

## Company Analysis

농심 004370

Mar 18, 2024

## 미주 확대 방향성 여전히 유효

BUY

신규

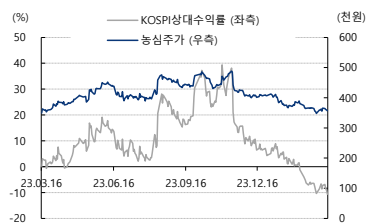
TP 510,000 원

신규

## Company Data

현재가(03/15)	362,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	488,000 원
52 주 최저가(보통주)	348,000 원
KOSPI (03/15)	2,666.84p
KOSDAQ (03/15)	880.46p
자본금	304 억원
시가총액	22,050 억원
발행주식수(보통주)	608 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	21 만주
평균거래대금(60 일)	77 억원
외국인지분(보통주)	19.27%
주요주주	
농심홀딩스 외 5 인	44.29%
국민연금공단	9.97%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	-18.4	2.7
상대주가	-2.4	-20.5	-8.4

## 2024년 Preview: 국내, 해외 고른 성장이 기대

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 3조 5,868억원(YoY 5.2%), 2,304억원(YoY 8.7%)으로 전망. ① 국내 매출은 라면/ 스낵/ 음료 모두 주력 브랜드 및 신제품 판매 호조로 안정적인 Q 성장 전망. 올해도 신라면 터레드/ 맥태깁 등 신제품 판매 호조 지속 기대. 국내는 작년 증설 이후 CAPA가 약 1,500억원 증가한 것으로 파악된다. ② 북미는 올해 메인스트림 내 SKU 확대, 히스패닉 타겟 서부 유통 채널 확대, 로컬 슈퍼체인 입점 등을 통한 볼륨 성장 기대. 올해 제 2공장 1개 라인 추가 가동 예정. 최근 북미 경쟁사들도 미주 물량 회복 중인 것으로 파악. 피크아웃 우려는 기우라는 판단. ③ 올해 중국 시장 회복 집중 계획. 작년은 중국 대형마트 구조적 축소 기인해 부정적 영향 불가피했음. 올해 2월 중국 대형 유통업체 '유베이'와 계약 체결해 중국 전역 40만개 유통망 확보 긍정적. 특히, 티몰, 샤오홍수 등 온라인 유통 강점 보유해 향후 중국 신채널 향 매출 확대에 기여할 전망. ④ 농심은 작년 판가 인하 등 기인해 원가 부담 완화 제한적이었음. 주요 식품 업체들 작년 하반기부터 원가 부담 완화 가시화 중. 농심도 올해부터 원가 부담 점진적 완화 기대.

## 미주 확대 방향성 여전히 유효

농심은 2024년 하반기 미국 제2공장 1개 라인 증설 완료 예정. 금액 기준 CAPA는 600억원 증가 전망. 신동원 회장은 2025년 미국 제3공장 설립 검토한다고 밝힌 바도 있음. 북미 지역의 확장 방향성 확실한 상황. 또한, 북미 공장 증설로 향후 중남미 지역 커버리지 확대 기대.

## 투자의견 BUY, 목표주가 510,000원 제시

농심에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 510,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 34,210원에 Target PER 15배를 적용. 최근 북미 피크아웃 우려로 주가 조정을 받은 바 있음. 북미 사업 방향성은 문제 없으며, 올해 국내도 신제품 중심 견조한 성장세를 이어 나갈 것으로 전망.

## Forecast earnings &amp; Valuation

	2021.12	2022.12	2023.12P	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	2,663	3,129	3,411	3,587	3,802
YoY(%)	0.9	17.5	9.0	5.2	6.0
영업이익(십억원)	106	112	212	230	259
OP 마진(%)	4.0	3.6	6.2	6.4	6.8
순이익(십억원)	100	116	172	200	229
EPS(원)	16,412	19,091	28,412	33,018	37,786
YoY(%)	-32.8	16.3	48.8	16.2	14.4
PER(배)	19.4	18.7	14.3	10.8	9.4
PCR(배)	7.2	8.2	7.6	6.1	5.5
PBR(배)	0.9	0.9	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	7.1	7.3	5.5	3.9	3.2
ROE(%)	4.7	5.2	7.3	7.9	8.4



