



농심

| Bloomberg Code (004370 KS) | Reuters Code (004370.KS)

2023년 3월 17일

라면은 식사인가 간식인가?

[음식료]

조상훈 연구위원
☎ 02-3772-2578
✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

조영권 연구원
☎ 02-3772-1539
✉ yk.cho@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (3월 16일)
349,500 원



목표주가
450,000 원 (상향)



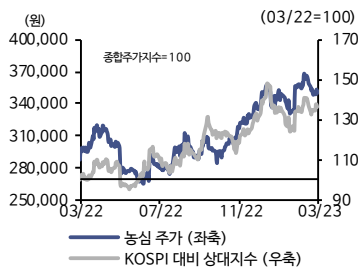
상승여력
28.8%

- ◆ 라면의 가격 경쟁력에 주목, 올해 P와 Q가 동시에 개선
- ◆ 업종 내 가장 빠르고 독보적인 마진 스프레드 개선
- ◆ 올해 역대 최고 영업이익 달성 기대, 업종 내 Top pick 의견 유지

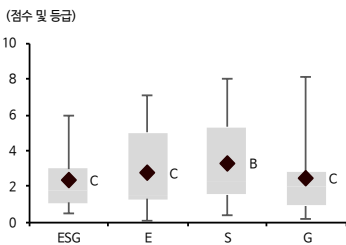


시가총액	2,125.9십억원
발행주식수	6.1백만주
유동주식수	3.0백만주(50.0%)
52주 최고가/최저가	368,000 원/264,500 원
일평균 거래량 (60 일)	18,307 주
일평균 거래액 (60 일)	6,362 백만원
외국인 지분율	15.78%
주요주주	
농심홀딩스 외 6 인	45.02%
국민연금공단	12.22%
절대수익률	
3개월	4.5%
6개월	18.3%
12개월	21.8%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	3.7%
6개월	18.5%
12개월	36.2%

주가



ESG 컨센서스



라면의 가격 경쟁력에 주목, 올해 P와 Q가 동시에 개선

최근 경기 침체로 인해 소비에서도 변화가 감지된다. 장기 불황을 경험한 과거 일본, 급격한 인플레이션을 겪은 작년 미국에서는 PB 상품과 저렴한 재화에 대한 인기가 많았다. 국내에서도 ‘런치플레이션’이라는 신조어가 탄생하며 이와 비슷한 소비 트렌드가 보이는 상황이다.

이에 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.

본격적인 마진 스프레드 개선 시점은 1Q23

지난해 하반기를 기점으로 주요 곡물 가격이 하락함에 따라 원가 부담이 점차 완화되고 있다. Lagging 효과와 달러 강세를 고려하면 4Q22까지는 원가 부담이 불가피했다. 다만 1Q23부터는 안정세에 접어들었다. 특히 동사 입장에서 부담이 컸던 소맥과 팥유는 이미 급등 이전의 수준으로 회귀했기 때문에 2Q23부터는 제품 가격 인상, 곡물 가격 하락의 마진 스프레드 개선 효과를 누릴 수 있다. 참고로 동사 매출원가를 1%p의 변동은 영업이익 240억원의 영향을 끼친다.

목표주가 15% 상향, 업종 내 Toppick 관점 유지

목표주가를 450,000원으로 15% 상향 조정하고, 기존 긍정적인 투자 의견을 유지한다. 국내외에서 P와 Q가 동시에 개선되고, 원가 부담이 점차 완화되어 실적 추정치를 상향했다. 올해도 해외 고성장은 유지될 것이다. 해외 시장은 수요가 꾸준히 증가하고, 주기적인 가격 인상이 가능하다. 또한, 채널 확대에 따른 비용 투입도 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 요인이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	2,639.8	160.3	148.5	24,416	334,382	12.3	5.1	0.9	7.5	(24.4)
2021	2,663.0	106.1	99.8	16,412	359,145	19.4	7.1	0.9	4.7	(20.5)
2022F	3,129.1	112.2	115.9	19,062	374,418	18.7	8.4	1.0	5.2	(11.7)
2023F	3,403.1	170.3	153.4	25,213	394,646	13.9	6.3	0.9	6.6	(10.7)
2024F	3,605.9	188.5	167.2	27,486	417,146	12.7	5.7	0.8	6.8	(10.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

