



2025년 08월 26일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 유통/음식료 Overweight (Maintain)

유통/음식료: 3분기, 내수 소비 반등의 시작

음식료/유통 Analyst 박상준 CFA sjpark@kiwoom.com

RA 권용일 kwonyy@kiwoom.com

Contents



유통/음식료:

3분기, 내수 소비 반등의 시작 2

I. 유통: 템포 조절 끝 3

> 2분기 말고 3분기	3
> 홈플러스 폐점 본격화	12
> 인바운드 증가 긍정적	16
> 기업별 2Q25 실적리뷰	19

II. 음식료:

삼양식품의 랠리와 내수 반등 27

> 내수 반등의 시작	27
> 삼양식품, 1Q26 이익 급증 예상	32
> 기업별 2Q25 실적리뷰	34

기업분석 46

> 삼양식품 (003230)	47
> KT&G (033780)	50
> 롯데웰푸드 (280360)	54
> CJ (001040)	58
> 이마트 (139480)	61
> 현대백화점 (069960)	65

Compliance Notice

- 당사는 08월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

유통/음식료:

3분기, 내수 소비 반등의 시작

>>> 내수 회복에 인바운드 모멘텀 장착

주요 유통/음식료 업체들의 2분기 실적은 다소 아쉬웠고, 실적 시즌 전후로 차익실현도 강하게 나타났다. 하지만, 내수 소비 회복에 따른 실적 컨센서스 상향은 3분기부터가 본 게임이다. 소비심리 반등, 금리인하 누적, 정부의 부양정책 강화, 방한 외래관광객 증가 등에 힘입어, 주요 유통 채널의 매출 회복이 강화될 전망이다.

K-뷰티의 인기를 등에 업은 올리브영의 매출 고성장이 지속되는 가운데, 백화점도 3분기부터 기존점 성장률이 반등할 것으로 기대된다. 할인점도 소비심리 회복에 홈플러스 폐점에 따른 반사수혜가 더해지면서, 4분기부터 기존점 성장률이 반등할 전망이다.

>>> 삼양식품, 멈추지 않는 성장!

불닭볶음면의 글로벌 확장도 가속화될 전망이다. 밀양 2공장 가동률이 본격적으로 상승하면서, 하반기에도 MoM 수출 증가 모멘텀이 강할 전망이다. 특히, 중국과 미국의 소비 시즌 일정과 미국 법인의 올해 4분기 가격 인상 가능성 등을 감안한다면, 내년 1분기에 전사 영업이익이 급격하게 증가할 것으로 전망된다.

>>> 업종별 투자전략

내수 소비 회복과 인바운드 증가에 따른 수혜 강도를 감안하여, 유통 업종 최선호주로 CJ(올리브영), 이마트, 현대백화점을 제시한다. 음식료 업종은 수출 성장세가 지속되고 있는 삼양식품, 안정적 배당 증가가 기대되는 KT&G, 내수 소비 회복과 마진 스프레드 정상화가 기대되는 롯데웰푸드를 최선호주로 제시한다.

I. 유통: 템포 조절 끝

>>> 2분기 말고 3분기

1) 2분기 실적 레벨은 중요하지 않다

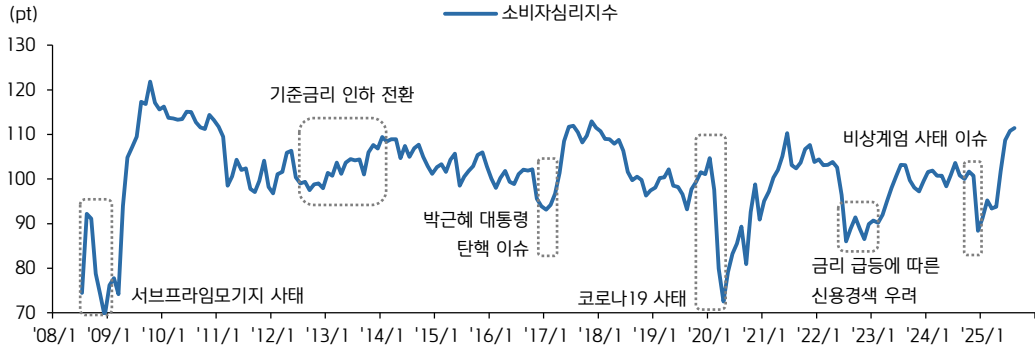
주요 유통 업체들의 2분기 실적이 모두 나왔다. 현대백화점과 GS리테일이 상대적으로 시장 기대치 대비 선방했지만, 나머지 업체들은 대체로 시장 컨센서스 대비 부진한 실적을 시현하였다. 핵심 업체의 기존점 성장률은 전반적으로 약했고, 편의점은 연간 점포 순증 가이드선도 하향 조정하는 분위기였다. 또한, 이마트와 롯데쇼핑은 이커머스 사업의 적자가 예상보다 크게 확대되면서, 전사 실적이 시장 기대치를 하회하였다.

사실 이번 2분기 실적은 원래 기대가 없었다. 한국 소비자심리지수는 5월부터 기준선을 상회하였고, 6월은 대통령 선거일(3일)이 휴일이 되면서, 해외 여행을 나가는 사람들이 증가하였다. 게다가, 날씨도 도와주지 못하면서, 오프라인 유통 업체들의 매출액이 증가하기 어려운 환경이었기 때문이다. 하지만, **업체들이 밝힌 3분기 방향성은 대체로 긍정적**이었다. 백화점 업체들의 7월 기존점 성장률은 +5%를 상회하였고, 편의점도 7/21 이후 민생회복 소비쿠폰 지급 영향으로 기존점 성장률이 모처럼 의미 있게 반등하였다. 특히, GS25는 7월 기존점 성장률이 +4~5% 수준까지 확대되면서, 3분기 실적 반등에 대한 기대감을 높였다.

다만, 할인점은 민생회복 소비쿠폰 지급 영향에 따른 피해가 있었다. 사람들은 소비경기 어려움 속에 소비쿠폰의 사용을 생필품 소비에 집중하였다. 이에 따라, 근거리 상권의 슈퍼마켓과 편의점, 정육점 등이 민생회복 소비쿠폰 지급의 수혜를 크게 보면서, 할인점의 시장 점유율을 일시적으로 가져갔기 때문이다.

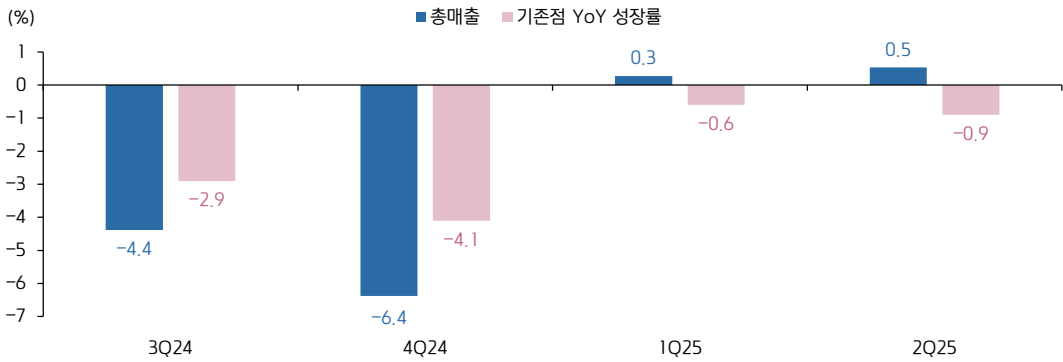
그럼에도 불구하고 이마트는 7월 기존점 성장률이 +2% 수준으로 선방하였다. 동사는 상반기에 수익성에 집중하는 모습이었었는데, 하반기에는 매출 확대에 조금 더 신경을 쓰는 모습이다. 반면에, 롯데마트는 7월 기존점 매출이 전년동기 대비 크게 감소하였다(-7% 수준). 상반기의 매출 드라이브에서 벗어나 하반기에는 수익성 방어에 주력하는 분위기이다. 아무래도 e그로서리의 분기 영업적자가 160억원으로 확대되면서, 오프라인 채널의 수익성을 방어할 필요성이 커진 듯하다.

한국 소비자심리지수 추이



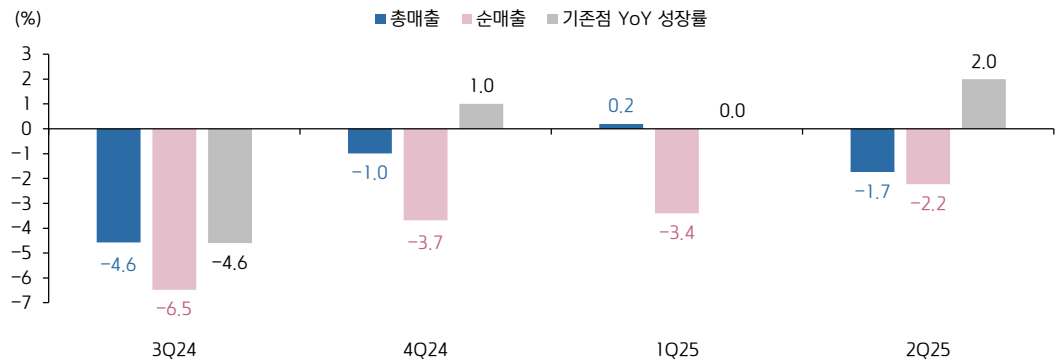
자료: 한국은행, 키움증권 리서치

이마트 매출 성장률 추이



자료: 이마트

롯데마트 국내 매출 성장률 추이



자료: 롯데쇼핑

주요 유통 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	YoY	3Q25E	YoY	4Q25E	YoY
BGF 리테일	매출액	22,029	23,256	22,165	20,165	22,901	4.0%	24,166	3.9%	22,603	2.0%
	영업이익	762	912	516	226	694	-8.9%	1,022	12.1%	570	10.4%
	OPM	3.5%	3.9%	2.3%	1.1%	3.0%	-0.4%p	4.2%	0.3%p	2.5%	0.2%p
	순이익	585	699	435	134	528	-9.7%	783	12.1%	467	7.4%
GS 리테일	매출액	29,303	30,547	29,340	27,546	29,806	1.7%	31,065	1.7%	29,470	0.4%
	영업이익	831	806	277	404	845	1.7%	966	19.8%	494	78.3%
	OPM	2.8%	2.6%	0.9%	1.5%	2.8%	0.0%p	3.1%	0.5%p	1.7%	0.7%p
	순이익	597	-609	-319	67	153	-74.4%	723	흑전	346	흑전
신세계	매출액	16,044	15,401	18,212	16,658	16,938	5.6%	16,676	8.3%	18,396	1.0%
	영업이익	1,175	930	1,036	1,323	753	-35.9%	983	5.7%	1,727	66.7%
	OPM	7.3%	6.0%	5.7%	7.9%	4.4%	-2.9%p	5.9%	-0.1%p	9.4%	3.7%p
	순이익	366	210	-528	575	-23	적전	288	36.8%	761	흑전
현대백화점	매출액	10,238	10,368	11,752	10,981	10,803	5.5%	10,720	3.4%	11,767	0.1%
	영업이익	428	646	1,077	1,125	869	102.9%	816	26.3%	1,402	30.1%
	OPM	4.2%	6.2%	9.2%	10.2%	8.0%	3.9%p	7.6%	1.4%p	11.9%	2.7%p
	순이익	-1,455	212	200	679	451	흑전	385	81.5%	689	244.3%
롯데쇼핑	매출액	34,278	35,684	34,771	34,568	33,497	-2.3%	35,328	-1.0%	36,112	3.9%
	영업이익	561	1,550	1,472	1,482	406	-27.6%	1,502	-3.1%	2,417	64.2%
	OPM	1.6%	4.3%	4.2%	4.3%	1.2%	-0.4%p	4.3%	-0.1%p	6.7%	2.5%p
	순이익	-908	-1	-9,550	162	-204	적지	379	흑전	1,530	흑전
이마트	매출액	70,560	75,085	72,497	72,189	70,390	-0.2%	69,772	-7.1%	69,524	-4.1%
	영업이익	-346	1,117	-771	1,593	216	흑전	1,827	63.6%	1,306	흑전
	OPM	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.3%	0.8%p	2.6%	1.1%p	1.9%	2.9%p
	순이익	-1,464	1,206	-5,917	708	-523	적지	685	-43.2%	327	흑전

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	CJ
종목코드		282330	007070	004170	069960	023530	139480	001040
종가(8/25, 원)		120,100	16,500	166,800	74,500	66,400	76,100	152,700
시가총액(8/25, 조원)		2.08	1.38	1.61	1.69	1.88	2.10	4.46
매출액	'24	8,699	11,627	6,570	4,188	13,987	29,021	43,647
	'25E	8,983	11,789	6,867	4,427	13,950	28,187	45,616
	'26E	9,202	12,109	6,957	4,411	14,292	27,961	48,492
영업이익	'24	252	239	477	284	473	47	2,547
	'25E	251	271	479	421	581	494	2,658
	'26E	257	278	494	417	610	615	3,012
OPM	'24	2.9%	2.1%	7.3%	6.8%	3.4%	0.2%	5.8%
	'25E	2.8%	2.3%	7.0%	9.5%	4.2%	1.8%	5.8%
	'26E	2.8%	2.3%	7.1%	9.5%	4.3%	2.2%	6.2%
순이익	'24	195	3	108	-36	-968	-590	100
	'25E	191	129	160	220	187	120	478
	'26E	194	142	177	226	244	253	497
PER	'24	9.1	666.9	12.1	-30.6	-1.6	-3.0	35.2
	'25E	10.9	10.7	10.3	7.6	10.1	17.7	11.4
	'26E	10.7	9.7	9.3	7.5	7.7	8.4	11.0
PBR	'24	1.50	0.43	0.31	0.24	0.10	0.17	0.65
	'25E	1.59	0.42	0.37	0.37	0.12	0.20	0.93
	'26E	1.46	0.41	0.36	0.35	0.12	0.20	0.88
ROE	'24	17.3%	0.1%	2.5%	-0.8%	-7.7%	-5.4%	1.8%
	'25E	15.4%	4.0%	3.7%	4.9%	1.2%	1.1%	8.5%
	'26E	14.2%	4.3%	4.0%	4.8%	1.6%	2.4%	8.2%
배당수익률	'24	4.0%	3.0%	3.4%	3.0%	7.0%	3.2%	3.0%
	'25E	3.6%	4.2%	2.8%	2.4%	5.7%	3.3%	2.0%
	'26E	3.6%	4.2%	2.9%	2.7%	5.7%	3.3%	2.0%

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

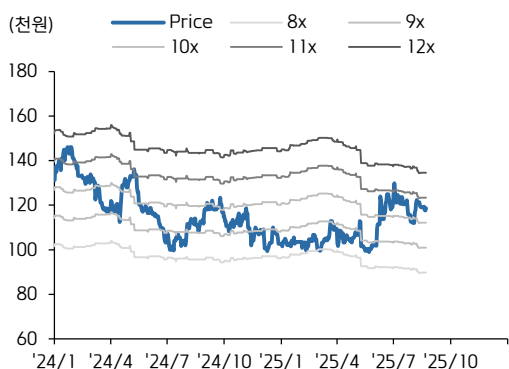
2) 실적 시즌에 주가는 왜 빠졌을까?

하지만, 유통 업체들의 주가는 실적 발표 전후에 대체로 부진하였다. 양호한 3분기 방향성을 제시했음에도 불구하고, 주식 시장에서 매도 압력이 확대되었다. **상반기에 실적 보다 선행해서 움직인 주가 흐름으로 인해, 차익실현 물량이 급증**하였기 때문이다. 특히, FW12M PER레벨 10배 전후에서 주가의 하락 압력이 거세진 모습이었다.

올해 상반기 주가 반등은 대체로 밸류에이션 반등에 기인한다. 통합 매입에 따른 수익성 절감 효과가 있었던 이마트와 지누스의 실적 턴어라운드 영향이 있었던 현대백화점을 제외한 나머지 기업들은 대체로 시장 컨센서스 반등이 제한적이었다.

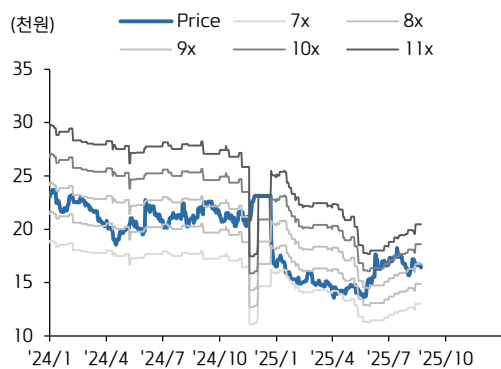
사실 이번 Cycle에서 유통 업체들의 주가는 실적 보다 선행해서 움직이기 유리한 편이었다. 비상계엄 사태로 추락했던 소비자심리지수는 16~17년의 박근혜 대통령 탄핵 이슈를 떠올린다면, 충분히 반등 흐름을 예상할 수 있었고, 한국은행의 기준금리 인하가 누적되면서, 하반기 소비 반등 여건도 나은 상황이었기 때문이다.

BGF리테일 FW12M PER 밴드 추이



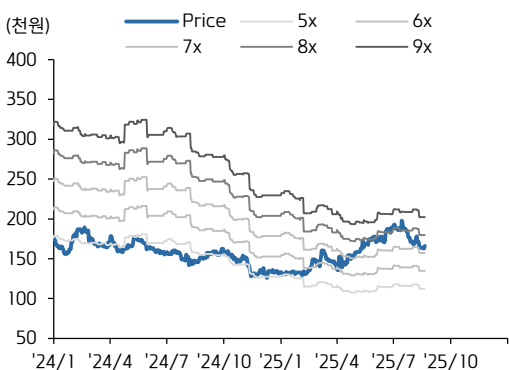
자료: Fn Guide

GS리테일 FW12M PER 밴드 추이



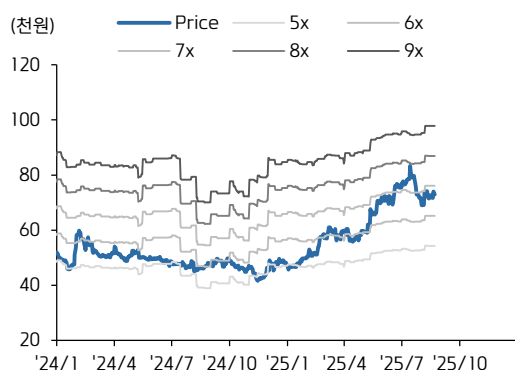
자료: Fn Guide

신세계 FW12M PER 밴드 추이



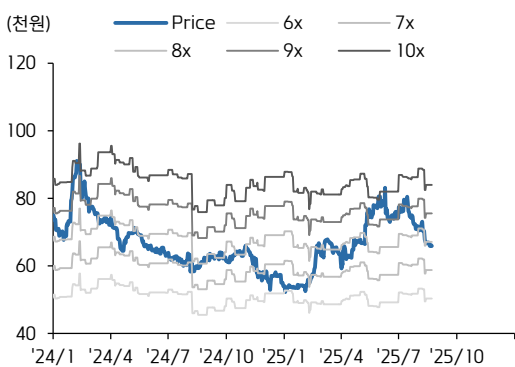
자료: Fn Guide

현대백화점 FW12M PER 밴드 추이



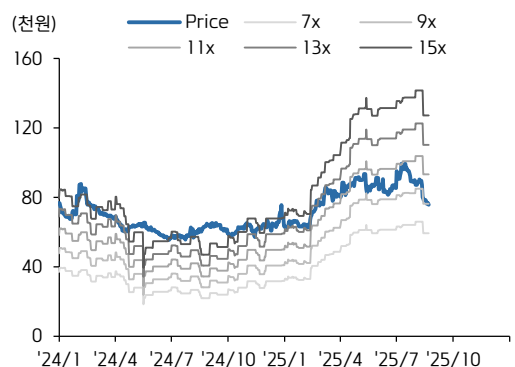
자료: Fn Guide

롯데쇼핑 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

이마트 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

3) 3분기부터 호재 만발!!

따라서, 이제부터는 실적 컨센서스의 상향 여부가 중요할 것으로 판단된다. 향후 실적 개선 방향성에 대해서는 큰 의심이 없는 상황이기 때문에, 실적 기대치가 올라가서 밸류에이션 레벨이 내려가게 만들어주어야 한다.

백화점은 올해 3분기부터 기존점 성장률이 상향 조정될 것으로 기대된다. 내수 소비는 작년 3분기부터 악화되었고, 이것이 작년 10월 기준금리 인하 시작의 주요 원인이었다. 작년 12월은 비상계엄 사태로 소비심리가 급락하였고, 올해 상반기는 미국 트럼프 대통령 당선 이후, 관세 부과에 따른 수출 경기 불확실성이 지배하던 시기이다. 따라서, 중기적으로 내수 소비의 전년도 기저는 매우 낮은 편이며, 정부의 경기부양책으로 소비심리는 반등한 상황이기 때문에, 충분히 매출 서프라이즈가 가능할 것으로 기대된다.

올해 9/29부터 내년 6/30까지 중국 단체관광객의 무비자 입국이 한시적으로 허용되는 점도 긍정적이다. 최근 국내 백화점 업체들의 매출에서 외국인이 차지하는 비중이 점점 확대되면서, 전체 매출에서 차지하는 비중이 4~5% 수준으로 확대된 상황이다.

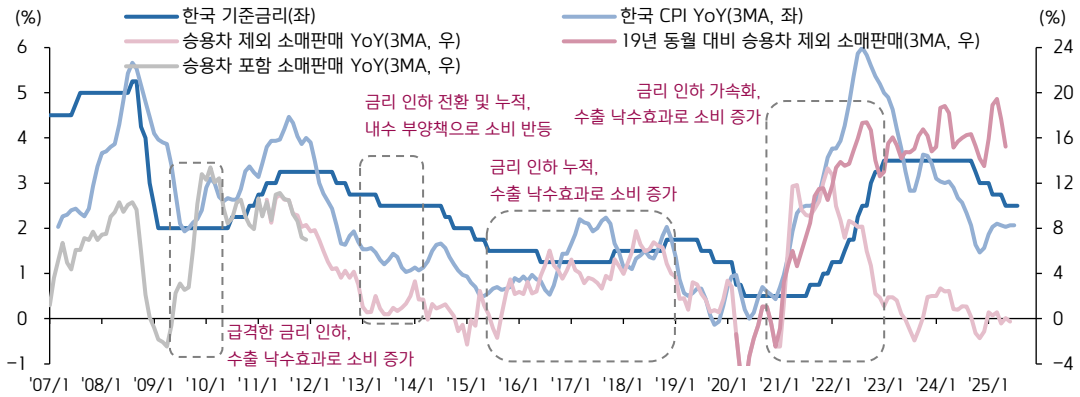
한편, **면세점**도 중국 인바운드 증가에 따른 매출 성장 기대감이 큰 상황이다. 하지만, 최근에 중국인 관광객들의 합리적 소비 성향이 강해지면서, 럭셔리 상품 위주의 면세점 소비는 예전보다 약해진 상황이다. 현재 인천공항 입차로는 트래픽에 연동해 증가하는 것으로 설계되어 있기 때문에, 예상보다 객단가가 안 나오면 수익성에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 따라서, 실제로 이익이 크게 증가할 수 있을지는 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

편의점은 올해 3분기에 기존점 성장률이 시장 기대치를 상회할 것으로 기대된다. 다만, 민생회복 소비쿠폰 지급에 따른 수혜가 컸기 때문에, 올해 4분기에 기존점 성장을 기대치가 다시 내려갈 개연성이 높다. 현재 무인 점포 증가로 주거지 상권에서 점포 순증이 어려워지고 있고, 국회에서 담뱃세 인상 안건이 구체적으로 다뤄지지 않고 있다는 점을 감안한다면, 해당 모멘텀은 내년 4월 지방선거 이후로 말릴 가능성이 있어 보인다.

할인점은 올해 4분기부터 기존점 성장률이 상향 조정될 것으로 기대된다. 내수 소비는 3분기부터 좋아질 것으로 기대되나, 할인점은 민생회복 소비쿠폰 지급에 따른 피해를 피하기가 어렵고, 추석 명절 시점 차이 영향으로 인해, 8~9월 합산 매출이 전년동기 대비 증가하기 어렵기 때문이다. 참고로, 민생회복 소비쿠폰은 7월과 9월에 나눠서 두차례 지급될 예정이다.

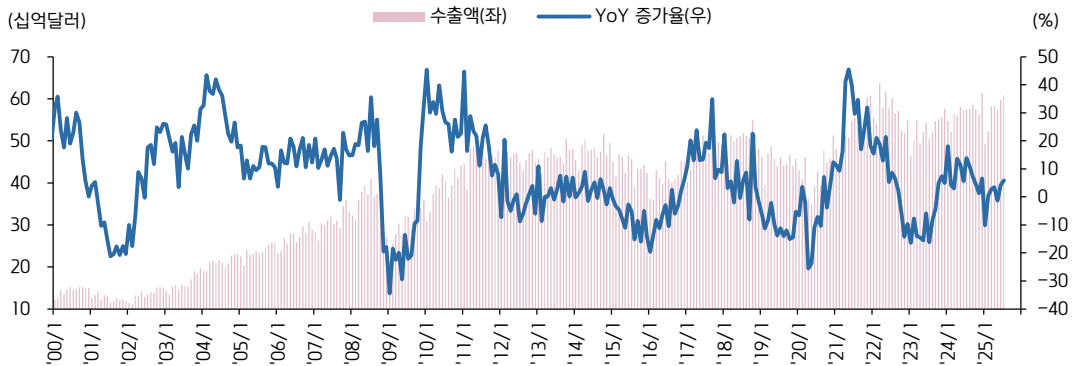
다만, 할인점은 홈플러스 폐점으로 인한, 산업 구조조정 기대감에 주목할 필요가 있다. 홈플러스는 주요 거래처들의 외상 매출 축소와 현금 회수 기간 단축으로 인해, 유동성 압박이 심화되고 있다. 이에 따라, 동사는 추가로 15개점의 폐점을 밝힌 상황이다. 동사의 수익성은 할인점 시장에서 가격 경쟁력을 발휘하기 어려운 수준까지 악화된 상황이기 때문에, 9~10월 중에 시도 중인 매각이 실패할 가능성도 있다. 만약, 동사의 매각이 성사되지 않는다면, 추가적인 폐점이 발생할 가능성이 있다.

한국 기준금리 vs CPI vs 전체 소매판매



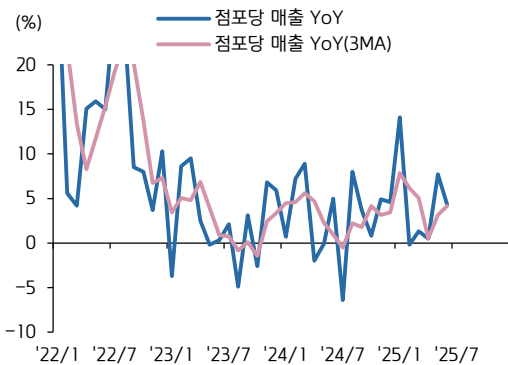
자료: Fn Guide, 통계청, 키움증권 리서치

한국 전체 수출액 추이



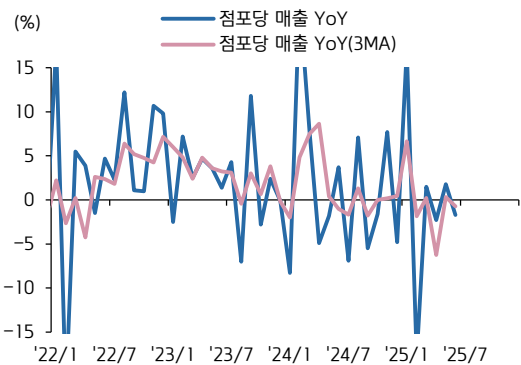
자료: 관세청, 키움증권 리서치

백화점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



자료: 산업통상자원부

할인점 점포당 매출 YoY 증감률 추이



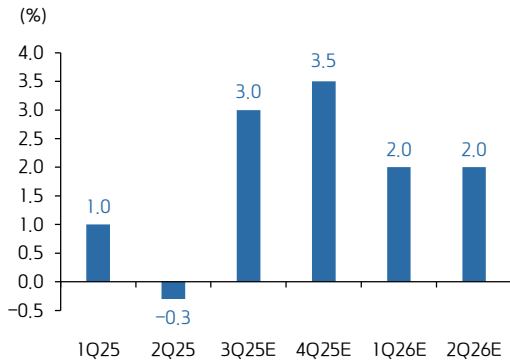
자료: 산업통상자원부

월별 주요 유통업체 매출 동향

구분	'24/10	'24/11	'24/12	'25/1	'25/2	'25/3	'25/4	'25/5	'25/6	'25/7	'25/8	'25/9
휴일 수(日)	10	9	10	12	8	11	8	11	11	8	11	8
휴일 YoY(日)	-1	1	-1	3	-2	0	-1	1	0	0	1	-4
한국 소비자심리지수(pt)	101.7	100.7	88.4	91.2	95.2	93.4	93.8	101.8	108.7	110.8	111.4	
한국 전체 수출금액 YoY(%)	4.6	1.3	6.6	-10.1	0.4	2.8	3.5	-1.3	4.3	5.9		
산자부 전체 매출 YoY(%)	6.7	8.0	8.9	11.7	4.4	9.2	7.0	7.0	7.3			
산자부 오프라인 매출(전점) YoY(%)	0.0	3.9	-0.3	8.8	-7.7	-0.2	-1.9	0.9	-1.1			
대형마트	-3.4	5.7	-6.6	16.1	-18.8	-0.2	-3.1	0.2	-2.8			
백화점	-2.6	1.4	1.1	10.3	-3.6	-2.1	-2.9	2.3	-0.9			
편의점	3.7	5.1	2.4	1.7	-4.6	1.4	-0.6	-0.2	-0.7			
SSM	7.1	6.8	3.4	4.8	-1.2	3.6	0.2	1.0	2.1			
이마트 기준점 YoY(%)	-5.8	3.4	-9.6		-0.2	-1.5	-2.6	2.5	-2.7	1.8		
신세계 기준점 YoY(%)	-3.2	-1.9	0.6	10.4	-7.0	-4.7	-2.5	2.3	0.1	1.8		
산자부 편의점 점포 수 YoY(%)	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.3	-0.2	-0.6	-1.3			
산자부 온라인 매출 YoY(%)	13.9	11.8	18.8	14.6	16.7	19.0	15.8	13.0	15.9			
통계청 온라인 매출 YoY(%)	1.4	2.0	4.6	1.6	3.7	2.5	2.8	0.6	1.8			
F&B 상품 + 서비스	15.4	12.4	13.6	14.9	7.4	12.0	11.8	10.4	12.2			
의복	-2.9	0.3	9.9	1.3	-3.9	1.5	1.5	-0.3	2.0			
재화 전체	0.1	0.7	4.9	-0.5	5.7	2.0	3.1	1.8	4.3			
식품	16.0	11.3	12.4	13.1	5.0	9.9	10.0	7.0	11.7			
농축수산물	15.8	10.7	10.2	22.7	-2.7	11.1	13.1	9.6	13.5			
음식료품	16.1	11.6	13.3	9.2	8.3	9.5	9.0	6.1	11.0			
서비스 전체	4.3	4.9	4.0	5.8	-0.3	3.7	2.3	-1.7	-3.4			
음식서비스	14.7	13.8	15.1	17.5	10.4	14.6	14.1	14.7	12.9			
면세점 시장규모(조원)	1.11	1.01	1.26	0.95	1.00	1.08	1.18	1.05	1.09			
면세점 시장규모 YoY(%)	-16.4	-12.2	-3.8	-40.0	9.3	-8.6	-5.2	-16.1	-9.5			
중국 화장품 소매판매 YoY(%)	40.1	-26.4	-26.4		4.4	1.1	7.2	4.4	-2.3			

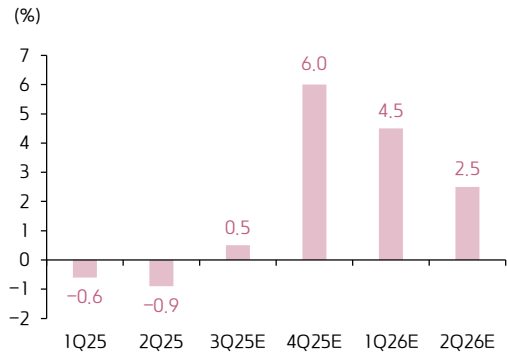
자료: 산업통상자원부, 이마트, 신세계, 통계청, 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 1) 1월과 8월 데이터가 없는 경우, 당해 2월과 9월 데이터는 각각 1~2월 누계, 8~9월 누계 기준임.

