

2025년 05월 19일
키움증권 리서치센터 | 산업분석

음식료/유통 2H25 전망: 구조재편과 수출성장

음식료/유통 Analyst 박상준 CFA sjpark@kiwoom.com

RA 조준형 jun59057@kiwoom.com



Contents



음식료/유통 2H25 전망: 구조재편과 수출성장	2
-------------------------------	---

I. 유통: 할인점 점유율 변화에 주목	3
> 1Q25 실적리뷰	3
> 매크로 모멘텀 우호적	12
> 구조조정이 시작된 유통 산업	15
> 업종 투자전략	21

II. 음식료	
: 불닭이 주도하는 K-Food	22
> 1Q25 실적리뷰	22
> 내수: 소비심리 반등 효과 기대	33
> 해외: 삼양식품 증설 효과 본격화	35
> 업종 투자전략	42

기업분석	44
> 삼양식품 (003230)	45
> 이마트 (139480)	48

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 2H25 전망: 구조재편과 수출성장

>>> 유통: 할인점 점유율 변화에 주목

유통 업종은 정치적 불확실성 완화로 내수 소비심리가 반등하면서, 백화점과 할인점을 중심으로 기존점 성장을 회복에 대한 기대감이 강해지고 있다.

특히, 할인점은 기업회생절차를 개시한 홈플러스의 영업력이 약화되면서, 이마트와 롯데마트가 경쟁점을 중심으로 반사수혜를 입을 가능성이 높아지고 있다. 홈플러스가 이번 이슈로 인해, 협력업체에 대한 협상력이 약화되고, 일부 점포의 폐점이 나타날 수 있기 때문이다.

>>> 음식료: 불닭이 주도하는 K-Food

음식료 업종은 해외 성장 모멘텀이 강한 업체들의 실적 흐름이 상대적으로 견조할 것으로 기대된다.

특히, 삼양식품은 밀양 2공장 증설로 글로벌 공급 능력이 상향되면서, 미국과 유럽을 중심으로 판매량이 가파르게 증가할 전망이다. 더불어, 경쟁사 가격 인상, 고단가 시장 비중 확대에 따른 지역 믹스 개선, 현지법인 설립 효과 등에 힘입어, 전사 ASP 상향 모멘텀도 충분한 상황이다. 또한, 롯데웰푸드도 인도 법인 매출 성장을 회복, 마진 스프레드 반등에 힘입어, 실적 추정치 상향에 대한 기대감이 강해질 것으로 기대된다.

>>> 업종별 투자전략

유통 업종 최선호주로 이마트, 음식료 업종 최선호주로 삼양식품을 제시한다.

이마트는 할인점 1위 업체로서 경쟁사 영업력 약화에 따른 반사수혜 효과가 가장 클 것으로 기대되고, 삼양식품은 주력 제품의 글로벌 판매량 확대와 ASP 상승에 힘입어, 매출 컨센서스의 우상향 기조가 지속될 것으로 전망된다.

I. 유통: 할인점 점유율 변화에 주목

>>> 1Q25 실적리뷰

주요 유통 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	YoY	3Q25E	YoY
BGF 리테일	매출액	19,538	22,029	23,256	22,165	20,165	22,575	2.5%	24,091	3.6%
	영업이익	326	762	912	516	226	757	-0.7%	945	3.6%
	OPM	1.7%	3.5%	3.9%	2.3%	1.1%	3.4%	-0.1%p	3.9%	0.0%p
	순이익	234	585	699	435	134	562	-4.0%	704	0.8%
GS 리테일	매출액	27,011	29,371	30,547	29,622	27,613	30,166	2.7%	31,271	2.4%
	영업이익	497	810	806	277	387	747	-7.8%	852	5.6%
	OPM	1.8%	2.8%	2.6%	0.9%	1.4%	2.5%	-0.3%p	2.7%	0.1%p
	순이익	478	475	-609	-683	67	434	-8.7%	513	흑전
신세계	매출액	16,047	16,044	15,401	18,212	16,658	17,088	6.5%	16,931	9.9%
	영업이익	1,630	1,175	930	1,036	1,323	880	-25.1%	1,021	9.9%
	OPM	10.2%	7.3%	6.0%	5.7%	7.9%	5.1%	-2.2%p	6.0%	0.0%p
	순이익	1,029	366	210	-528	575	145	-60.5%	283	34.4%
현대백화점	매출액	9,517	10,238	10,368	11,752	10,981	10,487	2.4%	10,092	-2.7%
	영업이익	689	428	646	1,077	1,125	883	106.1%	742	14.8%
	OPM	7.2%	4.2%	6.2%	9.2%	10.2%	8.4%	4.2%p	7.3%	1.1%p
	순이익	683	-1,455	212	200	679	384	흑전	324	52.8%
롯데쇼핑	매출액	35,133	34,278	35,684	34,771	34,568	34,497	0.6%	35,963	0.8%
	영업이익	1,149	561	1,550	1,472	1,482	599	6.9%	1,426	-8.0%
	OPM	3.3%	1.6%	4.3%	4.2%	4.3%	1.7%	0.1%p	4.0%	-0.4%p
	순이익	779	-908	-1	-9,550	162	89	흑전	265	흑전
이마트	매출액	72,067	70,560	75,085	72,497	72,189	71,214	0.9%	71,329	-5.0%
	영업이익	471	-346	1,117	-771	1,593	395	흑전	2,099	87.9%
	OPM	0.7%	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.6%	1.0%p	2.9%	1.5%p
	순이익	275	-1,464	1,206	-5,917	708	-204	적지	968	-19.7%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

1) BGF리테일/GS리테일

BGF리테일의 1Q25 연결기준 영업이익은 226억원(-31% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다. 1분기 동일점 성장률이 -2.1%로 부진하였는데, 특히 일반상품의 성장률이 -2.9%로 부진하면서, 매출과 이익률이 모두 부진하였기 때문이다.

1분기 점포 순증은 연간 가이드스(700점)에 부합하는 수준이라고 밝혔으나, GS리테일 등 他 편의점 업체들의 출점이 부진하면서, 전반적인 편의점 업황에 대한 시장의 우려가 확대되고 있다. 가공식품 업체들의 가격 인상에도 불구하고, 동일점 성장률이 회복되고 있지 않기 때문에, 2분기 실적 추정치도 점차 낮아질 가능성이 있다.

GS리테일의 1Q25 연결기준 영업이익은 387억원(-22% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 편의점 기존점 성장률은 +0.9%로 경쟁사 대비 양호하였으나, 일반상품의 성장률은 0.4%로 상대적으로 부진하였다. 또한, 슈퍼의 기존점 성장률과 홈쇼핑의 취급고 증가율이 각각 -2.8%, -3.8%로 부진하면서, 주요 사업부의 영업이익이 모두 전년동기 대비 감소하였기 때문이다.

슈퍼의 1분기 점포 순증은 19점으로 연간 가이드스(70점) 대비 아주 부진한 수준은 아니었지만, 편의점 점포 수는 전분기 대비 순감하면서, 연간 순증 가이드스를 기존 500~600점에서 250~300점으로 하향 조정하였다. 또한, 가공식품 업체들의 가격 인상에도 불구하고, 편의점의 동일점 성장을 회복세가 약하기 때문에, 2분기 실적 추정치도 점차 낮아질 가능성이 있다.

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,953.8	2,202.9	2,325.6	2,216.5	2,016.5	2,257.5	2,409.1	2,297.6	8,698.8	8,980.7	9,333.1
(YoY)	5.6%	5.0%	5.4%	8.6%	3.2%	2.5%	3.6%	3.7%	6.2%	3.2%	3.9%
별도기준	1,950.0	2,174.3	2,290.8	2,177.0	1,975.3	2,228.9	2,374.3	2,258.1	8,592.1	8,836.6	9,189.0
(YoY)	6.1%	4.4%	4.7%	7.6%	1.3%	2.5%	3.6%	3.7%	5.7%	2.8%	4.0%
매출총이익	361.1	416.1	440.2	408.3	369.6	431.3	459.9	427.2	1,625.7	1,688.0	1,766.2
(GPM)	18.5%	18.9%	18.9%	18.4%	18.3%	19.1%	19.1%	18.6%	18.7%	18.8%	18.9%
별도기준	353.3	406.2	428.1	392.0	354.3	421.4	447.8	410.9	1,579.6	1,634.4	1,712.6
(GPM)	18.1%	18.7%	18.7%	18.0%	17.9%	18.9%	18.9%	18.2%	18.4%	18.5%	18.6%
판매비	328.5	339.9	349.0	356.7	347.0	355.6	365.4	366.6	1,374.1	1,434.6	1,495.1
(YoY)	10.2%	6.6%	6.0%	10.3%	5.6%	4.6%	4.7%	2.8%	8.2%	4.4%	4.2%
(판매비율)	16.8%	15.4%	15.0%	16.1%	17.2%	15.8%	15.2%	16.0%	15.8%	16.0%	16.0%
별도기준	319.9	336.8	345.7	346.8	331.1	352.5	362.1	356.7	1,349.2	1,402.4	1,462.9
(YoY)	10.7%	6.7%	6.2%	8.6%	4.7%	4.8%	2.9%	8.0%	3.9%	3.9%	4.3%
(판매비율)	16.4%	15.5%	15.1%	15.9%	16.8%	15.8%	15.3%	15.8%	15.7%	15.9%	15.9%
영업이익	32.6	76.2	91.2	51.6	22.6	75.7	94.5	60.6	251.6	253.4	271.1
(YoY)	-11.8%	-2.4%	4.8%	1.0%	-30.7%	-0.7%	3.6%	17.5%	-0.6%	0.7%	7.0%
(OPM)	1.7%	3.5%	3.9%	2.3%	1.1%	3.4%	3.9%	2.6%	2.9%	2.8%	2.9%
별도기준	33.4	69.4	82.4	45.2	23.2	68.9	85.7	54.2	230.4	232.0	249.7
(YoY)	-16.0%	-2.8%	2.0%	-8.5%	-30.5%	-0.8%	4.0%	19.9%	-4.5%	0.7%	7.6%
(OPM)	1.7%	3.2%	3.6%	2.1%	1.2%	3.1%	3.6%	2.4%	2.7%	2.6%	2.7%
세전이익	30.9	73.9	89.1	51.4	17.3	74.1	92.9	62.7	245.3	247.1	264.1
순이익	23.4	58.5	69.9	43.5	13.4	56.2	70.4	47.3	195.2	187.3	200.2
(지배)순이익	23.4	58.5	69.9	43.5	13.4	56.2	70.4	47.3	195.2	187.3	200.2
(YoY)	-15.5%	-1.7%	-0.2%	12.6%	-42.7%	-4.0%	0.8%	8.8%	-0.3%	-4.1%	6.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,701	2,937	3,055	2,962	2,761	3,017	3,127	3,032	11,656	11,846	12,301
(YoY)	4.8%	4.4%	3.8%	5.9%	2.2%	2.7%	2.4%	2.3%	4.7%	1.6%	3.8%
편의점	1,968	2,194	2,307	2,197	2,012	2,247	2,350	2,238	8,666	8,848	9,144
(YoY)	5.4%	4.9%	3.9%	6.3%	2.2%	2.4%	1.9%	1.8%	5.1%	2.1%	3.4%
수퍼	381	394	424	410	416	434	465	446	1,608	1,761	1,858
(YoY)	11.6%	10.3%	8.5%	14.2%	9.2%	10.2%	9.8%	9.0%	11.1%	9.5%	5.5%
홈쇼핑	276	273	251	252	258	260	238	244	1,052	1,000	970
(YoY)	-4.8%	-4.5%	-3.4%	-14.7%	-6.7%	-5.0%	-5.0%	-3.0%	-7.0%	-5.0%	-3.0%
개발	10	10	8	8	9	8	8	8	36	33	33
공통 및 기타	66	66	65	96	66	67	65	96	294	204	295
영업이익	50	81	81	28	39	75	85	51	239	249	267
(YoY)	17.6%	-9.4%	-24.0%	-48.4%	-22.3%	-7.8%	5.6%	82.8%	-17.8%	4.2%	7.3%
(OPM)	1.8%	2.8%	2.6%	0.9%	1.4%	2.5%	2.7%	1.7%	2.1%	2.1%	2.2%
편의점	26	65	73	31	17	59	67	32	195	176	191
(YoY)	15.9%	-0.5%	-6.5%	-41.8%	-34.6%	-8.5%	-7.6%	3.8%	-10.9%	-9.7%	9.0%
(OPM)	1.3%	3.0%	3.2%	1.4%	0.9%	2.6%	2.9%	1.4%	2.2%	2.0%	2.1%
수퍼	10	7	14	1	8	5	12	0	32	24	30
(OPM)	2.6%	1.6%	3.3%	0.3%	1.9%	1.0%	2.6%	0.0%	2.0%	1.4%	1.6%
홈쇼핑	33	27	19	29	22	20	16	27	107	85	78
(OPM)	11.9%	10.0%	7.4%	11.3%	8.7%	7.7%	6.6%	11.2%	10.2%	8.5%	8.1%
개발	-1	-3	-9	-23	0	-1	-1	-1	-35	-3	-3
공통 및 기타	-19	-15	-16	-9	-9	-8	-9	-8	-59	-34	-30
세전이익	39	62	-45	-44	12	56	66	40	11	174	186
순이익	23	46	-62	-36	5	42	50	34	-30	132	141
(지배)순이익	24	48	-60	-49	7	43	51	35	-37	136	145
(YoY)	3.0%	-18.0%	적전	적지	-72.4%	-8.7%	흑전	흑전	적전	흑전	6.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 현대백화점/신세계

현대백화점의 1Q25 연결기준 영업이익은 1,125억원(+63% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 반덤핑 무효 소송 승소에 따른 총당금 환입액(167억원) 반영으로 지누스의 실적이 예상보다 양호하였고, 면세점도 시내점 경쟁강도가 완화되면서 양호한 수익성을 기록하였기 때문이다. 다만, 백화점은 정치적 불확실성 확대에 따른 소비심리 부진으로 인해, 의류 소비가 전반적으로 부진하면서, 기존점 매출 성장이 +1%에 그치고 영업이익도 YoY 감소하였다.

백화점은 정치적 불확실성 완화에 따른 소비심리 개선에 따른 수혜가 나타나기 시작하였다. 동사는 1분기 실적발표 컨퍼런스 콜을 통해, 백화점의 4월 기존점 성장률은 -4%로 상대적으로 부진하였으나, 4월 중순부터 거래액이 회복되고 있고, 5월은 연휴 효과가 더해지면서 기존점 매출이 플러스 성장으로 전환될 것으로 전망하였다.

면세점은 시내점의 경쟁강도가 완화되고 공항점 중심으로 영업흑자 구조가 정립되고 있기 때문에, 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 기대된다. 자회사 **지누스**도 매트리스 판매가 회복되고 있고, 2분기에도 관세 환급 효과가 나타날 것으로 기대되며, 미국의 추가 관세 부과 우려도 완화되고 있기 때문에, 중기적으로 양호한 실적 흐름이 기대된다.

신세계의 1Q25 연결기준 영업이익은 1,323억원(-19% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. 백화점은 명품/생활 카테고리 매출 증가로 기존점 매출이 +2.5% 증가하였으나(관리기준), 패션 장르 매출 부진에 따른 상품 믹스 악화와 강남점 리뉴얼에 따른 감가상각비 부담 증가 등으로 인해, 전년동기 대비 이익이 감소하였다. 다만, 면세점은 시내점 경쟁강도 완화, 공항점 임차료 일부 영업요율 적용(T2 아시아나), 특허수수료 감면 효과(45억원) 등에 힘입어, 영업적자가 전분기 대비 축소되었다.

백화점은 정치적 불확실성 완화에 따른 소비심리 개선에 따른 수혜가 나타날 것으로 기대되나, 강남점/본점 등의 리뉴얼에 따른 감가상각비 부담 증가로 인해, 중기적으로 영업이익이 전년동기 대비 개선되기는 어려울 전망이다. 다만, **면세점**은 시내점 경쟁강도 완화로 다이고 할인율이 축소되고, 공항점 임차료 일부 영업요율 적용이 6월까지 지속되면서, 2분기에도 비교적 양호한 실적을 기록할 전망이다.

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	2,432	2,477	2,431	2,720	2,555	2,497	2,312	2,548	10,061	9,912	9,628
(YoY)	2.8%	-0.6%	3.4%	-7.0%	5.0%	0.8%	-4.9%	-6.3%	-0.7%	-1.5%	-2.9%
순매출액	952	1,024	1,037	1,175	1,098	1,049	1,009	1,106	4,188	4,262	4,159
(YoY)	-13.3%	5.5%	3.2%	3.5%	15.4%	2.4%	-2.7%	-5.9%	-0.5%	1.8%	-2.4%
백화점	594	612	568	661	589	601	563	660	2,435	2,413	2,434
(YoY)	3.6%	3.0%	-2.1%	0.8%	-0.8%	-1.8%	-1.0%	-0.1%	1.3%	-0.9%	0.9%
(기존점 성장률)	7.6%	3.0%	-2.1%	-0.2%	1.0%	1.0%	2.0%	2.5%	2.0%	1.6%	1.2%
면세점	240	240	228	263	294	236	199	196	972	924	798
(YoY)	-27.6%	23.8%	-3.9%	12.2%	22.0%	-2.1%	-12.8%	-25.6%	-2.6%	-5.0%	-13.7%
지누스	152	206	273	289	250	247	280	288	920	1,065	1,068
(YoY)	-33.5%	-6.0%	23.2%	2.4%	64.2%	19.8%	2.6%	-0.4%	-3.4%	15.7%	0.3%
기타 및 연결조정	-35	-35	-33	-38	-34	-35	-33	-38	-140	-139	-139
영업이익	69	43	65	108	113	88	74	138	284	413	410
(YoY)	-11.6%	-23.0%	-12.7%	12.2%	63.4%	106.1%	14.8%	28.2%	-6.4%	45.4%	-0.8%
(OPM)	2.8%	1.7%	2.7%	4.0%	4.4%	3.5%	3.2%	5.4%	2.8%	4.2%	4.3%
백화점	103	71	71	114	97	69	72	128	359	367	377
(OPM)	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.6%	3.9%	4.3%	6.7%	5.0%	5.2%	5.2%
면세점	-5	-4	-8	-12	-2	-2	0	4	-29	1	18
(OPM)	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	-0.3%	0.0%	1.1%	-1.4%	0.0%	1.2%
지누스	-19	-14	12	16	28	30	13	16	-5	87	56
(OPM)	-10.7%	-6.1%	3.7%	4.9%	9.8%	10.9%	4.0%	4.9%	-0.5%	7.2%	4.6%
기타 및 연결조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	94	-192	45	60	121	75	61	124	6	381	381
순이익	71	-145	28	46	88	58	46	94	-1	287	294
(지배)순이익	68	-145	21	20	68	38	32	71	-36	210	228
(YoY)	20.7%	적전	-60.9%	흑전	-0.6%	흑전	52.8%	254.2%	적지	흑전	9.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	2,819	2,782	2,709	3,187	2,878	2,858	2,817	3,232	11,497	11,785	12,088
(YoY)	5.4%	1.8%	4.0%	2.1%	2.1%	2.7%	4.0%	1.4%	3.3%	2.5%	2.6%
백화점	1,801	1,746	1,688	2,008	1,792	1,772	1,730	2,068	7,244	7,363	7,584
(YoY)	7.9%	2.6%	2.1%	-1.1%	-0.5%	1.5%	2.5%	3.0%	2.7%	1.6%	3.0%
신세계 DF	561	563	570	632	586	610	620	610	2,326	2,427	2,436
(YoY)	-1.6%	-0.1%	14.2%	13.8%	4.6%	8.3%	8.9%	-3.5%	6.3%	4.4%	0.4%
순매출액	1,605	1,604	1,540	1,821	1,666	1,709	1,693	1,878	6,570	6,946	7,109
(YoY)	2.6%	1.8%	2.8%	5.9%	3.8%	6.5%	9.9%	3.1%	3.4%	5.7%	2.3%
백화점	664	642	616	718	661	651	631	740	2,640	2,683	2,764
(YoY)	6.9%	2.1%	1.9%	2.1%	-0.5%	1.5%	2.5%	3.0%	3.2%	1.6%	3.0%
신세계인터	309	321	296	382	304	321	309	387	1,309	1,321	1,387
(YoY)	-0.9%	-3.9%	-6.3%	-2.6%	-1.7%	0.1%	4.3%	1.1%	-3.4%	0.9%	5.0%
신세계 DF	487	492	472	555	562	585	595	585	2,006	2,326	2,334
(YoY)	-4.8%	1.5%	8.2%	14.7%	15.4%	18.8%	26.1%	5.3%	4.7%	15.9%	0.4%
신세계까사	69	65	69	67	62	67	71	69	270	269	277
센트럴시티	89	95	94	97	89	95	94	97	375	375	375
기타 및 연결조정	-13	-11	-6	1	-12	-11	-6	1	-29	-28	-28
영업이익	163	117	93	104	132	88	102	163	477	486	505
(YoY)	6.9%	-21.5%	-29.5%	-49.7%	-18.8%	-25.1%	9.9%	57.6%	-25.4%	1.8%	4.0%
(OPM)	5.8%	4.2%	3.4%	3.3%	4.6%	3.1%	3.6%	5.1%	4.1%	4.1%	4.2%
백화점	114	82	88	122	108	72	83	144	406	406	420
(OPM)	6.3%	4.7%	5.2%	6.1%	6.0%	4.0%	4.8%	6.9%	5.6%	5.5%	5.5%
신세계인터	11	13	2	0	5	6	1	5	37	22	23
(OPM)	3.6%	4.1%	0.7%	0.1%	1.5%	1.8%	0.3%	1.2%	2.8%	1.7%	1.7%
신세계 DF	7	9	-16	-36	-2	-4	-4	-4	-36	-14	-10
(OPM)	1.3%	1.5%	-2.8%	-5.6%	-0.4%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-1.5%	-0.6%	-0.4%
신세계까사	1	-1	0	0	0	0	1	1	1	2	2
센트럴시티	26	11	26	23	22	11	26	24	86	83	83
기타 및 연결조정	4	3	-7	-6	0	3	-5	-6	-16	-13	-14
세전이익	155	74	51	-85	105	39	57	117	195	317	330
순이익	130	58	37	-38	77	29	43	89	187	238	250
(지배)순이익	103	37	21	-53	58	14	28	67	108	168	177
(YoY)	-3.3%	-35.2%	-51.4%	적전	-44.1%	-60.5%	34.4%	흑전	-52.1%	55.6%	5.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 롯데쇼핑/이마트

롯데쇼핑의 1Q25 연결기준 영업이익은 1,482억원(+29% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 소비심리 부진으로 국내 사업의 매출 흐름은 여전히 약한 모습이었으나, 자산 처분 및 재평가에 따른 감가상각비 감소 효과가 예상보다 컸고(-230억 YoY), 해외 백화점/할인점의 이익 개선이 예상 보다 강했기 때문이다. 1분기 국내 백화점과 할인점의 기존점 성장률은 각각 +1%, +0%를 기록하였다. 정치적 불확실성 확대에 따른 소비심리 부진으로 인해, 전반적인 매출 흐름이 부진했던 것으로 판단된다.

작년 12월에 저점을 찍은 소비심리는 최근 정치적 불확실성이 완화되면서, 점차 회복되는 모습을 보이고 있다. 미국 관세 이슈에 따른 수출 경기에 대한 불안감은 아직 남아 있으나, 금리 인하가 지속되고 있고, 조기 대선 이후 정부 정책에 대한 기대감도 여전히 유효하다. 동사는 1분기 실적발표 컨퍼런스 콜을 통해, 향후 국내 백화점/할인점의 매출 방향성에 자신감을 표현하였다. 정치적 불확실성이 완화되면서 소비심리가 살아나고 있고, 할인점 주력 경쟁사인 홈플러스의 영업력이 약화되면서 4월 하순부터 경쟁점들의 반사수혜가 본격화되고 있기 때문이다. 따라서, 중기적으로 동사 실적 추정치 상향에 대한 기대감이 본격화 될 것으로 전망된다.

