



음식료

비중확대 (유지)

새삼 느껴지는 월급의 소중함

 **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

곡물 가격 상승에 울고 웃었던 2022년

곡물 가격 상승에
주가는 부진했으나
필수소비재 면모 부각

올해 음식료 업종은 연초 대비 5.7% 하락하며 코스피 지수를 18%p 아웃퍼폼했다. 필수소비재 특성상 대외적인 불확실성과 무관한 안정적인 모습이 부각됐다. 연초부터 러시아-우크라이나 전쟁, 기상 이변, 주요 작황지의 생산 부진으로 인해 곡물 가격이 가파른 상승을 보였다. 이는 음식료 기업들의 원가율 상승으로 이어져 실적은 대부분 부진했다. 하지만 6월부터는 전반적인 원자재 가격 급락 속에서 곡물 가격 역시 하락 반전했다. 한편, 치솟던 곡물 가격을 반영하여 상반기에 거의 모든 업체들이 제품 가격 인상을 단행했고, 이는 하반기에도 이어졌다.

1Q23부터 마진 스프레드 개선 예상, 1) 곡물 가격 하향 안정화, 2) 경쟁 완화

곡물 가격 방향성과
경쟁 강도 체크 必

2023년에는 곡물 가격의 방향성과 경쟁 환경을 체크할 필요가 있다.

2020년 하반기부터 급격한 상승을 보인 곡물 가격은 2023년에는 하락 반전할 것이다. 곡물의 수요 증가 요인인 중국 돼지 사육두수는 정체되고 있고, 공급 감소 요인인 지정학적 리스크와 기상 이변 역시 우려가 점차 해소되기 때문이다. 특히 남미 작황 여부에 따라서 2013~14년처럼 곡물 가격이 급락할 가능성도 존재한다.

2021년 하반기부터 2022년 상반기까지 음식료 업체들은 가격 인상을 단행했고, 최근들어 다시 시작되고 있다. 곡물 등 원부자재 가격 상승에 달려 강세까지 이어진 점이 제품 가격 인상에 대한 명분을 정당화했기 때문이다. 특히 지금까지 가격 인상에 보수적이었던 업체들도 동참한 점이 금번 가격 인상 사이클의 특징이다. 곡물 가격이 하락하는 가운데 가격 인상 효과가 가시화되면 마진 스프레드가 늘어나 영업이익이 크게 개선될 수 있다.

한편, 음식료 업종의 이익을 결정하는 변수인 경쟁 역시 내년에도 완화될 가능성이 높다. 대다수의 기업들이 매출, 점유율보다는 수익성에 초점을 둔 경영 전략을 추구하기 때문이다.

투자전략 - 가격 인상과 원가율 하락의 콜라보레이션을 누리자

Top Pick: 오리온
Second Pick: 농심

당사는 2023년 가격 인상 효과와 원가율 하락, 경쟁 완화에 따라 음식료 업종의 이익이 개선될 것이라 판단한다. 이에 비중 확대 의견을 유지한다. 2022년 원가 부담으로 실적과 주가가 크게 훼손된 기업들에 기회 요인이 많을 것이다. 이에 오리온을 Top Pick으로, 농심을 Second Pick으로 제시한다. 오리온은 그동안 쌓아온 견고한 브랜드 파워를 감안 시 점유율의 하락 없이 영업이익 개선이 가능하다. 농심은 국내 점유율이 반등하고 있고, 가격 인상에 따른 영업이익 개선(약 500억 증가 추산) 민감도가 크다.

II. 2022년 요약 - 곡물 가격 상승과 가격 인상

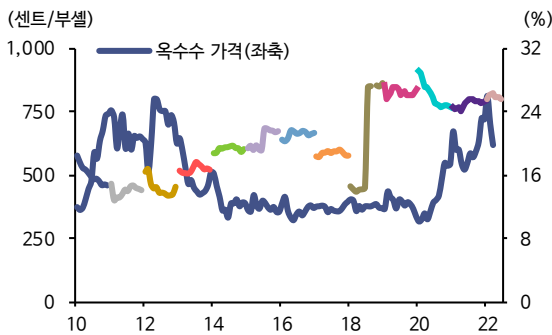
유례 없는 곡물 가격 상승과 1년만에 다시 나타난 가격 인상 사이클

곡물 가격 상승에
주가는 부진했으나
필수소비재 면모 부각

올해 음식료 업종은 연초 대비 5.7% 하락하며 코스피 지수를 18%p 아웃퍼폼했다. 연초부터 러시아-우크라이나 전쟁, 기상 이변, 주요 작황지의 생산 부진으로 인해 곡물 가격이 가파른 상승을 보였다. 이는 음식료 기업들의 원가율 상승으로 이어져 실적은 대부분 부진했다. 하지만 필수소비재 특성상 대외적인 불확실성과 무관한 안정적인 모습이 부각된 점이 긍정적이었다.

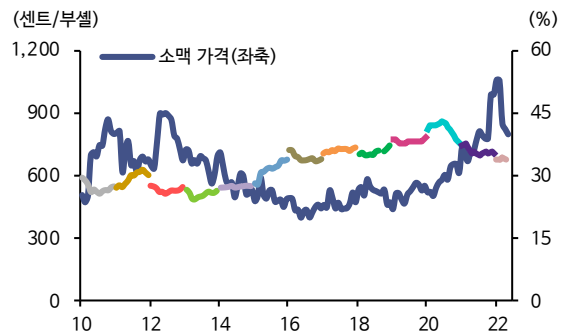
당사는 2022년 음식료 업종 전망을 통해 2022년 곡물 가격은 하향 안정화되고, 2021년 하반기 실시한 가격 인상이 본격화되며 음식료 기업의 마진 스프레드가 확대될 것이라고 전망한 바 있다. 하지만 당사 예상과는 다르게 2022년 곡물 가격은 더욱 가파르게 상승했다.

