



음식료

비중확대 (유지)

싼 것 전성시대, 다시 보는 Junk Food

신한투자증권
기업분석부

조상훈 연구위원

☎ 02) 3772-2578

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

조영권 연구원

☎ 02) 3772-1539

✉ yk.cho@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

I. Investment Summary

현실화된 경기 침체, Q의 믿음이 깨지다

환율 상승에 따른
원가 부담 지속 및 빈번한
가격 인상에 따른 판매량
부진

올해 상반기 음식료 업종은 연초 대비 0.8% 하락하며, 코스피 지수를 12%p 언더퍼폼했다. 제품 가격 인상에 곡물 가격 하락 효과가 더해지며 긍정적일 것으로 예상했다. 경기 침체 우려 속 곡물 가격은 이미 방향성을 잡았으나, 원달러환율 상승에 따른 원가 부담은 여전했다. 특히 지난 2년간 빈번한 가격 인상에 따른 피로감이 판매량에 악영향을 끼쳤다. 식품 물가 상승에 리오프닝에 따른 오락/문화 및 해외 여행 수요 증가가 겹치며, 소비자들은 필수소비재 영역에서 지불용의 가격을 낮출 수밖에 없었다.

관건은 투입 원가 개선의 폭과 판매량 회복 속도

하반기는 원가 개선의 폭과
판매량 회복을 주시하며,
경기 침체 속에서 수요가
덜 위축될 품목에 대해
선별적 투자 필요

2023년 하반기에는 투입 원가 개선의 폭과 판매량 회복 속도를 눈여겨봐야 한다.

지난 2년동안 음식료 업체들의 영업이익을 훼손한 가장 주된 요인은 곡물 가격의 급격한 상승에 따른 원가 변동성의 심화였다. 물론 러시아-우크라이나 전쟁이 아직 끝나지 않았고, 일부 작황 지역에서의 기상 이변이 여전히 이어지고 있어 안심하기는 이르다. 하지만 이미 방향성은 결정되었다. 미국의 파종 면적이 늘어나면서 곡물의 공급이 증가할 것이고, 수요 측면을 의미하는 중국의 돼지 사육두수 역시 더 이상 늘어날 가능성이 적기 때문이다.

한편, 인플레이션에 따라 전반적인 구매력이 줄어든 소비자들은 필수소비재 영역에서 Trading down(소비자들이 당장 필요하지 않거나 중요하게 여기지 않는 제품에 대해 보이는 저가 구매 성향) 움직임을 보이고 있다. 극단적으로 지출을 줄이는 소비 행태가 이어짐과 동시에, 배달이나 외식, 가격대가 높은 HMR 제품군에서 수요 감소 현상이 꾸준히 감지되고 있다. 현실화된 경기 침체 속에서 수요가 덜 위축될 품목에 대한 선별적인 투자가 필요하다.

투자전략 - 싼 것 전성시대, 다시보는 Junk Food

상대적으로 가격대가 낮고,
식사를 대체할 수 있는
Junk Food 카테고리 유망

당사는 2H23 음식료 업종이 제품 가격 인상 효과 가시화와 곡물 가격 하향 안정화, 전반적인 경쟁 완화에 따른 이익 개선 효과로 투자 매력도가 높을 것으로 판단한다. 이에 비중 확대 의견을 유지한다. 다만 업종 내 판매량 추이에 따라 차별화가 나타날 것이다. 소비 침체 속에서도 수요가 덜 위축될 수 있는 품목을 영위하는 기업에 기회 요인이 많을 것이다. 상대적으로 가격대가 낮고, 식사를 대체할 수 있는 Junk Food 카테고리가 유망하다. 이에 오리온을 Top Pick으로, 농심을 Second Pick으로 제시한다. 오리온은 전 지역에서 실적이 성장하는 가운데, 중국 리오프닝에 따른 레버리지 효과가 하반기에 본격화될 것이다. 농심은 국내외에서 점유율이 반등하고 있고, 가격 인상에 따른 영업이익 개선(약 500억 증가 추산) 민감도가 크다.

Top Pick: 오리온
Second Pick: 농심

II. 1H23 요약 – 현실화된 경기침체

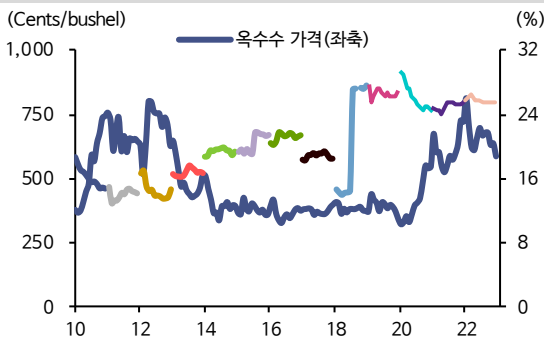
현실화된 경기침체, 곡물 가격 하락했으나 판매량도 빠졌다

환율 상승에 따른
원가 부담 지속 및 빈번한
가격 인상에 따른 판매량
부진

올해 상반기 음식료 업종은 연초 대비 0.8% 하락하며, 코스피 지수를 12%p 언더퍼폼했다. 제품 가격 인상에 곡물 가격 하락 효과가 더해지며 긍정적일 것으로 예상했다. 곡물 가격은 이미 방향성을 잡은 듯 보였으나, 원달러환율 상승에 따른 원가 부담은 여전했다. 특히 지난 2년간 빈번한 가격 인상에 따른 피로감이 판매량에 악영향을 끼쳤다. 식품 물가 상승에 리오프닝에 따른 오락/문화 및 해외 여행 수요 증가가 겹치며, 소비자들은 필수소비재 영역에서 지불용의 가격을 낮출 수밖에 없었다.

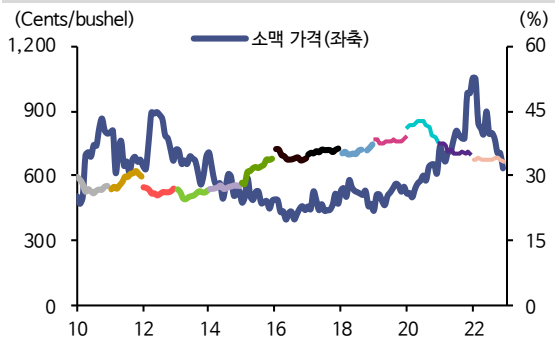
곡물 가격 역시나 곡종별로 차별화되는 모습을 보였다. 북미와 유럽이 주요 생산지인 소맥과 옥수수, 대두는 공급 과잉 이슈가 대두되며 가격이 2021년 수준으로 회귀했다. 다만, 남미와 아시아가 주요 작황지인 원당은 기상 이변에 따른 후폭풍으로 연일 신고가 랠리를 이어가고 있다.

