

## 음식료

Jun 14, 2024

## 음식료 밸류에이션 및 이익 결정 변수 중간 점검

Overweight

유지

## 밸류에이션 점검: 음식료! 드디어 디스카운트 구간 탈출

현재 음식료 업종 밸류에이션은 12개월 Fwd P/E 10배 수준으로, 코스피와 동등한 수준까지 리레이팅 진행. 연초 이후 12개월 Fwd EPS는 코스피/음식료 업종이 각각 +12% /+12% 상향 조정. 한편, 지수 (Prices)는 연초 이후 코스피/음식료 업종이 각각 +3%/+24% 상승. 총선 전후 가격 인상 뉴스 발표 및 삼양식품을 필두로 1분기 어닝시즌 실적 호조로 업종 센터먼트 및 펀더멘탈 회복. 23년~24년 3월 디스카운트 구간을 벗어난 점 고무적. 최근 음식료 업종 밸류에이션 상승에도 불구하고, 현재 음식료 업종 12개월 Fwd P/E 10배는 과거 밸류에이션 감안시 크게 부담스러운 구간은 아니라고 판단. 지난 20년 간 음식료 업종 12개월 Fwd P/E는 13.4배 수준이었음. 또한, 음식료 업종은 본래 안정적인 실적을 낸다는 점에서 코스피 대비 높은 밸류에이션을 적용 받아왔음. 한편, 과거 리레이팅 시기 감안시 추가적인 밸류에이션 상승 여력 존재한다고 판단. 과거 리레이팅 시기 해외 확대 모멘텀 + 가격 인상 + 곡물가 하락 모멘텀으로 밸류에이션 리레이팅을 받아온 바 있음. 1차 리레이팅 시기(04년~07년) P/E는 04년 7배 → 07년 22배로 확대. 2차 시기(11년~15년) 11년 9배 → 15년 24배로 확대된 경험 존재.

## 2010년대 초반을 복기 해보면...

최근 음식료 업종 지수 상승은 11년~12년 리레이팅 시기와 유사하다고 판단. 08년~11년 MB 정부의 강력한 물가안정정책으로 음식료 업종에 대한 센터먼트 악화+ 곡물가 + 환율 급등으로 지속적인 디레이팅 경험한 바 있음. 11년부터 선택적 가격 인상 + 해외 확대 모멘텀을 중심으로 양호한 업종 수익률을 시현. [2011년] 11년 4~5월 기호식품(과자, 빙과, 음료 등) 판가 인상에 성공했으며, 서민물가품목(라면, 맥주, 소주)는 가격인상 실패. 한편, 오리온과 제일제당(시총 1,2위)이 각각 중국 이익 기여가 확대되면서 음식료 업종 지수 상승을 주도했음. [2012년] 총선 이후(12년 4월) 이후 12년 7~8월 서민물가품목 위주 가격 인상 성공. 또한, 중국 수출주 중심으로 해외 모멘텀 확대되었음. 11년, 12년 음식료 업종 수익률은 +22.6%, +25.6%로 코스피 수익률 -11.0%, 9.4%을 큰 폭 상회한 바 있음.



[음식료/화장품] 권우정

3771-9082,  
20240006@iprovest.com

### 이익 결정 변수 점검: P ↑ / Q ↑ / C ↓

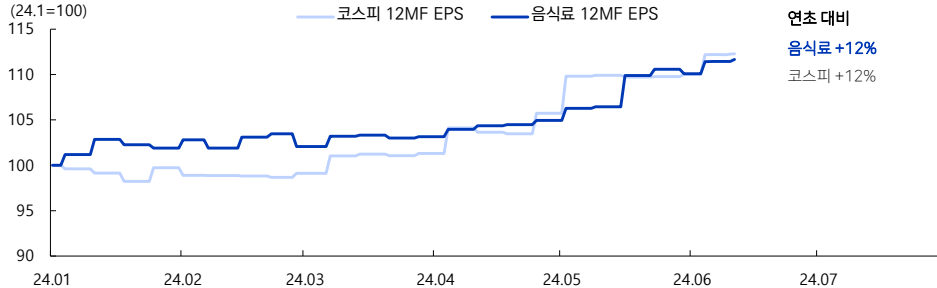
**[P] ↑:** 4월 총선을 전후로 가격 인상 뉴스 발표. 롯데웰푸드는 6/1 코코아 제과 제품 17종 평균 12% 가격 인상. 그 외 김, 올리브유, 음료 등 전 부문에 걸쳐서 가격 인상을 단행 중임. 2023년부터 정부 관가 인하 압력 이후 가격 인상 발표가 진행되고 있는 점이 업종センチ먼트에 긍정적으로 작용. 가격 인상 발표 후 일부 업체는 주가 급등 시현한 바 있음.