옥수수 가격 및 기말재고율 추이



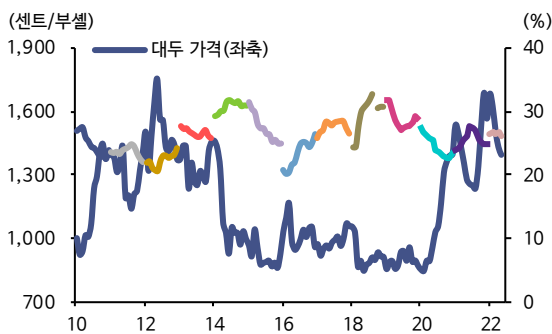
자료: Bloomberg, 신한투자증권

소맥 가격 및 기말재고율 추이



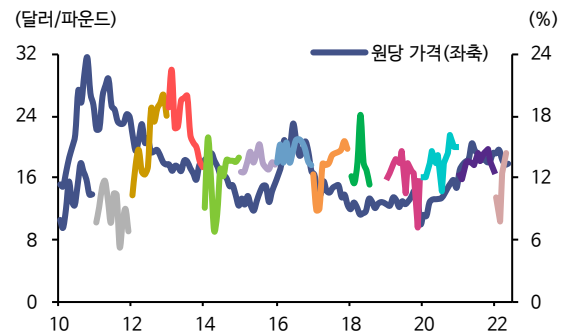
자료: Bloomberg, 신한투자증권

대두 가격 및 기말재고율 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

원당 가격 및 기말재고율 추이



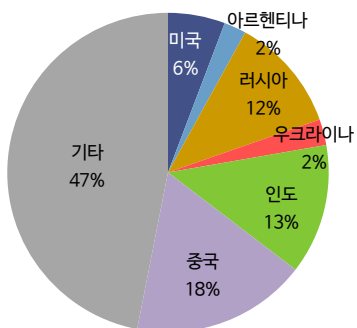
자료: Bloomberg, 신한투자증권

지정학적 리스크,
기상이변으로
곡물 가격 상승

러시아와 우크라이나는 곡물의 주요 생산지이다. 2022년 10월 기준 소맥과 옥수수의 생산 비중은 각각 14%, 4%에 불과하지만 수출 비중은 25%, 11%나 되는데, 전쟁 이전에는 더 높았다. 전쟁 이후 러시아가 보리, 옥수수 등 주요 곡물에 대한 수출을 중단하기로 결정하면서 주요 곡물이 급등세를 보였다. 또한 전쟁의 나비효과로 팜유까지 급등하게 되어 팜유 1위 생산국가인 인도네시아도 팜유 수출을 한동안 중단했다.

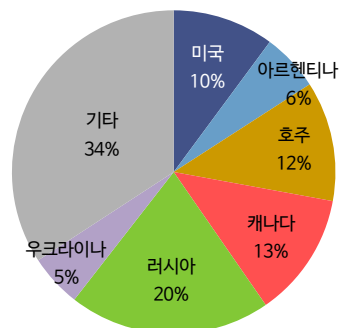
한편, 기상 이변 역시 곡물의 공급 차질을 야기한 원인이다. 남반구에 라니냐가 발생하며 브라질, 아르헨티나 등 남미의 작황이 부진했다. 또한 미국과 중국 역시 이상 기온으로 파종이 지연되었고, 세계 2위 소맥 생산국인 인도 역시 이른 폭염으로 수확량이 50% 이상 줄어든 것이라는 우려가 있다.

