22만원을 유지한다. 동사는 안정적 이익 증가와 주주환원 확대를 바탕으로 중장기 기업가치 상승이 가능할 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,908.8	6,579.7	6,839.0	7,000.2	7,165.3
영업이익	1,188.8	1,343.7	1,491.8	1,569.0	1,638.1
EBITDA	1,389.5	1,600.4	1,803.2	1,875.7	1,940.7
세전이익	1,565.8	1,455.3	1,607.2	1,679.6	1,745.0
순이익	1,165.0	1,102.3	1,199.2	1,254.6	1,303.5
지배주주지분순이익	1,165.7	1,090.1	1,201.5	1,254.6	1,303.5
EPS(원)	8,975	8,973	10,184	12,298	13,003
증감률(%,YoY)	35.7	0.0	13.5	20.8	5.7
PER(배)	11.9	15.8	17.4	14.4	13.6
PBR(배)	1.45	1.81	1.90	1.82	1.74
EV/EBITDA(배)	9.1	10.6	10.5	10.1	9.8
영업이익률(%)	20.1	20.4	21.8	22.4	22.9
ROE(%)	12.7	11.8	12.8	13.0	13.2
순차입금비율(%)	-4.1	5.9	4.9	5.4	5.7

자료: 키움증권 리서치센터

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,714	1,704	1,683	1,876	1,577	6,580	6,839	7,000
(YoY)	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	14.3%	8.7%	2.7%	-8.0%	11.4%	3.9%	2.4%
담배	988	1,091	1,232	1,056	1,156	1,219	1,274	1,088	4,367	4,737	4,877
(YoY)	15.4%	10.2%	17.6%	4.4%	17.0%	11.8%	3.4%	3.0%	11.8%	8.5%	3.0%
국내	512	548	615	504	493	552	565	520	2,179	2,130	2,103
(YoY)	-0.2%	-3.1%	4.7%	-6.9%	-3.7%	0.7%	-8.2%	3.1%	-1.3%	-2.3%	-1.3%
NGP	139	140	168	140	140	159	161	159	587	620	649
퀄런	374	408	447	364	353	393	403	361	1,592	1,510	1,454
해외	470	525	635	551	660	650	727	567	2,181	2,604	2,771
NGP	21	56	111	116	101	90	90	90	303	371	360
퀄런	449	469	524	435	560	560	637	477	1,878	2,233	2,411
(YoY)	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	24.6%	19.4%	21.4%	9.5%	29.5%	18.9%	8.0%
매출 증감률											
국내 NGP	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	1.4%	13.6%	-4.1%	13.3%	5.1%	5.6%	4.6%
국내 퀄런	-2.4%	-4.8%	3.6%	-10.6%	-5.5%	-3.8%	-9.7%	-0.8%	-3.5%	-5.2%	-3.7%
해외 퀄런	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	24.6%	19.4%	21.4%	9.5%	29.5%	18.9%	8.0%
판매량 증감률											
국내 NGP	7.0%	0.0%	11.4%	-3.1%	4.6%	18.6%	1.8%	19.8%	3.9%	10.7%	5.5%
국내 퀄런	-4.8%	-5.1%	3.5%	-11.6%	-4.7%	-5.4%	-10.9%	-0.2%	-4.4%	-5.6%	-3.7%
해외 퀄런	22.8%	9.2%	12.9%	0.8%	15.0%	7.1%	7.4%	6.9%	11.1%	9.0%	5.0%
원/달러	1,451	1,404	1,385	1,448	1,462	1,470	1,460	1,460	1,421	1,463	1,460
(YoY)	9.3%	2.4%	2.0%	3.8%	0.8%	4.7%	5.4%	0.8%	4.2%	2.9%	-0.2%
건기식	314	221	360	242	333	227	367	251	1,137	1,178	1,199
(YoY)	1.9%	-16.8%	-11.3%	-24.9%	5.8%	2.9%	2.1%	3.7%	-12.6%	3.6%	1.8%
국내	245	162	305	174	265	163	308	177	885	914	914
(YoY)	0.6%	-6.3%	-4.9%	-7.8%	8.4%	1.0%	1.0%	2.0%	-4.3%	3.2%	0.0%
해외	70	59	55	68	67	64	60	74	252	264	285
부동산	100	144	146	323	117	144	146	145	713	551	551
기타	88	93	89	93	98	93	89	93	363	373	373
영업이익	286	350	465	243	365	384	471	273	1,344	1,492	1,569
(YoY)	20.7%	8.7%	11.4%	14.3%	27.7%	9.7%	1.1%	12.4%	13.0%	11.0%	5.2%
(OPM)	19.2%	22.6%	25.5%	14.2%	21.4%	22.8%	25.1%	17.3%	20.4%	21.8%	22.4%
담배	253	322	372	205	322	355	382	248	1,151	1,306	1,381
(OPM)	25.6%	29.5%	30.2%	19.4%	27.8%	29.1%	30.0%	22.8%	26.4%	27.6%	28.3%
건기식	18	6	72	7	28	10	73	13	103	123	126
(OPM)	5.8%	2.8%	19.9%	3.1%	8.4%	4.6%	19.8%	5.0%	9.1%	10.5%	10.5%
부동산	10	18	21	32	14	14	14	14	81	57	57
기타	4	4	1	-1	1	4	1	-1	8	5	5
세전이익	337	189	544	385	508	288	504	307	1,455	1,607	1,680
순이익	258	144	419	282	378	215	377	229	1,102	1,199	1,255
(지배)순이익	256	143	419	272	381	215	377	229	1,090	1,201	1,255
(YoY)	-10.7%	-54.2%	73.8%	-16.4%	48.9%	50.1%	-10.2%	-15.7%	-6.5%	10.2%	4.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,908.8	6,579.7	6,839.0	7,000.2	7,165.3
매출원가	3,006.8	3,435.3	3,527.5	3,568.2	3,652.3
매출충이의	2,902.0	3,144.4	3,311.5	3,432.1	3,513.0
판관비	1,713.2	1,800.7	1,819.7	1,863.1	1,874.9
영업이익	1,188.8	1,343.7	1,491.8	1,569.0	1,638.1
EBITDA	1,389.5	1,600.4	1,803.2	1,875.7	1,940.7
영업외손익	377.0	111.6	115.4	110.6	106.9
이자수익	115.6	109.9	104.9	100.0	96.4
이자비용	42.1	74.3	71.6	71.6	71.6
외환관련이익	469.1	182.4	150.0	150.0	150.0
외환관련손실	105.4	223.7	150.0	150.0	150.0
중속 및 관계기업손익	19.2	39.3	39.3	39.3	39.3
기타	-79.4	78.0	42.8	42.9	42.8
법인세차감전이익	1,565.8	1,455.3	1,607.2	1,679.6	1,745.0
법인세비용	393.7	352.2	408.0	424.9	441.5
계속사업손익	1,172.1	1,103.1	1,199.2	1,254.6	1,303.5
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,199.2	1,254.6	1,303.5