이마트의 1분기 연결기준 영업이익은 1,593억원(+238% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 소비심리 부진에 따른 전반적인 매출 약세에도 불구하고, 통합 매입 효과에 따른 GPM 개선과 고정비 절감 효과에 힘입어, 별도법인의 수익성이 시장 기대치를 상회하였기 때문이다. 영업적자인 G마켓이 연결로 분류된 실적임을 감안한다면, 실질적으로 당사 영업이익 기대치를 300억 이상 상회한 수치로 판단된다.

중기적으로 할인점 기존점 성장률 상승 기대감은 여전히 유효한 것으로 판단된다. 4월은 휴일이 하루 적은 영향이 있었으나, 5월은 월초 연휴 효과로 기존점 성장률이 반등할 가능성이 높고, 정치적 불확실성 완화로 전반적인 소비심리도 반등하고 있는 점도 긍정적이다. 또한, 주력 경쟁사(홈플러스)의 영업력이 점차 약화되고 있다는 점을 감안한다면, 경쟁점 중심의 반사수혜는 시간이 지날수록 강해질 것으로 판단된다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	4,953	4,873	4,919	5,078	4,891	4,882	4,959	5,258	19,823	19,990	20,392
(YoY)	-0.7%	-4.0%	-4.0%	-3.5%	-1.3%	0.2%	0.8%	3.5%	-3.1%	0.8%	2.0%
백화점	2,092	2,104	1,932	2,325	2,069	2,080	1,947	2,384	8,453	8,480	8,590
할인점	1,618	1,468	1,584	1,490	1,621	1,511	1,641	1,585	6,160	6,358	6,565
국내	1,190	1,116	1,237	1,121	1,152	1,138	1,273	1,193	4,663	4,756	4,866
해외	428	352	347	370	469	373	368	392	1,497	1,602	1,698
이커머스	30	28	27	35	28	26	26	34	120	114	114
슈퍼	341	342	347	315	317	327	335	309	1,344	1,287	1,300
하이마트	537	604	702	573	553	610	711	582	2,357	2,384	2,446
홈쇼핑	232	236	212	259	230	233	210	256	939	929	929
컬처웍스	115	114	131	92	86	116	104	119	452	427	435
기타 및 연결조정	-11	-21	-15	-11	-13	-21	-15	-11	0	11	12
순매출액	3,513	3,428	3,568	3,477	3,457	3,450	3,596	3,612	13,987	14,114	14,436
(YoY)	-1.4%	-5.4%	-4.6%	-4.3%	-1.6%	0.6%	0.8%	3.9%	-3.9%	0.9%	2.3%
영업이익	115	56	155	147	148	60	143	261	473	612	654
(YoY)	2.1%	8.9%	9.1%	-27.3%	29.0%	6.9%	-8.0%	77.4%	-6.9%	29.3%	6.8%
(OPM)	3.3%	1.6%	4.3%	4.2%	4.3%	1.7%	4.0%	7.2%	3.4%	4.3%	4.5%
백화점	90	59	71	180	130	74	88	219	400	511	532
할인점	43	-16	45	-7	28	-25	39	29	65	70	82
국내	25	-26	35	-18	7	-36	27	16	17	14	22
해외	18	10	10	11	21	11	12	12	48	56	60
이커머스	-22	-20	-19	-7	-9	-9	-9	-8	-69	-34	-34
슈퍼	12	13	12	-8	3	0	3	-4	29	2	5
하이마트	-16	3	31	-16	-11	8	16	-3	2	10	14
홈쇼핑	10	16	10	14	12	10	6	11	50	39	39
컬처웍스	1	6	9	-16	-10	7	4	10	0	10	12
기타 및 연결조정	-3	-5	-4	7	5	-5	-4	7	-4	3	3
영업외손익	-32	-129	-126	-1,207	-104	-39	-98	-49	-1,494	-290	-272
이자수익-이자비용	-118	-117	-121	-121	-117	-117	-117	-117	-477	-468	-467
지분법손익	35	56	-5	57	6	61	0	49	143	116	134
기타	52	-68	-1	-1,143	8	17	19	19	-1,160	62	62
세전이익	83	-73	29	-1,060	45	21	44	212	-1,021	322	382
순이익	73	-80	7	-994	18	16	34	161	-994	228	290
(지배)순이익	78	-91	0	-955	16	9	26	157	-968	209	268
(YoY)	38.4%	적전	적전	적지	-79.2%	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	28.7%
기존점 성장률											
국내 백화점	3.5%	0.9%	-0.1%	-0.1%	1.0%	1.0%	2.0%	2.5%	1.0%	1.6%	1.2%
국내 할인점	4.7%	-3.9%	-4.6%	1.0%	0.0%	3.0%	4.0%	6.0%	-0.8%	3.2%	2.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액											
별도기준	4,203	3,839	4,673	4,253	4,269	3,986	4,913	4,533	16,967	18,409	18,799
(YoY)	2.3%	-2.5%	5.3%	4.7%	1.6%	3.8%	5.1%	6.6%	2.5%	8.5%	2.1%
할인점	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,844	3,235	3,004	11,667	12,125	12,395
트레이더스	916	833	965	836	967	891	1,042	911	3,550	3,811	3,916
전문점	254	251	262	253	260	251	262	253	1,020	1,026	1,026
에브리데이			370	362	356	351	374	365	731	1,446	1,461
순매출액	7,207	7,056	7,508	7,250	7,219	7,121	7,133	6,957	29,021	28,430	28,068
(YoY)	1.0%	-3.0%	-2.6%	-1.4%	0.2%	0.9%	-5.0%	-4.0%	-1.5%	-2.0%	-1.3%
별도기준	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,991	4,166	3,795	15,570	16,212	15,854
연결-별도	3,358	3,550	3,193	3,349	2,960	3,131	2,967	3,161	13,451	12,218	12,214
쓱닷컴	413	395	391	376	357	364	353	362	1,576	1,436	1,483
G마켓글로벌	255	253	226	228	201	207			961	408	
SCK 컴퍼니	735	760	788	818	762	798	835	867	3,100	3,262	3,457
(YoY)	7.6%	7.5%	3.8%	4.8%	3.7%	5.0%	6.0%	6.0%	5.8%	5.2%	6.0%
이마트 24	511	565	568	519	466	532	547	514	2,163	2,059	2,184
기타 및 연결조정	1,444	1,577	1,222	1,408	1,175	1,230	1,231	1,418	5,651	5,054	5,089
영업이익	47	-35	112	-77	159	40	210	137	47	546	641
(YoY)	245.0%	적지	43.4%	적지	238.2%	흑전	87.9%	흑전	흑전	1059.5%	17.3%
(OPM)	0.7%	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.6%	2.9%	2.0%	0.2%	1.9%	2.3%
별도기준	93	-21	123	-73	133	15	154	84	122	386	415
(OPM)	2.2%	-0.5%	2.6%	-1.7%	3.1%	0.4%	3.1%	1.9%	0.7%	2.1%	2.2%
할인점	51	-55	71	-87	78	-32	95	45	-20	186	210
트레이더스	31	22	34	5	42	32	43	29	92	146	150
전문점	11	11	11	6	7	8	8	8	38	31	31
에브리데이	4	4	6	2	6	6	6	3	8	21	21
쓱닷컴	-14	-17	-17	-25	-18	-19	-19	-23	-73	-79	-74
G마켓글로벌	-9	-8	-18	-33	-12	-11			-67	-23	
SCK 컴퍼니	33	43	66	49	35	49	67	66	191	217	237
(OPM)	4.5%	5.7%	8.4%	5.9%	4.6%	6.1%	8.0%	7.6%	6.2%	6.6%	6.8%
이마트 24	-13	-3	0	-14	-10	0	3	-6	-30	-13	-8
PPA 상각비	-40	-40	-40	-40	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-63
기타 및 연결조정	-4	10	-3	60	47	21	21	32	63	121	133
영업외손익	-14	-99	6	-545	-40	-74	-81	-78	-653	-273	-274
이자수익-이자비용	-89	-95	-92	-90	-100	-97	-97	-96	-365	-389	-383
지분법손익	5	4	8	7	12	7	1	3	23	23	15
기타	70	-8	90	-462	48	16	15	15	-310	94	94
세전이익	33	-134	118	-622	119	-35	129	60	-605	273	366
순이익	29	-112	105	-596	84	-26	98	45	-573	200	278
(지배)순이익	28	-146	121	-592	71	-20	97	47	-590	194	282
(YoY)	146.1%	적지	192.4%	적지	157.4%	적지	-19.7%	흑전	적지	흑전	45.0%
기준점 성장률											
이마트	1.4%	-3.0%	-2.9%	-4.1%	-0.6%	2.0%	4.0%	6.0%	-2.1%	2.8%	2.2%
트레이더스	7.3%	0.1%	-1.3%	0.4%	1.9%	3.0%	4.0%	5.0%	1.5%	3.5%	2.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 매크로 모멘텀 우호적

1) 금리 인하와 조기 대선

한국 유통 산업을 둘러싼 매크로 환경은 비교적 우호적인 상황으로 판단된다. 한국은행은 24년 11월 기준금리 인하 전환을 포함하여, 25bp씩 3차례 금리 인하를 단행하였고, 향후 추가 인하 가능성도 열어둔 상황이다. 한국의 가계 부채 부담이 크다는 점을 감안한다면, 중기적으로 가계의 구매력 개선이 본격화 될 것으로 기대된다.

정치적 불확실성이 완화되고 있는 점도 긍정적이다. 24년 12월 비상계엄 사태로 급락한 소비심리는 25년 1월부터 반등하기 시작하였고, 지난 5월 1일에는 여야가 13.8조원 규모의 추가경정예산 편성에 합의한 상황이다. 게다가, 25년 6월 3일 조기대선 이후, 2차 추가경정예산 편성 가능성도 나오고 있는 상황이다.

따라서, 미국 관세 정책이 극단적인 방향으로 가지 않는다면, 작년 하반기 기저효과, 기준금리 인하 누적에 따른 가계 구매력 개선 효과 등이 겹치면서, 내수 소비경기는 올해 하반기에 반등할 가능성이 높다.

2) 美 관세 우려 완화

또한, 우려했던 미국의 관세 정책도 예상 보다는 최악의 상황으로 흘러가지 않고 있다. 특히, 지난 5월 12일에 미국과 중국은 공동성명을 통해, 양국이 협상을 진행하는 5월 14일부터 90일 동안 상대국에 부과한 상호관세를 대거 유예한다고 밝혔기 때문이다. 공동성명에 따르면, 미국은 기존 중국에 부과한 관세 145%를 30%로 변경하고, 중국은 미국산 상품에 적용하던 125%의 관세를 10%로 낮추기로 합의하였다.

한국 소비자심리지수가 3월부터 반등이 지지부진한 이유는 한국의 정치적 상황 보다는 미국의 관세 부과 우려에 따른 수출 경기 둔화 우려에 기인한다. 하지만 해당 이슈가 완화되고 있기 때문에, 매크로 모멘텀이 당사의 기존 예상 보다는 우호적인 방향으로 흘러가고 있다. 따라서, 3분기 중에는 소비자심리지수가 기준선 레벨로 회복할 가능성이 높아 보인다.

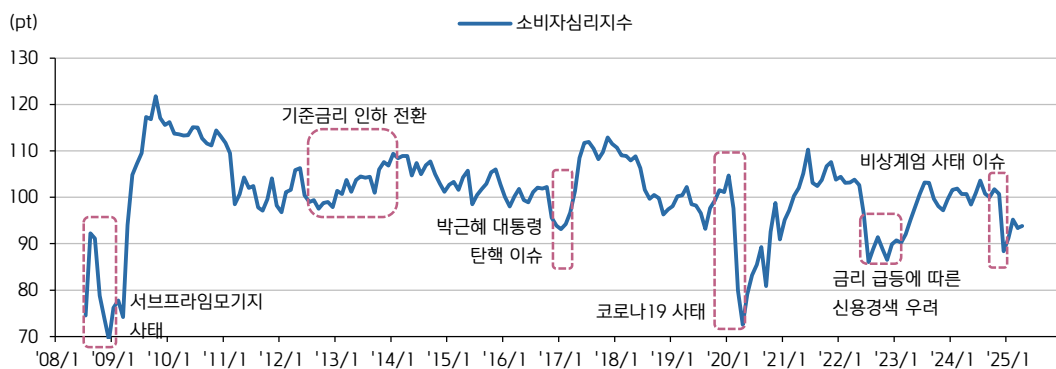
위와 같은 우호적인 매크로 환경은 경기 민감도가 높은 백화점 업체에게 좀 더 우호적으로 작용할 전망이다. 특히, 현대백화점은 밸류에이션 레벨이 낮고, 지누스 관련 불확실성이 완화될 수 있기 때문에, 상대적으로 주가 상승세가 강할 수 있다.

월별 주요 유통업체 매출 동향

구분	'24/7	'24/8	'24/9	'24/10	'24/11	'24/12	'25/1	'25/2	'25/3	'25/4	'25/5	'25/6
휴일 수(日)	8	10	12	10	9	10	12	8	11	8	11	11
휴일 YoY(日)	-2	1	1	-1	1	-1	3	-2	0	-1	1	0
한국 소비자심리지수(pt)	103.6	100.8	100.0	101.7	100.7	88.4	91.2	95.2	93.4	93.8		
한국 전체 수출금액 YoY(%)	13.9	10.9	7.1	4.6	1.3	6.6	-10.1	0.7	3.0	3.7		
전체 매출 YoY(%)	6.3	9.2	6.7	6.7	8.0	8.9	11.7	4.4	9.2			
산자부 오프라인 매출(전점) YoY(%)	-3.0	5.0	-0.9	0.0	3.9	-0.3	8.8	-7.7	-0.2			
대형마트	-7.9	5.9	-6.5	-3.4	5.7	-6.6	16.1	-18.8	-0.2			
백화점	-6.4	4.4	0.3	-2.6	1.4	1.1	10.3	-3.6	-2.1			
편의점	2.9	4.5	2.5	3.7	5.1	2.4	1.7	-4.6	1.4			
SSM	1.4	6.7	-2.7	7.1	6.8	3.4	4.8	-1.2	3.6			
이마트 기준점 YoY(%)	-8.5		-0.2	-5.8	3.4	3.4		-0.2	-1.5	-2.6		
신세계 기준점 YoY(%)	-1.2	5.2	1.9	-3.2	-1.9	0.6	10.4	-7.0	-4.7	-2.5		
산자부 편의점 점포 수 YoY(%)	3.1	2.2	1.8	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.3			
산자부 온라인 매출 YoY(%)	16.9	13.9	15.7	13.9	11.8	18.8	14.6	16.7	19.0			
통계청 온라인 매출 YoY(%)	6.6	3.6	3.4	1.4	2.0	4.6	1.6	3.6	2.6			
F&B 상품 + 서비스	13.3	16.0	11.7	15.4	12.4	13.6	14.9	7.4	12.1			
의복	1.3	-1.9	-6.8	-2.9	0.3	9.9	1.3	-3.5	1.0			
재화 전체	7.3	2.6	3.0	0.1	0.7	4.9	-0.5	5.8	2.1			
식품	14.1	13.6	7.4	16.0	11.3	12.4	13.1	5.0	10.2			
농축수산물	15.2	13.3	2.2	15.8	10.7	10.2	22.7	-2.7	11.3			
음식료품	13.8	13.7	9.6	16.1	11.6	13.3	9.2	8.3	9.8			
서비스 전체	5.3	5.5	4.2	4.3	4.9	4.0	5.8	-0.6	3.9			
음식서비스	12.4	18.9	18.2	14.7	13.8	15.1	17.5	10.4	14.6			
면세점 시장규모(조원)	1.01	1.24	1.19	1.11	1.01	1.26	0.95	1.00	1.08			
면세점 시장규모 YoY(%)	1.6	9.4	-10.0	-16.4	-12.2	-3.8	-40.0	9.3	-8.6			
중국 화장품 소매판매 YoY(%)	-6.1	-6.1	-4.5	40.1	-26.4	-26.4		4.4	1.1			

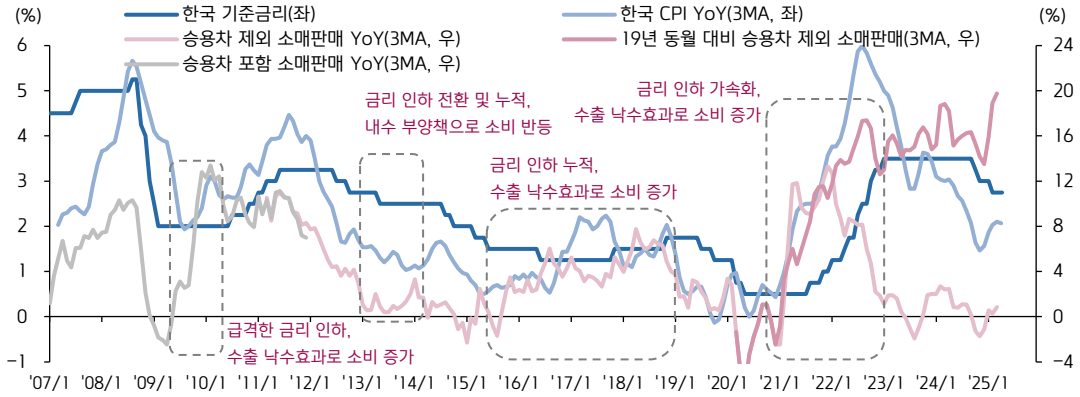
자료: 산업통상자원부, 이마트, 신세계, 통계청, 한국면세점협회, 관광자식정보시스템, Bloomberg, 키움증권 리서치
 주: 1) 1월과 8월 데이터가 없는 경우, 당해 2월과 9월 데이터는 각각 1~2월 누계, 8~9월 누계 기준임.

한국 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

한국 기준금리 vs CPI vs 전체 소매판매



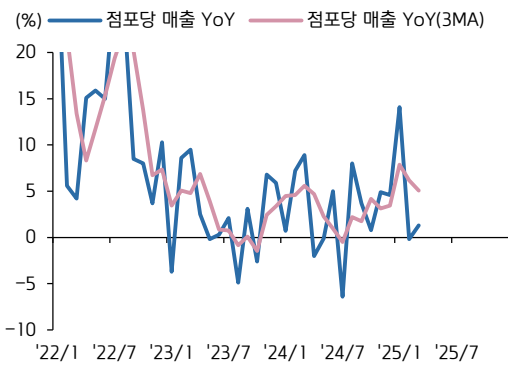
자료: Fn Guide, 통계청, 키움증권 리서치

한국 전체 수출액 추이



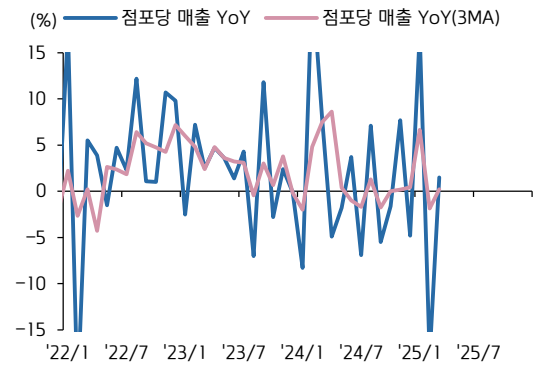
자료: 관세청, 키움증권 리서치

백화점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부

할인점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부

>>> 구조조정이 시작된 유통 산업

1) 쿠팡의 독주와 유통 산업 구조조정

쿠팡이 한국 유통 산업의 지형도를 완전히 바꾸고 있다. 통계청의 이커머스 시장 성장률이 한 자릿수 성장률로 둔화되었음에도 불구하고, 쿠팡은 1분기에 순매출액이 YoY +16% 증가하였고, 조정EBITDA 마진율은 과거 오프라인 유통 업체들의 전성기 수준에 근접한 8%까지 확대되었다(Product Commerce 부문 / FX Neutral 기준).

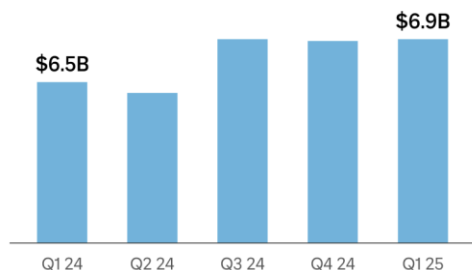
쿠팡의 1분기 순매출액 대비 판관비율은 27% 수준이다(전사 기준). 할인점 업체 대비 수수료 매출 비중이 높고(3P 사업, 광고 수익 등), 쿠팡플레이, 파페치 등 신규 사업에 대한 투자가 확대된 점을 감안한다면, 가격 경쟁력 측면에서 국내 할인점 대비 크게 앞서 있는 것으로 판단된다. 또한, 상품 구색과 배송 경쟁력은 이미 경쟁사와 비교가 불가능한 수준에 도달한지 오래다. 따라서, **중기적으로 1위 업체 쿠팡의 시장 점유율 상승 추세는 지속될 수밖에 없다. 이는 쿠팡 보다 규모가 작은 경쟁 유통 업체들의 구조조정을 가속화 시키기에 충분하다.**

쿠팡 Product Commerce 부문의 순매출액 추이

Net Revenue

Up 6% YoY

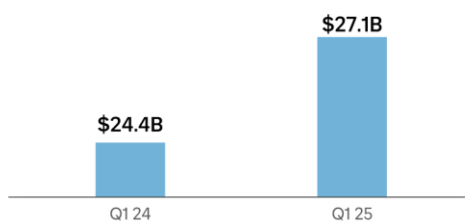
UP 16% YoY F/X neutral



Net Revenue - TTM

Up 11% YoY

UP 17% YoY F/X neutral



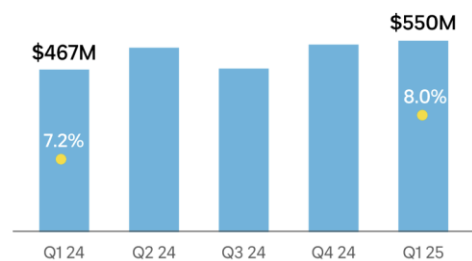
자료: 쿠팡

쿠팡 Product Commerce 부문의 조정EBITDA 추이

Adj. EBITDA

Up \$83M YoY

8.0% margin, up 81 bps YoY

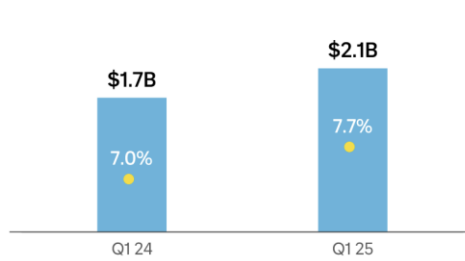


● margin

Adj. EBITDA - TTM

Up \$371M YoY

7.7% margin, up 68 bps YoY



자료: 쿠팡

2) 할인점: 홈플러스 영업력 약화로 이마트, 롯데마트 반사수혜 본격화

이러한 쿠팡 독주 환경에서, 할인점 2위 업체 홈플러스가 올해 3월초에 기업회생절차 개시를 발표하였다. 동사는 6/12까지 회생계획안을 제출하겠다고 밝혔으나, 주요 협력업체들이 1차 납품 중단에 나서면서 정상 영업에 대한 의구심이 확대되었다. 다행히, 주요 협력업체들이 납품 재개에 나선 상황이나, 신용등급 강등과 채무불이행 우려 등으로 인해, 홈플러스의 유동성 리스크에 대한 불안감은 여전히 높은 상황이다.

