

[음식료]

라면: 이보다 “HOT”할 수는 없다!

장지혜 음식료·미디어 02-709-2336 / jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.17

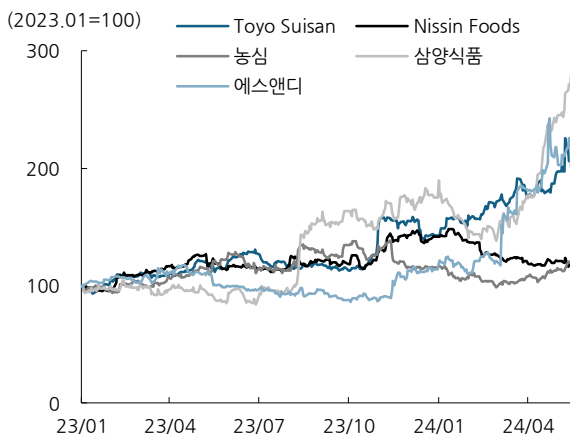
글로벌 라면 수요와 K-라면의 높아진 위상

1분기 국내외 주요 라면 업체의 실적이 모두 발표됐다. 글로벌 시장에서 여전히 견조한 라면 수요를 확인했으며 프리미엄 라면이 성장하는 가운데 K-라면의 인기가 돋보였다. 그 중에서도 당분기 불닭볶음면의 수출 성장 및 SNS 바이럴이 두드러졌으며 이에 따라 가장 눈에 띄는 실적을 발표한 기업은 삼양식품이다. 규모와 진출 시기 면에서 일대일 비교는 어렵지만 삼양식품은 1분기 매출액 3,857억원(+57% YoY), 영업이익 801억원(+236% YoY, OPM 20.8%)으로 일본과 국내 경쟁사 대비 차별적인 성장률과 수익률을 시현했다. 차이는 불닭볶음면의 인기 및 SKU확대, 미국과 중국 주요 유통채널 침투율 상승으로 매출의 75%까지 확대된 해외 실적 비중 차이에 기인한다. 미국 라면 시장 1위의 일본 라면 업체 Toyo Suisan 역시 Overseas Instant Noodles(미국, 멕시코)의 실적 성장이 전체 실적을 견인했으며 해당 사업부의 1분기 매출 비중은 51%, 이익 비중은 80%까지 상승했다. 이에 따라 최근 삼양식품과 Toyo Suisan의 주가 상승이 경쟁사 대비 유독 가파른 모습을 보였다.

추천종목: 삼양식품(매수, 50만원/상향) > 농심(매수, 50만원/하향)

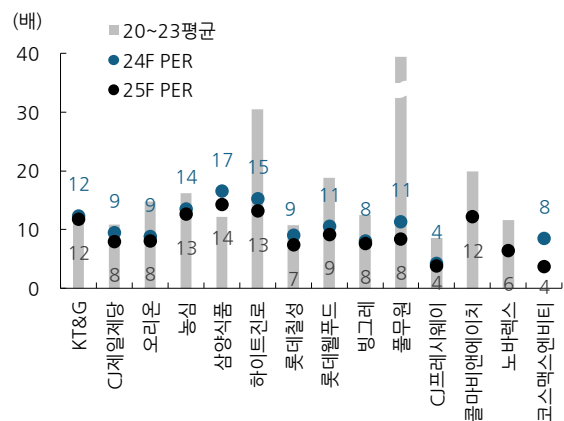
2분기에도 삼양식품의 실적 호조가 이어질 것으로 전망한다. 삼양식품으로 추정되는 라면 수출 금액은 4월에도 +51% YoY로 성장 중이며 중국의 6·18행사, 미국의 유통채널 입점 확대, 유럽 및 중동 수출 지역 확대 등 모멘텀이 다수 존재하기 때문이다. 농심은 1분기를 저점으로 2분기~하반기 갈수록 북미 지역 매출 회복과 중국 성장이 나타날 전망이다. 반면 삼양식품은 하반기 갈수록 베이스 부담이 있지만 1분기를 바탕으로 실적 전망치를 큰 폭 상향하며 밸류에이션 매력도가 높아졌고 25년에는 CAPA 확대도 기대할 수 있어 적극 매수 의견을 제시한다.

그림1 라면 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 음식료 커버리지 PER 비교



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: Fwd PER은 컨센 기준

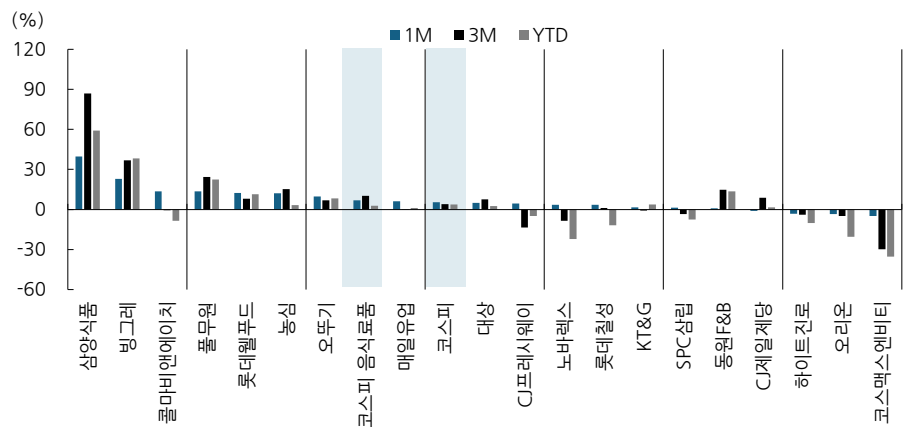
주가 상승과 글로벌 시장에서 K-라면 주목

라면 업체의 주가 상승이 견인한 음식료 섹터 반등

삼양식품의 주가 상승과 K-Food에 대한 관심 증가

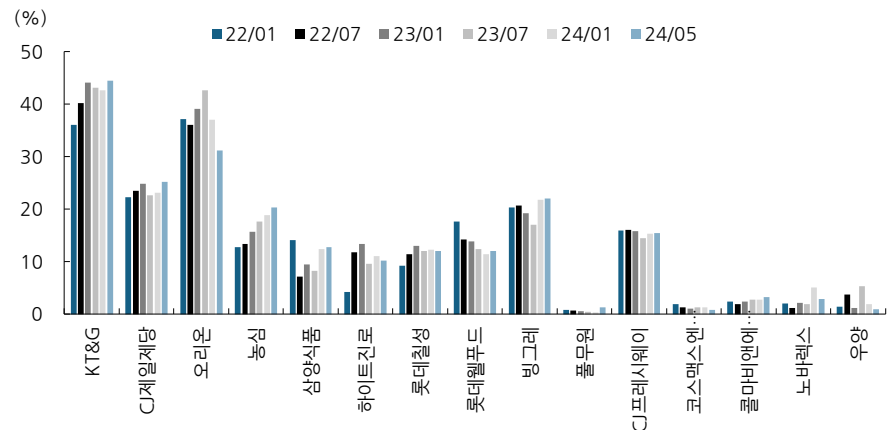
4월부터 나타난 음식료 섹터의 반등을 견인한 것은 삼양식품에서 비롯된 K-Food에 대한 관심이었다. 삼양식품은 5/16 종가 기준 1M 수익률 +40%, YTD 수익률 59%를 기록 중이다. 국내 라면 수출금액이 1분기 +33% YoY 성장하는 가운데 삼양식품으로 추정되는 라면 수출금액이 지난해 2분기부터 매분기 최고치를 경신하며 1분기 +55% YoY 증가하며 1분기 실적 기대감을 높여왔기 때문이다. 또한 라면에서 나아가 K-Food에 다시 주목하며 빙그레, 롯데웰푸드, 풀무원, 농심 등 해외 비중이 높거나 성장이 기대되는 기업의 주가도 함께 반등했다. 해당 기업들의 외국인 시가총액 비중도 같이 상승하고 있다.

그림3 주요 음식료 업체 및 지수 수익률 추이(1M 수익률 높은 순)



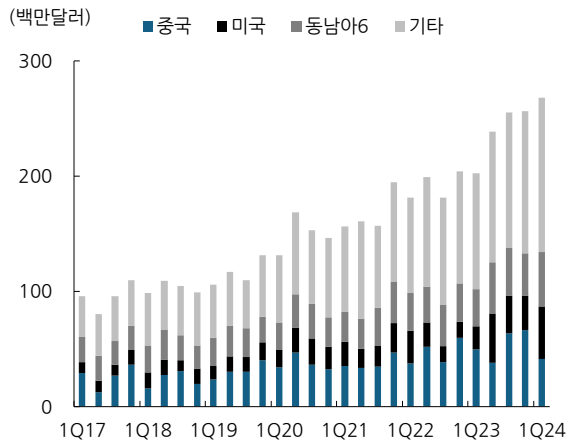
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/13 종가 기준

그림4 주요 음식료 업체 외국인 지분을 추이



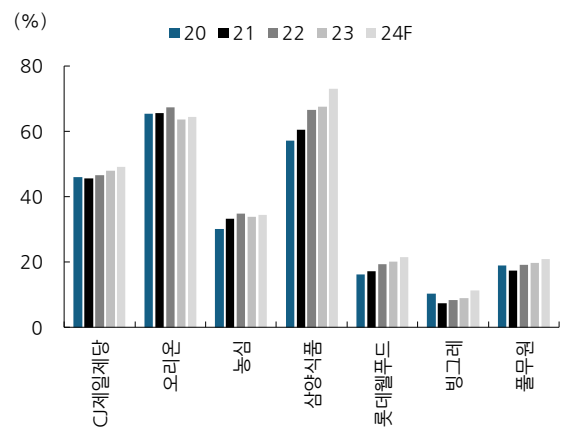
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 5/13 종가 기준

그림5 국내 라면 지역별 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림6 주요 음식료 기업 해외 비중 추이



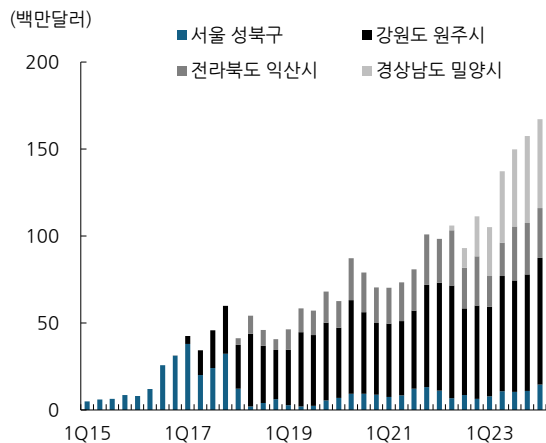
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

최근 K-라면의 글로벌 인기 증가

미국향 라면 수출 증가와 삼양식품 불닭시리즈 호조

최근 미국을 비롯한 글로벌 시장에서 K-라면의 인기가 상승하며 국내 라면 수출 데이트도 호조를 보이고 있다. 1분기 국내 전체 라면 수출 금액은 267백만달러 (+32.5% 이하 YoY)로 이 중 미국향 수출 금액이 45백만달러(+129%)를 기록하며 단일 수출 국가 1위 자리를 차지했다. 중국은 41백만달러(-17%)로 춘절 및 주요 라면 업체의 유통망 조정 영향으로 다소 부진했으나 3월들어 성장세인 것으로 파악된다. 삼양식품으로 추정되는 라면 수출 금액은 163백만달러(+55%)로 전체의 61%를 차지했으며 미국에서 까르보나라 불닭볶음면의 인기가 상승해 품귀현상이 발생하고 틱톡 등 SNS에서 바이럴이되며 삼양식품의 독주가 나타나고 있다.