옥수수 가격 및 기말재고율 추이



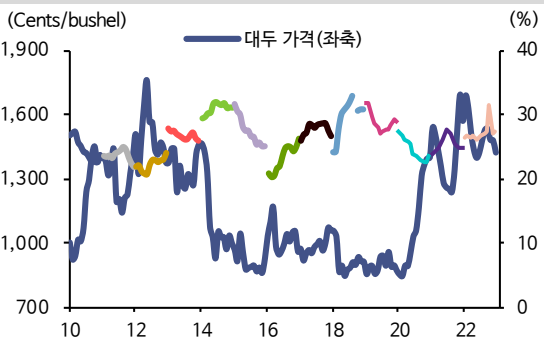
자료: USDA, Bloomberg, 신한투자증권

소맥 가격 및 기말재고율 추이



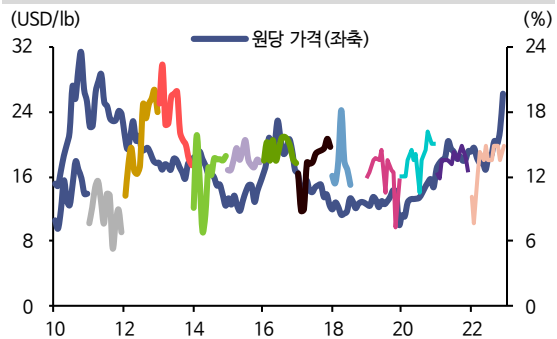
자료: USDA, Bloomberg, 신한투자증권

대두 가격 및 기말재고율 추이



자료: USDA, Bloomberg, 신한투자증권

원당 가격 및 기말재고율 추이

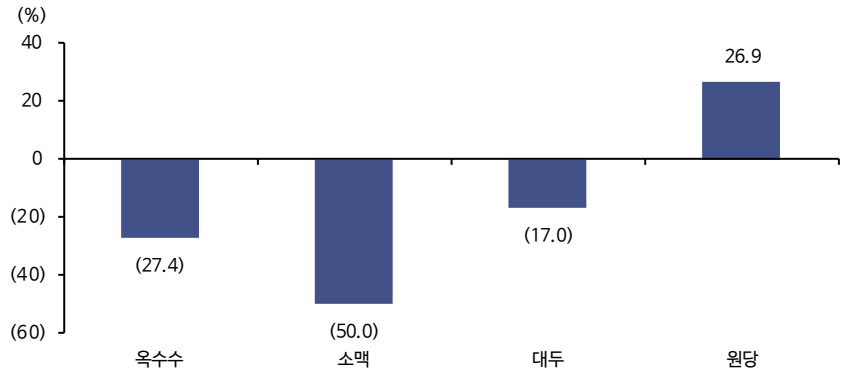


자료: USDA, Bloomberg, 신한투자증권

원당을 제외하면
곡물 가격은
전반적으로 하락하는 중

2022년 상반기 지정학적 리스크와 기상 이변 등 공급 감소 요인으로 상승했던 곡물 가격은 6월을 기점으로 하락했다. 경기 침체 우려 속 전반적인 원자재 가격이 급락했고, 곡물 역시 예외는 아니었다. 2023년 Ytd로 옥수수/소맥/대두/원당의 상승률은 각각 -12.8%, -19%, -6.3%, +37.4%이다.

주요 곡물 2022년 고점 대비 증감률



자료: Bloomberg, 신한투자증권

급격한 인플레이션으로
판매량이 회복되지 못하며
음식료 기업들의 부진 지속

한편, 지난 2년간 전례없는 애그플레이션과 인플레이션으로 가격 인상이 빈번했다. 다만 가격 인상 사이클이 끝나고 난 뒤 이에 따른 피로감으로 일부 품목에서는 아직도 판매량이 회복되지 못하고 있다.

지난 2년간 음식료 산업의 투자포인트는 가격 인상과 곡물 가격 하락, 이에 따른 마진 스프레드의 개선이었다. 이를 정당화시킬 수 있는 전제 조건은 Q, 즉 필수 소비재 특성상 가격을 인상하더라도 판매량은 단기간 내에 회복될 것이라는 믿음이다. 하지만 급격한 인플레이션 이후 경기 침체 상황에서는 이러한 Q의 믿음이 깨지게 되었다. 통상적으로 가격 인상에 따른 소비자들의 가격 저항은 3~4개월로 알려져 있다. 하지만 2년간의 전방위적인 제품 가격 인상 이후, 이번에는 그 기간이 예상보다 장기화되고 있다.