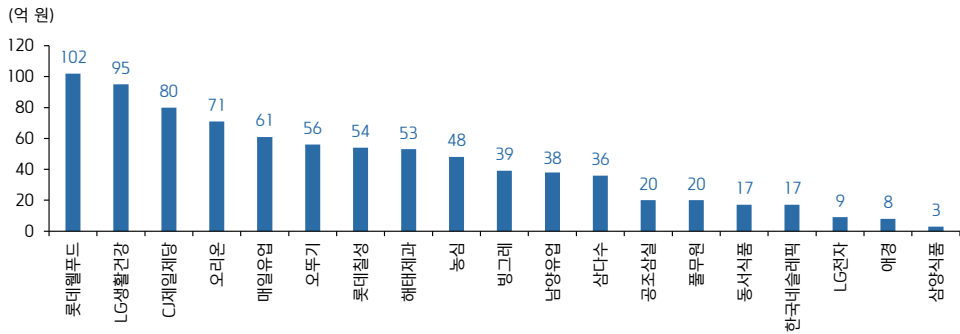
특히, 핵심 협력업체인 가공식품 업체들이 홈플러스 매출채권에 대한 회수 기간을 축소하고 있는 점에 주목할 필요가 있다. 현재 국내 주요 가공식품 업체들의 매출에서 홈플러스가 차지하는 비중은 4% 내외로 추산된다. 매출채권의 회수 주기가 2개월 내외였던 점을 감안한다면, 가공식품 업체들이 보유한 홈플러스 매출 채권 잔액은 연간 매출액의 0.5~1% 수준으로 추산된다. 하지만 최근 언론에 보도된 데이터에 따르면, 홈플러스 매출 채권 잔액이 100억원이 넘는 업체가 거의 없는 상황이다. 홈플러스의 신용등급 하락으로 현금 회수의 가시성이 떨어지면서, 가공식품 업체들이 납품 규모와 매출채권 회수 기간을 축소하였기 때문으로 판단된다. 이에 따라, 홈플러스의 매입채무와 재고자산은 크게 축소된 것으로 판단된다. 특히, 핵심 가공식품 품목에 대해서는 기존 대비 재고자산 보유 규모가 절반 이상 줄어들었을 가능성이 높다. 따라서, 현재의 매출 규모를 유지하면서, 정상적인 영업을 수행하기가 점점 어려워지고 있는 상황으로 추산된다.

홈플러스 이슈가 알려진 3월 이후, 소비자들은 홈플러스 상품권을 빠르게 소진하는 모습을 보이기도 하였다. 시장에서 홈플러스 상품권이 정상적으로 유통되지 않을 수 있음을 우려하였기 때문이다. 할인점 업체로서 소비자 신뢰도가 크게 하락한 셈이다. 또한, 홈플러스의 판관비율은 이미 35%에 육박한 상황이다. 매출총이익률 40%를 책정해야 영업이익률 5% 달성이 가능한데, 대부분의 업체들은 매출총이익률을 30% 내외에서 책정하고 있다. 사실상 할인점 업체로서 가격 경쟁력의 훼손이 크게 나타난 셈이다.

SNS에서는 홈플러스 폐점 후보 리스트가 등장하였다. 다음 페이지에 정리된 표에 따르면, 홈플러스는 24년에 할인점 5개점 폐점을 완료하였고, 25년 이후 추가로 9개점 폐점을 확정된 상황이며, 다음 폐점은 7월말에 영업을 종료하는 부천상동점이다. 여기에 추가로 15개점에 대한 폐점 루머가 SNS에 돌고 있는 셈이다. 또한, 홈플러스는 폐점 확정 점포를 제외한 61개 입차 점포 중 17개 점포에 대해 임대인에게 계약해지를 통보한 것으로 알려졌다. 기업회생절차 개시 이후 진행된 임대료 조정 협상이 결렬되었기 때문이다(그렇다고 남은 44개점에 대한 임대료 조정 협상이 완료되었다는 뉴스가 나온 것은 아님). 이에 따라, 기존에 폐점이 확정된 할인점 9개점과 함께 26개점 폐점설이 확산되고 있다(한편, 기업회생절차 개시가 최초 발표되었을 때, 회생계획안에 4개점 매각, 16개점 폐점 계획이 포함될 수 있었다는 언론 보도가 있었음).

만약, 홈플러스의 매출 규모가 줄어들면, 동사의 가격 경쟁력은 더욱 악화될 가능성이 높다. 이미 동사의 EBITDA 레벨은 안정적인 흑자 구조가 아니고, 신용등급 하락으로 외부 자금 조달도 어려워진 상황이다. 객관적으로 기업의 지속 가능성에 의문을 가질 수밖에 없는 상황이 것이다. 이마트와 롯데마트가 보유한 할인점 점포의 50% 정도가 홈플러스와 상권이 직접적으로 겹치는 경쟁점으로 알려져 있다. 2020년에 이마트가 경쟁점 폐점으로 기존점 성장률이 10%p 개선되는 반사수혜를 누린 바 있다. 따라서, 중기적으로 홈플러스의 폐점이 진행되고, 정상적인 영업을 어려워지면서 시장 점유율이 하락한다면, 이마트와 롯데마트의 반사수혜 효과가 본격화 될 것으로 전망된다.

주요 협력업체의 홈플러스 매출채권 보유 잔액 현황



자료: 언론보도 자료 인용(딜사이트, 25년 4월 15일 보도)

홈플러스 폐점 계획 + SNS에서 확산되고 있는 폐점 리스트 현황(할인점 기준)

폐점 여부	점포명	지역	예상 폐점 일정과 폐점 소문 관련 정리	재입차 (재입점) 계획
폐점 완료 (5 점)	서면점	부산	24년 2월 폐점(매출 부진과 경쟁력 약화로 정리)	X
	목동점	서울	24년 6월 폐점(임대기간 만료)	X
	서대전점	대전	24년 8월 폐점(적자 점포 정리)	X
	안양점	경기	24년 8월 폐점(적자 점포 정리)	X
	계림점	광주	임대 기간 만료에 따른 폐점 또는 자산유동화 대상으로 알려진 바 있음 24년 12월 폐점, 주상복합 건물로 재개발 예정.	검토 중
폐점 확정 (9 점)	부천상동점	경기	25년 7월말 폐점 예정. 신축 주상복합 건물은 30년에 준공 예정.	O
	내당점	대구	23년 8월 매각. 25년 8월 폐점 유력(9월 중순 임대계약 만료 예정).	O
	안산선부점	경기	임대 기간 만료에 따라 25년말 폐점 예정(적자 점포 정리)	X
	동대문점	서울	임대 기간 만료에 따라 26년 1월 폐점 예정	O
	동정주점	충북	임대 기간 만료에 따라 26년 상반기 폐점 예정(적자 점포 정리)	X
	부산반여점	부산	24년 510억원에 매각. 26년 폐점 예정. 주상복합 건물로 재개발 예정.	O
	순천풍덕점	전남	24년 9월 매각. 27년 폐점 이후 초고층 주상복합으로 개발 예정	O
	부천소사점	경기	24년 5월 400억원대에 매각. 주택이나 오피스 등으로 개발 예정.	O
	신내점	서울	25년 3월 이랜드건설에 520억원에 매각. 향후 임대주택으로 재개발 계획.	O
재개발 가능성 언급 (5 점)	영등포점	서울	'25. 8. 5 점포 관련 담보대출 만기 예정(점포 보유자: 이지스자산운용) 해당 부지에 공동주택 등 주거시설을 개발할 가능성 있음	
	금천점	서울	'25. 8. 5 점포 관련 담보대출 만기 예정(점포 보유자: 이지스자산운용) 해당 부지에 공동주택 등 주거시설을 개발할 가능성 있음	
	동수원점	경기	'25. 8. 5 점포 관련 담보대출 만기 예정(점포 보유자: 이지스자산운용) 해당 부지에 공동주택 등 주거시설을 개발할 가능성 있음 27년 임대계약 만료 예정	
	센텀시티점	부산	'25. 8. 5 점포 관련 담보대출 만기 예정(점포 보유자: 이지스자산운용) 해당 부지에 공동주택 등 주거시설을 개발할 가능성 있음	
	수원영통점	경기	22년 홈플러스 부지 투자업체가 수원시 건축위원회에 주상복합 건축 심의를 신청한 바 있음. 28년 임대계약 만료 예정.	
28년까지 임대계약 만료 예정 (5 점)	진주점	경남	27년 5월 임대계약 만료 예정	
	삼천포점	경남	27년 8월 임대계약 만료 예정	
	포항죽도점	경북	27~28년 임대계약 만료 예정	
	대구칠곡점	대구	27~28년 임대계약 만료 예정	
	천안점	충남	28년 임대계약 만료 예정	
구체적 내용 없음 (5 점)	강동점	서울		
	방학점	서울		
	잠실점	서울		
	직전점	인천		
	조치원점	세종		

자료: 언론보도 및 웹사이트, 키움증권 리서치 정리

홈플러스 임대계약 해지 통보 리스트 17개점(할인점 기준)

지역	점포명	지역	점포명
서울	가양점	경기	수원원천점
	시흥점		안산고잔점
	잠실점		일산점
인천	계산점	충남	화성동탄점
	논현점		천안신방점
	송의점		천안점
울산	북구점	세종	조치원점
부산	장림점	대구	동촌점
	감만점		

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치

홈플러스 주요 재무지표 추이 (단위: 십억원)

구분	FY21/22	FY22/23	FY23/24	FY23/24 3Q 누계	FY24/25 3Q 누계
	2022.02	2023.02	2024.02	2023.11	2024.11
총차입금	5,500	5,193	5,313	5,281	5,462
리스부채	4,065	3,896	3,850	3,885	3,513
상환전환우선주	915	986	1,066	1,036	1,123
조정총차입금	6,415	6,179	6,379	6,317	6,585
순차입금	5,254	5,085	5,104	5,193	5,312
순차입금-리스부채	1,188	1,189	1,254	1,307	1,799
자산총계	9,848	9,096	8,785	8,894	9,064
부채총계	8,559	8,225	8,520	8,378	8,464
자본총계	1,289	871	265	516	601
총매출액	6,983	7,032	7,349	5,481	5,541
순매출액	6,481	6,601	6,932	5,163	5,255
영업이익	-134	-260	-199	-130	-157
EBITDA	334	221	272	220	194
EBITDA-리스부채 상환	48	-61	-16		
금융비용	386	391	457	338	411
당기순이익	-37	-446	-574	-355	-339
홈플러스 기말 점포 수(점)	135	133	130	131	126

자료: 한국신용평가, 한국기업평가, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

주: 1) 조정총차입금 = 총차입금 + 상환전환우선주

2) 24년 3월에 토지 재평가를 통해 약 8,900억원의 자본 규모 확대가 있었음

3) 25년 2월에 상환전환우선주의 상환조건을 변경하면서, 상환전환우선주가 부채에서 자본으로 전환됨

3) 편의점: 출점 경쟁에서 생존 경쟁으로

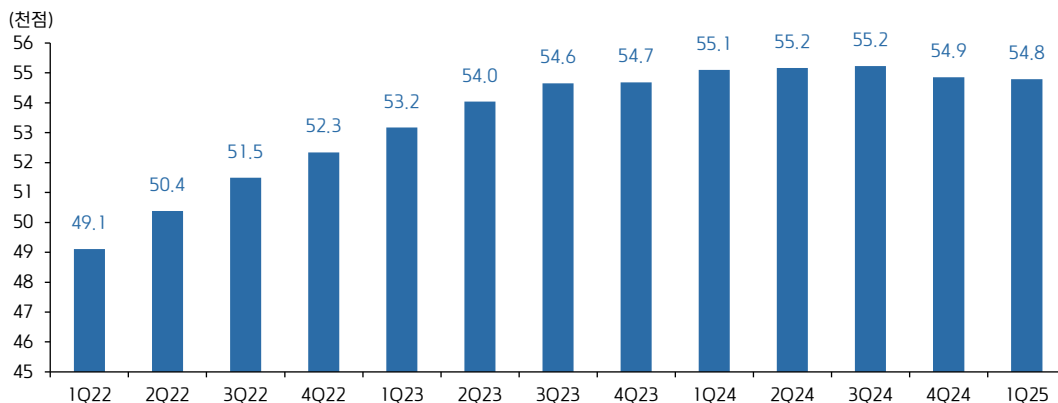
한편, 편의점은 점포 수가 작년 4분기부터 순감으로 전환하였다. CU와 이마트24는 점포 수가 1분기에 순증하였으나, GS25와 세븐일레븐은 순감한 것으로 추산된다. 최근 동일점 매출 성장률도 좋지 않은 흐름이다. 이러한 영향이 겹치면서, 이마트24와 세븐일레븐의 순매출액은 YoY -10% 내외 감소하는 흐름이고, 영업적자 상태가 지속되고 있다.

편의점 업체들은 인구통계학 관점에서 구조적인 어려움에 직면해 있다. 출산을 하락과 인구구조 고령화로 인해, 핵심 MD인 가공식품 수요의 감소 우려가 있고, 지방 소멸로 인해 지방 상권에 있는 편의점 가맹점주들이 영업에 어려움을 겪고 있다.

근거리 상권에서 다양한 경쟁 업체가 출현하고 있는 것도 문제다. 트래픽이 증가하고 있는 다이소는 저가 일용품 외에 가공식품 매대를 확보하고 있고, 할인점 폐점으로 인한 공백 상권에서 SSM과 식자재마트 등이 출점하고 있으며, 무인 점포나 아이스크림 전문점 같은 업체 등도 새로운 위협 요인으로 등장하고 있기 때문이다.

편의점 업체 중에 현재 가장 큰 어려움을 겪고 있는 것은 세븐일레븐이다. 동사의 점포 수는 22년말 14,265점에서 24년말 12,152점으로 2년간 2,113점 순감하였다. 모회사의 재무적 지원 여력을 감안한다면, 홈플러스처럼 유동성 사태가 발생할 가능성은 제한적이다. 다만, 손익이 개선되지 않는다면 가맹점주를 지원할 여력이 축소되고, 점포 구조조정을 지속해야 하는 상황에 놓일 수 있다.

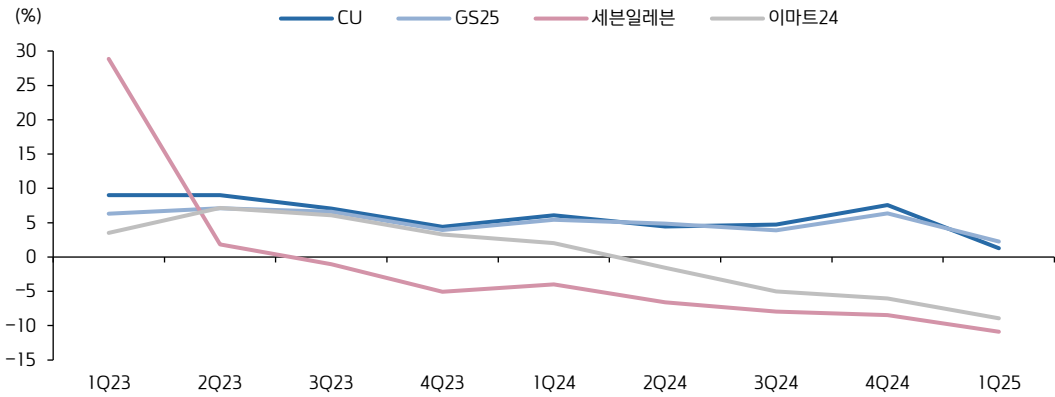
분기말 한국 편의점 점포 수 추이



자료: 산업통상자원부, 이마트

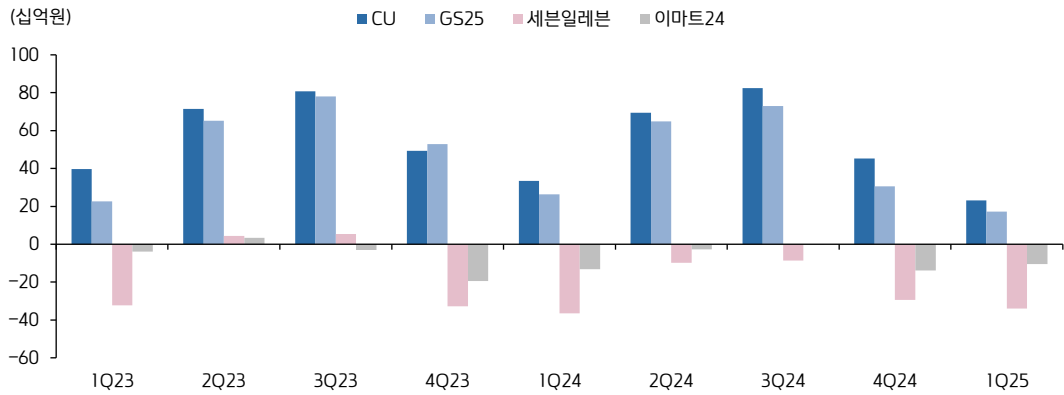
주: 1) 산업통상자원부와 이마트24 점포 수를 합산한 기준임. 세븐일레븐의 미니스톱 합병 효과에 의한 증가분이 포함되어 있음.

분기별 편의점 4사 순매출액 증가율 추이



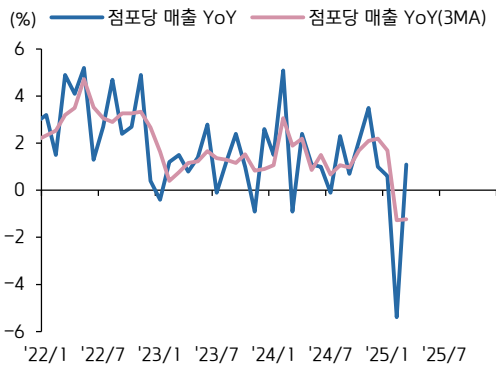
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

분기별 편의점 4사 영업이익 추이



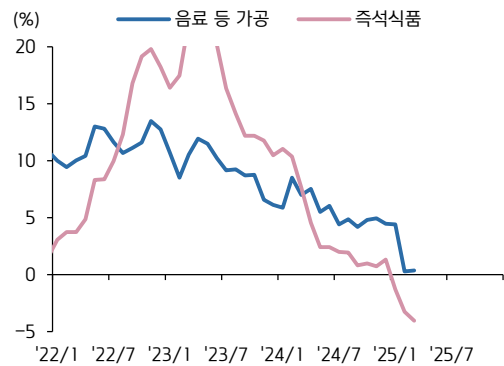
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

편의점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부

편의점 상품군별 매출 YoY 증감률 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부

>>> 업종 투자전략

이마트를 최선호주로 제시

유통 업종에 대한 투자 의견 Overweight을 유지한다. 정치적 불확실성 완화 및 정부 정책 모멘텀 강화에 따른 소비심리 개선, 주요 경쟁사의 영업력 약화에 따른 반사수혜 등으로 인해, 업종 내 주요 업체의 실적 개선 기대감이 강할 것으로 전망된다.

유통 업종 최선호주로 이마트를 제시한다. **이마트**는 할인점 주력 경쟁사의 영업력 약화에 따른 반사수혜에 따른 실적 개선 모멘텀이 가장 강하게 나타날 것으로 전망된다. 특히, 전사 고정비 절감과 통합 매입 효과 등에 힘입어, 수익성이 구조적으로 개선되고 있는 점도 긍정적이다.

차선호주로 현대백화점과 롯데쇼핑을 제시한다. **현대백화점**은 지누스의 관세 우려가 완화되고 있고, 소비심리 개선에 따른 수혜가 기대되며, 업종 내 밸류에이션 매력도도 가장 높은 편이다. **롯데쇼핑**도 소비심리 개선과 할인점 주력 경쟁사의 영업력 약화에 따른 반사수혜 기대감으로 인해, 실적 추정치 상향 기대감이 충분한 것으로 판단된다.

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(5/16, 원)		99,500	13,860	168,700	65,800	74,600	84,500
시가총액(5/16, 조원)		1.72	1.16	1.63	1.49	2.11	2.33
매출액	'24	8,699	11,656	6,570	4,188	13,987	29,021
	'25E	8,981	11,846	6,946	4,262	14,114	28,430
	'26E	9,333	12,301	7,109	4,159	14,436	28,068
영업이익	'24	252	239	477	284	473	47
	'25E	253	249	486	413	612	546
	'26E	271	267	505	410	654	641
OPM	'24	2.9%	2.1%	7.3%	6.8%	3.4%	0.2%
	'25E	2.8%	2.1%	7.0%	9.7%	4.3%	1.9%
	'26E	2.9%	2.2%	7.1%	9.8%	4.5%	2.3%
순이익	'24	195	-37	108	-36	-968	-590
	'25E	187	136	168	210	209	194
	'26E	200	145	177	228	268	282
PER	'24	9.1	666.9	12.1	-30.6	-1.6	-3.0
	'25E	9.2	8.3	9.9	7.1	10.1	12.1
	'26E	8.6	7.8	9.4	6.5	7.9	8.4
PBR	'24	1.50	0.43	0.31	0.24	0.10	0.17
	'25E	1.32	0.35	0.38	0.33	0.14	0.22
	'26E	1.21	0.34	0.37	0.31	0.13	0.22
ROE	'24	17.3%	4.7%	2.5%	-0.8%	-7.7%	-5.4%
	'25E	15.1%	1.6%	3.9%	4.7%	1.3%	1.9%
	'26E	14.7%	3.8%	4.0%	4.9%	1.7%	2.6%
배당수익률	'24	4.0%	3.0%	3.4%	3.0%	7.0%	3.2%
	'25E	4.3%	5.1%	2.8%	2.7%	5.1%	3.0%
	'26E	4.3%	5.1%	2.9%	3.0%	5.1%	3.0%

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

II. 음식료: 불닭이 주도하는 K-Food

>>> 1Q25 실적리뷰

주요 음식료 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	YoY	3Q25E	YoY
KT&G	매출액	12,923	14,238	16,363	15,564	14,911	15,124	6.2%	16,834	2.9%
	영업이익	2,366	3,220	4,178	2,125	2,856	3,377	4.9%	4,155	-0.5%
	OPM	18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	22.3%	-0.3%p	24.7%	-0.8%p
	순이익	2,863	3,128	2,412	3,253	2,556	2,732	-12.7%	3,308	37.1%
CJ 제일제당	매출액	72,160	72,387	74,143	74,902	72,085	74,835	3.4%	77,405	4.4%
	영업이익	3,759	3,836	4,162	3,773	3,332	3,755	-2.1%	4,389	5.5%
	OPM	5.2%	5.3%	5.6%	5.0%	4.6%	5.0%	-0.3%p	5.7%	0.1%p
	순이익	919	981	1,592	-2,011	176	1,160	18.2%	1,519	-4.6%
CJ 제일제당 (대통제외)	매출액	44,442	43,314	46,204	44,750	43,625	44,758	3.3%	47,721	3.3%
	영업이익	2,670	2,690	2,764	2,199	2,463	2,673	-0.6%	3,046	10.2%
	OPM	6.0%	6.2%	6.0%	4.9%	5.6%	6.0%	-0.2%p	6.4%	0.4%p
삼양식품	매출액	3,857	4,244	4,390	4,789	5,290	5,447	28.3%	5,859	33.5%
	영업이익	801	895	873	877	1,340	1,208	35.0%	1,329	52.2%
	OPM	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	22.2%	1.1%p	22.7%	2.8%p
	순이익	665	705	589	761	991	959	35.9%	1,050	78.4%
오리온	매출액	7,484	7,193	7,749	8,618	8,084	8,059	12.0%	8,509	9.8%
	영업이익	1,251	1,217	1,371	1,597	1,327	1,376	13.0%	1,545	12.7%
	OPM	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	17.1%	0.2%p	18.2%	0.5%p
	순이익	938	780	997	2,531	1,000	1,026	31.6%	1,152	15.6%
농심	매출액	8,725	8,607	8,504	8,551	8,930	8,992	4.5%	9,165	7.8%
	영업이익	614	437	376	204	561	432	-1.1%	515	37.0%
	OPM	7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	4.8%	-0.3%p	5.6%	1.2%p
	순이익	533	428	365	247	522	426	-0.6%	489	34.0%
하이트진로	매출액	6,211	6,652	6,857	6,271	6,128	6,855	3.0%	6,961	1.5%
	영업이익	484	682	702	213	627	716	4.9%	649	-7.6%
	OPM	7.8%	10.3%	10.2%	3.4%	10.2%	10.4%	0.2%p	9.3%	-0.9%p
	순이익	263	438	438	-181	380	456	3.9%	407	-7.1%
롯데칠성	매출액	9,369	10,992	10,650	9,233	9,103	11,333	3.1%	11,147	4.7%
	영업이익	368	602	787	92	250	596	-1.0%	897	13.9%
	OPM	3.9%	5.5%	7.4%	1.0%	2.7%	5.3%	-0.2%p	8.0%	0.7%p
	순이익	222	385	588	-230	107	376	-2.3%	676	14.9%
롯데월드푸드	매출액	9,511	10,442	10,785	9,705	9,751	10,938	4.8%	11,180	3.7%
	영업이익	373	633	760	-196	164	571	-9.8%	819	7.7%
	OPM	3.9%	6.1%	7.1%	-2.0%	1.7%	5.2%	-0.8%p	7.3%	0.3%p
	순이익	215	421	461	-251	237	359	-14.8%	547	18.7%
CJ 프레시웨이	매출액	7,314	8,113	8,319	8,502	7,986	8,705	7.3%	9,095	9.3%
	영업이익	105	301	282	252	106	324	7.5%	332	17.8%
	OPM	1.4%	3.7%	3.4%	3.0%	1.3%	3.7%	0.0%p	3.7%	0.3%p
	순이익	13	159	-86	173	16	170	7.2%	177	흑전

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

1) KT&G

KT&G의 1Q25 연결기준 영업이익은 2,856억원(+21% YoY)로 시장 컨센서스에 부합하였다. 건기식 매출 부진과 명예퇴직 관련 일회성 비용 576억원 반영에도 불구하고, 해외 궤련 판매량 증가 및 가격 인상, 달러 강세 효과 등에 힘입어, 전사 영업이익이 전년동기 대비 +21% 증가하였다.