**[Q] ↑:** 1) 해외 확대, 2) 국내 물량 회복 진행 중. 1) 삼양식품을 필두로 K-Food 해외 매출 확대에 집중 조명. 삼양식품 1분기 해외 매출액은 YoY 83% 증가하는 기록적인 수치. 고 ASP인 해외 매출 확대에 따른 이익 개선 폭 확대로 컨센서스를 92% 상회하는 실적 기록. 한편, 가공식품 수출 견조한 흐름을 유지 중임. 4,5월 가공식품 수출액은 각각 YoY 15%/ 12% 증가. 1월 18%/ 2월 3%/ 3월 4% 대비 견조한 흐름인 것으로 파악. 특히, 라면은 4~5월 연속 1억 달러를 상회하며 4월 YoY 47%/ 5월 YoY 43% 시현. 2) 국내 물량은 외식 대비 내식 가격 메리트 부각되며 수요 증가 중인 것으로 파악. 4,5월 가공식품 물가 상승률은 YoY 1.6%/2.0% 시현. 반면, 외식 물가 상승률은 YoY 3.0%/2.8% 시현 중. CJ제일제당도 올해 국내 물량 회복 견조한 흐름 유지 중.

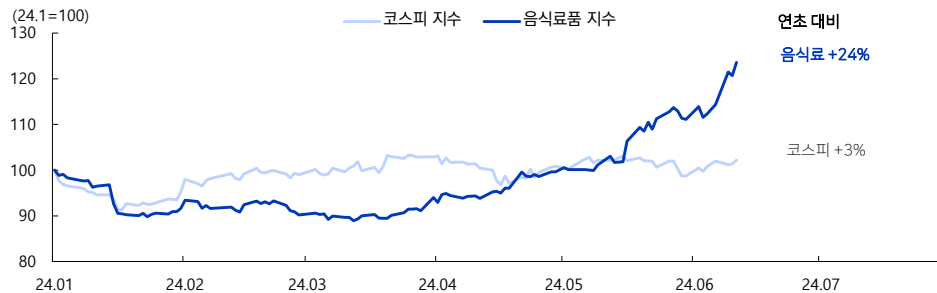
**[C] ↓:** 래깅 시점을 감안한 원화기준 곡물투입가는 연중으로 하락할 것으로 전망. 1,300원대의 고환율은 부담이나, 작년에도 이미 높은 수준을 유지하고 있었던 점 감안시 추가적인 부담 요인은 아닐 것. 음식료 업종 마진스프레드를 추정해볼 수 있는 음식료 CPI-PPI Spread가 4월에도 1.2p로 마진스프레드 확대 국면을 유지 중인 것으로 파악.