2021~23년 가격인상 히스토리

연도	월	기업명	내용	월	기업명	내용
21년	1월	코카콜라	편의점 코카콜라 가격 100~200원 인상	7월	C제일제당	스팸 등 육가공식품 20여 종 가격 평균 9.5% 인상
		해태htb	평창수 100원, 갈아만든배 400원 인상		오뚜기	소스, 기름, 가루 등 10개 제품 가격 최대 20% 인상
		동아오츠카	포카리스웨트, 등 주요 음료 가격 인상		동원F&B	참치 가공식품 가격 약 10% 인상
	2월	롯데칠성	사이다 등 음료 16종 평균 4.7% 인상	8월	해태제과	홀런볼 등 제품 가격 10.8% 인상
		샘표	반찬 통조림 12종 평균 35% 인상		오뚜기	진라면 등 주요 라면 가격 평균 11.9% 인상
		풀무원	두부 14%, 콩나물 10% 인상		농심	신라면 등 주요 라면 가격 평균 6.8% 인상
		SPC삼립	파리바게뜨 평균 5.6% 인상	9월	삼양식품	불닭볶음면 등 제품 가격 6.9% 인상
		오뚜기	오뚜기밥 7~9% 인상		팔도	비빔면, 왕뚜껍 등 전 제품 가격 평균 7.8% 인상
	C제일제당	햇반 6~7% 인상	롯데푸드	롯데햄 등 햄 제품 가격 7.4% 인상		
	3월	SPC삼립	양산빵 30여종 가격 평균 9% 인상	10월	서울우유	흰우유 1리터 제품 가격 5.4% 인상
	4월	롯데푸드	업소용 식용유 가격 약 10% 인상	매일유업	흰우유 제품 등 가격 4~5% 인상	
		C제일제당	꽃소금 9% 인상	동원F&B	우유 제품 가격 평균 6% 인상	
5월	C제일제당	햇반컵반 6~8% 인상	11월	팔도	일부 음료 가격 평균 8.2% 인상	
6월	풀무원	면, 떡 제품 최대 40종 품목 평균 8% 인상	12월	동원F&B	참치캔 22종 가격 평균 6.4% 인상	
			롯데칠성	음료 26종 가격 평균 6.8% 인상		
22년	1월	코카콜라	코카콜라 6종 가격 평균 5.7% 인상	6월	오뚜기	냉동피자 등 평균 13.0% 인상
		동아오츠카	포카리스웨트 등 가격 4.7% 인상		농심	일본 컵라면 및 봉지라면 평균 10.0% 인상
		동원F&B	동원 양반죽 전종 가격 15% 인상		오뚜기	업소용 식용유 평균 20.0% 인상
	2월	하이트진로	참이슬 후레쉬 등 소주 출고가 7.9% 인상		C제일제당	햄, 소시지 제품 가격 평균 9.8% 인상
		C제일제당	냉동만두 제품 가격 평균 5~6% 인상	7월	동원F&B	햄, 소시지 제품 가격 평균 5% 인상
		C제일제당	고추장 등 장류 제품 가격 평균 9.5% 인상		오뚜기	소면, 마요네즈 등 평균 13.3% 인상
		샘표	간장 출고 가격 8% 인상		사조	카놀라유 등 19.3% 인상
		대상	고추장 등 장류 가격 평균 11.3% 인상	8월	C제일제당	카놀라유, 포도씨유, 올리브유 각각 29.1%, 19.3%, 12.7% 인상
	풀무원	고기만두 제품 가격 5.9% 인상	C제일제당		스팸 등 편의점 가격 평균 8.2% 인상	
	동원F&B	냉동만두 제품 가격 평균 5% 인상	동원F&B		리챔의 편의점 판매가 20% 인상	
	3월	롯데칠성	처음처럼 등 소주 출고가 7.2% 인상		오뚜기	부침가루 등 20개 품목 10% 인상
		무학	좋은데이 등 주류 출고가 평균 8.84% 인상	9월	농심	라면, 스낵의 출고가 11.3%, 5.7% 인상
		보해양조	임새주 등 주류 출고가 평균 14.6% 인상		팔도	라면 12종의 가격 평균 9.8% 인상
		농심	스낵 과자 출고 가격 평균 6% 인상		오리온	16개 제품 가격 평균 15.8% 인상
		오뚜기	컵누들 일부 제품 가격 14.3% 인상		C제일제당	'비비고 김치' 가격 평균 11% 인상,
		C제일제당	햇반 판매가격 7~8% 인상		오뚜기	라면류 출고가 평균 11% 인상
	4월	롯데제과	일부 초콜릿 및 빙과류 평균 13.8% 인상		대상	'종가집 김치' 가격 평균 10% 인상,
		농심	새우깡 등 과자 가격 약 7% 인상	10월	서울우유	치즈 출고가 약 20% 인상
		서울우유	체다슬라이스 치즈 등 평균 10.0% 인상		샘표식품	간장 등 17종 11.5% 인상
		C제일제당	냉동피자 및 닭가슴살 제품 평균 10% 인상		삼양식품	13개 제품 가격 평균 9.7% 인상
		풀무원	냉동피자 제품 평균 9.8% 인상	11월	팔도	음료 8종의 출고가 7.3% 인상
	5월	해태제과	8개 제품 가격 평균 12.9% 인상		롯데칠성	클라우드 맥주 가격 평균 8.2% 인상
		롯데제과	우유식빵 등 양산빵 14.2% 인상			

자료: 언론 자료, 신한투자증권

2021~23년 가격인상 히스토리

연도	월	기업명	내용	월	기업명	내용
22년	12월	HY	편의점 코카콜라 가격 100~200원 인상	2월	오뚜기	자른 당면 20.5% 인상
		풀무원	평창수 100원, 갈아만든배 400원 인상		롯데제과	돈가스 등 일부 냉동제품 가격 5~11% 인상
		동원F&B	포카리스웨트, 등 주요 음료 가격 인상		롯데제과	제과류, 빙과류 등 제품 80여종 약 200원 인상
		롯데칠성	사이다 등 음료 16종 평균 4.7% 인상		제주삼다수	제주삼다수 평균 9.8% 인상
23년	1월	C제일제당	짜개양념 등 가격 평균 21% 인상	3월	SPC삼립	크림빵 등 약 50여종 제품 가격 평균 12.9% 인상
		롯데칠성	펍시콜라 편의점 가격 200원 인상		빙그레	메로나, 비비빅 등 편의점 유통 아이스크림 가격 20% 인상
		매일유업	마이카페라떼 등 커피 제품 가격 평균 10~12.5% 인상		남양유업	프렌치카페 3종 가격 100~200원 인상
		동원F&B	치즈류 전 제품 가격 평균 10% 내외 인상		롯데제과	월드콘 등 아이스크림류 가격 평균 10% 인상
		해태제과	전 제품 200~300원 인상		롯데제과	자일리톨 등 껌 제품 가격 200원 인상
		웅진식품	아침햇살 등 음료 20여종 가격 7% 인상		CU	편의점 도시락 등 간편식품 일부 제품 가격 평균 최대 6.6% 인상
		롯데칠성	아이시스 생수 출고가 15% 인상		OB맥주	버드와이저 등 수입 맥주 가격 평균 9% 인상

자료: 언론 자료, 신한투자증권

III. 2H23 전망 - 마진 스프레드 개선과 Q 회복

1) 핵심 변수 - ① 마진 스프레드 개선, ② 판매량 회복

국제 곡물 가격, 이미 방향성은 정해졌다

곡물 가격 하향 안정화 기대

지난 2년동안 음식료 업체들의 영업이익을 훼손한 가장 주된 요인은 곡물 가격의 급격한 상승에 따른 원가 변동성의 심화였다. 물론 러시아-우크라이나 전쟁이 아직 끝나지 않았고, 일부 작황 지역에서의 기상 이변이 여전히 이어지고 있어 안심하기는 이르다. 하지만 이미 방향성은 결정되었다. 미국의 파종 면적이 늘어나면서 곡물의 공급이 증가할 것이고, 수요 측면을 의미하는 중국의 돼지 사육두수 역시 더 이상 늘어날 가능성이 적기 때문이다.