글로벌 소맥 생산 비중



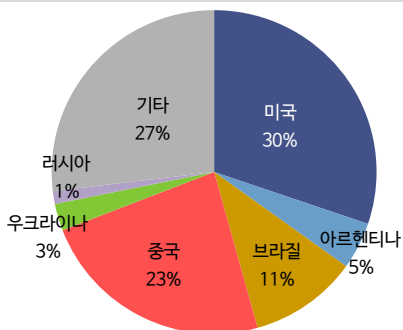
자료: USDA, 신한투자증권
주: 2022년 10월 예상

글로벌 소맥 수출 비중



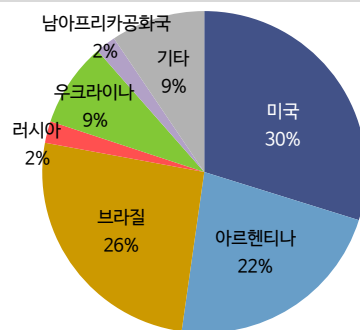
자료: USDA, 신한투자증권
주: 2022년 10월 예상

글로벌 옥수수 생산 비중



자료: USDA, 신한투자증권
주: 2022년 10월 예상

글로벌 옥수수 수출 비중

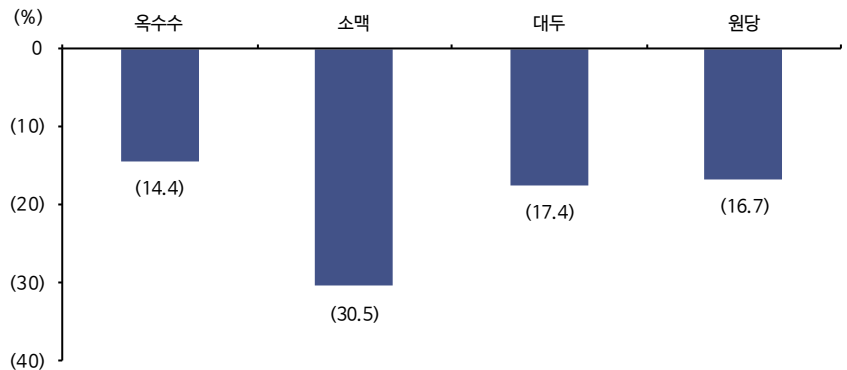


자료: USDA, 신한투자증권
주: 2022년 10월 예상

치솟던 곡물 가격은 6월을 기점으로 하락 반전

이러한 공급 감소 원인들로 인해 상반기 큰 폭으로 상승하던 곡물 가격은 6월을 기점으로 하락했다. 경기 침체 우려 속 전반적인 원자재 가격이 급락했고, 곡물 역시 예외는 아니었다. 2022년 상반기 옥수수/소맥/대두/원당의 상승률은 각각 6%, 14%, 17%, -1%였으나, 6월부터 빠르게 하락해 고점 대비로는 각각 14%, 31%, 17%, 17% 하락했다.

주요 곡물 고점 대비 하락률



자료: Bloomberg, 신한투자증권

가격 인상 사이클 시작

한편, 치솟던 곡물 가격을 반영하여 가격 인상도 빈번하게 일어났다. 통상적으로 곡물의 투입 시기는 매입 시기 대비 약 3~6개월 정도의 lagging 효과가 있다. 그리하여 2020년 중반부터 상승한 곡물이 투입되는 2021년초부터 음식료 기업들의 가격 인상이 시작됐다. 특히 1차 소재식품 업체들이 원가율 상승을 견디지 못하고 2Q21부터 B2B형 가격을 인상한 이후, 3Q21부터 2022년 상반기까지 가공식품 업체들의 가격 인상 사이클이 진행되었다. 2022년 하반기 달러 강세까지 겹치며 제품 가격 인상은 하반기에도 이어졌다.

2021-22년 가격인상 히스토리

연도	월	기업명	내용	월	기업명	내용
21년	1월	코카콜라	편의점 코카콜라 가격 100~200원 인상	7월	CJ제일제당	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	홍련볼 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	파리바게트 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
		CJ제일제당	햇반 6~7% 인상		롯데푸드	롯데햄 등 햄 제품 가격 7.4% 인상
	3월	SPC삼립	양산빵 30여종 가격 평균 9% 인상	10월	서울우유	현우유 1리터 제품 가격 5.4% 인상
	4월	롯데푸드	업소용 식용유 가격 약 10% 인상		매일유업	현우유 제품 등 가격 4~5% 인상
		CJ제일제당	꽃소금 9% 인상		동원F&B	우유 제품 가격 평균 6% 인상
	5월	CJ제일제당	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	5월	해태제과	8개 제품 가격 평균 12.9% 인상
		동아오츠카	포카리스웨트 등 가격 4.7% 인상		롯데제과	우유식빵 등 양산빵 14.2% 인상
		동원F&B	동원 양반죽 전종 가격 15% 인상	6월	오뚜기	냉동피자 등 평균 13.0% 인상
	2월	하이진로	참이슬 후레쉬 등 소주 출고가 7.9% 인상		농심	일본 컵라면 및 봉지라면 평균 10.0% 인상
		CJ제일제당	냉동만두 제품 가격 평균 5~6% 인상		오뚜기	업소용 식용유 평균 20.0% 인상
		CJ제일제당	고추장 등 장류 제품 가격 평균 9.5% 인상	7월	CJ제일제당	햄, 소시지 제품 가격 평균 9.8% 인상
		샘표	간장 출고 가격 8% 인상		동원F&B	햄, 소시지 제품 가격 평균 5% 인상
		대상	고추장 등 장류 가격 평균 11.3% 인상		오뚜기	소면, 마요네즈 등 평균 13.3% 인상
		풀무원	고기만두 제품 가격 5.9% 인상	8월	사조	카놀라유 등 19.3% 인상
		동원F&B	냉동만두 제품 가격 평균 5% 인상		CJ제일제당	카놀라유, 포도씨유, 올리브유 각각 29.1%, 19.3%, 12.7% 인상
	3월	롯데칠성	처음처럼 등 소주 출고가 7.2% 인상		CJ제일제당	스팸 등 편의점 가격 평균 8.2% 인상
		무학	좋은데이 등 주류 출고가 평균 8.84% 인상	9월	동원F&B	리첼의 편의점 판매가 20% 인상
		보해양조	임새주 등 주류 출고가 평균 14.6% 인상		오뚜기	부침가루 등 20개 품목 10% 인상
		농심	스낵 과자 출고 가격 평균 6% 인상		농심	라면, 스낵의 출고가 11.3%, 5.7% 인상
		오뚜기	컵누들 일부 제품 가격 14.3% 인상	10월	팔도	라면 12종의 가격 평균 9.8% 인상
		CJ제일제당	햇반 판매가격 7~8% 인상		오리온	16개 제품 가격 평균 15.8% 인상
		롯데제과	일부 초콜릿 및 빙과류 평균 13.8% 인상		CJ제일제당	'비비고 김치' 가격 평균 11% 인상,
	4월	농심	새우깡 등 과자 가격 약 7% 인상		오뚜기	라면류 출고가 평균 11% 인상
		서울우유	체다슬라이스 치즈 등 평균 10.0% 인상	11월	대상	'종가김 김치' 가격 평균 10% 인상,
		CJ제일제당	냉동피자 및 닭가슴살 제품 평균 10% 인상		서울우유	치즈 출고가 약 20% 인상
		풀무원	냉동피자 제품 평균 9.8% 인상		샘표식품	간장 등 17종 11.5% 인상
					삼양식품	13개 제품 가격 평균 9.7% 인상
					팔도	음료 8종의 출고가 7.3% 인상

자료: 언론 자료, 신한투자증권

III. 2023년 전망 - 곡물 가격 하락과 경쟁 완화

1) 핵심 변수 - ① 곡물 가격 하락, ② 경쟁 완화

국제 곡물 가격, 방향성은?