동사는 2분기 이후에도 해외 궤련 성장세에 힘입어, 비교적 견조한 실적이 가능할 전망이다. 또한, 비핵심자산 유동화 작업도 계속되고 있기 때문에, 올해도 주당 배당금과 자사주 매입/소각 등을 포함한 주주환원규모가 작년 보다 높아질 것으로 기대된다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,292	1,424	1,636	1,556	1,491	1,512	1,683	1,586	5,909	6,273	6,427
(YoY)	-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	6.2%	2.9%	1.9%	0.8%	6.2%	2.5%
담배	857	990	1,048	1,012	988	1,060	1,086	1,030	3,906	4,165	4,287
(YoY)	-0.1%	11.5%	7.7%	13.2%	15.3%	7.1%	3.7%	1.8%	8.1%	6.6%	2.9%
국내	513	566	588	542	512	577	575	553	2,208	2,217	2,194
NGP	130	137	157	135	139	154	155	154	559	602	630
궤련	383	429	431	407	374	423	419	399	1,649	1,615	1,564
해외	338	420	456	461	470	480	508	468	1,675	1,925	2,069
NGP	46	60	37	82	21	50	50	50	225	171	200
궤련	292	359	420	380	449	430	458	418	1,450	1,754	1,869
수출	144	187	223	183	205	206	237	191	737	839	894
해외법인	148	172	197	196	244	224	221	227	713	915	975
매출 증감률											
국내 NGP	1.7%	10.9%	15.2%	2.5%	6.5%	12.2%	-0.7%	13.9%	7.6%	7.7%	4.7%
국내 궤련	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.7%	-2.4%	-1.4%	-2.7%	-1.8%	-1.7%	-2.1%	-3.1%
해외 궤련	10.1%	35.3%	30.5%	35.2%	53.9%	19.6%	9.0%	10.1%	28.0%	21.0%	6.6%
수출	6.0%	22.2%	28.4%	77.1%	42.4%	10.1%	6.5%	4.1%	30.2%	13.8%	6.5%
해외법인	14.4%	53.0%	33.0%	10.8%	65.1%	29.9%	11.9%	15.7%	25.8%	28.3%	6.6%
판매량 증감률											
국내 NGP	3.9%	7.6%	12.5%	6.8%	7.0%	18.0%	12.1%	15.5%	7.8%	13.2%	7.2%
국내 궤련	-3.1%	-0.4%	-4.6%	-3.4%	-4.8%	-4.3%	-5.1%	-3.2%	-2.9%	-4.3%	-3.7%
해외 궤련	-4.6%	16.2%	10.1%	21.4%	22.8%	1.7%	4.4%	4.4%	10.4%	7.7%	5.0%
수출	-2.9%	16.9%	6.6%	45.3%	16.7%	-3.0%	4.0%	4.0%	13.9%	4.9%	5.0%
해외법인	-7.1%	14.8%	17.2%	-2.0%	32.7%	10.0%	5.0%	5.0%	5.1%	12.4%	5.0%
원/달러	1,328	1,371	1,358	1,395	1,451	1,410	1,390	1,390	1,364	1,409	1,390
(YoY)	4.2%	4.2%	3.5%	5.5%	9.3%	2.9%	2.3%	-0.4%	4.5%	3.3%	-1.4%
건기식	308	265	406	322	314	265	413	333	1,302	1,325	1,357
(YoY)	-19.7%	1.6%	-1.7%	-4.0%	1.9%	0.0%	1.7%	3.3%	-6.6%	1.8%	2.4%
부동산	45	81	99	137	100	99	100	137	361	437	437
기타	82	88	84	86	88	88	84	86	340	347	347
영업이익	237	322	418	213	286	338	416	269	1,189	1,308	1,406
(YoY)	-25.3%	30.8%	2.7%	7.3%	20.7%	4.9%	-0.5%	26.6%	1.8%	10.0%	7.5%
(OPM)	18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	22.3%	24.7%	17.0%	20.1%	20.8%	21.9%
담배	207	316	333	224	253	329	345	253	1,080	1,180	1,280
(OPM)	24.1%	32.0%	31.8%	22.1%	25.6%	31.1%	31.7%	24.6%	27.6%	28.3%	29.9%
건기식	23	-2	69	6	18	-3	62	7	96	84	85
(OPM)	7.5%	-0.6%	17.0%	1.7%	5.8%	-1.1%	15.1%	2.0%	7.4%	6.3%	6.3%
부동산	3	3	13	-23	10	8	8	8	-5	33	30
기타	4	4	1	2	4	4	1	2	11	11	11
세전이익	368	432	319	447	337	369	447	300	1,566	1,454	1,525
순이익	286	313	241	325	258	273	331	222	1,165	1,084	1,129
(지배)순이익	286	313	241	325	256	273	331	222	1,166	1,082	1,129
(YoY)	5.9%	55.8%	-23.1%	176.8%	-10.7%	-12.7%	37.1%	-31.6%	29.1%	-7.2%	4.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) CJ제일제당

CJ제일제당의 1분기 영업이익은 3,332억원(-11% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 하회하였다(대한통운 제외 기준 2,463억원). 바이오 부문 호실적 불구, 식품 부문의 수익성 부진으로 시장 기대치를 하회하였다. **식품**은 해외식품 매출 증가 불구, 국내 매출 부진 및 원재료 투입단가 상승, 미주 디저트 생산 차질 및 피자 시장 판촉 경쟁 심화로 부진한 수익성을 기록하였다(매출 +3% YoY, OPM -2.1%p YoY). **바이오**는 셀렉타/스페셜티 아미노산 매출 감소 불구, 유럽 라이신 시장 개선에 힘입어 수익성이 전분기 대비 개선되었다(매출 -16% QoQ, OPM 9.2%). **F&C**도 사료 판가 하락 불구, 사업 구조 개선과 베트남 돈가 회복 등에 힘입어, 양호한 수익성을 시현하였다(매출 -8% YoY, OPM 5.6%).

동사는 2Q25 실적 가이드선으로 매출 YoY Low to mid single digit 증가, OPM 6% 수준을 제시하였다(대한통운 제외 기준). 식품 부문은 미주 피자 시장 경쟁 심화로 인해, 사업부의 실적 개선 가시성이 아직 낮은 편이다. 다만, 바이오 부문은 스페셜티 아미노산 판가 하락에도 불구하고, 라이신 ASP가 상승세를 보이며, 사업부의 수익성이 개선되고 있다. 유럽의 중국산 라이신 반덤핑 관세 부과로 인해, 유럽 시장에서 라이신 가격이 상승하고 있기 때문이다. 중기적으로는 하반기 트립토판과 스페셜티 아미노산의 업황 회복 가능성에 주목할 필요가 있다. 경쟁사의 공급 물량 증가가 일단락되면, 동사의 전략적 판가 인하가 둔화될 수 있기 때문이다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	7,216	7,239	7,414	7,490	7,208	7,483	7,740	7,765	29,359	30,198	31,403
(YoY)	2.0%	0.3%	-0.4%	2.8%	-0.1%	3.4%	4.4%	3.7%	1.2%	2.9%	4.0%
식품	2,832	2,705	2,972	2,844	2,925	2,813	3,087	2,912	11,353	11,737	12,153
(YoY)	2.6%	-1.0%	-1.1%	2.8%	3.3%	4.0%	3.9%	2.4%	0.8%	3.4%	3.5%
미주	1,175	1,115	1,174	1,249	1,247	1,158	1,226	1,295	4,714	4,926	5,100
(YoY)	9.1%	7.5%	7.6%	6.3%	6.1%	3.9%	4.4%	3.6%	7.6%	4.5%	3.5%
(USD YoY)	4.7%	3.2%	3.9%	0.8%	-2.9%	1.0%	2.0%	4.0%	3.1%	1.0%	5.0%
한국	1,456	1,381	1,569	1,366	1,437	1,404	1,593	1,349	5,772	5,783	5,922
(YoY)	3.6%	-2.9%	-6.1%	-1.0%	-1.4%	1.7%	1.5%	-1.2%	-1.8%	0.2%	2.4%
아태/유럽	200	210	229	229	241	251	268	268	868	1,028	1,131
바이오	1,022	1,056	1,069	1,062	895	1,081	1,095	1,086	4,210	4,157	4,408
(YoY)	3.0%	1.0%	1.1%	2.3%	-12.4%	2.3%	2.4%	2.2%	1.8%	-1.2%	6.0%
F&C	591	570	579	569	543	581	590	580	2,309	2,294	2,340
(YoY)	-10.0%	-11.7%	-5.0%	-2.1%	-8.2%	2.0%	2.0%	2.0%	-7.4%	-0.6%	2.0%
물류	2,921	3,059	2,976	3,160	2,993	3,160	3,150	3,332	12,117	12,635	13,127
대한통운의 기준	4,444	4,331	4,620	4,475	4,363	4,476	4,772	4,578	17,871	18,189	18,901
(YoY)	0.8%	-2.1%	-1.1%	2.0%	-1.8%	3.3%	3.3%	2.3%	-0.1%	1.8%	3.9%
영업이익	376	384	416	377	333	375	439	431	1,553	1,579	1,656
(YoY)	48.7%	11.3%	5.1%	26.5%	-11.4%	-2.1%	5.5%	14.3%	20.2%	1.7%	4.9%
(OPM)	5.2%	5.3%	5.6%	5.0%	4.6%	5.0%	5.7%	5.6%	5.3%	5.2%	5.3%
식품	185	136	161	138	129	127	180	139	620	575	618
(OPM)	6.5%	5.0%	5.4%	4.9%	4.4%	4.5%	5.8%	4.8%	5.5%	4.9%	5.1%
바이오	98	99	82	58	83	106	102	120	338	411	431
(OPM)	9.6%	9.4%	7.7%	5.5%	9.2%	9.8%	9.3%	11.1%	8.0%	9.9%	9.8%
F&C	-15	34	33	23	35	35	22	22	75	114	96
(OPM)	-2.6%	6.0%	5.6%	4.1%	6.5%	6.0%	3.7%	3.8%	3.2%	5.0%	4.1%
물류	109	125	142	154	85	119	136	147	531	487	519
대한통운의 기준	267	269	276	220	246	267	305	281	1,032	1,099	1,145
(YoY)	77.5%	14.1%	0.4%	39.3%	-7.8%	-0.6%	10.2%	27.9%	26.0%	6.5%	4.1%
(OPM)	6.0%	6.2%	6.0%	4.9%	5.6%	6.0%	6.4%	6.1%	5.8%	6.0%	6.1%
세전이익	208	205	272	-74	182	230	293	285	611	990	1,075
순이익	155	148	212	-153	57	168	214	211	362	651	785
(지배)순이익	92	98	159	-201	18	116	152	138	148	424	539
(YoY)	1287.0%	48.8%	-20.8%	적전	-80.8%	18.2%	-4.6%	흑전	-61.6%	185.8%	27.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 삼양식품/농심

삼양식품의 1분기 연결기준 매출액은 5,290억원(+10% QoQ/+37% YoY), 영업이익은 1,340억원(+53% QoQ/+67% YoY)으로 **시장 컨센서스를 각각 6%, 28% 상회**하였다. 주력 브랜드인 불닭볶음면의 글로벌 판매량 증가와 지역 믹스 개선, 현지통화 강세 등에 기인한다(1Q25 OPM 25.3%). **중국법인** 매출액은 1,215억원으로 QoQ +25%, YoY +32% 증가하였다. 춘절 물량 판매 영향과 위안화 강세 영향이 반영되면서, 매출 증가세가 가파르게 나온 것으로 판단된다. **미국법인** 매출액은 1,321억원으로 QoQ +5%, YoY +76% 증가하였다. 코스트코 중심의 메인스트림 채널 판매 증가와 달러 강세 영향으로 매출이 크게 증가한 것으로 판단된다.

최근 원화 강세 영향으로 2분기 ASP 상승세는 다소 주춤할 수 있다. 하지만, **밀양 2공장이 완공되면서, 글로벌 공급 부족 현상에 대한 대응이 원활해지면서, 판매량 증가와 지역 믹스 개선이 가속화 될 것으로 판단된다.** **미국**은 코스트코/월마트/크로거/타겟 등을 중심으로 판매량 성장세가 지속되고 있고, **유럽**은 네덜란드/독일의 메인스트림 채널에서 회전율이 상승하면서 판매량이 증가하는 추세이다. 특히, 불닭볶음면의 글로벌 인지도가 상승하면서, **이탈리아/프랑스**의 메인스트림 채널 진출이 활발해지고, **중국** 시장에서도 동사 제품에 대한 관심이 환기되고 있는 점도 긍정적이다. 또한, **올해 상반기에 주력 경쟁사(Toyo Suisan, 농심 등)들이 미국과 한국 시장 등에서 가격 인상을 단행한 상황**이다. 따라서, 중기적으로 동사의 매출 성장과 수익성 확보 여력도 추가로 확대될 여지가 있다.

농심의 1분기 연결기준 영업이익은 561억원(-9% YoY)으로 시장 컨센서스를 소폭 상회하였다. 북미법인의 수익성 부진에도 불구하고, **한국법인의 주력 제품 가격 인상**에 따른 **가수요 물량이 1분기에 반영**되면서, 국내 매출액과 영업이익이 당사 기대치를 상회하였기 때문이다.

2분기에는 북미법인에서 신제품(신라면 통바) 매대 확대 등을 위한 판촉/프로모션 활동이 강화될 예정이다. 다만, **2분기부터 한국법인에 가격 인상 효과가 반영되고, 3분기 이후에는 경쟁사 Toyo Suisan의 가격 인상으로 인해 동사 미국법인도 가격 인상을 단행할 가능성이 높다.** 따라서, 올해 하반기로 갈수록 수익성이 점차 반등할 것으로 기대된다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	544.7	585.9	625.4	1,728.0	2,285.0	2,738.7
(YoY)	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	28.3%	33.5%	30.6%	44.9%	32.2%	19.9%
국내	96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	96.3	103.6	107.5	392.1	412.5	422.0
(YoY)	10.4%	-3.3%	2.7%	0.0%	8.5%	4.4%	5.6%	2.4%	2.2%	5.2%	2.3%
해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	448.4	482.4	517.8	1,335.9	1,872.6	2,316.7
(YoY)	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	35.0%	41.5%	38.5%	65.1%	40.2%	23.7%
매출총이익	163.5	192.4	191.1	176.1	244.9	244.4	262.0	284.2	723.2	1,035.5	1,279.5
(GPM)	42.4%	45.3%	43.5%	36.8%	46.3%	44.9%	44.7%	45.4%	41.9%	45.3%	46.7%
판매비	83.4	102.9	103.8	88.4	110.9	123.6	129.1	134.0	378.6	497.7	584.8
(판매비율)	21.6%	24.3%	23.7%	18.5%	21.0%	22.7%	22.0%	21.4%	21.9%	21.8%	21.4%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	120.8	132.9	150.2	344.6	537.8	694.7
(YoY)	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	35.0%	52.2%	71.3%	133.6%	56.1%	29.2%
(OPM)	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	22.2%	22.7%	24.0%	19.9%	23.5%	25.4%
세전이익	84.2	92.3	79.5	95.7	135.0	126.5	138.6	155.6	351.6	555.6	719.9
순이익	66.5	70.3	58.7	75.7	99.0	95.9	105.0	117.8	271.3	417.6	545.7
(지배)순이익	66.5	70.5	58.9	76.1	99.1	95.9	105.0	117.8	272.0	417.8	545.7
(YoY)	197.9%	102.4%	55.9%	142.9%	49.0%	35.9%	78.4%	54.9%	115.4%	53.6%	30.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	872.5	860.7	850.4	855.1	893.0	899.2	916.5	917.8	3,438.7	3,626.6	3,794.6
(YoY)	1.4%	2.8%	-0.6%	-0.2%	2.3%	4.5%	7.8%	7.3%	0.8%	5.5%	4.6%
국내	625.5	624.7	617.7	611.3	638.9	650.0	659.9	654.9	2,479.2	2,603.7	2,714.5
(YoY)	5.0%	4.8%	-0.4%	-1.1%	2.1%	4.1%	6.8%	7.1%	2.0%	5.0%	4.3%
면류	393.2	395.0	389.2	413.1	413.5	411.9	420.4	439.6	1,590.5	1,685.4	1,722.6
(YoY)	2.2%	5.1%	-1.1%	1.3%	5.2%	4.3%	8.0%	6.4%	1.8%	6.0%	2.2%
스낵	114.1	107.5	103.9	98.9	101.5	101.0	107.0	101.9	424.4	411.4	416.5
(YoY)	11.2%	-0.3%	-6.6%	-11.1%	-11.0%	-6.1%	3.0%	3.0%	-1.9%	-3.1%	1.2%
음료	45.8	63.0	57.2	38.5	34.4	56.7	61.2	39.3	204.5	191.6	195.4
수출/상품/기타	214.3	213.7	199.9	195.6	230.3	232.4	219.7	219.4	823.5	901.9	989.2
차이	-141.9	-154.5	-132.5	-134.8	-140.8	-152.1	-148.4	-145.3	-563.7	-586.5	-609.3
해외	247.1	236.0	232.7	243.7	254.2	249.2	256.6	262.9	959.5	1,022.9	1,080.1
(YoY)	-6.6%	-2.4%	-1.2%	2.2%	2.9%	5.6%	10.3%	7.9%	-2.1%	6.6%	5.6%
북미	161.2	150.1	152.9	159.0	162.5	157.5	167.4	169.5	623.2	657.0	689.9
(YoY)	-6.2%	-3.7%	-0.7%	3.5%	0.9%	4.9%	9.5%	6.6%	-1.9%	5.4%	5.0%
중국	47.6	41.1	33.4	38.4	45.4	38.2	35.8	40.2	160.5	159.6	165.7
(YoY)	-18.0%	-7.6%	-21.0%	-13.6%	-4.5%	-7.1%	7.1%	4.5%	-15.2%	-0.6%	3.8%
일본	23.3	27.0	26.2	29.9	28.2	33.2	30.6	34.5	106.4	126.5	136.3
호주	11.7	14.6	16.7	13.0	14.1	16.5	18.7	14.5	56.0	63.8	70.0
베트남	3.3	3.2	3.5	3.3	3.9	3.9	4.0	4.2	13.4	15.9	18.2
영업이익	61.4	43.7	37.6	20.4	56.1	43.2	51.5	49.3	163.1	200.1	221.3
(YoY)	-3.7%	-18.7%	-32.5%	-47.6%	-8.7%	-1.1%	37.0%	141.4%	-23.1%	22.7%	10.6%
(OPM)	7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	4.8%	5.6%	5.4%	4.7%	5.5%	5.8%
국내	37.2	16.5	17.6	10.1	38.0	26.7	28.7	29.7	81.4	123.1	131.1
(OPM)	6.0%	2.6%	2.8%	1.6%	5.9%	4.1%	4.4%	4.5%	3.3%	4.7%	4.8%
해외	22.7	25.3	16.8	7.6	15.0	14.7	19.6	16.8	72.3	66.0	79.2
(OPM)	9.2%	10.7%	7.2%	3.1%	5.9%	5.9%	7.6%	6.4%	7.5%	6.5%	7.3%
북미	15.8	17.0	11.8	5.7	7.6	7.5	12.6	13.0	50.3	40.6	52.5
(OPM)	9.8%	11.4%	7.7%	3.6%	4.7%	4.7%	7.5%	7.7%	8.1%	6.2%	7.6%
중국	4.9	6.8	2.8	0.5	6.0	5.6	4.4	2.0	15.1	17.9	18.5
(OPM)	10.4%	16.6%	8.3%	1.4%	13.1%	14.6%	12.3%	4.9%	9.4%	11.2%	11.2%
기타	2.0	1.4	2.2	1.4	1.4	1.6	2.6	1.8	7.0	7.5	8.2
연결조정	1.5	1.9	3.2	2.7	3.1	1.9	3.2	2.7	9.3	10.9	10.9
세전이익	71.3	57.3	52.1	37.1	68.5	56.2	64.5	62.6	217.8	251.8	274.6
순이익	53.1	42.8	36.9	24.7	52.2	42.6	48.9	47.5	157.6	191.1	208.1
(지배)순이익	53.3	42.8	36.5	24.7	52.2	42.6	48.9	47.5	157.3	191.1	208.1
(YoY)	-2.1%	-4.7%	-27.1%	9.9%	-2.1%	-0.6%	34.0%	92.0%	-8.5%	21.5%	8.9%

현지 통화 기준

매출 성장률

북미	-10.0%	-7.5%	-4.1%	-1.9%	-7.7%	2.0%	7.0%	7.0%	-6.0%	1.9%	6.5%
중국	-17.3%	-8.2%	-24.5%	-18.6%	-11.5%	-10.0%	5.0%	5.0%	-17.2%	-3.8%	5.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) 오리온/롯데웰푸드

오리온의 1분기 연결기준 영업이익은 1,314억원(+5% YoY)으로 비교적 양호한 수준을 기록하였다. 춘절 시점 차이에 따른 부정적 영향에도 불구하고, 성장 채널 중심의 판매량 증가가 나타나면서 중국법인의 매출과 수익성이 비교적 양호하였고, 한국법인은 가격 인상 효과가 반영되면서 수익성이 개선되었기 때문이다.

동사는 중기적으로 1) 현지통화 평가 절상, 2) 러시아 법인의 구조적 성장(초코파이 등), 3) 소비경기 회복 기대 등에 힘입어, 중국/러시아 법인을 중심으로 실적 개선이 강화될 것으로 기대된다. 특히, 최근 중국은 소비경기 회복 기대감이 확대되고 있고, 성장 채널 중심으로 판매량 성장세가 회복되고 있기 때문에, 실적 개선 모멘텀이 점차 강화될 것으로 판단된다.