현대백화점 기준점 성장을 추이 및 전망



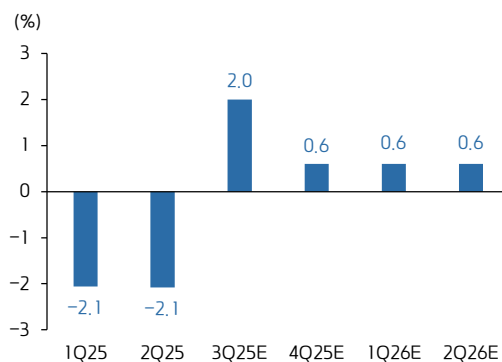
자료: 현대백화점, 키움증권 리서치

이마트 기준점 성장을 추이 및 전망



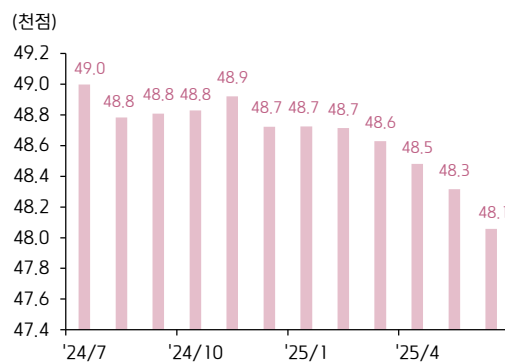
자료: 이마트, 키움증권 리서치

BGF리테일 기존점 성장률 추이 및 전망



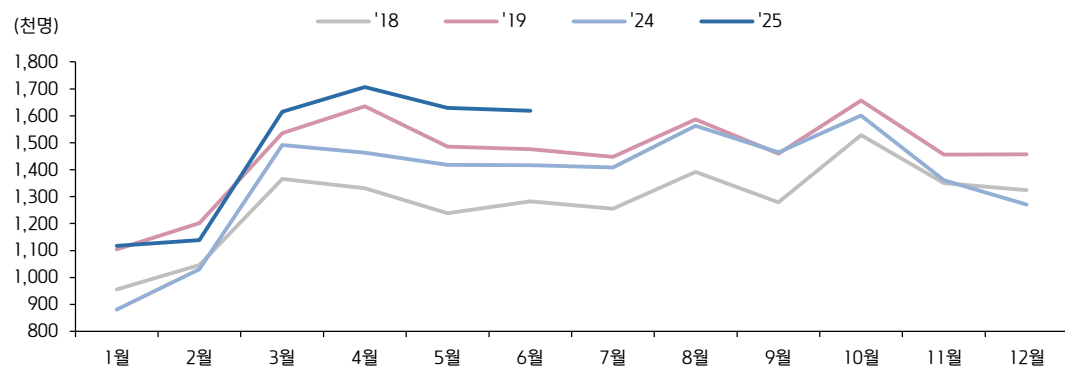
자료: BGF리테일, 키움증권 리서치

편의점 점포 수 추이(이마트24 제외 기준)



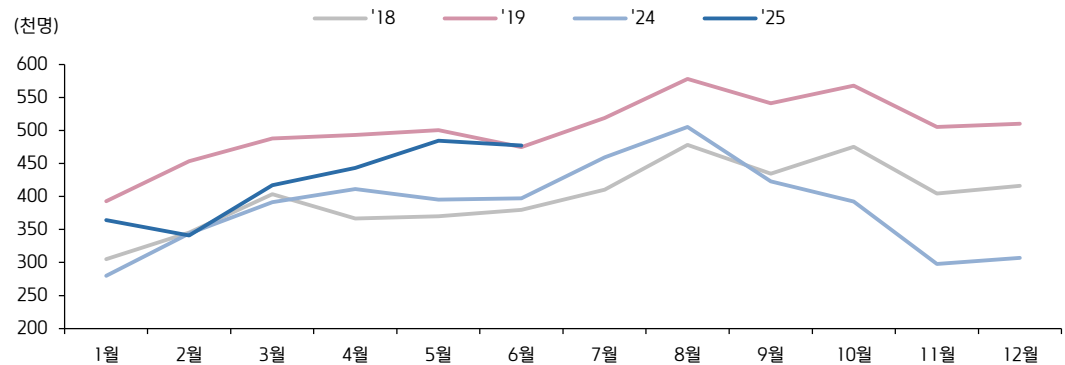
자료: 산업통상자원부

한국의 전체 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

>>> 홈플러스 폐점 본격화

1) 4Q25부터 홈플러스 폐점 확대

홈플러스는 지난 8/13 언론보도를 통해, 임대 점포 15개점을 추가로 폐점하겠다고 밝혔다. 올해 3월초 기업회생절차 개시 이후 5개월 만에 일어난 일이다. 특히, 올해 11월 중에 할인점 5개점을 폐점할 계획이며, 나머지 10개점도 내년 5월까지 순차적으로 폐점할 예정이다. 홈플러스는 왜 이런 결정을 내리게 되었을까?

근본적으로는 지속되는 영업적자와 현금 유출로 홈플러스의 유동성이 크게 축소되었기 때문이다. 게다가, 동사의 신용등급 강등 이후, 공급업체들이 외상 매출금을 축소하거나, 현금 회수를 조기에 요청하면서, 홈플러스의 매입채무가 급격하게 축소되었을 가능성이 높다. 이러한 매입채무의 축소는 현금성자산의 축소로 이어지게 된다. 따라서, 홈플러스는 임대료를 축소하고, 보유 재고자산을 정리하여, 최대한 현금성자산을 확보할 수밖에 없는 상황이다.

2) 홈플러스 폐점 전망치 상향 전망

언론보도에 따르면, 이번에 폐점하기로 결정한 15개 점포의 영업손실은 약 800억원이 넘고, 임대료도 약 700억원 수준인 것으로 알려졌다. 현재 홈플러스의 판관비율은 35% 수준이고, 실질 EBITDA(EBITDA-리스부채 상환) 적자는 1600억원이 넘는 수준이다. 어떤 SI가 들어와도 정상 경영이 어려울 정도로 가격 경쟁력과 수익 구조가 훼손된 상태이다. 만약, 현재 추진 중인 홈플러스의 매각이 올해 9~10월까지 성사되지 않는다면 어떻게 될까?

매각이 성사되지 않는다면, 홈플러스가 선택할 수 있는 옵션은 임대 점포를 폐점하거나, 자가 점포를 매각하는 방법 밖에 없다. 다만, 현재 일부 채권자가 동사 자가 점포 일부에 담보권을 설정한 것으로 알려져 있기 때문에, 자가 점포 매각은 사실상 홈플러스의 청산을 의미할 가능성이 높으며, 이러한 일이 발생할 가능성도 배제하기 어려운 것으로 판단된다. 해당 경우에는 이마트와 롯데마트의 반사수혜가 극적으로 확대될 가능성이 높다.

기업회생절차 개시 후 5개월만에 발표한 이번 15개점 폐점은 향후 약 3개 분기 동안 매분기 5개점씩 폐점이 진행될 가능성이 높아 보인다(폐점은 보통 폐점 3개월 전에 통보되는 것으로 알려짐). 만약, 홈플러스가 현재의 현금흐름 하에서, 추가로 임대 점포를 폐점하면서, 동사의 청산을 지연시킨다고 한다면, 연말연시에 추가 폐점 발표를 할 개연성이 있다. 물론, 동사 실적과 현금흐름의 계절성 때문에, 폐점 시기나 규모에 다소 차이가 발생할 수 있다. 하지만, 매각이 성사되지 않는다면, 점포 축소로 규모의 경제가 악화되면서 현금흐름이 더욱 악화될 수밖에 없기 때문에, 홈플러스의 점포 수 축소는 더욱 촉진될 가능성이 높다.

만약, 이런 상황들이 겹치게 된다면, 4분기부터 이마트의 실적 개선 모멘텀이 급격하게 올라올 수 있다. 추석 시점 차이와 전년동기 기저효과 등의 영향으로 4분기부터 기존점 성장률이 확대될 가능성이 높기 때문이다.

홈플러스 주요 재무지표 추이 (단위: 십억원)

구분	FY21/22 2022.02	FY22/23 2023.02	FY23/24 2024.02	FY24/25 2025.02
총차입금	5,500	5,193	5,313	5,468
리스부채	4,065	3,896	3,850	3,454
상환전환우선주	915	986	1,066	
조정총차입금	6,415	6,179	6,379	5,468
순차입금	5,254	5,085	5,104	5,329
순차입금-리스부채	1,188	1,189	1,254	1,875
자산총계	9,848	9,096	8,785	8,917
부채총계	8,559	8,225	8,520	7,431
자본총계	1,289	871	265	1,486
순매출액	6,481	6,601	6,932	6,992
판매비	2,201	2,315	2,377	2,472
(판매비율)	34%	35%	34%	35%
영업이익	-134	-260	-199	-314
EBITDA	334	221	272	154
EBITDA-리스부채 상환	48	-61	-16	-162
금융비용	386	391	457	555
당기순이익	-37	-446	-574	-676
홈플러스 기말 점포 수(점)	135	133	130	126

자료: 한국신용평가, 한국기업평가, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

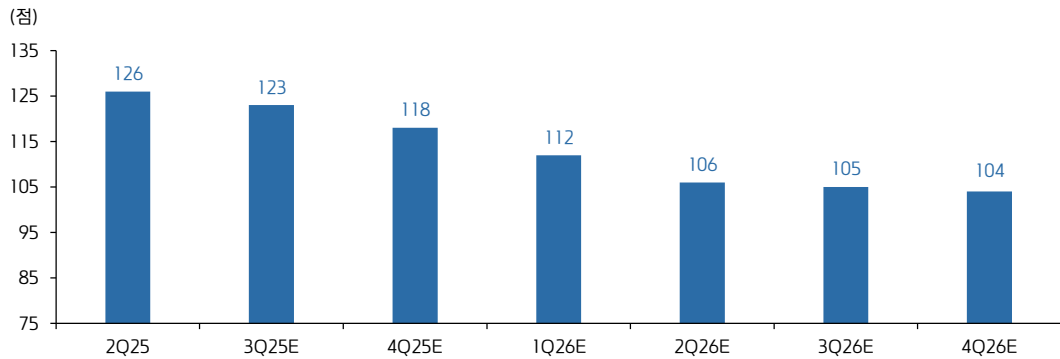
주: 1) 조정총차입금 = 총차입금 + 상환전환우선주

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

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

4) 홈플러스 감사인 한영회계법인은 계속기업가정에 대한 불확실성과 주요 감사절차의 제약을 근거로 FY24/25 감사보고서에 '의견거절' 을 표명

분기말 홈플러스 점포 수 추이 및 전망: 25년 8월 15개점 폐점 발표 반영



자료: 언론보도, 키움증권 리서치 추정

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 (7 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
	부천상동점	경기	25년 7월말 폐점. 신축 주상복합 건물은 30년에 준공 예정.	O
	내당점	대구	23년 8월 매각. 25년 8월 14일 폐점.	O
기존 폐점 확정 (7 점)	안산선부점	경기	25년 9월 1일 폐점 예정	X
	동대문점	서울	임대 기간 만료에 따라 26년 1월 폐점 예정	O
	동청주점	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
	부천소사점	경기	24년 5월 400억원대에 매각. 주택이나 오피스 등으로 개발 예정. 26년 7월 이후 폐점 가능성 언급되고 있음.	O
	순천풍덕점	전남	24년 9월 매각. 27년 상반기 폐점 이후 초고층 주상복합으로 개발 예정	O
	신내점	서울	25년 3월 이랜드건설에 520억원에 매각. 향후 임대주택으로 재개발 계획.	O
자금 압박으로 추가 폐점 발표 (15 점)	울산북구점	울산	25년 11월 16일 폐점 예정	X
	수원 원천점	경기	25년 11월 16일 폐점 예정	X
	동춘점	대구	25년 11월 16일 폐점 예정	X
	장림점	부산	25년 11월 16일 폐점 예정	X
	계산점	인천	25년 11월말 폐점 예정	X
	울산남구점	울산		X
	시흥점	서울		X
	가양점	서울		X
	일산점	경기		X
	안산고잔점	경기	구체적인 폐점 시기는 정해지지 않았으나, 26년 5월까지 순차 폐점 예정	X
	화성동탄점	경기		X
	천안신방점	충남		X
	문화점	대전		X
	전주완산점	전북		X
	부산 감만점	부산		X
재개발 가능성 언급 (1 점)	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		
	작전점	인천		
	조치원점	세종		

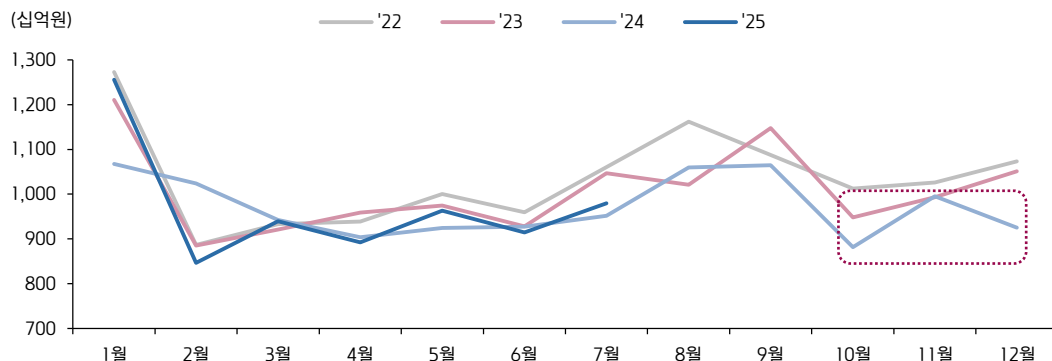
자료: 언론보도 및 웹사이트, 키움증권 리서치 정리

홈플러스 M&A 추진 세부 일정 요약

일자 / 기간	일정
25. 6. 17	M&A 및 매각주간사 선정 허가신청
25. 6. 24	매각전략 보고
25. 6. 25 ~ 7. 14	스토킹 호스 계약 준비
25. 7. 15	조건부 투자계약 체결
25. 7. 21	공개 경쟁입찰 매각공고
25. 7. 22 ~ 8. 11	공개 경쟁입찰 인수의향서(LOI) 접수
25. 8. 12 ~ 9. 2	공개 경쟁입찰 예비심사
25. 9. 5	공개 경쟁입찰 입찰서류 접수
25. 9. 12	공개 경쟁입찰 최고득점자 선정
25. 9. 15 ~ 19	스토킹 호스 우선매수권 행사기간
25. 9. 22	최종 인수예정자 결정
25. 10. 17	화생계획안 제출
25. 11. 7	관계인집회

자료: 언론보도 인용, 키움증권 리서치

이마트 월별 총매출액 추이



자료: 이마트

>>> 인바운드 증가 긍정적

올리브영, 백화점 수혜 전망

K-콘텐츠의 전 세계적인 인기와 한국 문화에 대한 관심 확대가 방한 외국인 관광객의 증가로 이어지면서, 유통 업체들의 수혜가 지속될 것으로 기대된다. 올해 1분기 외래관광객 조사에 따르면, 전체 응답자의 40% 이상이 한류 콘텐츠를 접하고 나서 한국여행에 관심을 가졌고, 전체 응답자의 55~60%가 쇼핑을 계획하고 있다고 답변하였다. 특히, 최근 들어 한류 콘텐츠의 인기가 확대되면서, 올해 상반기 외국인 관광객 수는 YoY +15% 증가한 상황이고, 올해 9/29부터 내년 6/30까지 중국 단체관광객 무비자 입국이 한시적으로 허용될 예정이기 때문에, 올해 10월부터 인바운드 증가 속도가 더욱 빨라질 수 있다.

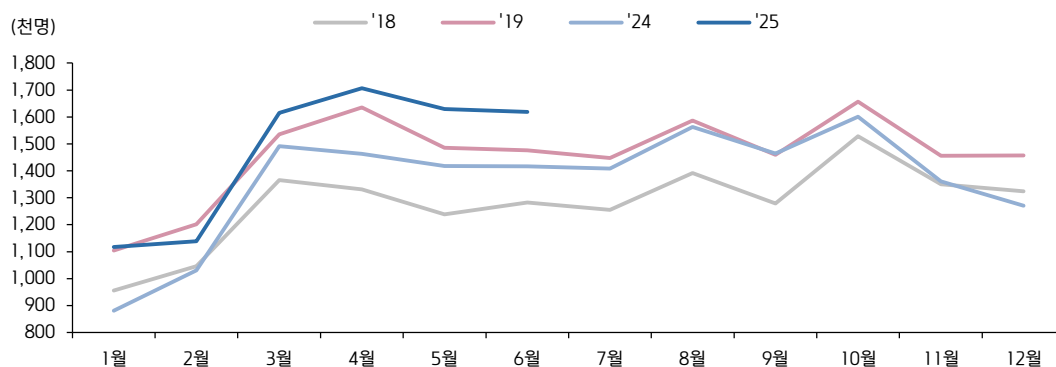
올리브영은 이미 방한 외국인 관광객 증가의 수혜를 톡톡히 보고 있는 상황이다. 특히, K-뷰티가 전 세계적인 인기를 얻으면서, 수혜 강도가 다른 채널 대비 강하게 나타나고 있다. 실제 동사의 2분기 인바운드 매출은 YoY +60% 이상, QoQ +50% 이상 증가하며, 전사 매출 내 차지하는 비중이 20% 수준까지 확대된 것으로 판단된다.

전체 입국자에서 관광 목적으로 한국을 찾는 사람들의 비중은 대략 70% 내외로 추정되기 때문에, 실제 관광객 수 증가율은 입국자 수 증가율 대비 높을 수밖에 없다. 게다가, 올리브영의 외국인 객단가는 내국인 대비 3배 가까이 높은 수준으로 추산되기 때문에, 트래픽 증가에 따른 매출 증가가 강하게 나타날 수밖에 없다.

백화점 업체들도 인바운드 수혜가 확대될 전망이다. 최근 백화점 매출에서 외국인이 차지하는 비중이 5% 수준으로 확대되었기 때문이다. 명동과 같은 전통적인 상권 외에도, 여의도, 강남 등을 방문하는 외국인이 증가하면서, 백화점의 외국인 매출이 급격하게 증가하고 있기 때문이다. 특히, 현대백화점은 더현대 서울과 무역센터점을 중심으로 외국인 매출 비중을 확대해 나가고 있으며, 2분기 전사 외국인 매출 성장률 +20%, 객단가 20만원 수준을 기록하였다.

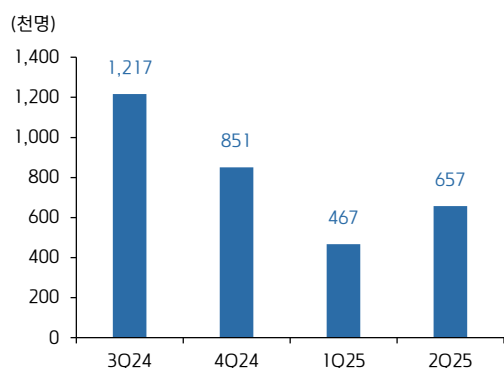
면세점 업체들도 인천 면세점 매출 성장률이 인천공항 트래픽 성장률을 아웃퍼폼하면서, 실적 개선의 기반을 마련해 나가고 있다. 신세계와 신라는 임차료 부담으로 여전히 영업적자를 면하기 어려운 상황으로 추산되나, 향후 임차료 협상과 객단가 상승을 통해, 적자 축소 흐름은 가능할 전망이다. 현대백화점면세점은 하반기에 시내점 효율화와 공항점 흑자 확대가 동시에 반영되기 때문에, 안정적인 이익 증가가 기대된다.

한국의 전체 입국자 수 추이



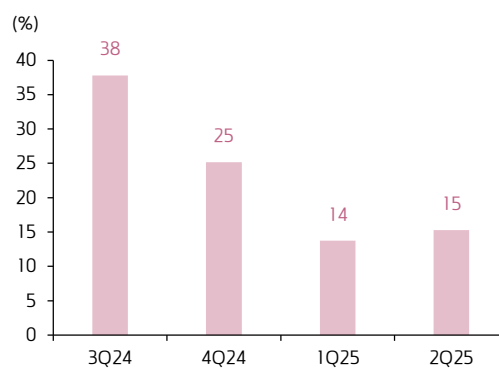
자료: 관광지식정보시스템

한국의 전체 입국자 수 YoY 증감



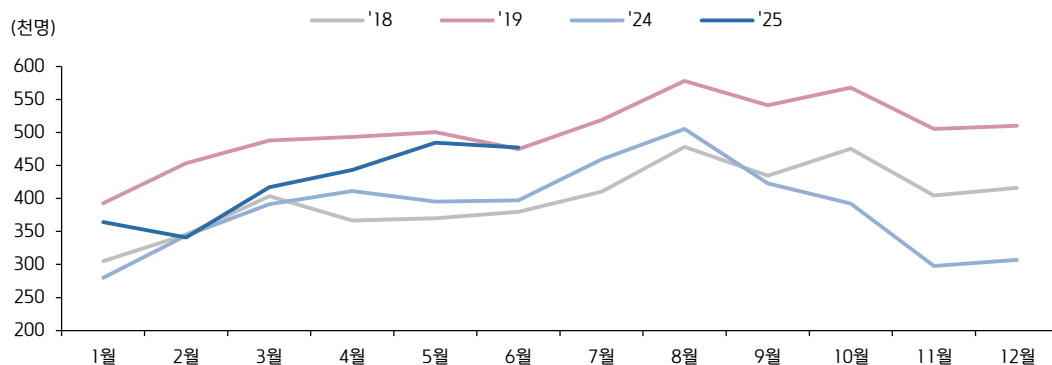
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

한국의 전체 입국자 수 YoY 증감률



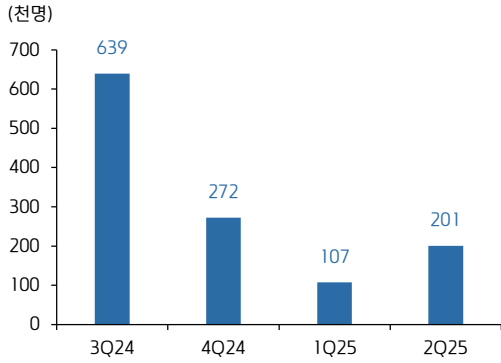
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

한국의 중국인 입국자 수 추이



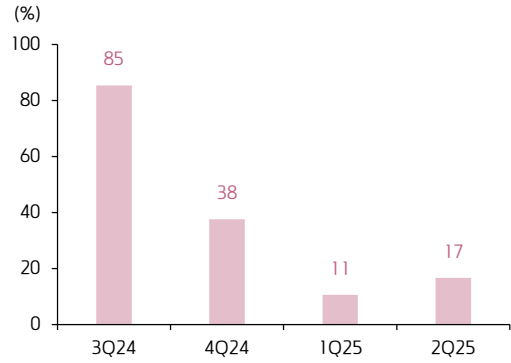
자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 YoY 증감



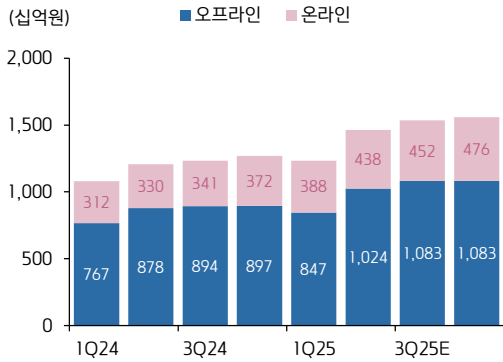
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

한국의 중국인 입국자 수 YoY 증감률



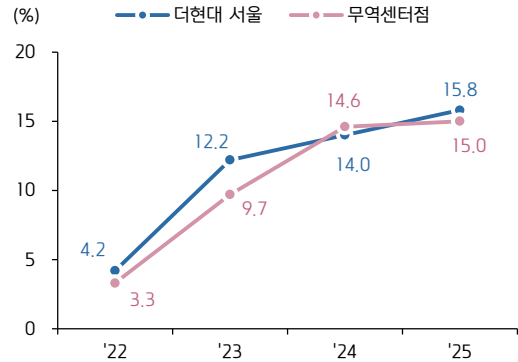
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

올리브영 매출액 추이 및 전망



자료: CJ, 키움증권 리서치

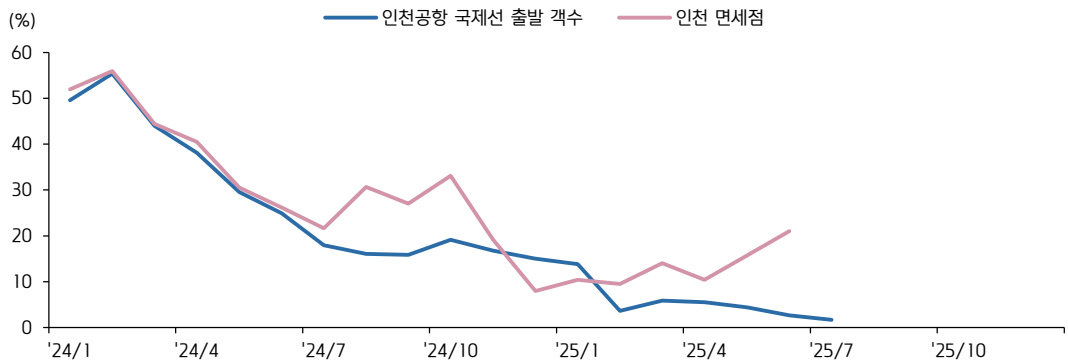
현대백화점 외국인 매출 비중 추이



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

주: 1) '25년: 더현대 서울은 1~7월, 무역센터점은 1~5월 매출 기준

인천공항 국제선 출발 객수 vs 인천 면세점 매출 YoY 증감률 추이



자료: 인천국제공항공사, 한국면세점협회, 키움증권 리서치

>>> 기업별 2Q25 실적리뷰

1) BGF리테일/GS리테일

BGF리테일의 2분기 연결기준 영업이익은 694억원(-9% YoY)으로 낮아진 시장 기대치에 부합하였다. 2분기 편의점 동일점 성장률은 -2.1%를 기록하였다(담배 제외 -3.0%). 월별 동일점 성장률은 4월 -2.8%, 5월 -1.6%, 6월 -2.1%로 분기 내내 부진한 흐름이었다. 2분기는 소비심리 부진, 가공식품 가격 인상에 따른 소비자 가격 저항 심화, 전년동기 대비 부진한 일기 영향 등으로 인해, 동일점 매출이 전년동기 대비 감소한 것으로 판단된다. 연간 점포 순증 가이던스도 효율성이 떨어지는 소형 점포 폐점 확대를 감안하여, 기존 700점에서 300점으로 하향 조정하였다.

한편, 7월은 민생회복 소비쿠폰 지급(7/21~) 이후, 동일점 매출이 가파르게 회복하고 있는 상황이다. 따라서, 하반기에는 상기 효과와 소비심리 회복이 겹치면서, 편의점 동일점 성장률이 반등할 전망이다. 특히, 3분기는 위의 효과가 집중되고, 전년동기 부진한 일기에 따른 기저효과가 반영되면서, 동일점 성장률이 +2% 내외로 반등할 전망이다.

GS리테일의 2분기 연결기준 영업이익은 845억원(+2% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 전반적인 매출 부진 불구, 고정비 증가 속도 둔화, 개발 사업 일회성 이익 반영(대손충당금 환입 약 20억 중반), 인도네시아 슈퍼 및 농산물 전처리 사업의 중단사업 분류(적자 -13억) 등에 기인한다. 한편, 2분기 연결기준 지배주주순이익은 153억원(-74% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 양호한 영업이익에도 불구하고, 환율 하락 및 투자대상 자산 가치 하락에 따른 평가손실이 영업외손익에서 발생하였기 때문이다.

2분기 동일점 성장률은 편의점 +0.1%(담배 제외 -0.8%), 슈퍼 -2% 내외를 기록하였다. 소비심리 부진, 가격 인상 지속에 따른 소비자 가격 저항 심화, 전년동기 대비 부진한 일기 영향 등에 기인한 것으로 판단된다. 홈쇼핑도 업황 부진이 지속되면서, 취급액이 전년동기 대비 -5% 감소하였다. 연간 편의점 점포 순증 가이던스는 250~300점을 유지하였으나, 상반기 점포 순감이 -138점이었기 때문에, 가이던스 달성 가시성은 높지 않을 것 같다. 한편, 슈퍼는 점포 순증 가이던스 70점 달성에는 무리가 없을 듯 하나, 기존점 매출이 지속 감소하고 있는 점은 우려스러운 부분이다.

하지만, 편의점은 7월 민생회복 소비쿠폰 지급(7/21~) 이후, 동일점 매출 성장률이 +5% 수준으로 빠르게 반등하고 있다. 따라서, 하반기에는 상기 효과와 소비심리 회복이 겹치면서, 편의점 동일점 성장률이 반등할 전망이다. 특히, 3분기는 위의 효과가 집중되고, 전년동기 부진한 일기에 따른 기저효과가 반영되면서, 동일점 성장률이 +3% 내외로 반등할 전망이다.

다만, BGF리테일과 GS리테일 모두 **중기적으로는 경쟁 환경 변화에 따른 영향이 중요**할 것으로 판단된다. 근거리 상권에서 무인 점포, 다이소 등의 경쟁 업체의 집객력과 점유율이 상승하는 가운데, 편의점 내 주력 경쟁사의 순감 속도가 빨라지면서, 긍정적 영향과 부정적 영향이 혼재한 상황이기 때문이다.

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,953.8	2,202.9	2,325.6	2,216.5	2,016.5	2,290.1	2,416.6	2,260.3	8,698.8	8,983.5	9,201.6
(YoY)	5.6%	5.0%	5.4%	8.6%	3.2%	4.0%	3.9%	2.0%	6.2%	3.3%	2.4%
별도기준	1,950.0	2,174.3	2,290.8	2,177.1	1,975.3	2,238.3	2,381.7	2,220.9	8,592.1	8,816.3	9,034.5
(YoY)	6.1%	4.4%	4.7%	7.6%	1.3%	2.9%	4.0%	2.0%	5.7%	2.6%	2.5%
매출총이익	361.1	416.1	440.2	408.3	369.6	429.4	464.5	414.5	1,625.7	1,678.0	1,731.9
(GPM)	18.5%	18.9%	18.9%	18.4%	18.3%	18.8%	19.2%	18.3%	18.7%	18.7%	18.8%
별도기준	353.3	406.2	428.1	392.0	354.3	410.6	452.4	398.1	1,579.6	1,615.5	1,669.3
(GPM)	18.1%	18.7%	18.7%	18.0%	17.9%	18.3%	19.0%	17.9%	18.4%	18.3%	18.5%
판매비	328.5	339.9	349.0	356.7	347.0	360.0	362.4	357.5	1,374.1	1,426.8	1,475.0
(YoY)	10.2%	6.6%	6.0%	10.3%	5.6%	5.9%	3.8%	0.2%	8.2%	3.8%	3.4%
(판매비율)	16.8%	15.4%	15.0%	16.1%	17.2%	15.7%	15.0%	15.8%	15.8%	15.9%	16.0%
별도기준	319.9	336.8	345.7	346.8	331.1	350.4	359.0	347.6	1,349.2	1,388.1	1,436.3
(YoY)	10.7%	6.7%	6.2%	8.6%	3.5%	4.0%	3.9%	0.2%	8.0%	2.9%	3.5%
(판매비율)	16.4%	15.5%	15.1%	15.9%	16.8%	15.7%	15.1%	15.6%	15.7%	15.7%	15.9%
영업이익	32.6	76.2	91.2	51.6	22.6	69.4	102.2	57.0	251.6	251.2	256.9
(YoY)	-11.8%	-2.4%	4.8%	1.1%	-30.7%	-8.9%	12.1%	10.4%	-0.6%	-0.2%	2.3%
(OPM)	1.7%	3.5%	3.9%	2.3%	1.1%	3.0%	4.2%	2.5%	2.9%	2.8%	2.8%
별도기준	33.4	69.4	82.4	45.2	23.2	60.2	93.4	50.6	230.4	227.4	233.0
(YoY)	-16.0%	-2.8%	2.0%	-8.5%	-30.6%	-13.3%	13.4%	11.9%	-4.5%	-1.3%	2.5%
(OPM)	1.7%	3.2%	3.6%	2.1%	1.2%	2.7%	3.9%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%
세전이익	30.9	73.9	89.1	51.4	17.3	66.8	103.3	61.4	245.3	248.8	255.5
순이익	23.4	58.5	69.9	43.5	13.4	52.8	78.3	46.7	195.2	191.2	193.7
(지배)순이익	23.4	58.5	69.9	43.5	13.4	52.8	78.3	46.7	195.2	191.2	193.7
(YoY)	-15.5%	-1.7%	-0.2%	12.6%	-42.9%	-9.7%	12.1%	7.4%	-0.3%	-2.1%	1.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,693	2,930	3,055	2,934	2,755	2,981	3,106	2,947	11,627	11,789	12,109
(YoY)	0.7%	4.2%	3.7%	8.6%	2.3%	1.7%	1.7%	0.4%	4.4%	1.4%	2.7%
편의점	1,968	2,194	2,307	2,197	2,012	2,226	2,342	2,195	8,666	8,774	9,041
(YoY)	5.4%	4.9%	3.9%	6.3%	2.2%	1.5%	1.5%	-0.1%	5.1%	1.2%	3.0%
수퍼	381	394	424	410	416	427	454	436	1,608	1,733	1,813
(YoY)	11.6%	10.3%	8.5%	14.2%	9.2%	8.3%	7.3%	6.5%	11.1%	7.8%	4.6%
홈쇼핑	276	273	251	252	258	257	238	244	1,052	997	967
(YoY)	-4.8%	-4.5%	-3.4%	-14.7%	-6.7%	-6.0%	-5.0%	-3.0%	-7.0%	-5.2%	-3.0%
개발	10	10	8	8	9	8	8	8	36	33	32
공통 및 기타	58	59	65	68	60	63	64	64	250	251	256
영업이익	52	83	81	28	40	85	97	49	239	271	278
(YoY)	-17.4%	-7.1%	-24.1%	-15.4%	-22.8%	1.7%	19.8%	78.3%	-18.1%	13.3%	2.5%
(OPM)	1.9%	2.8%	2.6%	0.9%	1.5%	2.8%	3.1%	1.7%	2.1%	2.3%	2.3%
편의점	26	65	73	31	17	59	73	29	195	179	192
(YoY)	15.9%	-0.5%	-6.5%	-41.8%	-34.6%	-9.1%	0.2%	-3.7%	-10.9%	-8.2%	7.5%
(OPM)	1.3%	3.0%	3.2%	1.4%	0.9%	2.7%	3.1%	1.3%	2.2%	2.0%	2.1%
수퍼	10	7	14	1	8	5	13	1	32	27	27
(OPM)	2.6%	1.6%	3.3%	0.3%	1.9%	1.3%	2.8%	0.2%	2.0%	1.5%	1.5%
홈쇼핑	33	27	19	29	22	25	17	27	107	91	84
(OPM)	11.9%	10.0%	7.4%	11.3%	8.7%	9.8%	7.3%	10.9%	10.2%	9.2%	8.7%
개발	-1	-3	-9	-23	0	2	-1	-1	-35	1	-2
공통 및 기타	-16	-13	-16	-9	-7	-7	-6	-7	-54	-27	-23
세전이익	41	65	-45	-44	14	17	94	46	11	172	182
순이익	39	64	-63	-30	5	14	71	34	10	124	138
(지배)순이익	36	60	-61	-32	7	15	72	35	3	129	142
(YoY)	114.6%	14.2%	적전	적지	-81.1%	-74.4%	흑전	흑전	-85.6%	4959%	10.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 현대백화점/신세계

현대백화점의 2분기 연결기준 영업이익은 869억원(+103% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 전 사업부의 수익성이 기대치 대비 모두 양호한 모습을 보이며, 시장 컨센서스를 상회한 것으로 판단된다.