대부분 곡물을 수입
→ 곡물 가격 하락해야
이익 개선 효과 ↑

2021~22년 음식료 업종의 실적을 결정한 핵심 변수는 곡물 가격이었다. 음식료 업종은 대부분의 곡물을 수입하고 있기 때문에 곡물 가격이 하락해야 매출총이익과 영업이익 개선 효과가 뚜렷하게 나타난다. 과거 2014년 곡물 가격 하향 안정화 이후 2014~16년 음식료 업체들의 영업이익이 큰 폭으로 증가했었다.

곡물 가격 하락과 가격 인상 효과의 콜라보레이션

2020년 하반기부터 급격한 상승을 보인 곡물 가격은 2023년에는 하락 반전할 것이다. 곡물의 수요 증가 요인인 중국 돼지 사육두수는 정체되고 있고, 공급 감소 요인인 지정학적 리스크와 기상 이변 역시 우려가 점차 해소되기 때문이다. 특히 남미 작황 여부에 따라서 2013~14년처럼 곡물 가격이 급락할 가능성도 존재한다.

통상적으로 음식료 업체들은 정부의 규제나 소비자 저항 등의 원인으로 3~4년의 사이클을 두고 가격 인상을 단행한다. 2Q21부터 원가 부담이 본격화되며 2H21~1H22까지 음식료 업체들의 전방위적인 가격 인상이 나타났고, 최근 들어 가격 인상은 다시 시작되고 있다. 곡물 등 원부자재 가격 상승에 달려 강세까지 이어진 점이 제품 가격 인상에 대한 명분을 정당화했기 때문이다. 특히 지금까지 가격 인상에 보수적이었던 업체들도 동참한 점이 금번 가격 인상 사이클의 특징이다. 곡물 가격이 하락하는 가운데 가격 인상 효과가 가시화되면 마진 스프레드가 늘어나 영업이익이 크게 개선될 수 있다.

음식료 업종 투자에 있어 가격 인상은 중요한 투자포인트이다. 가격 인상에 따른 매출 증가가 영업이익에 대부분 반영되기 때문이다. 2013년 이후 저성장 시기 음식료 업종의 투자포인트는 1) 점유율 경쟁에서 우위를 점할 수 있는 신제품 출시와 2) 제한적인 내수 성장을 타개하기 위한 해외진출이었다. 하지만, 코로나19 이후 채널보다는 브랜드 파워가 재차 중요한 이슈로 부각되었고, 곡물 가격 상승과 인플레이션은 음식료 업종의 투자포인트를 가격 전가력으로 변화시켰다. 이는 과거 몇 년 동안의 투자포인트와는 성격이 매우 다르다.

경쟁 완화 지속

수익성 위주 경영으로
경쟁 완화 지속될 것

대다수의 기업들이 수익성 위주의 경영 전략을 꺾으며 전반적인 업계 경쟁이 완화되고 있는 점 역시 긍정적이다. 국내 1위 종합식품회사인 CJ제일제당이 2019년 하반기부터 매출, 점유율보다는 수익성에 초점을 둔 경영 전략으로 선회했고, 다른 기업들 역시 불필요한 판촉 활동을 줄이고 있다. 이에 따라 음식료 업종 전반적인 경쟁 완화가 수익성을 개선시킬 것이다.

2) 2023년 전망 - 마진 스프레드 개선에 따른 턴어라운드 예상

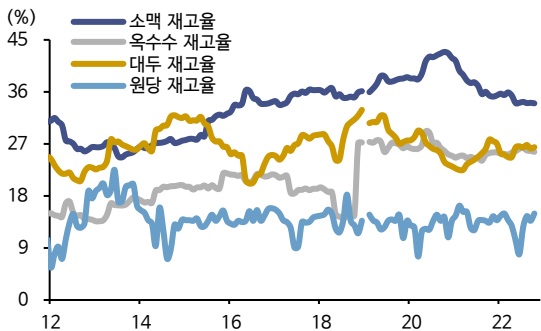
곡물 가격 하향 안정화에 따른 마진 스프레드 개선

2023년 곡물 가격 하향 안정화 전망

2020년 하반기부터 급격한 상승을 보인 곡물 가격은 2023년에는 하락 반전할 것이다. 곡물의 수요 증가 요인인 중국 돼지 사육두수는 정체되고 있고, 공급 감소 요인인 지정학적 리스크와 기상 이변 역시 우려가 점차 해소되기 때문이다. 특히 남미 작황 여부에 따라서 2013~14년처럼 곡물 가격이 급락할 가능성도 존재한다.