한편, **러시아 법인**도 종전 여부에 따라 루블화 평가절상과 경제 회복 흐름이 강화될 수 있고, 코코아 가격 상승 부담을 평가 인상으로 전가할 가능성이 있다. 특히, 유럽 지역의 원재료 수급 채널이 정상화되고, 수입 단가가 낮아진다면, 매출 성장과 동시에 구조적인 원가율 개선이 나타날 것으로 판단된다.

롯데웰푸드의 1분기 연결기준 영업이익은 164억원(-56% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다. 해외법인 매출 호조에도 불구하고, 소비심리 부진에 따른 국내 매출 부진과 카카오 원재료 투입단가 상승 부담 등으로 인해, 전반적으로 부진한 실적을 시현하였다.

다만, 2분기부터는 원가 상승에 따른 수익성 악화 부담이 점차 완화될 것으로 전망된다. 판매량 측면에서는 계절적 성수기 진입으로 빙과 판매량이 반등하고, 인도 푸네(Pune) 공장이 본격 가동되기 시작한다. 또한, 원재료 투입단가 상승 부담이 정점을 지나는 가운데, 한국/카자흐스탄/벨기에/인도 등 주요 법인의 가격 인상 효과가 반영되기 시작하기 때문에, 전반적인 업황이 최악의 국면에서 반등하기 시작할 전망이다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	748.4	719.3	774.9	861.8	801.8	805.9	850.9	888.5	3,104.3	3,347.1	3,594.2
(YoY)	12.7%	0.8%	1.1%	12.2%	7.1%	12.0%	9.8%	3.1%	6.6%	7.8%	7.4%
한국	271.6	277.8	271.1	277.1	282.3	291.5	287.6	293.6	1,097.6	1,155.0	1,208.5
(YoY)	9.5%	1.6%	-0.4%	0.2%	3.9%	5.0%	6.1%	5.9%	2.6%	5.2%	4.6%
중국	306.4	295.8	322.3	345.6	328.2	326.7	352.1	330.3	1,270.1	1,337.3	1,416.3
(YoY)	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	10.4%	9.3%	-4.4%	7.7%	5.3%	5.9%
베트남	118.2	98.4	121.7	176.2	128.3	110.4	132.6	175.1	514.5	546.3	587.3
(YoY)	12.2%	2.8%	3.5%	12.3%	8.5%	12.2%	8.9%	-0.6%	8.2%	6.2%	7.5%
러시아	50.5	49.1	61.9	69.0	67.2	76.9	79.9	94.1	230.5	318.2	367.4
(YoY)	4.8%	-4.9%	27.6%	32.6%	33.1%	56.6%	29.1%	36.5%	15.1%	38.1%	15.5%
기타 및 연결조정	1.6	-1.8	-2.1	-6.1	-4.2	0.3	-1.3	-4.5	-8.3	-9.7	14.6
영업이익	125.1	121.7	137.1	159.7	131.4	137.6	154.5	161.4	543.6	584.8	655.5
(YoY)	26.2%	8.4%	-2.6%	13.8%	5.0%	13.0%	12.7%	1.1%	10.4%	7.6%	12.1%
(OPM)	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	17.1%	18.2%	18.2%	17.5%	17.5%	18.2%
한국	43.8	46.9	43.8	43.9	46.6	48.3	47.7	50.3	178.5	192.9	210.7
(OPM)	16.1%	16.9%	16.2%	15.8%	16.5%	16.6%	16.6%	17.1%	16.3%	16.7%	17.4%
중국	54.2	55.9	63.5	70.3	56.0	64.5	71.0	64.5	243.9	255.9	279.3
(OPM)	17.7%	18.9%	19.7%	20.3%	17.1%	19.7%	20.2%	19.5%	19.2%	19.1%	19.7%
베트남	19.4	15.3	23.8	41.5	21.2	15.8	25.1	38.7	100.1	100.8	111.1
(OPM)	16.5%	15.6%	19.6%	23.6%	16.5%	14.3%	18.9%	22.1%	19.5%	18.4%	18.9%
러시아	7.8	6.7	9.2	13.2	8.6	11.7	13.5	16.4	36.9	50.2	65.3
(OPM)	15.5%	13.6%	14.9%	19.1%	12.8%	15.2%	16.9%	17.4%	16.0%	15.8%	17.8%
기타 및 연결조정	-0.2	-3.2	-3.3	-9.2	-1.0	-2.7	-2.8	-8.4	-15.9	-14.9	-10.9
세전이익	133.8	107.0	141.0	310.4	139.4	145.6	162.5	169.4	692.2	617.1	699.0
순이익	99.8	76.2	102.6	254.7	101.0	104.9	117.7	124.1	533.2	447.8	508.0
(지배)순이익	93.8	78.0	99.7	253.1	99.0	102.6	115.2	121.8	524.6	438.7	498.3
(YoY)	23.3%	-4.4%	-6.9%	126.0%	5.5%	31.6%	15.6%	-51.9%	39.3%	-16.4%	13.6%

현지 통화 기준

매출 성장률

중국	16.9%	-1.2%	-6.5%	13.1%	-0.8%	7.0%	6.0%	-5.0%	4.8%	1.6%	6.5%
베트남 내수	12.0%	5.0%	3.2%	9.7%	-1.5%	7.0%	7.0%	0.0%	7.7%	2.6%	9.5%
러시아 내수	24.6%	-1.8%	15.6%	39.3%	22.3%	39.0%	18.0%	17.0%	19.4%	23.0%	15.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데유통 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	951.1	1,044.2	1,078.5	970.5	975.1	1,093.8	1,118.0	1,010.9	4,044.3	4,197.8	4,309.2
(YoY)	-0.9%	0.3%	-0.7%	-0.9%	2.5%	4.8%	3.7%	4.2%	-0.5%	3.8%	2.7%
국내	764.0	836.6	879.8	749.7	757.4	848.8	894.6	769.6	3,230.2	3,270.4	3,311.4
(YoY)	-1.7%	-0.6%	-1.7%	-4.7%	-0.9%	1.5%	1.7%	2.7%	-2.1%	1.2%	1.3%
건과	281.4	261.1	273.1	288.8	284.6	271.5	278.7	305.2	1,104.4	1,140.0	1,168.4
빙과	106.6	196.5	222.4	84.5	100.6	198.5	229.1	87.9	610.0	616.1	628.4
유지	110.4	115.2	112.6	113.9	113.7	114.0	114.0	114.0	452.0	455.7	456.0
기타	265.6	263.8	271.8	262.5	258.5	264.8	272.8	262.5	1,063.7	1,058.6	1,058.6
해외	197.2	219.4	208.0	232.1	230.0	256.7	232.8	252.6	856.7	972.1	1,042.5
(YoY)	3.3%	5.6%	4.4%	14.5%	16.6%	17.0%	11.9%	8.8%	7.0%	13.5%	7.2%
인도	64.6	95.8	69.4	60.7	80.2	115.5	80.8	70.4	290.5	346.9	385.0
(YoY)	6.7%	11.2%	2.3%	11.4%	24.2%	20.5%	16.4%	16.0%	8.0%	19.4%	11.0%
건과	30.3	26.2	31.6	29.6	34.1	28.4	35.8	32.9	117.7	131.2	143.0
빙과	34.3	69.6	37.9	31.1	46.1	87.0	45.0	37.5	172.9	215.7	242.0
카자흐스탄	66.3	56.7	58.2	83.4	67.6	58.7	59.7	83.4	264.6	269.4	280.5
(YoY)	1.0%	-15.3%	-8.8%	13.6%	1.9%	3.6%	2.6%	-0.1%	-1.9%	1.8%	4.1%
러시아	19.9	21.3	22.2	21.5	24.3	27.7	26.9	28.3	84.8	107.2	119.7
(YoY)	3.3%	13.7%	13.4%	6.7%	22.3%	30.0%	21.0%	31.8%	9.2%	26.3%	11.7%
기타	46.4	45.6	58.2	66.6	57.8	54.9	65.5	70.5	216.8	248.7	257.3
기타 및 연결조정	-10.1	-11.8	-9.4	-11.3	-12.2	-11.8	-9.4	-11.3	-42.7	-44.7	-44.7
영업이익	37.3	63.3	76.0	-19.6	16.4	57.1	81.9	24.2	157.1	179.7	213.5
(YoY)	100.6%	30.3%	-5.7%	적전	-56.1%	-9.8%	7.7%	흑전	-11.3%	14.4%	18.8%
(OPM)	3.9%	6.1%	7.1%	-2.0%	1.7%	5.2%	7.3%	2.4%	3.9%	4.3%	5.0%
국내	27.2	41.8	65.4	-24.1	10.1	36.7	65.9	13.7	110.3	126.4	145.8
(OPM)	3.6%	5.0%	7.4%	-3.2%	1.3%	4.3%	7.4%	1.8%	3.4%	3.9%	4.4%
해외	14.3	21.6	14.0	9.4	9.0	20.5	19.4	15.4	59.3	64.3	78.8
(OPM)	7.3%	9.8%	6.7%	4.0%	3.9%	8.0%	8.3%	6.1%	6.9%	6.6%	7.6%
기타 및 연결조정	-4.2	-0.2	-3.3	-4.9	-2.7	-0.2	-3.3	-4.9	-12.5	-11.0	-11.0
세전이익	28.8	58.8	61.8	-41.6	31.2	47.3	72.2	-10.2	107.8	140.5	178.4
당기순이익	20.1	40.7	46.2	-25.0	22.7	35.9	54.7	-6.8	82.0	106.5	135.2
자배주순이익	21.5	42.1	46.1	-25.1	23.7	35.9	54.7	-7.7	84.6	106.5	135.2
(YoY)	1916%	213.2%	-35.3%	적지	10.0%	-14.8%	18.7%	적지	20.0%	25.9%	27.0%

현지 통화 기준 매출 성장률											
인도	3.4%	8.4%	0.2%	7.1%	18.5%	19.7%	15.0%	16.9%	4.9%	17.7%	11.9%
건과	15.3%	14.1%	7.1%	6.5%	7.3%	7.6%	12.2%	12.0%	10.5%	9.8%	9.9%
빙과	-5.2%	6.5%	-5.0%	7.6%	28.3%	24.2%	17.4%	21.5%	1.4%	23.1%	13.1%
카자흐스탄	-4.0%	-18.9%	-7.5%	15.5%	5.7%	15.3%	8.0%	3.1%	-3.1%	7.3%	5.9%
러시아	23.2%	22.3%	3.7%	9.0%	15.4%	14.9%	12.1%	11.5%	13.7%	13.4%	11.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) CJ프레시웨이/롯데칠성/하이트진로

CJ프레시웨이의 1분기 연결기준 영업이익은 106억원(+1% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 소비심리 부진에 따른 외식 경로 수요 둔화 불구, 온라인 경로 매출 성장과 전사 고정비 절감 효과가 나타나면서, 비교적 안정적인 수익성을 시현한 것으로 판단된다.

중기적으로는 정치적 불확실성 완화에 따라 소비심리 반등이 나타나면서, 동사의 외식 경로 식자재 수요도 점차 반등할 것으로 기대된다. 또한, 2분기부터는 병원 급식 경로의 기저가 낮고, 전반적인 신규 수도도 증가하는 추세이기 때문에, 전사 실적이 점차 반등할 것으로 기대된다.

롯데칠성의 1분기 연결기준 영업이익은 250억원(-32% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다. 내수 소비경기 부진, 원부재료 투입단가 상승, 필리핀/미얀마 제품 공급 차질 등의 영향으로 인해, 매출액과 수익성이 모두 시장 기대치를 하회하였다. 다만, **2Q부터 필리핀/미얀마 제품 공급은 정상화 될 전망이다**. 필리핀 공장 이전은 5월에 마무리 될 예정이고, 미얀마는 원액 수입 통관 지연 이슈가 해소되면서, 3월 중순부터 생산이 정상화 되었기 때문이다. **별도기준 매출**은 YoY -7% 감소하였다. **음료**는 제로탄산과 에너지음료를 제외한 전 카테고리의 판매량이 감소하면서, 매출이 -5% 감소하였다. **주류**는 새로 소주를 제외한 주요 브랜드의 판매량 감소와 클라우드 생 드래프트 단종 영향으로 매출이 -10% 감소하였다. **별도기준 OPM은 4.5%로 전년동기 대비 하락하였다(-1.2%p)**. 판매량 부진, 커피/오렌지 농축액/포장재 등의 원부재료 투입단가 상승 등에 기인한다.

글로벌 사업은 필리핀/미얀마 실적 반등으로 2분기에 YoY 증익이 무난할 전망이다. 특히, 미얀마는 통관 지연 이슈가 해결되면서, 4월부터 법인 매출이 YoY 두 배 가까이 성장 중이다. **중기적으로는 국내 판매량 회복 강도가 관건**이다. 작년 6~7월 가격 인상 이후 음료 판매량이 계속 부진한 상황이고, 주류는 음주 문화의 다양화 영향까지 겹치면서 출고가 부진한 상황이기 때문이다. 다만, 최근 국내 정치적 불확실성 완화로 소비심리 하락이 멈추었고, 2~3Q에 성수기 시즌에 진입하기 때문에, 시장의 전반적인 수요는 1분기를 저점으로 무난하게 반등할 전망이다.

하이트진로의 1분기 연결기준 영업이익은 627억원(+30% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 소비심리 부진과 주력 경쟁사 맥주 가격 인상에 따른 가수요 물량 발생으로 인해, 맥주 판매량이 크게 부진하였으나, 마케팅 비용을 중심으로 강한 비용 절감 효과가 나타나면서, 전사 영업이익률이 10%를 상회한 것으로 판단된다.

2분기부터 정치적 불확실성 완화에 따른 소비심리 반등이 나타날 가능성이 높은 가운데, 동사는 5/28부터 맥주 제품 출고가를 +2.7% 인상하기로 결정하였다. 2분기 마케팅 비용은 계절적 성수기 진입으로 1분기 보다 다소 증가할 수 있으나, **동사의 전반적인 비용 절감 기조가 지속된다면, 올해 연간 영업이익이 전년대비 +10% 이상 증가할 수 있을 것으로 기대된다**.

CI프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	731.4	811.3	831.9	850.2	798.6	870.5	909.5	912.1	3,224.8	3,490.7	3,867.5
(YoY)	4.9%	4.1%	2.8%	7.9%	9.2%	7.3%	9.3%	7.3%	4.9%	8.2%	10.8%
식자재유통	340.6	362.9	371.6	389.7	379.9	387.9	405.1	422.0	1,464.8	1,595.0	1,772.6
(YoY)	0.2%	-0.8%	-2.0%	10.8%	11.5%	6.9%	9.0%	8.3%	1.9%	8.9%	11.1%
외식식자재	262.1	283.1	279.6	295.0	280.9	305.7	310.4	324.5	1,119.8	1,221.5	1,387.9
식품 원료	78.5	79.8	92.0	94.7	99.0	82.2	94.8	97.5	345.0	373.5	384.7
급식사업	376.8	434.3	446.1	449.2	412.4	475.5	497.4	483.1	1,706.4	1,868.4	2,067.6
(YoY)	10.5%	9.3%	7.7%	6.4%	9.4%	9.5%	11.5%	7.5%	8.3%	9.5%	10.7%
급식식자재	198.3	233.0	239.3	257.6	228.5	256.3	258.4	278.2	928.2	1,021.5	1,103.2
단체급식	178.5	201.3	206.8	191.6	183.9	219.2	238.9	204.9	778.2	846.9	964.5
기타	14.0	14.1	14.2	11.3	6.3	7.0	7.0	7.0	53.6	27.3	27.3
매출총이익	133.0	158.0	156.4	152.9	138.0	164.4	168.0	164.9	600.4	635.3	702.1
(GPM)	18.2%	19.5%	18.8%	18.0%	17.3%	18.9%	18.5%	18.1%	18.6%	18.2%	18.2%
판매비	122.5	127.9	128.2	127.8	127.4	132.0	134.7	136.5	506.3	530.7	585.9
(판매비율)	16.7%	15.8%	15.4%	15.0%	15.9%	15.2%	14.8%	15.0%	15.7%	15.2%	15.2%
영업이익	10.5	30.1	28.2	25.2	10.6	32.4	33.2	28.4	94.0	104.6	116.2
(YoY)	-16.7%	-6.1%	-6.6%	3.4%	0.8%	7.5%	17.8%	12.7%	-5.3%	11.2%	11.1%
(OPM)	1.4%	3.7%	3.4%	3.0%	1.3%	3.7%	3.7%	3.1%	2.9%	3.0%	3.0%
세전이익	3.2	21.1	-2.6	20.1	1.6	23.8	24.7	20.2	41.8	70.3	84.1
순이익	1.3	15.9	-7.8	18.0	1.6	18.0	18.7	15.3	27.4	53.6	63.7
(지배)순이익	1.3	15.9	-8.6	17.3	1.6	17.0	17.7	14.3	25.9	50.6	59.7
(YoY)	-69.9%	-4.5%	적전	60.9%	20.2%	7.2%	흑전	-17.3%	-52.4%	95.2%	18.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	936.9	1,099.2	1,065.0	923.3	910.3	1,133.3	1,114.7	989.1	4,024.5	4,147.4	4,293.0
(YoY)	37.8%	38.1%	28.3%	0.5%	-2.8%	3.1%	4.7%	7.1%	24.8%	3.1%	3.5%
별도기준	646.1	740.0	743.2	593.6	601.1	718.2	757.3	626.0	2,723.0	2,702.6	2,768.0
(YoY)	2.4%	0.5%	-3.4%	-4.5%	-7.0%	-3.0%	1.9%	5.5%	-1.2%	-0.8%	2.4%
음료	431.3	537.9	539.1	401.4	408.2	527.3	560.0	429.8	1,909.7	1,925.2	1,974.2
(YoY)	2.0%	0.0%	-5.1%	-5.5%	-5.4%	-2.0%	3.9%	7.1%	-2.2%	0.8%	2.5%
주류	214.8	202.2	204.2	192.2	192.9	190.9	197.3	196.2	813.4	777.4	793.8
(YoY)	3.4%	2.0%	1.5%	-2.4%	-10.2%	-5.6%	-3.3%	2.1%	1.2%	-4.4%	2.1%
연결-별도	290.7	359.2	321.8	329.7	309.2	415.1	357.4	363.1	1,301.5	1,444.9	1,525.0
펄시필리핀	241.2	286.0	242.3	260.0	254.2	319.1	270.1	286.8	1,029.5	1,130.2	1,188.4
영업이익	36.8	60.2	78.7	9.2	25.0	59.6	89.7	37.0	184.9	211.3	232.0
(YoY)	-38.0%	1.8%	-6.6%	15.6%	-31.9%	-1.0%	13.9%	301.8%	-12.2%	14.3%	9.8%
(OPM)	3.9%	5.5%	7.4%	1.0%	2.7%	5.3%	8.0%	3.7%	4.6%	5.1%	5.4%
별도기준	36.6	38.6	62.6	1.1	27.2	31.6	67.7	23.2	138.8	149.7	160.1
(YoY)	-35.2%	-23.1%	-18.0%	-91.4%	-25.7%	-18.2%	8.3%	2038.0%	-29.0%	7.8%	7.0%
(OPM)	5.7%	5.2%	8.4%	0.2%	4.5%	4.4%	8.9%	3.7%	5.1%	5.5%	5.8%
음료	23.9	35.4	52.8	-8.0	13.0	24.8	59.8	13.5	104.1	111.1	120.0
(OPM)	5.5%	6.6%	9.8%	-2.0%	3.2%	4.7%	10.7%	3.1%	5.5%	5.8%	6.1%
주류	12.7	3.2	9.7	9.1	14.2	6.7	8.0	9.7	34.7	38.6	40.1
(OPM)	5.9%	1.6%	4.8%	4.7%	7.4%	3.5%	4.0%	4.9%	4.3%	5.0%	5.1%
연결-별도	0.1	21.7	16.1	8.1	-2.2	28.1	21.9	13.8	46.1	61.6	71.9
세전이익	22.2	38.5	58.8	-23.0	10.7	37.6	67.6	13.1	96.5	129.0	149.2
순이익	16.1	21.1	44.5	-21.7	5.4	27.4	49.3	9.9	60.0	92.1	108.9
(지배)순이익	17.6	19.3	43.8	-21.6	7.0	25.1	47.5	5.1	59.1	84.7	98.9
(YoY)	-41.2%	-39.7%	-34.2%	적전	-60.1%	29.9%	8.4%	흑전	-64.4%	43.3%	16.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	621.1	665.2	685.7	627.1	612.8	685.5	696.1	622.2	2,599.2	2,616.6	2,641.2
(YoY)	2.9%	3.7%	4.8%	1.0%	-1.3%	3.0%	1.5%	-0.8%	3.1%	0.7%	0.9%
별도기준	545.4	597.3	617.3	569.0	546.2	617.6	627.7	564.1	2,329.0	2,355.6	2,380.3
(YoY)	0.8%	4.8%	7.7%	1.1%	0.2%	3.4%	1.7%	-0.9%	3.7%	1.1%	1.0%
맥주	191.4	204.3	244.7	179.1	171.8	218.4	252.6	183.9	819.5	826.7	837.8
(YoY)	9.9%	-6.7%	5.0%	-6.0%	-10.3%	6.9%	3.2%	2.7%	0.3%	0.9%	1.3%
제품	170.1	179.2	217.5	154.8	150.0	192.3	223.8	159.2	721.7	725.3	732.3
(YoY)	10.6%	-7.5%	4.7%	-8.5%	-11.8%	7.3%	2.9%	2.8%	-0.4%	0.5%	1.0%
상품/기타	21.3	25.1	27.2	24.3	21.8	26.1	28.8	24.7	97.8	101.4	105.5
소주	330.2	351.5	329.3	348.1	343.8	363.1	336.9	344.2	1,294.1	1,316.6	1,316.6
(YoY)	0.0%	12.3%	6.2%	4.8%	4.1%	3.3%	2.3%	-1.1%	5.6%	1.7%	0.0%
기타	23.8	41.5	43.3	41.8	30.6	36.0	38.2	36.1	215.5	212.3	225.9
연결-별도	75.8	67.9	68.4	58.0	66.6	67.9	68.4	58.0	270.1	261.0	261.0
매출총이익	280.3	315.4	314.7	274.9	276.4	326.1	322.9	284.2	1,185.2	1,209.6	1,225.6
(GPM)	45.1%	47.4%	45.9%	43.8%	45.1%	47.6%	46.4%	45.7%	45.6%	46.2%	46.4%
별도기준	244.2	284.1	282.0	249.7	245.1	295.3	290.7	253.5	1,060.0	1,084.6	1,100.7
(GPM)	44.8%	47.6%	45.7%	43.9%	44.9%	47.8%	46.3%	44.9%	45.5%	46.0%	46.2%
연결-별도	36.0	31.3	32.7	25.2	31.3	30.8	32.2	30.7	125.3	125.0	125.0
판매비	231.9	247.2	244.5	253.6	213.7	254.5	258.0	244.1	977.1	970.3	979.4
(판매비율)	37.3%	37.2%	35.6%	40.4%	34.9%	37.1%	37.1%	39.2%	37.6%	37.1%	37.1%
별도기준	203.5	219.2	215.3	220.5	185.0	226.5	228.8	211.0	858.5	851.4	860.5
(판매비율)	37.3%	36.7%	34.9%	38.7%	33.9%	36.7%	36.5%	37.4%	36.9%	36.1%	36.1%
연결-별도	28.4	28.0	29.2	33.1	28.7	28.0	29.2	33.1	118.6	118.9	118.9
영업이익	48.4	68.2	70.2	21.3	62.7	71.6	64.9	40.1	208.1	239.3	246.3
(YoY)	25.0%	472.6%	61.5%	-28.5%	29.7%	4.9%	-7.6%	88.0%	68.0%	15.0%	2.9%
(OPM)	7.8%	10.3%	10.2%	3.4%	10.2%	10.4%	9.3%	6.4%	8.0%	9.1%	9.3%
별도기준	40.7	64.9	66.7	29.2	60.2	68.8	61.9	42.5	201.5	233.3	240.2
(YoY)	18.0%	1065%	101.5%	1.8%	47.7%	5.9%	-7.2%	45.5%	97.9%	15.8%	3.0%
(OPM)	7.5%	10.9%	10.8%	5.1%	11.0%	11.1%	9.9%	7.5%	8.7%	9.9%	10.1%
연결-별도	7.6	3.3	3.5	-7.8	2.6	2.8	3.0	-2.3	6.6	6.1	6.1
세전이익	38.0	59.3	52.4	-22.8	51.6	63.7	57.0	32.8	126.9	205.1	213.9
순이익	26.2	43.9	43.8	-18.1	38.0	45.6	40.7	23.5	95.7	147.8	153.0
(지배)순이익	26.3	43.8	43.8	-18.1	38.0	45.6	40.7	23.5	95.9	147.8	153.0
(YoY)	19.4%	흑전	101.0%	적지	44.8%	3.9%	-7.1%	흑전	168.9%	54.2%	3.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

>>> 내수: 소비심리 반등 효과 기대

1) 마진 스프레드 개선 모멘텀은 약한 편

주요 음식료 업체들의 가격 인상과 곡물가격의 하향 안정화가 마무리되면서, 음식료 업체들의 추가적인 마진 스프레드 개선 모멘텀은 대체로 약한 편이다. 농심, 오리온, 롯데웰푸드, CJ제일제당 등이 작년말부터 주력 제품의 가격 인상을 단행하였고, 최근에는 주류 업체들도 판가 인상을 마무리하였다.