지배주주순이익	1,165.7	1,090.1	1,201.5	1,254.6	1,303.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.8	11.4	3.9	2.4	2.4
영업이익 증감율	1.8	13.0	11.0	5.2	4.4
EBITDA 증감율	0.2	15.2	12.7	4.0	3.5
지배주주순이익 증감율	29.1	-6.5	10.2	4.4	3.9
EPS 증감율	35.7	0.0	13.5	20.8	5.7
매출총이익률(%)	49.1	47.8	48.4	49.0	49.0
영업이익률(%)	20.1	20.4	21.8	22.4	22.9
EBITDA Margin(%)	23.5	24.3	26.4	26.8	27.1
지배주주순이익률(%)	19.7	16.6	17.6	17.9	18.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	822.3	582.9	1,427.4	1,328.2	1,370.9
당기순이익	1,165.0	1,102.3	1,199.2	1,254.6	1,303.5
비현금항목의 가감	349.1	670.6	697.8	709.9	722.5
유형자산감가상각비	219.1	260.4	280.1	275.6	271.8
무형자산감가상각비	31.2	32.3	31.3	31.1	30.9
지분법평가손익	-19.2	-39.8	-39.3	-39.3	-39.3
기타	118.0	417.7	425.7	442.5	459.1
영업활동자산부채증감	-365.4	-803.7	-61.5	-211.4	-213.6
매출채권및기타채권의감소	-97.3	-195.1	51.8	-49.7	-50.8
채고자산의감소	-175.5	-165.9	-34.1	-78.2	-80.1
매입채무및기타채무의증가	32.9	-164.3	12.9	8.0	8.2
기타	-125.5	-278.4	-92.1	-91.5	-90.9
기타현금흐름	-326.4	-386.3	-408.1	-424.9	-441.5
투자활동 현금흐름	-529.7	101.1	-314.0	-318.8	-322.5
유형자산의 취득	-767.5	-639.5	-250.0	-250.0	-250.0
유형자산의 처분	21.4	263.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.7	-31.3	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-132.3	-259.3	-172.3	-172.3	-172.3
단기금융자산의감소(증가)	-82.4	390.5	0.0	0.0	0.0
기타	458.8	377.1	138.3	133.5	129.8
재무활동 현금흐름	-293.4	-947.9	-1,112.6	-1,079.9	-1,108.7
차입금의 증가(감소)	907.6	315.8	-67.0	0.0	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	-8.9	-8.8
자기주식처분(취득)	-546.8	-560.1	-320.0	-320.0	-320.0
배당금지급	-586.6	-603.8	-627.4	-652.9	-681.7
기타	-67.6	-99.8	-98.2	-98.1	-98.2
기타현금흐름	104.9	41.5	8.9	9.9	14.3
현금 및 현금성자산의 순증가	104.0	-222.5	9.8	-60.7	-46.0
기초현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	913.5	923.3	862.6
기말현금 및 현금성자산	1,136.0	913.5	923.3	862.6	816.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	7,176.3	7,026.2	7,018.3	7,085.5	7,170.4
현금 및 현금성자산	1,136.0	913.5	923.3	862.6	816.6
단기금융자산	778.5	388.0	388.0	388.0	388.0
매출채권 및 기타채권	1,895.5	2,158.9	2,107.1	2,156.8	2,207.6
채고자산	3,101.3	3,284.8	3,318.9	3,397.1	3,477.2
기타유동자산	265.0	281.0	281.0	281.0	281.0
비유동자산	6,748.9	7,162.9	7,343.0	7,528.0	7,716.9
투자자산	2,852.3	3,150.8	3,362.4	3,573.9	3,785.5
유형자산	2,664.4	2,823.0	2,792.9	2,767.3	2,745.5
무형자산	179.7	170.9	169.6	168.5	167.6
기타비유동자산	1,052.5	1,018.2	1,018.1	1,018.3	1,018.3
자산총계	13,925.2	14,189.1	14,361.3	14,613.5	14,887.3
유동부채	3,142.9	3,236.8	3,182.8	3,190.8	3,199.0
매입채무 및 기타채무	2,335.5	2,151.6	2,164.5	2,172.6	2,180.8
단기금융부채	472.3	780.7	713.7	713.7	713.7
기타유동부채	335.1	304.5	304.6	304.5	304.5
비유동부채	1,423.9	1,616.1	1,616.1	1,616.1	1,616.1
장기금융부채	1,056.9	1,068.9	1,068.9	1,068.9	1,068.9
기타비유동부채	367.0	547.2	547.2	547.2	547.2
부채총계	4,566.8	4,853.0	4,798.9	4,806.9	4,815.1
자본지분	9,239.2	9,279.6	9,508.1	9,752.2	10,017.8
자본금	955.0	955.0	955.0	946.1	937.3
자본잉여금	535.0	537.5	537.5	537.5	537.5
기타자본	-1,030.5	-835.3	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-3.5	70.4	70.4	70.4	70.4
이익잉여금	8,783.2	8,552.0	7,945.3	8,198.2	8,472.7
비지배지분	119.3	56.6	54.3	54.3	54.3
자본총계	9,358.5	9,336.2	9,562.4	9,806.5	10,072.2
투자지표					
(단위: 원, %, 배)					
12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	8,975	8,973	10,184	12,298	13,003
BPS	73,700	78,656	93,201	97,281	101,727
CFPS	11,657	14,594	16,079	19,257	20,210
DPS	5,400	6,000	6,400	6,800	7,200
주가배수(배)					
PER	11.9	15.8	17.4	14.4	13.6
PER(최고)	14.1	16.8	17.8		
PER(최저)	9.3	10.5	13.7		
PBR	1.45	1.81	1.90	1.82	1.74
PBR(최고)	1.72	1.91	1.95		
PBR(최저)	1.13	1.20	1.50		
PSR	2.35	2.62	3.06	2.58	2.48
PCFR	9.2	9.7	11.0	9.2	8.8
EV/EBITDA	9.1	10.6	10.5	10.1	9.8
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	50.5	56.9	54.4	54.3	54.4
배당수익률(% 보통주, 현금)	5.0	4.2	3.6	3.8	4.1
ROA	8.7	7.8	8.4	8.7	8.8
ROE	12.7	11.8	12.8	13.0	13.2
ROIC	17.5	15.9	17.1	18.0	18.5
매출채권회전율	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3
채고자산회전율	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
부채비율	48.8	52.0	50.2	49.0	47.8
순차입금비율	-4.1	5.9	4.9	5.4	5.7
이자보상배율, 현금	28.2	18.1	20.8	21.9	22.9
총차입금	1,529.3	1,849.7	1,782.7	1,782.7	1,782.7
순차입금	-385.2	548.1	471.4	532.1	578.1
EBITDA	1,389.5	1,600.4	1,803.2	1,875.7	1,940.7
FCF	17.0	50.0	1,083.0	987.3	1,032.7