그림7 삼양식품 추정 라면 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림8 틱톡에서 바이럴 된 삼양식품의 까르보 불닭볶음면



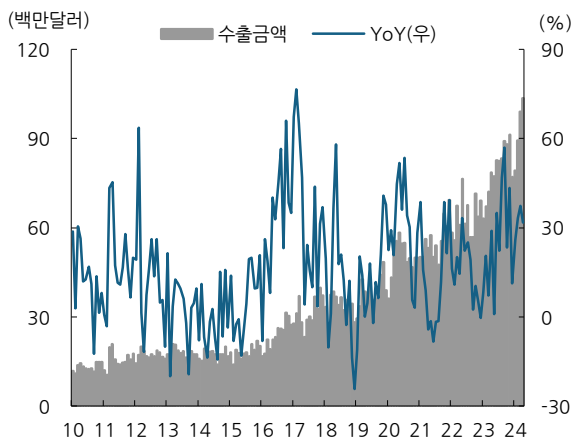
자료: 언론, DS투자증권 리서치센터

표1 라면 수출 실적 추이

품목	라면 수출										삼양식품 추정	
	금액(천 달러)					YoY(%)					금액	YoY(%)
	전체					전체					수출	수출
	중국	미국	동남아6	기타	전체	중국	미국	동남아6	기타	전체	수출	수출
2019	463,796	124,049	52,937	98,253	188,557	12.8	33.1	5.7	8.0	6.6	229,686	26.1
2020	598,526	149,437	78,819	107,769	262,501	29.0	20.5	48.9	9.7	39.2	299,049	30.2
2021	668,677	149,927	82,085	119,831	316,834	11.7	0.3	4.1	11.2	20.7	325,381	8.8
2022	765,012	186,842	78,012	132,660	367,498	14.4	24.6	-5.0	10.7	16.0	408,725	25.6
2023	951,317	216,766	125,971	154,635	453,945	24.4	16.0	61.5	16.6	23.5	553,811	35.5
1Q21	156,376	34,944	21,451	25,814	74,167	19.4	2.6	44.5	8.9	27.2	70,139	12.2
2Q21	160,730	33,344	16,781	25,813	84,792	-4.6	-28.4	-24.1	-9.4	18.9	73,400	-15.8
3Q21	156,942	34,812	18,247	32,371	71,512	2.7	-4.2	-18.8	6.9	12.3	80,873	2.5
4Q21	194,598	46,827	25,606	35,833	86,332	33.0	44.2	31.9	41.8	24.8	100,969	43.4
1Q22	181,192	37,527	28,044	33,100	82,521	15.9	7.4	30.7	28.2	11.3	98,388	40.3
2Q22	198,662	51,785	21,300	30,873	94,704	23.6	55.3	26.9	19.6	11.7	105,968	44.4
3Q22	180,954	38,185	14,364	35,797	92,608	15.3	9.7	-21.3	10.6	29.5	93,054	15.1
4Q22	204,204	59,345	14,304	32,890	97,665	4.9	26.7	-44.1	-8.2	13.1	111,315	10.2
1Q23	202,167	49,636	19,733	32,531	100,267	11.6	32.3	-29.6	-1.7	21.5	105,126	6.8
2Q23	238,553	37,675	42,942	44,345	113,591	20.1	-27.2	101.6	43.6	19.9	137,553	29.8
3Q23	254,939	63,364	33,049	41,183	117,343	40.9	65.9	130.1	15.0	26.7	149,790	61.0
4Q23	256,209	66,101	30,247	36,618	123,243	25.5	11.4	111.5	11.3	26.2	161,383	45.0
1Q24	267,846	41,240	45,272	47,250	134,084	32.5	-16.9	129.4	45.2	33.7	163,149	55.2
23/01	62,987	16,000	4,666	9,613	32,708	8.2	81.4	-43.5	-18.6	11.5	32,884	11.6
23/02	67,059	17,950	6,907	9,630	32,572	20.5	45.1	-33.3	-3.6	42.1	34,586	7.3
23/03	72,121	15,686	8,160	13,288	34,987	7.1	-4.0	-13.6	17.5	15.6	37,656	2.6
23/04	78,588	12,456	13,258	14,613	38,261	28.9	11.8	77.6	43.4	19.0	43,448	38.8
23/05	77,246	10,561	13,775	14,161	38,749	1.0	-51.3	85.0	35.9	5.0	43,603	9.7
23/06	82,719	14,658	15,909	15,571	36,581	35.1	-22.6	149.0	51.7	42.7	50,502	44.6
23/07	82,494	20,668	6,634	13,679	41,513	22.3	44.8	11.5	17.8	16.5	46,716	39.4
23/08	83,371	19,907	14,636	12,971	35,857	46.9	65.9	228.8	12.4	24.7	50,526	74.2
23/09	89,074	22,789	11,779	14,533	39,973	57.0	91.3	197.2	14.9	41.7	52,548	72.1
23/10	88,050	23,705	10,186	11,438	42,721	23.4	11.9	94.2	2.7	26.4	54,343	33.9
23/11	91,198	25,794	10,924	13,623	40,857	43.3	47.5	124.6	29.1	33.0	60,184	84.0
23/12	76,961	16,602	9,137	11,557	39,665	11.2	-19.7	117.8	3.2	19.8	46,856	23.2
24/01	79,324	8,221	10,069	14,370	46,664	25.9	-48.6	115.8	49.5	42.7	46,282	40.7
24/02	89,434	13,603	17,129	15,334	43,368	33.4	-24.2	148.0	59.2	33.1	54,524	57.6
24/03	99,030	19,416	18,074	17,546	43,994	37.3	23.8	121.5	32.0	25.7	62,333	65.5
24/04	103,511	24,110	17,466	16,027	45,908	31.7	93.6	31.7	9.7	20.0	65,574	50.9

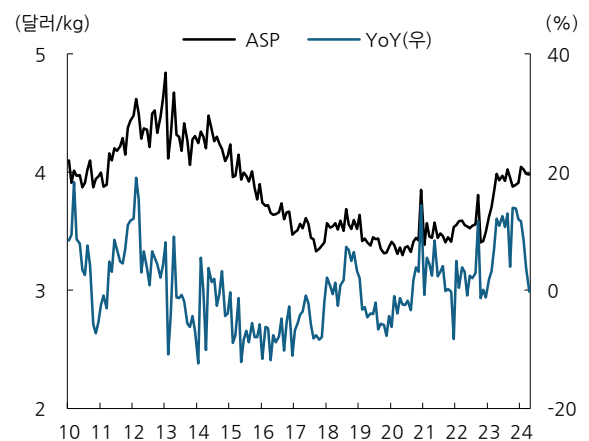
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정, 주1: 삼양식품 추정 금액은 서울 성북구, 강원도 원주시, 전라북도 익산시, 경상남도 밀양시에서의 라면 수출 금액 단순 합산
 주2: 동남아6는 태국, 말레이시아, 인도네시아, 필리핀, 베트남, 싱가포르 지역의 합산

그림9 국내 라면 수출 금액 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림10 전체 라면 수출 단가 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

23년 국내 라면 업체의 해외 실적 비중 확대와 수익성 개선

연간으로 살펴보면 23년은 라면 업체의 해외 실적 성장과 수익성 개선이 두드러진 해였으며 이러한 흐름은 24년에도 이어질 것으로 전망한다. 우선 23년 국내 주요 라면업체 3사의 합산 연결 실적은 매출액 8.1조원(+12% YoY), 영업이익 6,145억원(+58% YoY, OPM 7.6%)을 기록했다. 모든 매출이 라면인 것은 아니지만 마진이 높은 해외 실적 비중이 성장해 믹스가 개선되고 원가 부담이 완화되기 시작했음을 시사해주고 있다.

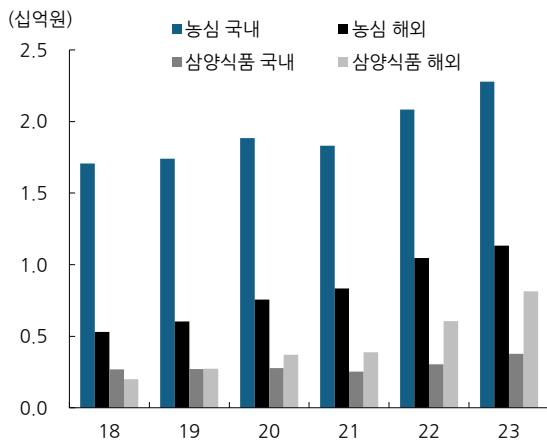
한편 23년 국내 전체 라면 수출금액은 9.5억 달러(+24% YoY)로 원화기준 1.3조원을 기록했다. 해외 공장을 보유한 농심과 국내 공장에서 수출 전체 물량을 대응 중인 삼양식품의 합산 해외 매출은 1.9조원(+18% YoY)을 기록했고 전체에서 해외 % 실적이 차지하는 비중은 18년 27%→21년 37%→23년 42%로 확대됐다. 특히 삼양식품의 해외 매출 비중은 18년 43%→21년 61%→23년 68%로 상승했다.

표2 국내 라면 업체 실적 추이

(십억원, %)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	4,138.1	4,355.6	4,587.0	4,792.9	4,952.6	5,247.2	5,884.2	6,044.1	7,221.4	8,058.0
농심	2,041.7	2,181.6	2,217.0	2,208.3	2,236.4	2,343.9	2,639.8	2,663.0	3,129.1	3,410.6
오뚜기	1,781.7	1,883.1	2,010.7	2,126.2	2,246.8	2,359.7	2,595.9	2,739.0	3,183.3	3,454.5
삼양식품	314.6	290.9	359.3	458.5	469.4	543.6	648.5	642.0	909.0	1,192.9
영업이익	199.1	258.8	257.5	285.8	295.5	305.4	454.1	338.1	388.2	614.5
농심	73.5	118.3	89.7	96.4	88.6	78.8	160.3	106.1	112.2	212.1
오뚜기	115.9	133.4	142.5	146.1	151.7	148.3	198.4	166.6	185.7	254.9
삼양식품	9.7	7.1	25.3	43.3	55.2	78.3	95.3	65.4	90.4	147.5
OPM	4.8	5.9	5.6	6.0	6.0	5.8	7.7	5.6	5.4	7.6
농심	3.6	5.4	4.0	4.4	4.0	3.4	6.1	4.0	3.6	6.2
오뚜기	6.5	7.1	7.1	6.9	6.8	6.3	7.6	6.1	5.8	7.4
삼양식품	3.1	2.5	7.0	9.4	11.8	14.4	14.7	10.2	9.9	12.4

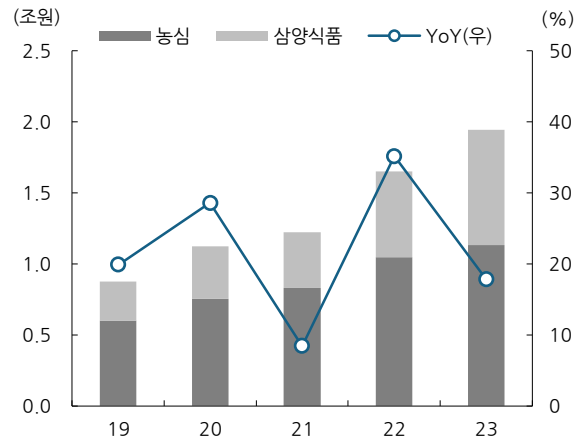
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 전체 기업 연결 실적 기준, 모든 실적이 라면 매출인 것은 아님

그림11 주요 라면 업체 국내의 매출 추이



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림12 주요 라면 업체 해외 매출 추이

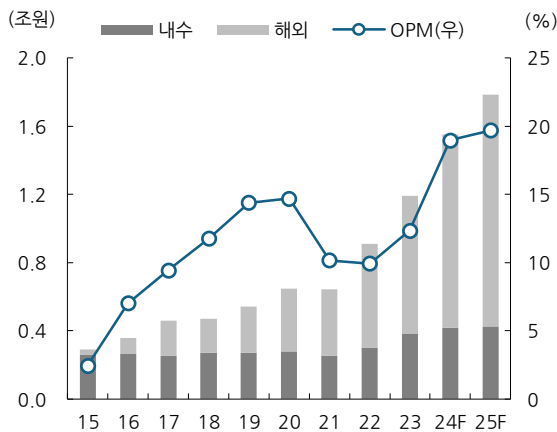


자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

1Q24 국내 라면 업체 실적 비교. 해외 비중 따라 격차 더욱 벌어짐

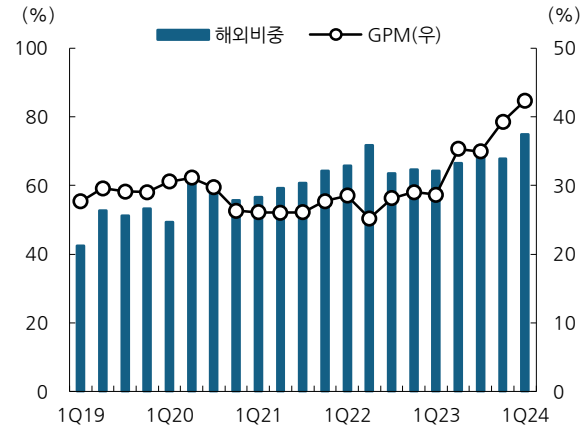
24년 1분기 실적에선 농심과 삼양식품의 차이가 더욱 벌어졌다. 삼양식품의 24년 1분기 실적은 연결기준 매출액 3,857억원(+57% YoY), 영업이익 801억원(+236% YoY, OPM 20.8%)으로 시장기대치(OP 424억원)를 큰 폭으로 상회했다. 마진이 높은 해외 라면 수출 실적이 +83 YoY 성장하며 수익성 개선이 나타났다. 반면 농심의 24년 1분기 실적은 연결기준 매출액 8,725억원(+1.4% YoY), 영업이익 614억원(-3.7% YoY, OPM 7%)으로 시장기대치를 하회했다. 국내는 면/스낵 중심 성장이 이어졌으나 해외는 전년도 높은 기저 부담으로 북미와 중국이 각각 -6% YoY, -18% YoY 감소했고 원가 부담도 영향을 미쳤다. 달러 가치 상승 속 두 업체의 수익성 차이는 해외 비중 차이로 심화되었으며 1분기 삼양식품의 해외 매출 비중은 75%, 농심은 (해외법인+수출) 34%였다. 삼양식품은 2분기에도 전년비 견조한 해외 매출 성장세를 이어갈 것이며 농심은 1분기 대비 2분기, 하반기 갈수록 성장할 전망이다.

