

음식료

Mar 28, 2024

실적 개선과 주가의 괴리에 관한 고찰

Overweight

유지

Top picks

종목명	투자 의견	목표주가(12M)
CJ제일제당	Buy	410,000원
롯데월드	Buy	170,000원

음식료 EPS는 오르는데, 주가는 떨어진다

현재 음식료 업종 12개월 Fwd P/E는 8.4배 수준으로, 코스피 대비 -22% 할인 거래 중임. 최근 20년 중 역사적 밴드 하단 구간에 위치. 최근 6개월 간 12개월 Fwd EPS는 코스피/음식료 업종이 각각 +3%/+12% 상향 조정됨. 음식료 업종 코스피 대비 이익 개선 견조한 상황. 반면, 주가(Prices)는 최근 6개월 간 코스피는 +15% 상승/ 음식료품은 -5% 하락. 코스피 대비 음식료품 P/E는 EPS ↑, Price ↓에 따라 밸류에이션 할인 폭 확대 중. 현재 음식료 업종은 실적 개선과 주가 사이 괴리 존재.

올해 음식료 업종은 원가 부담 완화, 전년 낮은 기저 등으로 큰 폭 이익 개선 이견 없는 듯. 다만, 실적 개선에도 불구하고 주식 시장에서 음식료 업종이 소외 받는 이유를 고찰해보면, 최근 필수소비재로서의 기대 역할을 충족하지 못한 점이 영향을 미쳤다고 판단. 필수소비재는 가격이 오르거나, 경기가 좋지 않아도 수요 하방경직성이 존재한다는 점이 매력적. 다만, 최근에는 해당 논리가 적용되지 못했음. ① 안정적인 물량 수요가 보장된다는 점이 메리트인데, 음식료품 출하지수는 현재 17개월째 YoY 감소 중. 최근 2년 간 단행된 가격 인상 부담, 외식 수요 증가 기인. 또한, ② 최근 정부의 물가안정 정책으로 판가 인하 압력이 업종 투자심리에 부정적 영향을 미쳤다고 판단.

펀더멘털 이상 없음. 영업환경은 우호적 개선 중

음식료 업종 펀더멘털은 이상 없음. 올해 영업환경 우호적 개선 변화의 초입 구간으로 판단. 상기 우려 요인 해소된다면, 음식료 주가 반등 국면 진입 기대. 국내 물량은 대형 업체 중심으로 반등 시그널 포착됨. 상반기 물량 기저 부담 역시 낮음. 가계지출, 소비자심리지수도 점진적 회복 추세. 또한, 판가 인화로 악화된 투자심리는 과거 물가안정 정책 시기(2008~2012년) 복기시, 총선 이후 회복 가능할 것이라고 판단. 과거 물가 안정 시기에도 총선 직전 음식료 업종 수익률 상대적으로 부진 했는데, 판가 인하 압박 요인이 투자 심리 악화로 이어졌기 때문. 해당 2번의 총선 시기에 6개월 간 음식료 업종은 코스피 대비 각각 +7%p, +13%p 아웃퍼폼. 과거 경험 복기시 총선을 앞둔 현재가 음식료 업종 매수 적기라고 판단.

역사적으로 음식료 증익 전환 시기, 코스피 대비 아웃퍼폼

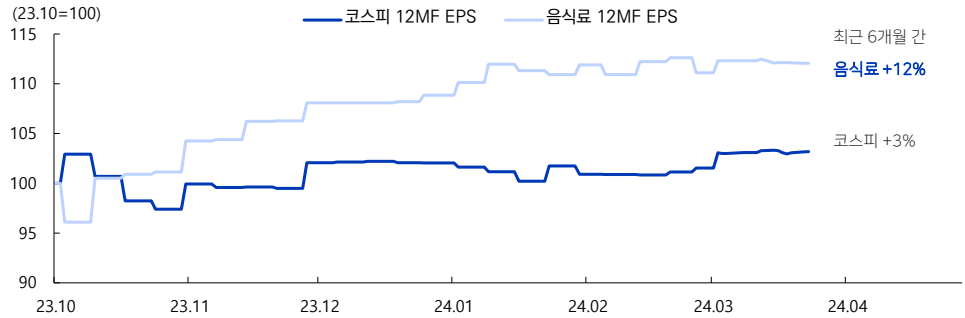
올해 음식료 업종 영업이익의 원가 부담 완화 본격화되며 YoY 17% 예상. 참고로 작년 업종 이익 YoY -7% 감익 시현. 영업이익 증가율은 최근 20년 내 상위권에 속함. 역사적으로 감익 → 증익으로 전환되는 연도에는 음식료 업종 수익률이 코스피 대비 아웃퍼폼 시현. 과거 증익 전환 연도인 02년 6%p, 08년, 11년 34%p, 14년 14%p, 18년 8%p의 코스피 대비 상대수익률을 시현. 올해 역사적으로 견조한 이익 개선 기대되는 바, 업종지수 코스피 대비 아웃퍼폼 기대. 현재 음식료 업종 저가 매수 유효하다고 판단.