오리온 (271560)



BUY(Maintain)

목표주가 175,000원

주가(5/19) 137,600원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

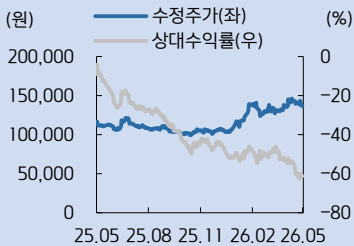
Stock Data

KOSPI (5/19)	7,271.66pt		
시가총액	54,402억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	146,000원	99,300원	
최고/최저가 대비 등락	-5.8%	38.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	0.5%	-14.4%
	6M	30.8%	-29.3%
	1Y	12.6%	-59.7%

Company Data

발행주식수	39,536천주
일평균 거래량(3M)	120천주
외국인 지분율	36.9%
배당수익률(26E)	3.3%
BPS(26E)	103,838원
주요 주주	오리온홀딩스외인 43.8%

Price Trend



중국 매출 성장률 회복에 주목

>>> 중국 매출 성장률 회복에 주목

오리온의 중국과 베트남 매출 성장률이 두자릿수로 회복되고 있다. 중국은 성장 채널인 간식점 특화 제품이 성과를 내며 판매량이 늘어나고 있고, 베트남은 내수 소비경기 회복에 따른 수혜를 보고 있기 때문이다. 최근 중동 전쟁 영향은 일부 원가 상승 부담이 존재하나, 견조한 판매량 증가를 바탕으로 안정적인 이익 증가가 가능할 전망이다.

>>> 배당성향 상승세도 긍정적

동사는 최근 3년간 배당성향을 꾸준히 높이고 있으며, 올해 1분기말 현재 1.4조원 이상의 현금성자산을 보유하고 있다. 올해 EPS도 +20% 이상의 성장이 기대되는 점을 감안한다면, 올해 DPS 증가율도 업종 내에서 가장 높은 수준일 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 175,000원

오리온에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 175,000원을 유지한다. 동사는 해외법인 중심의 안정적인 판매량 성장과 배당성향 상승에 힘입어, 업종 내에서 돋보이는 EPS 및 DPS 증가율을 보여줄 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,104.3	3,332.4	3,827.6	4,063.0	4,284.4
영업이익	543.6	558.3	663.0	720.6	768.5
EBITDA	704.0	722.9	840.8	914.1	965.4
세전이익	692.2	546.6	670.1	738.2	797.3
순이익	533.2	390.6	484.6	535.3	578.4
지배주주지분순이익	524.6	382.7	474.6	524.0	566.3
EPS(원)	13,269	9,680	12,003	13,255	14,324
증감률(%,YoY)	39.3	-27.0	24.0	10.4	8.1
PER(배)	7.7	10.9	11.5	10.4	9.6
PBR(배)	1.17	1.10	1.33	1.23	1.14
EV/EBITDA(배)	4.4	4.2	5.0	4.1	3.4
영업이익률(%)	17.5	16.8	17.3	17.7	17.9
ROE(%)	16.6	10.5	12.0	12.3	12.3
순차입금비율(%)	-30.1	-32.8	-32.9	-39.5	-45.7

자료: 키움증권 리서치센터

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	801.8	777.2	828.9	924.6	930.4	897.1	957.6	1,042.6	3,332.4	3,827.6	4,063.0
(YoY)	7.1%	8.1%	7.0%	7.3%	16.0%	15.4%	15.5%	12.8%	7.3%	14.9%	6.1%
한국	282.4	291.3	282.6	289.5	283.4	298.2	287.8	294.8	1,145.8	1,164.2	1,184.9
(YoY)	4.0%	4.9%	4.3%	4.5%	0.4%	2.4%	1.8%	1.8%	4.4%	1.6%	1.8%
중국	328.2	304.8	337.3	350.3	409.7	370.0	410.4	411.3	1,320.7	1,601.5	1,699.7
(YoY)	7.1%	3.0%	4.7%	1.4%	24.8%	21.4%	21.7%	17.4%	4.0%	21.3%	6.1%
베트남	128.3	102.6	120.5	186.7	151.3	120.6	142.8	212.0	538.1	626.6	679.6
(YoY)	8.5%	4.3%	-1.0%	5.9%	17.9%	17.5%	18.5%	13.6%	4.6%	16.5%	8.4%
러시아	67.2	80.8	89.6	101.9	90.5	106.0	116.0	125.7	339.4	438.1	497.8
(YoY)	33.0%	64.5%	44.7%	47.7%	34.7%	31.1%	29.5%	23.4%	47.3%	29.1%	13.6%
기타 및 조정	-4.3	-2.4	-1.2	-3.7	-4.5	2.3	0.6	-1.2	-11.6	-2.8	0.9
영업이익	131.4	121.5	137.9	167.6	165.5	140.6	165.9	191.0	558.3	663.0	720.6
(YoY)	5.0%	-0.2%	0.6%	4.9%	26.0%	15.8%	20.3%	14.0%	2.7%	18.8%	8.7%
(OPM)	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	17.8%	15.7%	17.3%	18.3%	16.8%	17.3%	17.7%
한국	46.3	48.5	42.1	49.8	48.4	47.0	48.7	50.3	186.8	194.4	199.1
(OPM)	16.4%	16.7%	14.9%	17.2%	17.1%	15.8%	16.9%	17.1%	16.3%	16.7%	16.8%
중국	56.0	52.3	67.0	66.5	79.9	65.9	80.4	81.7	241.7	307.8	335.3
(OPM)	17.1%	17.1%	19.8%	19.0%	19.5%	17.8%	19.6%	19.9%	18.3%	19.2%	19.7%
베트남	21.2	14.4	21.3	39.6	26.6	13.9	22.4	41.8	96.5	104.7	116.9
(OPM)	16.5%	14.0%	17.6%	21.2%	17.6%	11.5%	15.7%	19.7%	17.9%	16.7%	17.2%
러시아	8.6	9.7	11.7	16.6	14.2	17.3	18.6	22.2	46.5	72.3	85.5
(OPM)	12.8%	12.0%	13.1%	16.3%	15.7%	16.3%	16.1%	17.7%	13.7%	16.5%	17.2%
기타 및 조정	-0.7	-3.4	-4.2	-5.0	-3.6	-3.4	-4.2	-5.0	-13.3	-16.2	-16.2
세전이익	145.0	103.5	144.2	154.0	176.6	139.3	164.6	189.7	546.6	670.1	738.2
순이익	106.1	71.7	105.0	107.8	126.8	100.4	118.8	138.6	390.6	484.6	535.3
(지배)순이익	104.3	69.8	102.7	105.9	124.5	98.1	116.1	135.8	382.7	474.6	524.0
(YoY)	11.2%	-10.4%	3.0%	-58.2%	19.3%	40.5%	13.1%	28.3%	-27.0%	24.0%	10.4%