백화점은 내수 소비심리 부진의 영향으로 2분기 기존점 성장률은 -0.3%를 기록하였다. 다만, **7월 기존점 성장률은 +6%로 강하게 반등**하고 있다. 전년동월 기저효과도 있지만, 최근 소비심리 반등과 민생회복 소비쿠폰 지급 효과의 간접적 영향으로 매출이 반등하고 있는 것으로 판단된다. **면세점**은 2분기 일매출이 1분기와 유사한 수준을 기록하였으나, 영업적자는 전분기 대비 소폭 축소(+6억원 QoQ)되었다. 달러 약세에 따른 스프레드 악화와 동대문점 철수 관련 비용 17억원 반영에도 불구하고, 시내점 할인을 축소와 공항점의 안정적 실적에 힘입어, 이익이 전분기 대비 소폭 개선된 것으로 판단된다. **지누스**는 2분기에도 “반덤핑 무효 소송 승소에 따른 총당금 환입액(199억원)”이 발생하면서, 1분기와 유사한 영업이익을 시현하였다.

백화점은 내수 소비심리가 개선되고, 정부의 부양 정책이 강화되면서, 매출과 이익이 본격적으로 회복될 전망이다. 특히, 동사는 경쟁사 대비 패션 장르에서 강점을 보이고 있기 때문에(7월 패션 장르 매출 +한 자릿수 중반 성장), 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 상대적으로 돋보일 것으로 전망된다.

면세점도 시내점의 경쟁강도가 완화되는 가운데, 동대문점 영업 종료 이후 점포 효율화 효과가 본격화되면서, 3분기부터 흑자전환 할 것으로 전망된다. 특히, 동사는 경쟁사와 달리 공항점에서 안정적인 수익 구조를 보유하고 있기 때문에, 안정적인 실적 개선이 가능할 것으로 전망된다.

신세계의 2분기 연결기준 영업이익은 753억원(-36% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 전 사업부의 수익성이 전반적으로 당사 기대치를 소폭 하회하였다. **백화점**의 2분기 기존점 성장률은 +2.3% (관리기준)를 기록하였다. 명품(+4%), 생활(+6%) 장르가 상대적으로 양호한 가운데, 패션 장르는 전반적으로 부진한 매출 흐름을 보였다. 영업이익률은 상품 믹스 악화, 감가상각비 및 부동산세 증가 부담으로 인해 전년동기 대비 하락하였다. **면세점**은 시내점 할인을 축소에도 불구하고, 공항점 임차료 부담이 지속되면서 분기 영업적자가 지속되었다. **신세계인터내셔널(SI)**은 패션 장르 부진, **신세계까사**는 입주 물량 감소 등의 영향으로 부진한 실적을 기록하였다.

2분기 실적 부진에도 불구하고, **하반기에는 백화점을 중심으로 매출이 반등할 것으로 기대**된다. 강남점, 본점 리뉴얼로 경쟁사 대비 고정비 증가 부담이 높은 편이나, 소비심리 회복에 따른 기존점 매출 회복, 통상임금 관련 일회성 비용 반영에 따른 기저효과 등으로 인해, 하반기 영업이익은 전년대비 증가할 것으로 판단된다. **면세점**도 인천공항 T2 아시아나 입점 예정 구역에 대한 임차료 감면 효과가 지속되면서, 전년동기 대비 이익 개선이 가능할 것으로 기대된다.

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	2,432	2,279	2,244	3,106	2,555	2,474	2,213	3,029	10,061	10,271	10,150
(YoY)	2.8%	-8.6%	-4.5%	6.2%	5.0%	8.6%	-1.4%	-2.5%	-0.7%	2.1%	-1.2%
순매출액	952	1,024	1,037	1,175	1,098	1,080	1,072	1,177	4,188	4,427	4,411
(YoY)	-13.3%	5.5%	3.2%	3.5%	15.4%	5.5%	3.4%	0.1%	-0.5%	5.7%	-0.4%
백화점	594	612	568	661	589	590	565	663	2,435	2,408	2,425
(YoY)	3.6%	3.0%	-2.1%	0.8%	-0.8%	-3.6%	-0.5%	0.4%	1.3%	-1.1%	0.7%
(기존점 성장률)	7.6%	3.0%	-2.1%	-0.2%	1.0%	-0.3%	3.0%	3.5%	2.0%	1.8%	1.5%
면세점	240	240	228	263	294	294	269	263	972	1,119	1,059
(YoY)	-27.6%	23.8%	-3.9%	12.2%	22.0%	22.0%	18.0%	-0.1%	-2.6%	15.1%	-5.3%
지누스	152	206	273	289	250	230	270	288	920	1,038	1,064
(YoY)	-33.5%	-6.0%	23.2%	2.4%	64.2%	11.3%	-1.1%	-0.2%	-3.4%	12.7%	2.6%
기타 및 연결조정	-35	-35	-33	-38	-34	-33	-33	-38	-140	-137	-137
영업이익	69	43	65	108	112	87	82	140	284	421	417
(YoY)	-11.6%	-23.0%	-12.7%	12.2%	63.3%	102.9%	26.3%	30.1%	-6.4%	48.3%	-1.0%
(OPM)	2.8%	1.9%	2.9%	3.5%	4.4%	3.5%	3.7%	4.6%	2.8%	4.1%	4.1%
백화점	103	71	71	114	97	69	77	131	359	374	382
(OPM)	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.6%	4.1%	4.6%	6.8%	5.0%	5.3%	5.3%
면세점	-5	-4	-8	-12	-2	-1	2	2	-29	1	14
(OPM)	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.5%	-1.4%	0.0%	0.8%
지누스	-19	-14	12	16	28	29	13	17	-5	86	61
(OPM)	-10.7%	-6.1%	3.7%	4.9%	10.1%	11.5%	4.4%	5.3%	-0.5%	7.6%	5.2%
기타 및 연결조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	94	-192	45	60	121	78	69	122	6	390	388
순이익	71	-145	28	46	88	55	53	93	-1	289	296
(지배)순이익	68	-145	21	20	68	45	39	69	-36	220	226
(YoY)	20.7%	적전	-60.9%	흑전	-0.6%	흑전	81.5%	244.3%	적지	흑전	2.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	2,819	2,782	2,709	3,187	2,878	2,896	2,842	3,242	11,497	11,858	11,990
(YoY)	5.4%	1.8%	4.0%	2.1%	2.1%	4.1%	4.9%	1.7%	3.3%	3.1%	1.1%
백화점	1,801	1,746	1,688	2,008	1,792	1,747	1,730	2,068	7,244	7,337	7,428
(YoY)	7.9%	2.6%	2.1%	-1.1%	-0.5%	0.0%	2.5%	3.0%	2.7%	1.3%	1.2%
신세계 DF	561	563	570	632	637	651	649	628	2,326	2,565	2,577
(YoY)	-1.6%	-0.1%	14.2%	13.8%	13.7%	15.5%	13.9%	-0.6%	6.3%	10.3%	0.5%
순매출액	1,605	1,604	1,540	1,821	1,666	1,694	1,668	1,840	6,570	6,867	6,957
(YoY)	2.6%	1.8%	2.8%	5.9%	3.8%	5.6%	8.3%	1.0%	3.4%	4.5%	1.3%
백화점	664	642	616	718	655	642	631	740	2,640	2,668	2,702
신세계인터	309	321	296	382	304	301	306	379	1,309	1,289	1,353
신세계 DF	487	492	472	555	562	574	572	554	2,006	2,262	2,272
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	-7	15	-6	1	-29	3	-23
영업이익	163	117	93	104	132	75	98	173	477	479	494
(YoY)	6.9%	-21.5%	-29.5%	-49.7%	-18.8%	-35.9%	5.7%	66.7%	-25.4%	0.3%	3.2%
(OPM)	5.8%	4.2%	3.4%	3.3%	4.6%	2.6%	3.5%	5.3%	4.1%	4.0%	4.1%
백화점	114	82	88	122	108	71	79	143	406	400	415
(OPM)	6.3%	4.7%	5.2%	6.1%	6.0%	4.1%	4.6%	6.9%	5.6%	5.5%	5.6%
신세계인터	11	13	2	0	5	-2	0	13	37	15	16
신세계 DF	7	9	-16	-36	-2	-2	0	0	-36	-4	-2
(OPM)	1.3%	1.5%	-2.8%	-5.6%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.1%	-1.5%	-0.2%	-0.1%
신세계까사	1	-1	0	0	0	-2	-2	-2	1	-5	-7
센트럴시티	26	11	26	23	22	10	26	24	86	82	82
기타 및 연결조정	4	3	-7	-6	0	0	-5	-6	-16	-11	-11
세전이익	155	74	51	-85	105	12	57	133	195	307	330
순이익	130	58	37	-38	77	8	43	101	187	230	250
(지배)순이익	103	37	21	-53	58	-2	29	76	108	160	177
(YoY)	-3.3%	-35.2%	-51.4%	적전	-44.1%	적전	36.8%	흑전	-52.1%	48.6%	10.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 롯데쇼핑/이마트

롯데쇼핑의 2분기 연결기준 영업이익은 406억원(-28% YoY)으로 당사 기대치에 부합하였다(시장 기대치 대비는 하회).

해외 사업의 실적 흐름이 견조한 가운데, 감가상각비 등 비용 절감과 매출 회복으로 국내 백화점/이커머스/하이마트의 영업이익은 전년동기 대비 개선되었으나, 내수 소비심리 부진에 따른 전반적인 국내 매출 부진, e그로서리 영업적자 확대(-160억, 국내 할인점 부문 반영), 영화관 매출 부진(컬처웍스) 등의 영향으로 인해, 전사 영업이익은 전년동기 대비 감소하였다.

내수 소비심리 반등으로 **7월부터 국내 백화점 업황이 개선되고** 있기 때문에, 3분기 기존점 성장률은 전분기 대비 무난하게 반등할 전망이다(3Q25E 기존점 성장률 +3%). 특히, 수익성이 높은 패션 장르의 매출 회복이 나타나고 있고, 감가상각비 축소로 고정비도 절감되기 때문에, 하반기 국내 백화점 사업의 이익 개선 강도는 상반기 대비 개선될 전망이다.

해외 사업은 웨스트레이크 하노이점의 고성장, 주요 점포의 리뉴얼 효과 등에 힘입어, 상반기 실적 호조 흐름이 하반기에도 이어질 전망이다. 다만, **할인점**은 e그로서리 투자 확대에 의한 고정비 증가 부담으로 인해, 감가상각비 등 고정비 축소 효과가 상쇄될 것으로 추산된다.

이마트의 2분기 연결기준 영업이익은 216억원으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 별도 실적 및 미국 법인(PKRH) 손익 개선과 신세기건설 적자 축소에도 불구하고, 쓱닷컴과 G마켓의 영업적자가 예상 보다 크게 확대되면서, 시장 기대치를 하회한 것으로 판단된다.

2분기 별도기준 영업이익은 156억원으로 전년동기 대비 +366억원 개선되었다. 트레이더스 기존점 매출 호조(+3.1%)와 통합 매입을 통한 할인점 수익성 개선 덕분이다.

쓱닷컴/G마켓의 실적 부진을 감안하여, 전사 실적 전망치는 하향 조정한다. 동사 이커머스 사업은 최근 배송 품질 이슈, 상품 믹스 악화 등의 영향으로 인해, 단기적으로 실적 변동성이 확대될 수 있는 상황이다.

다만, **내수 소비심리 반등, 할인점 주력 경쟁사의 영업력 약화에 따른 반사수혜, 통합 매입 효과 등 기존 투자포인트는 여전히 유효한 것으로** 판단된다. 할인점과 트레이더스는 민생회복 소비쿠폰 사용처에서 제외되었음에도 불구하고, 비교적 양호한 7월 매출 흐름을 보여주었고(기존점 성장률: 할인점 +1.8%, 트레이더스 +6.2%), 7월 경쟁사 폐점에 따른 매출 성과가 개별 점포레벨에서 나타나기 시작하였으며, 2분기에도 통합 매입에 따른 수익성 개선 효과가 확인되었기 때문이다. 특히, 홈플러스가 자금 압박을 받으면서 최근 15개점 폐점을 발표하고, 9~10월 이후 M&A 성사 여부에 따라 추가 점포 폐점 등의 가능성이 재차 부각될 수 있다. **만약 유의미한 점포 구조조정이 진행된다면, 경쟁사들의 반사수혜가 확대되면서, 내년 할인점 기존점 성장률이 상향 조정될 수 있다.**

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	4,953	4,873	4,919	5,078	4,891	4,759	4,897	5,270	19,823	19,818	20,253
(YoY)	-0.7%	-4.0%	-4.0%	-3.5%	-1.3%	-2.3%	-0.4%	3.8%	-3.1%	0.0%	2.2%
백화점	2,092	2,104	1,932	2,325	2,069	2,038	1,966	2,407	8,453	8,480	8,610
국내	2,063	2,076	1,906	2,293	2,038	2,008	1,937	2,373	8,337	8,356	8,480
해외	29	28	26	33	31	30	29	34	116	124	130
할인점	1,618	1,468	1,584	1,490	1,621	1,442	1,561	1,574	6,160	6,198	6,418
국내	1,190	1,116	1,237	1,121	1,152	1,092	1,192	1,181	4,663	4,618	4,742
해외	428	352	347	370	469	350	369	393	1,497	1,581	1,675
이커머스	30	28	27	35	28	27	26	34	120	114	114
슈퍼	341	342	347	315	317	320	335	309	1,344	1,281	1,293
하이마트	537	604	702	573	553	620	711	582	2,357	2,383	2,446
홈쇼핑	232	236	212	259	230	234	210	256	939	930	930
컬처웍스	115	114	131	92	86	92	104	119	452	402	410
기타 및 연결조정	-11	-21	-15	-11	-13	-14	-15	-11	0	30	32
순매출액	3,513	3,428	3,568	3,477	3,457	3,350	3,533	3,611	13,987	13,950	14,292
(YoY)	-1.4%	-5.4%	-4.6%	-4.3%	-1.6%	-2.3%	-1.0%	3.9%	-3.9%	-0.3%	2.4%
영업이익	115	56	155	147	148	41	150	242	473	581	610
(YoY)	2.1%	8.9%	9.1%	-27.3%	29.0%	-27.6%	-3.1%	64.2%	-6.9%	22.7%	5.0%
(OPM)	3.3%	1.6%	4.3%	4.2%	4.3%	1.2%	4.3%	6.7%	3.4%	4.2%	4.3%
백화점	90	59	71	180	130	65	88	230	400	514	528
(YoY)	-31.7%	-9.0%	-8.1%	-15.4%	44.0%	10.4%	24.9%	28.0%	-17.8%	28.4%	2.9%
(OPM)	11.5%	7.3%	9.7%	20.5%	16.8%	8.3%	11.9%	25.3%	12.0%	15.4%	15.6%
국내	92	60	73	181	128	63	86	225	406	502	512
해외	-2	-1	-3	-1	2	2	3	5	-6	12	17
할인점	43	-16	45	-7	28	-39	30	12	65	31	38
국내	25	-26	35	-18	7	-48	18	0	17	-23	-22
해외	18	10	10	11	21	9	12	13	48	55	60
이커머스	-22	-20	-19	-7	-9	-8	-8	-8	-69	-34	-34
슈퍼	12	13	12	-8	3	3	6	-4	29	8	9
하이마트	-16	3	31	-16	-11	10	27	-3	2	23	27
홈쇼핑	10	16	10	14	12	12	8	12	50	44	40
컬처웍스	1	6	9	-16	-10	-6	4	-5	0	-18	-12
기타 및 연결조정	-3	-5	-4	7	5	4	-4	7	-4	12	12
세전이익	83	-73	29	-1,060	45	-24	64	208	-1,021	293	354
순이익	73	-80	7	-994	18	-10	49	157	-994	214	269
(지배)순이익	78	-91	0	-955	16	-20	38	153	-968	187	244
(YoY)	38.4%	적전	적전	적지	-79.2%	적지	흑전	흑전	적전	흑전	30.5%
기준점 성장률											
국내 백화점	3.5%	0.9%	-0.1%	-0.1%	1.0%	0.5%	3.0%	3.5%	1.0%	2.0%	1.5%
국내 할인점	4.7%	-3.9%	-4.6%	1.0%	0.0%	2.0%	-2.0%	4.0%	-0.8%	0.9%	2.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액											
별도기준	4,203	3,839	4,673	4,253	4,269	3,928	4,770	4,557	16,967	18,243	18,806
(YoY)	2.3%	-2.5%	5.3%	4.7%	1.6%	2.3%	2.1%	7.2%	2.5%	7.5%	3.1%
할인점	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,770	3,066	3,004	11,667	11,882	12,268
트레이더스	916	833	965	836	967	900	1,062	928	3,550	3,857	4,020
전문점	254	251	262	253	260	258	265	253	1,020	1,036	1,036
에브리데이			370	362	356	362	377	372	731	1,468	1,483
순매출액	7,207	7,056	7,508	7,250	7,219	7,039	6,977	6,952	29,021	28,187	27,961
(YoY)	1.0%	-3.0%	-2.6%	-1.4%	0.2%	-0.2%	-7.1%	-4.1%	-1.5%	-2.9%	-0.8%
별도기준	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,971	4,031	3,811	15,570	16,072	15,840
연결-별도	3,358	3,550	3,193	3,349	2,960	3,069	2,946	3,142	13,451	12,116	12,120
쓱닷컴	413	395	391	376	357	350	340	350	1,576	1,397	1,429
G마켓글로벌	255	253	226	228	201	181			961	382	
SCK 컴퍼니	735	760	788	818	762	796	835	867	3,100	3,260	3,455
(YoY)	7.6%	7.5%	3.8%	4.8%	3.7%	4.7%	6.0%	6.0%	5.8%	5.1%	6.0%
이마트 24	511	565	568	519	466	532	540	507	2,163	2,045	2,166
기타 및 연결조정	1,444	1,577	1,222	1,408	1,175	1,209	1,231	1,418	5,651	5,033	5,071
영업이익	47	-35	112	-77	159	22	183	131	47	494	615
(YoY)	245.0%	적지	43.4%	적지	238.2%	흑전	63.6%	흑전	흑전	949.3%	24.4%
(OPM)	0.7%	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.3%	2.6%	1.9%	0.2%	1.8%	2.2%
별도기준	93	-21	123	-73	133	16	135	88	122	373	409
(OPM)	2.2%	-0.5%	2.6%	-1.7%	3.1%	0.4%	2.8%	1.9%	0.7%	2.0%	2.2%
할인점	51	-55	71	-87	78	-34	72	45	-20	160	190
트레이더스	31	22	34	5	42	31	46	30	93	149	163
전문점	11	11	11	6	7	13	11	8	38	38	38
에브리데이	4	4	6	2	6	5	7	4	8	22	15
쓱닷컴	-14	-17	-17	-25	-18	-31	-28	-30	-73	-107	-102
G마켓글로벌	-9	-8	-18	-33	-12	-30			-67	-42	
SCK 컴퍼니	33	43	66	49	35	40	69	64	191	208	227
(OPM)	4.5%	5.7%	8.4%	5.9%	4.6%	5.1%	8.2%	7.4%	6.2%	6.4%	6.6%
이마트 24	-13	-3	0	-14	-10	-4	-1	-11	-30	-26	-21
PPA 상각비	-40	-40	-40	-40	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-62
기타 및 연결조정	-4	10	-3	60	47	47	23	34	63	151	165
영업외손익	-14	-99	6	-545	-40	-48	-87	-87	-653	-262	-270
이자수익-이자비용	-89	-95	-92	-90	-101	-99	-98	-97	-365	-394	-384
지분법손익	5	4	8	7	11	6	-1	-2	23	13	-5
기타	70	-8	90	-462	49	46	12	12	-310	119	119
세전이익	33	-134	118	-622	119	-26	96	44	-605	232	344
순이익	29	-112	105	-596	84	-31	72	34	-573	159	261
(지배)순이익	28	-146	121	-592	71	-52	68	33	-590	120	253
(YoY)	146.1%	적지	192.4%	적지	157.3%	적지	-43.2%	흑전	적지	흑전	111.4%
기존점 성장률											
이마트	1.4%	-3.0%	-2.9%	-4.1%	-0.6%	-0.9%	-1.5%	6.0%	-2.1%	0.7%	2.8%
트레이더스	7.3%	0.1%	-1.3%	0.4%	1.9%	3.1%	5.0%	6.0%	1.5%	4.0%	3.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) CJ

CJ의 2분기 연결기준 영업이익은 6,188억원(-7% YoY)으로 주요 상장 자회사(ENM/CGV/프레시웨이)의 실적 부진 영향으로 시장 기대치를 하회하였다. 다만, 올리브영의 매출은 1.46조원(+21% YoY / +18% QoQ)으로 당사 기대치를 9% 상회하였다. 특히, 오프라인 매출이 1.02조원 수준으로 전분기 대비 +21% 증가하였는데, **인바운드 매출액이 3천억원을 상회하며 전분기 대비 +50% 이상 증가한 덕분에 추산**된다. 푸드빌도 미국 베이커리 점포수가 164점(+9점 QoQ)으로 확대되며, 매출액이 전년동기 대비 +9% 증가하였다.

2분기 국내 입국자 수는 전년동기 대비 전체 +15%, 중국인 +17% 증가하였고, 올리브영 매출은 전년동기 대비 전사 +21%, 인바운드 +60% 이상 증가한 것으로 추산된다. 지난 1분기에 주춤했던 외형 성장률이 다시 반등하였고, 인바운드 매출 비중도 20% 이상으로 확대된 것으로 추산된다. 특히, 올해 9/29부터 내년 6/30까지 중국인 단체관광객의 무비자 입국이 한시적으로 허용됨에 따라, 인바운드 핵심 고객인 중국인 입국자는 3분기부터 더욱 탄력적으로 증가할 가능성이 높다. 따라서, **중기적으로 핵심 자회사인 올리브영의 분기 매출은 역대 최고 실적 갱신을 지속할 것으로 판단된다.**

또한, 푸드빌은 글로벌 사업 확장을 위한 투자 확대로 수익성이 다소 부진하였으나, 연말까지 조지아주 신공장이 완공되면, 미국 점포 출점 확대가 본격화되고, 매출 성장률이 확대될 것으로 기대된다.

CJ 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	10,436	10,683	10,845	11,683	10,600	11,119	11,713	12,183	43,647	45,616	48,492
(YoY)	6.7%	3.8%	2.1%	9.5%	1.6%	4.1%	8.0%	4.3%	5.5%	4.5%	6.3%
제일제당(45%)	7,216	7,239	7,414	7,490	7,208	7,298	7,687	7,738	29,359	29,931	31,050
ENM(40%)	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,246	1,271	1,656	5,231	5,311	5,697
CGV(51%)	393	430	547	588	534	558	587	578	1,958	2,256	2,410
프레시웨이(47%)	731	811	832	850	799	883	921	927	3,225	3,531	3,915
올리브영(별도)(51%)	1,079	1,208	1,234	1,269	1,234	1,462	1,535	1,559	4,790	5,790	6,484
(YoY)	30.2%	24.8%	23.4%	19.2%	14.4%	21.0%	24.3%	22.9%	24.1%	20.9%	12.0%
푸드빌(84%)	218	220	217	255	230	239	236	283	909	988	1,126
(YoY)	9.3%	5.9%	6.0%	9.1%	5.6%	9.0%	9.0%	10.6%	7.6%	8.6%	14.0%
별도기준									734	764	788
미국법인									137	186	300
기타 및 조정									38	38	38
영업이익	576	666	675	630	535	619	741	763	2,547	2,658	3,012
(YoY)	74.9%	33.6%	5.9%	9.9%	-7.1%	-7.1%	9.8%	21.2%	24.9%	4.3%	13.3%
(OPM)	5.5%	6.2%	6.2%	5.4%	5.0%	5.6%	6.3%	6.3%	5.8%	5.8%	6.2%
제일제당(45%)	376	384	416	377	333	348	416	408	1,553	1,505	1,551
ENM(40%)	12	35	16	41	1	29	36	67	104	132	220
CGV(51%)	5	22	32	17	3	2	31	32	76	68	137
프레시웨이(47%)	11	30	28	25	11	27	34	30	94	101	117
기타 및 조정	173	195	183	170	187	213	224	228	720	852	987
올리브영(별도)(51%)									608	769	871
(OPM)									12.7%	13.3%	13.4%
푸드빌(84%)									56	61	94
(OPM)									6.1%	6.2%	8.3%
기타									57	22	22
세전이익	309	437	37	-75	269	523	446	465	709	1,704	1,853
순이익	151	309	-295	-13	136	363	290	302	151	1,092	1,204
(지배)순이익	71	189	-167	7	70	166	110	134	100	478	497
(YoY)	550%	1436%	적전	-78.6%	-1.6%	-12.6%	흑전	1717%	-48.4%	376%	3.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

II. 음식료: 삼양식품의 랠리와 내수 반등

>>> 내수 반등의 시작

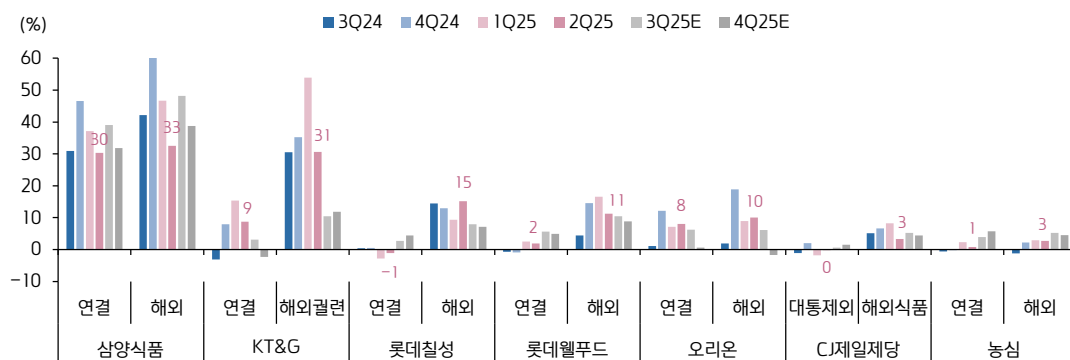
1) 내수는 전반적 부진, 해외는 종목별 차별화

유통 업체와 마찬가지로 주요 음식료 업체들의 2분기 실적도 대체로 부진하였다. 특히, **내수** 실적은 전반적으로 부진한 모습이었다. 소비심리 위축으로 인해, 외식 경로 중심으로 수요가 위축되었고, 가공식품 물가 상승이 누적되면서 소비자들의 가격 저항이 확대되었기 때문이다. 게다가, 코코아 등 주요 원재료 투입단가 상승 부담도 무시할 수 없는 요인이었다(롯데웰푸드/오리온).

해외 사업은 종목별로 차별화되는 모습이 나타났다. **삼양식품**은 불닭볶음면의 고성장을 앞세워 QoQ 매출 성장 모멘텀이 지속되었다. 3분기에는 밀양 2공장 가동이 본격화되고, 4분기에는 가격 인상도 진행될 가능성이 높기 때문에, 중기적으로 매출 성장세가 지속될 전망이다. **KT&G**는 해외 관련 매출이 호조를 보였다. 가격 인상, 중남미 판매량 증가, 카자흐스탄 신공장 가동 효과 등에 기인한다. **롯데칠성**도 1분기의 필리핀과 미얀마의 공급 차질이 정상화되면서, 2분기 해외 매출 성장률이 1분기 대비 회복되었다. **오리온**은 중국과 베트남에서 시장비 집행 이슈가 있었으나, 러시아 법인의 판매량이 고성장 하면서, 상대적으로 높은 매출 성장률을 시현하였다.

반면에, **롯데웰푸드**는 1분기 대비 해외 매출 성장률이 둔화되는 흐름이다. 인도 병과 신공장 가동에도 불구하고, 비우호적인 일기 영향으로 인해, 매출 성장세가 둔화되었다. **CJ제일제당**은 디저트 생산 차질 영향이 지속되면서, 매출 성장률이 부진하였고, **농심**은 매출 비중이 높은 북미 지역의 역신장이 지속되면서 매출 성장률이 정체되었다. 특히, 신제품 신라면 톰바는 일본 시장에서 비교적 좋은 반응을 얻었으나, 미국과 유럽 등 서구권 시장에서는 아직까지 큰 반응이 없는 상황이다.