[도표 1] 최근 6개월 코스피/음식료 EPS, 지수, 밸류에이션 추이

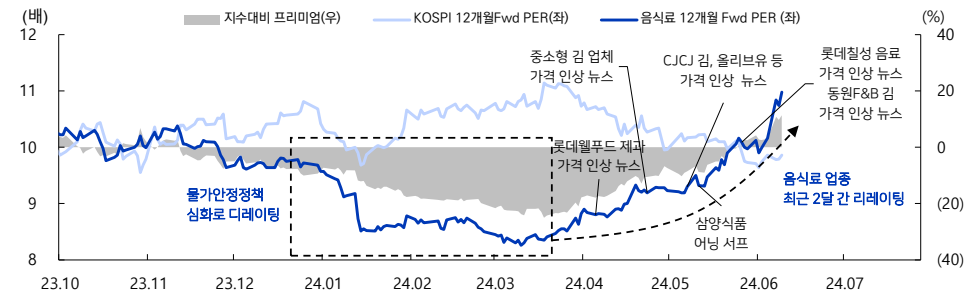
음식료 12MF EPS  
+12% 상향 조정



연초대비 음식료  
업종 지수 견조한 흐름



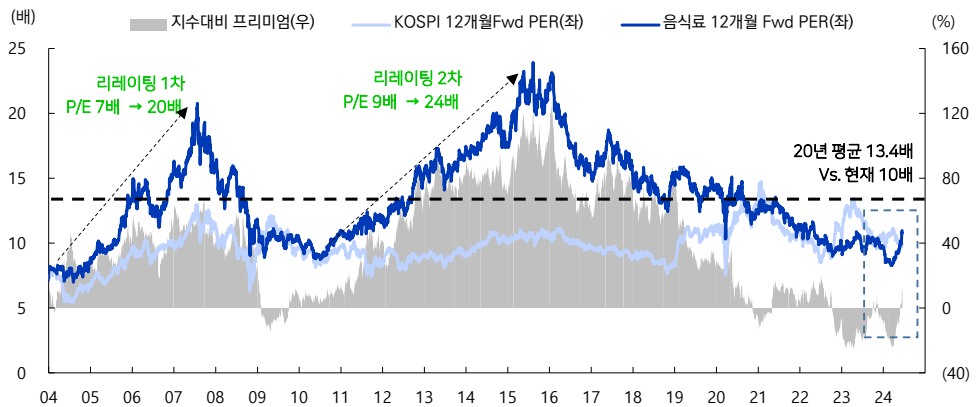
4월을 기점으로  
밸류에이션 리레이팅  
진행



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 최근 20년간 음식료/코스피 밸류에이션 추이

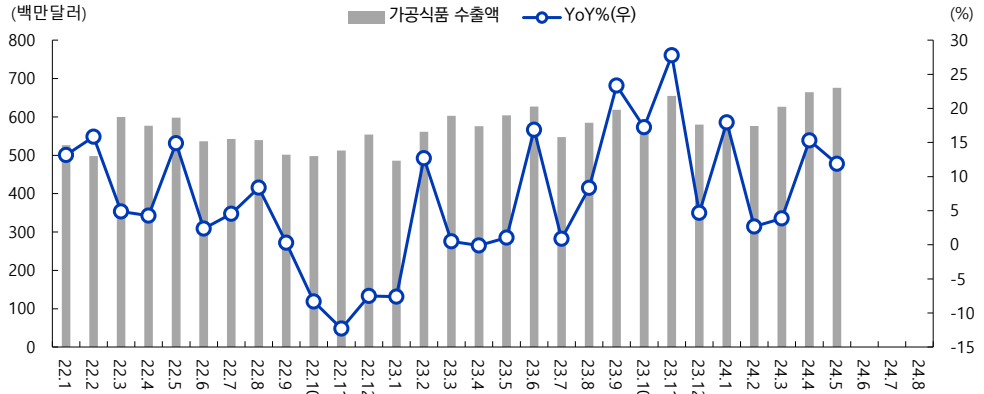
최근 리레이팅에도  
부담스럽지 않은  
밸류에이션 수준



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

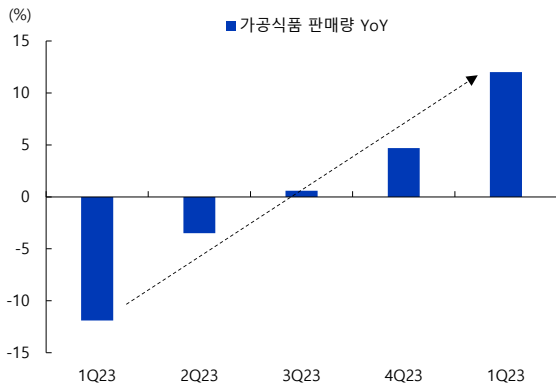
[도표 3] 가공식품 수출액 추이

4월, 5월 가공식품  
수출 YoY 15%/12%



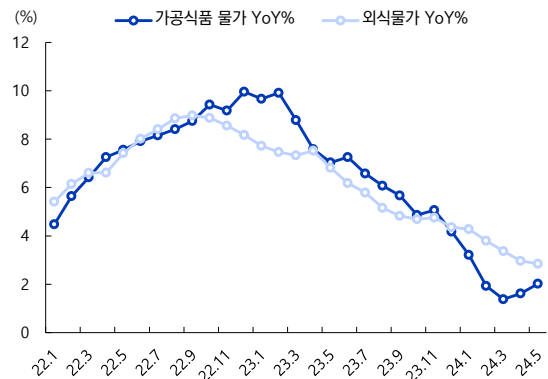
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 4] CJ제일제당 식품 판매량 증감률