현지 통화 기준 매출 성장률											
중국	-0.8%	0.4%	2.3%	-3.8%	17.7%	9.0%	9.0%	11.0%	-0.5%	11.7%	5.5%
베트남 내수	1.3%	5.7%	4.7%	6.4%	22.0%	15.0%	13.0%	15.0%	4.7%	16.1%	7.7%
러시아 내수	25.7%	52.2%	36.8%	23.0%	12.0%	16.0%	16.0%	16.0%	33.2%	15.2%	14.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,104.3	3,332.4	3,827.6	4,063.0	4,284.4
매출원가	1,908.2	2,109.1	2,425.3	2,569.4	2,711.0
매출총이익	1,196.2	1,223.3	1,402.3	1,493.6	1,573.3
판매비	652.6	665.1	739.3	772.9	804.9
영업이익	543.6	558.3	663.0	720.6	768.5
EBITDA	704.0	722.9	840.8	914.1	965.4
영업외손익	148.6	-11.7	7.1	17.6	28.8
이자수익	31.0	39.2	35.5	46.0	57.2
이자비용	1.0	14.8	1.4	1.4	1.4
외환관련이익	9.0	9.5	10.0	10.0	10.0
외환관련손실	6.3	10.7	10.0	10.0	10.0
중속 및 관계기업손익	-4.6	-27.5	-32.0	-32.0	-32.0
기타	120.5	-7.4	5.0	5.0	5.0
법인세차감전이익	692.2	546.6	670.1	738.2	797.3
법인세비용	159.0	156.0	185.5	202.9	218.8
계속사업손익	533.2	390.6	484.6	535.3	578.4
당기순이익	533.2	390.6	484.6	535.3	578.4
지배주주순이익	524.6	382.7	474.6	524.0	566.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.6	7.3	14.9	6.2	5.4
영업이익 증감율	10.4	2.7	18.8	8.7	6.6
EBITDA 증감율	8.4	2.7	16.3	8.7	5.6
지배주주순이익 증감율	39.3	-27.0	24.0	10.4	8.1
EPS 증감율	39.3	-27.0	24.0	10.4	8.1
매출총이익률(%)	38.5	36.7	36.6	36.8	36.7
영업이익률(%)	17.5	16.8	17.3	17.7	17.9
EBITDA Margin(%)	22.7	21.7	22.0	22.5	22.5
지배주주순이익률(%)	16.9	11.5	12.4	12.9	13.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	651.6	537.3	683.3	724.5	772.6
당기순이익	533.2	390.6	484.6	535.3	578.4
비현금항목의 가감	165.0	345.5	437.7	389.3	397.4
유형자산감가상각비	157.3	162.0	174.0	189.7	193.1
무형자산감가상각비	3.2	2.7	3.8	3.8	3.9
지분법평가손익	-9.1	-27.5	-32.0	-32.0	-32.0
기타	13.6	208.3	291.9	227.8	232.4
영업활동자산부채증감	68.7	-70.0	-87.7	-41.8	-40.2
매출채권및기타채권의감소	16.5	2.3	-24.8	-13.7	-12.9
채고자산의감소	-42.3	0.6	-45.0	-22.5	-21.2
매입채무및기타채무의증가	30.1	-19.0	21.7	10.3	9.7
기타	64.4	-53.9	-39.6	-15.9	-15.8
기타현금흐름	-115.3	-128.8	-151.3	-158.3	-163.0
투자활동 현금흐름	-504.9	-564.2	-393.5	-153.5	-153.5
유형자산의 취득	-106.9	-122.6	-360.0	-120.0	-120.0
유형자산의 처분	2.1	1.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-14.6	-23.6	-4.0	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	-703.5	-46.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	104.1	-343.2	0.0	0.0	0.0
기타	213.9	-29.4	-29.5	-29.5	-29.5
재무활동 현금흐름	-70.1	-120.9	-151.6	-191.2	-207.0
차입금의 증가(감소)	-2.7	-1.4	0.0	0.0	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-56.2	-106.2	-138.4	-177.9	-193.7
기타	-11.2	-13.3	-13.2	-13.3	-13.3
기타현금흐름	8.8	7.9	-33.8	37.3	37.3
현금 및 현금성자산의 순증가	85.4	-139.9	104.4	417.2	449.4
기초현금 및 현금성자산	365.8	451.3	311.4	415.8	833.0
기말현금 및 현금성자산	451.3	311.4	415.8	833.0	1,282.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,647.4	1,867.0	2,041.2	2,494.7	2,978.2
현금 및 현금성자산	451.3	311.4	415.8	833.0	1,282.4
단기금융자산	662.7	1,006.0	1,006.0	1,006.0	1,006.0
매출채권 및 기타채권	190.2	198.3	223.1	236.8	249.7
채고자산	316.6	321.4	366.4	388.9	410.1
기타유동자산	26.6	29.9	29.9	30.0	30.0
비유동자산	2,661.1	2,731.6	2,885.8	2,784.3	2,679.4
투자자산	737.4	756.4	724.4	692.4	660.4
유형자산	1,701.5	1,716.0	1,902.1	1,832.4	1,759.3
무형자산	70.1	90.2	90.4	90.5	90.7
기타비유동자산	152.1	169.0	168.9	169.0	169.0
자산총계	4,308.4	4,598.7	4,927.1	5,279.0	5,657.6
유동부채	537.6	498.2	519.9	530.2	539.8
매입채무 및 기타채무	383.4	368.4	390.0	400.3	410.0
단기금융부채	14.1	13.7	13.7	13.7	13.7
기타유동부채	140.1	116.1	116.2	116.2	116.1
비유동부채	196.8	188.3	188.3	188.3	188.3
장기금융부채	25.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타비유동부채	171.0	166.5	166.5	166.5	166.5
부채총계	734.4	686.5	708.1	718.4	728.1
자본지분	3,471.2	3,808.7	4,105.3	4,435.7	4,792.5
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.2	598.2	598.2	598.2	598.2
기타자본	621.8	621.8	621.8	621.8	621.8
기타포괄손익누계액	198.9	251.8	251.8	251.8	251.8
이익잉여금	2,032.7	2,317.1	2,613.8	2,944.1	3,301.0
비지배지분	102.8	103.5	113.6	124.9	137.0
자본총계	3,574.0	3,912.2	4,218.9	4,560.6	4,929.5
투자지표					
(단위: 원, %, 배)					
12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	13,269	9,680	12,003	13,255	14,324
BPS	87,799	96,334	103,838	112,193	121,219
CFPS	17,662	18,619	23,329	23,386	24,682
DPS	2,500	3,500	4,500	4,900	5,300
주가배수(배)					
PER	7.7	10.9	11.5	10.4	9.6
PER(최고)	8.9	13.2	11.9		
PER(최저)	6.2	10.0	8.5		
PBR	1.17	1.10	1.33	1.23	1.14
PBR(최고)	1.35	1.32	1.38		
PBR(최저)	0.93	1.01	0.98		
PSR	1.30	1.25	1.42	1.34	1.27
PCFR	5.8	5.7	5.9	5.9	5.6
EV/EBITDA	4.4	4.2	5.0	4.1	3.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.5	35.4	36.7	36.2	36.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.4	3.3	3.3	3.6	3.9
ROA	13.6	8.8	10.2	10.5	10.6
ROE	16.6	10.5	12.0	12.3	12.3
ROIC	22.8	20.2	22.6	23.6	25.7
매출채권회전율	15.4	17.2	18.2	17.7	17.6
채고자산회전율	10.8	10.4	11.1	10.8	10.7
부채비율	20.5	17.5	16.8	15.8	14.8
순차입금비율	-30.1	-32.8	-32.9	-39.5	-45.7
이자보상배율, 현금	536.2	37.6	466.7	507.2	540.9
총차입금	39.9	35.5	35.5	35.5	35.5
순차입금	-1,074.1	-1,281.8	-1,386.3	-1,803.5	-2,252.9
EBITDA	437.1	393.3	479.5	522.6	557.5
FCF	546.8	342.9	205.6	550.4	590.2