무지출 챌린지와 거지방의 등장, 관건은 판매량의 회복

전반적인 구매력이 저하된 상황에서, 리오프닝에 따른 여행 수요 등의 증가는 필수소비재 영역에서 지불용의 가격 하락

인플레이션에 따라 전반적인 구매력이 줄어든 상태에서 소비자들이 어떤 영역에서 전략적으로 지출을 줄여야 한다면, 1순위는 필수소비재가 되기 쉽다. 특히 구매 싸이클이 짧은 음식료품은 trading down(소비자들이 당장 필요하지 않거나 중요하게 여기지 않는 제품에 대해 보이는 저가 구매 성향)을 결정하기 매우 쉬운 영역이다. 최근 리오프닝으로 외부 활동이 정상화되며 오락/문화 및 해외 여행 수요가 폭발적으로 증가하고 있는데, 소비자들은 필수소비재 영역에서 지불용의 가격을 낮출 수밖에 없다.

이는 시차를 두고 한국에서도 나타나고 있다. 물가 상승과 이자비용 부담 상승으로 인해 가계의 소비 여력이 위축되면서, 내수 소비심리는 지난해 하반기부터 급격히 둔화되고 있다. 특히 최근 배달 시장이나 외식, 가격대가 높은 HMR 제품군에서 수요 감소 현상이 꾸준히 감지되고 있는데, 이는 필수소비재 영역에서도 앞서 언급한 Trading down 현상이 나타나고 있음을 의미한다.

불황형 소비 아이টে에 주목할 때

상대적으로 가격대가 낮고 식사를 대체할 수 있는 카테고리가 유망

고물가, 고금리 상황이 지속되면서 극단적으로 지출을 줄이는 소비 행태가 이어지고 있다. 불필요한 소비를 줄이는 수준이 아니라, 습관처럼 실천하는 행태로 변하고 있는데, 매일 소비하는 식음료를 중심으로 가성비 상품을 구매하는 것으로 파악된다. 이러한 소비 침체 속에서도 수요가 덜 위축될 품목에 대한 선별적인 투자가 필요하다.

이에 상대적으로 가격대가 낮고, 식사를 대체할 수 있는 카테고리가 유망하다. 통상적으로 Junk Food라고 불리는 라면이나 과자, 빵 등을 꼽을 수 있다. 이러한 카테고리는 저렴한 가격에 한끼 식사를 대체할 수 있는 카테고리들이다. 반면 사치재 성격의 배달음식이나 프리미엄 HMR, 냉동식품 등 단가가 높은 제품은 소비자의 외면을 받을 수밖에 없다. 가정간편식 중에서는 말 그대로 가격대가 낮으면서도 집밥의 기본적인 아이템이 선호될 것으로 판단한다.

2) 2H23 전망 - 쌀 것 전성시대, 다시보는 Junk Food

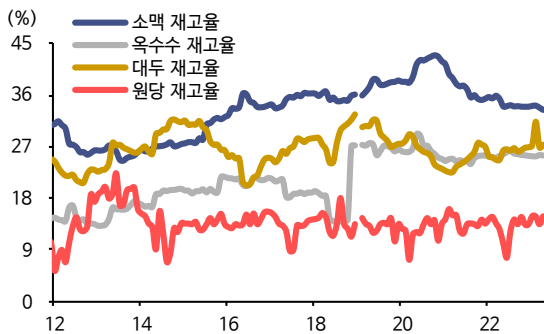
곡물 가격 하락, 마진 스프레드 개선 본격화

하반기 곡물 가격이 더 하락하면서 마진 스프레드 개선이 본격적으로 나타날 것

지난해 하반기부터 하락세를 보이고 있는 곡물 가격은 올해 하반기에는 그 하락세가 더 가파르게 나타날 것이다. 곡물의 수요 증가 요인인 중국 돼지 사육두수는 정체되고 있고, 공급 감소 요인인 지정학적 리스크와 기상 이변 역시 우려가 점차 해소되기 때문이다.

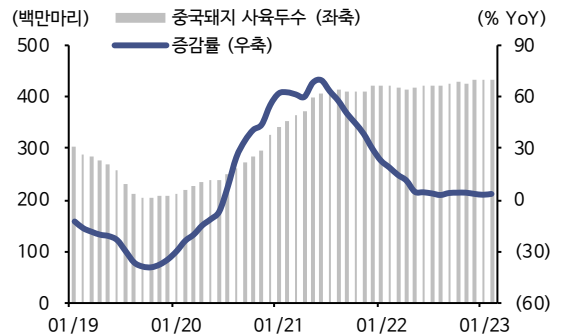
다만, 곡종별로 하락의 폭은 차별화될 것이다. 북미와 유럽이 주요 생산지인 소맥과 옥수수, 대두는 공급 과잉 이슈가 대두되며 가격이 2021년 수준으로 회귀했고, 하반기에도 하락폭이 가파르게 나타날 것이다. 다만, 남반구와 아시아가 주요 작황지인 원당은 기상 이변에 따른 후폭풍으로 하락폭이 제한될 것이다.