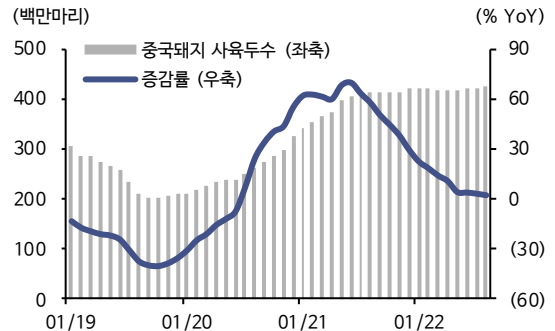
2022년 곡물 가격 급등을 야기한 원인이었던 지정학적 리스크는 점차 해소되고 있다. 7월말 UN과 튀르키예의 중재로 러시아와 우크라이나는 흑해를 통한 곡물 수출을 재개하는 협정을 체결했다. 이에 우크라이나 곡물 수출이 재개되면서, 전쟁 이전 수준으로 회복됐다. 9월 우크라이나 농산물(곡물, 채소, 식용유 등) 수출량은 690만톤으로, 2021년 9월 수출량인 710만톤과 거의 비슷한 수준이다.

주요 곡물 기말 재고율 추이



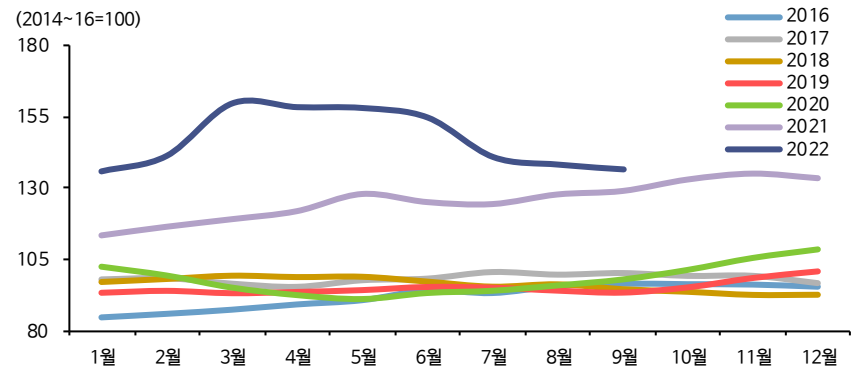
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 돼지 사육두수 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

세계 식량 가격지수 추이



자료: FAO, 신한투자증권

가격 인상 효과의 본격화

곡물 가격 인상은
가격 인상 명분을 제공

곡물 가격의 가파른 상승은 음식료 업체들의 가격 인상에 대한 명분을 정당화한다. 통상적으로 음식료 업체들은 정부의 규제나 소비자 저항 등의 원인으로 3~4년의 사이클을 두고 가격 인상을 단행한다. 2Q21부터 원가 부담이 본격화되며 2H21~1H22까지 음식료 업체들의 전방위적인 가격 인상이 나타났고, 최근 들어 가격 인상은 다시 시작되고 있다. 곡물 등 원부자재 가격 상승에 달려 강세까지 이어진 점이 제품 가격 인상에 대한 명분을 정당화했기 때문이다. 특히 지금까지 가격 인상에 보수적이었던 업체들도 동참한 점이 금번 가격 인상 사이클의 특징이다. 곡물 가격이 하락하는 가운데 가격 인상 효과가 가시화되면 마진 스프레드가 늘어나 영업이익이 크게 개선될 수 있다.

가격 인상을 통한
매출 증가는 대부분
영업이익에 반영

음식료 업종 투자에 있어 가격 인상은 중요한 투자포인트이다. 가격 인상에 따른 매출 증가가 영업이익에 대부분 반영되기 때문이다. 2013년 이후 저성장 시기 음식료 업종의 투자포인트는 1) 점유율 경쟁에서 우위를 점할 수 있는 신제품 출시와 2) 제한적인 내수 성장을 타개하기 위한 해외진출이었다. 하지만, 코로나19 이후 채널보다는 브랜드 파워가 재차 중요한 이슈로 부각되었고, 곡물 가격 상승과 인플레이션은 음식료 업종의 투자포인트를 가격 전가력으로 변화시켰다. 이는 과거 몇 년 동안의 투자 포인트와는 성격이 매우 다르다.

음식료 업종 History - 가격 인상 사이클에서 KOSPI 지수 아웃퍼폼



자료: QuantiWise, 신한투자증권

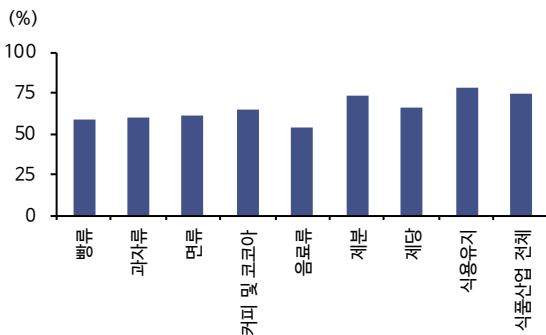
경쟁 완화 지속

수익성 위주 경영으로
경쟁 완화 지속될 것

대다수의 기업들은 수익성 위주의 경영 전략을 피하여 전반적인 업계 경쟁이 완화되고 있는 점 역시 긍정적이다. 국내 1위 종합식품회사인 CJ제일제당이 2019년 하반기부터 매출, 점유율보다는 수익성에 초점을 둔 경영 전략으로 선회했고, 다른 기업들 역시 불필요한 판촉 활동을 줄이고 있다. 이에 따라 음식료 업종 전반적인 경쟁 완화가 수익성을 개선시킬 것이다.