농심 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	1Q23F			2023F			2024F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	802	809	0.9	3,325	3,403	2.3	3,500	3,606	3.0
영업이익	44	47	7.9	152	170	12.4	167	188	12.6
순이익	39	42	7.7	138	153	11.5	150	167	11.7
영업이익률	5.4	5.8		4.6	5.0		4.8	5.2	
순이익률	4.8	5.2		4.1	4.5		4.3	4.6	

자료: 신한투자증권

농심 목표주가 산정내역

구분	비고
2023년 지배주주 순이익(십억원)	119 일회성 손익 조정
2024년 지배주주 순이익(십억원)	151 일회성 손익 조정
발행주식 수 (천 주)	6,083
2023-24년 수정 EPS (원)	26,466
Target PER (배)	17.0 글로벌 라면 업종 12M Fwd PER 평균
목표주가 (원)	450,000
현재주가 (원)	349,500
Upside (%)	28.8%

자료: 신한투자증권

농심 분기 및 연간 실적 전망

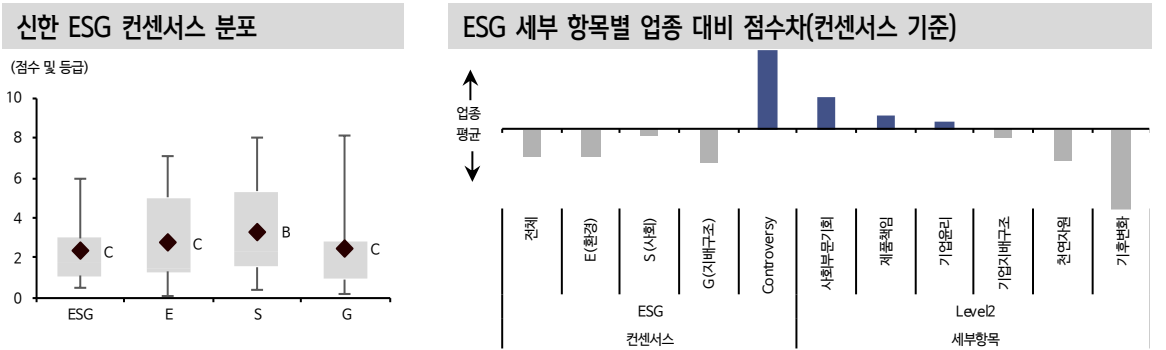
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액(연결기준)	736	756	813	824	809	836	879	879	3,129	3,403	3,606
별도	569	584	615	627	611	628	656	657	2,396	2,552	2,658
면류	336	337	359	382	362	362	386	401	1,413	1,511	1,559
스낵	97	89	100	98	107	97	110	103	384	416	442
음료/상품	109	129	124	121	115	136	130	127	483	507	533
수출	91	99	99	97	96	104	104	102	386	405	425
매출에누리	(64)	(69)	(67)	(70)	(68)	(71)	(74)	(75)	(270)	(287)	(301)
중국	59	52	48	47	64	56	55	50	206	225	243
미국	102	118	133	136	123	141	153	157	489	574	642
일본	22	20	22	23	24	22	24	26	87	96	106
연결조정	(15)	(18)	(6)	(10)	(12)	(11)	(10)	(11)	(49)	(44)	(43)
매출총이익	215	203	222	260	239	224	243	260	900	967	1,026
매출총이익률 (%)	29.2	26.9	27.3	31.5	29.5	26.8	27.7	29.6	28.7	28.4	28.4
영업이익	34	4	27	46	47	27	39	57	112	170	188
별도	26	(3)	13	27	28	9	19	33	63	90	97
중국	1	2	3	(4)	4	4	3	3	2	14	15
미국	3	3	9	12	8	10	12	14	26	44	50
일본	1	1	2	1	1	2	2	2	5	6	7
연결조정	3	1	1	10	5	3	3	5	15	16	19
전년대비 (%)	21.2	(75.4)	(6.2)	47.3	36.9	540.4	42.7	23.4	5.7	51.8	10.7
영업이익률 (%)	4.7	0.6	3.4	5.6	5.8	3.3	4.4	6.5	3.6	5.0	5.2
세전이익	43	35	35	46	55	35	47	65	159	202	220
세전이익률 (%)	5.9	4.7	4.3	5.5	6.8	4.2	5.3	7.4	5.1	5.9	6.1
순이익	33	28	28	27	42	27	36	49	116	153	167
순이익률 (%)	4.5	3.7	3.5	3.3	5.2	3.2	4.1	5.6	3.7	4.5	4.6