그림13 삼양식품 연간 실적 추이 및 전망



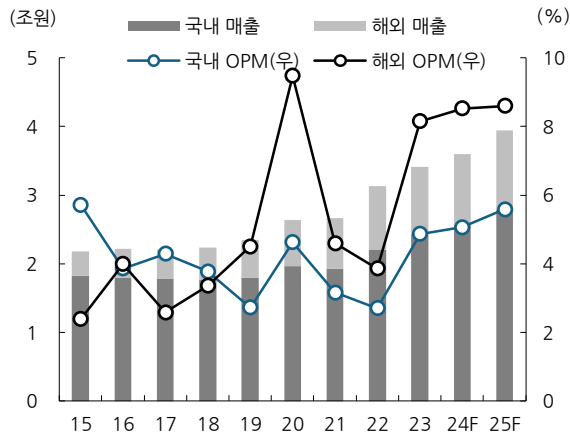
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림14 삼양식품 분기별 해외 매출 비중과 수익성 추이



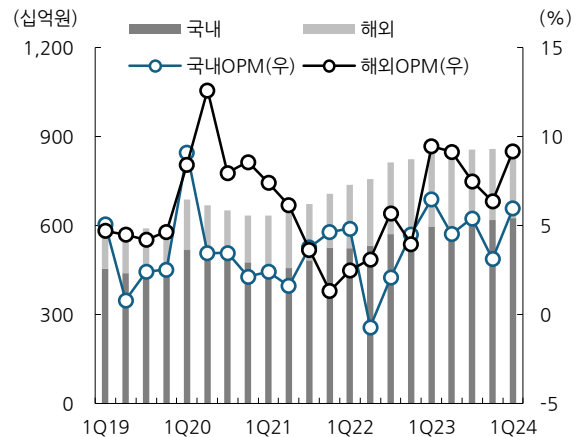
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림15 농심 연간 실적 추이 및 전망



자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

그림16 농심 분기 실적 추이



자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

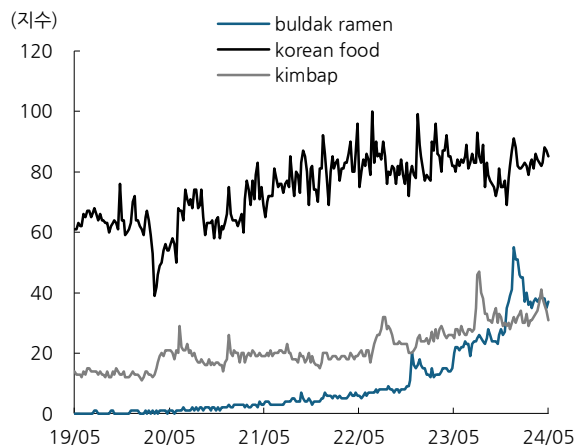
국내 라면 업체들의 해외 성장은 지속될 것

라면 해외 성장 지속 전망

1)수출국가 확대
메인스트림 입점

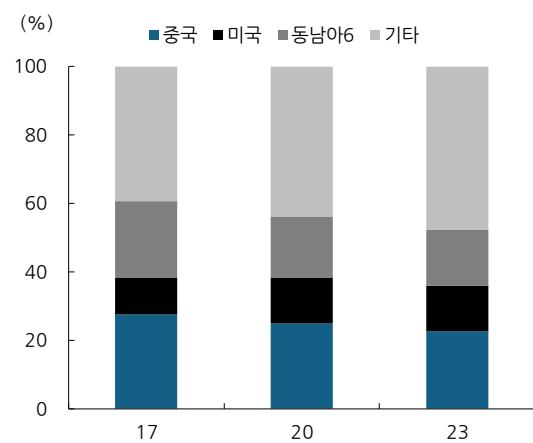
국내 라면 업체들의 해외 실적은 지속 성장할 것으로 전망한다. 우선 K-Food에 대한 글로벌 소비자들의 관심이 지속 상승하면서 다양한 국가의 주요 유통채널에서 라면을 비롯한 한국 가공식품의 SKU를 늘려가고 있기 때문이다. 특히 삼양식품의 경우 미국 매출이 고성장한 배경에는 21년 8월 미국에 현지법인을 설립한 후 월마트, 코스트코 등 대형 유통채널에 입점하기 시작했다는 점이 있었다. 삼양식품보다 먼저 미국에 진출한 농심의 경우 월마트와 코스트코 전 점포 입점에서 나아가 SKU 확대에 힘쓰고 있으며 미국 외 호주, 일본 등에서도 메인스트림 입점 효과가 나타나고 있고 프랑스 1,2위 유통업체 르끌레르, 까르푸를 중심으로 유럽, 중국, 동남아, 유럽, 중동 등으로 지역을 확장하며 라면 매출이 성장하고 있다.

그림17 구글 검색어 트렌드 추이 - 글로벌



자료: 구글, DS투자증권 리서치센터

그림18 국내 라면 수출 국가 비중



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

2)SKU 확대

두번째로 SKU를 확대하며 다양한 인종의 다양한 입맛을 만족시키면서 성장 중이다. 최근 미국에서 인기를 끈 삼양식품의 까르보 불닭볶음면은 오리지널 제품 대비 비교적 덜 매운맛으로 글로벌 소비자의 입맛을 저격하며 성장 중이다. 이외에도 하바네로 불닭볶음면(미주), 야끼소바 불닭볶음면(아시아), 마살라 불닭볶음면(중동) 등 지역 맞춤형 제품을 출시해 시장을 공략하고 있다. 이에 따라 불닭브랜드 수출 금액 중 오리지널 비중은 22년 50%대에서 40%대로 줄어들고 까르보 불닭이 20%대로 성장했으며 기타의 비중도 지속 상승 중이다. 삼양식품에 비해 메가브랜드를 더 많이 보유한 농심은 해외 시장에 기존 신라면 외에도 너구리, 순라면(채식라면), 짜파게티 등으로 브랜드를 확장하며 시장 침투율을 높여가고 있다. 너구리는 21년 영화 '기생충'에 나왔던 레시피를 활용한 앵그리 짜파구리부터, 카구리(카레샴), 푸팟퐁구리, 마라샹구리 등으로 신제품이 확대되고 있다.

그림19 삼양식품의 다양한 불닭볶음면 라인업



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림20 농심 너구리 신제품

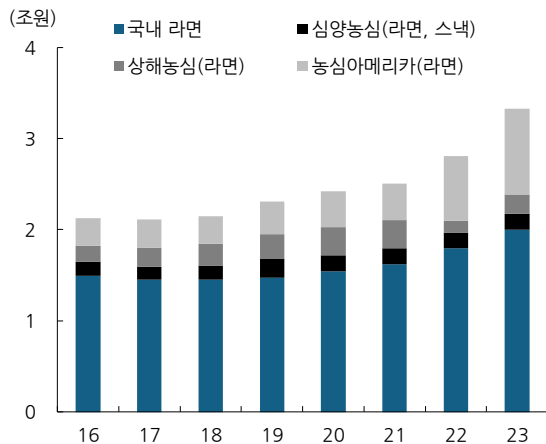


자료: 농심, 언론, DS투자증권 리서치센터

3)CAPA 확대

마지막으로 CAPA 확장을 통한 적극적인 수요 대응을 통해 성장이 가능할 것이다. 삼양식품은 22년 밀양 1공장을 오픈한 후 해외 실적이 본격적으로 성장하고 있는데 가파른 가동률 상승으로 24년에는 CAPA여력이 부족할 정도다. 이에 23년 8월 밀양 2공장 투자계획을 밝혔으며 25년 6월 오픈 예정인 밀양 2공장은 기존 CAPA의 30%에 해당하는 생산능력을 추가로 확보하게 된다. 밀양 2공장은 설비 자동화 및 할랄 전용 설비 등을 운영하며 수출 성장을 가속화할 것으로 기대된다. 농심은 22년 미국 2공장을 오픈한 후 24년 10월 용기면 고속라인을 추가해 현지 용기면 수요에 적극 대응한다고 밝혔다. 유럽 및 아시아 지역 공급 확대를 위한 국내 수출 전용 공장 설립을 검토할 계획이다.

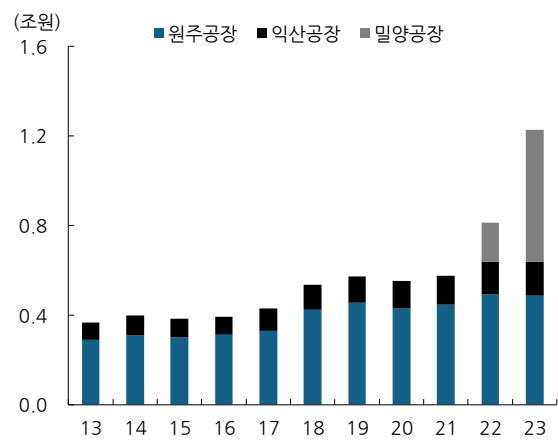
그림21 농심 라면 CAPA 금액 추이



자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

주: 국내 라면 CAPA의 16~20년은 당사 추정치

그림22 삼양식품 라면 CAPA 금액 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

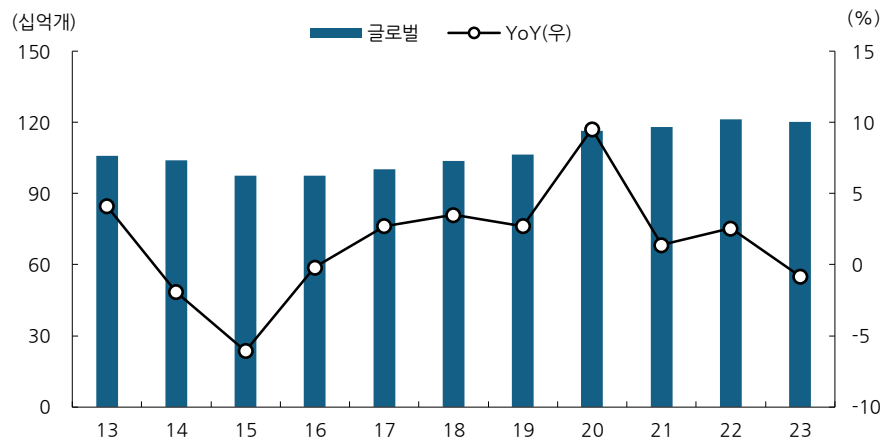
글로벌 라면 수요 정체 속 존재감 상승 중인 K-라면

글로벌 라면 시장 규모 다소 정체

글로벌 라면 수요
23년 -0.8% YoY
19~23 CAGR +3%

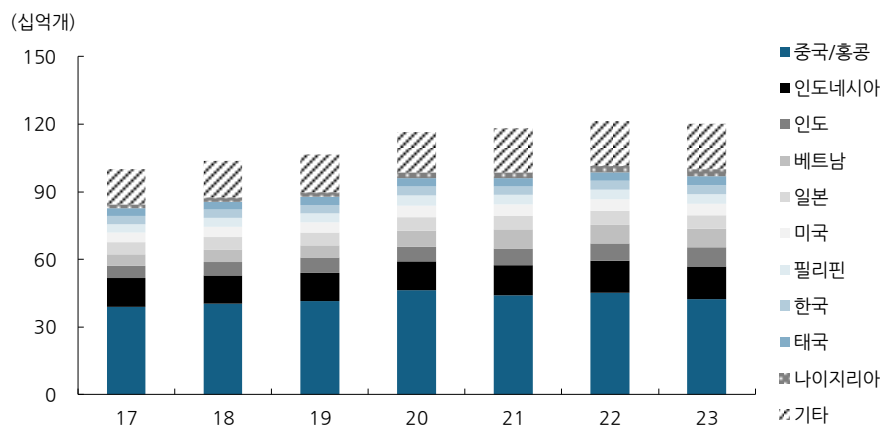
글로벌 라면 시장 규모는 23년 수량기준 1,202억개(-0.8% YoY)로 전년비 소폭 감소했으며 지난 19~23년 연평균 성장률은 3%를 기록했다. 팬데믹 기간 내식 및 비축 수요 증가로 급증했던 라면 수요는 글로벌 인플레이션에 따라 저렴하고 간편하며 다양한 맛의 강점이 부각되며 견조한 모습을 보여왔다. 다만 23년은 최근 2~3년간 높아진 베이스 부담으로 다소 부진했던 것으로 추정한다. 국가별 비중은 중국/홍콩 지역이 34.8%로 가장 크고 인도네시아(12%), 인도(7.2%), 베트남(6.7%), 일본(4.8%), 미국(4.2%), 필리핀(3.6%), 한국(3.3%)를 차지했다. 전년도와 비교했을 때 10위권 내 순위가 바뀐 국가는 인도(4위→3위)와 나이지리아(11위→10위)가 있다. 최근에는 특히 다양한 국가에서 라면 수요가 확대되고 있다.