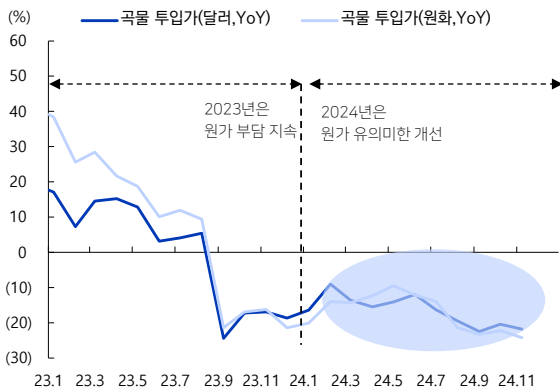
주: 선물세트 제외 기준  
자료: CJ제일제당, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 가공식품 물가 YoY Vs. 외식물가 YoY



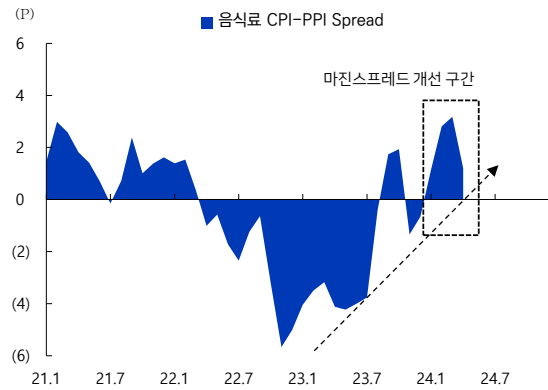
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 곡물투입가 지수 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

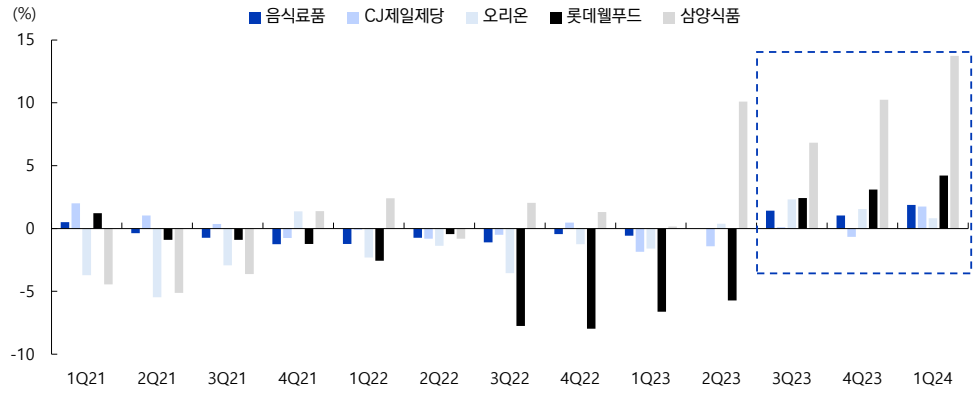
[도표 7] 음식료품 CPI-PPI Spread 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 주요 업체별 매출총이익률 YoY%p

작년 하반기부터  
GP 개선 흐름



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6	2.9	1.5	0.0

### [ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하