주요 음식료 업체 전사 및 해외 매출 성장률 추이 및 전망



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주요 음식료 업체 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	YoY	3Q25E	YoY	4Q25E	YoY
KT&G	매출액	14,238	16,363	15,564	14,911	15,479	8.7%	16,870	3.1%	15,212	-2.3%
	영업이익	3,220	4,178	2,125	2,856	3,499	8.7%	4,229	1.2%	2,606	22.6%
	OPM	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	22.6%	0.0%p	25.1%	-0.5%p	17.1%	3.5%p
	순이익	3,128	2,412	3,253	2,556	1,433	-54.2%	3,685	52.8%	2,495	-23.3%
삼양식품	매출액	4,244	4,390	4,789	5,290	5,531	30.3%	6,102	39.0%	6,312	31.8%
	영업이익	895	873	877	1,340	1,201	34.2%	1,358	55.5%	1,359	55.0%
	OPM	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	21.7%	0.6%p	22.2%	2.4%p	21.5%	3.2%p
	순이익	705	589	761	991	845	19.8%	1,111	88.8%	1,113	46.4%
오리온	매출액	7,193	7,749	8,618	8,018	7,772	8.1%	8,232	6.2%	8,674	0.6%
	영업이익	1,217	1,371	1,597	1,314	1,215	-0.2%	1,347	-1.7%	1,497	-6.2%
	OPM	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	15.6%	-1.3%p	16.4%	-1.3%p	17.3%	-1.3%p
	순이익	780	997	2,531	1,043	698	-10.4%	1,068	7.2%	1,187	-53.1%
CJ 제일제당	매출액	72,387	74,143	74,902	72,085	72,372	0.0%	75,938	2.4%	77,334	3.2%
	영업이익	3,836	4,162	3,773	3,332	3,531	-7.9%	3,683	-11.5%	3,694	-2.1%
	OPM	5.3%	5.6%	5.0%	4.6%	4.9%	-0.4%p	4.9%	-0.8%p	4.8%	-0.3%p
	순이익	981	1,592	-2,011	176	1,625	65.6%	1,035	-35.0%	1,009	흑전
CJ 제일제당 (대통제외)	매출액	43,314	46,204	44,750	43,625	43,224	-0.2%	46,492	0.6%	45,400	1.5%
	영업이익	2,650	2,722	2,154	2,422	2,351	-11.3%	2,396	-12.0%	2,243	4.1%
	OPM	6.1%	5.9%	4.8%	5.6%	5.4%	-0.7%p	5.2%	-0.7%p	4.9%	0.1%p
	순이익	428	365	247	522	365	-14.8%	467	27.9%	461	86.2%
농심	매출액	8,607	8,504	8,551	8,930	8,677	0.8%	8,833	3.9%	9,040	5.7%
	영업이익	437	376	204	561	402	-8.1%	456	21.4%	455	123.1%
	OPM	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	4.6%	-0.4%p	5.2%	0.7%p	5.0%	2.6%p
	순이익	428	365	247	522	365	-14.8%	467	27.9%	461	86.2%
하이트진로	매출액	6,652	6,857	6,271	6,128	6,466	-2.8%	6,782	-1.1%	6,149	-1.9%
	영업이익	682	702	213	627	645	-5.6%	630	-10.3%	359	68.3%
	OPM	10.3%	10.2%	3.4%	10.2%	10.0%	-0.3%p	9.3%	-1.0%p	5.8%	2.4%p
	순이익	438	438	-181	380	331	-24.6%	435	-0.8%	243	흑전
롯데칠성	매출액	10,992	10,650	9,233	9,103	10,873	-1.1%	10,938	2.7%	9,645	4.5%
	영업이익	602	787	92	250	624	3.5%	844	7.2%	304	230.6%
	OPM	5.5%	7.4%	1.0%	2.7%	5.7%	0.3%p	7.7%	0.3%p	3.2%	2.2%p
	순이익	385	588	-230	107	372	-3.4%	649	10.3%	104	흑전
롯데월드푸드	매출액	10,442	10,785	9,705	9,751	10,643	1.9%	11,388	5.6%	10,187	5.0%
	영업이익	633	760	-196	164	343	-45.8%	745	-2.0%	221	흑전
	OPM	6.1%	7.1%	-2.0%	1.7%	3.2%	-2.8%p	6.5%	-0.5%p	2.2%	4.2%p
	순이익	421	461	-251	237	177	-58.1%	422	-8.5%	-4	적지
CJ 프레스웨이	매출액	8,113	8,319	8,502	7,986	8,833	8.9%	9,212	10.7%	9,274	9.1%
	영업이익	301	282	252	106	274	-8.9%	335	18.8%	296	17.4%
	OPM	3.7%	3.4%	3.0%	1.3%	3.1%	-0.6%p	3.6%	0.2%p	3.2%	0.2%p
	순이익	159	-86	173	16	150	-5.7%	174	흑전	148	-14.6%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

음식료 업종 실적 전망 및 Valuation Table (1) (단위: 십억원, 배)

종목명		KT&G	삼양식품	오리온	CJ제일제당	농심
종목코드		033780	003230	271560	097950	004370
종가(8/25, 원)		137,900	1,431,000	106,100	230,000	396,500
시가총액(8/25, 조원)		16.83	10.78	4.19	3.46	2.41
매출액	'24	5,909	1,728	3,104	29,359	3,439
	'25E	6,247	2,323	3,270	29,773	3,548
	'26E	6,400	2,869	3,506	30,811	3,669
영업이익	'24	1,189	345	544	1,553	163
	'25E	1,319	526	537	1,424	187
	'26E	1,407	705	603	1,528	203
OPM	'24	20.1%	19.9%	17.5%	5.3%	4.7%
	'25E	21.1%	22.6%	16.4%	4.8%	5.3%
	'26E	22.0%	24.6%	17.2%	5.0%	5.5%
순이익	'24	1,166	272	525	148	157
	'25E	1,017	406	400	385	181
	'26E	1,125	546	457	480	193
PER	'24	11.9	21.2	7.7	28.2	14.5
	'25E	17.0	26.5	10.5	9.8	13.3
	'26E	14.6	19.7	9.2	7.8	12.5
PBR	'24	1.45	7.05	1.17	0.53	0.85
	'25E	1.79	9.00	1.11	0.46	0.85
	'26E	1.69	6.29	1.02	0.44	0.81
ROE	'24	12.6%	39.4%	16.6%	2.0%	6.2%
	'25E	10.8%	40.3%	11.0%	4.8%	6.6%
	'26E	11.9%	37.5%	11.6%	5.8%	6.7%
배당수익률	'24	5.0%	0.4%	2.4%	2.3%	1.3%
	'25E	4.2%	0.3%	2.5%	2.6%	1.3%
	'26E	4.4%	0.3%	2.7%	2.6%	1.3%

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

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

종목명		하이트진로	롯데월드푸드	롯데칠성	CJ 프레시웨이
종목코드		000080	280360	005300	051500
종가(8/25, 원)		19,170	116,900	121,000	29,100
시가총액(8/25, 조원)		1.34	1.09	1.12	0.35
매출액	'24	2,599	4,044	4,025	3,225
	'25E	2,552	4,197	4,056	3,531
	'26E	2,568	4,302	4,213	3,915
영업이익	'24	208	157	185	94
	'25E	226	147	202	101
	'26E	228	198	221	117
OPM	'24	8.0%	3.9%	4.6%	2.9%
	'25E	8.9%	3.5%	5.0%	2.9%
	'26E	8.9%	4.6%	5.2%	3.0%
순이익	'24	96	85	59	26
	'25E	139	83	82	49
	'26E	139	125	93	60
PER	'24	14.5	12.4	19.1	8.0
	'25E	9.8	13.3	14.8	7.1
	'26E	9.8	8.8	13.0	5.8
PBR	'24	1.23	0.49	0.75	0.50
	'25E	1.12	0.50	0.79	0.75
	'26E	1.05	0.48	0.76	0.67
ROE	'24	8.6%	4.0%	4.0%	7.4%
	'25E	11.9%	3.8%	5.4%	11.2%
	'26E	11.0%	5.6%	5.9%	12.3%
배당수익률	'24	3.6%	3.0%	3.0%	2.6%
	'25E	3.7%	3.0%	2.8%	1.5%
	'26E	3.7%	3.3%	2.8%	1.5%

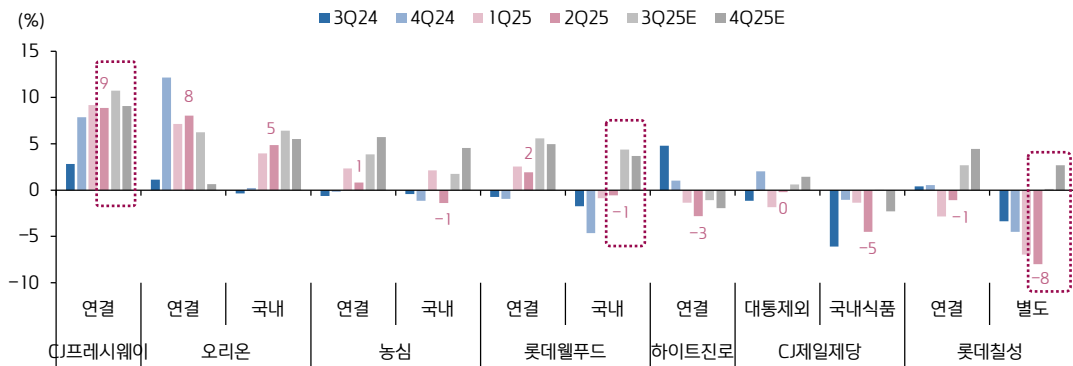
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

2) 내수 매출 성장을 반등 전망

하반기에는 내수 매출이 전반적으로 회복될 전망이다. 소비심리 반등, 소비쿠폰 지급 영향 등으로 인해, 주요 유통 채널의 매출 흐름이 회복될 것으로 전망되기 때문이다. 특히, **소비경기 민감도가 높은 외식 경로와 소비쿠폰 사용처인 편의점/일반 슈퍼/무인 점포 등을 중심으로 매출 반등이 강할 전망이다**. 이에 따라, **식자재유통/빙과/음료 등의 수요 회복이 강할 전망이다**. 다만, 주류는 높은 외식 경로 비중에도 불구하고, 최근 주류 음용 문화 변화 등으로 인해, 수요 반등의 가시성이 높지 않은 것으로 판단된다.

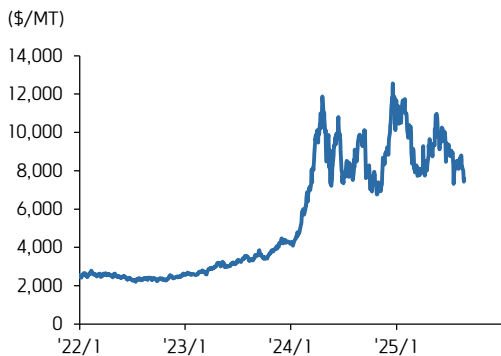
식자재유통 업체인 **CJ프레시웨이**는 외식FC, 대리점 경로 유통과 컨세션 푸드 서비스 등을 중심으로 소비경기 회복에 따른 수요 반등 민감도가 크게 나타날 전망이다. 더불어, 최근에 대형병원 전공의들이 현장으로 복귀하고 있기 때문에, 병원 푸드 서비스 경로의 매출 회복도 3분기부터 강하게 나타날 전망이다. **롯데웰푸드**는 빙과 매출의 회복 강도가 클 것이다. 비우호적인 일기 영향으로 전년동기 기저가 낮은 편이고, 소비쿠폰 사용처인 편의점/일반 슈퍼/무인 점포 등의 매출 비중이 50%를 넘기 때문이다. 이에 따라, 3분기에는 빙과 매출 성장률이 상반기 대비 크게 반등할 것으로 전망된다(3Q25E 빙과 매출 성장률 +11% 전망). 더불어, 4분기에는 코코아 투입단가도 안정화될 가능성이 높기 때문에, 전사 마진 스프레드 개선 효과도 기대할 수 있다. **롯데칠성**도 음료의 매출 회복 강도가 상대적으로 돋보일 전망이다. 편의점과 외식 경로의 매출 비중이 다른 가공 식품 대비 높은 편이기 때문이다.

주요 음식료 업체 전사 및 내수 매출 성장률 추이 및 전망



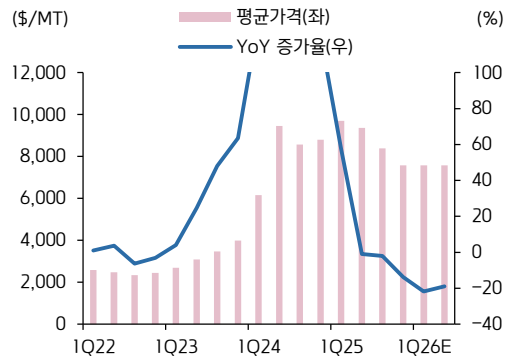
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

코코아 선물 시세 추이



자료: Bloomberg

분기별 코코아 평균가격 추이 및 가절



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 3Q25E 수치는 '25. 7. 1 ~ 8. 22 평균 시세 기준.
2) 4Q25E 이후 수치는 '25. 8. 22 시세 기준.

>>> 삼양식품, 1Q26 이익 급증 예상

MoM 수출 증가 지속되는 가운데, 춘절 효과가 1Q26에 집중될 듯

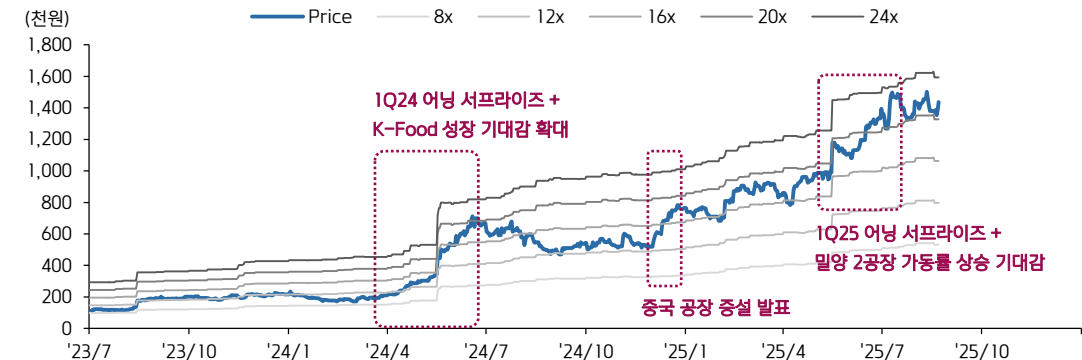
삼양식품의 2분기 연결기준 영업이익은 QoQ -10% 감소하였다. 지속적인 매출 성장세에도 불구하고, 광고선전비 증가, 현지 통화 환율 하락, 미국 관세 부담 증가 등이 겹쳤기 때문이다. 다만, **3~4분기 영업이익은 2분기 대비 완만하게 반등할 전망이다**. 밀양 2공장 가동률이 상승하고, 선진 시장 중심으로 판매량 비중이 확대되면서, ASP와 Q 상승 모멘텀이 상반기 대비 강화될 가능성이 높기 때문이다. 현지 통화 환율 하락, 관세 부담 증가는 하반기에도 진행될 것으로 판단되나, 미국에서 +10% 가까운 가격 인상을 단행할 가능성이 높기 때문에, 해당 비용 부담을 어느 정도 방어해 낼 것으로 전망된다.

한편, **내년 1분기에는 하반기의 완만한 증가세에서 벗어나, 이익 개선 강도가 가팔라질 것으로 전망된다**. 가격 인상 효과가 온전히 반영될 가능성이 높고, 미국 코스트코 커버리지 확대와 중국 춘절 물량 이연 반영 등의 영향으로 판매량이 급격하게 증가할 가능성이 높기 때문이다. 특히, 내년 춘절은 2/16으로 늦은 편이기 때문에, 중국 춘절 관련 매출이 4Q25보다는 1Q26에 좀 더 집중될 가능성이 높다.

만약, 내년 1분기에 이익이 급증하면, 밸류에이션 레벨이 상승하면서 27년 실적 개선 모멘텀을 당겨올 가능성이 높다. 27년초에 중국 공장이 완공되면, 전사 실적이 다시 한번 점프할 가능성이 높기 때문이다. 현재 동사의 FW12M PER은 22배 수준이나, 27년 예상 PER은 16배 수준에 불과하다. 이익 급증 구간에서 시장 컨센서스가 상향될 가능성이 높다는 점을 감안한다면, 삼양식품의 주가 상승 모멘텀은 내년 1분기에 집중될 가능성이 높다.

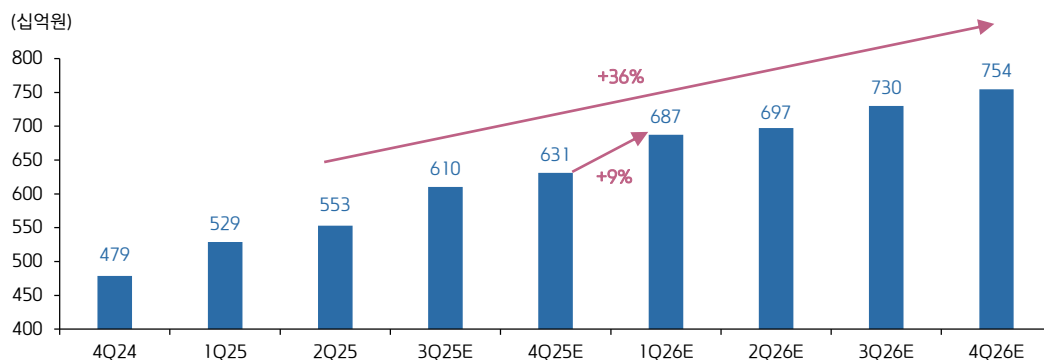
그렇다면 올해 하반기 주가는 지지부진 하다고 봐야 할까? 물론 소스 매출이 급격히 확대되면서, SKU가 확대되는 스토리가 나온다면, 주가 밸류에이션이 다시 한번 상승할 여지가 있다. 하지만, 그런 스토리가 아니라면, 올해 연말까지 주가 흐름은 대체로 완만한 상승을 보일 것으로 전망된다. 다만, **관세청 라면 수출 데이터의 MoM 증가 모멘텀이 확대되는 구간에서는 단기 주가 상승 모멘텀이 강할 것이다**. 특히, 올해 10월 중국 국경절, 11월 중국 광군제, 12월 미국 연말 소비시즌, 내년 2월 중국 춘절 등의 일정을 감안한다면, **9월과 12월에 수출의 MoM 상승 모멘텀이 강하게 나올 가능성이 높다**. 따라서, **올해 하반기는 삼양식품에 대해 조정 시 매수 전략으로 접근하면서, 내년 1분기 이익의 쿼터 점프 국면에 대비하는 게 효과적인 투자전략으로 판단된다**.

삼양식품 FW12M PER 밴드 추이



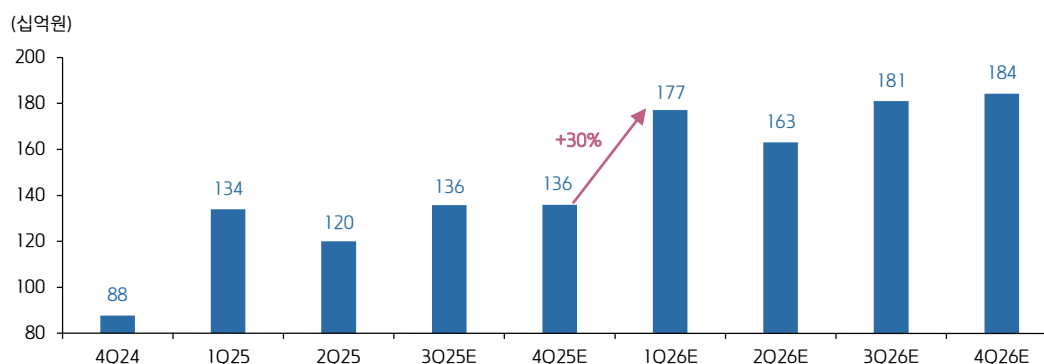
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

분기별 삼양식품 연결기준 매출액 추이 및 전망



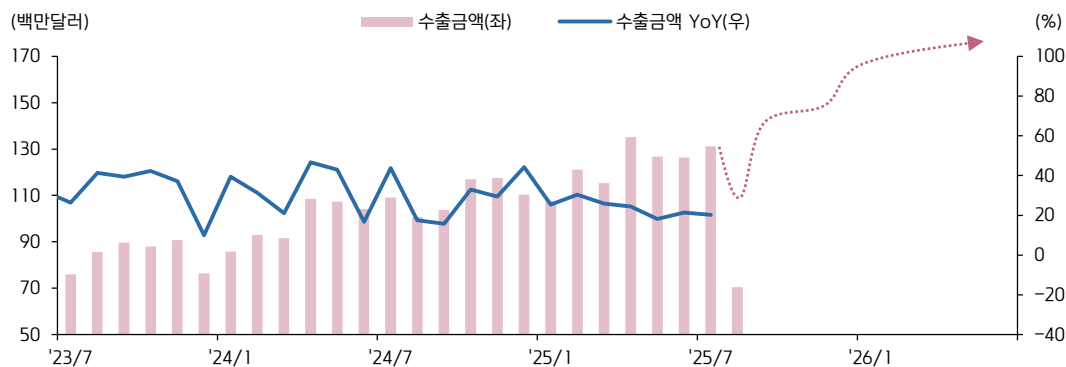
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

분기별 삼양식품 연결기준 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

월별 한국 라면 전체 수출액 추이 및 향후 흐름 전망



자료: 한국무역통계진흥원(수리일 기준), 키움증권 리서치

>>> 기업별 2Q25 실적리뷰

1) KT&G

KT&G의 2분기 연결기준 영업이익은 3,499억원(+9% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다. **담배**는 원재료비 상승 부담에도 불구하고, 해외 궐련 판가 인상 및 판매량 증가에 힘입어, 영업이익이 YoY 소폭 증가하였다. **건기식**은 매출 감소 불구, 마케팅 비용 효율화에 힘입어, 영업이익이 흑자전환 하였다. **부동산**은 안양/미아/동대전 등 개발사업 매출 증가에 따라 영업이익이 증가하였다.

동사는 실적발표 직후, **주당 중간배당금 200원 상향**(1,200원 → 1,400원, 배당기준일: '25. 8. 22)과 **총 발행주식 수의 1.7% 규모의 자사주 매입 및 소각**을 발표하였다(취득예상기간: '25. 8. 8 ~ 11. 7). 추가 자사주 매입 및 소각을 위한 비핵심자산 매각도 계획 대비 46% 완료되었기 때문에(올해 6월말 기준), **연내 추가 자사주 정책이 추진될 가능성이 높아졌다**. 하반기 전사 실적 방향성도 긍정적이다. 동사는 해외 궐련 매출 고성장으로 **연간 전사 영업이익이 YoY +10% 이상 증가할 것으로 전망**하였고, 잎담배 구매 단가 증가율이 둔화되고 있는 점도 향후 수익성에 긍정적으로 판단된다.

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,292	1,424	1,636	1,556	1,491	1,548	1,687	1,521	5,909	6,247	6,400
(YoY)	-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	8.7%	3.1%	-2.3%	0.8%	5.7%	2.4%
담배	857	990	1,048	1,012	988	1,091	1,090	1,035	3,906	4,204	4,329
(YoY)	-0.1%	11.5%	7.7%	13.2%	15.3%	10.2%	4.0%	2.3%	8.1%	7.6%	3.0%
국내	513	566	588	542	512	548	563	542	2,208	2,165	2,137
(YoY)	-0.9%	2.9%	0.6%	-0.7%	-0.2%	-3.1%	-4.2%	0.0%	0.5%	-2.0%	-1.3%
NGP	130	137	157	135	139	140	148	146	559	573	598
궐련	383	429	431	407	374	408	415	395	1,649	1,592	1,539
해외	338	420	456	461	470	525	524	485	1,675	2,003	2,155
(YoY)	0.4%	26.5%	19.9%	34.1%	38.9%	25.1%	14.7%	5.1%	20.3%	19.6%	7.6%
NGP	46	60	37	82	21	56	60	60	225	197	240
궐련	292	359	420	380	449	469	464	425	1,450	1,806	1,915
(YoY)	10.1%	35.3%	30.5%	35.2%	53.9%	30.6%	10.5%	11.9%	28.0%	24.6%	6.0%
매출 증감률											
국내 NGP	1.7%	10.9%	15.2%	2.5%	6.5%	2.0%	-5.7%	8.4%	7.6%	2.4%	4.5%
국내 궐련	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.7%	-2.4%	-4.8%	-3.7%	-2.7%	-1.7%	-3.5%	-3.3%
해외 궐련	10.1%	35.3%	30.5%	35.2%	53.9%	30.6%	10.5%	11.9%	28.0%	24.6%	6.0%
판매량 증감률											
국내 NGP	3.9%	7.6%	12.5%	6.8%	7.0%	0.0%	3.6%	6.9%	7.8%	4.3%	7.6%
국내 궐련	-3.1%	-0.4%	-4.6%	-3.4%	-4.8%	-5.1%	-3.6%	-1.7%	-2.9%	-3.8%	-2.8%
해외 궐련	-4.6%	16.2%	10.1%	21.4%	22.8%	9.2%	2.9%	8.0%	10.4%	10.1%	5.0%
건기식	308	265	406	322	314	221	412	309	1,302	1,256	1,284
(YoY)	-19.7%	1.6%	-1.7%	-4.0%	1.9%	-16.8%	1.6%	-4.1%	-6.6%	-3.5%	2.2%
부동산	45	81	99	137	100	144	100	91	361	435	435
기타	82	88	84	86	88	93	84	86	340	351	351
영업이익	237	322	418	213	286	350	423	261	1,189	1,319	1,407
(YoY)	-25.3%	30.8%	2.7%	7.3%	20.7%	8.7%	1.2%	22.6%	1.8%	10.9%	6.7%
(OPM)	18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	22.6%	25.1%	17.1%	20.1%	21.1%	22.0%
담배	207	316	333	224	253	322	335	241	1,080	1,151	1,265
(OPM)	24.1%	32.0%	31.8%	22.1%	25.6%	29.5%	30.8%	23.2%	27.6%	27.4%	29.2%
건기식	23	-2	69	6	18	6	75	0	96	100	101
(OPM)	7.5%	-0.6%	17.0%	1.7%	5.8%	2.8%	18.3%	0.0%	7.4%	7.9%	7.8%
부동산	3	3	13	-23	10	18	11	18	-5	57	30
기타	4	4	1	2	4	4	1	2	11	11	11
세전이익	368	432	319	447	337	189	498	336	1,566	1,360	1,520
순이익	286	313	241	325	258	144	369	249	1,165	1,019	1,125
(지배)순이익	286	313	241	325	256	143	369	249	1,166	1,017	1,125
(YoY)	5.9%	55.8%	-23.1%	176.8%	-10.7%	-54.2%	52.8%	-23.3%	29.1%	-12.8%	10.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

2) 삼양식품/농심

삼양식품의 2분기 연결기준 매출액은 5,531억원(+4.5% QoQ/+30% YoY), 영업이익은 1,201억원(-10% QoQ/+34% YoY)으로 **시장 컨센서스를 소폭 하회**하였다. 지속적인 매출 성장세에도 불구하고, 광고선전비 증가(+111억원 QoQ), 현지 통화 환율 하락, 미국 관세 부담 증가(약 30억원 추산) 등으로 인해, 전분기 대비 이익이 감소한 것으로 판단된다.

중국법인과 미국법인은 전분기와 유사한 매출 수준을 기록하였고(각각 +3%, -1% QoQ), **유럽** 매출(약 700억원)은 현지 법인 직거래 판매 확대 등에 힘입어 전분기 대비 19% 증가한 것으로 추산된다. 카테고리 별로는 해외 면류 매출은 4,246억원으로 전분기 대비 매출이 +3.5% 증가하였고, 소스/조미소재 매출은 137억원으로 전분기 대비 +18% 증가하였다.

3분기 연결기준 매출액은 6,102억원(+10% QoQ), 영업이익은 1,358억원(+13% QoQ)으로 전망한다. 3분기에도 현지 통화 환율이 전분기 대비 하락하고 미국 관세 부담이 확대(90억원 추산)될 것으로 판단되나, **밀양 2공장 가동을 상순에 따른 판매량 증가, 미국/영국 메인스트림 채널 비중 확대에 따른 ASP 상승 등에 힘입어, 전분기 대비 영업이익이 증가할 것으로 전망된다.**

미국 관세 부담은 2분기 선제적 출고와 가격 전가력 활용 등에 힘입어, 안정적으로 관리될 전망이다. 실제 미국향 선제적 출하 영향 등으로 연결기준 2분기말 재고자산은 2,053억원으로 전분기 대비 +371억원 증가한 것으로 추산된다. 또한, 상호관세 15%가 완전히 반영되는 올해 4분기부터는 가격 전가가 가능할 것으로 기대된다. 현재 주요 경쟁사들이 2분기와 3분기에 미국 시장에서 가격 인상을 단행하였기 때문에, 동사의 판가 인상 가시성도 높은 것으로 판단된다. **경쟁사들의 가격 인상을 감안한다면, 동사도 +10%에 가까운 가격 인상을 단행할 것으로 추산되기 때문에, 관세 부담에 따른 비용 증가를 무난히 커버할 수 있을 것으로 판단된다.** 따라서, 미국 관세 부담 등을 추가 반영했음에도 불구하고, 26년 실적 전망치를 크게 조정하지 않았다.

미국법인은 코스트코와 월마트 등을 중심으로 메인스트림 채널 비중이 더욱 확대될 전망이다. 특히, 현재 주력 채널인 **코스트코** 입점률 확대 및 판촉 행사 강화 등에 힘입어, 하반기 미국 매출은 상반기 대비 뚜렷하게 증가할 수 있을 전망이다. **유럽**은 영국 시장 침투율 상승, 현지법인 직거래 판매 확대 등에 힘입어, 매출 성장세가 지속될 전망이다. 특히, 현지 대형 유통업체인 **테스코** 입점률(현재 20~30% 수준)이 본격 상승하면서, 영국 시장 내 커버리지 확대가 본격화될 전망이다.

한편, **미국 소스 매출 확대**도 중장기적으로 관심을 가져야 할 포인트이다. 동사의 2분기 소스/조미소재 매출은 190억원으로 전분기 대비 +14% 증가하였고, 해외 매출 비중은 72%로 전분기 대비 2.5%p 확대되었다. 특히, 동사는 소스 제품에 대한 글로벌 광고 판촉을 강화하면서, 기존 중국 중심의 수출 지역을 미국 등 서구권으로 확대하고 있다. 기존 불닭볶음면에서 얻은 인지도를 바탕으로 월마트 등 미국 메인스트림 채널 입점을 확대하고 있기 때문에, 올해 연간 매출액이 700억원을 무난히 상회할 것으로 기대된다.

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	553.1	610.2	631.2	1,728.0	2,323.5	2,869.0
(YoY)	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	30.3%	39.0%	31.8%	44.9%	34.5%	23.5%
국내	96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	112.9	105.1	112.5	392.1	435.5	452.4
(YoY)	10.4%	-3.3%	2.7%	0.0%	8.5%	22.3%	7.1%	7.2%	2.2%	11.1%	3.9%
해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	440.2	505.2	518.7	1,335.9	1,888.0	2,416.6
(YoY)	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	32.5%	48.2%	38.7%	65.1%	41.3%	28.0%
매출총이익	163.5	192.4	191.1	176.1	244.9	255.5	271.6	281.4	723.2	1,053.4	1,317.9
(GPM)	42.4%	45.3%	43.5%	36.8%	46.3%	46.2%	44.5%	44.6%	41.9%	45.3%	45.9%
판매비	83.4	102.9	103.8	88.4	110.9	135.4	135.8	145.5	378.6	527.7	612.6
(판매비율)	21.6%	24.3%	23.7%	18.5%	21.0%	24.5%	22.3%	23.1%	21.9%	22.7%	21.4%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	120.1	135.8	135.9	344.6	525.8	705.3
(YoY)	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	34.2%	55.5%	55.0%	133.6%	52.6%	34.1%
(OPM)	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	21.7%	22.2%	21.5%	19.9%	22.6%	24.6%
세전이익	84.2	92.3	79.5	95.7	135.0	104.9	146.6	146.8	351.6	533.3	720.1
순이익	66.5	70.3	58.7	75.7	99.0	84.1	111.1	111.3	271.3	405.5	545.8
(지배)순이익	66.5	70.5	58.9	76.1	99.1	84.5	111.1	111.3	272.0	406.2	545.8
(YoY)	197.9%	102.4%	55.9%	142.9%	49.0%	19.8%	88.8%	46.4%	115.4%	49.3%	34.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

농심의 2분기 연결기준 영업이익은 402억원(-8% YoY)으로 낮아진 시장 기대치를 하회하였다. 가격 인상에 따른 국내법인의 견조한 수익성에도 불구하고, 북미 매출 부진과 해외법인 광고판촉비 확대로 전사 매출액과 영업이익이 모두 시장 기대치를 하회하였다. **국내법인**은 매출 YoY -1% 감소 불구, 영업이익률은 YoY +2.2%p 개선되었다. 음료 매출 급감에도 불구하고, 주력 제품 가격 인상 효과로 수익성이 개선되었다. **해외법인**은 매출이 YoY +3% 증가했으나, 영업이익률은 YoY -5.9%p 하락하였다. 신라면 톰바의 일본 판매 호조 불구, 북미 매출 부진, 북미/중국법인 광고판촉비 확대로 부진한 이익을 시현하였다. 동사는 상반기 수익성 부진을 만회하기 위해, 7월에 미국에서 +10%의 가격 인상을 단행하였다. 하반기에는 미국법인 신라면 톰바 입점률 확대와 중국법인 신규 유통 채널 개척을 통해, 해외법인 외형 성장에 집중할 전망이다.

동사는 **하반기에 국내/미국법인 가격 인상 효과가 지속될 것으로 기대되나, 전반적인 판매량 성장세는 부진한 상황**이다. 특히, 기대를 모았던 신제품 신라면 톰바는 일본 시장 외에 뚜렷한 성과가 보이지 않는 상황이다. 이에 따라, 판매량 정체를 극복하기 위해, 하반기에는 광고판촉비를 확대할 것으로 전망된다. 다만, 북미법인은 현지통화 기준 매출액이 4Q23 부터 계속 역성장하고 있고, 신제품 성과도 약하기 때문에, 유의미한 전사 매출 반등이 나올지는 좀 더 지켜볼 필요가 있는 것으로 판단된다.