주요 곡물 기말재고율 추이



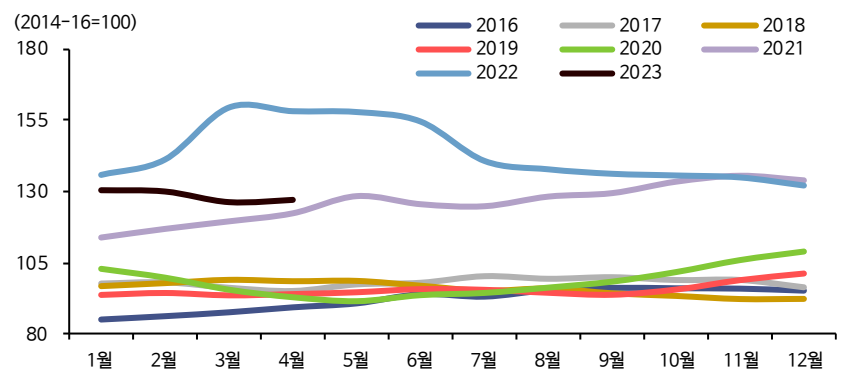
자료: USDA, 신한투자증권

중국 돼지 사육두수 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

세계 식량 가격지수 추이



자료: FAO, 신한투자증권

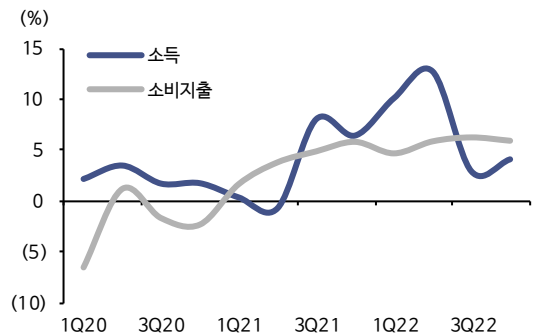
무지출 챌린지와 거지방의 등장, 관건은 판매량의 회복

전반적인 구매력이 저하된 상황에서, 리오프닝에 따른 여행 수요 등의 증가는 필수소비재 영역에서 지불용의 가격 하락

인플레이션에 따라 전반적인 구매력이 줄어든 상태에서 소비자들이 어떤 영역에서 전략적으로 지출을 줄여야 한다면, 1순위는 필수소비재가 되기 쉽다. 특히 구매 사이클이 짧은 음식료품은 trading down(소비자들이 당장 필요하지 않거나 중요하게 여기지 않는 제품에 대해 보이는 저가 구매 성향)을 결정하기 매우 쉬운 영역이다. 최근 리오프닝으로 외부 활동이 정상화되며 오락/문화 및 해외 여행 수요가 폭발적으로 증가하고 있는데, 소비자들은 더더욱 필수소비재 영역에서 지불용의 가격을 낮출 수밖에 없다.

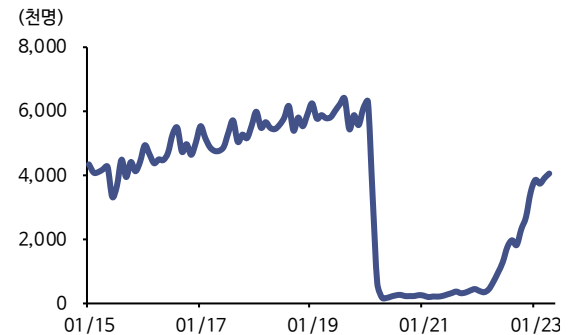
이는 시차를 두고 한국에서도 나타나고 있다. 물가 상승과 이자비용 부담 상승으로 인해 가계의 소비 여력이 위축되면서, 내수 소비심리는 지난해 하반기부터 급격히 둔화되고 있다. 특히 최근 배달 시장이나 외식, 가격대가 높은 HMR 제품군에서 수요 감소 현상이 꾸준히 감지되고 있는데, 이는 필수소비재 영역에서도 앞서 언급한 Trading down 현상이 나타나고 있음을 의미한다.

가구당 월평균 가계수지 증감율



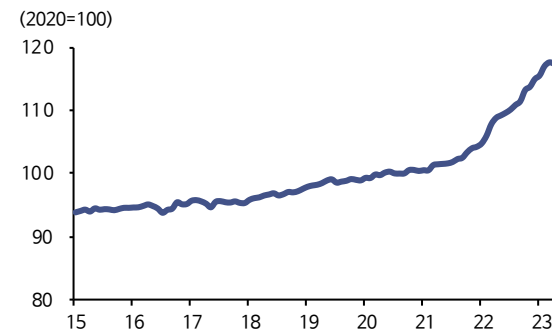
자료: 통계청, 신한투자증권

인천공항 이용객수 추이



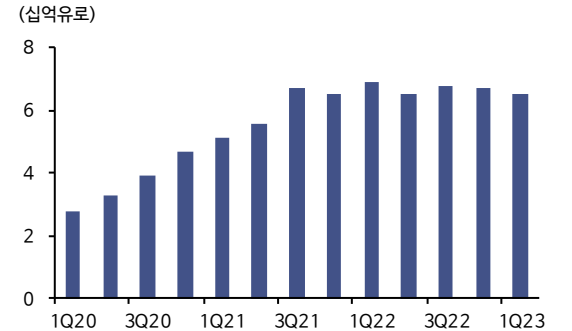
자료: 인천공항, 신한투자증권

가공식품 물가지수 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

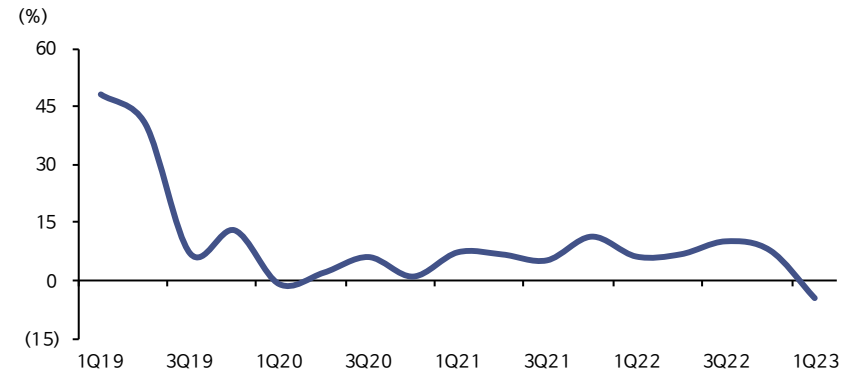
딜리버리히어로 아시아 GMV 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

눈여겨볼만한 점은 국내 1위 종합식품회사인 CJ제일제당의 부진이다. CJ제일제당은 상대적으로 제품의 가격대가 높아 경기침체 우려가 현실화된 3Q22부터 국내 가공식품의 판매량이 역성장하고 있다. 최근 가성비를 강조한 제품, 외식 수요를 내식으로 전환시킬 수 있는 제품을 출시하며 판매량 성장 침체를 극복하고자 하나, 단기적으로는 쉽지 않은 상황이다.

CJ제일제당 국내 가공식품 매출 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

상대적으로 가격대가 낮고
식사를 대체할 수 있는
카테고리가 유망

불황형 소비 아이템에 주목할 때

고물가, 고금리 상황이 지속되면서 극단적으로 지출을 줄이는 소비 행태가 이어지고 있다. 불필요한 소비를 줄이는 수준이 아니라, 습관처럼 실천하는 행태로 변하고 있는데, 매일 소비하는 식음료를 중심으로 가성비 상품을 구매하는 것으로 파악된다. 이러한 소비 침체 속에서도 수요가 덜 위축될 품목에 대한 선별적인 투자가 필요하다.

이에 상대적으로 가격대가 낮고, 식사를 대체할 수 있는 카테고리가 유망하다. 통상적으로 Junk Food라고 불리는 라면이나 과자, 빵 등을 꼽을 수 있다. 이러한 카테고리는 저렴한 가격에 한끼 식사를 대체할 수 있는 카테고리들이다. 반면 사치재 성격의 배달음식이나 프리미엄 HMR, 냉동식품 등 단가가 높은 제품은 소비자의 외면을 받을 수밖에 없다. 가정간편식 중에서는 말 그대로 가격대가 낮으면서도 집밥의 기본적인 아이템이 선호될 것으로 판단한다.