자료: 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

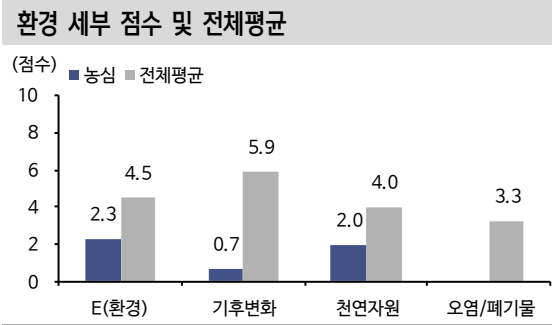
- ◆ ESG전담조직 구성하여 투명하고 합리적인 경영이 지속될 수 있도록 진행사항 전반을 경영진과 소통하며 ESG경영 추진
- ◆ 2019년에는 국내공장 전체가 녹색기업으로 지정되었으며, 최근에는 이산화탄소 등 온실가스 배출량을 줄이기 위해 공조설비 통합관리 시스템 도입 및 질소산화물 배출량 저감하는 보일러 설치
- ◆ 식품전문가를 사외이사로 선임하는 등 이사회외 전문성과 독립성 확보 노력 및 전자투표제 도입



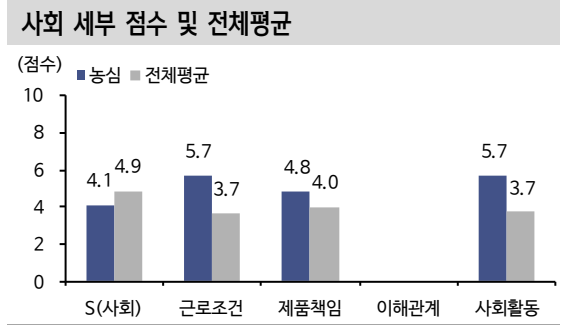
자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

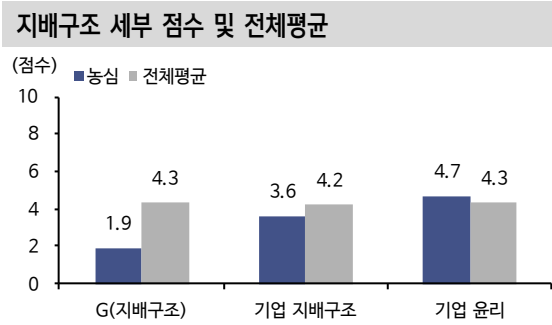
Key Chart



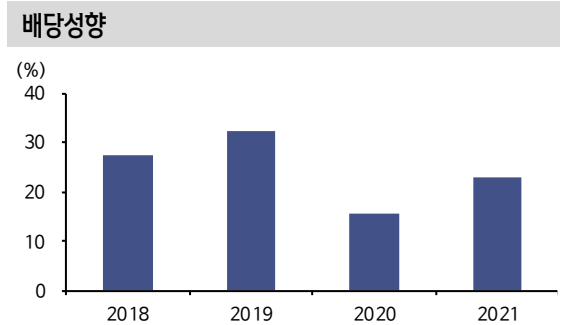
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준