농심 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	872.5	860.7	850.4	855.1	893.0	867.7	883.3	904.0	3,438.7	3,548.0	3,668.8
(YoY)	1.4%	2.8%	-0.6%	-0.2%	2.3%	0.8%	3.9%	5.7%	0.8%	3.2%	3.4%
국내	625.5	624.7	617.7	611.3	638.9	616.1	628.5	639.2	2,479.2	2,522.7	2,600.4
(YoY)	5.0%	4.8%	-0.4%	-1.1%	2.1%	-1.4%	1.7%	4.6%	2.0%	1.8%	3.1%
면류	393.2	395.0	389.2	413.1	413.5	406.7	414.4	439.9	1,590.5	1,674.5	1,707.5
(YoY)	2.2%	5.1%	-1.1%	1.3%	5.2%	3.0%	6.5%	6.5%	1.8%	5.3%	2.0%
스낵	114.1	107.5	103.9	98.9	101.5	111.6	108.1	102.9	424.4	424.0	431.3
음료	45.8	63.0	57.2	38.5	34.4	49.3	51.5	34.7	204.5	169.8	169.8
수출/상품/기타	214.3	213.7	199.9	195.6	230.3	215.5	201.0	209.4	823.5	856.2	893.8
차이	-141.9	-154.5	-132.5	-134.8	-140.8	-167.0	-146.4	-147.5	-563.7	-601.8	-602.0
해외	247.1	236.0	232.7	243.7	254.2	242.4	244.7	254.7	959.5	996.1	1,024.4
(YoY)	-6.6%	-2.4%	-1.2%	2.2%	2.9%	2.7%	5.2%	4.5%	-2.1%	3.8%	2.8%
북미	161.2	150.1	152.9	159.0	162.5	143.2	153.8	158.9	623.2	618.4	623.5
(YoY)	-6.2%	-3.7%	-0.7%	3.5%	0.9%	-4.6%	0.6%	-0.1%	-1.9%	-0.8%	0.8%
중국	47.6	41.1	33.4	38.4	45.4	42.0	36.3	40.7	160.5	164.4	169.6
(YoY)	-18.0%	-7.6%	-21.0%	-13.6%	-4.5%	2.3%	8.5%	5.9%	-15.2%	2.4%	3.1%
일본	23.3	27.0	26.2	29.9	28.2	37.4	32.4	36.9	106.4	134.9	145.1
호주	11.7	14.6	16.7	13.0	14.1	16.0	18.3	14.2	56.0	62.7	68.4
유럽						9.2	10.0	10.0		29.2	44.0
베트남	3.3	3.2	3.5	3.3	3.9	3.8	3.9	4.1	13.4	15.6	17.8
영업이익	61.4	43.7	37.6	20.4	56.1	40.2	45.6	45.5	163.1	187.4	202.6
(YoY)	-3.7%	-18.7%	-32.5%	-47.6%	-8.7%	-8.1%	21.4%	123.1%	-23.1%	14.9%	8.1%
(OPM)	7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	4.6%	5.2%	5.0%	4.7%	5.3%	5.5%
국내	37.2	16.5	17.6	10.1	37.9	29.7	31.6	31.7	81.4	130.8	138.8
(OPM)	6.0%	2.6%	2.8%	1.6%	5.9%	4.8%	5.0%	5.0%	3.3%	5.2%	5.3%
해외	22.7	25.3	16.8	7.6	15.1	11.7	13.8	13.1	72.3	53.7	60.9
(OPM)	9.2%	10.7%	7.2%	3.1%	5.9%	4.8%	5.6%	5.2%	7.5%	5.4%	5.9%
북미	15.8	17.0	11.8	5.7	7.6	6.7	8.9	9.2	50.3	32.4	38.8
(OPM)	9.8%	11.4%	7.7%	3.6%	4.7%	4.7%	5.8%	5.8%	8.1%	5.2%	6.2%
중국	4.9	6.8	2.8	0.5	6.0	2.0	2.1	2.0	15.1	12.1	12.4
(OPM)	10.4%	16.6%	8.3%	1.4%	13.1%	4.8%	5.8%	4.9%	9.4%	7.4%	7.3%
기타	2.0	1.4	2.2	1.4	1.6	3.0	2.8	2.0	7.0	9.3	9.8
연결조정	1.5	1.9	3.2	2.7	3.1	-1.2	0.2	0.7	9.3	2.8	2.8
세전이익	71.3	57.3	52.1	37.1	68.5	47.8	61.5	60.7	217.8	238.6	255.1
순이익	53.1	42.8	36.9	24.7	52.2	36.4	46.7	46.1	157.6	181.3	193.3
(지배)순이익	53.3	42.8	36.5	24.7	52.2	36.5	46.7	46.1	157.3	181.3	193.3
(YoY)	-2.1%	-4.7%	-27.1%	9.9%	-2.1%	-14.8%	27.9%	86.2%	-8.5%	15.3%	6.6%
현지 통화 기준											
매출 성장률											
북미	-10.0%	-7.5%	-4.1%	-1.9%	-7.7%	-6.9%	-1.0%	1.0%	-6.0%	-3.7%	2.5%
중국	-17.3%	-8.2%	-24.5%	-18.6%	-11.5%	-0.4%	8.0%	8.0%	-17.2%	0.0%	5.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

3) 오리온/롯데월드푸드

오리온의 2분기 연결기준 영업이익은 1,215억원으로 전년동기와 유사한 실적을 기록하였다. 한국/러시아 법인의 실적 개선에도 불구하고, 중국/베트남 법인의 영업이익이 전년동기 대비 감소하였기 때문이다. 원재료 투입단가 상승으로 주요 4개국 모두 수익성 하락 압력이 있었고, 중국/베트남 법인에서 매출 확대를 위한 시장비 집행이 집중되면서, 전사 매출 증가에도 불구하고, 영업이익률이 전년동기 대비 하락하였다.

하반기에도 전사 매출 성장세는 지속될 것으로 전망되나, 영업이익률 하락을 막기는 어려울 것으로 보인다. 동사는 최근 가격 인상을 자제하고, 판매량 중심의 성장세를 추구하고 있다. 특히, 중국에서는 신제품 매출 비중 확대를 위해, 베트남에서는 시장 점유율 확대를 위해, 적극적인 시장비 집행이 이뤄지고 있는 상황이다. 따라서, 올해는 양질의 성장을 위한 판촉 투자와 코코아 등 원재료 투입단가 상승 부담으로 인해, 수익성 개선이 나타나기 어려울 전망이다.

다만, 내년에는 올해의 마케팅 투자와 연초 낮은 춘절에 따른 긍정적 효과로 인해, 전사 실적 개선 모멘텀이 반등할 가능성이 높다. 따라서, 연말연시에 주가 반등의 변곡점이 나타날 가능성이 높은 것으로 판단된다.

롯데월드푸드의 2분기 연결기준 영업이익은 343억원(-46% YoY)으로 시장 기대치를 하회하였다. 생산성 개선을 위한 일회성 비용(112억원)과 비우호적 일기 영향에 따른 한국/인도 빙과 판매량 부진 등에 기인한 것으로 판단된다.

국내는 매출이 YoY -1% 감소하고, 영업이익률이 YoY -1.9%p 하락하였다. 빙과 매출 부진(-7.5% YoY)에 따른 제품 믹스 악화, 코코아 등 원재료 투입단가 상승, 생산성 개선을 위한 일회성 비용 등으로 인해, 수익성이 악화되었다. 해외는 매출이 YoY +11% 증가하였으나, 영업이익률이 YoY -4.6%p 하락하였다. 주요 국가의 가격 인상 불구, 코코아 등 원재료 투입단가 상승 부담이 컸고, 인도 푸네공장 초기 안정화 작업으로 비용 부담이 발생하였으며, 인도의 판매량이 예상 보다 약했기 때문이다. 다만, 카자흐스탄과 러시아는 환율 회복, 가격 인상 등에 힘입어, 매출 성장률이 전반적으로 회복되었다.

국내는 3분기에도 생산성 개선을 위한 일회성 비용(90~100억원)이 반영될 예정이나, 1) 소비심리 반등, 2) 민생회복 소비쿠폰 지급 효과, 3) 작년대비 우호적인 일기 환경 등에 힘입어, 매출 성장률이 반등할 것으로 전망된다. 특히, 빙과는 편의점/아이스크림 전문점/일반 수퍼 등을 중심으로 판매량이 반등하면서, 매출 성장률이 크게 개선될 것으로 전망된다(3Q25E +11% YoY).

전사 마진 스프레드 개선 기대감도 여전히 유효하다. 한국/카자흐스탄/인도를 중심으로 ASP 상승이 기대되고(한국: 가격 인상 전 채널 적용, 카자흐스탄: 7월 +7% 인상 단행, 인도 빙과: 하반기 인상 고려), 코코아는 글로벌 수요 약세로 4Q25부터 투입단가 하락 가시성이 높아지고 있기 때문이다.

오리온 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	748.4	719.3	774.9	861.8	801.8	777.2	823.2	867.4	3,104.3	3,269.5	3,506.4
(YoY)	12.7%	0.8%	1.1%	12.2%	7.1%	8.1%	6.2%	0.6%	6.6%	5.3%	7.2%
한국	271.6	277.8	271.1	277.1	282.4	291.3	288.5	292.4	1,097.6	1,154.6	1,215.5
(YoY)	9.5%	1.6%	-0.4%	0.2%	4.0%	4.9%	6.4%	5.5%	2.6%	5.2%	5.3%
중국	306.4	295.8	322.3	345.6	328.2	304.8	328.7	321.8	1,270.1	1,283.5	1,348.0
(YoY)	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	3.0%	2.0%	-6.9%	7.7%	1.1%	5.0%
베트남	118.2	98.4	121.7	176.2	128.3	102.6	119.2	161.2	514.5	511.3	543.8
(YoY)	12.2%	2.8%	3.5%	12.3%	8.5%	4.3%	-2.1%	-8.5%	8.2%	-0.6%	6.4%
러시아	50.5	49.1	61.9	69.0	67.2	80.8	89.6	97.9	230.5	335.5	413.9
(YoY)	4.8%	-4.9%	27.6%	32.6%	33.0%	64.5%	44.7%	42.0%	15.1%	45.6%	23.4%
기타 및 연결조정	1.6	-1.8	-2.1	-6.1	-4.3	-2.4	-2.7	-5.9	-8.3	-15.3	-14.8
영업이익	125.1	121.7	137.1	159.7	131.4	121.5	134.7	149.7	543.6	537.3	603.2
(YoY)	26.2%	8.4%	-2.6%	13.8%	5.0%	-0.2%	-1.7%	-6.2%	10.4%	-1.2%	12.3%
(OPM)	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	15.6%	16.4%	17.3%	17.5%	16.4%	17.2%
한국	43.8	46.9	43.8	43.9	46.3	48.5	45.7	49.7	178.5	190.2	217.2
(OPM)	16.1%	16.9%	16.2%	15.8%	16.4%	16.7%	15.8%	17.0%	16.3%	16.5%	17.9%
중국	54.2	55.9	63.5	70.3	56.0	52.3	61.0	61.1	243.9	230.3	246.1
(OPM)	17.7%	18.9%	19.7%	20.3%	17.1%	17.1%	18.6%	19.0%	19.2%	17.9%	18.3%
베트남	19.4	15.3	23.8	41.5	21.2	14.4	20.9	34.5	100.1	91.1	97.8
(OPM)	16.5%	15.6%	19.6%	23.6%	16.5%	14.0%	17.6%	21.4%	19.5%	17.8%	18.0%
러시아	7.8	6.7	9.2	13.2	8.6	9.7	9.9	13.2	36.9	41.4	53.8
(OPM)	15.5%	13.6%	14.9%	19.1%	12.8%	12.0%	11.0%	13.5%	16.0%	12.3%	13.0%
기타 및 연결조정	-0.2	-3.2	-3.3	-9.2	-0.7	-3.4	-2.8	-8.7	-15.9	-15.6	-11.6
세전이익	133.8	107.0	141.0	310.4	145.0	103.5	150.7	165.7	692.2	564.9	640.3
순이익	99.8	76.2	102.6	254.7	106.1	71.7	109.1	121.0	533.2	407.9	465.3
(지배)순이익	93.8	78.0	99.7	253.1	104.3	69.8	106.8	118.7	524.6	399.8	456.5
(YoY)	23.3%	-4.4%	-6.9%	126%	11.2%	-10.4%	7.2%	-53.1%	39.3%	-23.8%	14.2%
현지 통화 기준 매출 성장률											
중국	16.9%	-1.2%	-6.5%	13.1%	-0.8%	0.4%	0.5%	-6.0%	4.8%	-1.6%	6.3%
베트남 내수	12.0%	5.0%	3.2%	9.7%	1.3%	5.7%	4.0%	-2.0%	7.7%	1.6%	6.4%
러시아 내수	24.6%	-1.8%	15.6%	39.3%	25.7%	52.2%	38.0%	25.0%	19.4%	34.2%	23.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데웰푸드 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	951.1	1,044.2	1,078.5	970.5	975.1	1,064.3	1,138.8	1,018.7	4,044.3	4,196.9	4,302.1
(YoY)	-0.9%	0.3%	-0.7%	-0.9%	2.5%	1.9%	5.6%	5.0%	-0.5%	3.8%	2.5%
국내	764.0	836.6	879.8	749.7	757.4	832.0	918.4	777.3	3,230.2	3,285.0	3,328.1
(YoY)	-1.7%	-0.6%	-1.7%	-4.7%	-0.9%	-0.6%	4.4%	3.7%	-2.1%	1.7%	1.3%
건과	281.4	261.1	273.1	288.8	284.6	262.3	278.7	305.2	1,104.4	1,130.8	1,158.9
(YoY)	6.0%	4.3%	0.7%	-3.8%	1.1%	0.4%	2.1%	5.7%	1.6%	2.4%	2.5%
빙과	106.6	196.5	222.4	84.5	100.6	181.8	246.9	89.6	610.0	618.9	631.2
(YoY)	-0.2%	6.0%	-0.5%	-9.2%	-5.6%	-7.5%	11.0%	6.0%	0.2%	1.4%	2.0%
유지	110.4	115.2	112.6	113.9	113.7	123.7	120.0	120.0	452.0	477.3	480.0
기타	265.6	263.8	271.8	262.5	258.5	264.2	272.8	262.5	1,063.7	1,058.0	1,058.0
해외	197.2	219.4	208.0	232.1	230.0	243.9	229.9	252.8	856.7	956.5	1,018.6
(YoY)	3.3%	5.6%	4.4%	14.5%	16.6%	11.2%	10.5%	8.9%	7.0%	11.6%	6.5%
인도	64.6	95.8	69.4	60.7	80.2	104.3	74.3	65.7	290.5	324.6	351.7
(YoY)	6.7%	11.2%	2.3%	11.4%	24.2%	8.9%	7.0%	8.3%	8.0%	11.7%	8.4%
건과	30.3	26.2	31.6	29.6	34.1	27.8	33.2	30.4	117.7	125.5	131.5
빙과	34.3	69.6	37.9	31.1	46.1	76.5	41.1	35.3	172.9	199.0	220.2
카자흐스탄	66.3	56.7	58.2	83.4	67.6	60.7	61.4	86.2	264.6	275.8	286.5
(YoY)	1.0%	-15.3%	-8.8%	13.6%	1.9%	7.1%	5.4%	3.3%	-1.9%	4.2%	3.9%
러시아	19.9	21.3	22.2	21.5	24.3	27.1	28.1	29.6	84.8	109.2	124.3
(YoY)	3.3%	13.7%	13.4%	6.7%	22.3%	27.3%	26.7%	38.0%	9.2%	28.7%	13.9%
기타	46.4	45.6	58.2	66.6	57.8	51.8	66.0	71.2	216.8	246.9	256.1
기타 및 연결조정	-10.1	-11.8	-9.4	-11.3	-12.2	-11.6	-9.4	-11.3	-42.7	-44.6	-44.6
영업이익	37.3	63.3	76.0	-19.6	16.4	34.3	74.5	22.1	157.1	147.3	198.2
(YoY)	100.6%	30.3%	-5.7%	적전	-56.1%	-45.8%	-2.0%	흑전	-11.3%	-6.2%	34.6%
(OPM)	3.9%	6.1%	7.1%	-2.0%	1.7%	3.2%	6.5%	2.2%	3.9%	3.5%	4.6%
국내	27.2	41.8	65.4	-24.1	10.1	25.6	63.8	14.3	110.3	113.8	153.3
(OPM)	3.6%	5.0%	7.4%	-3.2%	1.3%	3.1%	7.0%	1.8%	3.4%	3.5%	4.6%
해외	14.3	21.6	14.0	9.4	9.0	12.7	14.0	12.6	59.3	48.3	59.8
(OPM)	7.3%	9.8%	6.7%	4.0%	3.9%	5.2%	6.1%	5.0%	6.9%	5.1%	5.9%
기타 및 연결조정	-4.2	-0.2	-3.3	-4.9	-2.7	-4.0	-3.3	-4.9	-12.5	-14.8	-14.8
세전이익	28.8	58.8	61.8	-41.6	31.2	25.3	55.6	-1.5	107.8	110.6	165.1
당기순이익	20.1	40.7	46.2	-25.0	22.7	15.7	42.2	-0.4	82.0	80.2	125.1
지배주주순이익	21.5	42.1	46.1	-25.1	23.7	17.7	42.2	-0.4	84.6	83.1	125.1
(YoY)	1916.3%	213.2%	-35.3%	적지	10.0%	-58.1%	-8.5%	적지	20.0%	-1.8%	50.7%

현지 통화 기준

매출 성장률

인도	3.4%	8.4%	0.2%	7.1%	18.5%	9.1%	9.1%	12.5%	4.9%	11.9%	10.9%
건과	15.3%	14.1%	7.1%	6.5%	7.3%	6.2%	7.3%	6.9%	10.5%	7.0%	7.0%
빙과	-5.2%	6.5%	-5.0%	7.6%	28.3%	10.2%	10.7%	17.8%	1.4%	15.3%	13.3%
카자흐스탄	-4.0%	-18.9%	-7.5%	15.5%	5.7%	20.0%	15.2%	10.7%	-3.1%	12.3%	7.3%
러시아	23.2%	22.3%	3.7%	9.0%	15.4%	10.9%	11.9%	11.3%	13.7%	12.3%	11.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

4) CJ제일제당

CJ제일제당의 2분기 연결기준 영업이익은 3,533억원(-8% YoY)으로 시장 기대치에 부합하였다(대한통운 제외 기준 2,351억원). 바이오/F&C 부문 호실적 불구, 식품 부문의 부진으로 영업이익이 전년동기 대비 감소하였다. 식품 매출은 YoY -1% 감소하고, 영업이익률은 YoY -1.6%p 하락하였다. 미주 파이 생산 차질, 국내 판매량 감소, 원재료비 부담 등으로 인해, 부진한 수익성을 시현하였다. 바이오 매출은 QoQ +21% 증가하고, 영업이익률은 9.5%를 시현하였다. 트립토판/핵산/스페셜티 아미노산 시황 약세에도 불구하고, 라이신/셀렉타 시황 호조에 힘입어 양호한 실적을 시현하였다. F&C 매출은 YoY -3% 감소하였으나, 영업이익률은 7.7%를 시현하였다. 베트남 돈가 상승이 지속되면서, 수익성이 전분기대비 개선된 것으로 판단된다.

동사는 3Q25 실적 가이드스로 매출 YoY Low single digit 증가, 영업이익률 5% 수준을 제시하였다(대한통운 제외 기준). 식품은 1) 미주 파이 생산 정상화, 2) 국내 소비경기 반등, 3) 추석 시점 차이에 따른 긍정적 영향 등으로 인해, 3분기 실적은 상반기 대비 다소 개선된 흐름을 보일 전망이다.

다만, 바이오는 유럽 라이신 시황 Peak-out과 주력 제품의 시황 악화 등으로 인해, 전분기 대비 영업이익이 크게 감소할 전망이다. 특히, 중국 경쟁사들의 공급 물량 증가 대응을 위해, 低 원당 시세를 활용한 전략적 판가 운영이 불가피한 상황이기 때문에, 트립토판 등 주력 제품의 가격 인상 시점에 수익성 개선이 강하게 나타날 가능성이 높다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	7,216	7,239	7,414	7,490	7,208	7,237	7,594	7,733	29,359	29,773	30,811
(YoY)	2.0%	0.3%	-0.4%	2.8%	-0.1%	0.0%	2.4%	3.2%	1.2%	1.4%	3.5%
대통제외	4,444	4,331	4,620	4,475	4,363	4,322	4,649	4,540	17,871	17,874	18,425
(YoY)	0.8%	-2.1%	-1.1%	2.0%	-1.8%	-0.2%	0.6%	1.5%	-0.1%	0.0%	3.1%
식품	2,832	2,705	2,972	2,844	2,925	2,687	3,045	2,879	11,353	11,536	11,872
(YoY)	2.6%	-1.0%	-1.1%	2.8%	3.3%	-0.7%	2.5%	1.2%	0.8%	1.6%	2.9%
국내	1,456	1,381	1,569	1,366	1,437	1,319	1,569	1,334	5,772	5,659	5,699
가공	1,022	867	1,056	929	998	841	1,066	919	3,873	3,824	3,900
(YoY)	17.7%	3.1%	0.2%	-1.4%	-2.4%	-3.0%	1.0%	-1.0%	4.5%	-1.3%	2.0%
소재	435	514	513	437	439	478	503	415	1,899	1,835	1,798
해외	1,375	1,324	1,403	1,479	1,488	1,369	1,476	1,544	5,581	5,877	6,173
미주	1,175	1,115	1,174	1,249	1,247	1,112	1,208	1,276	4,714	4,843	4,984
(YoY)	9.1%	7.5%	7.6%	6.3%	6.1%	-0.3%	2.9%	2.1%	7.6%	2.8%	2.9%
(USD YoY)	4.7%	3.2%	3.9%	0.8%	-2.9%	-2.6%	2.0%	4.0%	3.1%	0.2%	5.0%
미주 외	200	210	229	229	241	257	268	268	868	1,034	1,189
바이오	1,022	1,056	1,069	1,062	895	1,080	1,031	1,075	4,210	4,082	4,251
(YoY)	3.0%	1.0%	1.1%	2.3%	-12.4%	2.2%	-3.6%	1.3%	1.8%	-3.0%	4.2%
F&C	591	570	579	569	543	555	573	586	2,309	2,257	2,302
(YoY)	-10.0%	-11.7%	-5.0%	-2.1%	-8.2%	-2.6%	-1.0%	3.0%	-7.4%	-2.2%	2.0%
대한통운	2,921	3,059	2,976	3,160	2,993	3,048	3,126	3,339	12,117	12,506	12,994
기타 및 조정	-150	-152	-182	-145	-147	-134	-182	-145	-629	-607	-607
영업이익	376	384	416	377	333	353	368	369	1,553	1,424	1,528
(YoY)	48.7%	11.3%	5.1%	26.5%	-11.4%	-7.9%	-11.5%	-2.1%	20.2%	-8.3%	7.3%
(OPM)	5.2%	5.3%	5.6%	5.0%	4.6%	4.9%	4.9%	4.8%	5.3%	4.8%	5.0%
대통제외	267	265	272	215	242	235	240	224	1,020	941	1,015
(OPM)	6.0%	6.1%	5.9%	4.8%	5.6%	5.4%	5.2%	4.9%	5.7%	5.3%	5.5%
식품	185	136	161	138	129	90	173	121	620	513	559
(OPM)	6.5%	5.0%	5.4%	4.9%	4.4%	3.4%	5.7%	4.2%	5.5%	4.4%	4.7%
바이오	98	95	78	54	79	102	43	76	325	300	334
(OPM)	9.6%	9.0%	7.3%	5.1%	8.8%	9.5%	4.2%	7.0%	7.7%	7.3%	7.9%
F&C	-15	34	33	23	35	43	23	28	75	129	122
(OPM)	-2.6%	6.0%	5.6%	4.1%	6.5%	7.7%	4.0%	4.7%	3.2%	5.7%	5.3%
대한통운	109	125	142	154	85	115	126	138	531	464	494
기타 및 조정	0	-7	2	8	6	3	2	8	3	18	18
세전이익	208	201	272	-74	178	238	220	223	611	859	968
순이익	155	148	212	-153	57	209	161	164	362	592	707
(지배)순이익	92	98	159	-201	18	163	104	101	148	385	480
(YoY)	1287.0%	48.8%	-20.8%	적전	-80.8%	65.6%	-35.0%	흑전	-61.6%	159.5%	24.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

5) CJ프레시웨이/롯데칠성/하이트진로

CJ프레시웨이의 2분기 연결기준 영업이익은 274억원(-9% YoY)로 시장 컨센서스를 소폭 하회하였다. 프레시원 합병 관련 일회성 비용(약 30억원 추산) 반영으로 인해, 수익성이 시장 기대치를 소폭 하회한 것으로 판단된다. **식자재유통** 매출은 YoY +8% 증가하였다. 소비심리 및 외식 경기 부진에 따른 홀세일러 경로 매출 부진에도 불구하고, FC 경로(+17%), 온라인 경로(332억원, YoY 2.5배 성장), 원료 유통(+27.5%) 등의 매출이 크게 증가하였기 때문이다. **급식사업** 매출은 YoY +11% 증가하였다. 병원/레저 경로의 푸드서비스 매출 약세에도 불구하고, 급식식자재 유통(+14%)과 산업체 및 컨세션 푸드서비스 매출이 크게 증가하였기 때문이다.

하반기에는 소비심리 반등, 민생회복 소비쿠폰 지급 효과 등에 힘입어, 기존 외식식자재 경로의 매출 성장률이 점차 반등할 것으로 전망된다. 특히, **FC, 홀세일러 경로 등이 상반기 대비 반등**하면서, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 확대될 수 있다. **컨세션과 병원 푸드서비스 매출도 의미 있게 반등할 전망이다**. 컨세션은 인천공항 수주 효과가 기대되고, 병원 경로는 대형병원 전공의들이 의료 현장에 복귀하면서, 기존 경로 매출 회복이 기대된다.

롯데칠성의 2분기 연결기준 영업이익은 624억원(+3.5% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 상회하였다. **국내 법인의 실적 부진을 해외 법인이 만회**하면서, 시장 기대치를 소폭 상회한 것으로 판단된다. **별도기준** 매출은 전년동기 대비 -8% 감소하였고, 영업이익률은 YoY -1.3%p 하락하였다. 소비경기 부진으로 리테일과 업소 채널 판매가 모두 부진하면서, 음료와 주류 모두 매출액과 수익성이 모두 부진하였다. 주류는 마케팅 비용 절감으로 이익 감소를 일부 방어하였으나, 음료는 환율 및 원재료 단가 상승으로 원가율 부담이 상승하면서, 수익성 악화가 컸던 것으로 판단된다. 한편, **글로벌**은 필리핀/파키스탄/미얀마 모두 매출액과 영업이익률이 모두 전년동기 대비 개선되었다. **필리핀**은 매출 증가 폭은 크지 않았으나(현지통화 기준 +1% YoY), 비용 절감을 통한 수익성 개선 효과가 나타나고 있고, **파키스탄과 미얀마**는 판매량 증가와 수익성 개선이 동시에 나타난 것으로 판단된다. 특히, 미얀마는 1분기의 원액 수입 제한과 지진 이슈 등이 해소되면서, 2분기 출하 매출과 영업이익이 전분기 대비 크게 개선된 것으로 판단된다.

필리핀과 미얀마 법인의 생산이 정상화되면서, 글로벌 매출 성장률이 회복되고 있다. 특히, **필리핀**은 비용 절감을 통한 수익성 개선이 진행되고 있고, 올해 일회성 비용(연간 130억원 추산)으로 수익성의 기저가 낮을 것으로 예상되기 때문에, 내년까지 영업이익률 개선 모멘텀이 강하게 나타날 전망이다. **국내** 매출(별도기준)도 최악의 상황에서 벗어나 반등할 가능성이 높다. 소비심리 회복, 계절적 성수기 진입, 민생회복 소비쿠폰 지급 효과 등으로 인해, 편의점과 업소 채널을 중심으로 판매량이 반등할 가능성이 높기 때문이다.

하이트진로의 2분기 연결기준 영업이익은 645억원(-6% YoY) 시장 기대치를 소폭 하회하였다. 맥주 판매 회복이 예상 보다 부진하면서, 전반적인 실적 흐름이 약했던 것으로 판단된다. 가격 인상 관련 가수요 시점 차이로 인해, 2분기 맥주 판매는 증가하고 소주 판매는 감소하였다. 다만, 해당 효과를 제거한 상반기 누계 기준으로 비교해보면, 맥주 매출은 YoY -5% 감소하였고, 소주 매출은 YoY -1% 감소하였다.

주류 소비 문화가 변화하면서, 맥주 수요가 상대적으로 타격을 많이 받는 모습이다. 특히, 젊은층을 중심으로 주류 음용량이 감소하고, 하이볼/위스키 등 다른 대체재로 수요가 이동하면서, 전반적인 판매 부진이 지속되고 있다. 따라서, 하반기에는 가동률 하락 방어를 위해, 마케팅 비용 지출이 늘어날 리스크가 있는 것으로 판단된다.

CI프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	731.4	811.3	831.9	850.2	798.6	883.3	921.2	927.4	3,224.8	3,530.6	3,915.1
(YoY)	4.9%	4.1%	2.8%	7.9%	9.2%	8.9%	10.7%	9.1%	4.9%	9.5%	10.9%
식자재유통	340.6	362.9	371.6	389.7	379.9	393.1	407.8	427.5	1,464.8	1,608.3	1,791.4
(YoY)	0.2%	-0.8%	-2.0%	10.8%	11.5%	8.3%	9.7%	9.7%	1.9%	9.8%	11.4%
외식식자재	262.1	283.1	279.6	295.0	280.9	291.3	302.0	318.6	1,119.8	1,192.8	1,355.1
식품 원료	78.5	79.8	92.0	94.7	99.0	101.8	105.8	108.9	345.0	415.5	436.3
급식사업	376.8	434.3	446.1	449.2	412.4	484.0	507.0	493.4	1,706.4	1,896.7	2,098.1
(YoY)	10.5%	9.3%	7.7%	6.4%	9.4%	11.4%	13.6%	9.8%	8.3%	11.2%	10.6%
급식식자재	198.3	233.0	239.3	257.6	228.5	266.4	268.0	288.5	928.2	1,051.4	1,135.5
단체급식	178.5	201.3	206.8	191.6	183.9	217.6	238.9	204.9	778.2	845.3	962.6
기타	14.0	14.1	14.2	11.3	6.3	6.2	6.5	6.5	53.6	25.6	25.5
매출총이익	133.0	158.0	156.4	152.9	138.0	163.9	171.1	167.1	600.4	640.1	709.0
(GPM)	18.2%	19.5%	18.8%	18.0%	17.3%	18.6%	18.6%	18.0%	18.6%	18.1%	18.1%
판매비	122.5	127.9	128.2	127.8	127.4	136.5	137.6	137.6	506.3	539.0	592.4
(판매비율)	16.7%	15.8%	15.4%	15.0%	15.9%	15.4%	14.9%	14.8%	15.7%	15.3%	15.1%
영업이익	10.5	30.1	28.2	25.2	10.6	27.4	33.5	29.6	94.0	101.1	116.6
(YoY)	-16.7%	-6.1%	-6.6%	3.4%	0.8%	-8.9%	18.8%	17.4%	-5.3%	7.6%	15.3%
(OPM)	1.4%	3.7%	3.4%	3.0%	1.3%	3.1%	3.6%	3.2%	2.9%	2.9%	3.0%
세전이익	3.2	21.1	-2.6	20.1	1.6	20.0	24.3	20.8	41.8	66.7	84.5
순이익	1.3	15.9	-7.8	18.0	1.6	15.0	18.4	15.8	27.4	50.7	64.0
(지배)순이익	1.3	15.9	-8.6	17.3	1.6	15.0	17.4	14.8	25.9	48.7	60.0
(YoY)	-69.9%	-4.5%	적전	60.9%	20.2%	-5.7%	흑전	-14.6%	-52.4%	88.0%	23.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데칠성 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	936.9	1,099.2	1,065.0	923.3	910.3	1,087.3	1,093.8	964.5	4,024.5	4,055.9	4,212.9
(YoY)	37.8%	38.1%	28.3%	0.5%	-2.8%	-1.1%	2.7%	4.5%	24.8%	0.8%	3.9%
별도기준	646.1	740.0	743.2	593.6	601.1	681.0	744.1	609.5	2,723.0	2,635.8	2,699.9
(YoY)	2.4%	0.5%	-3.4%	-4.5%	-7.0%	-8.0%	0.1%	2.7%	-1.2%	-3.2%	2.4%
음료	431.3	537.9	539.1	401.4	408.2	491.9	548.0	414.5	1,909.7	1,862.7	1,910.6
(YoY)	2.0%	0.0%	-5.1%	-5.5%	-5.4%	-8.5%	1.7%	3.3%	-2.2%	-2.5%	2.6%
주류	214.8	202.2	204.2	192.2	192.9	189.1	196.0	195.0	813.4	773.1	789.3
(YoY)	3.4%	2.0%	1.5%	-2.4%	-10.2%	-6.5%	-4.0%	1.5%	1.2%	-5.0%	2.1%
연결-별도	290.7	359.2	321.8	329.7	309.2	406.3	349.7	354.9	1,301.5	1,420.1	1,513.0
펄스발라핀	241.2	286.0	242.3	260.0	254.2	303.4	262.4	278.6	1,029.5	1,098.6	1,158.6
영업이익	36.8	60.2	78.7	9.2	25.0	62.4	84.4	30.4	184.9	202.2	221.2
(YoY)	-38.0%	1.8%	-6.6%	15.6%	-31.9%	3.5%	7.2%	230.6%	-12.2%	9.3%	9.4%
(OPM)	3.9%	5.5%	7.4%	1.0%	2.7%	5.7%	7.7%	3.2%	4.6%	5.0%	5.2%
별도기준	36.6	38.6	62.6	1.1	27.2	26.6	61.8	16.0	138.8	131.7	140.0
(YoY)	-35.2%	-23.1%	-18.0%	-91.4%	-25.6%	-31.0%	-1.2%	1379.3%	-29.0%	-5.1%	6.3%
(OPM)	5.7%	5.2%	8.4%	0.2%	4.5%	3.9%	8.3%	2.6%	5.1%	5.0%	5.2%
음료	23.9	35.4	52.8	-8.0	13.0	23.7	52.4	6.8	104.1	95.9	103.7
(OPM)	5.5%	6.6%	9.8%	-2.0%	3.2%	4.8%	9.6%	1.6%	5.5%	5.1%	5.4%
주류	12.7	3.2	9.7	9.1	14.2	2.9	9.5	9.2	34.7	35.8	36.3
(OPM)	5.9%	1.6%	4.8%	4.7%	7.4%	1.5%	4.8%	4.7%	4.3%	4.6%	4.6%
연결-별도	0.1	21.7	16.1	8.1	-2.2	35.8	22.5	14.4	46.1	70.5	81.1
세전이익	22.2	38.5	58.8	-23.0	10.7	37.2	64.9	10.4	96.5	123.2	141.5
순이익	16.1	21.1	44.5	-21.7	5.4	27.7	47.4	7.7	60.0	88.3	103.3
(지배)순이익	17.6	19.3	43.8	-21.6	7.0	24.8	45.5	4.6	59.1	81.9	93.3
(YoY)	-41.2%	-39.7%	-34.2%	적전	-60.1%	28.4%	3.9%	흑전	-64.4%	38.6%	13.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