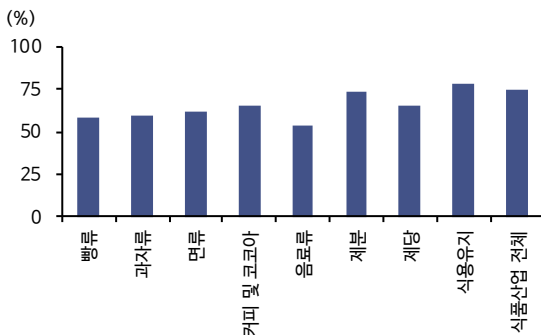
경쟁 완화 지속

대다수 기업들이 수익성
위주 경영 전략을 추구하며
경쟁 완화되는 점 긍정적

대다수의 기업들은 수익성 위주의 경영 전략을 꺾하여 전반적인 업계 경쟁이 완화되고 있는 점 역시 긍정적이다. CJ제일제당이 2019년 하반기부터 매출, 점유율 보다는 수익성에 초점을 둔 경영 전략으로 선회했고, 다른 기업들 역시 불필요한 판촉 활동을 줄이고 있다. 이에 따라 음식료 업종 전반적인 경쟁 완화가 수익성을 개선시킬 것이다.

곡물 가격 상승에 따른 원가 부담은 기타 비용 통제로 이어진다. 농촌경제연구원에 따르면 음식료 산업의 제조원가 대비 원재료비 비중은 54~78%로 굉장히 높다. 원가 부담이 심해지고 매크로 환경이 악화되는 상황에서 기업들은 긴축 경영을 택할 가능성이 높다. 원가율이 상승하면 적정 수준의 마진을 방어하기 위해 판관비율을 관리하는데, 판관비 내에서 통제 가능한 변동비 성격의 비용은 광고 판촉비와 지급수수료가 유일하다. 이에 따라 음식료 기업들의 무의미한 점유율 경쟁은 하반기에도 제한적일 것이라 판단한다.

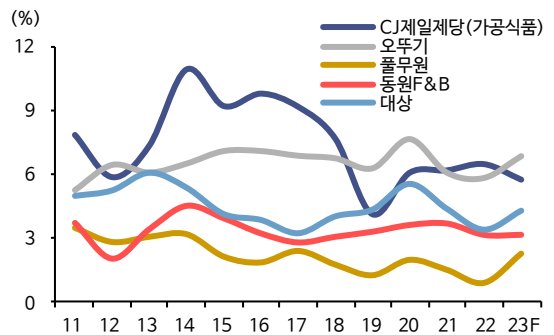
음식료 업종 제조원가 대비 원재료비 비중



자료: KREI, 신한투자증권

주: 2021년 기준

주요 가공식품업체 영업이익률 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: 23년은 컨센서스 기준

3) 기회/위험 요인 - 가격 경쟁력 vs. 투입 원가 개선 시점 지연

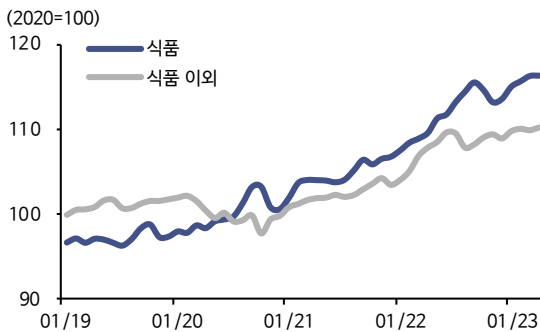
기회 요인 - 지속되는 런치플레이션, 가공식품 가격 경쟁력 부각

외식 물가 또한 큰 폭으로
증가하면서 가공식품의
가격 경쟁력 지속 부각

지난 해부터 이어진 급격한 곡물 가격 상승과 인플레이션으로 외식 물가가 크게 상승하면서 ‘런치플레이션’(런치+인플레이션)이라는 신조어가 탄생했다. 외식이 전체 소비 지출에서 차지하는 비중은 약 14.3%이다. 높은 비중을 차지하는 외식은 지난해와 올해 큰 폭의 상승률을 보였다.

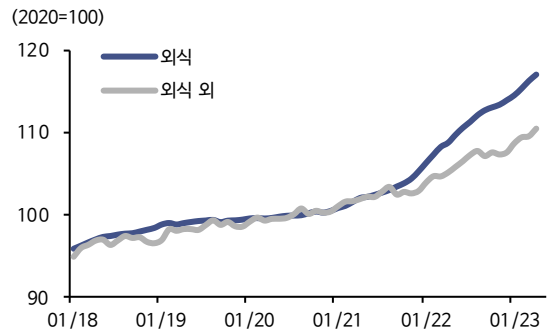
이러한 상황에서 편의점 도시락이나 HMR 등 가공식품의 가격 경쟁력이 부각되고 있다. 외식 가격의 상승이 대체재 가격의 심리적인 저항선도 올렸기 때문이다. 가공식품 물가 상승률 역시 2011년 당시의 상승률을 상회하고 있지만, 외식 대비해서는 여전히 가격 경쟁력이 뛰어나다. 외식 가격 인상은 두 가지 측면에서 가공식품에 긍정적인데, 1) 외식 가격의 상승분만큼 가격 인상 여력이 발생하며, 2) 대체재인 외식의 가격 인상은 가공식품의 수요를 더욱 공고히 할 수 있다.