음식료/화장품 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

[도표 165] 팜유 가격 추이



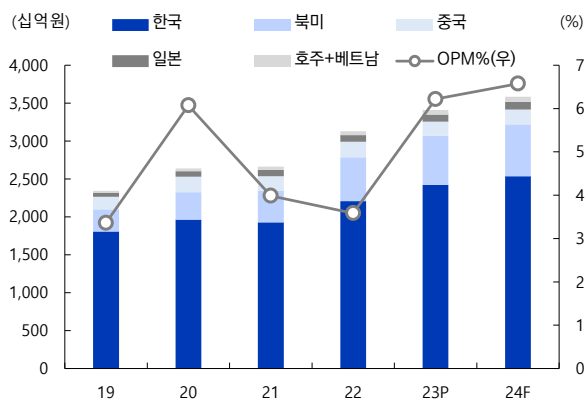
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 166] 소맥 가격 추이



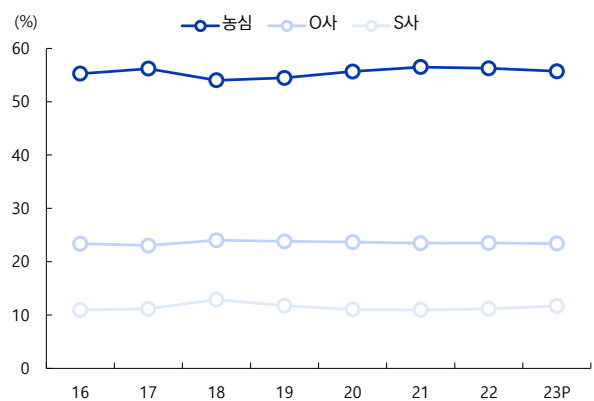
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 167] 농심 실적 추이 및 전망