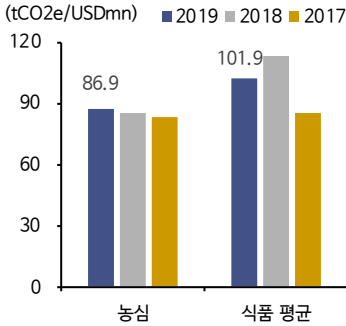
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준



자료: Dart, 신한투자증권

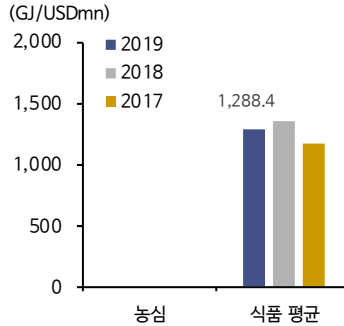
Environment (환경)

온실가스 배출량



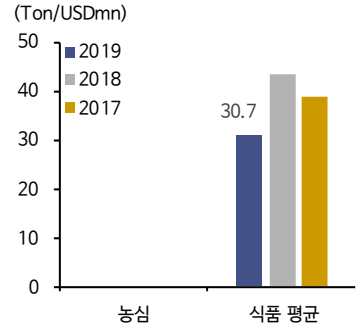
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

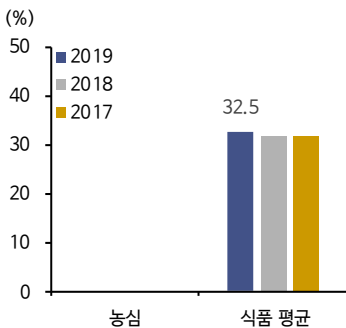
폐기물량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

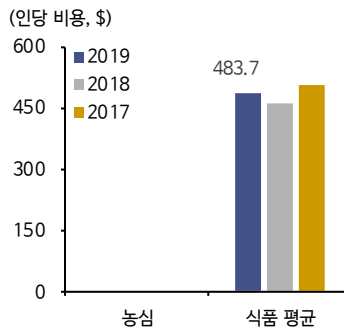
Social (사회)

여성직원 비율



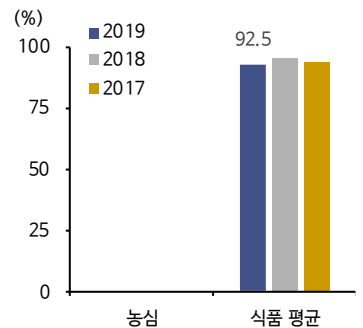
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

직원당 트레이닝 비용



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

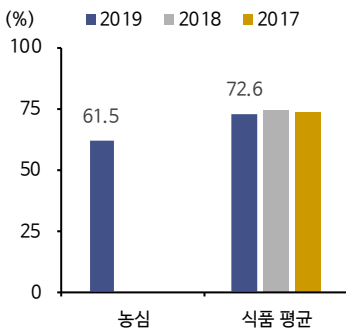
고객 만족도



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

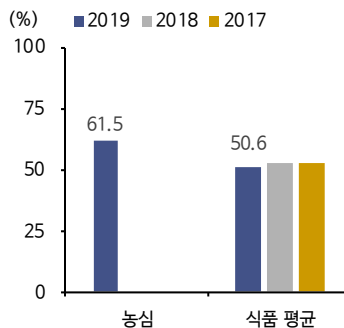
Governance (지배구조)

사외이사 비율



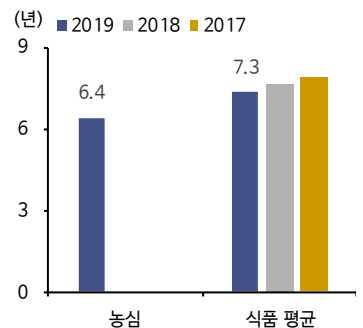
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