생활 물가지수 추이(식품 vs. 식품 이외)



자료: 통계청, 신한투자증권

외식서비스 물가 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

2021~23년 외식 가격인상 히스토리

연도	월	기업명	내용	월	기업명	내용
21년	1월	피자헛	치즈포켓 엠티, 블랙알리오 엠티, 사이드 콤보 세트 2종 가격 14.5% 상승	6월	롯데리아	버거 상품 등 81종 가격 평균 5.5% 인상
	2월	롯데리아	버거류 13종, 디저트류 7종, 드링크류 2종 등 전체 25종 가격 평균 100~200원 인상	7월	투썸플레이스	떠먹는 케이크 4종 가격 400원 인상
		파리바게뜨	95개 품목에 대해 평균 5.6% 인상	8월	서브웨이	샌드위치 가격 평균 5.8% 인상
		뚜레쥬르	90여개 품목에 대해 평균 9% 인상		도미노	제품 라인 별로 1,000원 및 500원 인상
		맥도날드	버거류 11종 포함해 총 30종 품목의 가격 평균 2.8% 인상	9월	맥도날드	메뉴 가격 평균 4.8% 인상
	3월	버거킹	버거류 9종을 포함해 총 17종 가격 평균 1.2% 인상		투썸플레이스	일부 제품 가격을 평균 5% 인상
		미스터피자	피자 단품의 가격을 일괄 2,000원 인상	11월	커피빈 코리아	온라인몰에서 판매 중인 원두가격 1,000~2,000원 인상
		파파존스	일부 피자 메뉴 가격을 평균 6.7% 인상		교촌치킨	가격 평균 8.1% 인상
	5월	아티제	빙수, 케이크 등 가격 2,000원 인상	12월	롯데리아	제품 가격 평균 4.1% 인상
		커피빈	아메리카노 등 50종 100~300원 인상		BHC	주요 제품 가격 1,000~2,000원 인상
		BBQ	치킨 전 제품의 가격을 2,000원 인상			
22년	1월	스타벅스코리아	일부 음료의 가격을 100~400원 인상	6월	롯데리아	일부 제품 가격 평균 5.5% 인상
		커피빈	커피 가격 100원 인상	7월	버거킹	총 46개 메뉴 가격 인상
		할리스	일부 음료의 가격을 100~400원 인상		KFC	일부 메뉴 가격 최대 400원 인상
		버거킹	일부 햄버거 가격 평균 2.9% 인상		뚜레쥬르	80여개 품목 가격 평균 9.5% 인상
		KFC	일부 메뉴 가격 100~200원 인상	8월	도미노피자	라지 1,000원, 미디움 500원 가격 인상
	2월	폴바셋	판매 제품 42종의 가격을 200~500원 인상	9월	노브랜드버거	주요 햄버거 가격 300원 인상
	3월	미스터피자	피자 단품의 가격을 일괄 2,000원 인상		투썸플레이스	일부 제품 가격 평균 5% 인상
		파파존스	일부 피자 메뉴 가격을 평균 6.7% 인상	10월	투썸플레이스	홀케이크 한정 일부 제품 가격 3% 인상
	4월	크리스피크림도넛	주요 제품 가격 평균 5.2% 인상	11월	피자스쿨	제품 가격 1,000~2,000원 인상
	5월	BBQ	전 품목 가격 2000원 인상	12월	이디야	음료 57종 가격 200~700원 인상
23년	1월	커피빈	카페라떼 등 가격 200원 인상	3월	맘스터치	사이버거 등 43종 제품 가격 평균 5.7% 인상
		미스터피자	피자 포함 일부 메뉴 가격 4~5% 인상		CU	편의점 도시락 등 간편식품 일부 제품 가격 최대 6.6% 인상
	2월	맥도날드	빅맥, 커피 등 일부 제품 가격 평균 5.4% 인상		버거킹	버거 32종, 사이드 및 음료 15종 등 평균 2% 인상
		노브랜드	NBB 오리지널 등 메뉴 23종 가격 평균 4.8% 인상	4월	컴포즈커피	카페라떼, 카푸치노 200원 인상
		KFC	버거, 치킨 제품 가격 100~200원 인상		빽다방	음료 가격 200~500원 인상
		롯데리아	불고기버거 등 가격 평균 5.1% 인상		교촌치킨	최대 3,000원 가격 인상

자료: 언론 자료, 신한투자증권

위험 요인 - 투입원가 개선 시점 지연

곡물 가격이 추가적으로 상승할 경우, 이익 악화 불가피

기상 이변에 따라 곡물 가격이 추가적으로 상승하고, 매크로 불확실성이 지속되어 달러 강세가 이어질 경우 음식료 업종에 위험 요인으로 작용할 전망이다.

먼저 기상 이변으로 곡물 가격이 추가적으로 상승한다면 기업들의 매출원가율이 상승해 영업이익이 훼손될 것이다. 음식료 업종은 대부분 곡물을 수입하기 때문에 곡물 가격이 상승한다면 매출총이익과 영업이익 악화가 뚜렷하게 나타난다.

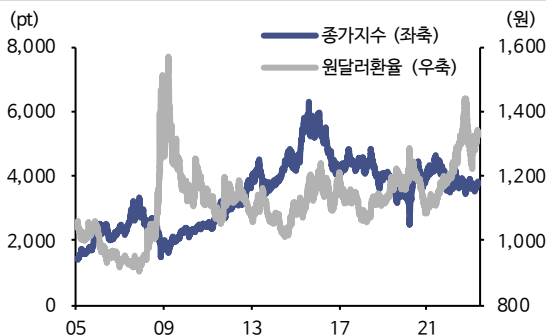
특히 다른 곡물과는 다르게 최근 원당 가격은 연일 신고가를 기록하고 있다. 인도와 중국에서 생산량 전망이 지속적으로 하향되는 가운데, 태국과 유럽에서의 생산량도 기대 이하로 예상되며 공급 부족이 우려되는 상황이다.

달러 강세 시, 원재료 수입 비중이 높고 외화 부채가 많은 기업에게 불리

또한 매크로 변수의 불확실성에 따라 현재의 달러 강세 현상이 유지된다면 음식료 업종에는 위험 요인으로 작용할 전망이다. 음식료 업종은 원재료 수입 비중이 높고 외화 부채가 많아 원달러환율 상승 시 투입원가가 증가하고, 외화 순부채 평가손실이 확대될 리스크가 크다. 이에 따른 EPS 하락폭도 타 업종 대비 높은 편이다. 과거에도 음식료 업종 주가와 원달러환율은 역의 상관관계를 보여왔다. 종목별로 원화 10% 절하 시 순이익 증감은 각각 KT&G +9%, 하이트진로 -2%, 오리온 -3%, CJ제일제당 -5%, 농심 -11%, 롯데칠성 -14%이다.