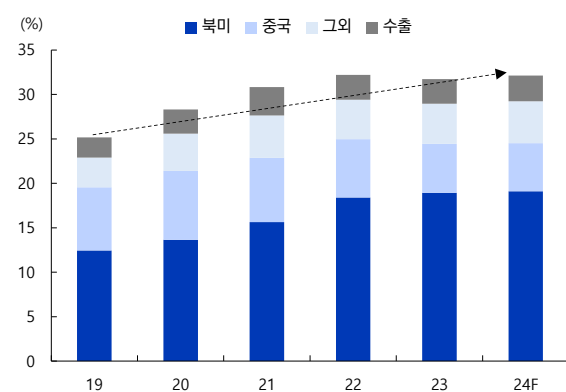
자료: 농심, 교보증권 리서치센터

[도표 168] 국내 라면 점유율 추이



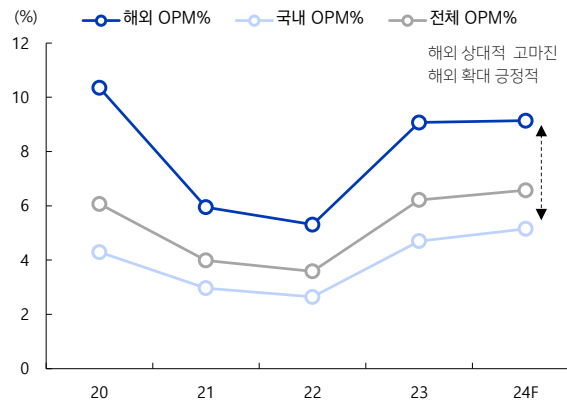
자료: 농심, 교보증권 리서치센터

[도표 169] 농심 해외 매출 비중 추이



자료: 농심, 교보증권 리서치센터

[도표 170] 농심 국내/해외 OPM 추이



자료: 농심, 교보증권 리서치센터

## 미주 성장 전략

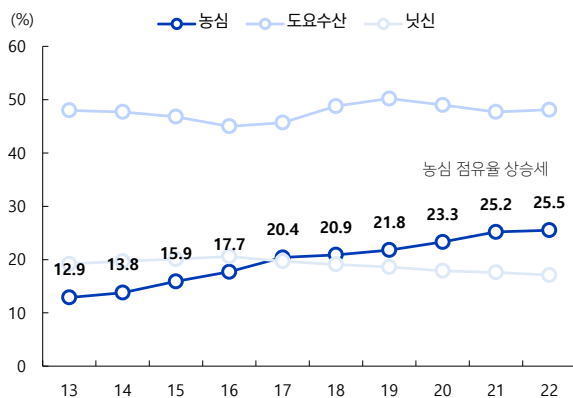
미주 라면 시장에서 농심이 활약하고 있다. 농심의 북미 매출액은 5년 간 연 평균 21% 증가했다. 북미 내 점유율도 17년 2위로 상승 후 1위 업체와 격차를 좁히고 있다. 농심은 현지 CAPA 증설을 통해 미국 시장 공략 중이다. 22년 4월부터 LA 제2공장을 가동하며 생산 CAPA는 5억개 → 8.5억개로 증가했다. 향후 농심의 미주 시장 공략은 지속된다. 먼저, ① 미국 CAPA 투자를 지속적으로 확대하고 있다. 올해 하반기 제2공장 1개라인을 추가 증설을 완료할 예정이다. 금액 기준 약 600억원 수준 증가할 것으로 추산된다. 최근 국내에 내수/수출용 라인 증설(CAPA 1,500억원)도 긍정적이다. ② 메인스트림 업체(코스트코, 월마트, 크로거, 샘스클럽)에서 SKU 확대를 통해 점포당 매출 극대화 전략을 목표로 하고 있다. ③ 로컬 슈퍼체인들 입점 확대를 중심으로 확대해 나갈 전망이다. 현재 농심은 서부 중심 유통망을 가지고 있는데, 미국 서부 → 미국 중부, 동부로 지역 커버리지 확대를 목표하고 있다. ④ 중남미로의 지역 커버리지 확대도 기대된다. 현재 경쟁사 닛신은 멕시코 시장에서 두 자릿 수 고성장 중이다. 향후 중남미 시장 확장성 감안시 매출 확대 여력은 충분하다는 판단이다.

[도표 171] 농심 미국 CAPA 현황

구분	라인	CAPA(물량 기준)	완공시기(예정)	비고
미국 1 공장	6 개	5 억개	2005.	
미국 2 공장	3 개 1 개	3.5 억개 -	2022.4 2024 하반기(예정)	1 개 라인 추가 증설
미국 3 공장	-	-	-	2025 년 착공 검토 중