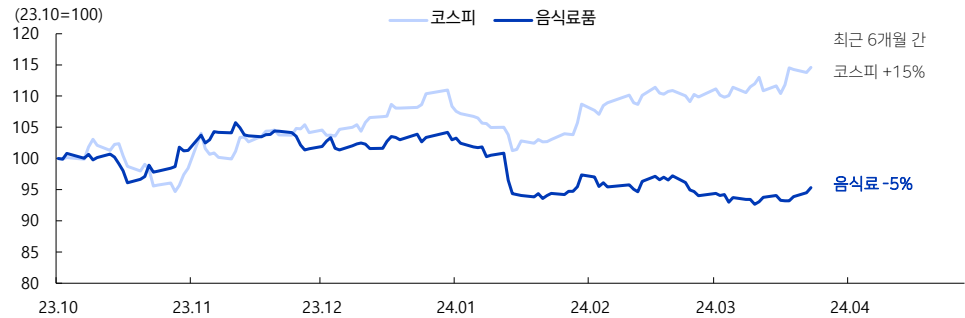
[음식료/화장품] 권우정
3771-9382,
20240006@ipovest.com

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

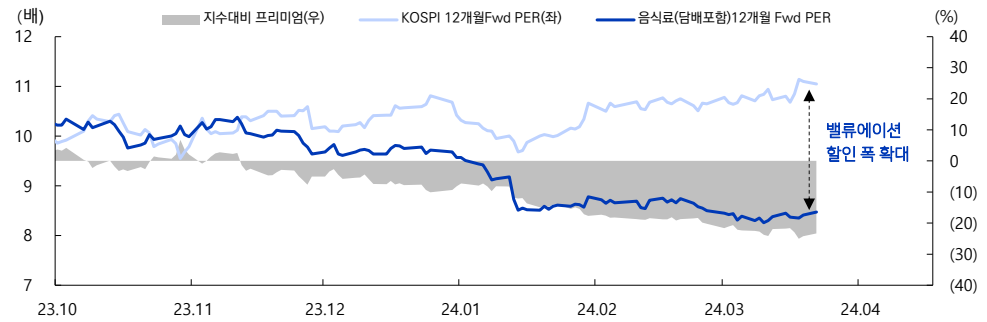
음식료 12MF EPS
상향 조정 흐름



음식료 업종 지수는
오히려 부진

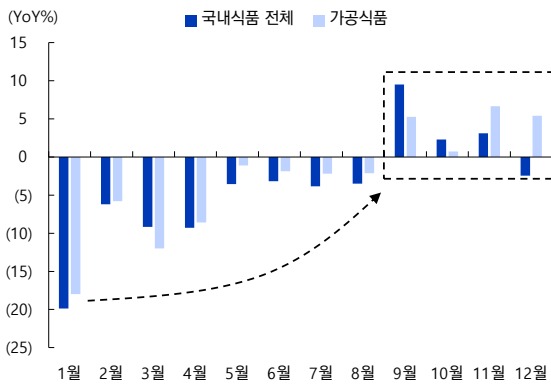


밸류에이션 할인 폭
확대



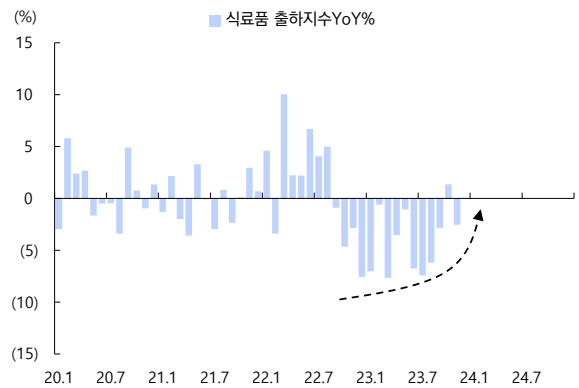
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 2] CJ제일제당 식품 판매량 증감률