그림23 글로벌 라면 시장 규모 추이



자료: WINA, DS투자증권 리서치센터

그림24 글로벌 주요 국가별 라면 시장 규모 추이



자료: WINA, DS투자증권 리서치센터

표3 글로벌 라면 시장 수요 규모

순위	지역(백만개)	2019	2020	2021	2022	2023	YoY	CAGR(19~23)
1	China/Hong Kong	41,450	46,360	43,990	45,070	42,210	-6.3	0.5
2	Indonesia	12,520	12,640	13,270	14,260	14,540	2.0	3.8
3	India	6,730	6,730	7,560	7,580	8,680	14.5	6.6
4	Viet Nam	5,440	7,030	8,560	8,480	8,130	-4.1	10.6
5	Japan	5,630	5,970	5,850	5,980	5,840	-2.3	0.9
6	USA	4,630	5,050	4,980	5,150	5,100	-1.0	2.4
7	Philippines	3,850	4,470	4,440	4,290	4,390	2.3	3.3
8	Republic of Korea	3,900	4,130	3,790	3,950	4,040	2.3	0.9
9	Thailand	3,570	3,710	3,630	3,870	3,950	2.1	2.6
10	Nigeria	1,920	2,460	2,620	2,790	2,980	6.8	11.6
11	Brazil	2,420	2,720	2,850	2,830	2,550	-9.9	1.3
12	Russia	1,910	2,000	2,100	2,200	2,200	0.0	3.6
13	Malaysia	1,450	1,570	1,580	1,550	1,640	5.8	3.1
14	Nepal	1,640	1,540	1,590	1,650	1,570	-4.8	-1.1
15	Mexico	1,170	1,160	1,360	1,510	1,550	2.6	7.3
16	Egypt	280	350	400	460	1080	134.8	40.1
17	Taiwan	830	870	900	880	910	3.4	2.3
18	Myanmar	620	660	760	770	770	0.0	5.6
19	South Africa	280	350	410	480	570	18.8	19.4
20	Saudi Arabia	560	830	850	870	520	-40.2	-1.8
21	Australia	420	440	450	450	500	11.1	4.5
22	Turkey	120	190	360	420	430	2.4	37.6
23	Cambodia	350	370	410	400	420	5.0	4.7
24	UK	380	420	420	400	410	2.5	1.9
25	Germany	330	370	390	390	390	0.0	4.3
26	Poland	310	330	340	380	380	0.0	5.2
27	Guatemala	250	260	270	280	350	25.0	8.8
28	Bangladesh	370	370	430	440	340	-22.7	-2.1
29	Kazakhstan	250	280	320	360	300	-16.7	4.7
30	Pakistan	200	220	230	240	250	4.2	5.7
31	Uzbekistan	210	210	210	210	220	4.8	1.2
32	Sri Lanka	190	190	200	200	200	0.0	1.3
33	Canada	180	180	190	200	200	0.0	2.7
34	Peru	160	160	170	170	180	5.9	3.0
35	Kenya	60	80	100	130	160	23.1	27.8
36	Ethiopia	80	120	130	140	150	7.1	17.0
37	Singapore	130	160	140	130	130	0.0	0.0
38	France	80	90	100	110	110	0.0	8.3
39	New Zealand	90	90	90	100	110	10.0	5.1
40	Netherlands	70	80	90	90	80	-11.1	3.4
	Others	1,340	1,290	1,590	1,280	1,600	25.0	4.5
	Total	106,420	116,560	118,180	121,200	120,210	-0.8	3.1

자료: WINA, DS투자증권 리서치센터

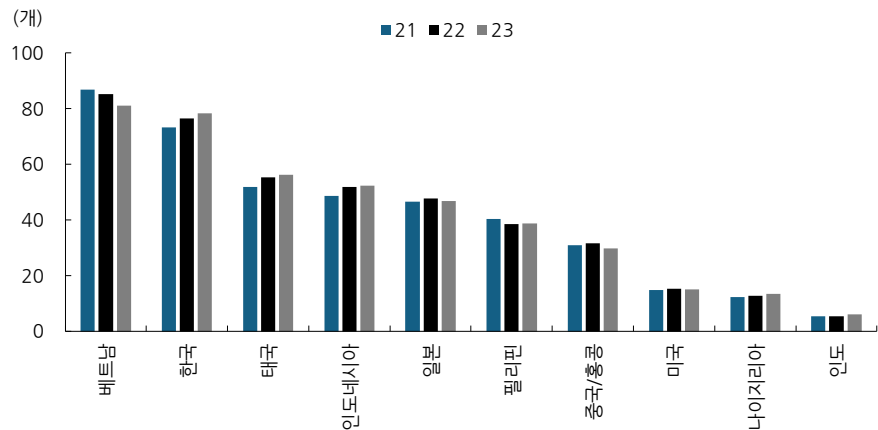
인당 라면 소비

23년 글로벌 라면 수요 상위 10개국의 1인당 라면 소비량을 비교하면 베트남이 인당 81식으로 가장 높았다. 다음으로 한국(78식), 태국(56식), 인도네시아(52식), 일본(47식) 순으로 높은 모습을 보였다. 23년 Top 10 중 인당 소비량이 전년비 감소한 국가는 베트남, 일본, 중국, 미국이었다.

미국 시장 규모는 20년
성장 후 규모 유지
국내 라면 업체 성장 주목

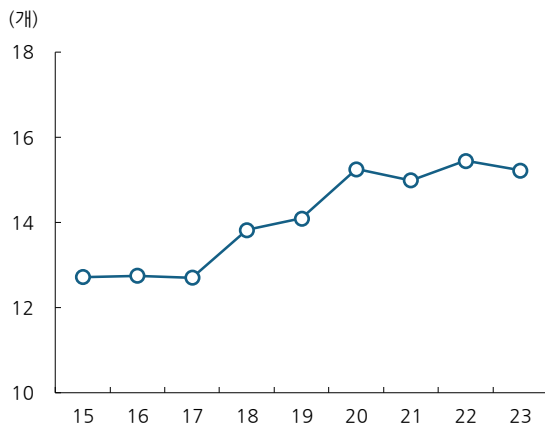
최근 한국 라면에 대한 수요가 증가하고 있는 미국의 경우 1인당 라면 소비량은 15식에서 유지되고 있다. 미국 라면 시장 규모는 23년 수량기준 51억개(-1% YoY)로 전년비 소폭 감소했다. 국내 및 글로벌 시장 트렌드와 유사하게 팬데믹 기간이었던 20년 +9.1% YoY로 증가한 후 등락을 반복 중이다. 기대했던 소비량의 지속적인 우상향이 나타나고 있진 않지만 이러한 시장 상황에서도 한국 라면업체들의 미국 시장 내 실적 성장은 의미가 크다고 판단한다.

그림25 글로벌 라면 수요 Top 10 국가의 인당 라면 소비량 비교



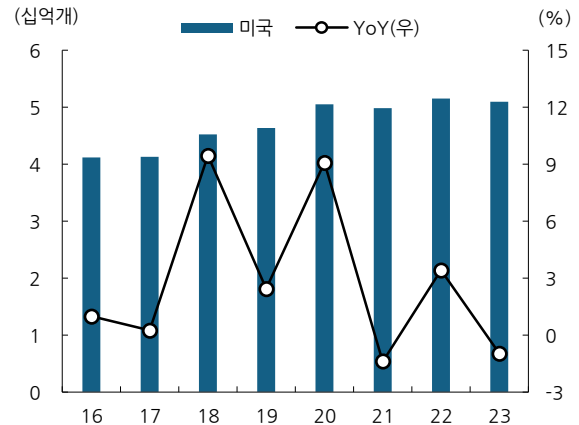
자료: WINA, IMF, DS투자증권 리서치센터

그림26 미국 인당 연간 라면 소비량



자료: WINA, IMF, DS투자증권 리서치센터

그림27 미국 전체 라면 수요



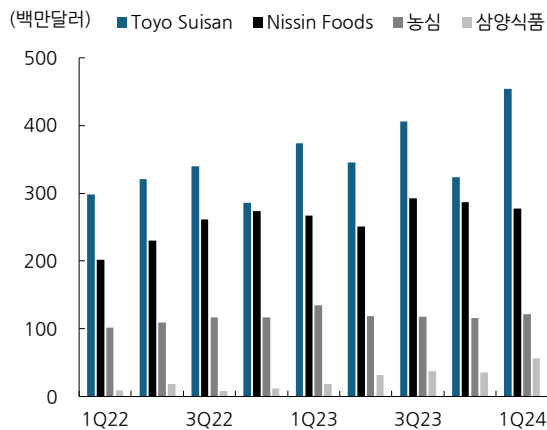
자료: WINA, DS투자증권 리서치센터

격전지 미국에서의 한·일전

일본 라면업체 실적과 국내외 미주법인 비교

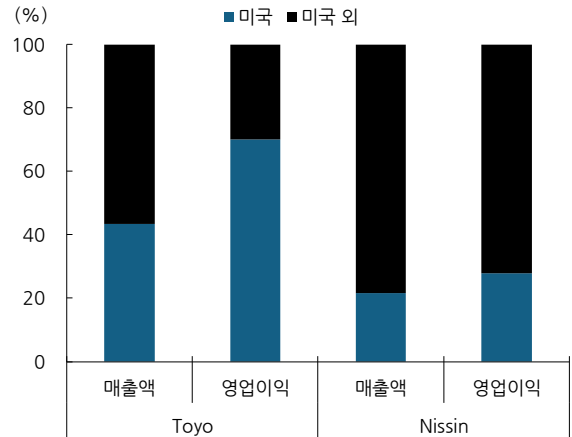
최근 일본 라면업체 실적에서도 미주 지역 성장률이 두드러졌다. 1분기 Toyo Suisan의 Overseas Instant Noodles 매출액은 672.9억엔(+36% YoY), 영업이익 149.3억엔(+84% YoY, OPM 22.2%), Nissin Foods의 미국 법인 매출액은 411.5억엔(+17% YoY), 영업이익 33.5억엔(+15% YoY, OPM 8.1%)을 기록했다. 공통적으로 22년 단행한 가격인상 효과와 프리미엄 브랜드 확장이 실적 성장에 기여했다고 밝혔다. 일본 라면 업체의 미주법인에는 남미 지역 실적이 혼재되어 있고 환율 영향으로 더욱 호조를 보인 것으로 판단한다. 달러기준 1분기 미주 법인 매출액 증감액이 큰 순서로는 Toyo > 삼양식품 > Nissin > 농심이였다. 삼양식품은 불닭볶음면 인기 속 메인 스트림 입점을 확대하고 있고 농심은 미국 공장 라인 증설과 SKU를 확대할 것이며 2030년 미국 시장 점유율 1위를 목표로 하고 있어 경쟁은 지속될 전망이다.

그림28 일본과 한국 라면 업체의 미주 지역 매출 추이



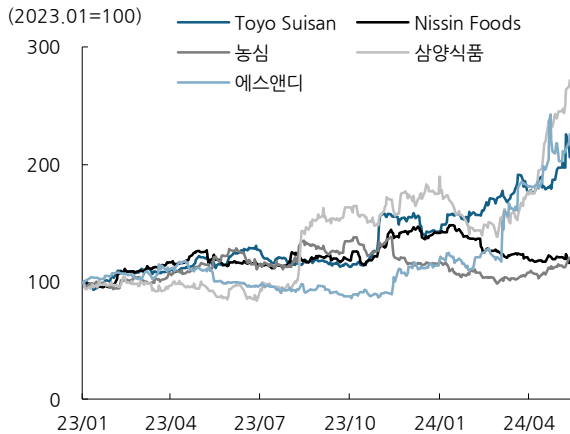
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림29 일본 라면 업체의 미주 실적 비중(2023)



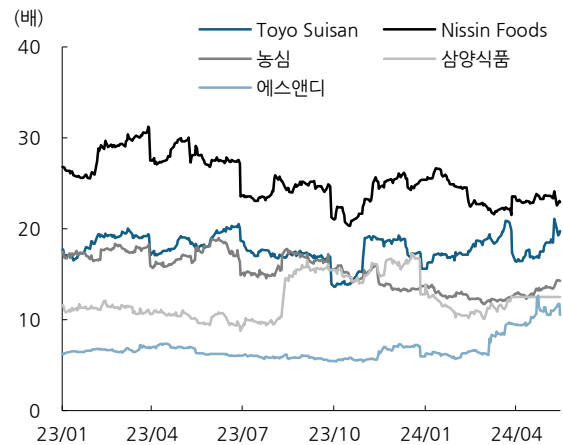
자료: Toyo suisan, Nissin, DS투자증권 리서치센터

그림30 국내외 라면 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림31 국내외 라면 업체 PER 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표4 Toyo Suisan 연결 실적테이블