다만, **삼양식품**은 아직 라면 가격 인상을 단행하지 않은 상황이기 때문에, 하반기에 판가 인상 가능성이 열려 있고, **KT&G**도 조기대선 이후 담배 가격 인상에 대한 논의가 나올 개연성은 있다. 한편, **롯데칠성**은 원재료 투입단가 상승과 환율 상승으로 가격 인상 요인이 누적되고 있으나, 작년 판가 인상 이후 판매량 부진과 경쟁사의 판촉 강화 등의 영향으로 인해, 가격 인상 결정이 쉽지 않은 상황으로 판단된다.

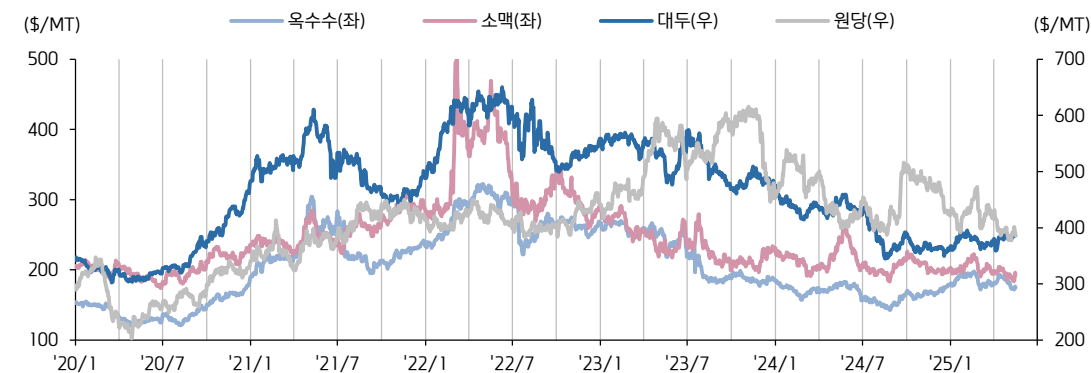
원재료 가격 중에는 **코코아 시세의 방향성에 관심을 가질 필요**가 있다. 코코아 선물 시세는 1분기에 하락하는 모습을 보였지만, 서아프리카 지역의 기상 우려와 공급량 감소 전망이 부각되면서, 2분기에 재차 반등하는 흐름이다. 주요 초콜릿 업체들이 판매가격 인상으로 비용 부담을 전가하고 있으나, 소비자들의 가격 저항이 올라오면서 판매량 감소가 동시에 나타나고 있는 상황이다. 향후 원재료 가격이 하향 안정화된다면, **롯데웰푸드, 오리온**과 같은 제과 업체들의 수익성이 개선될 것으로 기대되나, 단기적으로는 여전히 불확실성이 있는 것으로 판단된다.

2) 내수 소비심리 반등 기대

정치적 불확실성 완화에 따른 소비심리 반등 기대는 음식료 업체들에게 긍정적으로 작용할 수 있다.

특히, 소비심리 반등은 외식 경로 비중이 높은 음료, 주류, 식자재유통 업체들에게 긍정적이다. 다만, 음료 시장은 롯데칠성과 LG생활건강의 판촉 경쟁 부담이 있고, 하이트진로는 성수기 시즌에 진입하면서 마케팅 비용이 증가할 리스크가 있기 때문에, 상대적으로 리스크가 낮고, 밸류에이션 매력도가 높은 **CJ프레시웨이**의 수혜가 가장 클 것으로 판단된다.

국제 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

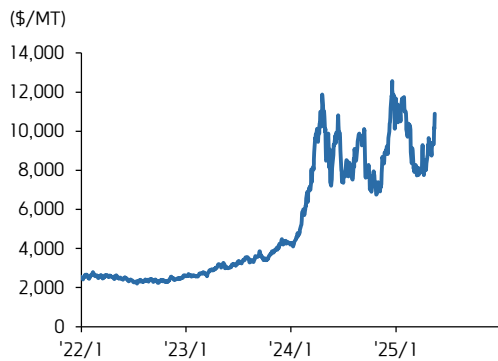
분기 평균 환율/원자재 가격 추이 및 가정

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
환율(원/달러)	1,328	1,371	1,358	1,395	1,451	1,434	1,400	1,400
(YoY)	4%	4%	4%	6%	9%	5%	3%	0%
환율(원/위안)	185	189	189	194	199	197	194	194
(YoY)	-1%	1%	5%	6%	8%	4%	3%	0%
옥수수(\$/Ton)	171	174	154	168	186	183	175	175
(YoY)	-34%	-29%	-22%	-10%	8%	5%	13%	4%
소맥(\$/Ton)	212	224	201	205	204	195	193	193
(YoY)	-21%	-6%	-12%	-4%	-4%	-13%	-4%	-6%
대두(\$/Ton)	439	436	382	365	376	380	386	386
(YoY)	-21%	-17%	-26%	-24%	-14%	-13%	1%	6%
원당(\$/Ton)	496	430	428	473	427	396	386	386
(YoY)	9%	-22%	-22%	-16%	-14%	-8%	-10%	-18%
대두유(\$/MT)	1,029	984	952	947	971	1,058	1,078	1,078
(YoY)	-22%	-16%	-34%	-17%	-6%	7%	13%	14%
팜유(\$/MT)	847	848	892	1,089	1,034	947	#N/A	#N/A
(YoY)	-7%	3%	8%	38%	22%	12%	#N/A	#N/A
코코아(\$/MT)	6,150	9,456	8,560	8,802	9,699	8,986	10,898	10,898
(YoY)	129%	206%	147%	121%	58%	-5%	27%	24%
유가(\$/bbl)	77	80	75	70	72	62	62	62
(YoY)	1%	9%	-8%	-10%	-7%	-23%	-17%	-11%

자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치

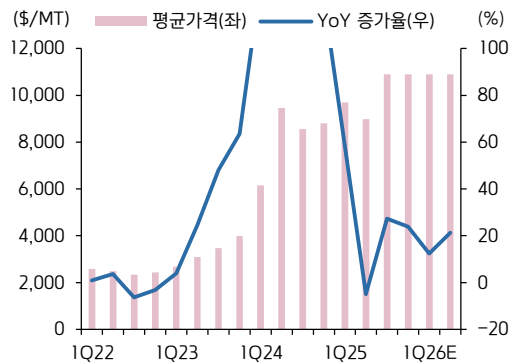
주: 1) 2Q25E 수치는 '25. 4. 1 ~ 5. 16 평균 시세 기준, 3Q24E 이후 수치는 '25. 5. 16 시세 기준.

코코아 선물 시세 추이



자료: Bloomberg

분기별 코코아 평균가격 추이 및 가정



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 2Q25E 수치는 '25. 4. 1 ~ 5. 16 평균 시세 기준.

2) 3Q25E 이후 수치는 '25. 5. 16 시세 기준.

>>> 해외: 삼양식품 증설 효과 본격화

1) 1분기 해외 사업 실적 리뷰

주요 음식료 업체들의 1분기 해외 사업 실적은 전반적으로 양호한 편이었다.

삼양식품은 중국, 미국, 유럽에서 불닭볶음면의 매출 증가세가 지속되며, 다시 한번 어닝 서프라이즈를 시현하였다(1분기 영업이익이 시장 컨센서스를 22% 상회). **KT&G**는 해외결련 가격 인상과 판매량 증가에 힘입어, 담배 부문의 실적이 크게 개선되었고, **롯데월드**도 주력 제품 가격 인상과 인도 푸네 빙과 공장 증설에 힘입어, 1분기 해외 매출 성장률이 +17%로 확대되었다(4Q24 +14.5%). **오리온**은 중국법인이 간식점 등 성장 채널 중심으로 판매량 성장이 나오면서, 작년 11월 ~ 올해 2월 누계 매출액이 YoY +6% 증가하였다. **롯데칠성**은 필리핀/미얀마 제품 공급 차질 등의 영향으로 1분기 실적은 부진하였으나, 2분기부터 공급이 정상화되고 있어서, 전반적인 성장 흐름에는 큰 문제가 없는 것으로 추산된다.

반면에, **CJ제일제당**과 **농심**은 다소 아쉬운 실적을 기록하였다. **CJ제일제당**은 미국 디저트 생산 차질로 판매량 확대에 어려움을 겪는 가운데, 피자 시장에서 네슬레와의 경쟁이 격화되면서, 식품 부문의 영업이익률이 2%p 이상 하락하였다. **농심**은 중국법인이 양호한 실적을 시현하였으나, 한국법인의 라면 수출 성장률이 부진하였고(+5% YoY), 북미 시장에서 판촉/프로모션이 증가하면서, 매출에누리가 증가하고 수익성이 악화되는 모습을 보였다. 다만, 경쟁사 Toyo Suisan이 4월부터 미국에서 10% 이상의 가격 인상을 단행했기 때문에, 하반기에는 삼양식품과 함께 미국 시장에서 가격을 인상할 가능성이 있어 보인다.

2) 삼양식품: 추가 증설 뉴스 없이도 매출 컨센서스 상향 조정 가능할 것

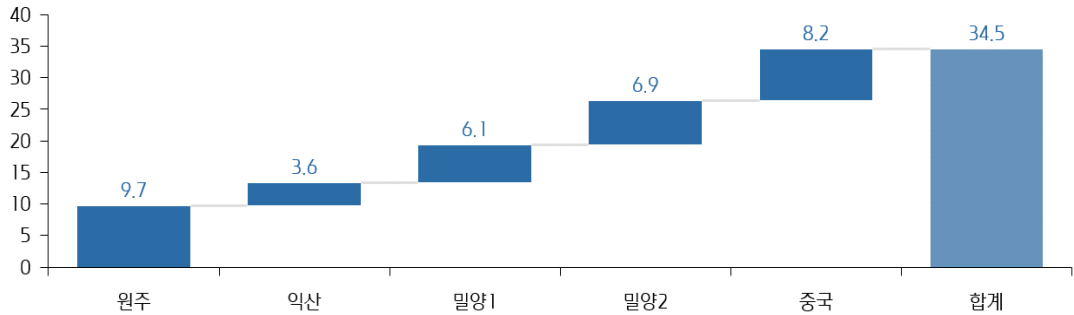
해외 시장에서 가장 공격적인 성장세가 지속되고 있는 업체는 역시 삼양식품이다. 동사는 2분기에 밀양 2공장 가동을 시작할 예정이고, **본격적인 생산은 3분기부터** 진행할 예정이다. **이번 Capa 증설로 인해, 동사의 생산량은 최대 +36% 정도** 증가할 수 있다.

따라서, 주가의 방향성 측면에서는 **향후 월별 수출 데이터 흐름이 가장 중요**하다. 동사는 **미국**의 코스트코, 월마트, 크로거, 타겟, 샘스클럽 등에 납품 물량을 확대하고 있고, **유럽**에서는 네덜란드, 독일, 영국의 메인스트림 유통 채널을 중심으로 판매량이 증가하고 있는 상황이다. 그러므로 월별 수출 데이터 흐름은 중기적으로 양호할 것으로 전망된다.

또한, 추가적으로 이탈리아, 프랑스, 중국 시장에서의 수요 증가 가능성에 관심을 가질 필요가 있다. 주력 브랜드인 불닭볶음면이 최근에 **이탈리아, 프랑스** 시장의 메인스트림 유통 채널에서 관심도가 증가하고 있고, **중국** 시장에서는 현지 공장 증설을 앞두고 글로벌 인지도가 상승하면서, 현지 유통 업체의 관심도가 다시 한번 증가하고 있기 때문이다.

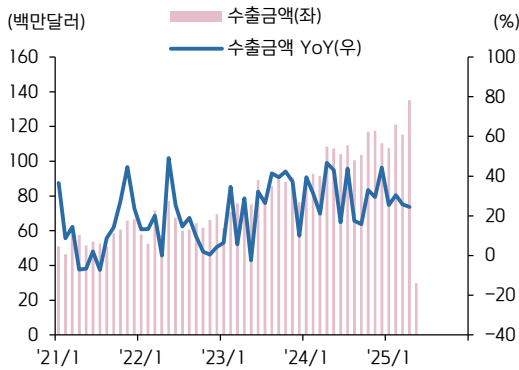
삼양식품 Capa 현황 및 증설 계획

(억식)



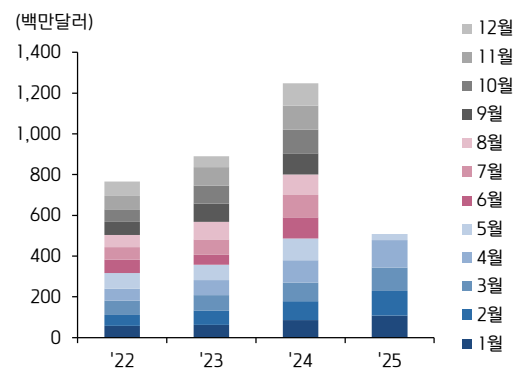
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (1)



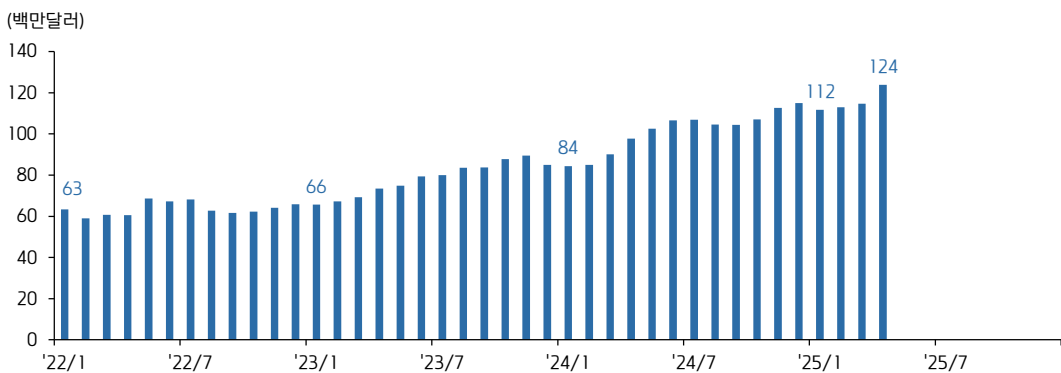
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
 주: 1) '25/5은 '25. 5. 1~10 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (2)



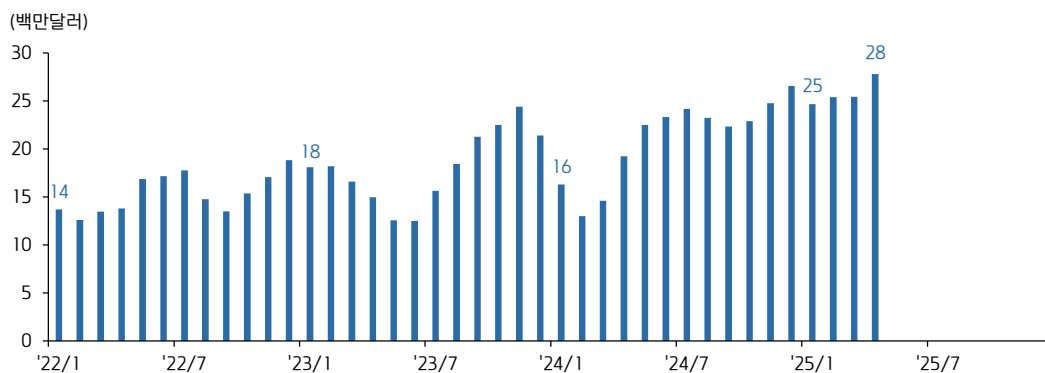
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)
 주: 1) '25/5은 '25. 5. 1~10 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (3) (3MA)



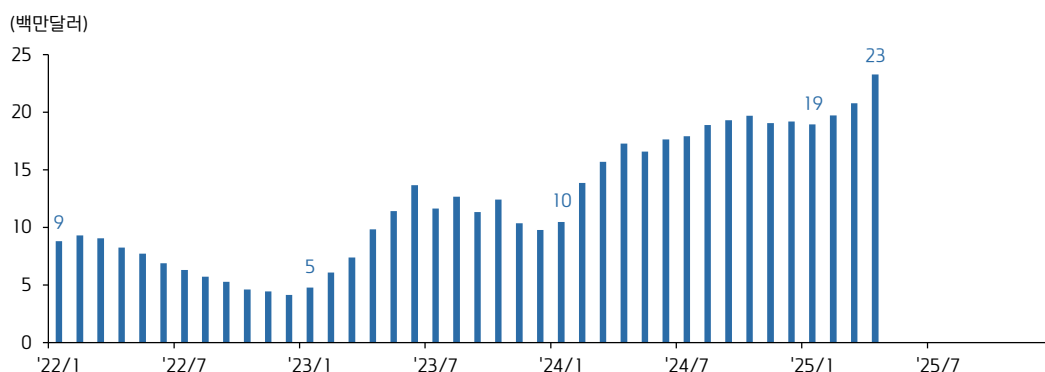
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 중국向 라면 수출액 추이(3MA)



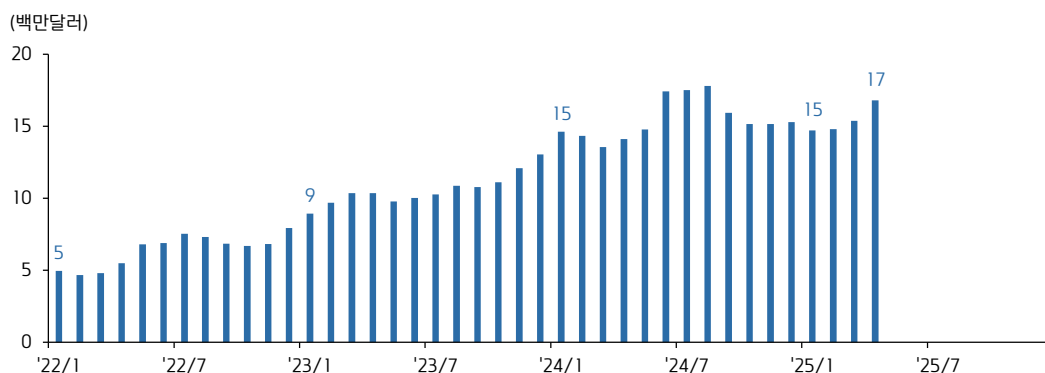
자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 미국向 라면 수출액 추이(3MA)



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

한국의 유럽 Top 5 向 라면 수출액 추이(3MA)



자료: 한국무역통계진흥원, 키움증권 리서치(수리일 기준)

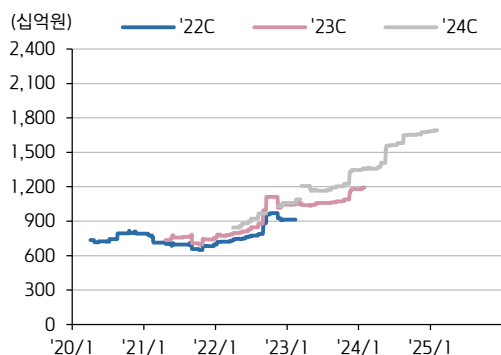
주: 1) 유럽 Top 5: 네덜란드, 영국, 독일, 스웨덴, 프랑스

또한, 판매량 상승과 함께 **동사의 ASP 상승 가능성에도 관심을 가질 필요가** 있다. 삼양식품은 하반기에 정해질 미국 수출 관세율에 따라, **글로벌 판가 인상**을 단행할 가능성이 있다. 현재 농심, Toyo Suisan과 같은 주요 경쟁사들이 25년 상반기에 한국과 미국 시장에서 가격 인상을 이미 단행한 상황이다. 특히, 라면 제품은 주요 국가별 시장에서 저가에 판매되고 있기 때문에, 소비자들의 가격 저항이 크지 않을 것으로 예상된다.

가격 인상 외에 지역 믹스 개선 효과도 ASP를 상승시킬 수 있다. 현재 불닭볶음면의 수요 증가세는 아시아 보다는 판가가 상대적으로 높은 미국과 유럽 시장에서 가파르게 나타나고 있기 때문이다. 동사는 22년 밀양 1공장 증설 이후(Capa +46%), 24년부터 매출 컨센서스가 가파르게 상승하는 모습을 보였다. 23년 하반기부터 미국과 유럽의 매출 비중이 크게 증가하였기 때문이다.

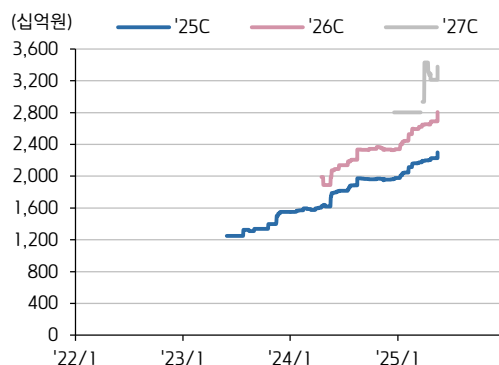
실제, 삼양식품의 밀양 1공장 증설 전 분기 매출은 2천억원 수준이었고, 증설 이후 분기 예상 매출은 3천억원 수준이었다. 이에 따라, 23년초에 시장에서 전망한 24년 매출 컨센서스는 1.2조원 수준이었다. 하지만, 22년 1분기 대비 24년 연간 환율은 +13% 상승하였고, ASP가 미국과 유럽 매출 비중이 급격히 증가하였기 때문에, 실제 24년 연간 매출은 1.7조원 수준에서 마무리되었다(4Q24 매출은 0.48조원 수준). 현재 중국 공장 증설 전인 26년 매출 컨센서스는 2.8조원 수준까지 상승한 상황이나, 앞서 언급한 가격 인상과 지역 믹스 개선 효과에 따라, 추가적인 컨센서스 상승이 나타날 수 있을 것이다.