BUY(Maintain)

목표주가 310,000원
 주가(5/19) 216,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

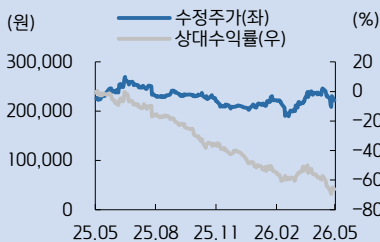
Stock Data

KOSPI (5/19)	7,271.66pt		
시가총액	32,517억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	269,500원	190,000원	
최고/최저가 대비 등락	-19.9%	13.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-8.9%	-22.4%
	6M	-1.8%	-46.9%
	1Y	-4.6%	-65.9%

Company Data

발행주식수	15,054천주	
일평균 거래량(3M)	77천주	
외국인 지분율	17.4%	
배당수익률(26E)	2.8%	
BPS(26E)	447,225원	
주요 주주	CJ 외 7인	45.5%

Price Trend



2분기부터 바이오 반등 전망

>>> 메티오닌 판가 상승 효과 본격화

중동 전쟁 이후 원유 공급 차질과 고유가 상황 지속에 따라, 글로벌 메티오닌 시장에서 CJ제일제당의 차별적 생산 방식이 강점으로 작용할 전망이다. 글로벌 메이저 업체인 화학 합성 방식 생산자들의 생산 차질과 원가 상승 부담으로 인해, 메티오닌 판가가 높게 형성되면서, CJ제일제당의 ASP와 판매량도 2분기부터 반등할 전망이다.

>>> 라이신/핵산도 시황 반등 기대

라이신과 핵산 시황도 4Q25~1Q26을 저점으로 반등할 것으로 기대된다. 특히, 중국 라이신 Top Tier 업체들은 각국의 중국산 라이신 반덤핑 관세 강화, 지속적인 Capa 증설에 따른 공급 과잉 심화 등으로 인해, 수익성이 크게 악화된 상황이다. 따라서, 추가적인 가격 인하 대응이 어렵기 때문에, 라이신 시황이 점차 반등할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 31만원

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 31만원을 유지한다. 동사는 올해 2분기부터 바이오 부문의 수익성 반등이 본격화되면서, 하반기로 갈수록 전사 실적 개선 모멘텀이 강해질 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	27,239.7	27,342.6	28,779.4	29,645.9	30,328.9
영업이익	1,452.1	1,233.6	1,268.7	1,428.9	1,509.2
EBITDA	2,470.4	2,250.6	2,248.2	2,444.9	2,526.2
세전이익	573.5	64.9	801.0	977.3	1,075.7
순이익	345.9	-417.0	580.9	713.4	785.2
지배주주지분순이익	132.3	-571.5	363.9	478.2	526.3
EPS(원)	8,074	-34,884	22,212	29,189	32,127
증감률(% YoY)	-65.7	적전	흑전	31.4	10.1
PER(배)	31.6	-6.0	9.7	7.4	6.7
PBR(배)	0.53	0.48	0.48	0.46	0.43
EV/EBITDA(배)	6.7	7.0	7.3	6.6	6.2
영업이익률(%)	5.3	4.5	4.4	4.8	5.0
ROE(%)	1.8	-7.7	5.1	6.4	6.6
순차입금비율(%)	65.8	68.0	68.5	61.2	53.5