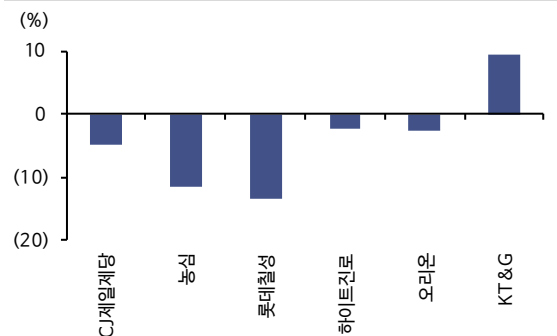
대표적인 원화약세 피해주로 인식되는 기업은 CJ제일제당으로 원달러환율 10% 상승 시 EPS는 5% 하락할 것이다. 다만, 1) 원재료 수입에 따른 환노출 리스크는 80% 가량을 헷지하고 있고, 2) 지난 2~3년간 해외 매출 비중 상승에 따라 달러 매출 역시 증가하고 있어 과거에 비해 환율 변동에 따른 EPS 민감도는 낮아졌다. 2011~12년 기말환율 1% 변화에 따른 외화관련손실은 100억원에 육박했으나, 2013년 이후에는 50억원 수준으로 감소했다. 해외 매출 비중이 상승하기 시작한 2017년 이후에는 40억원 수준으로 줄었으며, 미국 슈완스 인수 효과가 본격화된 2020년 이후에는 20억원 수준으로 낮아졌다.

음식료 업종 주가 vs. 원달러환율



자료: QuantiWise, 신한투자증권

원달러환율 10% 상승 시 주요 기업 EPS 민감도



자료: 신한투자증권

IV. Top picks

싼 것 전성시대, 다시보는 Junk Food, 오리온과 농심 선호

하반기 이익 개선 본격화 및
밸류에이션 매력 높기에
비중확대 의견 유지

음식료 업종은 제품 가격 인상 효과 가시화와 곡물 가격 하향 안정화, 전반적인 경쟁 완화에 따른 이익 개선 효과가 본격화되는데 반해, 밸류에이션 매력도 높아 2H23 투자 매력도가 높아질 것으로 판단한다. 이에 비중확대 의견을 유지한다. 다만 업종 내 판매량 추이에 따라 차별화가 나타날 것이다. 소비 침체 속에서도 수요가 덜 위축될 수 있는 품목을 영위하는 기업에 기회 요인이 많을 것이다. 상대적으로 가격대가 낮고, 식사를 대체할 수 있는 Junk Food 카테고리가 유망하다. 이에 오리온을 Top Pick으로, 농심을 Second Pick으로 제시한다.

오리온
매수(유지)
170,000원(유지)

오리온은 1H23 실적 기저가 높으나, 이를 신제품을 통해 극복했다. 전 지역에서 실적이 성장하는 가운데, 하반기에는 중국 리오프닝에 따른 레버리지 효과도 기대된다. 올해 해외 전 지역에서 공격적인 투자가 예정되어 있다. Capex 투자 규모는 전년대비 2배 이상 증가한 2,000억원 이상으로 예상된다. 이는 최악의 영업 환경 속에서도 제품 경쟁력을 바탕으로 시장의 수요를 창출한 결과이다. 이를 통해 미래 성장 동력을 확보하고자 한다. 이외에도 곡물 가격 하락에 따른 원가 부담 완화도 긍정적이다. 현재 밸류에이션은 12M FWD PER 14배로 지나친 저평가 국면이다. 향후 신제품 출시와 채널 확장에 따른 점유율 상승, 카테고리 확장(견과바, 육포, 생수, 양산빵, 유음료 등), 지역 확장(인도&미국 법인, 러시아 3공장 등)이 가시화된다면 과거와 같은 프리미엄 구간에 진입할 수 있다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 170,000원을 유지한다.

농심
매수(유지)
450,000원(유지)

농심은 경기 침체 시에 상대적으로 가격대가 낮은 라면에 대한 판매량 성장 기대감이 높다. 라면 시장 내 1위 사업자인 동사의 평균 ASP는 667원에 불과하고, 소비자 가격 기준으로도 외식이나 간편식 등 대체재 대비 높은 가격 경쟁력을 보유하고 있다. 지난 2년간 두 차례의 가격 인상에도 불구하고, 대체재 대비 여전히 높은 가격 경쟁력과 오랜기간 구축해놓은 브랜드 파워는 불확실성이 높은 현재 큰 강점으로 부각될 것이다. 이외에도 해외 사업의 성장성에 주목할 필요가 있다. 해외 시장은 수요가 꾸준히 증가하고 있고, 주기적인 가격 인상이 가능하다. 또한, 채널 확대에 따른 초기 비용 투입은 어느 정도 마무리되었다. 올해 연결기준 매출과 영업이익의 25%, 48%가 해외로부터 창출되며 이익 기여도가 상승한다. 특히 미국 2공장(기존 Capa 대비 60% 증가)의 가동률이 예상보다 빠르게 상승(현재 약 45%)하고 있는데, 1위 사업자와의 점유율 역전도 기대해볼 수 있어 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용할 것이다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 450,000원을 유지한다.

커버리지 기업 밸류에이션

(원, 배, %)	PER		EPS증가율 23F~24F	PBR		ROE 23F	EV/EBITDA	
	23F	24F		23F	24F		23F	24F
KT&G	11.7	11.0	6.3	1.2	1.1	10.1	6.4	5.8
CJ제일제당	10.1	6.4	57.6	0.7	0.7	4.9	5.3	4.8
오리온	14.7	13.1	12.1	1.8	1.6	13.2	6.3	5.4
농심	15.7	14.8	5.8	1.0	1.0	4.8	6.8	6.2
하이트진로	15.3	11.7	30.9	1.4	1.3	9.1	6.3	5.3
롯데칠성	10.6	8.4	26.4	1.0	0.9	9.3	6.2	5.6
SPC삼립	10.2	14.2	(27.8)	1.5	1.4	16.2	6.1	7.2
풀무원	15.3	10.6	44.3	1.1	1.0	3.4	6.1	5.7

자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: 2023년 5월 17일 기준

커버리지 기업 실적 요약

(십억원, %)	1Q23 영업이익			2Q23F 영업이익			2023F 영업이익		
	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비
KT&G	316.5	299.0	5.9	338.7	313.8	7.9	1,285.8	1,217.2	5.6
CJ제일제당	252.8	296.9	(14.8)	347.2	355.6	(2.4)	1,370.4	1,446.5	(5.3)
오리온	99.1	105.7	(6.2)	105.7	102.7	3.0	513.0	501.0	2.4
농심	63.8	45.6	39.8	30.9	29.3	5.3	192.2	181.9	5.7
하이트진로	38.7	35.7	8.3	52.3	50.0	4.5	195.7	181.9	7.6
롯데칠성	59.3	61.9	(4.2)	73.2	73.4	(0.3)	261.7	263.3	(0.6)
SPC삼립	16.6	15.4	8.4	25.9	25.1	3.0	105.4	101.7	3.6
풀무원	12.3	12.0	2.2	18.6	17.0	9.1	65.0	52.0	25.1

자료: QuantiWise, 신한투자증권