삼양식품 연간 매출 컨센서스 추이(22~24년)



자료: Fn Guide

삼양식품 연간 매출 컨센서스 추이(25~27년)

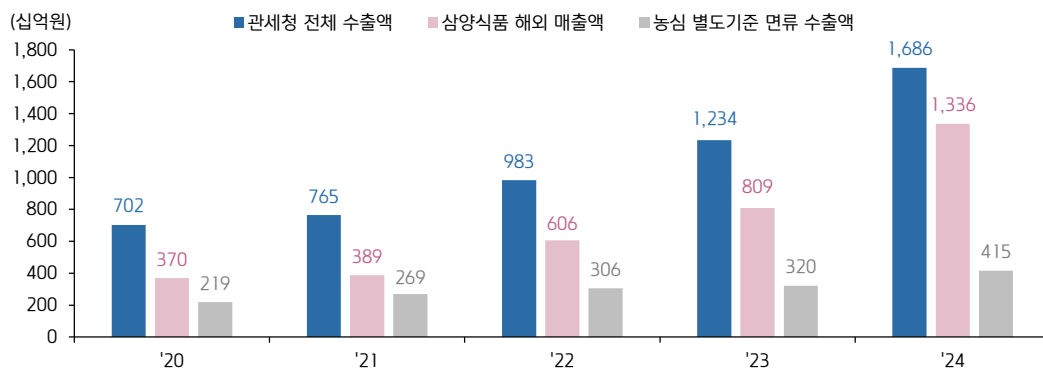


자료: Fn Guide

더불어, 삼양식품이 **해외 현지법인을 설립하면서, 실질 유통 판가가 상승하고 있는 점에도 주목할 필요**가 있다. 실제 관세청 라면 수출액 증가 폭 대비 삼양식품의 해외법인 매출 증가 폭이 크게 나타나고 있는 상황이며, 24년에는 삼양식품의 해외법인 매출 증가 폭이 한국 전체 라면 수출 증가 폭을 700억원 이상 앞지른 상황이다(YoY 기준). 해외 현지법인 설립으로 현지 유통 업체와의 직거래가 강화되고, 근거리 상권으로 시장 침투율이 상승하면서, 실질적인 ASP 레벨이 상승하고 있기 때문이다.

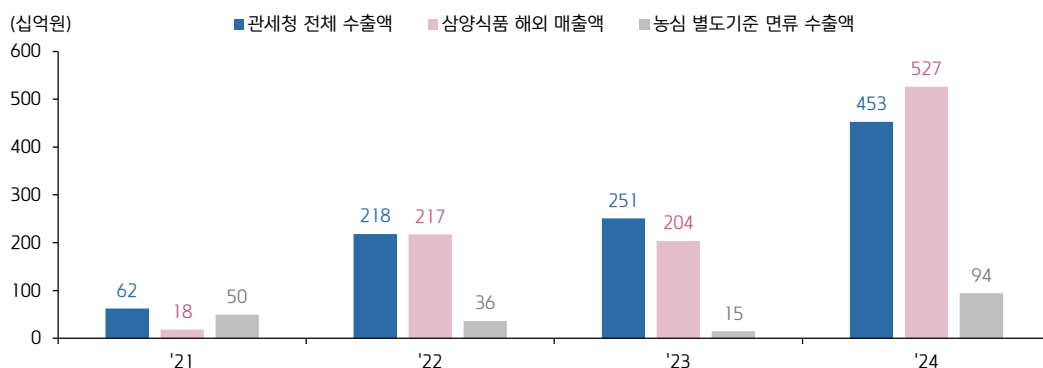
따라서, **추가적인 Capa 증설 뉴스 없이도 삼양식품의 연간 매출 컨센서스가 상향될 가능성은 충분한 것으로 판단된다.**

관세청 라면 수출액 vs 삼양식품/농심 해외 매출액 비교



자료: 관세청, 삼양식품, 농심, 키움증권 리서치(출항일 기준)

관세청 라면 수출 증감액 vs 삼양식품/농심 해외 매출 증감액 비교



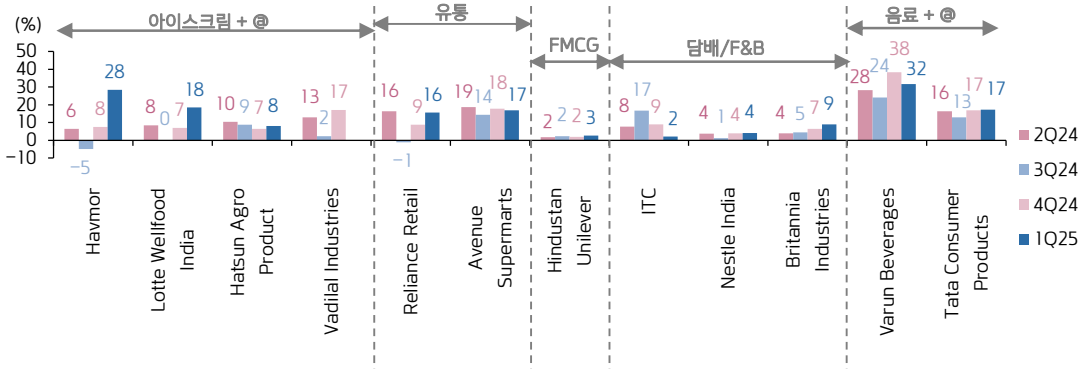
자료: 관세청, 삼양식품, 농심, 키움증권 리서치(출항일 기준)

3) 롯데웰푸드: 가격 인상과 인도 판매량 성장에 주목

실적 턴어라운드 관점에서 롯데웰푸드의 회복에 주목할 필요가 있다. 동사 인도 법인은 작년에 비우호적인 기상 영향으로 빙과 매출이 대체로 부진하여, 매출의 기저가 낮은 편이다. **올해는 1분기 푸네(Pune) 빙과 신공장 증설과 작년 기저효과와 덕분에 매출 성장률이 무난하게 회복될 것으로 기대된다.**

마진 스프레드 측면에서도 더 나빠지기는 어려울 것으로 판단된다. 코코아 원재료 투입단가 상승으로 인해, 작년 하반기부터 가격 인상을 지속해왔기 때문이다. 특히, 올해 1분기에도 한국, 인도, 카자흐스탄, 벨기에 법인 등에서 판가 인상을 단행하였고, 2분기부터 가격 인상 효과가 의미 있게 들어올 것으로 기대된다. 향후 코코아 시세가 안정된다면, 추가적인 수익성 반등도 기대해 볼 수 있을 것이다.

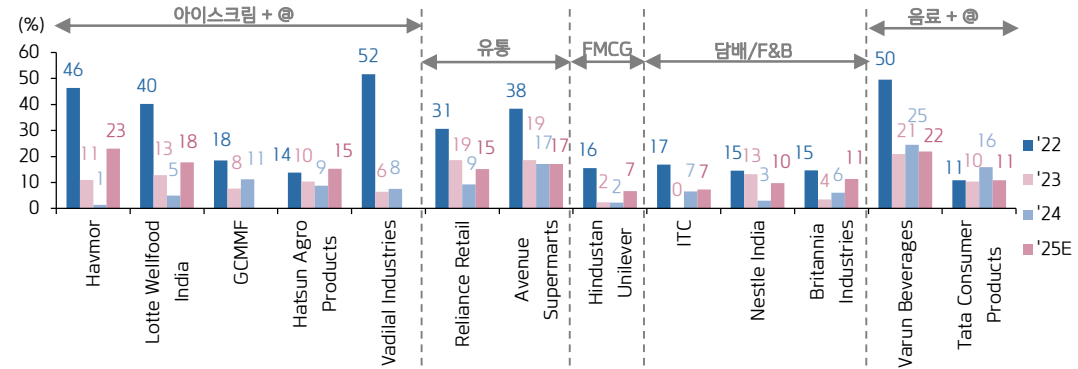
인도 주요 FMCG 업체의 분기별 매출 성장률 추이 비교(현지통화 기준)



자료: 각 사 자료, Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 1Q25 실적이 아직 발표되지 않은 업체는 시장 컨센서스 기준

인도 주요 FMCG 업체의 연도별 매출 성장률 추이 비교(현지통화 기준)

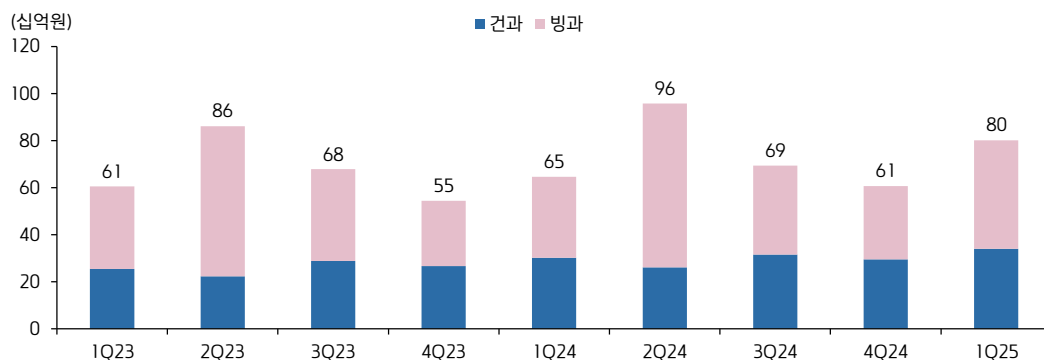


자료: 각 사 자료, Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) '25년은 시장 컨센서스 기준이나, Havmor와 Lotte Wellfood India는 당사 추정치 기준

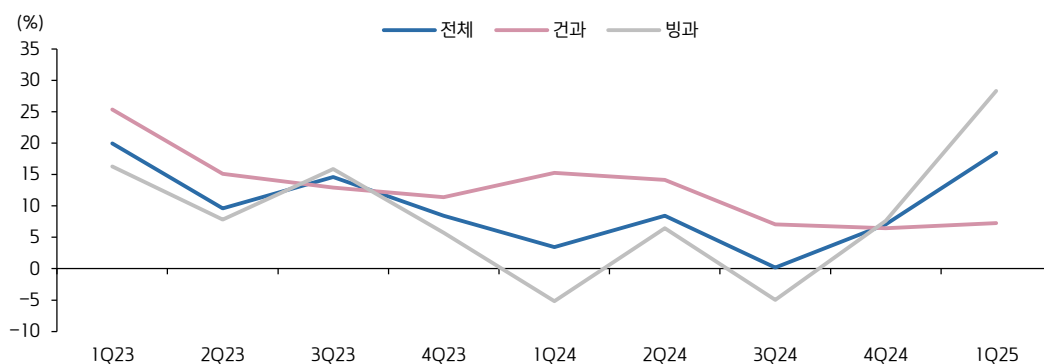
2) 회사의 회계연도 말이 3월말인 경우, '24년은 '25년 3월말 기준

롯데웰푸드 인도법인 매출액 추이



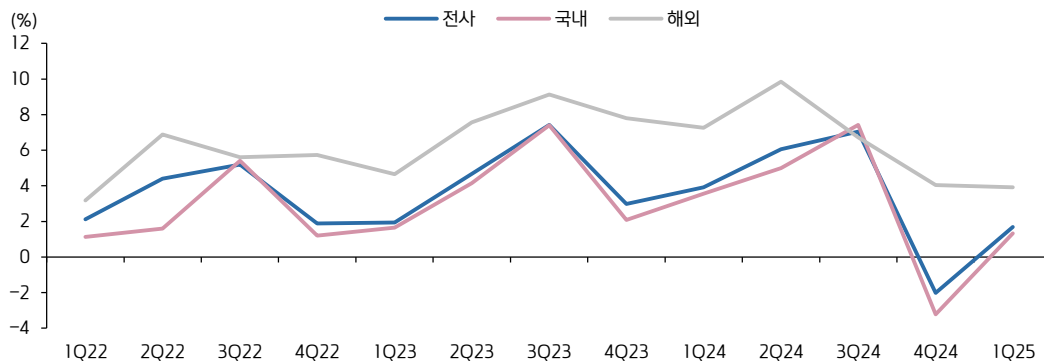
자료: 롯데웰푸드, 키움증권 리서치

롯데웰푸드 인도법인 매출 성장률 추이(현지통화 기준)



자료: 롯데웰푸드, 키움증권 리서치

롯데웰푸드 영업이익률 추이



자료: 롯데웰푸드, 키움증권 리서치

>>> 업종 투자전략

삼양식품을 최선호주로 제시

음식료 업종에 대해 투자 의견 Overweight을 유지한다. 단기적으로 관세 이슈 완화에 따른 수혜는 제한적이거나, 중장기적으로 해외 성장성이 높은 업체 중심의 투자전략은 여전히 유효한 것으로 판단된다. 업종 최선호주로 **삼양식품**을 유지한다. 동사는 1) 미국/유럽 중심의 판매량 증가, 2) 가격 인상/지역 믹스 개선/현지법인 설립 효과 등에 힘입어, 전사 판매량과 ASP의 증가세가 가파르게 나타날 것으로 판단된다. 관심종목으로 **롯데웰푸드**를 제시한다. 동사는 1) 인도 법인 매출 성장을 회복, 2) 전사 마진 스프레드 반등 효과 등에 힘입어, 중기적으로 실적 개선 모멘텀이 강하게 나타날 전망이다.

KT&G와 오리온의 펀더멘털도 여전히 견조한 것으로 판단된다. **KT&G**는 해외 궤련 가격 인상과 판매량 증가, 자사주 매입 및 소각 등 주주환원정책 강화, 금리 인하에 따른 고배당주 매력도 상승 등으로 인해, 안정적인 주가 상승이 기대된다. **오리온**도 중국 매출 성장을 회복, 러시아/미국 매출 증가, 현지통화 강세 효과 등에 힘입어, 안정적인 실적 개선 흐름이 이어질 것으로 기대된다.

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(5/16, 원)		119,700	1,180,000	123,100	229,500	454,000
시가총액(5/16, 조원)		14.61	8.89	4.87	3.45	2.76
매출액	'24	5,909	1,728	3,104	29,359	3,439
	'25E	6,273	2,285	3,347	30,198	3,627
	'26E	6,427	2,739	3,594	31,403	3,795
영업이익	'24	1,189	345	544	1,553	163
	'25E	1,308	538	585	1,579	200
	'26E	1,406	695	656	1,656	221
OPM	'24	20.1%	19.9%	17.5%	5.3%	4.7%
	'25E	20.8%	23.5%	17.5%	5.2%	5.5%
	'26E	21.9%	25.4%	18.2%	5.3%	5.8%
순이익	'24	1,166	272	525	148	157
	'25E	1,082	418	439	424	191
	'26E	1,129	546	498	539	208
PER	'24	11.9	21.2	7.7	28.2	14.5
	'25E	13.9	21.3	11.1	8.9	14.4
	'26E	12.7	16.3	9.8	7.0	13.3
PBR	'24	1.45	7.05	1.17	0.53	0.85
	'25E	1.54	7.35	1.28	0.46	0.97
	'26E	1.45	5.15	1.16	0.44	0.92
ROE	'24	12.6%	39.4%	16.6%	2.0%	6.2%
	'25E	11.4%	41.2%	12.0%	5.3%	6.9%
	'26E	11.8%	37.2%	11.9%	6.3%	7.1%
배당수익률	'24	5.0%	0.4%	2.4%	2.3%	1.3%
	'25E	4.7%	0.3%	2.2%	2.6%	1.1%
	'26E	4.8%	0.4%	2.4%	2.6%	1.1%

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

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

종목명		하이트진로	롯데월드푸드	롯데칠성	CJ 프레시웨이
종목코드		000080	280360	005300	051500
종가(5/16, 원)		19,420	113,200	102,600	24,450
시가총액(5/16, 조원)		1.36	1.07	0.95	0.29
매출액	'24	2,599	4,044	4,025	3,225
	'25E	2,617	4,198	4,147	3,491
	'26E	2,641	4,309	4,293	3,868
영업이익	'24	208	157	185	94
	'25E	239	180	211	105
	'26E	246	214	232	116
OPM	'24	8.0%	3.9%	4.6%	2.9%
	'25E	9.1%	4.3%	5.1%	3.0%
	'26E	9.3%	5.0%	5.4%	3.0%
순이익	'24	96	85	59	26
	'25E	148	107	85	51
	'26E	153	135	99	60
PER	'24	14.5	12.4	19.1	8.0
	'25E	9.4	10.0	12.2	5.7
	'26E	9.0	7.9	10.4	4.9
PBR	'24	1.23	0.49	0.75	0.50
	'25E	1.13	0.48	0.67	0.63
	'26E	1.04	0.46	0.64	0.56
ROE	'24	8.6%	4.0%	4.0%	7.4%
	'25E	12.6%	4.9%	5.6%	11.6%
	'26E	12.0%	6.0%	6.3%	12.2%
배당수익률	'24	3.6%	3.0%	3.0%	2.6%
	'25E	3.6%	3.1%	3.3%	1.8%
	'26E	3.6%	3.4%	3.3%	1.8%

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



기업분석

삼양식품
(003230)

BUY(Maintain)/목표주가 1,400,000원
불닭불패

이마트
(139480)

BUY(Maintain)/목표주가 130,000원
고진감래



BUY(Maintain)

목표주가 1,400,000원

주가(5/19) 1,152,000원

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

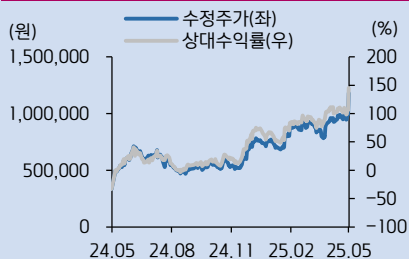
Stock Data

KOSPI (5/19)	2,603.42pt		
시가총액	86,780억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	1,180,000원	343,500원	
최고/최저가 대비 등락	-2.4%	235.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	19.9%	14.3%
	6M	115.3%	104.5%
	1Y	243.4%	260.1%

Company Data

발행주식수	7,533천주	
일평균 거래량(3M)	55천주	
외국인 지분율	18.8%	
배당수익률(25E)	0.3%	
BPS(25E)	159,941원	
주요 주주	삼양라운즈퀘어 외 6인	45.0%

Price Trend



불닭불패

>>> Capa 증설 효과 본격화

삼양식품은 밀양 2공장 증설로 글로벌 공급 능력이 상향되면서, 미국과 유럽 중심으로 판매량 증가세가 가파르게 나타날 전망이다. 특히, 불닭볶음면의 글로벌 인지도가 확대되면서, 이탈리아, 프랑스, 중국 등에서 신규 입점 수요가 추가로 올라오고 있는 상황이다.

>>> ASP 상향 모멘텀 기대

경쟁사들의 가격 인상과 지역 믹스 개선, 현지법인 설립 효과 등으로 인해, 동사의 ASP는 추가적으로 상향될 여지가 있다. 주력 경쟁사들이 미국과 한국 시장에서 가격 인상을 단행하면서, 판가 인상 여력이 확보되었고, 고단가 시장인 미국/유럽 매출 비중 확대로 지역 믹스가 개선될 수 있으며, 현지법인 설립으로 근거리 유통 상권 침투가 활발해질 수 있기 때문이다. 따라서, 중기적으로 매출 컨센서스가 추가적으로 상향될 여지가 충분한 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 1,400,000원

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 140만원을 유지한다. 동사는 주력 브랜드인 불닭볶음면의 판매량 증가 및 ASP 상승에 힘입어, 업종 내에서 가장 돋보이는 이익 증가를 보여줄 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,285.0	2,738.7	3,217.2
영업이익	147.5	344.6	537.8	694.7	829.2
EBITDA	179.7	390.6	593.9	755.1	904.9
세전이익	156.3	351.6	555.6	719.9	865.9
순이익	126.6	271.3	417.6	545.7	656.3
지배주주지분순이익	126.3	272.0	417.8	545.7	656.3
EPS(원)	16,761	36,106	55,466	72,437	87,130
증감률(% YoY)	58.2	115.4	53.6	30.6	20.3
PER(배)	12.9	21.2	20.8	15.9	13.2
PBR(배)	2.88	7.05	7.20	5.06	3.72
EV/EBITDA(배)	9.7	14.8	14.3	10.8	8.4
영업이익률(%)	12.4	19.9	23.5	25.4	25.8
ROE(%)	24.8	39.4	41.3	37.4	32.4
순차입금비용(%)	17.8	3.0	-18.5	-32.3	-47.8