자료: 키움증권 리서치센터

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	6,705	6,721	6,910	7,006	7,111	6,992	7,324	7,353	27,343	28,779	29,646
(YoY)	-7.1%	-7.1%	-6.8%	30.4%	6.1%	4.0%	6.0%	5.0%	-6.9%	5.3%	3.0%
대통제외	3,860	3,806	4,003	3,976	4,027	3,981	4,287	4,197	15,645	16,492	16,973
(YoY)	-13.1%	-12.1%	-13.4%	-11.2%	4.3%	4.6%	7.1%	5.6%	-12.5%	5.4%	2.9%
식품	2,925	2,687	2,984	2,926	3,038	2,805	3,129	3,003	11,522	11,975	12,228
(YoY)	3.3%	-0.7%	0.4%	2.9%	3.9%	4.4%	4.9%	2.6%	1.5%	3.9%	2.1%
국내	1,437	1,319	1,529	1,314	1,483	1,337	1,545	1,323	5,597	5,688	5,731
(YoY)	-1.4%	-4.5%	-2.6%	-3.8%	3.2%	1.4%	1.1%	0.7%	-3.0%	1.6%	0.8%
해외	1,488	1,369	1,455	1,612	1,556	1,468	1,584	1,680	5,925	6,287	6,497
(YoY)	8.2%	3.4%	3.7%	9.0%	4.5%	7.2%	8.8%	4.2%	6.2%	6.1%	3.3%
미주	1,247	1,112	1,209	1,346	1,290	1,196	1,317	1,389	4,914	5,193	5,313
(YoY)	6.1%	-0.3%	2.9%	7.7%	3.5%	7.5%	9.0%	3.2%	4.2%	5.7%	2.3%
(USD YoY)	-2.9%	-2.6%	0.9%	3.8%	2.7%	2.0%	2.0%	1.0%	-0.1%	1.9%	2.0%
미주 외	241	257	247	266	265	272	267	290	1,011	1,094	1,185
바이오	936	1,118	1,019	1,050	989	1,176	1,158	1,194	4,123	4,517	4,744
(YoY)	-8.4%	5.9%	-4.7%	-1.1%	5.7%	5.2%	13.6%	13.8%	-2.0%	9.6%	5.0%
대한통운	2,993	3,048	3,067	3,177	3,215	3,144	3,196	3,303	12,285	12,858	13,243
기타 및 조정	-148	-133	-160	-147	-130	-133	-160	-147	-587	-570	-570
영업이익	296	308	334	296	238	272	378	380	1,234	1,269	1,429
(YoY)	-21.4%	-18.8%	-19.0%	4.0%	-19.5%	-11.6%	13.2%	28.5%	-20.6%	2.8%	12.6%
(OPM)	4.4%	4.6%	4.8%	4.2%	3.3%	3.9%	5.2%	5.2%	4.5%	4.4%	4.8%
대통제외	201	198	190	139	149	158	231	221	728	758	876
(OPM)	5.2%	5.2%	4.7%	3.5%	3.7%	4.0%	5.4%	5.3%	4.6%	4.6%	5.2%
식품	129	90	169	138	143	97	160	138	526	539	548
(OPM)	4.4%	3.4%	5.6%	4.7%	4.7%	3.5%	5.1%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%
바이오	72	108	21	0	6	60	71	82	202	219	328
(OPM)	7.7%	9.7%	2.1%	0.0%	0.6%	5.1%	6.1%	6.9%	4.9%	4.8%	6.9%
대한통운	85	115	148	160	92	120	151	162	508	525	567
기타 및 조정	10	-5	-4	-2	-2	-5	-4	-2	-2	-14	-14
세전이익	165	213	191	-504	170	153	259	220	65	801	977
순이익	58	204	119	-799	120	112	189	160	-417	581	713
(지배)순이익	18	158	73	-821	82	64	126	92	-572	364	478
(YoY)	-79.9%	67.3%	-52.9%	적지	343.2%	-59.3%	72.5%	흑전	적전	흑전	31.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	27,239.7	27,342.6	28,779.4	29,645.9	30,328.9
매출원가	21,085.2	21,434.6	22,587.5	23,244.3	23,779.9
매출총이익	6,154.6	5,908.0	6,192.0	6,401.5	6,549.0
판매비	4,702.5	4,674.4	4,923.2	4,972.7	5,039.8
영업이익	1,452.1	1,233.6	1,268.7	1,428.9	1,509.2
EBITDA	2,470.4	2,250.6	2,248.2	2,444.9	2,526.2
영업외손익	-878.6	-1,168.7	-467.8	-451.6	-433.6
이자수익	65.4	50.3	22.3	22.4	40.4
이자비용	503.3	490.1	362.9	346.8	346.8
외환관련이익	242.8	254.0	140.0	140.0	140.0
외환관련손실	432.7	209.8	140.0	140.0	140.0
중속 및 관계기업손익	25.5	27.9	27.9	27.9	27.9
기타	-276.3	-801.0	-155.1	-155.1	-155.1
법인세차감전이익	573.5	64.9	801.0	977.3	1,075.7
법인세비용	321.4	237.4	220.0	263.9	290.4
계속사업손익	252.1	-175.5	580.9	713.4	785.2
당기순이익	345.9	-417.0	580.9	713.4	785.2
지배주주순이익	132.3	-571.5	363.9	478.2	526.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-6.1	0.4	5.3	3.0	2.3
영업이익 증감율	12.4	-15.0	2.8	12.6	5.6
EBITDA 증감율	9.0	-8.9	-0.1	8.7	3.3
지배주주순이익의 증감율	-65.7	적전	흑전	31.4	10.1
EPS 증감율	-65.7	적전	흑전	31.4	10.1
매출총이익률(%)	22.6	21.6	21.5	21.6	21.6
영업이익률(%)	5.3	4.5	4.4	4.8	5.0
EBITDA Margin(%)	9.1	8.2	7.8	8.2	8.3
지배주주순이익률(%)	0.5	-2.1	1.3	1.6	1.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,255.3	2,481.6	1,981.5	2,575.1	2,673.1
당기순이익	345.9	-417.0	580.9	713.4	785.2
비현금항목의 가감	2,782.6	3,216.1	2,164.7	2,245.0	2,272.5
유형자산감가상각비	957.1	974.0	933.8	972.4	975.4
무형자산감가상각비	161.3	161.8	164.5	162.4	160.3
지분법평가손익	-33.2	-48.5	0.0	0.0	0.0
기타	1,697.4	2,128.8	1,066.4	1,110.2	1,136.8
영업활동자산부채증감	-675.9	-43.1	-544.1	-119.5	-94.2
매출채권및기타채권의감소	-259.0	67.0	-350.3	-104.7	-82.5
채고자산의감소	429.3	189.5	-292.9	-74.5	-58.7
매입채무및기타채무의증가	-566.4	-33.0	99.1	59.7	47.1
기타	-279.8	-266.6	0.0	0.0	-0.1
기타현금흐름	-197.3	-274.4	-220.0	-263.8	-290.4
투자활동 현금흐름	-1,103.5	-1,526.8	-1,430.0	-1,130.0	-1,130.0
유형자산의 취득	-1,000.9	-1,630.5	-1,300.0	-1,000.0	-1,000.0
유형자산의 처분	93.4	103.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-131.3	-111.1	-130.0	-130.0	-130.0
투자자산의감소(증가)	6.1	-55.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-180.8	130.8	0.0	0.0	0.0
기타	110.0	36.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-1,863.3	-1,102.0	-1,199.3	-1,424.1	-924.1
차입금의 증가(감소)	-134.2	80.2	-259.1	-500.0	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	-128.0	-173.5	-96.2	-96.2	-96.2
기타	-1,601.1	-1,008.7	-844.0	-827.9	-827.9
기타현금흐름	125.2	-115.6	-2.5	-18.5	-18.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-586.3	-262.8	-650.3	2.6	600.5
기초현금 및 현금성자산	1,888.1	1,301.8	1,039.0	388.7	391.2
기말현금 및 현금성자산	1,301.8	1,039.0	388.7	391.2	991.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,000.0	8,869.1	8,862.0	9,043.7	9,785.6
현금 및 현금성자산	1,301.8	1,039.0	388.7	391.2	991.8
단기금융자산	484.5	353.8	353.8	353.8	353.8
매출채권 및 기타채권	3,480.9	3,127.7	3,477.9	3,582.6	3,665.2
채고자산	2,520.5	2,181.9	2,474.8	2,549.3	2,608.0
기타유동자산	1,212.3	2,166.7	2,166.8	2,166.8	2,166.8
비유동자산	21,133.7	20,875.7	21,207.4	21,202.6	21,196.9
투자자산	1,044.0	1,099.8	1,099.8	1,099.8	1,099.8
유형자산	12,376.2	12,348.6	12,714.8	12,742.4	12,767.0
무형자산	4,846.4	4,546.9	4,512.4	4,480.0	4,449.7
기타비유동자산	2,867.1	2,880.4	2,880.4	2,880.4	2,880.4
자산총계	30,133.7	29,744.8	30,069.4	30,246.4	30,982.5
유동부채	10,311.7	10,433.3	10,273.2	9,832.9	9,880.0
매입채무 및 기타채무	3,142.5	2,840.7	2,939.7	2,999.5	3,046.5
단기금융부채	6,376.5	5,601.6	5,342.5	4,842.5	4,842.5
기타유동부채	792.7	1,991.0	1,991.0	1,991.0	1,991.0
비유동부채	7,595.1	7,760.3	7,760.3	7,760.3	7,760.3
장기금융부채	5,932.3	6,290.8	6,290.8	6,290.8	6,290.8
기타비유동부채	1,662.8	1,469.5	1,469.5	1,469.5	1,469.5
부채총계	17,906.8	18,193.6	18,033.5	17,593.2	17,640.3
자본지분	7,847.6	7,058.6	7,326.3	7,708.2	8,138.3
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,304.4	1,295.8	1,295.8	1,295.8	1,295.8
기타자본	-178.0	-190.1	-190.1	-190.1	-190.1
기타포괄손익누계액	908.0	845.3	845.3	845.3	845.3
이익잉여금	5,731.2	5,025.7	5,293.4	5,675.4	6,105.5
비지배지분	4,379.3	4,492.6	4,709.7	4,944.9	5,203.8
자본총계	12,226.9	11,551.2	12,035.9	12,653.1	13,342.2
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	8,074	-34,884	22,212	29,189	32,127
BPS	479,046	430,886	447,225	470,541	496,796
CFPS	190,977	170,872	167,603	180,596	186,656
DPS	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	31.6	-6.0	9.7	7.4	6.7
PER(최고)	50.5	-7.8	10.6		
PER(최저)	29.6	-5.9	8.4		
PBR	0.53	0.48	0.48	0.46	0.43
PBR(최고)	0.85	0.63	0.53		
PBR(최저)	0.50	0.48	0.42		
PSR	0.15	0.12	0.12	0.12	0.12
PCFR	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.7	7.0	7.3	6.6	6.2
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	25.5	-21.1	15.2	12.4	11.2
배당수익률(% 보통주, 현금)	2.3	2.9	2.8	2.8	2.8
ROA	1.2	-1.4	1.9	2.4	2.6
ROE	1.8	-7.7	5.1	6.4	6.6
ROIC	2.8	-13.3	3.7	4.1	4.4
매출채권회전율	8.5	8.3	8.7	8.4	8.4
채고자산회전율	10.5	11.6	12.4	11.8	11.8
부채비율	146.5	157.5	149.8	139.0	132.2
순차입금비율	65.8	68.0	68.5	61.2	53.5
이자보상배율, 현금	2.9	2.5	3.5	4.1	4.4
총차입금	9,833.8	9,244.2	8,985.1	8,485.1	8,485.1
순차입금	8,047.4	7,851.5	8,242.6	7,740.1	7,139.5
EBITDA	630.6	-3,011.6	834.0	956.4	1,015.0
FCF	34.3	-3,557.0	-41.8	841.7	926.5