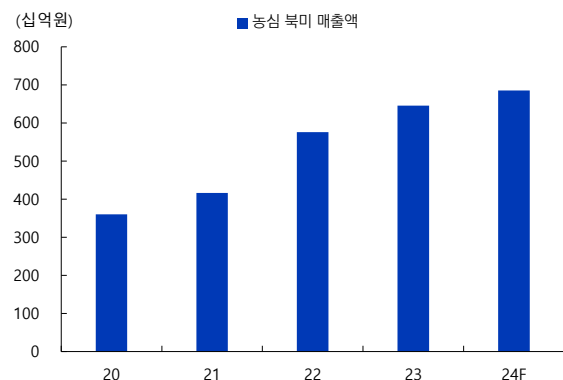
자료: 농심, 교보증권 리서치센터

[도표 172] 북미 시장 점유율



자료: 농심, 교보증권 리서치센터

[도표 173] 농심 북미 매출액



자료: 농심, 교보증권 리서치센터

[도표 174] 농심 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
<b>매출액</b>	<b>860.4</b>	<b>837.5</b>	<b>855.9</b>	<b>856.7</b>	<b>901.3</b>	<b>892.7</b>	<b>894.3</b>	<b>898.6</b>	<b>3,129.1</b>	<b>3,410.6</b>	<b>3,586.8</b>
1. 국내(별도)	639.2	647.7	659.5	659.0	669.4	679.8	686.6	687.5	2,395.9	2,605.4	2,723.4
- 라면	461.5	459.9	468.4	479.5	480.4	477.0	483.0	497.2	1,723.7	1,869.3	1,937.6
- 스낵	109.5	114.0	118.3	117.9	120.0	125.7	129.5	128.0	414.6	459.8	503.2
- 기타	139.8	148.0	148.6	134.1	144.0	154.9	153.0	138.2	528.0	570.4	590.0
2. 북미	171.7	155.8	154.0	153.6	183.9	169.9	169.4	169.0	576.0	635.2	692.2
3. 중국	58.0	44.4	42.3	44.5	59.8	45.8	43.6	45.8	205.5	189.3	195.0
4. 일본	21.6	25.1	21.8	26.8	23.8	27.6	23.9	29.5	87.3	95.3	104.8
<b>YoY</b>	<b>16.9%</b>	<b>10.8%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.8%</b>	<b>6.6%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>17.5%</b>	<b>9.0%</b>	<b>5.2%</b>
1. 국내(별도)	12.3%	10.8%	7.2%	5.1%	4.7%	5.0%	4.1%	4.3%	13.9%	8.7%	4.5%
- 라면	13.2%	11.1%	7.4%	2.9%	4.1%	3.7%	3.1%	3.7%	12.8%	8.4%	3.7%
- 스낵	6.4%	17.4%	8.8%	11.4%	9.6%	10.3%	9.5%	8.5%	12.7%	10.9%	9.4%
- 기타	14.2%	3.8%	8.4%	2.7%	3.0%	4.7%	3.0%	3.0%	19.1%	7.1%	3.4%
2. 북미	40.1%	12.8%	-1.5%	-3.4%	7.1%	9.0%	10.0%	10.0%	38.3%	10.3%	9.0%
3. 중국	-1.4%	-14.9%	-11.6%	-4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	6.7%	-7.9%	3.0%
4. 일본	2.5%	3.0%	2.5%	3.1%	2.6%	3.1%	2.7%	3.3%	2.7%	9.1%	10.0%
<b>영업이익</b>	<b>63.8</b>	<b>53.7</b>	<b>55.7</b>	<b>38.9</b>	<b>67.3</b>	<b>58.1</b>	<b>62.0</b>	<b>43.0</b>	<b>112.2</b>	<b>212.1</b>	<b>230.4</b>
YoY	85.7%	1162.6%	103.9%	-15.9%	5.6%	8.2%	11.4%	10.3%	5.7%	89.1%	8.7%
1. 국내(별도)	39.8	27.3	34.3	22.9	40.2	32.0	37.1	26.8	63.3	124.3	136.0
2. 북미	18.9	17.0	13.6	13.2	18.4	17.0	15.2	16.1	27.5	62.7	66.7
3. 중국	4.7	4.1	3.3	(0.4)	3.9	3.7	3.7	(0.9)	2.3	11.6	10.3
4. 일본	1.0	0.6	0.4	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0	5.2	3.3	4.2
<b>OPM</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.9%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.4%</b>
1. 국내(별도)	6.2%	4.2%	5.2%	3.5%	6.0%	4.7%	5.4%	3.9%	2.6%	4.8%	5.0%
2. 북미	11.0%	10.9%	8.9%	8.6%	10.0%	10.0%	9.0%	9.5%	4.8%	9.9%	9.6%
3. 중국	8.1%	9.1%	7.8%	-0.9%	6.5%	8.0%	8.5%	-2.0%	1.1%	6.1%	5.3%
4. 일본	4.6%	2.5%	1.7%	4.7%	5.0%	3.6%	4.2%	3.4%	6.0%	3.4%	4.0%
<b>세전이익</b>	<b>70.6</b>	<b>60.0</b>	<b>65.6</b>	<b>34.9</b>	<b>76.1</b>	<b>66.9</b>	<b>70.8</b>	<b>51.8</b>	<b>158.8</b>	<b>231.1</b>	<b>265.6</b>
YoY	63.3%	69.7%	89.3%	-23.4%	7.8%	11.5%	8.0%	48.1%	16.1%	45.5%	14.9%
<b>(지배)순이익</b>	<b>54.4</b>	<b>45.0</b>	<b>50.1</b>	<b>22.5</b>	<b>58.6</b>	<b>50.3</b>	<b>54.3</b>	<b>36.4</b>	<b>116.1</b>	<b>171.9</b>	<b>199.6</b>
YoY	64.7%	62.4%	76.3%	-16.7%	7.7%	12.0%	8.4%	61.8%	16.3%	48.0%	16.1%
NPM	6.3%	5.4%	5.8%	2.6%	6.5%	5.6%	6.1%	4.1%	3.7%	5.0%	5.6%