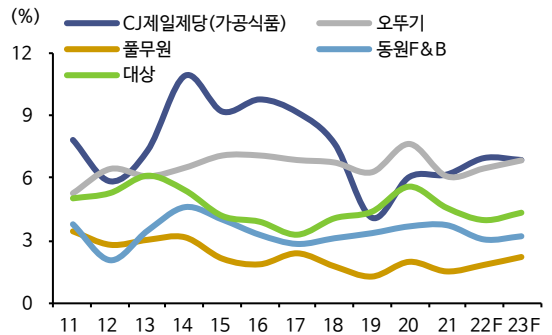
곡물 가격 상승에 따른 원가 부담은 기타 비용 통제로 이어진다. 농촌경제연구원에 따르면 음식료 산업의 제조원가 대비 원재료비 비중은 54~78%로 굉장히 높다. 원가 부담이 심해지고 매크로 환경이 악화되는 상황에서 기업들은 긴축 경영을 택할 가능성이 높다. 원가율이 상승하면 적정 수준의 마진을 방어하기 위해 판관비율을 관리하는데, 판관비 내에서 통제 가능한 변동비 성격의 비용은 광고 판촉비와 지급수수료가 유일하다. 이에 따라 음식료 기업들의 무의미한 점유율 경쟁은 2023년에도 제한적일 것이라 판단한다.

음식료 업종 제조원가 대비 원재료비 비중



자료: 농촌경제연구원, 신한투자증권
주: 2021년 기준

주요 가공식품업체 영업이익률 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권
주: 2022, 23년은 컨센서스 기준

3) 기회/위험 요인 - 가격 경쟁력 vs 매크로 변수 (공급망, 환율)

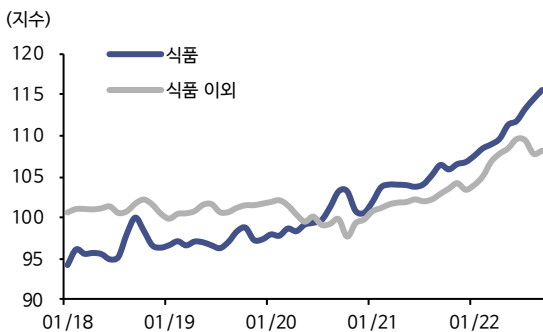
기회 요인 - 런치플레이션, 외식 대비 가공식품의 가격 경쟁력 부각

외식 대비 가공식품의 가격 경쟁력 부각

올해 급격한 곡물 가격 상승과 인플레이션으로 외식 물가가 크게 상승하면서 ‘런치플레이션’(런치+인플레이션)이라는 신조어가 탄생했다. 외식이 전체 소비 지출에서 차지하는 비중은 약 12.7%이다. 높은 비중을 차지하는 외식은 올해 큰 폭의 상승률을 보였다.

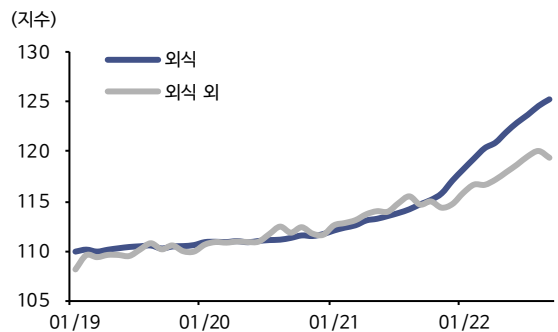
이러한 상황에서 편의점 도시락이나 HMR 등 가공식품의 가격 경쟁력이 부각되고 있다. 외식 가격의 상승이 대체재 가격의 심리적인 저항선도 올렸기 때문이다. 가공식품 물가 상승률 역시 2011년 당시의 상승률을 상회하고 있지만, 외식 대비해서는 여전히 가격 경쟁력이 뛰어나다. 외식 가격 인상은 두 가지 측면에서 가공식품에 긍정적인데, 1) 외식 가격의 상승분만큼 가격 인상 여력이 발생하며, 2) 대체재인 외식의 가격 인상은 가공식품의 수요를 더욱 공고히 할 수 있다.

생활 물가지수 추이(식품vs 식품 이외)