(백만엔 %) / CY 기준	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	110,473	111,181	123,709	123,509	130,614	408,841	417,023	370,718	418,711	468,872
YoY	18.3%	7.8%	12.7%	9.9%	18.2%	3.4%	2.0%	-11.1%	12.9%	12.0%
1. Seafood	6,899	7,556	7,478	7,941	6,587	29,826	26,907	24,594	27,720	29,874
YoY	13.2%	2.8%	7.6%	8.4%	-4.5%	-43.4%	-9.8%	-8.6%	12.7%	7.8%
2. Overseas Instant Noodles	49,463	47,468	58,605	47,863	67,293	88,023	89,313	107,724	163,559	203,399
YoY	42.8%	14.2%	24.8%	18.5%	36.0%	13.9%	1.5%	20.6%	51.8%	24.4%
3. Domestic Instant Noodles	22,995	21,989	21,743	32,538	23,823	129,800	134,994	104,133	97,188	99,265
YoY	2.0%	1.5%	0.9%	3.5%	3.6%	1.0%	4.0%	-22.9%	-6.7%	2.1%
4. Frozen and Refrigerated	12,911	14,326	14,939	13,871	13,742	70,654	76,527	56,606	52,383	56,047
YoY	3.6%	6.5%	8.7%	8.9%	6.4%	2.4%	8.3%	-26.0%	-7.5%	7.0%
5. Processed Foods	5,114	4,492	4,712	5,685	5,266	23,148	25,835	20,666	20,307	20,003
YoY	0.4%	2.2%	-9.0%	0.8%	3.0%	3.4%	11.6%	-20.0%	-1.7%	-1.5%
6. Cold Storage	5,242	5,963	6,159	6,232	5,642	20,075	21,117	21,768	22,773	23,596
YoY	1.1%	3.7%	4.7%	4.7%	7.6%	10.6%	5.2%	3.1%	4.6%	3.6%
7. Other	7,791	9,384	10,074	9,378	8,260	47,313	42,347	35,223	34,778	36,627
YoY	5.7%	4.6%	5.6%	5.4%	6.0%	-4.2%	-10.5%	-16.8%	-1.3%	5.3%
매출총이익	26,029	29,715	35,099	36,477	38,812	149,303	163,574	108,587	103,353	127,320
YoY	22.0%	9.5%	38.0%	23.9%	49.1%	1.9%	9.6%	-33.6%	-4.8%	23.2%
매출총이익률	23.6%	26.7%	28.4%	29.5%	29.7%	36.5%	39.2%	29.3%	24.7%	27.2%
영업이익	8,445	13,190	16,634	18,187	18,685	25,751	35,520	32,223	36,800	56,456
YoY	71.8%	23.0%	101.6%	40.9%	121.3%	6.7%	37.9%	-9.3%	14.2%	53.4%
영업이익률	7.6%	11.9%	13.4%	14.7%	14.3%	6.3%	8.5%	8.7%	8.8%	12.0%
1. Seafood	-103	133	32	67	168	-302	-257	104	16	129
YoY	적지	12.7%	-75.0%	흑전	흑전	적전	적지	흑전	-84.6%	706.3%
영업이익률	-1.5%	1.8%	0.4%	0.8%	2.6%	-1.0%	-1.0%	0.4%	0.1%	0.4%
2. Overseas Instant Noodles	8,103	9,195	12,015	10,181	14,927	11,486	15,201	12,236	20,244	39,494
YoY	262.7%	44.0%	163.0%	44.3%	84.2%	37.7%	32.3%	-19.5%	65.4%	95.1%
영업이익률	16.4%	19.4%	20.5%	21.3%	22.2%	13.0%	17.0%	11.4%	12.4%	19.4%
3. Domestic Instant Noodles	159	1,086	1,739	5,120	1,758	9,675	13,487	11,641	8,018	8,104
YoY	-89.2%	-14.7%	24.6%	32.0%	1005.7%	15.1%	39.4%	-13.7%	-31.1%	1.1%
영업이익률	0.7%	4.9%	8.0%	15.7%	7.4%	7.5%	10.0%	11.2%	8.2%	8.2%
4. Frozen and Refrigerated	853	1,959	1,914	1,726	1,831	5,002	6,762	6,580	5,522	6,452
YoY	-35.1%	6.1%	42.2%	70.2%	114.7%	3.9%	35.2%	-2.7%	-16.1%	16.8%
영업이익률	6.6%	13.7%	12.8%	12.4%	13.3%	7.1%	8.8%	11.6%	10.5%	11.5%
5. Processed Foods	-290	-21	173	425	165	-1,370	-769	-135	558	287
YoY	적전	적전	37.3%	608.3%	흑전	적지	적지	적지	흑전	-48.6%
영업이익률	-5.7%	-0.5%	3.7%	7.5%	3.1%	-5.9%	-3.0%	-0.7%	2.7%	1.4%
6. Cold Storage	89	648	622	681	331	1,027	1,261	2,092	2,144	2,040
YoY	-76.7%	-6.0%	20.8%	22.0%	271.9%	-48.8%	22.8%	65.9%	2.5%	-4.9%
영업이익률	1.7%	10.9%	10.1%	10.9%	5.9%	5.1%	6.0%	9.6%	9.4%	8.6%
7. Other	-297	225	363	35	-205	926	538	714	764	326
YoY	적지	-35.9%	-20.2%	-75.5%	적지	-39.0%	-41.9%	32.7%	7.0%	-57.3%
영업이익률	-3.8%	2.4%	3.6%	0.4%	-2.5%	2.0%	1.3%	2.0%	2.2%	0.9%
8. Adjustment	-67	-38	-224	-49	-289	-694	-705	-1,012	-469	-378
순이익	7,814	11,076	14,107	14,852	15,064	21,354	29,442	25,281	29,869	47,849
YoY	86.5%	26.2%	111.4%	45.2%	92.8%	22.8%	37.9%	-14.1%	18.1%	60.2%
순이익률	7.1%	10.0%	11.4%	12.0%	11.5%	5.2%	7.1%	6.8%	7.1%	10.2%

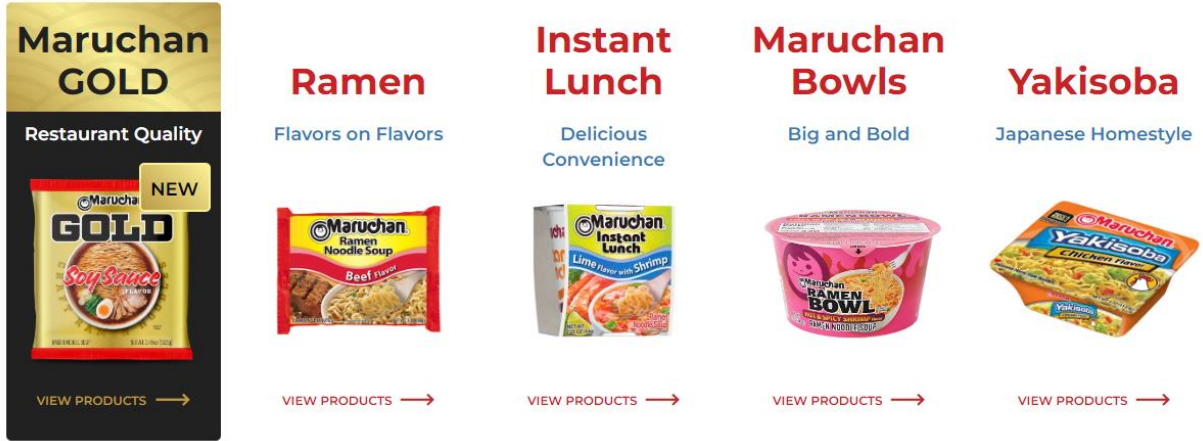
자료: Toyo Suisan, DS투자증권 리서치센터 / 주: 매출액은 외부매출액 기준. 내부거래 반영 안함

표5 Nissin Food 연결 실적테이블

(백만엔 %) / CY 기준	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	167,780	166,470	183,900	198,551	184,012	462,243	494,692	557,042	646,393	716,701
YoY	15.8%	11.5%	9.7%	7.6%	9.7%	3.2%	7.0%	12.6%	16.0%	10.9%
1. NISSIN FOOD PRODUCTS	53,237	51,448	56,355	69,302	55,116	198,568	205,460	208,851	219,602	230,342
YoY	1.1%	7.7%	4.2%	6.4%	3.5%	3.6%	3.5%	1.7%	5.1%	4.9%
2. MYOJO FOODS	10,502	9,963	10,388	11,582	11,517	34,958	37,607	37,771	39,671	42,435
YoY	8.7%	7.6%	3.7%	7.9%	9.7%	6.9%	7.6%	0.4%	5.0%	7.0%
3. Chilled and frozen F&B	22,309	23,213	23,559	24,769	23,680	56,307	72,985	80,327	84,172	93,850
YoY	13.6%	14.0%	10.9%	8.0%	6.1%	1.6%	29.6%	10.1%	4.8%	11.5%
4. Confectionery	19,093	20,750	20,129	22,377	21,894	41,006	36,185	67,956	71,967	82,349
YoY	12.3%	18.2%	14.1%	13.3%	14.7%	-3.5%	-11.8%	87.8%	5.9%	14.4%
5. The Americas	35,303	34,433	42,276	42,470	41,154	65,891	70,711	81,418	128,234	154,482
YoY	50.2%	15.2%	17.0%	9.7%	16.6%	4.6%	7.3%	15.1%	57.5%	20.5%
6. China	16,833	14,859	18,076	15,910	17,607	42,251	47,262	52,866	65,631	65,678
YoY	8.6%	-5.5%	0.3%	-2.9%	4.6%	2.3%	11.9%	11.9%	24.1%	0.1%
7. Others / Reconciliations	10,503	11,804	13,117	12,141	13,044	23,262	24,482	27,853	37,116	47,565
매출총이익	5,314	57,984	66,579	73,029	61,038	162,491	178,378	193,544	213,661	202,906
YoY	-88.4%	18.1%	19.8%	15.5%	1048.6%	3.4%	9.8%	8.5%	10.4%	-5.0%
매출총이익률	3.2%	34.8%	36.2%	36.8%	33.2%	35.2%	36.1%	34.7%	33.1%	28.3%
영업이익	6,929	20,879	24,023	23,656	4,803	29,732	50,755	48,150	52,731	75,487
YoY	72.1%	57.5%	74.4%	9.1%	-30.7%	-12.3%	70.7%	-5.1%	9.5%	43.2%
영업이익률	4.1%	12.5%	13.1%	11.9%	2.6%	6.4%	10.3%	8.6%	8.2%	10.5%
1. NISSIN FOOD PRODUCTS	1,566	7,128	8,222	11,812	2,579	24,312	22,790	31,528	29,355	28,728
YoY	-64.4%	-7.2%	12.1%	18.9%	64.7%	5.2%	-6.3%	38.3%	-6.9%	-2.1%
영업이익률	2.9%	13.9%	14.6%	17.0%	4.7%	12.2%	11.1%	15.1%	13.4%	12.5%
2. MYOJO FOODS	189	510	668	1,182	458	2,324	2,792	2,423	2,221	2,549
YoY	152.0%	-41.7%	31.0%	55.3%	142.3%	-3.2%	20.1%	-13.2%	-8.3%	14.8%
영업이익률	1.8%	5.1%	6.4%	10.2%	4.0%	6.6%	7.4%	6.4%	5.6%	6.0%
3. Chilled and frozen F&B	593	2,698	2,423	2,180	391	1,380	3,315	3,385	2,975	7,894
YoY	흑전	168.2%	354.6%	34.7%	-34.1%	흑전	140.2%	2.1%	-12.1%	165.3%
영업이익률	2.7%	11.6%	10.3%	8.8%	1.7%	2.5%	4.5%	4.2%	3.5%	8.4%
4. Confectionery	654	1,585	1,217	1,793	-99	1,977	3,318	2,983	2,301	5,249
YoY	440.5%	98.9%	157.8%	96.8%	적전	-1.2%	67.8%	-10.1%	-22.9%	128.1%
영업이익률	3.4%	7.6%	6.0%	8.0%	-0.5%	4.8%	9.2%	4.4%	3.2%	6.4%
5. The Americas	2,911	6,275	6,972	4,894	3,345	-1,486	4,428	2,675	9,896	21,052
YoY	729.3%	398.4%	129.8%	-6.8%	14.9%	적지	흑전	-39.6%	269.9%	112.7%
영업이익률	8.2%	18.2%	16.5%	11.5%	8.1%	-2.3%	6.3%	3.3%	7.7%	13.6%
6. China	2,436	1,295	2,420	1,567	2,847	4,438	5,734	5,951	7,292	7,718
YoY	33.5%	-14.0%	22.4%	-21.1%	16.9%	19.9%	29.2%	3.8%	22.5%	5.8%
영업이익률	14.5%	8.7%	13.4%	9.8%	16.2%	10.5%	12.1%	11.3%	11.1%	11.8%
7. Others / Reconciliations	-1,420	1,388	2,101	228	-4,718	-3,213	8,378	-795	-1,309	2,297
순이익	10,888	15,141	19,123	18,324	6,129	21,377	42,357	38,148	42,720	63,476
YoY	108.2%	84.2%	80.5%	-1.9%	-43.7%	-16.5%	98.1%	-9.9%	12.0%	48.6%
순이익률	6.5%	9.1%	10.4%	9.2%	3.3%	4.6%	8.6%	6.8%	6.6%	8.9%