하이트진로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	621.1	665.2	685.7	627.1	612.8	646.6	678.2	614.9	2,599.2	2,552.5	2,568.1
(YoY)	2.9%	3.7%	4.8%	1.0%	-1.3%	-2.8%	-1.1%	-1.9%	3.1%	-1.8%	0.6%
별도기준	545.4	597.3	617.3	569.0	546.2	573.8	609.8	556.9	2,329.0	2,286.7	2,302.3
(YoY)	0.8%	4.8%	7.7%	1.1%	0.2%	-3.9%	-1.2%	-2.1%	3.7%	-1.8%	0.7%
맥주	191.4	204.3	244.7	179.1	171.8	206.6	241.1	176.6	819.5	796.1	797.0
(YoY)	9.9%	-6.7%	5.0%	-6.0%	-10.3%	1.2%	-1.5%	-1.4%	0.3%	-2.8%	0.1%
제품	170.1	179.2	217.5	154.8	150.0	182.9	213.4	151.9	721.7	698.2	695.1
(YoY)	10.6%	-7.5%	4.7%	-8.5%	-11.8%	2.1%	-1.9%	-1.9%	-0.4%	-3.3%	-0.4%
상품/기타	21.3	25.1	27.2	24.3	21.8	23.7	27.7	24.7	97.8	98.0	101.9
소주	330.2	351.5	329.3	348.1	343.8	334.2	330.6	344.2	1,294.1	1,284.2	1,284.2
(YoY)	0.0%	12.3%	6.2%	4.8%	4.1%	-4.9%	0.4%	-1.1%	5.6%	-0.8%	0.0%
기타	23.8	41.5	43.3	41.8	30.6	32.9	38.2	36.1	215.5	206.4	221.1
연결-별도	75.8	67.9	68.4	58.0	66.6	72.8	68.4	58.0	270.1	265.8	265.8
매출총이익	280.3	315.4	314.7	274.9	276.4	303.8	320.8	286.5	1,185.2	1,187.5	1,197.6
(GPM)	45.1%	47.4%	45.9%	43.8%	45.1%	47.0%	47.3%	46.6%	45.6%	46.5%	46.6%
별도기준	244.2	284.1	282.0	249.7	245.1	266.8	287.1	255.8	1,060.0	1,054.8	1,065.0
(GPM)	44.8%	47.6%	45.7%	43.9%	44.9%	46.5%	47.1%	45.9%	45.5%	46.1%	46.3%
연결-별도	36.0	31.3	32.7	25.2	31.3	36.9	33.7	30.7	125.3	132.6	132.6
판매비	231.9	247.2	244.5	253.6	213.7	239.3	257.8	250.6	977.1	961.4	969.8
(판매비율)	37.3%	37.2%	35.6%	40.4%	34.9%	37.0%	38.0%	40.8%	37.6%	37.7%	37.8%
별도기준	203.5	219.2	215.3	220.5	185.0	207.3	228.7	217.5	858.5	838.4	846.8
(판매비율)	37.3%	36.7%	34.9%	38.7%	33.9%	36.1%	37.5%	39.1%	36.9%	36.7%	36.8%
연결-별도	28.4	28.0	29.2	33.1	28.7	32.0	29.2	33.1	118.6	123.0	123.0
영업이익	48.4	68.2	70.2	21.3	62.7	64.5	63.0	35.9	208.1	226.1	227.8
(YoY)	25.0%	472.6%	61.5%	-28.5%	29.7%	-5.6%	-10.3%	68.3%	68.0%	8.6%	0.8%
(OPM)	7.8%	10.3%	10.2%	3.4%	10.2%	10.0%	9.3%	5.8%	8.0%	8.9%	8.9%
별도기준	40.7	64.9	66.7	29.2	60.2	59.6	58.5	38.3	201.5	216.4	218.2
(YoY)	18.0%	1064.6%	101.5%	1.8%	47.7%	-8.2%	-12.4%	31.1%	97.9%	7.4%	0.8%
(OPM)	7.5%	10.9%	10.8%	5.1%	11.0%	10.4%	9.6%	6.9%	8.7%	9.5%	9.5%
연결-별도	7.6	3.3	3.5	-7.8	2.6	4.9	4.5	-2.3	6.6	9.6	9.6
세전이익	38.0	59.3	52.4	-22.8	51.6	44.7	60.9	33.7	126.9	190.9	194.2
순이익	26.2	43.9	43.8	-18.1	38.0	32.9	43.5	24.3	95.7	138.7	138.8
(지배)순이익	26.3	43.8	43.8	-18.1	38.0	33.1	43.5	24.3	95.9	138.9	138.8
(YoY)	19.4%	흑전	101.0%	적지	44.8%	-24.6%	-0.8%	흑전	168.9%	44.9%	0.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치



기업분석

삼양식품
(003230)

BUY(Maintain)/목표주가 1,850,000원
수출 대장주의 위용

KT&G
(033780)

BUY(Maintain)/목표주가 170,000원
주주환원 우등생

롯데월드
(280360)

BUY(Maintain)/목표주가 163,000원
반가운 내수 소비 회복

CJ
(001040)

BUY(Maintain)/목표주가 200,000원
무한한 성장 스토리

이마트
(139480)

BUY(Maintain)/목표주가 130,000원
구체화되는 구조조정

현대백화점
(069960)

BUY(Maintain)/목표주가 100,000원
인바운드로 확장되는 모멘텀



BUY(Maintain)

목표주가 1,850,000원 (상향)

주가(8/26) 1,501,000원

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

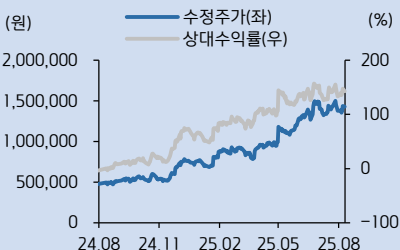
Stock Data

KOSPI (8/26)	3,179.36pt	
시가총액	113,071억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	1,502,000원	470,000원
최고/최저가 대비 등락	-0.1%	219.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	12.2%
	6M	71.3%
	1Y	203.2%
		12.8%
		42.3%
		157.3%

Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	54천주
외국인 지분율	18.8%
배당수익률(25E)	0.3%
BPS(25E)	158,392원
주요 주주	삼양라운드스퀘어 외 6인 45.0%

Price Trend



수출 대장주의 위용

>>> 월별 수출 증가 모멘텀 지속 전망

하반기 삼양식품의 분기별 영업이익은 관세 부담 및 고정비 증가 부담에도 불구하고, 밀양 2공장 가동을 상생과 가격 인상 등에 힘입어 완만한 성장세를 지속할 전망이다. 특히, 월별 라면 수출 데이터가 8월을 저점으로 반등할 가능성이 높다. 밀양 2공장 가동으로 수요 증가에 대한 대응이 용이해졌고, 올해 10월 중국 국경절, 11월 중국 광군제, 12월 미국 연말 소비시즌 등을 앞두고 있기 때문이다.

>>> 영업이익은 1Q26 급증 전망

특히, 전사 영업이익이 내년 1분기에 급증할 것으로 기대된다. 가격 인상 효과가 온전히 반영될 가능성이 높고, 미국 코스트코 커버리지 확대와 중국 춘절 물량 이연 반영 등의 영향으로 판매량이 급격하게 증가할 가능성이 높기 때문이다. 내년 춘절은 2/16으로 늦은 편이기 때문에, 중국 춘절 관련 매출이 4Q25보다 1Q26에 집중될 가능성이 높다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 185만원

삼양식품에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 185만원으로 상향한다(실적 추정치 참조 기간 변경). 동사는 밀양 2공장 가동, 선진 시장 판매량 확대, 가격 인상 등에 힘입어, 전사 실적 개선이 지속될 것으로 기대된다. 또한, 27년초에 중국 신공장 증설을 앞두고 있기 때문에, 밸류에이션 상승 모멘텀이 발생할 가능성도 충분하다.

(실역원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,323.5	2,869.0	3,367.9
영업이익	147.5	344.6	525.8	705.3	848.9
EBITDA	179.7	390.6	581.9	765.7	924.6
세전이익	156.3	351.6	533.3	720.1	875.4
순이익	126.6	271.3	405.5	545.8	663.5
지배주주지분순이익	126.3	272.0	406.2	545.8	663.5
EPS(원)	16,761	36,106	53,917	72,459	88,085
증감률(% YoY)	58.2	115.4	49.3	34.4	21.6
PER(배)	12.9	21.2	27.8	20.7	17.0
PBR(배)	2.88	7.05	9.48	6.63	4.85
EV/EBITDA(배)	9.7	14.8	19.1	14.1	11.0
영업이익률(%)	12.4	19.9	22.6	24.6	25.2
ROE(%)	24.8	39.4	40.4	37.7	32.9
순차입금비용(%)	17.8	3.0	-17.5	-31.3	-47.3

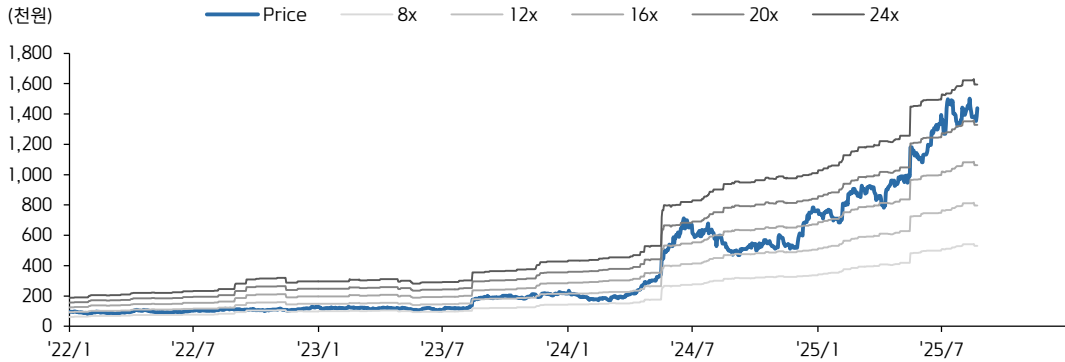
자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	553.1	610.2	631.2	1,728.0	2,323.5	2,869.0
(YoY)	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	30.3%	39.0%	31.8%	44.9%	34.5%	23.5%
국내	96.8	92.3	98.1	105.0	105.0	112.9	105.1	112.5	392.1	435.5	452.4
(YoY)	10.4%	-3.3%	2.7%	0.0%	8.5%	22.3%	7.1%	7.2%	2.2%	11.1%	3.9%
해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	440.2	505.2	518.7	1,335.9	1,888.0	2,416.6
(YoY)	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	46.7%	32.5%	48.2%	38.7%	65.1%	41.3%	28.0%
매출총이익	163.5	192.4	191.1	176.1	244.9	255.5	271.6	281.4	723.2	1,053.4	1,317.9
(GPM)	42.4%	45.3%	43.5%	36.8%	46.3%	46.2%	44.5%	44.6%	41.9%	45.3%	45.9%
판매비	83.4	102.9	103.8	88.4	110.9	135.4	135.8	145.5	378.6	527.7	612.6
(판매비율)	21.6%	24.3%	23.7%	18.5%	21.0%	24.5%	22.3%	23.1%	21.9%	22.7%	21.4%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	120.1	135.8	135.9	344.6	525.8	705.3
(YoY)	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	34.2%	55.5%	55.0%	133.6%	52.6%	34.1%
(OPM)	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	21.7%	22.2%	21.5%	19.9%	22.6%	24.6%
세전이익	84.2	92.3	79.5	95.7	135.0	104.9	146.6	146.8	351.6	533.3	720.1
순이익	66.5	70.3	58.7	75.7	99.0	84.1	111.1	111.3	271.3	405.5	545.8
(지배)순이익	66.5	70.5	58.9	76.1	99.1	84.5	111.1	111.3	272.0	406.2	545.8
(YoY)	197.9%	102.4%	55.9%	142.9%	49.0%	19.8%	88.8%	46.4%	115.4%	49.3%	34.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

삼양식품 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,192.9	1,728.0	2,323.5	2,869.0	3,367.9
매출원가	776.2	1,004.8	1,270.1	1,551.1	1,810.6
매출총이익	416.7	723.2	1,053.4	1,317.9	1,557.3
판매비	269.2	378.6	527.7	612.6	708.4
영업이익	147.5	344.6	525.8	705.3	848.9
EBITDA	179.7	390.6	581.9	765.7	924.6
영업외손익	8.8	7.1	7.5	14.8	26.5
이자수익	5.4	9.8	8.7	13.3	22.3
이자비용	12.2	14.4	10.5	7.8	5.1
외환관련이익	27.3	45.8	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	25.5	18.4	25.0	25.0	25.0
종속 및 관계기업손익	5.5	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	8.3	-15.9	9.1	9.1	9.1
법인세차감전이익	156.3	351.6	533.3	720.1	875.4
법인세비용	29.7	80.4	127.8	174.3	211.8
계속사업손익	126.6	271.3	405.5	545.8	663.5
당기순이익	126.6	271.3	405.5	545.8	663.5
지배주주순이익	126.3	272.0	406.2	545.8	663.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	31.2	44.9	34.5	23.5	17.4
영업이익 증감율	63.2	133.6	52.6	34.1	20.4
EBITDA 증감율	55.9	117.4	49.0	31.6	20.8
지배주주순이익 증감율	58.3	115.4	49.3	34.4	21.6
EPS 증감율	58.2	115.4	49.3	34.4	21.6
매출총이익율(%)	34.9	41.9	45.3	45.9	46.2
영업이익율(%)	12.4	19.9	22.6	24.6	25.2
EBITDA Margin(%)	15.1	22.6	25.0	26.7	27.5
지배주주순이익율(%)	10.6	15.7	17.5	19.0	19.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168.1	357.9	350.2	421.5	519.2
당기순이익	126.6	271.3	405.5	545.8	663.5
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	-9.6	-36.3	-34.1
매출채권및기타채권의감소	0.2	-15.6	-9.4	-34.7	-31.7
재고자산의감소	-38.9	4.6	-47.1	-45.8	-41.9
매입채무및기타채무의증가	20.7	-6.9	49.9	45.7	41.8
기타	10.2	10.5	-3.0	-1.5	-2.3
기타현금흐름	-28.0	-45.2	-127.7	-174.3	-211.8
투자활동 현금흐름	-23.7	-214.3	-174.4	-189.8	-70.8
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	15.6	20.2	29.2
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	102.1	140.6	167.3
현금 및 현금성자산의 순증가	121.8	116.1	133.0	257.6	499.2
기초현금 및 현금성자산	96.9	218.7	334.8	467.9	725.5
기말현금 및 현금성자산	218.7	334.8	467.9	725.5	1,224.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	497.3	682.1	871.6	1,209.8	1,782.5
현금 및 현금성자산	218.7	334.8	467.9	725.5	1,224.6
단기금융자산	22.8	15.6	15.6	15.6	15.6
매출채권 및 기타채권	81.4	138.4	147.8	182.5	214.2
재고자산	142.2	148.0	195.1	240.9	282.8
기타유동자산	32.2	45.3	45.2	45.3	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	1,918.1	2,405.9	3,002.9
유동부채	402.0	492.4	509.6	555.3	599.2
매입채무 및 기타채무	175.3	246.1	296.0	341.7	383.5
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	714.4	690.6	662.9
자본지분	564.8	816.8	1,193.2	1,704.7	2,329.5
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	1,146.2	1,657.8	2,282.5
비지배지분	12.0	11.2	10.5	10.5	10.5
자본총계	576.8	828.0	1,203.7	1,715.2	2,340.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,761	36,106	53,917	72,459	88,085
BPS	74,979	108,436	158,392	226,297	309,233
CFPS	27,072	54,487	64,723	83,912	101,575
DPS	2,100	3,300	4,000	4,600	5,200
주가배수(배)					
PER	12.9	21.2	27.8	20.7	17.0
PER(최고)	13.9	22.2	28.5		
PER(최저)	6.2	4.7	12.4		
PBR	2.88	7.05	9.48	6.63	4.85
PBR(최고)	3.11	7.38	9.69		
PBR(최저)	1.38	1.56	4.21		
PSR	1.36	3.33	4.87	3.94	3.36
PCFR	8.0	14.0	23.2	17.9	14.8
EV/EBITDA	9.7	14.8	19.1	14.1	11.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	12.4	9.1	7.4	6.3	5.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
ROA	12.1	19.6	23.1	25.2	24.5
ROE	24.8	39.4	40.4	37.7	32.9
ROIC	18.6	34.3	44.4	50.3	54.3
매출채권회전율	14.3	15.7	16.2	17.4	17.0
재고자산회전율	9.4	11.9	13.5	13.2	12.9
부채비율	102.9	92.6	59.4	40.3	28.3
순차입금비율	17.8	3.0	-17.5	-31.3	-47.3
이자보상배율, 현금	12.1	23.9	50.1	90.2	164.9
총차입금	344.1	375.2	273.0	203.5	134.0
순차입금	102.6	24.8	-210.4	-537.5	-1,106.2
EBITDA	179.7	390.6	581.9	765.7	924.6
FCF	94.0	62.9	256.4	348.7	585.1

KT&G (033780)



BUY(Maintain)

목표주가 170,000원

주가(8/26) 137,500원

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

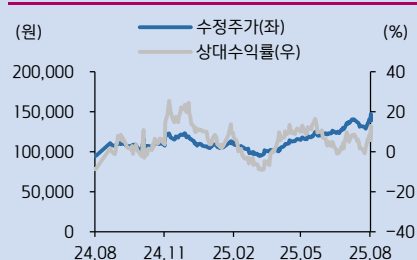
Stock Data

KOSPI (8/26)		3,179.36pt
시가총액		167,836억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	147,200원	95,000원
최고/최저가 대비 등락	-6.6%	44.7%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.8%
	6M	32.1%
	1Y	25.7%
		4.3%
		9.7%
		6.7%

Company Data

발행주식수	122,062천주	
일평균 거래량(3M)	350천주	
외국인 지분율	41.8%	
배당수익률(25E)	4.2%	
BPS(25E)	76,979원	
주요 주주	First Eagle Investment Management, LLC	8.0%

Price Trend



주주환원 우등생

>>> 해외 궤련 성장세 긍정적

KT&G는 해외 궤련 가격 인상 및 판매량 증가에 힘입어, 올해도 안정적인 이익 성장이 가능할 전망이다. 특히, 카자흐스탄 신공장 증설 등을 통해, 해외법인의 비중 확대가 두드러질 전망이다. 국내도 담뱃세와 가격 인상 여력이 남아 있기 때문에, 중기적인 이익 성장 여력도 충분한 편이다.

>>> 주주환원 우등생

올해도 동사의 주주환원정책이 계획대로 진행되고 있다. 2분기 실적발표 이후, 총 발행주식 수의 1.7% 규모의 자사주 매입 소각을 발표하였고, 비핵심자산 매각을 통한 추가 자사주 매입 및 소각 정책의 추진 가능성도 열려 있다. 또한, 주당 중간배당금을 200원 상향하면서, 올해 기말배당금의 추가 상향도 기대할 수 있는 상황으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원

KT&G에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원을 유지한다. 동사는 안정적인 수익성과 현금흐름을 바탕으로 주주환원정책을 점차 강화해 나가고 있다. 특히, 최근 금리 인하 기대감이 확대되고 있기 때문에, 고배당주인 동사의 매력도는 점차 확대될 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,247.2	6,400.1	6,565.9
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,318.9	1,407.2	1,453.1
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,553.2	1,714.7	1,810.3
세전이익	1,248.4	1,565.8	1,360.1	1,520.2	1,572.6
순이익	922.4	1,165.0	1,019.4	1,124.9	1,163.7
지배주주지분순이익	902.7	1,165.7	1,016.9	1,124.9	1,163.7
EPS(원)	6,615	8,975	8,112	9,426	10,221
증감률(% YoY)	-10.6	35.7	-9.6	16.2	8.4
PER(배)	13.1	11.9	17.0	14.6	13.5
PBR(배)	1.27	1.45	1.79	1.69	1.60
EV/EBITDA(배)	7.6	9.1	11.0	10.2	9.6
영업이익률(%)	19.9	20.1	21.1	22.0	22.1
ROE(%)	9.8	12.7	11.0	12.2	12.2
순차입금비용(%)	-11.9	-4.1	2.3	6.3	5.1

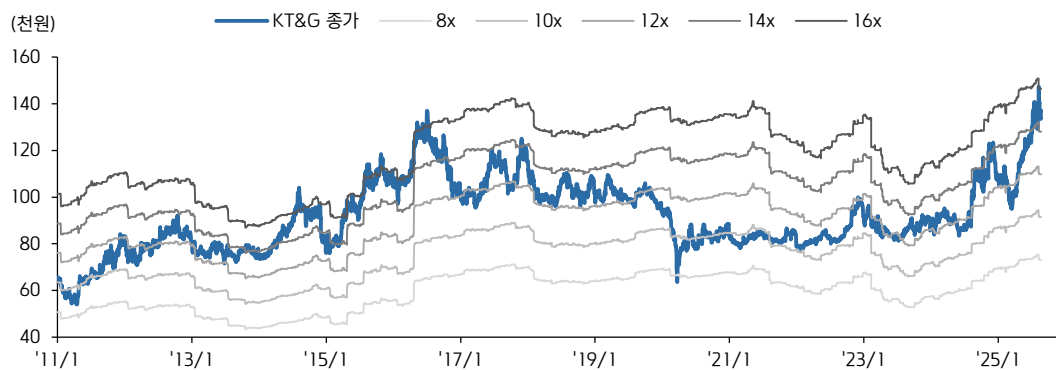
자료: 키움증권 리서치센터

KT&G 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,292	1,424	1,636	1,556	1,491	1,548	1,687	1,521	5,909	6,247	6,400
(YoY)	-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	8.7%	3.1%	-2.3%	0.8%	5.7%	2.4%
담배	857	990	1,048	1,012	988	1,091	1,090	1,035	3,906	4,204	4,329
(YoY)	-0.1%	11.5%	7.7%	13.2%	15.3%	10.2%	4.0%	2.3%	8.1%	7.6%	3.0%
국내	513	566	588	542	512	548	563	542	2,208	2,165	2,137
(YoY)	-0.9%	2.9%	0.6%	-0.7%	-0.2%	-3.1%	-4.2%	0.0%	0.5%	-2.0%	-1.3%
NGP	130	137	157	135	139	140	148	146	559	573	598
관련	383	429	431	407	374	408	415	395	1,649	1,592	1,539
해외	338	420	456	461	470	525	524	485	1,675	2,003	2,155
(YoY)	0.4%	26.5%	19.9%	34.1%	38.9%	25.1%	14.7%	5.1%	20.3%	19.6%	7.6%
NGP	46	60	37	82	21	56	60	60	225	197	240
관련	292	359	420	380	449	469	464	425	1,450	1,806	1,915
(YoY)	10.1%	35.3%	30.5%	35.2%	53.9%	30.6%	10.5%	11.9%	28.0%	24.6%	6.0%
매출 증감률											
국내 NGP	1.7%	10.9%	15.2%	2.5%	6.5%	2.0%	-5.7%	8.4%	7.6%	2.4%	4.5%
국내 관련	-1.7%	0.5%	-3.8%	-1.7%	-2.4%	-4.8%	-3.7%	-2.7%	-1.7%	-3.5%	-3.3%
해외 관련	10.1%	35.3%	30.5%	35.2%	53.9%	30.6%	10.5%	11.9%	28.0%	24.6%	6.0%
판매량 증감률											
국내 NGP	3.9%	7.6%	12.5%	6.8%	7.0%	0.0%	3.6%	6.9%	7.8%	4.3%	7.6%
국내 관련	-3.1%	-0.4%	-4.6%	-3.4%	-4.8%	-5.1%	-3.6%	-1.7%	-2.9%	-3.8%	-2.8%
해외 관련	-4.6%	16.2%	10.1%	21.4%	22.8%	9.2%	2.9%	8.0%	10.4%	10.1%	5.0%
건기식	308	265	406	322	314	221	412	309	1,302	1,256	1,284
(YoY)	-19.7%	1.6%	-1.7%	-4.0%	1.9%	-16.8%	1.6%	-4.1%	-6.6%	-3.5%	2.2%
부동산	45	81	99	137	100	144	100	91	361	435	435
기타	82	88	84	86	88	93	84	86	340	351	351
영업이익	237	322	418	213	286	350	423	261	1,189	1,319	1,407
(YoY)	-25.3%	30.8%	2.7%	7.3%	20.7%	8.7%	1.2%	22.6%	1.8%	10.9%	6.7%
(OPM)	18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	22.6%	25.1%	17.1%	20.1%	21.1%	22.0%
담배	207	316	333	224	253	322	335	241	1,080	1,151	1,265
(OPM)	24.1%	32.0%	31.8%	22.1%	25.6%	29.5%	30.8%	23.2%	27.6%	27.4%	29.2%
건기식	23	-2	69	6	18	6	75	0	96	100	101
(OPM)	7.5%	-0.6%	17.0%	1.7%	5.8%	2.8%	18.3%	0.0%	7.4%	7.9%	7.8%
부동산	3	3	13	-23	10	18	11	18	-5	57	30
기타	4	4	1	2	4	4	1	2	11	11	11
세전이익	368	432	319	447	337	189	498	336	1,566	1,360	1,520
순이익	286	313	241	325	258	144	369	249	1,165	1,019	1,125
(지배)순이익	286	313	241	325	256	143	369	249	1,166	1,017	1,125
(YoY)	5.9%	55.8%	-23.1%	176.8%	-10.7%	-54.2%	52.8%	-23.3%	29.1%	-12.8%	10.6%

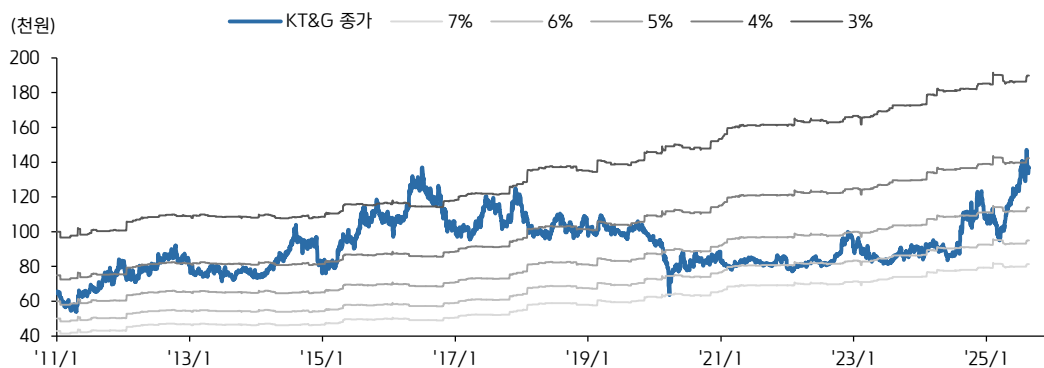
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

KT&G FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

KT&G FW12M 배당수익률 밴드 추이



자료: Fn Guide

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,862.6	5,908.8	6,247.2	6,400.1	6,565.9
매출원가	3,054.4	3,006.8	3,158.7	3,240.5	3,320.7
매출총이익	2,808.2	2,902.0	3,088.4	3,159.6	3,245.2
판매비	1,640.9	1,713.2	1,769.6	1,752.4	1,792.1
영업이익	1,167.3	1,188.8	1,318.9	1,407.2	1,453.1
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,553.2	1,714.7	1,810.3
영업외손익	81.0	377.0	41.2	113.0	119.4
이자수익	74.7	115.6	109.8	81.6	88.0
이자비용	45.7	42.1	46.4	46.4	46.4
외환관련이익	159.5	469.1	50.0	50.0	50.0
외환관련손실	135.9	105.4	150.0	50.0	50.0
중속 및 관계기업손익	9.6	19.2	19.2	19.2	19.2
기타	18.8	-79.4	58.6	58.6	58.6
법인세차감이익	1,248.4	1,565.8	1,360.1	1,520.2	1,572.6
법인세비용	318.8	393.7	340.7	395.2	408.9
계속사업손손익	929.5	1,172.1	1,019.4	1,124.9	1,163.7
당기순이익	922.4	1,165.0	1,019.4	1,124.9	1,163.7
지배주주순이익	902.7	1,165.7	1,016.9	1,124.9	1,163.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.2	0.8	5.7	2.4	2.6
영업이익 증감율	-7.9	1.8	10.9	6.7	3.3
EBITDA 증감율	-3.8	0.2	11.8	10.4	5.6
지배주주순이익의 증감율	-11.1	29.1	-12.8	10.6	3.4
EPS 증감율	-10.6	35.7	-9.6	16.2	8.4
매출총이익율(%)	47.9	49.1	49.4	49.4	49.4
영업이익율(%)	19.9	20.1	21.1	22.0	22.1
EBITDA Margin(%)	23.6	23.5	24.9	26.8	27.6
지배주주순이익율(%)	15.4	19.7	16.3	17.6	17.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,266.0	822.3	1,370.7	1,456.0	1,526.0
당기순이익	922.4	1,165.0	1,019.4	1,124.9	1,163.7
비현금항목의 가감	538.6	349.1	724.6	852.5	915.7
유형자산감가상각비	210.8	219.1	202.9	276.4	326.2
무형자산감가상각비	30.2	31.2	31.4	31.2	31.0
지분법평가손익	-9.6	-19.2	-19.2	-19.2	-19.2
기타	307.2	118.0	509.5	564.1	577.7
영업활동자산부채증감	185.4	-365.4	-32.7	-126.1	-144.5
매출채권및기타채권의감소	-45.3	-97.3	-43.2	-47.4	-51.5
채고자산의감소	19.0	-175.5	0.8	-75.9	-82.3
매입채무및기타채무의증가	338.1	32.9	20.2	9.1	9.9
기타	-126.4	-125.5	-10.5	-11.9	-20.6
기타현금흐름	-380.4	-326.4	-340.6	-395.3	-408.9
투자활동 현금흐름	-848.3	-529.7	-218.7	-273.8	-458.0
유형자산의 취득	-472.8	-767.5	-710.0	-620.0	-620.0
유형자산의 처분	7.3	21.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-39.6	-27.7	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-356.9	-132.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-82.7	-82.4	389.2	272.5	81.7
기타	96.4	458.8	132.1	103.7	110.3
재무활동 현금흐름	-775.8	-293.4	-1,102.4	-1,281.6	-1,240.7
차입금의 증가(감소)	352.6	907.6	156.7	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-302.7	-546.8	-600.0	-600.0	-550.0
배당금지급	-776.4	-586.6	-588.4	-610.9	-620.1
기타	-49.3	-67.6	-70.7	-70.7	-70.6
기타현금흐름	-10.9	104.9	-100.6	-7.5	341.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-369.1	104.0	-51.1	-106.8	168.7
기초현금 및 현금성자산	1,401.0	1,032.0	1,136.0	1,084.9	978.1
기말현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	1,084.9	978.1	1,146.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418.4	7,176.3	6,778.4	6,522.4	6,743.2
현금 및 현금성자산	1,032.0	1,136.0	1,084.9	978.1	1,146.8
단기금융자산	696.0	778.5	389.2	116.8	35.0
매출채권 및 기타채권	1,771.9	1,895.5	1,938.7	1,986.1	2,037.6
채고자산	2,763.8	3,101.3	3,100.5	3,176.4	3,258.7
기타유동자산	154.7	265.0	265.1	265.0	265.1
비유동자산	6,354.1	6,748.9	7,273.9	7,635.6	7,947.7
투자자산	2,700.8	2,852.3	2,871.5	2,890.7	2,910.0
유형자산	2,096.5	2,664.4	3,171.5	3,515.1	3,809.0
무형자산	175.0	179.7	178.3	177.1	176.1
기타비유동자산	1,381.8	1,052.5	1,052.6	1,052.7	1,052.6
자산총계	12,772.5	13,925.2	14,052.3	14,158.0	14,690.9
유동부채	2,672.4	3,142.9	3,319.7	3,328.8	3,338.7
매입채무 및 기타채무	2,323.2	2,335.5	2,355.7	2,364.8	2,374.7
단기금융부채	107.8	472.3	629.0	629.0	629.0
기타유동부채	241.4	335.1	335.0	335.0	335.0
비유동부채	805.1	1,423.9	1,423.9	1,423.9	1,423.9
장기금융부채	515.4	1,056.9	1,056.9	1,056.9	1,056.9
기타비유동부채	289.7	367.0	367.0	367.0	367.0
부채총계	3,477.5	4,566.8	4,743.6	4,752.7	4,762.6
자본지분	9,174.4	9,239.2	9,186.9	9,283.5	9,806.5
자본금	955.0	955.0	955.0	955.0	955.0
자본잉여금	533.8	535.0	535.0	535.0	535.0
기타자본	-1,236.9	-1,030.5	-932.8	-835.0	-835.0
기타포괄손익누계액	-56.6	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
이익잉여금	8,979.1	8,783.2	8,633.2	8,632.0	9,155.0
비지배지분	120.5	119.3	121.8	121.8	121.8
자본총계	9,294.9	9,358.5	9,308.7	9,405.3	9,928.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,615	8,975	8,112	9,426	10,221
BPS	68,557	73,700	76,979	81,540	86,133
CFPS	10,706	11,657	13,912	16,569	18,264
DPS	5,200	5,400	5,800	6,000	6,200
주가배수(배)					
PER	13.1	11.9	17.0	14.6	13.5
PER(최고)	14.6	14.1	15.8		
PER(최저)	12.2	9.3	11.7		
PBR	1.27	1.45	1.79	1.69	1.60
PBR(최고)	1.41	1.72	1.67		
PBR(최저)	1.18	1.13	1.23		
PSR	2.02	2.35	2.76	2.56	2.38
PCFR	8.1	9.2	9.9	8.3	7.5
EV/EBITDA	7.6	9.1	11.0	10.2	9.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	64.1	50.5	59.9	55.1	55.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	6.0	5.0	4.2	4.4	4.5
ROA	7.4	8.7	7.3	8.0	8.1
ROE	9.8	12.7	11.0	12.2	12.2
ROIC	18.5	17.5	16.7	16.2	15.7
매출채권회전율	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3
채고자산회전율	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
부채비율	37.4	48.8	51.0	50.5	48.0
순차입금비율	-11.9	-4.1	2.3	6.3	5.1
이자보상배율, 현금	25.5	28.2	28.4	30.3	31.3
총차입금	623.2	1,529.3	1,685.9	1,685.9	1,685.9
순차입금	-1,104.8	-385.2	211.8	591.1	504.1
EBITDA	1,386.3	1,389.5	1,553.2	1,714.7	1,810.3
FCF	759.6	17.0	450.2	572.7	637.9

롯데웰푸드 (280360)



BUY(Maintain)

목표주가 163,000원

주가(8/26) 117,700원

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

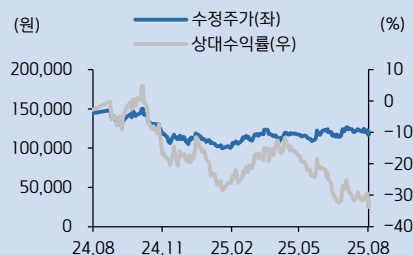
Stock Data

KOSPI (8/26)		3,179.36pt
시가총액		10,951억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	150,700원	99,900원
최고/최저가 대비 등락	-21.9%	17.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	-3.5%
	6M	4.3%
	1Y	-21.0%
		-33.0%

Company Data

발행주식수	9,305천주
일평균 거래량(3M)	19천주
외국인 지분율	12.4%
배당수익률(25E)	3.0%
BPS(25E)	231,791원
주요 주주	롯데지주 외 16 인
	70.1%

Price Trend



반가운 내수 소비 회복

>>> 내수 소비 반등 수혜 기대

롯데웰푸드의 국내 매출은 1) 소비심리 반등, 2) 민생회복 소비쿠폰 지급 효과, 3) 전년대비 우호적인 일기 환경 등에 힘입어, 매출 성장률이 반등할 전망이다. 특히, 빙과는 소비쿠폰 사용처인 편의점/아이스크림 전문점/일반 슈퍼 채널의 매출 비중이 높고, 바스켓으로 구매하는 경향이 크기 때문에, 매출 반등 효과가 상대적으로 강하게 나타날 전망이다.