자료: 통계청, 신한투자증권
주: 2020년 연간 = 100

외식서비스 물가 추이



자료: 통계청, 신한투자증권
주: 2015년 연간 = 100

2020~22년 외식 가격 인상 현황

연도	월	기업명	내용	연도	월	기업명	내용
20년	1월	앤제리너스	커피를 포함한 티와 음료 평균 0.7% 인상	22년	1월	스타벅스	일부 음료의 가격을 100~400원 인상
	2월	뚜레쥬르	일부 제품 가격 평균 8% 인상			커피빈	커피 가격 100원 인상
		투썸플레이스	올데이세트, 5600원으로 17% 가격 인상			할리스	일부 음료의 가격을 100~400원 인상
	5월	편의점 3사	치킨 등 즉석식품 가격 100~200원 인상			도미노	일부 피자 제품 가격 1,000원 인상
	6월	맘스터치	싸이버거 등 제품 100원~400원 인상		2월	폴바셋	제품 42종의 가격 200~500원 인상
	12월	KFC	핫크리스피치킨, 오리지널치킨, 징거버거 등 다수 제품 가격 100원~200원 인상			맥도날드	30개 메뉴의 가격 평균 2.8% 인상
		롯데리아	버거류 13종, 디저트류 6종, 드링크류 2종 등 판매 가격 평균 2% 인상			파리바게뜨	66개 제품 가격 평균 6.7% 인상
		버거킹	와퍼 등 27개 메뉴 가격 2.5% 인상		3월	미스터피자	피자 단품의 가격을 일괄 2,000원 인상
						파파존스	일부 피자 메뉴 가격을 평균 6.7% 인상
					5월	아티제	빙수, 케이크 등 가격 2,000원 인상
21년	1월	피자헛	치즈포켓 엠티, 블랙알리오 엠티, 사이드 콤보세트 2종 가격 14.5% 상승			커피빈	아메리카노 등 50종 100~300원 인상
	2월	롯데리아	버거류 13종, 디저트류 7종, 드링크류 2종 등 전체 25종 가격 평균 100~200원 인상			BBQ	치킨 전 제품의 가격을 2,000원 인상
		파리바게뜨	95개 품목에 대해 평균 5.6% 인상		6월	롯데리아	버거 등 81종 가격 평균 5.5% 인상
		뚜레쥬르	90여개 품목에 대해 평균 9% 인상		7월	투썸플레이스	떠먹는 케이크 4종 가격 400원 인상
		맥도날드	버거류 11종 포함해 총 30종 품목의 가격 평균 2.8% 인상			서브웨이	샌드위치 가격 평균 5.8% 인상
	3월	버거킹	버거류 9종을 포함해 총 17종 가격 평균 1.2% 인상		8월	도미노	제품 라인 별로 1,000원 및 500원 인상
	11월	커피빈 코리아	온라인몰에서 판매 중인 원두가격 1,000~2,000원 인상			맥도날드	메뉴 가격 평균 4.8% 인상
		교촌치킨	가격 평균 8.1% 인상		9월	투썸플레이스	일부 제품 가격을 평균 5% 인상
	12월	롯데리아	제품 가격 평균 4.1% 인상				
		BHC	주요 제품 가격 1,000~2,000원 인상				

자료: 언론 자료, 신한투자증권

위험 요인 - 공급망 차질과 달러 강세

공급망 차질에 따른
곡물 가격 추가 상승 시
이익에 지속적인 부담

매크로 불확실성이 지속되어 공급망 차질과 달러 강세가 이어질 경우 음식료 업종에 위험 요인으로 작용할 전망이다.

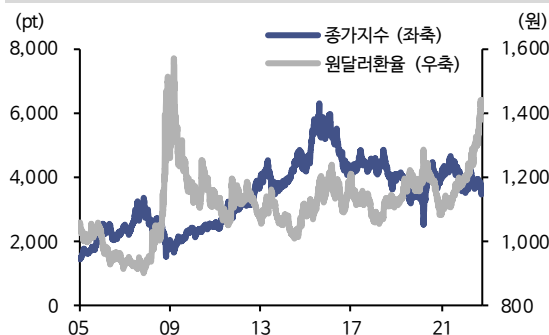
먼저 공급망 차질에 따라 곡물 가격 상승이 추가적으로 나타날 경우 음식료 기업들의 매출원가율이 상승하여 영업이익에 부정적인 영향을 끼칠 것이다. 음식료 업종은 대부분의 곡물을 수입하고 있기 때문에 곡물 가격이 상승한다면 매출총이익과 영업이익의 악화가 뚜렷하게 나타난다.

달러 강세 시 음식료
업종에 위험 요인으로 작용

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 보여 왔다. 종목별로 원화 10% 절하 시 순이익 증감은 각각 KT&G +9%, 오리온 -3%, 하이트진로 -1%, CJ제일제당 -4%, 농심 -12%, 롯데칠성 -12%이다.

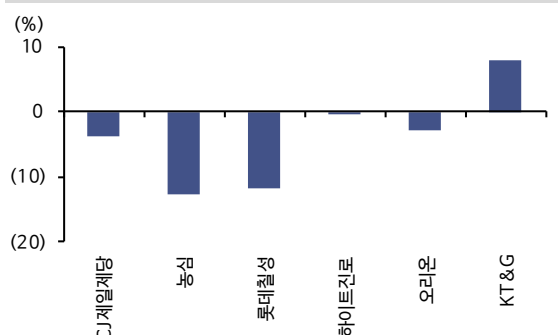
대표적인 원화약세 피해주로 인식되는 기업은 CJ제일제당으로 원달러환율 10% 상승 시 EPS는 4% 하락할 것이다. 다만, 1) 원재료 수입에 따른 환노출 리스크는 80% 가량을 헷지하고 있고, 2) 지난 2~3년간 해외 매출 비중 상승에 따라 달러 매출 역시 증가하고 있어 과거에 비해 환율 변동에 따른 EPS 민감도는 낮아졌다. 2011~12년 기말환율 1% 변화에 따른 외화관련손실은 100억원에 육박했으나, 2013년 이후에는 50억원 수준으로 감소하였다. 해외 매출 비중이 상승하기 시작한 2017년 이후에는 40억원 수준으로 감소하였으며, 미국 슈완스 인수 효과가 본격화된 2020년 이후에는 20억원 수준으로 감소하였다.

음식료 업종 주가 vs. 원달러환율



자료: QuantiWise, 신한투자증권

원달러환율 10% 상승 시 주요 기업 EPS 민감도



자료: 신한투자증권 추정

주: 2022년 EPS 기준

IV. Top Picks

마진 스프레드 회복에 집중, 오리온과 농심 선호

2023년 음식료 업종
비중 확대 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 2023년 투자 매력도가 높아질 것으로 판단한다. 또한, 필수소비재 특성상 소비 경기나 대외적인 불확실성과는 무관하게 안정적인 이익 창출이 가능하다. 이에 업종에 대하여 비중 확대 의견을 유지한다. 업종 내에서는 그동안 원가 부담으로 실적과 주가가 크게 훼손된 기업들에 기회 요인이 많을 것이다. 이에 오리온을 Top Pick으로, 농심을 Second Pick으로 제시한다.