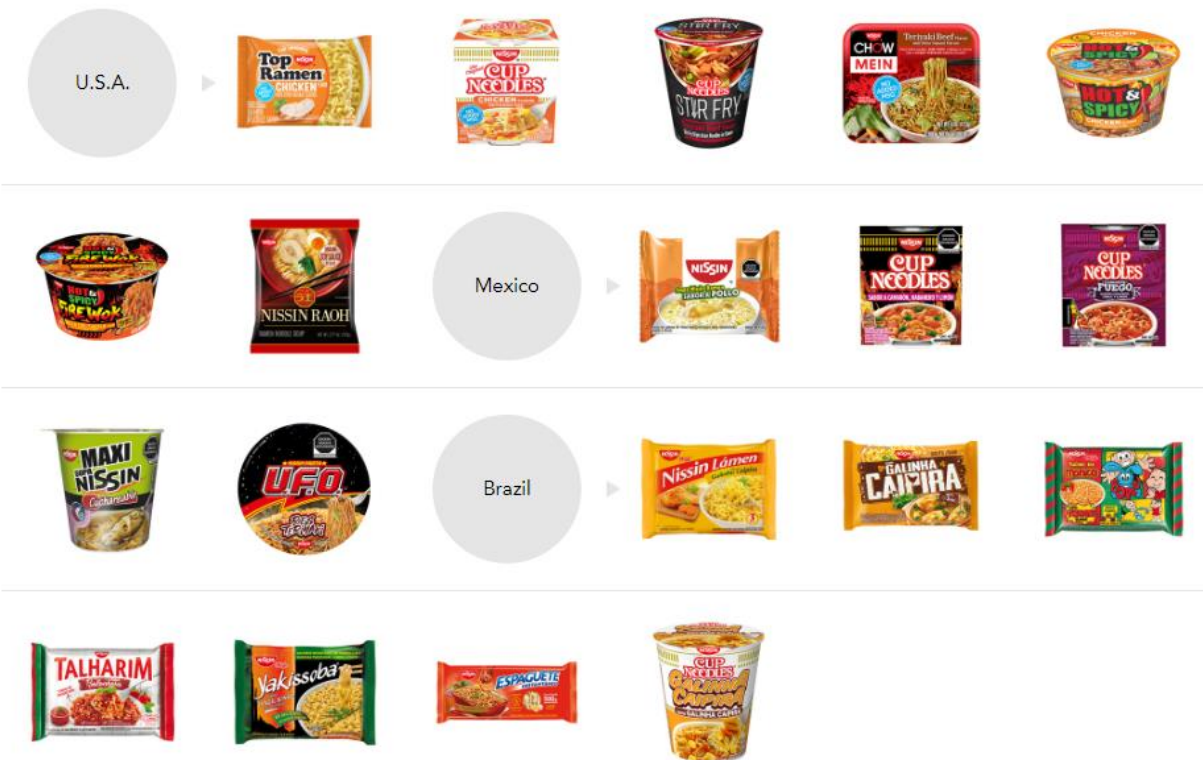
자료: Nissin Food, DS투자증권 리서치센터 / 주: 매출액은 외부매출액 기준. 내부거래 반영안함

그림32 Toyo Suisan Maruchan 제품



자료: Toyo Suisan, DS투자증권 리서치센터

그림33 Nissin Foods의 미주법인 제품



자료: Nissin Foods, DS투자증권 리서치센터

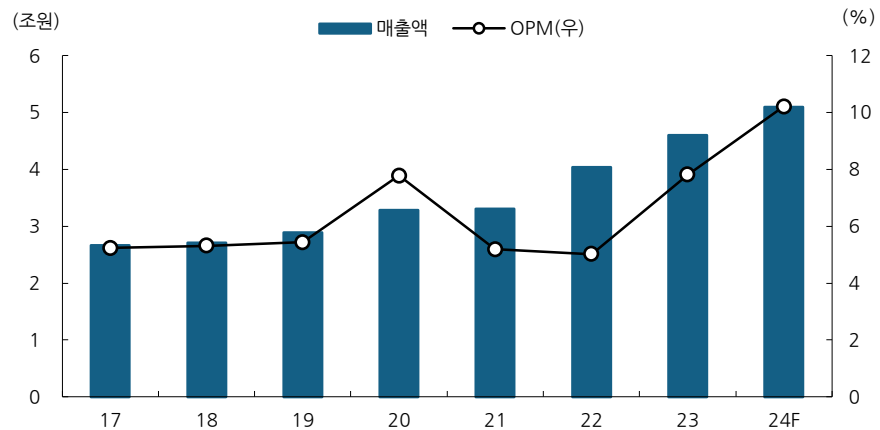
실적 전망 및 밸류에이션

24년 실적 전망

24년에도 해외 실적 성장
으로 수익성 개선

주요 라면 업체의 합산 실적은 24년 매출액 5.1조원(+11% YoY), 영업이익 5,206억 원(+45% YoY, OPM 10.2%)으로 큰 폭의 수익성 개선이 기대된다. 실적 성장은 마진이 높은 해외 실적 성장 및 비중 확대에 기인할 것이다. 실제로 1분기 삼양식품은 해외 매출 비중이 1Q23 64%→1Q24 75%로 확대되면서 GPM 28.7%→42.4%, OPM 9.7%→20.8%로 개선됐다. 반면 농심은 해외 매출 비중이 축소되며 원가 부담 심화와 믹스 악화로 수익성이 하락했다. 연간 해외실적 비중은 삼양식품 23년 68%→24년 73%로 상승하고 농심은 23년과 24년 34%로 동일할 전망이다.

그림34 라면 2개사(삼양식품, 농심) 합산실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 라면 실적 전망

(십억원, %)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합산	매출액	1,105.9	1,122.9	1,191.2	1,183.5	1,258.3	1,254.5	1,296.7	1,287.4	4,038.1	4,603.5	5,096.9
	YoY	17.8%	11.0%	16.3%	11.3%	13.8%	11.7%	8.9%	8.8%	22.2%	14.0%	10.7%
	영업이익	87.6	97.7	99.1	75.1	141.5	128.2	132.5	118.3	202.5	359.6	520.6
	YoY	48.9%	209.5%	112.5%	14.7%	61.5%	31.2%	33.7%	57.6%	18.1%	77.5%	44.8%
	영업이익률	7.9%	8.7%	8.3%	6.3%	11.2%	10.2%	10.2%	9.2%	5.0%	7.8%	10.2%
농심	매출액	860.4	837.5	855.9	856.7	872.5	888.4	911.8	927.0	3,129.1	3,410.6	3,599.6
	YoY	16.9%	10.8%	5.3%	4.0%	1.4%	6.1%	6.5%	8.2%	17.5%	9.0%	5.5%
	영업이익	63.8	53.7	55.7	38.9	61.4	56.3	62.7	51.1	112.2	212.1	231.5
	YoY	85.8%	1162.5%	103.9%	-15.9%	-3.7%	4.9%	12.6%	31.3%	5.7%	89.1%	9.2%
	영업이익률	7.4%	6.4%	6.5%	4.5%	7.0%	6.3%	6.9%	5.5%	3.6%	6.2%	6.4%
삼양식품	매출액	245.6	285.4	335.2	326.7	385.7	366.1	385.0	360.5	909.0	1,192.9	1,497.3
	YoY	21.5%	11.8%	58.5%	36.1%	57.1%	28.3%	14.8%	10.3%	41.6%	31.2%	25.5%
	영업이익	23.9	44.0	43.4	36.2	80.1	71.9	69.8	67.2	90.4	147.5	289.1
	YoY	-2.6%	61.2%	124.7%	88.3%	235.8%	63.3%	60.8%	85.9%	38.3%	63.2%	96.0%
	영업이익률	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	19.6%	18.1%	18.6%	9.9%	12.4%	19.3%

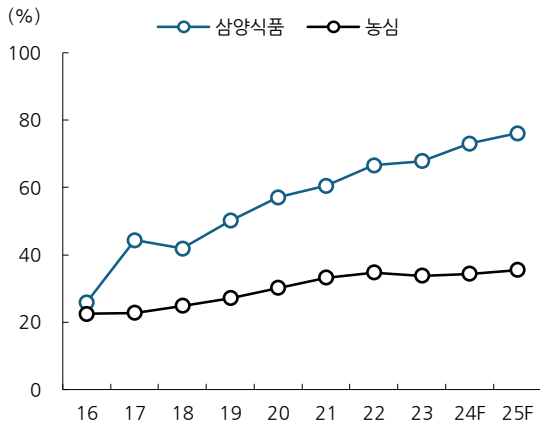
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

밸류에이션

라면 업체의 적정 목표배수 PER 15배 동일하게 적용

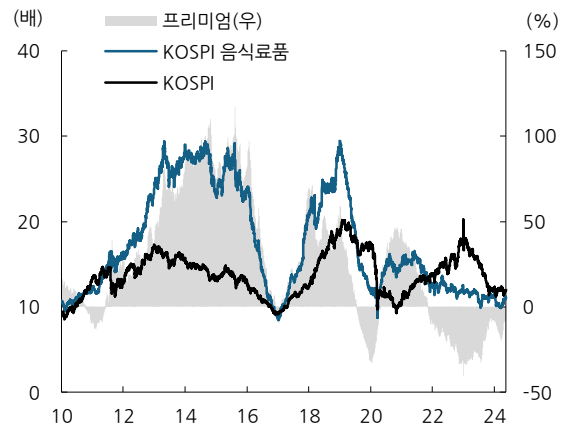
국내 라면 업체의 적정 목표배수로 PER 15배를 적용했다. KOSPI의 12M Fwd PER은 12배, KOSPI 음식료는 11.1배에 불과해 음식료 평균 목표배수를 12배, 해외 비중이 높은 종목은 30% 할증한 15배를 적용하고 있다. 일본 라면 업체의 밸류에이션 평균은 20배지만 규모의 차이와 시장 PER의 차이를 감안해 15배를 적정배수로 판단했다. 다만 기존에는 농심만 국내의 시장 지위를 감안해 추가 프리미엄을 적용한 18배, 삼양식품은 15배를 그대로 적용했는데 최근 삼양식품은 가파른 수익 성장과 높은 해외 비중, 원아이템 리스크 해소가 되는 반면 농심은 성장률 둔화가 나타나고 있어 두 기업의 꺾축소를 반영해 모두 동일한 밸류에이션을 적용했다. 라면 제조사 중에는 해외 비중이 높은 삼양식품(매수, 50만원/상향)을 최선호주로, 하반기 갈수록 실적 모멘텀이 커질 농심(매수, 50만원/하향)을 관심종목으로 제시한다.

그림35 농심과 삼양식품 해외 매출 비중 추이



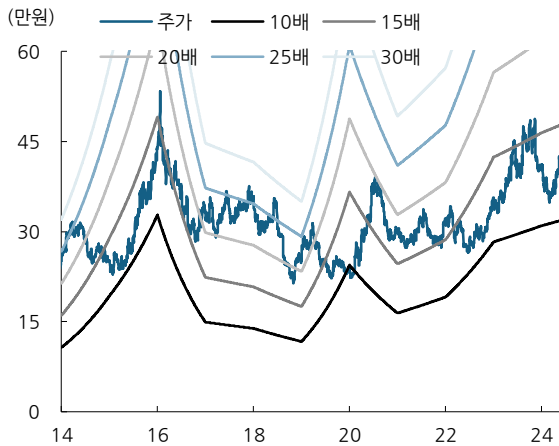
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림36 KOSPI와 KOSPI 음식료품 PER 밸류에이션 추이



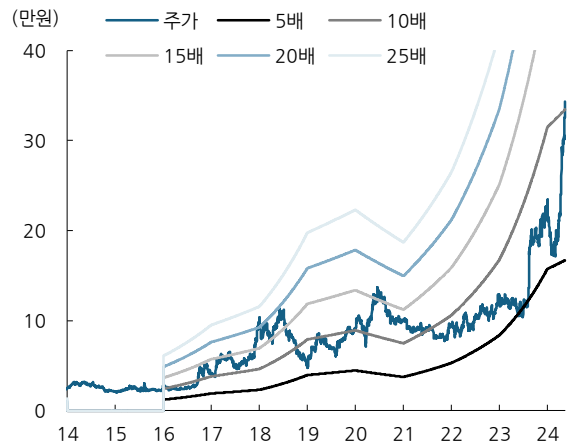
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림37 농심 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림38 삼양식품 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