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(%)		종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
신세계 (004170)	2024-05-20	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-37.43	-30.48	현대백화점 (069960)	2024-07-16	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-24.62	-21.03
	2024-10-10	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-28.83	-25.62		2024-10-10	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-26.18	-21.03
	2024-11-11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-31.99	-25.62		2024-11-29	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.79	-21.03
	2024-11-29	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-34.11	-25.62		2025-01-07	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.77	-21.03
	2025-01-07	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-25.87	-15.53		2025-04-02	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.67	-19.47
	2025-04-11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-18.71	1.53		2025-04-11	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.93	-17.20
	2025-07-14	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-21.29	-8.67		2025-05-12	BUY(Maintain)	81,000원	6개월	-10.61	-2.96
	2025-10-15	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-21.31	-8.67		2025-07-14	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-21.49	-12.32
	2025-10-31	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-21.15	-8.67		2025-08-07	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.02	-25.50
	2025-11-10	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-10.74	-7.50		2025-08-26	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.32	-10.30
	2025-11-19	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-25.04	-17.17		2025-10-15	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.91	-10.30
	2025-12-04	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-21.92	-17.03		2025-11-06	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-16.95	-14.55
	2026-01-12	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-15.16	10.94		2025-11-19	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-29.47	-24.23
	2026-02-10	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-21.11	-16.33		2026-01-12	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-28.46	-16.77
	2026-03-10	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-22.04	-16.33		2026-02-12	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-29.06	-24.15
	2026-03-16	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-24.23	-16.33		2026-03-10	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-37.31	-24.15
	2026-04-14	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-16.47	-7.19		2026-04-14	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-35.86	-22.93
	2026-05-13	BUY(Maintain)	600,000원	6개월	-12.68	-9.83		2026-05-07	BUY(Maintain)	147,000원	6개월	-34.10	-14.97
	2026-05-19	BUY(Maintain)	630,000원	6개월				2026-05-19	BUY(Maintain)	147,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)			
				목표 가격 대상 시점	최고 주가 대비					평균 주가 대비	최고 주가 대비		
롯데쇼핑 (023530)	2024-07-16	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-18.92	-15.79	삼양식품 (003230)	2024-05-20	Buy(Maintain)	660,000원	6개월	-16.79	-6.21
	2024-10-10	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-18.64	-13.16		2024-06-14	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-22.87	-14.22
	2024-11-29	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-20.37	-13.16		2024-07-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-24.94	-14.22
	2025-01-07	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-16.44	-5.69		2024-08-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-27.38	-14.22
	2025-04-11	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-13.75	-6.36		2024-08-30	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-35.49	-29.00
	2025-05-12	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-15.18	-7.67		2024-10-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-33.76	-24.75
	2025-07-07	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-18.02	-16.21		2024-11-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-33.73	-24.75
	2025-07-14	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-22.09	-15.26		2024-11-18	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-31.53	-8.00
	2025-08-11	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-26.05	-15.26		2024-12-19	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-20.71	-17.58
	2025-10-15	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-26.88	-15.26		2025-01-21	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-28.92	-19.10
	2025-11-10	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-26.70	-15.26		2025-02-07	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-28.59	-24.50
	2025-11-19	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-27.24	-24.10		2025-02-25	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-26.87	-19.92
	2026-01-12	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-24.42	-3.00		2025-04-22	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-25.03	-16.75
	2026-02-09	Buy(Maintain)	136,000원	6개월	-21.17	-15.29		2025-05-16	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월	-16.21	-15.71
	2026-03-10	Buy(Maintain)	136,000원	6개월	-22.65	-15.29		2025-05-20	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월	-9.90	7.00
	2026-03-18	Buy(Maintain)	144,000원	6개월	-25.36	-20.56		2025-07-21	Buy(Maintain)	1,800,000원	6개월	-22.34	-16.56
	2026-04-14	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-13.77	-3.33		2025-08-18	Buy(Maintain)	1,800,000원	6개월	-22.24	-16.56
	2026-05-12	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-13.12	-7.53		2025-08-26	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-18.43	-11.89
	2026-05-19	Buy(Maintain)	200,000원	6개월				2025-10-22	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-19.98	-11.89
	오리온 (271560)	2024-06-28	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-36.29		-33.87	2025-10-30	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-21.83
2024-08-21	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-36.01	-29.86	2025-11-17	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-21.92	-11.89		
2024-09-30	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-35.33	-28.87	2025-11-19	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-25.61	-11.89		
2024-10-15	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-34.16	-28.73	2026-01-19	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-26.21	-11.89		
2024-11-18	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-33.61	-27.11	2026-01-30	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-27.85	-11.89		
2024-12-03	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-32.68	-25.35	2026-03-10	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-38.92	-34.27		
2025-01-21	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-29.52	-26.13	2026-03-31	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-34.96	-25.57		
2025-02-12	BUY(Maintain)	142,000원	6개월	-26.36	-19.93	2026-04-22	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-32.74	-25.57		
2025-03-19	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-23.97	-15.40	2026-05-14	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월	-32.03	-21.95		
2025-09-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-30.73	-27.67	2026-05-19	Buy(Maintain)	1,850,000원	6개월				
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	-23.77	-19.43								
2026-03-17	BUY(Maintain)	175,000원	6개월	-22.58	-16.57								
2026-05-19	BUY(Maintain)	175,000원	6개월										