>>> 원재료 투입단가 하락 긍정적

동사의 주요 제품은 주요 국가에서 가격 인상이 완료되었고, 글로벌 코코아 시세는 하락 전환하고 있다. 지속되는 가격 인상으로 코코아 관련 제품들의 글로벌 수요가 감소하면서, 가수요와 투기수요가 완화되고 있기 때문이다. 이에 따라, 올해 4분기부터 원재료 투입단가 하락 효과가 나타나면서, 전사 수익성 개선 모멘텀이 강해질 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 163,000원

롯데웰푸드에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 163,000원을 유지한다. 동사는 올해 생산성 개선을 위한 일회성 비용 반영(230억원) 부담이 있으나, 중기적으로 국내 수요 반등과 마진 스프레드 개선에 힘입어, 전사 실적이 크게 반등할 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,066.4	4,044.3	4,196.9	4,302.1	4,404.9
영업이익	177.0	157.1	147.3	198.2	233.7
EBITDA	367.7	361.0	372.6	447.7	481.8
세전이익	109.8	107.8	110.6	165.1	205.3
순이익	67.8	82.0	80.2	125.1	155.6
지배주주지분순이익	70.5	84.6	83.1	125.1	155.6
EPS(원)	7,476	8,969	8,803	13,264	16,494
증감률(% YoY)	26.0	20.0	-1.8	50.7	24.4
PER(배)	16.6	12.4	13.4	8.9	7.1
PBR(배)	0.57	0.49	0.51	0.49	0.46
EV/EBITDA(배)	5.5	5.6	5.8	4.7	4.1
영업이익률(%)	4.4	3.9	3.5	4.6	5.3
ROE(%)	3.5	4.0	3.8	5.6	6.7
순차입금비율(%)	36.2	40.1	43.4	38.2	32.0

자료: 키움증권 리서치센터

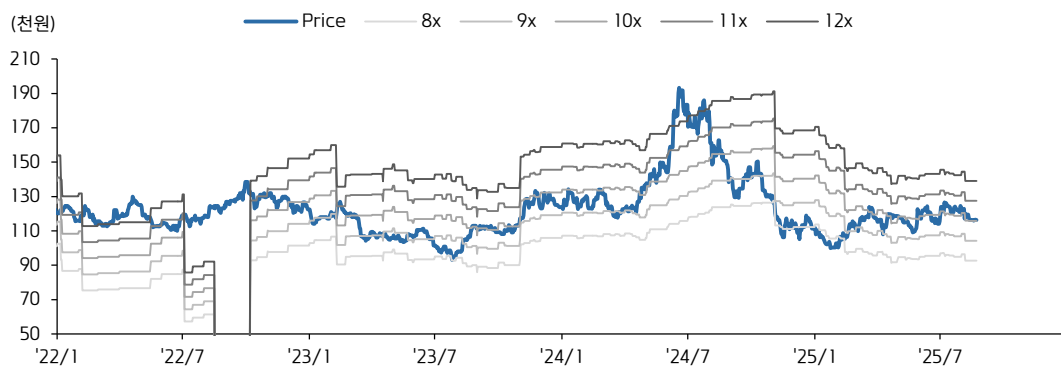
롯데윌푸드 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	951.1	1,044.2	1,078.5	970.5	975.1	1,064.3	1,138.8	1,018.7	4,044.3	4,196.9	4,302.1
(YoY)	-0.9%	0.3%	-0.7%	-0.9%	2.5%	1.9%	5.6%	5.0%	-0.5%	3.8%	2.5%
국내	764.0	836.6	879.8	749.7	757.4	832.0	918.4	777.3	3,230.2	3,285.0	3,328.1
(YoY)	-1.7%	-0.6%	-1.7%	-4.7%	-0.9%	-0.6%	4.4%	3.7%	-2.1%	1.7%	1.3%
건과	281.4	261.1	273.1	288.8	284.6	262.3	278.7	305.2	1,104.4	1,130.8	1,158.9
(YoY)	6.0%	4.3%	0.7%	-3.8%	1.1%	0.4%	2.1%	5.7%	1.6%	2.4%	2.5%
빙과	106.6	196.5	222.4	84.5	100.6	181.8	246.9	89.6	610.0	618.9	631.2
(YoY)	-0.2%	6.0%	-0.5%	-9.2%	-5.6%	-7.5%	11.0%	6.0%	0.2%	1.4%	2.0%
유지	110.4	115.2	112.6	113.9	113.7	123.7	120.0	120.0	452.0	477.3	480.0
기타	265.6	263.8	271.8	262.5	258.5	264.2	272.8	262.5	1,063.7	1,058.0	1,058.0
해외	197.2	219.4	208.0	232.1	230.0	243.9	229.9	252.8	856.7	956.5	1,018.6
(YoY)	3.3%	5.6%	4.4%	14.5%	16.6%	11.2%	10.5%	8.9%	7.0%	11.6%	6.5%
인도	64.6	95.8	69.4	60.7	80.2	104.3	74.3	65.7	290.5	324.6	351.7
(YoY)	6.7%	11.2%	2.3%	11.4%	24.2%	8.9%	7.0%	8.3%	8.0%	11.7%	8.4%
건과	30.3	26.2	31.6	29.6	34.1	27.8	33.2	30.4	117.7	125.5	131.5
빙과	34.3	69.6	37.9	31.1	46.1	76.5	41.1	35.3	172.9	199.0	220.2
카자흐스탄	66.3	56.7	58.2	83.4	67.6	60.7	61.4	86.2	264.6	275.8	286.5
(YoY)	1.0%	-15.3%	-8.8%	13.6%	1.9%	7.1%	5.4%	3.3%	-1.9%	4.2%	3.9%
러시아	19.9	21.3	22.2	21.5	24.3	27.1	28.1	29.6	84.8	109.2	124.3
(YoY)	3.3%	13.7%	13.4%	6.7%	22.3%	27.3%	26.7%	38.0%	9.2%	28.7%	13.9%
기타	46.4	45.6	58.2	66.6	57.8	51.8	66.0	71.2	216.8	246.9	256.1
기타 및 연결조정	-10.1	-11.8	-9.4	-11.3	-12.2	-11.6	-9.4	-11.3	-42.7	-44.6	-44.6
영업이익	37.3	63.3	76.0	-19.6	16.4	34.3	74.5	22.1	157.1	147.3	198.2
(YoY)	100.6%	30.3%	-5.7%	적전	-56.1%	-45.8%	-2.0%	흑전	-11.3%	-6.2%	34.6%
(OPM)	3.9%	6.1%	7.1%	-2.0%	1.7%	3.2%	6.5%	2.2%	3.9%	3.5%	4.6%
국내	27.2	41.8	65.4	-24.1	10.1	25.6	63.8	14.3	110.3	113.8	153.3
(OPM)	3.6%	5.0%	7.4%	-3.2%	1.3%	3.1%	7.0%	1.8%	3.4%	3.5%	4.6%
해외	14.3	21.6	14.0	9.4	9.0	12.7	14.0	12.6	59.3	48.3	59.8
(OPM)	7.3%	9.8%	6.7%	4.0%	3.9%	5.2%	6.1%	5.0%	6.9%	5.1%	5.9%
기타 및 연결조정	-4.2	-0.2	-3.3	-4.9	-2.7	-4.0	-3.3	-4.9	-12.5	-14.8	-14.8
세전이익	28.8	58.8	61.8	-41.6	31.2	25.3	55.6	-1.5	107.8	110.6	165.1
당기순이익	20.1	40.7	46.2	-25.0	22.7	15.7	42.2	-0.4	82.0	80.2	125.1
지배주주순이익	21.5	42.1	46.1	-25.1	23.7	17.7	42.2	-0.4	84.6	83.1	125.1
(YoY)	1916.3%	213.2%	-35.3%	적지	10.0%	-58.1%	-8.5%	적지	20.0%	-1.8%	50.7%

현지 통화 기준											
매출 성장률											
인도	3.4%	8.4%	0.2%	7.1%	18.5%	9.1%	9.1%	12.5%	4.9%	11.9%	10.9%
건과	15.3%	14.1%	7.1%	6.5%	7.3%	6.2%	7.3%	6.9%	10.5%	7.0%	7.0%
빙과	-5.2%	6.5%	-5.0%	7.6%	28.3%	10.2%	10.7%	17.8%	1.4%	15.3%	13.3%
카자흐스탄	-4.0%	-18.9%	-7.5%	15.5%	5.7%	20.0%	15.2%	10.7%	-3.1%	12.3%	7.3%
러시아	23.2%	22.3%	3.7%	9.0%	15.4%	10.9%	11.9%	11.3%	13.7%	12.3%	11.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데월드푸드 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,066.4	4,044.3	4,196.9	4,302.1	4,404.9
매출원가	2,934.7	2,848.8	3,007.1	3,022.9	3,045.5
매출총이익	1,131.7	1,195.5	1,189.8	1,279.2	1,359.5
판매비	954.7	1,038.4	1,042.5	1,081.0	1,125.7
영업이익	177.0	157.1	147.3	198.2	233.7
EBITDA	367.7	361.0	372.6	447.7	481.8
영업외손익	-67.2	-49.3	-36.7	-33.1	-28.4
이자수익	18.8	21.0	7.4	10.9	15.6
이자비용	48.4	53.5	41.2	41.2	41.2
외환관련이익	10.2	30.9	10.0	10.0	10.0
외환관련손실	24.8	39.1	10.0	10.0	10.0
종속 및 관계기업손익	-0.9	0.9	0.0	0.0	0.0
기타	-22.1	-9.5	-2.9	-2.8	-2.8
법인세차감이익	109.8	107.8	110.6	165.1	205.3
법인세비용	42.1	25.8	30.5	40.0	49.7
계속사업손익	67.8	82.0	80.2	125.1	155.6
당기순이익	67.8	82.0	80.2	125.1	155.6
지배주주순이익	70.5	84.6	83.1	125.1	155.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	26.9	-0.5	3.8	2.5	2.4
영업이익 증감율	57.5	-11.2	-6.2	34.6	17.9
EBITDA 증감율	38.2	-1.8	3.2	20.2	7.6
지배주주순이익의 증감율	49.9	20.0	-1.8	50.5	24.4
EPS 증감율	26.0	20.0	-1.8	50.7	24.4
매출총이익율(%)	27.8	29.6	28.3	29.7	30.9
영업이익율(%)	4.4	3.9	3.5	4.6	5.3
EBITDA Margin(%)	9.0	8.9	8.9	10.4	10.9
지배주주순이익율(%)	1.7	2.1	2.0	2.9	3.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	453.0	285.6	353.1	402.5	422.2
당기순이익	67.8	82.0	80.2	125.1	155.6
비현금항목의 가감	321.7	321.9	313.7	337.9	336.4
유형자산감가상각비	174.6	178.1	193.4	219.4	219.5
무형자산감가상각비	16.1	25.8	31.9	30.0	28.5
지분법평가손익	-0.9	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타	131.9	118.9	88.4	88.5	88.4
영업활동자산부채증감	97.0	-77.7	-10.3	-20.5	-20.1
매출채권및기타채권의감소	0.1	52.0	-38.2	-8.6	-8.4
재고자산의감소	143.1	-83.8	23.2	-13.6	-13.3
매입채무및기타채무의증가	-14.5	-5.2	6.4	4.4	4.3
기타	-31.7	-40.7	-1.7	-2.7	-2.7
기타현금흐름	-33.5	-40.6	-30.5	-40.0	-49.7
투자활동 현금흐름	-236.5	-385.1	-354.7	-231.2	-226.5
유형자산의 취득	-324.6	-315.8	-340.0	-220.0	-220.0
유형자산의 처분	68.3	2.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.8	-16.2	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	9.0	7.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	3.8	-80.7	0.0	0.0	0.0
기타	9.8	17.8	5.3	8.8	13.5
재무활동 현금흐름	-35.4	-82.1	-319.0	-96.5	-99.2
차입금의 증가(감소)	54.3	19.1	-224.2	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	-21.0	-27.2	-29.2	-30.9	-33.6
기타	-68.7	-74.0	-65.6	-65.6	-65.6
기타현금흐름	-0.4	4.5	2.3	8.4	13.4
현금 및 현금성자산의 순증가	180.8	-177.1	-318.3	83.2	109.9
기초현금 및 현금성자산	318.4	499.1	322.1	3.8	87.0
기말현금 및 현금성자산	499.1	322.1	3.8	87.0	196.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,488.9	1,428.7	1,125.4	1,230.9	1,362.6
현금 및 현금성자산	499.1	322.1	3.8	87.0	196.9
단기금융자산	87.6	168.3	168.3	168.3	168.3
매출채권 및 기타채권	357.9	306.6	344.8	353.4	361.9
재고자산	481.2	567.1	543.9	557.6	570.9
기타유동자산	63.1	64.6	64.6	64.6	64.6
비유동자산	2,710.2	2,913.0	3,047.7	3,038.2	3,030.2
투자자산	105.6	99.2	99.2	99.2	99.2
유형자산	1,975.7	2,087.3	2,233.9	2,234.5	2,234.9
무형자산	294.3	341.1	329.2	319.2	310.7
기타비유동자산	334.6	385.4	385.4	385.3	385.4
자산총계	4,199.1	4,341.7	4,173.1	4,269.1	4,392.8
유동부채	932.1	1,056.1	838.3	842.7	847.0
매입채무 및 기타채무	414.9	450.9	457.3	461.7	466.0
단기금융부채	449.8	539.7	315.6	315.6	315.6
기타유동부채	67.4	65.5	65.4	65.4	65.4
비유동부채	1,124.4	1,059.3	1,059.3	1,059.3	1,059.3
장기금융부채	912.6	844.4	844.4	844.4	844.4
기타비유동부채	211.8	214.9	214.9	214.9	214.9
부채총계	2,056.5	2,115.3	1,897.6	1,902.0	1,906.3
자본지분	2,054.2	2,134.7	2,186.8	2,278.4	2,397.8
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4	1,130.4
기타자본	437.9	437.9	437.9	437.9	437.9
기타포괄손익누계액	-47.8	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1
이익잉여금	529.0	568.9	621.0	712.5	831.9
비지배지분	88.5	91.6	88.7	88.7	88.7
자본총계	2,142.6	2,226.4	2,275.6	2,367.1	2,486.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,476	8,969	8,803	13,264	16,494
BPS	217,729	226,268	231,791	241,494	254,146
CFPS	41,285	42,806	41,743	49,074	52,149
DPS	3,000	3,300	3,500	3,800	4,100
주가배수(배)					
PER	16.6	12.4	13.4	8.9	7.1
PER(최고)	18.1	23.2	14.3		
PER(최저)	12.2	11.5	11.3		
PBR	0.57	0.49	0.51	0.49	0.46
PBR(최고)	0.62	0.92	0.54		
PBR(최저)	0.42	0.46	0.43		
PSR	0.29	0.26	0.26	0.26	0.25
PCFR	3.0	2.6	2.8	2.4	2.3
EV/EBITDA	5.5	5.6	5.8	4.7	4.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	39.1	35.6	38.6	26.8	23.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.4	3.0	3.0	3.2	3.5
ROA	1.6	1.9	1.9	3.0	3.6
ROE	3.5	4.0	3.8	5.6	6.7
ROIC	3.9	3.8	3.5	4.8	5.7
매출채권회전율	11.2	12.2	12.9	12.3	12.3
재고자산회전율	7.4	7.7	7.6	7.8	7.8
부채비율	96.0	95.0	83.4	80.3	76.7
순차입금비율	36.2	40.1	43.4	38.2	32.0
이자보상배율, 현금	3.7	2.9	3.6	4.8	5.7
총차입금	1,362.4	1,384.2	1,160.0	1,160.0	1,160.0
순차입금	775.7	893.8	987.9	904.7	794.7
EBITDA	367.7	361.0	372.6	447.7	481.8
FCF	138.1	-94.1	-38.3	139.2	165.1

CJ (001040)



BUY(Maintain)

목표주가 200,000원

주가(8/26) 153,300원

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

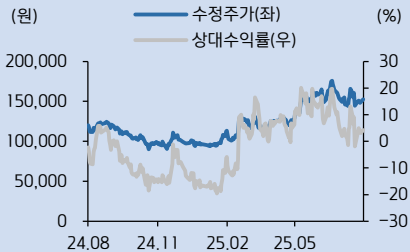
Stock Data

KOSPI (8/26)	3,179.36pt	
시가총액	44,728억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	175,900원	90,000원
최고/최저가 대비 등락	-12.8%	70.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.1%
	6M	35.1%
	1Y	24.4%
		0.6%
		12.2%
		5.6%

Company Data

발행주식수	29,177천주
일평균 거래량(3M)	231천주
외국인 지분율	11.6%
배당수익률(25E)	2.0%
BPS(25E)	163,654원
주요 주주	이재현 외 7 인
	47.3%

Price Trend



무한한 성장 스토리

>>> 올리브영, 인바운드 수혜 확대 전망

K-콘텐츠와 K-뷰티의 인기 확대로 향한 외국인 관광객 증가가 지속되면서, 올리브영의 외국인 매출액이 고성장하고 있다. 실제 동사의 2분기 인바운드 매출은 YoY +60% 이상, QoQ +50% 이상 성장하면서 입국자 수 증가율을 아웃퍼폼하였고, 올해 9/29부터 중국 단체관광객 무비자 입국이 한시적으로 허용되면서 매출 성장 모멘텀이 가속화될 전망이다.

>>> 푸드빌, 신공장 증설 효과 기대

푸드빌은 미국 베이커리 사업 확대를 위한 인적/물적 투자를 강화하면서, 중장기 성장성을 확대하고 있다. 특히, 연말까지 조지아주 신공장이 완공되면, 미국 점포 출점 확대가 본격화될 예정이다. 이에 따라, 내년은 올해보다 점포 순증세가 강화되면서, 동사의 매출 성장률이 반등할 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원

CJ에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 20만원을 유지한다. 동사는 인바운드 증가에 따른 올리브영의 고성장과 푸드빌의 중장기 성장 잠재력에 힘입어, 전사 기업가치가 꾸준히 우상향 할 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,616.9	48,493.5	51,335.2
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,658.3	3,012.7	3,356.1
EBITDA	4,045.9	5,150.7	5,310.5	5,550.9	5,826.2
세전이익	985.9	708.8	1,704.4	1,853.5	2,192.2
순이익	524.7	151.2	1,092.4	1,204.8	1,424.9
지배주주지분순이익	194.8	100.5	478.4	497.2	675.0
EPS(원)	5,462	2,817	13,415	13,940	18,926
증감률(% YoY)	-3.6	-48.4	376.2	3.9	35.8
PER(배)	17.3	35.2	11.4	11.0	8.1
PBR(배)	0.61	0.65	0.94	0.88	0.80
EV/EBITDA(배)	6.1	5.0	5.1	5.0	4.9
영업이익률(%)	4.9	5.8	5.8	6.2	6.5
ROE(%)	3.6	1.8	8.5	8.2	10.4
순차입금비율(%)	51.4	56.8	50.4	45.8	43.5

자료: 키움증권 리서치센터

CI 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	10,436	10,683	10,845	11,683	10,600	11,119	11,713	12,183	43,647	45,616	48,492
(YoY)	6.7%	3.8%	2.1%	9.5%	1.6%	4.1%	8.0%	4.3%	5.5%	4.5%	6.3%
제일제당(45%)	7,216	7,239	7,414	7,490	7,208	7,298	7,687	7,738	29,359	29,931	31,050
ENM(40%)	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,246	1,271	1,656	5,231	5,311	5,697
CGV(51%)	393	430	547	588	534	558	587	578	1,958	2,256	2,410
프레시웨이(47%)	731	811	832	850	799	883	921	927	3,225	3,531	3,915
올리브영(별도)(51%)	1,079	1,208	1,234	1,269	1,234	1,462	1,535	1,559	4,790	5,790	6,484
(YoY)	30.2%	24.8%	23.4%	19.2%	14.4%	21.0%	24.3%	22.9%	24.1%	20.9%	12.0%
푸드빌(84%)	218	220	217	255	230	239	236	283	909	988	1,126
(YoY)	9.3%	5.9%	6.0%	9.1%	5.6%	9.0%	9.0%	10.6%	7.6%	8.6%	14.0%
별도기준									734	764	788
미국법인									137	186	300
기타 및 조정									38	38	38
영업이익	576	666	675	630	535	619	741	763	2,547	2,658	3,012
(YoY)	74.9%	33.6%	5.9%	9.9%	-7.1%	-7.1%	9.8%	21.2%	24.9%	4.3%	13.3%
(OPM)	5.5%	6.2%	6.2%	5.4%	5.0%	5.6%	6.3%	6.3%	5.8%	5.8%	6.2%
제일제당(45%)	376	384	416	377	333	348	416	408	1,553	1,505	1,551
ENM(40%)	12	35	16	41	1	29	36	67	104	132	220
CGV(51%)	5	22	32	17	3	2	31	32	76	68	137
프레시웨이(47%)	11	30	28	25	11	27	34	30	94	101	117
기타 및 조정	173	195	183	170	187	213	224	228	720	852	987
올리브영(별도)(51%)									608	769	871
(OPM)									12.7%	13.3%	13.4%
푸드빌(84%)									56	61	94
(OPM)									6.1%	6.2%	8.3%
기타									57	22	22
세전이익	309	437	37	-75	269	523	446	465	709	1,704	1,853
순이익	151	309	-295	-13	136	363	290	302	151	1,092	1,204
(지배)순이익	71	189	-167	7	70	166	110	134	100	478	497
(YoY)	550%	1436%	적전	-78.6%	-1.6%	-12.6%	흑전	1717%	-48.4%	376%	3.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	41,352.7	43,646.7	45,616.9	48,493.5	51,335.2
매출원가	29,955.3	31,022.8	32,406.0	34,328.3	36,226.5
매출총이익	11,397.4	12,623.8	13,210.8	14,165.2	15,108.6
판매비	9,358.3	10,076.3	10,552.5	11,152.5	11,752.5
영업이익	2,039.1	2,547.5	2,658.3	3,012.7	3,356.1
EBITDA	4,045.9	5,150.7	5,310.5	5,550.9	5,826.2
영업외손익	-1,053.1	-1,838.7	-953.9	-1,159.2	-1,163.9
이자수익	151.7	166.8	99.7	114.4	109.7
이자비용	908.6	963.0	888.5	888.5	888.5
외환관련이익	320.5	360.4	320.0	320.0	320.0
외환관련손실	341.9	550.9	340.0	340.0	340.0
종속 및 관계기업손익	-52.0	34.9	34.9	34.9	34.9
기타	-222.8	-886.9	-180.0	-400.0	-400.0
법인세차감이익	985.9	708.8	1,704.4	1,853.5	2,192.2
법인세비용	461.3	557.6	612.0	648.7	767.3
계속사업손익	524.7	151.2	1,092.4	1,204.8	1,424.9
당기순이익	524.7	151.2	1,092.4	1,204.8	1,424.9
지배주주순이익	194.8	100.5	478.4	497.2	675.0
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	1.0	5.5	4.5	6.3	5.9
영업이익 증감률	-5.3	24.9	4.3	13.3	11.4
EBITDA 증감률	-8.7	27.3	3.1	4.5	5.0
지배주주순이익의 증감률	-3.6	-48.4	376.0	3.9	35.8
EPS 증감률	-3.6	-48.4	376.2	3.9	35.8
매출총이익률(%)	27.6	28.9	29.0	29.2	29.4
영업이익률(%)	4.9	5.8	5.8	6.2	6.5
EBITDA Margin(%)	9.8	11.8	11.6	11.4	11.3
지배주주순이익률(%)	0.5	0.2	1.0	1.0	1.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,017.0	4,830.8	4,907.0	4,573.1	4,593.7
당기순이익	524.7	151.2	1,092.4	1,204.8	1,424.9
비현금항목의 가감	4,704.8	6,067.1	4,623.4	4,509.5	4,441.3
유형자산감가상각비	1,153.3	1,156.3	1,201.0	1,223.4	1,243.3
무형자산감가상각비	1,078.3	1,680.9	1,685.2	1,548.8	1,460.8
지분법평가손익	-382.1	-137.8	-34.9	-34.9	-34.9
기타	2,855.3	3,367.7	1,772.1	1,772.2	1,772.1
영업활동자산부채증감	248.9	-967.0	-196.8	-492.4	-505.2
매출채권및기타채권의감소	123.5	-397.4	-45.4	-313.5	-309.6
재고자산의감소	276.5	386.4	-184.9	-206.0	-203.5
매입채무및기타채무의증가	-298.9	-449.3	33.6	27.1	8.0
기타	147.8	-506.7	-0.1	0.0	-0.1
기타현금흐름	-461.4	-420.5	-612.0	-648.8	-767.3
투자활동 현금흐름	-2,365.3	-2,188.2	-2,562.6	-2,562.6	-3,162.6
유형자산의 취득	-1,478.9	-1,344.8	-1,400.0	-1,400.0	-1,800.0
유형자산의 처분	134.3	371.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1,458.0	-1,302.0	-1,300.0	-1,300.0	-1,500.0
투자자산의감소(증가)	54.4	88.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	245.2	19.2	0.0	0.0	0.0
기타	137.7	-20.2	137.4	137.4	137.4
재무활동 현금흐름	-2,973.5	-3,217.1	-4,039.7	-1,804.4	-1,804.4
차입금의 증가(감소)	-1,216.6	-165.2	-2,235.5	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-315.7	-264.3	-100.7	-100.9	-100.9
기타	-1,441.2	-2,787.6	-1,703.5	-1,703.5	-1,703.5
기타현금흐름	-52.9	84.4	105.9	142.6	261.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-374.8	-490.1	-1,589.4	348.8	-112.1
기초현금 및 현금성자산	4,021.3	3,646.5	3,156.4	1,567.0	1,915.8
기말현금 및 현금성자산	3,646.5	3,156.4	1,567.0	1,915.8	1,803.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	14,584.1	14,689.6	13,330.5	14,198.7	14,599.9
현금 및 현금성자산	3,646.5	3,156.4	1,567.0	1,915.8	1,803.7
단기금융자산	811.5	792.3	792.3	792.3	792.3
매출채권 및 기타채권	4,586.8	4,925.4	4,970.8	5,284.2	5,593.9
재고자산	3,169.9	3,082.4	3,267.3	3,473.3	3,676.8
기타유동자산	2,369.4	2,733.1	2,733.1	2,733.1	2,733.2
비유동자산	32,619.7	32,807.4	32,956.2	33,218.8	34,149.7
투자자산	3,779.0	3,725.9	3,760.8	3,795.7	3,830.6
유형자산	14,306.2	14,312.8	14,511.8	14,688.5	15,245.2
무형자산	8,143.7	8,226.2	7,841.0	7,592.2	7,631.4
기타비유동자산	6,390.8	6,542.5	6,842.6	7,142.4	7,442.5
자산총계	47,203.8	47,497.0	46,286.6	47,417.6	48,749.5
유동부채	15,637.2	17,297.4	15,095.6	15,122.7	15,130.7
매입채무 및 기타채무	5,533.1	5,362.7	5,396.4	5,423.5	5,431.4
단기금융부채	7,302.3	9,289.1	7,053.6	7,053.6	7,053.6
기타유동부채	2,801.8	2,645.6	2,645.6	2,645.6	2,645.7
비유동부채	13,673.7	12,453.2	12,453.2	12,453.2	12,453.2
장기금융부채	10,959.0	9,518.3	9,518.3	9,518.3	9,518.3
기타비유동부채	2,714.7	2,934.9	2,934.9	2,934.9	2,934.9
부채총계	29,310.9	29,750.6	27,548.7	27,575.9	27,583.8
지배지분	5,513.9	5,459.0	5,836.5	6,232.8	6,806.8
자본금	179.0	179.0	179.0	179.0	179.0
자본잉여금	992.8	992.8	992.8	992.8	992.8
기타자본	121.9	-137.8	-137.8	-137.8	-137.8
기타포괄손익누계액	157.5	387.1	387.1	387.1	387.1
이익잉여금	4,062.7	4,037.8	4,415.4	4,811.6	5,385.7
비지배지분	12,378.9	12,287.4	12,901.4	13,608.9	14,358.9
자본총계	17,892.8	17,746.4	18,737.9	19,841.7	21,165.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,462	2,817	13,415	13,940	18,926
BPS	154,609	153,068	163,654	174,764	190,861
CFPS	146,632	174,358	160,268	160,225	164,486
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	17.3	35.2	11.4	11.0	8.1
PER(최고)	21.1	54.3	10.6		
PER(최저)	11.0	30.0	6.9		
PBR	0.61	0.65	0.94	0.88	0.80
PBR(최고)	0.74	1.00	0.87		
PBR(최저)	0.39	0.55	0.56		
PSR	0.08	0.08	0.12	0.11	0.11
PCFR	0.6	0.6	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.1	5.0	5.1	5.0	4.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	15.5	53.7	7.4	6.7	5.7
배당수익률(%·보통주·현금)	3.2	3.0	2.0	2.0	2.0
ROA	1.1	0.3	2.3	2.6	3.0
ROE	3.6	1.8	8.5	8.2	10.4
ROIC	3.4	2.1	5.0	5.7	6.2
매출채권회전율	8.8	9.2	9.2	9.5	9.4
재고자산회전율	12.0	14.0	14.4	14.4	14.4
부채비율	163.8	167.6	147.0	139.0	130.3
순차입금비율	51.4	56.8	50.4	45.8	43.5
이자보상배율·현금	2.2	2.6	3.0	3.4	3.8
총차입금	13,651.1	14,036.1	11,800.6	11,800.6	11,800.6
순차입금	9,193.1	10,087.4	9,441.3	9,092.5	9,204.5
EBITDA	4,045.9	5,150.7	5,310.5	5,550.9	5,826.2
FCF	686.1	220.5	1,543.2	1,386.0	928.2

이마트 (139480)



BUY(Maintain)

목표주가 130,000원

주가(8/26) 74,000원

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

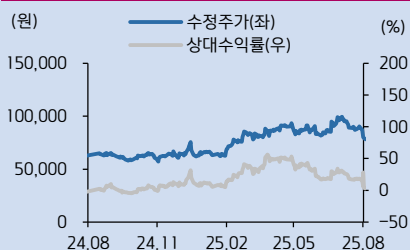
Stock Data

KOSPI (8/26)		3,179.36pt
시가총액		20,421억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	99,400원	57,200원
최고/최저가 대비 등락	-25.6%	29.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	-17.1% -16.7%
	6M	-1.6% -18.3%
	1Y	16.0% -1.6%

Company Data

발행주식수	27,596천주
일평균 거래량(3M)	189천주
외국인 지분율	23.6%
배당수익률(25E)	3.4%
BPS(25E)	374.633원
주요 주주	정용진 외 1인 28.9%

Price Trend



구체화되는 구조조정

>>> 4Q부터 할인점 기존점 매출 반등 전망

이마트의 3분기 기존점 매출은 추석 시점 차이와 민생회복 소비쿠폰 지급에 따른 부정적 영향으로 인해, 전년동기 대비 감소할 전망이다. 다만, 4분기부터는 기존점 성장률이 반등할 전망이다. 3분기의 부정적인 이슈가 해소되고, 전년동기 기저효과와 내수 소비 회복이 맞물리면서, 매출 성장률이 회복될 전망이다.