표7 라면 밸류에이션 비교

(십억원, 배)		탕이	닛신푸드	도요수산	인도푸드	농심	삼양식품	오뚜기
국가	원	CH	JN	JN	ID	SK	SK	SK
추가	원	1,816	35,429	93,323	521	420,500	343,500	433,500
시가총액	십억원	10,232	10,933	10,348	4,570	2,558	2,588	1,737
매출액	2021	13,161	5,536	3,728	7,952	2,663	642	2,739
	2022	15,099	5,920	3,756	9,641	3,129	909	3,183
	2023	14,836	6,471	4,214	9,582	3,411	1,193	3,455
	2024F	15,901	6,728	4,369	9,914	3,608	1,374	3,616
	2025F	16,648	6,998	4,494	10,495	3,784	1,640	3,753
영업이익	2021	904	548	399	1,368	106	65	167
	2022	738	446	309	1,811	112	90	186
	2023	855	461	390	1,719	212	148	255
	2024F	988	742	587	1,748	239	178	262
	2025F	1,090	776	602	39,158	255	210	281
순이익	2021	676	447	318	613	100	56	129
	2022	505	368	233	553	116	80	275
	2023	575	433	320	699	172	126	160
	2024F	642	528	470	844	197	145	175
	2025F	714	549	481	908	212	170	189
GPM	2021	30.4	35.9	27.2	32.7	30.7	26.6	16.1
	2022	29.1	34.1	25.0	30.7	28.7	27.6	15.7
	2023	30.4	33.0	24.8	32.3	30.4	34.9	17.5
	2024F	30.8	34.7	28.8	32.5	31.4	34.8	n/a
	2025F	31.1	34.9	29.0	32.4	31.9	35.0	n/a
OPM	2021	6.9	9.9	10.7	17.2	4.0	10.2	6.1
	2022	4.9	7.5	8.2	18.8	3.6	9.9	5.8
	2023	5.8	7.1	9.3	17.9	6.2	12.4	7.4
	2024F	6.2	11.0	13.4	17.6	6.6	13.0	7.2
	2025F	6.5	11.1	13.4	373.1	6.7	12.8	7.5
NPM	2021	5.1	8.1	8.5	7.7	3.7	8.8	4.7
	2022	3.3	6.2	6.2	5.7	3.7	8.8	8.6
	2023	3.9	6.7	7.6	7.3	5.0	10.6	4.6
	2024F	4.0	7.9	10.8	8.5	5.4	10.6	4.8
	2025F	4.3	7.8	10.7	8.7	5.6	10.3	5.0
PER	2021	19.3	20.9	16.3	7.2	18.4	12.7	12.0
	2022	26.1	24.9	19.9	9.3	17.8	11.9	5.9
	2023	15.6	27.5	17.1	7.0	13.7	12.8	8.6
	2024F	16.0	20.5	20.4	5.4	12.8	17.7	9.9
	2025F	14.4	19.6	19.9	5.0	11.9	15.2	9.2
PBR	2021	3.9	2.2	1.4	1.1	0.8	1.8	1.0
	2022	5.1	2.2	1.3	1.1	0.9	2.1	0.9
	2023	3.5	2.9	1.4	1.0	1.0	2.9	0.7
	2024F	3.8	2.5	2.4	0.8	1.0	3.7	0.8
	2025F	3.5	2.3	2.2	0.7	0.9	3.0	0.8
EV/EBIT	2021	14.8	17.3	9.1	7.1	13.3	11.6	9.9
	2022	20.2	20.2	9.6	6.4	13.9	12.1	12.1
	2023	12.8	25.7	9.8	6.1	7.9	11.7	6.9
	2024F	12.4	14.4	14.2	5.8	7.5	15.1	8.0
	2025F	11.2	13.8	13.8	0.3	7.0	12.8	7.4
ROE	2021	18.4	10.6	9.5	17.6	4.6	15.4	8.9
	2022	16.1	9.1	6.7	12.6	5.4	16.8	11.4
	2023	21.3	10.8	8.9	14.5	7.3	23.8	8.5
	2024F	24.3	12.3	11.9	15.5	7.7	22.9	8.7
	2025F	26.1	12.0	11.3	15.7	7.8	21.9	8.8

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 2024.05.16 종가 기준

삼양식품 003230

불닭의 신화는 끝이 없다!

1Q24Re: 해외 실적이 견인한 역대급 매출과 이익

삼양식품의 24년 1분기 실적은 연결기준 매출액 3,857억원(+57% YoY), 영업이익 801억원(+236% YoY, OPM 20.8%)으로 시장기대치(OP 424억원)를 큰 폭으로 상회했다. 마진이 높은 해외 라면 수출 실적이 성장하며 수익성 개선이 나타났다. 면/스낵 해외 총매출은 2,860억원(+85% YoY)을 기록했는데 불닭볶음면의 글로벌 인기로 힘입어 호실적을 기록했다. 특히 주요 법인 매출액은 중국 934억원(+186% YoY), 미국 750억원(+223% YoY)을 기록하며 외형 성장과 수익성 개선을 견인했다. 중국은 온/오프라인 판매 경로와 지역거점별 커버리지 확대, 간식 채널 등 신규채널 입점 효과가 나타나고 있고 미국은 월마트와 코스트코 등 주요 유통채널 입점 확대와 까르보 불닭볶음면 등의 인기가 실적으로 연결되고 있다.

2024년 해외 실적 호조 이어지며 라면 대장주로 등극

삼양식품의 24년 실적은 연결기준 매출액 1.5조원(+26% YoY), 영업이익 2,891억원(+96% YoY, OPM 19.3%)으로 전망한다. 당초 CAPA 부족을 우려했던 것이 무색하게 라인 효율성 개선과 국내 물량 축소로 방어하고 있으며 미국, 중국, 동남아, 유럽 등 늘어나는 글로벌 수요를 적극적으로 대응하고 있다. 또한 판매 법인을 통한 적극적인 영업활동 및 유통채널 확대의 효과도 나타나고 있어 긍정적이다. 1분기 실적을 통해 해외 매출 성장이 영업 레버리지 효과로 이어짐을 증명했는데 해외 매출 비중이 1Q23 64%→1Q24 75%로 확대되자 GPM은 28.7%→42.4%, OPM은 9.7%→20.8%로 개선된 것이다. 24년 연간 해외 매출 비중은 73%로 23년 68%대비 상승하고 연간 영업이익 3천억원을 바라보며 국내 라면 대장주로 등극할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 50만원으로 상향

목표주가 상향은 24년 실적 추정치 상향에 기인하며 목표배수는 15배를 그대로 적용했다. 동사는 불닭 브랜드의 SKU를 확대하며 국가와 채널 다각화로 실적 성장이 나타나고 있고 25년 CAPA 증설을 통한 실적 성장도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	642	909	1,193	1,497	1,723
영업이익	65	90	148	289	336
영업이익률(%)	10.2	9.9	12.4	19.3	19.5
세전이익	72	102	156	305	352
지배주주지분순이익	56	80	126	238	273
EPS(원)	7,480	10,593	16,761	31,574	36,265
증감률(%)	-16.2	41.6	58.2	88.4	14.9
ROE(%)	15.4	18.9	24.8	35.1	29.8
PER(배)	12.7	12.0	12.9	10.9	9.5
PBR(배)	1.8	2.1	2.9	3.3	2.5
EV/EBITDA(배)	9.8	9.8	9.6	7.8	6.2

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.17

매수(유지)

목표주가(상향)	500,000원
현재주가(05/16)	343,500원
상승여력	45.6%

Stock Data

KOSPI	2,753.0pt
시가총액(보통주)	2,588십억원
발행주식수	7,533천주
액면가	5,000원
자본금	38십억원
60일 평균거래량	74천주
60일 평균거래대금	17,856백만원
외국인 지분율	12.7%
52주 최고가	353,000원
52주 최저가	103,100원
주요주주	
삼양채류(외 9인)	45.2%
국민연금공단(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	39.6	34.1
3M	86.9	83.0
6M	73.8	63.2

주가차트

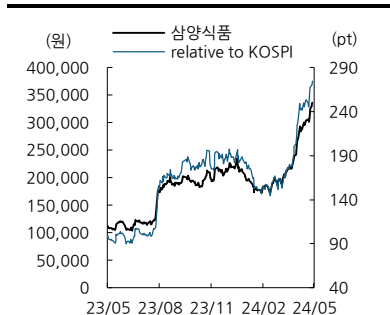
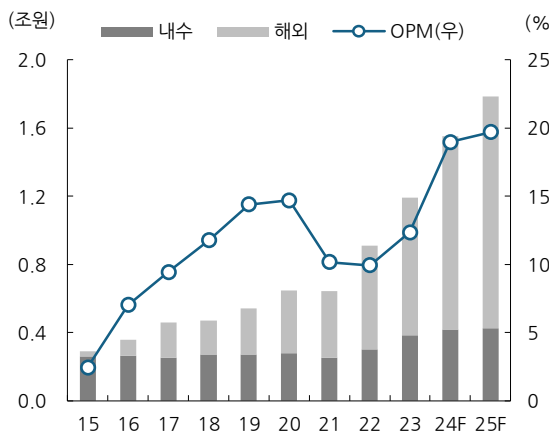


표8 삼양식품 실적테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	245.6	285.4	335.2	326.7	385.7	366.1	385.0	360.5	909.0	1,192.9	1,497.3	1,723.2
YoY	21.5%	11.8%	58.5%	36.1%	57.1%	28.3%	14.8%	10.3%	41.6%	31.2%	25.5%	15.1%
*지역별												
1. 해외	157.9	189.9	239.8	221.7	289.0	264.6	286.4	254.4	605.7	809.3	1,094.3	1,310.5
YoY	18.9%	3.6%	78.3%	43.0%	83.0%	39.3%	19.4%	14.7%	55.9%	33.6%	35.2%	19.8%
2. 내수	87.6	95.5	95.5	105.0	96.8	101.6	98.6	106.1	303.3	383.6	403.0	412.7
YoY	26.5%	32.6%	23.9%	23.6%	10.4%	6.4%	3.3%	1.0%	19.7%	26.5%	5.1%	2.4%
*법인별												
1. 별도	222.6	272.9	287.5	315.0	300.8	311.4	302.9	320.2	833.2	1,098.0	1,235.2	1,417.3
YoY	19.8%	31.2%	45.0%	30.6%	35.1%	14.1%	5.3%	1.7%	32.1%	31.8%	12.5%	14.7%
2. 연결/조정	22.9	12.4	47.8	11.8	85.0	54.7	82.1	40.3	75.8	94.9	262.1	305.9
YoY	40.0%	-73.7%	259.6%	혹전	270.7%	340.8%	72.0%	242.2%	579.1%	25.1%	176.3%	16.7%
1) 중국	32.6	37.5	81.4	69.9	93.4	93.7	97.6	80.3	128.7	221.3	365.0	427.8
YoY	65.4%	13.1%	109.4%	87.8%	186.2%	150.0%	20.0%	15.0%	혹전	72.0%	64.9%	17.2%
2) 미국	23.2	41.5	49.6	46.5	75.0	78.9	74.3	72.0	62.3	160.8	300.2	354.9
YoY	102.1%	78.3%	363.0%	176.7%	222.5%	90.0%	50.0%	55.0%	혹전	158.1%	86.7%	18.2%
3) 일본	6.2	5.9	5.6	5.9	5.9	5.8	5.5	5.8	20.3	23.6	23.0	24.1
YoY	69.0%	5.8%	60.3%	-22.1%	-5.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	19.5%	16.2%	-2.8%	5.0%
4) 인도네시아				0.5	3.1	4.0	5.0	3.0		0.5	15.1	17.3
YoY								501.7%		혹전	2919.7%	15.0%
5) 조정	-39.1	-72.6	-88.8	-110.9	-92.2	-127.7	-100.4	-120.8	-135.5	-311.4	-441.2	-518.3
영업이익	23.9	44.0	43.4	36.2	80.1	71.9	69.8	67.2	90.4	147.5	289.1	336.3
YoY	-2.6%	61.2%	124.7%	88.3%	235.8%	63.3%	60.8%	85.9%	38.3%	63.2%	96.0%	16.3%
영업이익률	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	19.6%	18.1%	18.6%	9.9%	12.4%	19.3%	19.5%
*법인별												
1. 별도	19.4	43.1	39.5	52.9	64.9	65.4	57.5	64.0	86.2	154.8	251.7	290.5
YoY	-24.2%	96.2%	138.7%	138.7%	234.4%	51.7%	45.7%	21.0%	53.2%	79.6%	62.6%	15.4%
영업이익률	8.7%	15.8%	13.7%	16.8%	21.6%	21.0%	19.0%	20.0%	10.3%	14.1%	20.4%	20.5%
2. 연결/조정	4.5	1.0	4.0	-16.7	15.2	6.6	12.3	3.2	4.1	-7.3	37.4	45.9
YoY	혹전	-81.8%	41.6%	적지	241.7%	572.1%	211.8%	혹전	-54.3%	적전	혹전	22.8%
영업이익률	19.5%	7.9%	8.3%	-141.9%	17.9%	12.0%	15.0%	8.0%	5.5%	-7.7%	14.2%	15.0%
순이익	22.6	34.8	37.8	31.4	66.5	58.8	57.2	55.2	80.3	126.6	237.7	273.1
YoY	17.2%	26.1%	21.1%	135.7%	194.5%	68.9%	51.3%	76%	41.7%	57.7%	87.8%	14.9%
순이익률	9.2%	12.2%	11.3%	9.6%	17.2%	16.1%	14.9%	15.3%	8.8%	10.6%	15.9%	15.8%