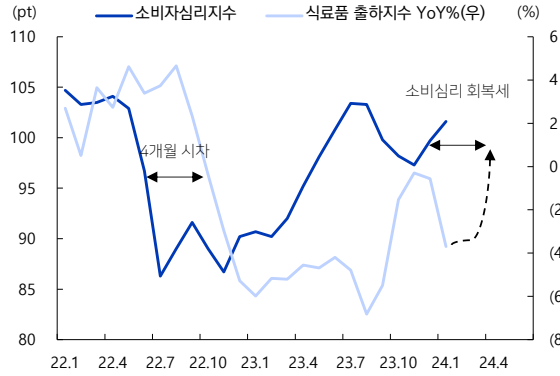
주: 선물세트 제외 기준
자료: CJ제일제당, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 국내 식료품 출하지수 증감률



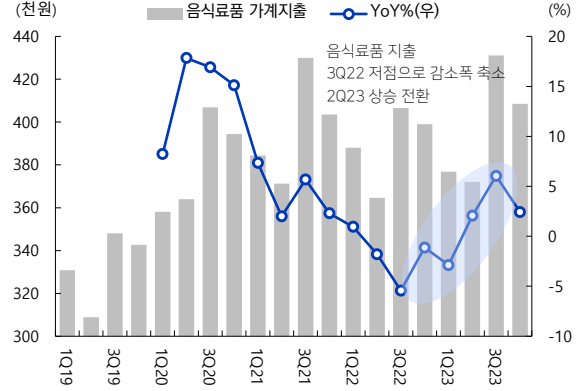
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 소비자 심리지수 Vs. 식료품 출하지수 YoY



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 음식료품 가계지출 추이



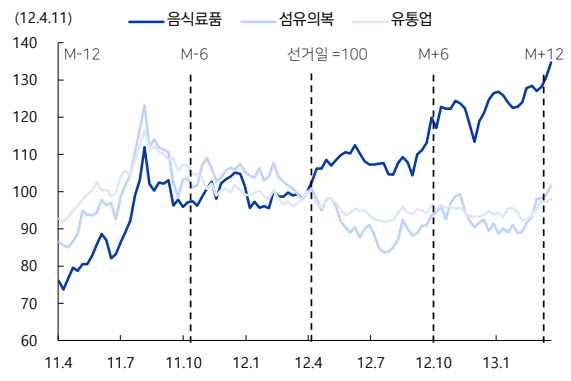
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 18대 총선 전후 내수 업종 상대지수 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 19대 총선 전후 내수 업종 상대지수 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 과거 물가안정 정책 총선 기간 전후 음식료 업종 코스피 대비 상대수익률

구분	M-12	M-6	선거일	M+6	M+12	내용
18대 총선	-10%p	-9%p	2008.4.9	+7%	+4%p	총선 전 큰 폭 하락 / 총선 이후 코스피비 아웃퍼폼 내수 업종 대비 큰 폭 아웃 퍼폼
19대 총선	+24%p	-3%p	2012.4.11	+13%p	+35%p	총선 전 정체 / 총선 이후 코스피 대비 큰 폭 아웃퍼폼, 내수 업종 대비 큰 폭 아웃 퍼폼

주: 선거일=100 기준, 음식료 업종의 코스피 대비 상대수익률임
 자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 음식료 영업이익 YoY Vs. 코스피 대비 상대수익률

연도	음식료 영업이익 YoY	코스피 YTD 수익률	음식료 YTD 수익률	음식료 상대수익률%
2000년	9.5	(50.9)	(54.9)	(4.0)
2001년	(9.4)	37.5	45.7	8.2
2002년	2.5	(9.5)	(3.5)	6.1
2003년	5.5	29.2	43.2	14.0
2004년	(12.8)	10.5	17.9	7.4
2005년	(3.0)	54.0	55.6	1.6
2006년	(6.0)	4.0	7.0	3.0
2007년	(2.5)	32.3	16.8	(15.5)
2008년	1.1	(40.7)	(30.3)	10.5
2009년	40.3	49.7	17.4	(32.3)
2010년	(7.1)	21.9	6.6	(15.3)
2011년	33.9	(11.0)	22.6	33.6
2012년	12.7	9.4	25.6	16.2
2013년	(14.3)	0.7	(0.6)	(1.3)
2014년	8.8	(4.8)	8.8	13.5
2015년	20.6	2.4	36.2	33.8
2016년	(1.5)	3.3	(27.8)	(31.1)
2017년	(13.5)	21.8	5.4	(16.4)
2018년	11.8	(17.3)	(9.3)	8.0
2019년	6.3	7.7	(12.1)	(19.8)
2020년	37.8	30.8	13.2	(17.5)
2021년	1.3	3.6	(2.9)	(6.5)
2022년	8.1	(24.9)	0.5	25.4
2023년	(9.4)	18.7	(3.9)	(22.7)
2024년	17			

주: 음식료 이익 감익 → 증익 연도, 감익 연도 파란색 음영, 증익 연도 빨간색 음영
 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_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 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