자료: 교보증권 리서치센터

## 투자의견 BUY, 목표주가 510,000원 커버리지 개시

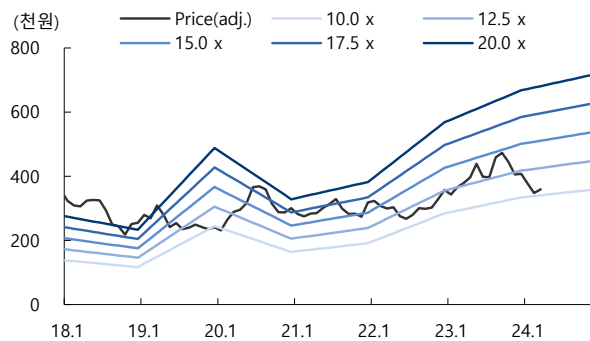
농심에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 510,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS 34,210원에 Target PER 15배를 적용해 산출했다. Target P/E는 글로벌 라면 Peer 평균 15배를 적용했다. 경쟁사 대비 복미 점유율 확대가 지속되고 있다는 점에서 글로벌 Peer의 평균 P/E를 목표배수로 적용하기 무리 없다고 판단한다. 농심 주가는 최근 복미 피크 아웃 우려로 조정 받으면서, 직전 고점 대비 -26% 하락했다. 올해 견조한 국내 실적이 예상되는 가운데, 중장기적으로 미주 확대 방향성이 여전히 여전히 유효하다. 중장기적 관점에서 조정시마다 매수 전략이 유효하다는 판단이다.

[도표 175] 농심 Valuation table

구분	내용	비고
12MF EPS(원)	34,210	
Target P/E (x)	15.0	글로벌 라면 Peer 2024 년 예상 평균 P/E
적정주가(원)	513,148	
목표주가(원)	510,000	
현재주가(원)	362,500	2024.03.15 기준
상승여력	40.7%	

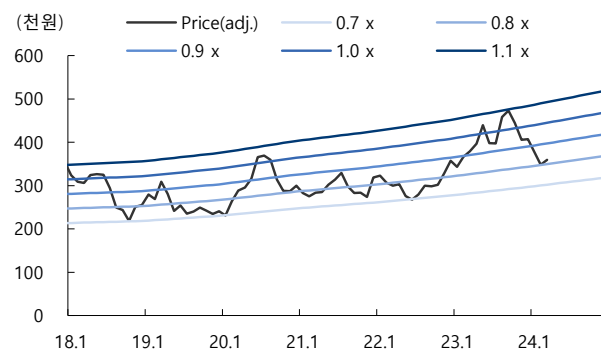
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 176] 농심 12개월 Fwd P/E Band



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 177] 농심 12개월 Fwd P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 178] 농심 글로벌 Peer 실적 및 Valuation 테이블

기업	연도	매출액	영업이익	순이익	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
		(bil local)	(bil local)	(bil local)	%	%	(X)	(X)	(X)	%
Toyo Suisan (JPY)	2023	435.8	40.3	33.1	9.3	7.6	19.4	2.1	7.0	11.7
	2024F	482.3	60.2	49.3	12.5	10.2	18.8	2.2	10.9	12.1
	2025F	497.5	65.7	53.2	13.2	10.7	17.4	2.0	9.8	12.1
Nissin (JPY)	2023	669.2	47.6	44.8	7.1	6.7	22.2	2.7	15.8	13.0
	2024F	730.6	78.8	57.0	10.8	7.8	23.1	2.8	12.0	12.6
	2025F	763.7	85.8	61.8	11.2	8.1	21.1	2.6	11.0	12.7
Tingyi (CNY)	2023	78.7	3.8	2.6	4.9	3.3	15.0	3.7	11.0	21.7
	2024F	82.8	5.1	3.3	6.1	4.0	13.7	3.6	6.6	25.3
	2025F	87.1	5.8	3.9	6.7	4.5	11.8	3.2	4.6	29.3
Uni-President (CNY)	2023	28.6	1.5	1.7	5.2	5.8	11.7	1.5	10.3	11.8
	2024F	31.2	2.0	1.6	6.5	5.2	11.9	1.5	5.2	12.4
	2025F	33.0	2.3	1.9	7.0	5.6	10.5	1.4	4.6	14.0

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## [농심 004370]