독립이사 비율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

이사회 평균 임기



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	2,725.5	2,899.9	3,042.9	3,208.8	3,373.8
유동자산	1,074.4	1,088.7	1,202.3	1,270.2	1,334.8
현금및현금성자산	321.5	157.5	122.5	108.5	105.0
매출채권	211.5	224.0	279.8	307.3	328.2
재고자산	228.4	256.0	298.9	332.6	355.0
비유동자산	1,651.1	1,811.2	1,840.6	1,938.5	2,039.0
유형자산	1,271.4	1,427.5	1,530.9	1,645.0	1,760.6
무형자산	46.1	44.2	43.1	42.1	40.9
투자자산	69.4	73.2	2.6	2.8	2.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	676.6	699.1	765.5	808.3	836.4
유동부채	522.1	537.3	601.3	641.5	666.9
단기차입금	3.3	3.8	4.0	4.2	4.4
매입채무	275.1	282.9	341.7	377.9	402.2
유동성장기부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	154.4	161.8	164.2	166.7	169.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	81.3	93.8	93.8	93.8	93.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,049.0	2,200.8	2,277.5	2,400.5	2,537.3
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.8	120.8	120.8	120.8	120.8
기타자본	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)	(80.8)
기타포괄이익누계액	(37.2)	31.0	31.0	31.0	31.0
이익잉여금	2,000.7	2,083.1	2,176.0	2,299.1	2,435.9
지배주주지분	2,034.0	2,184.6	2,277.5	2,400.5	2,537.3
비지배주주지분	15.0	16.2	0.0	0.0	0.0
*총차입금	93.7	105.8	106.0	106.2	106.4
*순차입금(순현금)	(500.6)	(450.6)	(266.0)	(256.8)	(258.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	231.5	162.7	174.4	268.9	296.4
당기순이익	149.0	99.6	116.0	153.4	167.3
유형자산상각비	100.8	103.8	112.8	124.8	139.9
무형자산상각비	0.8	1.2	1.1	1.1	1.1
외환환산손실(이익)	(2.6)	(1.4)	(0.3)	(0.9)	(1.3)
자산처분손실(이익)	(3.0)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.7	0.7	0.4	0.4	0.4
운전자본변동	(62.6)	(62.6)	(84.8)	(40.8)	(38.6)
(법인세납부)	(36.7)	(52.2)	(48.2)	(49.2)	(50.5)
기타	84.1	76.9	77.4	80.1	78.1
투자활동으로인한현금흐름	(132.0)	(318.9)	(179.2)	(252.6)	(269.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(180.3)	(195.1)	(216.1)	(238.9)	(255.5)
유형자산의감소	0.6	6.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.2)	2.4	1.1	1.1	1.1
투자자산의감소(증가)	49.7	35.7	35.8	(14.7)	(15.3)
기타	(1.8)	(168.2)	0.0	(0.1)	0.1
FCF	30.1	(49.3)	(254.6)	(20.6)	(9.0)
재무활동으로인한현금흐름	(94.3)	(25.3)	(30.2)	(30.2)	(30.2)
차입금의 증가(감소)	(62.8)	8.0	0.2	0.2	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(23.1)	(23.1)	(30.4)	(30.4)	(30.4)
기타	(8.4)	(10.2)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.5)	17.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	3.7	(164.1)	(35.0)	(14.0)	(3.5)
기초현금	317.8	321.5	157.5	122.5	108.5
기말현금	321.5	157.5	122.5	108.5	105.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