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 변동내역 (2개년)

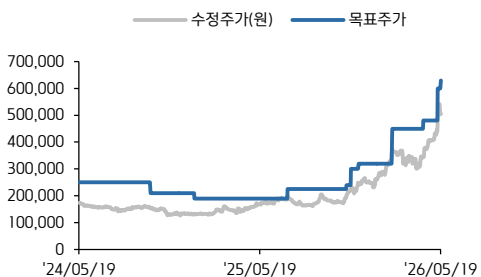
종목명	일자	투자 의견	목표 주가	과리율(%)	
				목표 가격 대상 시점	최고 주가 대비
KT&G	2024-08-09	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-11.17 -2.58
(033780)	2024-10-15	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-16.14 -14.15
	2024-11-08	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-13.62 -5.38
	2024-11-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-24.94 -17.73
	2025-01-21	BUY(Maintain)	150,000원	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	-15.85 -8.95
	2026-04-22	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.90 -14.09
	2026-05-19	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	과리율(%)	
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비
CJ제일제당	2024-05-20	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-16.35 -9.55
(097950)	2024-07-05	BUY(Maintain)	465,000원	6개월	-20.75 -19.68
	2024-07-16	BUY(Maintain)	465,000원	6개월	-20.65 -16.88
	2024-08-14	BUY(Maintain)	465,000원	6개월	-23.88 -16.88
	2024-09-10	BUY(Maintain)	465,000원	6개월	-27.63 -16.88
	2024-10-15	BUY(Maintain)	420,000원	6개월	-34.77 -30.95
	2024-11-13	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-31.90 -25.13
	2025-01-21	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-33.81 -25.13
	2025-04-22	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-28.50 -26.76
	2025-05-14	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-28.45 -20.74
	2025-07-21	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-28.05 -20.74
	2025-08-13	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-27.10 -24.38
	2025-10-22	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-20.66 -18.28
	2025-11-12	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-24.31 -16.96
	2026-01-19	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-18.18 -11.35
	2026-04-01	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-24.76 -22.42
	2026-04-22	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-24.40 -20.48
	2026-05-13	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-24.81 -20.48
	2026-05-19	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	

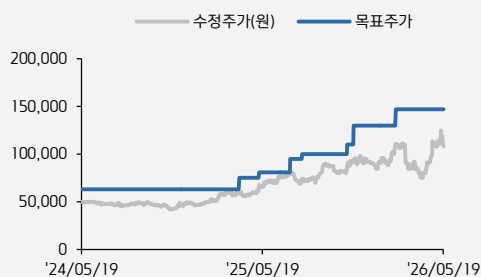
* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

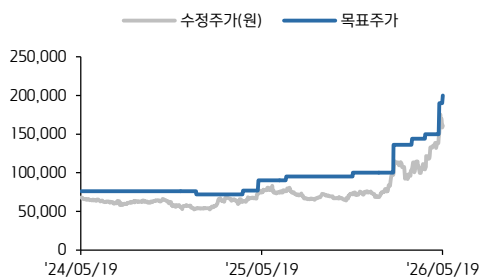
신세계 (004170)



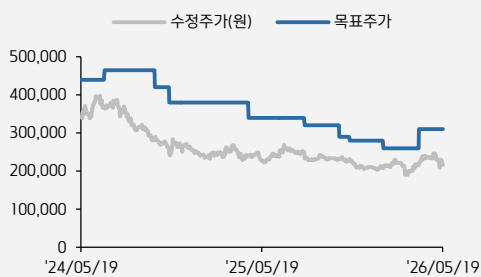
현대백화점 (069960)



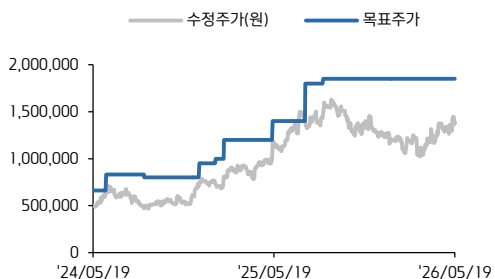
롯데쇼핑 (023530)



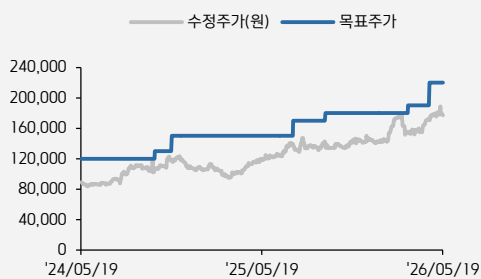
CJ제일제당(097950)



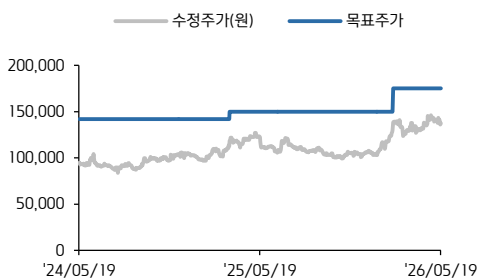
삼양식품 (003230)



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 (2025/04/01~2026/03/31)

매수	중립	매도
96.04%	3.96%	0.00%