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	544.7	585.9	625.4	1,728.0	2,285.0	2,738.7
(YoY)	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	28.3%	33.5%	30.6%	44.9%	32.2%	19.9%
국내	96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	96.3	103.6	107.5	392.1	412.5	422.0
(YoY)	10.4%	-3.3%	2.7%	0.0%	8.5%	4.4%	5.6%	2.4%	2.2%	5.2%	2.3%
해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	448.4	482.4	517.8	1,335.9	1,872.6	2,316.7
(YoY)	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	35.0%	41.5%	38.5%	65.1%	40.2%	23.7%
매출총이익	163.5	192.4	191.1	176.1	244.9	244.4	262.0	284.2	723.2	1,035.5	1,279.5
(GPM)	42.4%	45.3%	43.5%	36.8%	46.3%	44.9%	44.7%	45.4%	41.9%	45.3%	46.7%
판매비	83.4	102.9	103.8	88.4	110.9	123.6	129.1	134.0	378.6	497.7	584.8
(판매비율)	21.6%	24.3%	23.7%	18.5%	21.0%	22.7%	22.0%	21.4%	21.9%	21.8%	21.4%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	120.8	132.9	150.2	344.6	537.8	694.7
(YoY)	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	35.0%	52.2%	71.3%	133.6%	56.1%	29.2%
(OPM)	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	22.2%	22.7%	24.0%	19.9%	23.5%	25.4%
세전이익	84.2	92.3	79.5	95.7	135.0	126.5	138.6	155.6	351.6	555.6	719.9
순이익	66.5	70.3	58.7	75.7	99.0	95.9	105.0	117.8	271.3	417.6	545.7
(지배)순이익	66.5	70.5	58.9	76.1	99.1	95.9	105.0	117.8	272.0	417.8	545.7
(YoY)	197.9%	102.4%	55.9%	142.9%	49.0%	35.9%	78.4%	54.9%	115.4%	53.6%	30.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,285.0	2,738.7	3,217.2
매출원가	776.2	1,004.8	1,249.6	1,459.2	1,709.7
매출총이익	416.7	723.2	1,035.5	1,279.5	1,507.5
판매비	269.2	378.6	497.7	584.8	678.3
영업이익	147.5	344.6	537.8	694.7	829.2
EBITDA	179.7	390.6	593.9	755.1	904.9
영업외손익	8.8	7.1	17.8	25.2	36.7
이자수익	5.4	9.8	9.0	13.7	22.6
이자비용	12.2	14.4	10.5	7.8	5.1
외환관련이익	27.3	45.8	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	25.5	18.4	25.0	25.0	25.0
종속 및 관계기업손익	5.5	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	8.3	-15.9	19.1	19.1	19.0
법인세차감전이익	156.3	351.6	555.6	719.9	865.9
법인세비용	29.7	80.4	137.9	174.2	209.5
계속사업손익	126.6	271.3	417.6	545.7	656.3
당기순이익	126.6	271.3	417.6	545.7	656.3
지배주주순이익	126.3	272.0	417.8	545.7	656.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	31.2	44.9	32.2	19.9	17.5
영업이익 증감율	63.2	133.6	56.1	29.2	19.4
EBITDA 증감율	55.9	117.4	52.0	27.1	19.8
지배주주순이익 증감율	58.3	115.4	53.6	30.6	20.3
EPS 증감율	58.2	115.4	53.6	30.6	20.3
매출총이익율(%)	34.9	41.9	45.3	46.7	46.9
영업이익율(%)	12.4	19.9	23.5	25.4	25.8
EBITDA Margin(%)	15.1	22.6	26.0	27.6	28.1
지배주주순이익율(%)	10.6	15.7	18.3	19.9	20.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.1	357.9	354.7	427.3	515.7
당기순이익	126.6	271.3	417.6	545.7	656.3
비현금항목의 가감	77.3	139.2	82.0	86.3	101.6
유형자산감가상각비	32.2	46.0	56.1	60.4	75.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-5.5	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타	50.6	93.4	25.9	25.9	25.9
영업활동자산부채증감	-7.8	-7.4	-7.1	-30.4	-32.8
매출채권및기타채권의감소	0.2	-15.6	-6.9	-28.9	-30.4
채고자산의감소	-38.9	4.6	-43.8	-38.1	-40.2
매입채무및기타채무의증가	20.7	-6.9	46.7	38.0	40.1
기타	10.2	10.5	-3.1	-1.4	-2.3
기타현금흐름	-28.0	-45.2	-137.8	-174.3	-209.4
투자활동 현금흐름	-23.7	-214.3	-174.1	-189.4	-70.5
유형자산의 취득	-45.0	-228.5	-190.0	-210.0	-100.0
유형자산의 처분	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.5	-4.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	3.4	-5.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	14.0	7.2	0.0	0.0	0.0
기타	7.2	17.1	15.9	20.6	29.5
재무활동 현금흐름	-20.1	-34.9	-144.9	-114.8	-116.6
차입금의 증가(감소)	8.4	4.5	-102.2	-69.5	-69.5
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-11.9	-19.4	-24.6	-29.8	-34.3
기타	-16.6	-20.0	-18.1	-15.5	-12.8
기타현금흐름	-2.5	7.4	112.0	140.2	164.7
현금 및 현금성자산의 순증가	121.8	116.1	147.6	263.4	493.3
기초현금 및 현금성자산	96.9	218.7	334.8	482.4	745.8
기말현금 및 현금성자산	218.7	334.8	482.4	745.8	1,239.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	497.3	682.1	880.5	1,210.8	1,774.7
현금 및 현금성자산	218.7	334.8	482.4	745.8	1,239.0
단기금융자산	22.8	15.6	15.6	15.6	15.6
매출채권 및 기타채권	81.4	138.4	145.4	174.2	204.7
채고자산	142.2	148.0	191.9	230.0	270.1
기타유동자산	32.2	45.3	45.2	45.2	45.3
비유동자산	673.0	912.6	1,046.5	1,196.1	1,220.4
투자자산	10.5	15.8	15.8	15.8	15.8
유형자산	543.0	748.0	881.9	1,031.5	1,055.8
무형자산	55.5	57.9	57.9	57.9	57.9
기타비유동자산	64.0	90.9	90.9	90.9	90.9
자산총계	1,170.3	1,594.8	1,927.0	2,406.9	2,995.1
유동부채	402.0	492.4	506.4	544.4	586.6
매입채무 및 기타채무	175.3	246.1	292.8	330.8	370.9
단기금융부채	175.5	121.0	88.3	88.3	90.4
기타유동부채	51.2	125.3	125.3	125.3	125.3
비유동부채	191.5	274.3	204.8	135.3	63.7
장기금융부채	168.6	254.2	184.7	115.2	43.6
기타비유동부채	22.9	20.1	20.1	20.1	20.1
부채총계	593.5	766.7	711.2	679.7	650.3
자본지분	564.8	816.8	1,204.8	1,716.2	2,333.8
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
기타자본	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8
기타포괄손익누계액	0.3	4.6	4.6	4.6	4.6
이익잉여금	522.2	769.9	1,157.9	1,669.3	2,286.8
비자본지분	12.0	11.2	11.0	11.0	11.0
자본총계	576.8	828.0	1,215.8	1,727.2	2,344.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,761	36,106	55,466	72,437	87,130
BPS	74,979	108,436	159,941	227,824	309,805
CFPS	27,072	54,487	66,333	83,891	100,620
DPS	2,100	3,300	4,000	4,600	5,200
주가배수(배)					
PER	12.9	21.2	20.8	15.9	13.2
PER(최고)	13.9	22.2	17.3		
PER(최저)	6.2	4.7	12.0		
PBR	2.88	7.05	7.20	5.06	3.72
PBR(최고)	3.11	7.38	5.99		
PBR(최저)	1.38	1.56	4.17		
PSR	1.36	3.33	3.80	3.17	2.70
PCFR	8.0	14.0	17.4	13.7	11.4
EV/EBITDA	9.7	14.8	14.3	10.8	8.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	12.4	9.1	7.1	6.3	5.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	0.4	0.3	0.4	0.5
ROA	12.1	19.6	23.7	25.2	24.3
ROE	24.8	39.4	41.3	37.4	32.4
ROIC	18.6	34.3	44.9	49.8	53.5
매출채권회전율	14.3	15.7	16.1	17.1	17.0
채고자산회전율	9.4	11.9	13.4	13.0	12.9
부채비율	102.9	92.6	58.5	39.4	27.7
순차입금비용	17.8	3.0	-18.5	-32.3	-47.8
이자보상배율, 현금	12.1	23.9	51.3	88.9	161.1
총차입금	344.1	375.2	273.0	203.5	134.0
순차입금	102.6	24.8	-225.0	-557.8	1,120.6
EBITDA	179.7	390.6	593.9	755.1	904.9
FCF	94.0	62.9	263.3	346.5	571.5

이마트 (139480)



BUY(Maintain)

목표주가 130,000원

주가(5/19) 83,800원

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

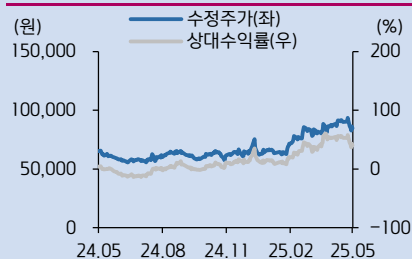
Stock Data

KOSPI (5/19)		2,603.42pt
시가총액		23,125억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	93,500원	55,500원
최고/최저가 대비 등락	-10.4%	51.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.3%
	6M	33.7%
	1Y	27.9%
		-8.7%
		26.9%
		33.9%

Company Data

발행주식수	27,596천주
일평균 거래량(3M)	228천주
외국인 지분율	20.0%
배당수익률(25E)	3.0%
BPS(25E)	377,309원
주요 주주	정용진 외 1인 28.9%

Price Trend



고진감래

>>> 내수 소비심리 반등 기대

정치적 불확실성과 관세 관련 불확실성이 완화되면서, 한국 소비자심리지수가 점차 기준선 레벨로 회복할 것으로 기대된다. 이러한 소비심리 반등 효과는 주요 대형 유통 업체들을 중심으로 수요 회복에 대한 기대를 강화해 줄 것으로 기대된다.

>>> 할인점 기존점 성장률 상향 기대

동사는 주력 경쟁사(홈플러스)의 영업력 약화에 따른 반사수혜가 본격화되면서, 할인점 기존점 성장률이 점차 상향 조정될 것으로 기대된다. 특히, 주력 경쟁사가 주요 협력업체에 대한 협상력이 약화되고, 폐점 점포 수가 증가할 수 있기 때문에, 경쟁점을 중심으로 기존점 성장률이 상향 조정될 가능성이 높다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원

이마트에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원을 유지한다. 동사는 전사 고정비 절감, 통합 매입 효과, 주력 경쟁사 영업력 약화에 따른 반사수혜 본격화 등에 힘입어, 전사 실적 개선 모멘텀이 강하게 나타날 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,472.2	29,020.9	28,429.8	28,067.6	28,773.7
영업이익	-46.9	47.1	546.1	640.9	712.4
EBITDA	1,009.1	1,109.4	1,473.4	1,556.1	1,607.6
세전이익	-212.3	-605.4	273.2	366.5	450.2
순이익	-187.5	-573.4	200.1	277.8	341.2
지배주주지분순이익	-89.1	-590.0	194.2	281.5	338.4
EPS(원)	-3,196	-21,166	6,966	10,100	12,141
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	45.0	20.2
PER(배)	-24.0	-3.0	12.0	8.3	6.9
PBR(배)	0.19	0.17	0.22	0.22	0.21
EV/EBITDA(배)	9.8	10.0	7.7	7.0	6.6
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.9	2.3	2.5
ROE(%)	-0.8	-5.4	1.9	2.6	3.1
순차입금비용(%)	38.9	49.5	46.6	43.1	39.8

자료: 키움증권 리서치센터

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액											
별도기준	4,203	3,839	4,673	4,253	4,269	3,986	4,913	4,533	16,967	18,409	18,799
(YoY)	2.3%	-2.5%	5.3%	4.7%	1.6%	3.8%	5.1%	6.6%	2.5%	8.5%	2.1%
할인점	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,844	3,235	3,004	11,667	12,125	12,395
트레이더스	916	833	965	836	967	891	1,042	911	3,550	3,811	3,916
전문점	254	251	262	253	260	251	262	253	1,020	1,026	1,026
에브리데이			370	362	356	351	374	365	731	1,446	1,461
순매출액	7,207	7,056	7,508	7,250	7,219	7,121	7,133	6,957	29,021	28,430	28,068
(YoY)	1.0%	-3.0%	-2.6%	-1.4%	0.2%	0.9%	-5.0%	-4.0%	-1.5%	-2.0%	-1.3%
별도기준	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,991	4,166	3,795	15,570	16,212	15,854
연결-별도	3,358	3,550	3,193	3,349	2,960	3,131	2,967	3,161	13,451	12,218	12,214
썬닷컴	413	395	391	376	357	364	353	362	1,576	1,436	1,483
G마켓글로벌	255	253	226	228	201	207			961	408	
SCK 컴퍼니	735	760	788	818	762	798	835	867	3,100	3,262	3,457
(YoY)	7.6%	7.5%	3.8%	4.8%	3.7%	5.0%	6.0%	6.0%	5.8%	5.2%	6.0%
이마트 24	511	565	568	519	466	532	547	514	2,163	2,059	2,184
기타 및 연결조정	1,444	1,577	1,222	1,408	1,175	1,230	1,231	1,418	5,651	5,054	5,089
영업이익	47	-35	112	-77	159	40	210	137	47	546	641
(YoY)	245%	적지	43.4%	적지	238.2%	흑전	87.9%	흑전	흑전	1059.5%	17.3%
(OPM)	0.7%	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.6%	2.9%	2.0%	0.2%	1.9%	2.3%
별도기준	93	-21	123	-73	133	15	154	84	122	386	415
(OPM)	2.2%	-0.5%	2.6%	-1.7%	3.1%	0.4%	3.1%	1.9%	0.7%	2.1%	2.2%
할인점	51	-55	71	-87	78	-32	95	45	-20	186	210
트레이더스	31	22	34	5	42	32	43	29	92	146	150
전문점	11	11	11	6	7	8	8	8	38	31	31
에브리데이	4	4	6	2	6	6	6	3	8	21	21
썬닷컴	-14	-17	-17	-25	-18	-19	-19	-23	-73	-79	-74
G마켓글로벌	-9	-8	-18	-33	-12	-11			-67	-23	
SCK 컴퍼니	33	43	66	49	35	49	67	66	191	217	237
(OPM)	4.5%	5.7%	8.4%	5.9%	4.6%	6.1%	8.0%	7.6%	6.2%	6.6%	6.8%
이마트 24	-13	-3	0	-14	-10	0	3	-6	-30	-13	-8
PPA 상각비	-40	-40	-40	-40	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-63
기타 및 연결조정	-4	10	-3	60	47	21	21	32	63	121	133
영업외손익	-14	-99	6	-545	-40	-74	-81	-78	-653	-273	-274
이자수익-이자비용	-89	-95	-92	-90	-100	-97	-97	-96	-365	-389	-383
지분법손익	5	4	8	7	12	7	1	3	23	23	15
기타	70	-8	90	-462	48	16	15	15	-310	94	94
세전이익	33	-134	118	-622	119	-35	129	60	-605	273	366
순이익	29	-112	105	-596	84	-26	98	45	-573	200	278
(자배)순이익	28	-146	121	-592	71	-20	97	47	-590	194	282
(YoY)	146%	적지	192%	적지	157.4%	적지	-19.7%	흑전	적지	흑전	45.0%
기준점 성장률											
이마트	1.4%	-3.0%	-2.9%	-4.1%	-0.6%	2.0%	4.0%	6.0%	-2.1%	2.8%	2.2%
트레이더스	7.3%	0.1%	-1.3%	0.4%	1.9%	3.0%	4.0%	5.0%	1.5%	3.5%	2.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	29,472.2	29,020.9	28,429.8	28,067.6	28,773.7
매출원가	20,728.1	19,979.8	19,365.9	19,227.4	19,662.4
매출총이익	8,744.2	9,041.1	9,063.8	8,840.1	9,111.3
판매비	8,791.1	8,994.0	8,517.7	8,199.2	8,399.0
영업이익	-46.9	47.1	546.1	640.9	712.4
EBITDA	1,009.1	1,109.4	1,473.4	1,556.1	1,607.6
영업외손익	-165.4	-652.5	-273.0	-274.4	-262.2
이자수익	95.5	128.3	85.7	81.6	93.8
이자비용	417.7	493.7	475.1	465.0	465.0
외환관련이익	19.2	10.2	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	54.6	161.7	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	12.4	23.0	22.8	15.3	15.3
기타	179.8	-158.6	93.6	93.7	93.7
법인세차감이익	-212.3	-605.4	273.2	366.5	450.2
법인세비용	-24.8	-32.0	73.1	88.7	108.9
계속사업손익	-187.5	-573.4	200.1	277.8	341.2
당기순이익	-187.5	-573.4	200.1	277.8	341.2
지배주주순이익	-89.1	-590.0	194.2	281.5	338.4
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	0.5	-1.5	-2.0	-1.3	2.5
영업이익 증감률	-134.6	-200.4	1,059.4	17.4	11.2
EBITDA 증감률	-13.3	9.9	32.8	5.6	3.3
지배주주순이익의 증감률	적전	적지	흑전	45.0	20.2
EPS 증감률	적전	적지	흑전	45.0	20.2
매출총이익률(%)	29.7	31.2	31.9	31.5	31.7
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.9	2.3	2.5
EBITDA Margin(%)	3.4	3.8	5.2	5.5	5.6
지배주주순이익률(%)	-0.3	-2.0	0.7	1.0	1.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,135.1	1,459.8	1,590.1	1,635.4	1,598.8
당기순이익	-187.5	-573.4	200.1	277.8	341.2
비현금항목의 가감	2,250.6	2,806.6	2,031.3	2,012.5	2,004.6
유형자산감가상각비	822.2	816.1	792.0	777.5	765.3
무형자산감가상각비	233.8	246.2	135.3	137.8	129.9
지분법평가손익	-12.4	-23.0	-22.8	-15.3	-15.3
기타	1,207.0	1,767.3	1,126.8	1,112.5	1,124.7
영업활동자산부채증감	-353.4	-372.2	32.6	28.5	-55.6
매출채권및기타채권의감소	-215.3	-1.9	-69.7	21.6	-42.1
채고자산의감소	40.6	-209.8	144.0	24.3	-47.5
매입채무및기타채무의증가	-159.9	-50.9	-28.4	-17.4	33.9
기타	-18.8	-109.6	-13.3	0.0	0.1
기타현금흐름	-574.6	-401.2	-673.9	-683.4	-691.4
투자활동 현금흐름	-809.1	-892.1	-760.0	-760.0	-760.0
유형자산의 취득	-765.7	-650.7	-700.0	-700.0	-700.0
유형자산의 처분	161.8	24.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-59.6	-26.8	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-75.1	-428.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-228.4	204.7	0.0	0.0	0.0
기타	157.9	-14.9	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	176.0	-153.1	-1,046.3	-847.5	-592.5
차입금의 증가(감소)	483.8	631.9	-467.2	-255.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-146.4	-171.9	-53.6	-67.0	-67.0
기타	-161.4	-613.1	-525.5	-525.5	-525.5
기타현금흐름	0.0	-410.8	72.6	96.4	92.3
현금 및 현금성자산의 순증가	502.1	3.8	-143.6	124.3	338.5
기초현금 및 현금성자산	1,269.1	1,771.2	1,775.1	1,631.5	1,755.8
기말현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,631.5	1,755.8	2,094.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,387.8	10,429.1	10,211.2	10,289.6	10,717.7
현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,631.5	1,755.8	2,094.3
단기금융자산	715.7	511.0	511.0	511.0	511.0
매출채권 및 기타채권	1,834.0	1,624.2	1,693.9	1,672.3	1,714.4
채고자산	1,845.8	2,054.4	1,910.3	1,886.0	1,933.4
기타유동자산	221.1	4,464.4	4,464.5	4,464.5	4,464.6
비유동자산	27,056.1	23,501.5	23,357.0	23,217.0	23,097.1
투자자산	3,758.3	4,210.2	4,233.0	4,248.3	4,263.6
유형자산	10,042.4	9,730.9	9,638.9	9,561.4	9,496.1
무형자산	7,761.3	4,095.7	4,020.4	3,942.6	3,872.7
기타비유동자산	5,494.1	5,464.7	5,464.7	5,464.7	5,464.7
자산총계	33,443.9	33,930.6	33,568.2	33,506.6	33,814.8
유동부채	10,373.9	10,804.1	10,908.6	10,636.2	10,670.1
매입채무 및 기타채무	4,364.2	3,656.6	3,628.2	3,610.8	3,644.7
단기금융부채	3,706.3	3,748.3	3,881.2	3,626.2	3,626.2
기타유동부채	2,303.4	3,399.2	3,399.2	3,399.2	3,399.2
비유동부채	9,235.8	9,942.4	9,342.4	9,342.4	9,342.4
장기금융부채	7,908.9	8,745.5	8,145.5	8,145.5	8,145.5
기타비유동부채	1,326.9	1,196.9	1,196.9	1,196.9	1,196.9
부채총계	19,609.6	20,746.6	20,251.0	19,978.7	20,012.5
지배지분	11,453.4	10,390.6	10,517.8	10,732.4	11,003.8
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,276.7	4,208.2	4,208.2	4,208.2	4,208.2
기타자본	623.7	384.1	384.1	384.1	384.1
기타포괄손익누계액	656.3	1,020.4	1,020.4	1,020.4	1,020.4
이익잉여금	5,358.6	4,638.4	4,765.6	4,980.2	5,251.7
비지배지분	2,380.8	2,793.5	2,799.4	2,795.6	2,798.4
자본총계	13,834.2	13,184.1	13,317.2	13,528.0	13,802.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,196	-21,166	6,966	10,100	12,141
BPS	410,873	372,745	377,309	385,006	394,745
CFPS	74,011	80,111	80,046	82,160	84,154
DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	-24.0	-3.0	12.0	8.3	6.9
PER(최고)	-37.5	-4.2	12.6		
PER(최저)	-21.3	-2.6	8.9		
PBR	0.19	0.17	0.22	0.22	0.21
PBR(최고)	0.29	0.24	0.23		
PBR(최저)	0.17	0.15	0.16		
PSR	0.07	0.06	0.08	0.08	0.08
PCFR	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.8	10.0	7.7	7.0	6.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	-28.6	-9.3	33.5	24.1	19.6
배당수익률(%·보통주·현금)	2.6	3.2	3.0	3.0	3.0
ROA	-0.6	-1.7	0.6	0.8	1.0
ROE	-0.8	-5.4	1.9	2.6	3.1
ROIC	-1.8	-2.0	1.6	2.1	2.4
매출채권회전율	16.7	16.8	17.1	16.7	17.0
채고자산회전율	15.2	14.9	14.3	14.8	15.1
부채비율	141.7	157.4	152.1	147.7	145.0
순차입금비율	38.9	49.5	46.6	43.1	39.8
이자보상배율·현금	-0.1	0.1	1.1	1.4	1.5
총차입금	7,874.4	8,816.2	8,349.0	8,094.0	8,094.0
순차입금	5,387.5	6,530.1	6,206.5	5,827.2	5,488.7
EBITDA	-345.0	-364.6	288.7	370.6	424.8
FCF	-305.9	-327.5	488.6	554.4	504.4

고지사항

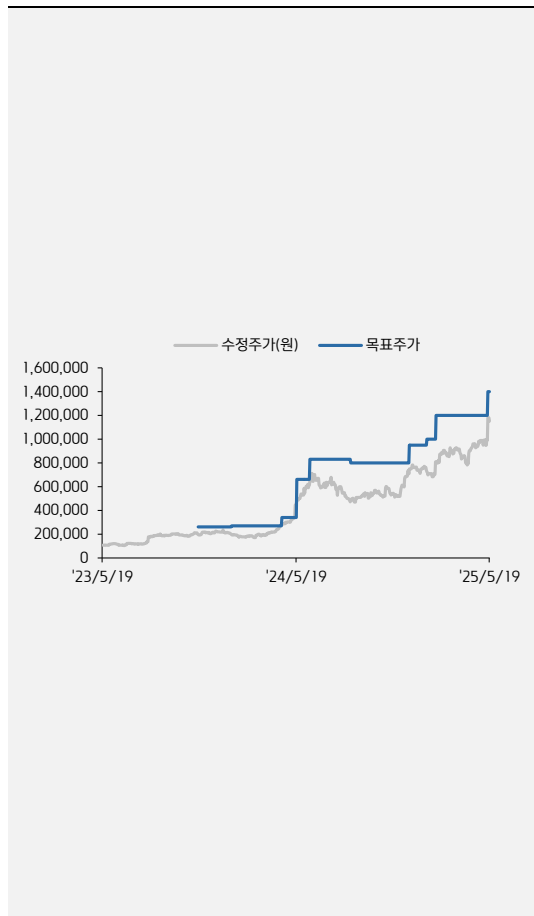
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼양식품 (003230)	2023-11-16	Buy(Initiate)	260,000원	6개월	-18.41	-9.81
	2024-01-18	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-31.63	-25.93
	2024-03-11	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-30.96	-23.52
	2024-03-26	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-26.33	0.37
	2024-04-22	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-5.50	31.32
	2024-05-20	Buy(Maintain)	660,000원	6개월	-16.79	-6.21
	2024-06-14	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-22.87	-14.22
	2024-07-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-24.94	-14.22
	2024-08-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-27.38	-14.22
	2024-08-30	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-35.49	-29.00
	2024-10-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-33.76	-24.75
	2024-11-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-33.73	-24.75
	2024-11-18	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-31.53	-8.00
	2024-12-19	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-20.71	-17.58
	2025-01-21	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-28.92	-19.10
	2025-02-07	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-28.59	-24.50
	2025-02-25	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-26.87	-19.92
	2025-04-22	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-25.03	-16.75
	2025-05-16	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월	-16.21	-15.71
	2025-05-19	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

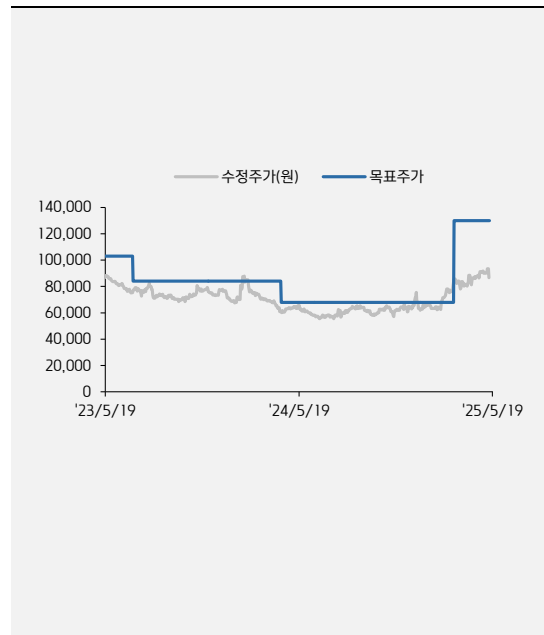


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
이마트 (139480)	2023-07-10	Outperform (Upgrade)	84,000원	6개월	-11.39	-1.79
	2024-01-08	Outperform (Maintain)	84,000원	6개월	-11.44	-1.79
	2024-04-15	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.67	-3.68
	2024-10-10	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.72	-3.68
	2025-01-07	Marketperform (Downgrade)	68,000원	6개월	1.01	22.35
	2025-03-07	Buy (Upgrade)	130,000원	6개월	-36.00	-32.00
	2025-04-11	Buy (Maintain)	130,000원	6개월	-33.76	-28.08
	2025-05-09	Buy (Maintain)	130,000원	6개월	-33.88	-28.08
	2025-05-13	Buy (Maintain)	130,000원	6개월	-33.88	-28.08
	2025-05-19	Buy (Maintain)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

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

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

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%