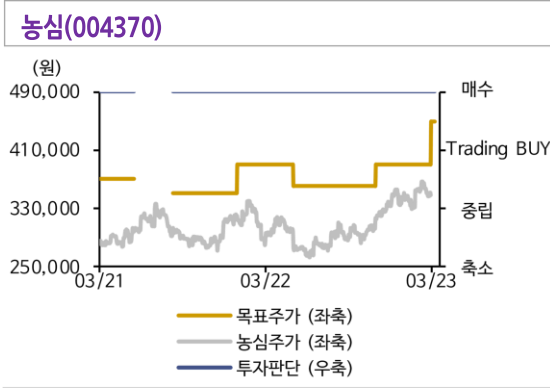
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,639.8	2,663.0	3,129.1	3,403.1	3,605.9
증감률 (%)	12.6	0.9	17.5	8.8	6.0
매출원가	1,802.6	1,844.9	2,229.5	2,436.5	2,580.1
매출총이익	837.2	818.1	899.6	966.6	1,025.8
매출총이익률 (%)	31.7	30.7	28.7	28.4	28.4
판매관리비	676.9	712.0	787.4	796.3	837.3
영업이익	160.3	106.1	112.2	170.3	188.5
증감률 (%)	103.4	(33.8)	5.7	51.8	10.7
영업이익률 (%)	6.1	4.0	3.6	5.0	5.2
영업외손익	30.3	30.7	46.7	31.6	31.6
금융손익	13.9	9.1	15.1	14.4	14.9
기타영업외손익	18.0	22.3	32.0	17.6	17.1
종속 및 관계기업관련손익	(1.7)	(0.7)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
세전계속사업이익	190.6	136.8	158.8	201.9	220.1
법인세비용	41.5	37.2	42.8	48.5	52.8
계속사업이익	149.0	99.6	116.0	153.4	167.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	149.0	99.6	116.0	153.4	167.3
증감률 (%)	109.7	(33.2)	16.5	32.2	9.0
순이익률 (%)	5.6	3.7	3.7	4.5	4.6
(지배주주)당기순이익	148.5	99.8	115.9	153.4	167.2
(비지배주주)당기순이익	0.5	(0.2)	0.1	0.1	0.1
총포괄이익	129.7	174.9	115.3	156.3	175.4
(지배주주)총포괄이익	129.1	173.7	114.8	155.6	174.6
(비지배주주)총포괄이익	0.6	1.2	0.5	0.6	0.7
EBITDA	261.9	211.2	226.0	296.2	329.5
증감률 (%)	49.8	(19.4)	7.0	31.0	11.3
EBITDA 이익률 (%)	9.9	7.9	7.2	8.7	9.1

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	24,504	16,381	19,076	25,228	27,500
EPS (지배순이익, 원)	24,416	16,412	19,062	25,213	27,486
BPS (자본총계, 원)	336,854	361,811	374,418	394,646	417,146
BPS (지배지분, 원)	334,382	359,145	374,418	394,646	417,146
DPS (원)	4,000	4,000	5,000	5,000	5,000
PER (당기순이익, 배)	12.2	19.4	18.7	13.9	12.7
PER (지배순이익, 배)	12.3	19.4	18.7	13.9	12.7
PBR (자본총계, 배)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR (지배지분, 배)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	5.1	7.1	8.4	6.3	5.7
배당성향 (%)	15.6	23.2	24.9	18.9	17.3
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.9	7.9	7.2	8.7	9.1
영업이익률 (%)	6.1	4.0	3.6	5.0	5.2
순이익률 (%)	5.6	3.7	3.7	4.5	4.6
ROA (%)	5.5	3.5	3.9	4.9	5.1
ROE (지배순이익, %)	7.5	4.7	5.2	6.6	6.8
ROIC (%)	9.1	5.7	5.0	6.8	7.0
안정성					
부채비율 (%)	33.0	31.8	33.6	33.7	33.0
순차입금비율 (%)	(24.4)	(20.5)	(11.7)	(10.7)	(10.2)
현금비율 (%)	61.6	29.3	20.4	16.9	15.8
이자보상배율 (배)	41.0	54.1	21.8	32.0	38.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(69.5)	(234.3)	25.2	13.1	12.1
재고자산회수기간 (일)	30.2	33.2	32.4	33.9	34.8
매출채권회수기간 (일)	29.2	29.8	29.4	31.5	32.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 05일	매수	370,000	(22.6)	(17.7)
2021년 05월 31일	커버리지제외		-	-
2021년 08월 24일	매수	350,000	(15.7)	(7.7)
2022년 01월 13일	매수	390,000	(20.2)	(12.4)
2022년 05월 17일	매수	360,000	(19.8)	(11.7)
2022년 11월 15일	매수	390,000	(12.1)	(5.6)
2023년 03월 17일	매수	450,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

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

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 03월 15일 기준)

매수 (매수)	94.74%	Trading BUY (중립)	3.16%	중립 (중립)	2.11%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------