## 포괄손익계산서

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	2,663	3,129	3,411	3,587	3,802
매출원가	1,845	2,230	2,375	2,489	2,639
매출총이익	818	900	1,035	1,098	1,163
매출총이익률 (%)	30.7	28.7	30.4	30.6	30.6
판매비와관리비	712	787	823	867	905
영업이익	106	112	212	230	259
영업이익률 (%)	4.0	3.6	6.2	6.4	6.8
EBITDA	211	229	328	346	374
EBITDA Margin (%)	7.9	7.3	9.6	9.6	9.8
영업외손익	31	47	20	37	47
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	17	31	30	33	37
금융비용	-8	-23	-17	-17	-17
기타	22	39	6	20	27
법인세비용차감전순이익	137	159	232	267	306
법인세비용	37	43	60	67	77
계속사업순이익	100	116	172	200	229
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	100	116	172	200	229
당기순이익률 (%)	3.7	3.7	5.1	5.6	6.0
비지배지분순이익	0	0	0	-1	-1
지배지분순이익	100	116	173	201	230
지배순이익률 (%)	3.7	3.7	5.1	5.6	6.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	75	26	28	28	28
포괄순이익	175	142	200	228	257
비지배지분포괄이익	1	0	0	0	0
지배지분포괄이익	174	142	200	228	257

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 현금흐름표

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	163	160	321	265	292
당기순이익	100	116	172	200	229
비현금항목의 가감	170	150	151	156	162
감가상각비	104	115	114	114	115
외환손익	-1	4	-2	-2	-2
자본법평가손익	1	0	0	0	0
기타	67	30	39	43	49
자산부채의 증감	-63	-74	7	-37	-39
기타현금흐름	-45	-32	-10	-54	-60
투자활동 현금흐름	-319	-107	-265	-144	-149
투자자산	-125	73	0	0	0
유형자산	-195	-93	-108	-113	-119
기타	1	-87	-157	-30	-30
재무활동 현금흐름	-25	-86	-50	-43	-43
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	8	-49	-6	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-23	-23	-29	-29	-29
기타	-10	-14	-15	-14	-14
현금의 증감	-164	-30	32	144	165
기초 현금	322	157	128	160	304
기말 현금	157	128	160	304	469
NOPLAT	77	82	157	172	193
FCF	-75	31	172	138	151

자료: 농심, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 십억원

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	1,089	1,209	1,405	1,590	1,801
현금및현금성자산	157	128	160	304	469
매출채권 및 기타채권	239	296	312	339	367
재고자산	256	297	318	334	351
기타유동자산	436	488	614	614	614
비유동자산	1,811	1,826	1,820	1,819	1,823
유형자산	1,428	1,527	1,521	1,520	1,524
관계기업투자금	3	2	3	3	3
기타금융자산	71	72	72	72	72
기타비유동자산	311	224	224	223	223
자산총계	2,900	3,035	3,224	3,409	3,624
유동부채	537	616	667	680	693
매입채무 및 기타채무	493	519	569	581	592
차입금	4	20	20	20	20
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	41	76	78	79	80
비유동부채	162	103	97	97	97
차입금	82	20	14	14	14
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	80	83	83	83	83
부채총계	699	719	764	777	789
지배지분	2,185	2,304	2,448	2,620	2,821
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	122	122	122	122
이익잉여금	2,083	2,197	2,341	2,513	2,714
기타자본변동	-81	-81	-81	-81	-81
비지배지분	16	11	12	13	14
자본총계	2,201	2,315	2,460	2,633	2,835
총차입금	98	55	55	55	55

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
EPS	16,412	19,091	28,412	33,018	37,786
PER	19.4	18.7	14.3	10.8	9.4
BPS	359,145	378,810	402,469	430,733	463,766
PBR	0.9	0.9	1.0	0.8	0.8
EBITDAPS	34,725	37,577	53,865	56,860	61,551
EV/EBITDA	7.1	7.3	5.5	3.9	3.2
SPS	437,800	514,425	560,704	589,684	625,057
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
CFPS	-12,377	5,129	28,242	22,671	24,884
DPS	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000

## 재무비율

단위: %

	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	0.9	17.5	9.0	5.2	6.0
영업이익 증가율	-33.8	5.7	89.1	8.7	12.2
순이익 증가율	-33.2	16.5	48.6	16.1	14.4
수익성					
ROIC	5.6	5.3	9.8	10.7	11.8
ROA	3.5	3.9	5.5	6.1	6.5
ROE	4.7	5.2	7.3	7.9	8.4
안정성					
부채비율	31.8	31.1	31.1	29.5	27.9
순차입금비율	3.4	1.8	1.5	1.4	1.3
이자보상배율	54.1	36.6	78.4	85.2	95.6