Top Pick 오리온 제시
목표주가 130,000원

오리온은 중국 내수 소비 부진 장기화와 원가율 상승이 겹치며 부진한 실적을 보였다. 특히 1) 해외에서 직접 공장을 운영하고, 2) 현지에서 원재료를 조달하는 구조인데다가, 3) 환율 변동이 심한 신흥국 익스포저가 높아 곡물 가격 상승에 따른 부정적인 영향을 업종 내 다른 기업들 대비 더 빨리, 더 많이 받았다. 반대로, 곡물 가격이 하향 안정화되는 국면에서는 마진 스프레드가 더 빠르게 개선될 수 있다. 9월부터 국내 가격 인상에 따라 1Q23부터 마진 스프레드가 예상보다 빠르게 회복될 전망이다. 그동안 쌓아온 견고한 브랜드 파워를 감안 시 점유율의 하락 없이 영업이익 개선이 가능하다. 제로 코로나 정책에 따라 중국 내수 소비 부진이 예상보다 장기화되고 있으나, 점진적으로 회복될 것이다. 중국 제과 시장은 과거처럼 성장률이 높지는 않겠으나, 오리온은 경쟁력을 갖춘 신제품을 공격적으로 출시하며 점유율 경쟁에서 우위를 점하고 있다. 향후 신제품 출시와 채널 확장에 따른 점유율 상승, 카테고리 확장(견과파, 양산빵, 생수 등), 지역 확장(인도 & 미국 법인, 러시아 2공장 등)이 가시화된다면 과거와 같은 프리미엄 구간에 진입할 수 있다. 투자 의견 '매수', 목표주가 130,000원을 유지한다.

Second Pick 농심 제시
목표주가 360,000원

농심 역시 코로나19 관련 높은 기저와 원가율 상승이 겹치며 부진한 실적을 보였다. 하지만 소비자들의 수요가 기존 제품, 혹은 브랜드 파워를 갖춘 제품으로 집중되며 국내 점유율이 반등하고 있다. 또한, 2년 연속 가격 인상은 고무적이다. 가격 인상에 따른 영업이익 증가는 약 500억원으로 추산하는데, 2018년, 2019, 2021년 별도 영업이익이 669억원, 493억원, 623억원이었다는 점을 감안하면 국내 영업이익 큰 폭의 개선을 기대할 수 있다. 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. 2023년 연결기준 매출과 영업이익의 24%, 43%가 해외로부터 창출되며 이익 기여도가 상승한다. 특히 4월부터 미국 2공장(기존 Capa 대비 60% 증가)이 가동되어 1위 사업자와의 점유율 역전도 기대해볼 수 있어 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용할 것이다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 360,000원을 유지한다.

커버리지 기업 밸류에이션

(원, 배, %)	목표주가	현재주가	Upside (%)	PER		EPS증가율 (22-23F)	PBR		ROE (23F)	EV/EBITDA	
				(22F)	(23F)		(22F)	(23F)		(22F)	(23F)
KT&G	110,000	93,700	17.4	11.1	11.3	(1.6)	1.3	1.2	11.2	7.1	6.2
CJ제일제당	530,000	415,500	27.6	7.4	7.2	2.4	1.0	0.9	8.1	4.8	4.9
오리온	130,000	97,900	32.8	12.7	11.5	11.2	1.5	1.3	12.6	5.6	4.8
농심	360,000	301,500	19.4	16.1	14.6	10.3	0.8	0.8	4.0	7.7	5.9
하이트진로	38,000	27,150	40.0	16.0	13.9	14.5	1.7	1.6	11.6	6.6	5.7
롯데칠성	240,000	142,000	69.0	10.6	9.3	13.8	1.0	0.9	10.5	6.8	6.0
SPC삼립	100,000	71,100	40.6	10.1	8.6	17.9	1.6	1.4	17.5	5.8	5.2
풀무원	18,000	10,850	65.9	16.6	10.1	63.9	1.0	0.9	5.6	6.9	6.0

자료: QuantiWise, 신한투자증권

주1) 2022년 11월 8일 기준

커버리지 기업 실적 요약

(십억원, %)	3Q22F 영업이익			4Q22F 영업이익			23F 영업이익		
	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비
KT&G	405.6	402.2	0.9	302.5	285.9	5.8	1,602.4	1,480.6	8.2
CJ제일제당	496.7	512.7	(3.1)	398.0	362.3	9.8	1,803.2	1,925.2	(6.3)
오리온	124.5	120.7	3.1	116.5	120.9	(3.7)	500.2	491.0	1.9
농심	18.4	19.6	(6.2)	31.9	31.8	0.5	137.9	133.9	3.0
하이트진로	51.0	54.6	(6.5)	31.5	38.6	(18.3)	246.9	244.8	0.9
롯데칠성	75.0	89.7	(16.4)	25.4	22.7	11.9	268.2	267.8	0.2
SPC삼립	21.9	22.8	(3.8)	33.5	32.6	2.6	107.2	105.1	2.0
풀무원	24.9	24.0	3.9	7.4	6.7	10.4	72.8	68.9	5.7

자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: KT&G, 롯데칠성 3Q22F 영업이익은 잠정치



◆ 산업 용어 해설은 QR코드를
◆ 통해 확인하실 수 있습니다.



Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈, 조영권)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	--	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 07일 기준)

매수 (매수)	96.64%	Trading BUY (중립)	1.49%	중립 (중립)	1.87%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------