>>> 할인점 산업 구조조정 수혜주

유동성 압박에 부담을 느낀 홈플러스가 할인점 추가 폐점 15점을 발표하였다. 5개 점포가 올해 11월까지 폐점되고, 10개 점포가 내년 5월까지 순차 폐점되면서, 올해 하반기부터 내년 상반기까지 20점이 폐점될 예정이다. 만약, 9~10월에 홈플러스 매각이 성사되지 않는다면, 추가적인 유동성 압박과 폐점이 나타날 가능성이 높기 때문에, 내년에는 할인점 산업 구조조정에 따른 이마트의 반사수혜가 강화될 것으로 전망된다.

>>> 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	28,187.5	27,960.5	28,797.3
영업이익	-46.9	47.1	494.2	614.6	708.4
EBITDA	1,009.1	1,109.4	1,421.5	1,529.9	1,603.6
세전이익	-212.3	-605.4	232.0	344.5	450.8
순이익	-187.5	-573.4	158.7	261.1	341.7
지배주주지분순이익	-89.1	-590.0	119.6	252.8	327.0
EPS(원)	-3,196	-21,166	4,291	9,070	11,731
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	111.4	29.3
PER(배)	-24.0	-3.0	17.2	8.2	6.3
PBR(배)	0.19	0.17	0.20	0.19	0.19
EV/EBITDA(배)	9.8	10.0	7.8	7.0	6.5
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.8	2.2	2.5
ROE(%)	-0.8	-5.4	1.1	2.4	3.0
순차입금비용(%)	38.9	49.5	46.8	43.4	40.0

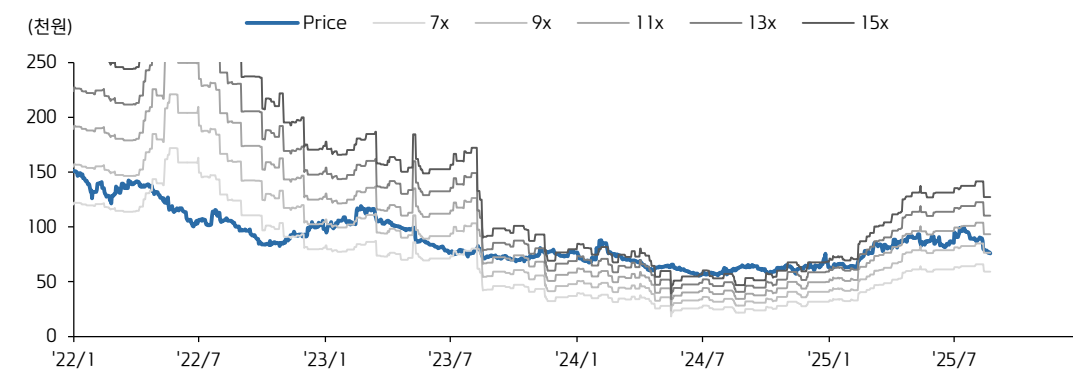
자료: 키움증권 리서치센터

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액											
별도기준	4,203	3,839	4,673	4,253	4,269	3,928	4,770	4,557	16,967	18,243	18,806
(YoY)	2.3%	-2.5%	5.3%	4.7%	1.6%	2.3%	2.1%	7.2%	2.5%	7.5%	3.1%
할인점	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,770	3,066	3,004	11,667	11,882	12,268
트레이더스	916	833	965	836	967	900	1,062	928	3,550	3,857	4,020
전문점	254	251	262	253	260	258	265	253	1,020	1,036	1,036
에브리데이			370	362	356	362	377	372	731	1,468	1,483
순매출액	7,207	7,056	7,508	7,250	7,219	7,039	6,977	6,952	29,021	28,187	27,961
(YoY)	1.0%	-3.0%	-2.6%	-1.4%	0.2%	-0.2%	-7.1%	-4.1%	-1.5%	-2.9%	-0.8%
별도기준	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,971	4,031	3,811	15,570	16,072	15,840
연결-별도	3,358	3,550	3,193	3,349	2,960	3,069	2,946	3,142	13,451	12,116	12,120
쓱닷컴	413	395	391	376	357	350	340	350	1,576	1,397	1,429
G마켓글로벌	255	253	226	228	201	181			961	382	
SCK 컴퍼니	735	760	788	818	762	796	835	867	3,100	3,260	3,455
(YoY)	7.6%	7.5%	3.8%	4.8%	3.7%	4.7%	6.0%	6.0%	5.8%	5.1%	6.0%
이마트 24	511	565	568	519	466	532	540	507	2,163	2,045	2,166
기타 및 연결조정	1,444	1,577	1,222	1,408	1,175	1,209	1,231	1,418	5,651	5,033	5,071
영업이익	47	-35	112	-77	159	22	183	131	47	494	615
(YoY)	245.0%	적지	43.4%	적지	238.2%	흑전	63.6%	흑전	흑전	949.3%	24.4%
(OPM)	0.7%	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.3%	2.6%	1.9%	0.2%	1.8%	2.2%
별도기준	93	-21	123	-73	133	16	135	88	122	373	409
(OPM)	2.2%	-0.5%	2.6%	-1.7%	3.1%	0.4%	2.8%	1.9%	0.7%	2.0%	2.2%
할인점	51	-55	71	-87	78	-34	72	45	-20	160	190
트레이더스	31	22	34	5	42	31	46	30	93	149	163
전문점	11	11	11	6	7	13	11	8	38	38	38
에브리데이	4	4	6	2	6	5	7	4	8	22	15
쓱닷컴	-14	-17	-17	-25	-18	-31	-28	-30	-73	-107	-102
G마켓글로벌	-9	-8	-18	-33	-12	-30			-67	-42	
SCK 컴퍼니	33	43	66	49	35	40	69	64	191	208	227
(OPM)	4.5%	5.7%	8.4%	5.9%	4.6%	5.1%	8.2%	7.4%	6.2%	6.4%	6.6%
이마트 24	-13	-3	0	-14	-10	-4	-1	-11	-30	-26	-21
PPA 상각비	-40	-40	-40	-40	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-62
기타 및 연결조정	-4	10	-3	60	47	47	23	34	63	151	165
영업외손익	-14	-99	6	-545	-40	-48	-87	-87	-653	-262	-270
이자수익-이자비용	-89	-95	-92	-90	-101	-99	-98	-97	-365	-394	-384
지분법손익	5	4	8	7	11	6	-1	-2	23	13	-5
기타	70	-8	90	-462	49	46	12	12	-310	119	119
세전이익	33	-134	118	-622	119	-26	96	44	-605	232	344
순이익	29	-112	105	-596	84	-31	72	34	-573	159	261
(지배)순이익	28	-146	121	-592	71	-52	68	33	-590	120	253
(YoY)	146.1%	적지	192.4%	적지	157.3%	적지	-43.2%	흑전	적지	흑전	111.4%
기존점 성장률											
이마트	1.4%	-3.0%	-2.9%	-4.1%	-0.6%	-0.9%	-1.5%	6.0%	-2.1%	0.7%	2.8%
트레이더스	7.3%	0.1%	-1.3%	0.4%	1.9%	3.1%	5.0%	6.0%	1.5%	4.0%	3.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	29,472.2	29,020.9	28,187.5	27,960.5	28,797.3
매출원가	20,728.1	19,979.8	19,259.7	19,215.9	19,744.2
매출총이익	8,744.2	9,041.1	8,927.8	8,744.6	9,053.0
판매비	8,791.1	8,994.0	8,433.6	8,130.0	8,344.6
영업이익	-46.9	47.1	494.2	614.6	708.4
EBITDA	1,009.1	1,109.4	1,421.5	1,529.9	1,603.6
영업외손익	-165.4	-652.5	-262.2	-270.1	-257.6
이자수익	95.5	128.3	80.9	80.9	93.4
이자비용	417.7	493.7	475.1	465.0	465.0
외환관련이익	19.2	10.2	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	54.6	161.7	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	12.4	23.0	13.3	-4.7	-4.7
기타	179.8	-158.6	118.7	118.7	118.7
법인세차감이익	-212.3	-605.4	232.0	344.5	450.8
법인세비용	-24.8	-32.0	73.3	83.4	109.1
계속사업손익	-187.5	-573.4	158.7	261.1	341.7
당기순이익	-187.5	-573.4	158.7	261.1	341.7
지배주주순이익	-89.1	-590.0	119.6	252.8	327.0
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	0.5	-1.5	-2.9	-0.8	3.0
영업이익 증감률	-134.6	-200.4	949.3	24.4	15.3
EBITDA 증감률	-13.3	9.9	28.1	7.6	4.8
지배주주순이익의 증감률	적전	적지	흑전	111.4	29.4
EPS 증감률	적전	적지	흑전	111.4	29.3
매출총이익률(%)	29.7	31.2	31.7	31.3	31.4
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.8	2.2	2.5
EBITDA Margin(%)	3.4	3.8	5.0	5.5	5.6
지배주주순이익률(%)	-0.3	-2.0	0.4	0.9	1.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,135.1	1,459.8	1,567.5	1,632.0	1,608.1
당기순이익	-187.5	-573.4	158.7	261.1	341.7
비현금항목의 가감	2,250.6	2,806.6	2,036.0	2,031.8	2,024.3
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	-13.3	4.7	4.7
기타	1,207.0	1,767.3	1,122.0	1,111.8	1,124.4
영업활동자산부채증감	-353.4	-372.2	51.6	17.9	-65.9
매출채권및기타채권의감소	-215.3	-1.9	-55.3	13.5	-49.9
채고자산의감소	40.6	-209.8	160.3	15.3	-56.2
매입채무및기타채무의증가	-159.9	-50.9	-40.0	-10.9	40.2
기타	-18.8	-109.6	-13.4	0.0	0.0
기타현금흐름	-574.6	-401.2	-678.8	-678.8	-692.0
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	82.5	92.4	93.1
현금 및 현금성자산의 순증가	502.1	3.8	-156.3	116.9	348.8
기초현금 및 현금성자산	1,269.1	1,771.2	1,775.1	1,618.7	1,735.7
기말현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,618.7	1,735.7	2,084.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,387.8	10,429.1	10,167.8	10,255.9	10,710.8
현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,618.7	1,735.7	2,084.4
단기금융자산	715.7	511.0	511.0	511.0	511.0
매출채권 및 기타채권	1,834.0	1,624.2	1,679.4	1,665.9	1,715.8
채고자산	1,845.8	2,054.4	1,894.1	1,878.8	1,935.0
기타유동자산	221.1	4,464.4	4,464.6	4,464.5	4,464.6
비유동자산	27,056.1	23,501.5	23,347.5	23,187.5	23,047.6
투자자산	3,758.3	4,210.2	4,223.5	4,218.8	4,214.1
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	33,515.3	33,443.4	33,758.4
유동부채	10,373.9	10,804.1	10,897.0	10,631.1	10,671.2
매입채무 및 기타채무	4,364.2	3,656.6	3,616.6	3,605.7	3,645.8
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	20,239.4	19,973.5	20,013.7
자본지분	11,453.4	10,390.6	10,443.2	10,629.1	10,889.1
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	4,691.1	4,876.9	5,137.0
비지배지분	2,380.8	2,793.5	2,832.6	2,840.9	2,855.6
자본총계	13,834.2	13,184.1	13,275.8	13,469.9	13,744.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,196	-21,166	4,291	9,070	11,731
BPS	410,873	372,745	374,633	381,300	390,629
CFPS	74,011	80,111	78,731	82,254	84,877
DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	-24.0	-3.0	17.2	8.2	6.3
PER(최고)	-37.5	-4.2	22.2		
PER(최저)	-21.3	-2.6	14.4		
PBR	0.19	0.17	0.20	0.19	0.19
PBR(최고)	0.29	0.24	0.25		
PBR(최저)	0.17	0.15	0.16		
PSR	0.07	0.06	0.07	0.07	0.07
PCFR	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.8	10.0	7.8	7.0	6.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	-28.6	-9.3	42.2	25.6	19.6
배당수익률(%·보통주·현금)	2.6	3.2	3.4	3.4	3.4
ROA	-0.6	-1.7	0.5	0.8	1.0
ROE	-0.8	-5.4	1.1	2.4	3.0
ROIC	-1.8	-2.0	1.3	1.9	2.4
매출채권회전율	16.7	16.8	17.1	16.7	17.0
재고자산회전율	15.2	14.9	14.3	14.8	15.1
부채비율	141.7	157.4	152.5	148.3	145.6
순차입금비율	38.9	49.5	46.8	43.4	40.0
이자보상배율·현금	-0.1	0.1	1.0	1.3	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	6,219.3	5,847.3	5,498.6
EBITDA	-345.0	-364.6	234.1	350.7	421.8
FCF	-305.9	-327.5	453.1	523.9	491.1



BUY(Maintain)

목표주가 100,000원

주가(8/26) 75,100원

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

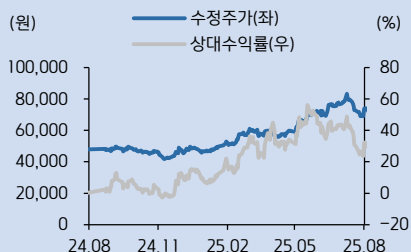
Stock Data

KOSPI (8/26)		3,179.36pt
시가총액		16,994억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	83,300원	41,650원
최고/최저가 대비 등락	-9.8%	80.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.0% 3.6%
	6M	28.6% 6.8%
	1Y	59.3% 35.2%

Company Data

발행주식수	22,629천주
일평균 거래량(3M)	73천주
외국인 지분율	23.5%
배당수익률(25E)	2.4%
BPS(25E)	202,240원
주요 주주	현대지에프홀딩스 39.7%
	외 2 인

Price Trend



인바운드로 확장되는 모멘텀

>>> 내수 소비 반등 본격화

내수 소비심리 회복과 정부의 부양 정책 강화에 힘입어, 3분기부터 백화점 기존점 성장을 상향이 본격화될 전망이다. 특히, 패션 장르의 매출 회복이 동반되면서, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과도 점차 강해질 전망이다.

>>> 인바운드 증가도 긍정적

K-콘텐츠의 인기 확대로 방한 외국인 관광객 증가가 지속되면서, 백화점과 면세점 실적에도 긍정적 영향이 기대된다. 외국인 매출 비중이 5%까지 확대된 백화점은 더현대 서울과 무역센터점 중심으로 외국인 매출 성장세가 강화되고 있고, 공항면세점도 낮은 임차료 레벨 덕분에 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과가 나타날 것으로 기대된다. 특히, 올해 9/29부터 중국 단체관광객 무비자 입국이 한시적으로 허용되면서, 외국인 매출 성장 모멘텀이 가속화될 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원

현대백화점에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원을 유지한다. 동사는 내수 소비경기 회복, 면세점 점포 효율화, 인바운드 증가에 따른 수혜에 힘입어, 하반기에 전사 실적 개선 모멘텀이 강화될 전망이다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,207.5	4,187.6	4,427.1	4,411.0	4,479.9
영업이익	303.5	284.0	421.1	416.9	433.9
EBITDA	608.8	593.5	734.4	743.9	774.7
세전이익	41.6	6.1	390.2	387.9	412.1
순이익	-39.8	-0.8	288.9	295.8	314.1
지배주주지분순이익	-79.8	-35.9	220.4	225.6	243.0
EPS(원)	-3,409	-1,543	9,740	9,969	10,740
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	2.3	7.7
PER(배)	-15.2	-30.6	7.7	7.5	7.0
PBR(배)	0.27	0.24	0.37	0.36	0.34
EV/EBITDA(배)	6.5	6.2	6.5	6.4	6.0
영업이익률(%)	7.2	6.8	9.5	9.5	9.7
ROE(%)	-1.8	-0.8	4.9	4.8	5.0
순차입금비율(%)	14.7	12.0	17.6	16.5	12.3

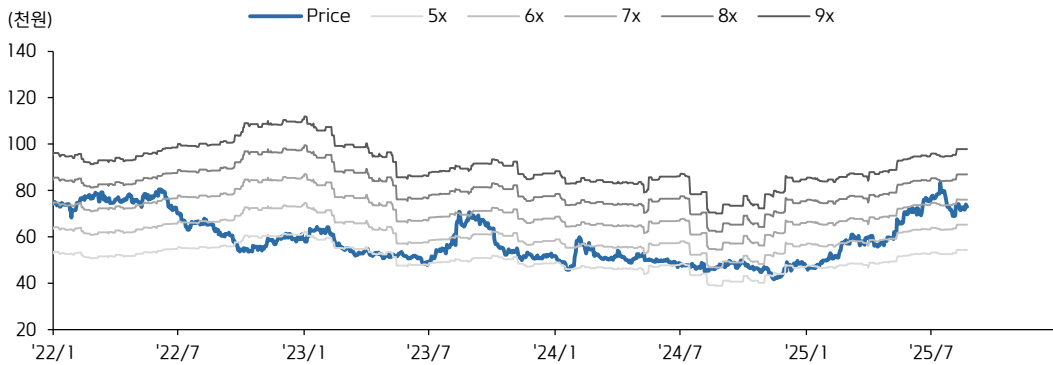
자료: 키움증권 리서치센터

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	2,432	2,279	2,244	3,106	2,555	2,474	2,213	3,029	10,061	10,271	10,150
(YoY)	2.8%	-8.6%	-4.5%	6.2%	5.0%	8.6%	-1.4%	-2.5%	-0.7%	2.1%	-1.2%
순매출액	952	1,024	1,037	1,175	1,098	1,080	1,072	1,177	4,188	4,427	4,411
(YoY)	-13.3%	5.5%	3.2%	3.5%	15.4%	5.5%	3.4%	0.1%	-0.5%	5.7%	-0.4%
백화점	594	612	568	661	589	590	565	663	2,435	2,408	2,425
(YoY)	3.6%	3.0%	-2.1%	0.8%	-0.8%	-3.6%	-0.5%	0.4%	1.3%	-1.1%	0.7%
(기존점 성장률)	7.6%	3.0%	-2.1%	-0.2%	1.0%	-0.3%	3.0%	3.5%	2.0%	1.8%	1.5%
면세점	240	240	228	263	294	294	269	263	972	1,119	1,059
(YoY)	-27.6%	23.8%	-3.9%	12.2%	22.0%	22.0%	18.0%	-0.1%	-2.6%	15.1%	-5.3%
지누스	152	206	273	289	250	230	270	288	920	1,038	1,064
(YoY)	-33.5%	-6.0%	23.2%	2.4%	64.2%	11.3%	-1.1%	-0.2%	-3.4%	12.7%	2.6%
기타 및 연결조정	-35	-35	-33	-38	-34	-33	-33	-38	-140	-137	-137
영업이익	69	43	65	108	112	87	82	140	284	421	417
(YoY)	-11.6%	-23.0%	-12.7%	12.2%	63.3%	102.9%	26.3%	30.1%	-6.4%	48.3%	-1.0%
(OPM)	2.8%	1.9%	2.9%	3.5%	4.4%	3.5%	3.7%	4.6%	2.8%	4.1%	4.1%
백화점	103	71	71	114	97	69	77	131	359	374	382
(OPM)	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.6%	4.1%	4.6%	6.8%	5.0%	5.3%	5.3%
면세점	-5	-4	-8	-12	-2	-1	2	2	-29	1	14
(OPM)	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.5%	-1.4%	0.0%	0.8%
지누스	-19	-14	12	16	28	29	13	17	-5	86	61
(OPM)	-10.7%	-6.1%	3.7%	4.9%	10.1%	11.5%	4.4%	5.3%	-0.5%	7.6%	5.2%
기타 및 연결조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	94	-192	45	60	121	78	69	122	6	390	388
순이익	71	-145	28	46	88	55	53	93	-1	289	296
(지배)순이익	68	-145	21	20	68	45	39	69	-36	220	226
(YoY)	20.7%	적전	-60.9%	흑전	-0.6%	흑전	81.5%	244.3%	적지	흑전	2.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

현대백화점 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,207.5	4,187.6	4,427.1	4,411.0	4,479.9
매출원가	1,714.8	1,722.2	1,811.1	1,789.5	1,803.8
매출총이익	2,492.6	2,465.4	2,616.0	2,621.5	2,676.1
판매비	2,189.2	2,181.4	2,194.9	2,204.6	2,242.3
영업이익	303.5	284.0	421.1	416.9	433.9
EBITDA	608.8	593.5	734.4	743.9	774.7
영업외손익	-261.8	-277.9	-30.9	-29.1	-21.8
이자수익	46.9	52.8	49.9	52.4	48.0
이자비용	110.7	102.2	95.7	96.4	84.7
외환관련이익	43.3	68.1	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	40.4	44.1	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	25.9	25.4	25.0	25.0	25.0
기타	-226.8	-277.9	-10.1	-10.1	-10.1
법인세차감전이익	41.6	6.1	390.2	387.9	412.1
법인세비용	81.4	6.9	101.3	92.1	97.9
계속사업손익	-39.8	-0.8	288.9	295.8	314.1
당기순이익	-39.8	-0.8	288.9	295.8	314.1
지배주주순이익	-79.8	-35.9	220.4	225.6	243.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-16.1	-0.5	5.7	-0.4	1.6
영업이익 증감율	-5.4	-6.4	48.3	-1.0	4.1
EBITDA 증감율	7.0	-2.5	23.7	1.3	4.1
지배주주순이익의 증감율	적전	적지	흑전	2.4	7.7
EPS 증감율	적전	적지	흑전	2.3	7.7
매출총이익률(%)	59.2	58.9	59.1	59.4	59.7
영업이익률(%)	7.2	6.8	9.5	9.5	9.7
EBITDA Margin(%)	14.5	14.2	16.6	16.9	17.3
지배주주순이익률(%)	-1.9	-0.9	5.0	5.1	5.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	757.8	733.9	673.2	712.0	723.3
당기순이익	-39.8	-0.8	288.9	295.8	314.1
비현금항목의 가감	825.7	789.4	544.2	551.8	555.4
유형자산감가상각비	258.4	258.5	265.6	279.0	292.6
무형자산감가상각비	66.1	68.2	64.9	65.2	65.4
지분법평가손익	-25.9	-146.1	-25.0	-25.0	-25.0
기타	527.1	608.8	238.7	232.6	222.4
영업활동자산부채증감	131.2	90.2	-26.6	-13.3	-25.5
매출채권및기타채권의감소	-30.8	76.7	-74.3	4.3	-18.5
채고자산의감소	107.8	18.1	49.2	-12.8	-9.1
매입채무및기타채무의증가	-18.0	-30.6	7.2	-0.5	2.1
기타	72.2	26.0	-8.7	-4.3	0.0
기타현금흐름	-159.3	-144.9	-133.3	-122.3	-120.7
투자활동 현금흐름	-595.4	-192.6	-736.8	-530.0	-330.0
유형자산의 취득	-356.8	-474.7	-860.0	-460.0	-260.0
유형자산의 처분	2.1	41.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.7	-3.4	-70.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-42.3	507.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-251.5	173.8	193.2	0.0	0.0
기타	65.8	-437.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-194.7	-585.6	190.5	-130.8	-494.3
차입금의 증가(감소)	-47.9	-404.5	332.6	20.0	-339.1
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-3.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-41.3	-37.8	-30.6	-39.3	-43.7
기타	-105.5	-139.7	-111.5	-111.5	-111.5
기타현금흐름	1.3	6.2	6.1	1.0	9.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-31.0	-38.1	133.0	52.2	-91.1
기초현금 및 현금성자산	195.0	164.1	125.9	258.9	311.1
기말현금 및 현금성자산	164.1	125.9	258.9	311.1	220.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,117.5	3,046.2	3,011.1	3,071.8	3,008.2
현금 및 현금성자산	164.1	125.9	258.9	311.1	220.0
단기금융자산	1,139.7	965.9	772.8	772.8	772.8
매출채권 및 기타채권	1,132.9	1,112.8	1,187.1	1,182.8	1,201.2
채고자산	612.6	616.8	567.6	580.4	589.5
기타유동자산	1,207.9	1,190.7	997.5	997.5	997.5
비유동자산	8,595.1	8,171.5	8,796.0	9,006.8	9,003.8
투자자산	835.9	328.3	353.3	378.3	403.3
유형자산	5,607.0	5,789.6	6,384.0	6,565.0	6,532.5
무형자산	1,281.5	1,221.6	1,226.7	1,231.5	1,236.1
기타비유동자산	870.7	832.0	832.0	832.0	831.9
자산총계	11,712.6	11,217.7	11,807.1	12,078.6	12,012.0
유동부채	3,446.7	3,288.0	3,227.8	3,247.3	3,249.4
매입채무 및 기타채무	1,336.2	1,354.8	1,362.0	1,361.5	1,363.6
단기금융부채	1,451.6	1,231.0	1,163.6	1,183.6	1,183.6
기타유동부채	658.9	702.2	702.2	702.2	702.2
비유동부채	1,986.8	1,695.3	2,095.3	2,095.3	1,756.2
장기금융부채	1,398.5	1,209.8	1,609.8	1,609.8	1,270.7
기타비유동부채	588.3	485.5	485.5	485.5	485.5
부채총계	5,433.5	4,983.3	5,323.1	5,342.6	5,005.6
지배지분	4,467.5	4,395.4	4,576.4	4,758.3	4,957.6
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	-183.9	-112.7	-112.7	-112.7	-112.7
기타포괄손익누계액	14.8	25.2	25.2	25.2	25.2
이익잉여금	3,907.5	3,753.7	3,934.8	4,116.6	4,316.0
비지배지분	1,811.6	1,839.1	1,907.5	1,977.7	2,048.8
자본총계	6,279.1	6,234.4	6,484.0	6,736.0	7,006.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,409	-1,543	9,740	9,969	10,740
BPS	190,900	194,238	202,240	210,277	219,085
CFPS	33,584	33,844	36,813	37,455	38,424
DPS	1,300	1,400	1,800	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	-15.2	-30.6	7.7	7.5	7.0
PER(최고)	-21.0	-40.1	8.0		
PER(최저)	-13.9	-26.9	4.7		
PBR	0.27	0.24	0.37	0.36	0.34
PBR(최고)	0.38	0.32	0.39		
PBR(최저)	0.25	0.21	0.23		
PSR	0.29	0.26	0.38	0.39	0.38
PCFR	1.5	1.4	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA	6.5	6.2	6.5	6.4	6.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	-71.4	-4,060.4	13.6	14.8	13.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.5	3.0	2.4	2.7	2.7
ROA	-0.3	0.0	2.5	2.5	2.6
ROE	-1.8	-0.8	4.9	4.8	5.0
ROIC	-3.8	-2.1	3.8	3.7	3.8
매출채권회전율	3.7	3.7	3.8	3.7	3.8
채고자산회전율	6.4	6.8	7.5	7.7	7.7
부채비율	86.5	79.9	82.1	79.3	71.4
순차입금비율	14.7	12.0	17.6	16.5	12.3
이자보상배율, 현금	2.7	2.8	4.4	4.3	5.1
총차입금	2,227.7	1,842.7	2,175.3	2,195.3	1,856.2
순차입금	923.9	750.8	1,143.6	1,111.4	863.4
EBITDA	-293.3	-154.1	299.0	304.8	317.6
FCF	-205.0	-174.3	-327.1	105.6	320.2

고지사항

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

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					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
	2025-05-20	Buy(Maintain)	1,400,000원	6개월	-9.90	7.00
	2025-07-21	Buy(Maintain)	1,800,000원	6개월	-22.34	-16.56
KT&G (033780)	2023-10-19	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-20.70	-18.36
	2023-11-10	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-20.06	-16.00
KT&G (033780)	2023-11-16	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-25.21	-23.58
	2024-01-18	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-25.46	-22.58
	2024-02-08	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-24.89	-21.75
	2024-03-11	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-24.59	-20.67
	2024-04-22	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-24.60	-20.67
	2024-08-09	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-11.17	-2.58
	2024-10-15	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-16.14	-14.15
	2024-11-08	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-13.62	-5.38
	2024-11-18	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-24.94	-17.73
	2025-01-21	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-28.42	-17.73
	2025-04-22	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-27.63	-17.73
	2025-07-21	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-21.48	-17.35
	2025-08-08	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-20.12	-13.41
	2025-08-26	BUY(Maintain)	170,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

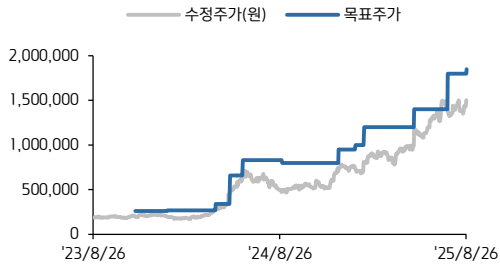
투자의견 변동내역 (2개년)

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
롯데유통 (280360)	2023-11-16	Buy(Initiate)	175,000원	6개월	-27.08	-23.31	CJ (001040)	2025-02-25	Buy(Initiate)	153,000원	6개월	-20.58	-8.76
	2024-01-18	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-29.27	-25.56		2025-06-04	Buy(Maintain)	153,000원	6개월	-10.93	14.97
	2024-03-11	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-30.54	-25.56		2025-08-18	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-24.92	-23.35
	2024-04-22	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-29.81	-23.44		2025-08-26	Buy(Maintain)	200,000원	6개월		
	2024-05-07	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-21.66	7.39	현대백화점 (069960)	2023-09-04	BUY(Maintain)	88,000원	6개월	-36.57	-21.25
	2024-07-16	Buy(Maintain)	210,000원	6개월	-16.70	-11.43		2024-01-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-36.28	-25.00
	2024-08-05	Buy(Maintain)	210,000원	6개월	-28.03	-11.43		2024-02-05	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-35.11	-23.21
	2024-10-15	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-34.30	-28.50		2024-02-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-33.52	-23.21
	2024-11-04	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-38.16	-33.06		2024-04-15	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-26.03	-21.19
	2025-01-21	Buy(Maintain)	153,000원	6개월	-32.73	-28.95		2024-07-16	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-24.62	-21.03
	2025-02-13	Buy(Maintain)	153,000원	6개월	-26.69	-19.08		2024-10-10	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-26.18	-21.03
	2025-04-22	Buy(Maintain)	153,000원	6개월	-24.73	-17.25		2024-11-29	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.79	-21.03
	2025-07-21	Buy(Maintain)	163,000원	6개월	-25.16	-23.56		2025-01-07	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.77	-21.03
	2025-08-06	Buy(Maintain)	163,000원	6개월	-25.55	-23.56		2025-04-02	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.67	-19.47
	2025-08-26	Buy(Maintain)	163,000원	6개월				2025-04-11	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.93	-17.20
이마트 (139480)	2024-01-08	Outperform (Maintain)	84,000원	6개월	-13.92	4.52		2025-05-12	BUY(Maintain)	81,000원	6개월	-10.61	-2.96
	2024-04-15	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.67	-3.68		2025-07-14	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-21.49	-12.32
	2024-10-10	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.72	-3.68		2025-08-07	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.92	-24.90
	2025-01-07	Marketperform (Downgrade)	68,000원	6개월	1.01	22.35		2025-08-26	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		
	2025-03-07	Buy(Upgrade)	130,000원	6개월	-36.00	-32.00							
	2025-04-11	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-34.03	-29.46							
	2025-05-09	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.76	-28.08							
	2025-05-13	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.85	-28.08							
	2025-05-19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.21	-23.62							
	2025-07-14	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-35.04	-29.00							
	2025-08-13	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-40.76	-38.92							
	2025-08-26	Buy(Maintain)	130,000원	6개월									

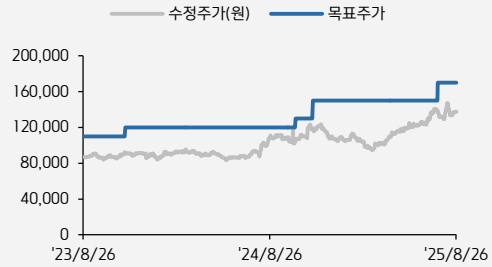
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

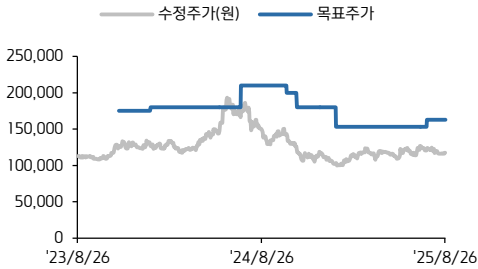
삼양식품 (003230)



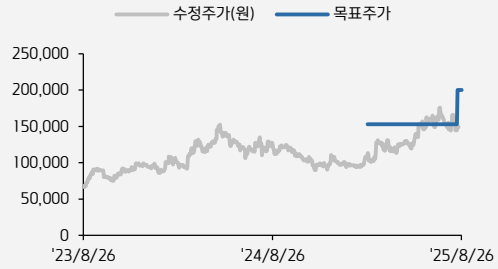
KT&G (033780)



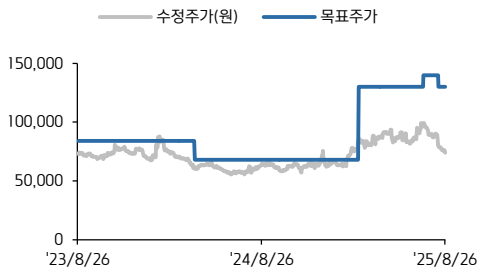
롯데월드 (280360)



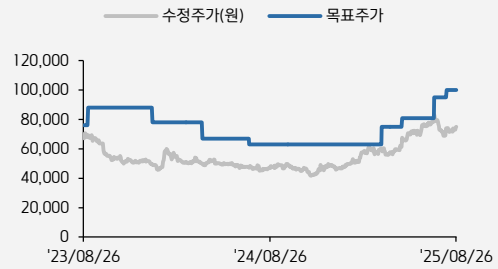
CJ (001040)



이마트 (139480)



현대백화점 (069960)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%