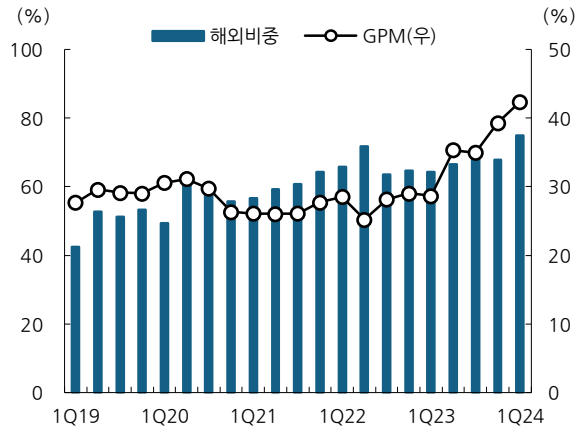
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림39 삼양식품 연간 실적 추이 및 전망



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림40 삼양식품 분기별 해외 매출 비중과 수익성 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

투자의견 매수 유지,
목표주가 상향

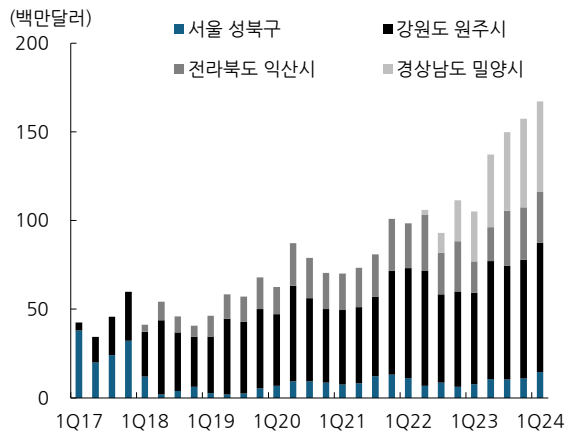
삼양식품의 목표주가를 기존 26만원에서 50만원으로 92% 상향한다. 목표주가 상향은 실적 추정치 상향과 기간 조정에 기인하며 24년과 25년 실적 추정치를 각각 +77%, +82% 상향한 후 12M Fwd EPS를 산출했다. 목표배수는 일본 라면업체들의 평균 PER 20배 대비 규모와 시장 PER을 고려해 기존과 동일한 15배를 적용했다.

표9 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(23.11.20)		추정치변경(24.05.17)		% Gap	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,300.4	1,452.9	1,550.8	1,785.4	19.3	22.9
영업이익	167.4	192.8	294.2	351.9	75.7	82.5
영업이익률	12.9	13.3	19.0	19.7	6.1	6.4
순이익	133.7	153.5	237.0	278.9	77.3	81.7
순이익률	10.3	10.6	15.3	15.6	5.0	5.1

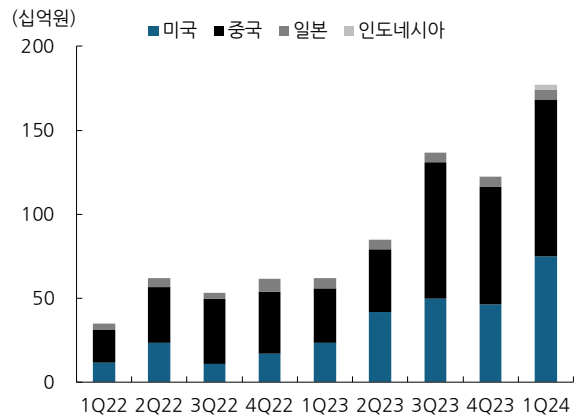
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림41 삼양식품 추정 라면 수출 실적 추이



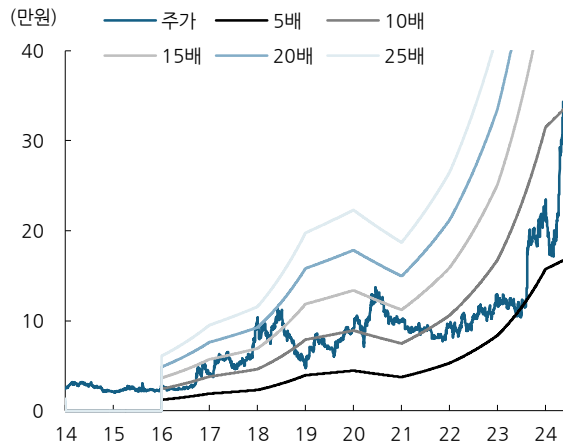
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림42 삼양식품 해외 법인 실적 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림43 삼양식품 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림44 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	33,138
2024F EPS	31,574
2025F EPS	36,265
Target PER (배)	15.0
Historical PER(20~23)	12.2
라면 Target PER	15.0
목표주가 (원)	500,000
현재주가 (원)	343,500
상승여력	45.6%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2024.05.16 종가

[삼양식품 003230]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	279	354	497	691	971	매출액	642	909	1,193	1,497	1,723
현금 및 현금성자산	114	97	219	395	621	매출원가	471	658	776	899	1,005
매출채권 및 기타채권	58	86	81	97	118	매출총이익	171	251	417	598	718
재고자산	45	110	142	142	173	판매비 및 관리비	105	161	269	309	382
기타	62	61	55	57	60	영업이익	65	90	148	289	336
비유동자산	474	571	672	678	691	(EBITDA)	81	115	180	324	371
관계기업투자등	9	12	10	10	11	금융손익	6	-3	-5	-45	-44
유형자산	421	475	543	546	555	이자비용	0	5	12	46	46
무형자산	6	54	55	56	56	관계기업등 투자손익	0	2	6	18	18
자산총계	753	925	1,169	1,369	1,662	기타영업외손익	1	12	8	43	43
유동부채	182	225	402	376	411	세전계속사업이익	72	102	156	305	352
매입채무 및 기타채무	117	141	175	147	180	계속사업법인세비용	15	22	30	67	79
단기금융부채	53	52	176	176	176	계속사업이익	57	80	127	238	273
기타유동부채	13	32	51	53	55	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	175	245	192	192	193	당기순이익	57	80	127	238	273
장기금융부채	157	231	169	169	169	지배주주	56	80	126	238	273
기타비유동부채	18	14	23	24	25	총포괄이익	56	80	127	238	273
부채총계	357	470	594	569	604	매출총이익률 (%)	26.6	27.6	34.9	39.9	41.7
지배주주지분	390	453	565	789	1,046	영업이익률 (%)	10.2	9.9	12.4	19.3	19.5
자본금	38	38	38	38	38	EBITDA마진률 (%)	12.6	12.7	15.1	21.6	21.5
자본잉여금	12	11	11	11	11	당기순이익률 (%)	8.8	8.8	10.6	15.9	15.8
이익잉여금	339	409	522	744	1,002	ROA (%)	8.6	9.5	12.1	18.7	18.0
비지배주주지분(연결)	5	2	12	12	12	ROE (%)	15.4	18.9	24.8	35.1	29.8
자본총계	396	455	577	801	1,058	ROIC (%)	13.5	13.2	18.6	32.6	35.7

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	58	48	190	217	272	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	57	0	127	238	273	P/E	12.7	12.0	12.9	10.9	9.5
비현금수익비용가감	20	27	63	21	18	P/B	1.8	2.1	2.9	3.3	2.5
유형자산감가상각비	15	25	32	32	32	P/S	1.1	1.1	1.4	1.7	1.5
무형자산상각비	0	0	0	3	3	EV/EBITDA	9.8	9.8	9.6	7.8	6.2
기타현금수익비용	5	-3	17	-49	-52	P/CF	9.3	35.4	8.6	10.0	8.9
영업활동 자산부채변동	-13	-63	0	-42	-19	배당수익률 (%)	1.1	1.1	1.0	0.6	0.6
매출채권 감소(증가)	-10	-25	0	-15	-21	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-10	-64	-39	1	-31	매출액	-1.0	41.6	31.2	25.5	15.1
매입채무 증가(감소)	24	15	21	-28	33	영업이익	-31.4	38.3	63.2	96.0	16.3
기타자산 부채변동	-16	10	18	1	1	세전이익	-20.5	41.4	53.3	95.2	15.5
투자활동 현금	-173	-100	-60	-25	-31	당기순이익	-16.6	41.7	57.7	87.8	14.9
유형자산처분(취득)	-139	-87	-37	-35	-41	EPS	-16.2	41.6	58.2	88.4	14.9
무형자산 감소(증가)	-2	8	-3	-3	-3	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-42	10	14	16	16	부채비율	90.3	103.4	102.9	71.0	57.1
기타투자활동	10	-30	-33	-3	-3	유동비율	152.9	157.1	123.7	183.6	236.4
재무활동 현금	125	37	-8	-16	-16	순차입금/자기자본(x)	19.6	37.8	17.8	-9.3	-28.5
차입금의 증가(감소)	131	68	4	0	0	영업이익/금융비용(x)	182.2	18.9	12.1	6.3	7.3
자본의 증가(감소)	-6	-20	-12	-16	-16	총차입금 (십억원)	209	283	344	344	344
배당금의 지급	6	14	12	16	16	순차입금 (십억원)	77	172	103	-75	-302
기타재무활동	0	-10	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	10	-18	122	176	226	EPS	7,480	10,593	16,761	31,574	36,265
기초현금	104	114	97	219	395	BPS	51,824	60,129	74,979	104,679	138,844
기말현금	114	97	219	395	621	SPS	85,229	120,674	158,358	198,765	228,753
NOPLAT	51	71	119	225	261	CFPS	10,209	3,591	25,174	34,340	38,686
FCF	-109	-136	130	192	242	DPS	1,000	1,400	2,100	2,100	2,100

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

농심 004370

성장통을 극복하는 중

1Q24Re: 전년도 기저부담 및 원가 부담 영향 아쉬운 실적

농심의 24년 1분기 실적은 연결기준 매출액 8,725억원(+1.4% YoY), 영업이익 614억원(-3.7% YoY, OPM 7%)으로 시장기대치를 하회했다. 국내는 면/스낵 중심 성장이 이어졌으나 전년도 높은 기저 부담으로 해외 성장률 둔화가 이어지고 원가 부담도 영향을 미쳤다. 1)국내 매출액은 +5% YoY으로 라면(내수)과 스낵(내수) 매출이 각각 주력 제품 호조와 신제품 효과로 전년비 +2.2%, +11% 성장했으며 수출은 +33%로 연결 자회사향과 유럽 등으로 확대됐다. 반면 원가 부담 심화로 수익성은 둔화됐다. 2)해외는 합산 매출액이 -6.6% YoY 감소했는데 북미 지역이 전년도 기저부담으로 -6% 감소했고, 중국은 유통 거래선 이전 영향으로 -18% 감소했다. 일본, 호주, 베트남은 소폭 성장했다.

하반기 갈수록 실적 성장 전망

농심의 24년 실적은 연결기준 매출액 3.6조원(+5.5% YoY), 영업이익 2,315억원(+9% YoY, OPM 6.4%)으로 전망한다. 1분기 실적 부진 요인들이 2분기 점차 해소되며 하반기 본격적으로 실적 성장이 기대된다. 우선 국내는 라면과 스낵 브랜드 확장 신제품을 통한 점유율 상승을 이어가며 동남 유럽 지역으로의 수출 확대가 기대된다. 2분기 원가 부담 요인이 있으나 하반기 주요 투입원가 부담이 점차 완화될 전망이다. 해외는 북미와 중국의 성장률 회복이 중요한데 미주 지역은 4월들어 성장세에 접어든 것으로 파악되고 10월 미국 2공장 내 라인 추가를 통한 SKU 확대, 남미 지역 확대도 기대된다. 중국은 거래선 변화 효과가 2분기부터 온라인 매출 확대로 드러날 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 50만원으로 하향

농심에 대해 투자의견을 유지하나 목표주가를 기존 62만원에서 50만원으로 -19% 하향한다. 목표주가 하향은 실적 추정치 하향과 목표배수를 기존 18배에서 국내 경쟁사와 동일한 15배로 하향한데 기인한다. 기존에는 국내외 라면 시장 지위를 감안해 음식료 평균 목표 배수 대비 프리미엄을 적용했으나 최근 해외 실적 성장 둔화와 경쟁사와 겹 축소를 반영해 동일한 밸류에이션을 적용했다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,663	3,129	3,411	3,600	3,940
영업이익	106	112	212	231	266
영업이익률(%)	4.0	3.6	6.2	6.4	6.8
세전이익	137	156	230	259	289
지배주주지분순이익	100	116	172	194	215
EPS(원)	16,412	19,091	28,261	31,824	35,329
증감률(%)	-32.8	16.3	48.0	12.6	11.0
ROE(%)	4.7	5.2	7.3	7.7	8.0
PER(배)	19.4	18.7	14.4	13.2	11.9
PBR(배)	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	7.8	7.6	5.6	5.1	4.2

자료: 농심, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

2024.05.17

매수(유지)

목표주가(하향)	500,000원
현재주가(05/16)	420,500원
상승여력	18.9%

Stock Data

KOSPI	2,753.0pt
시가총액(보통주)	2,558십억원
발행주식수	6,083천주
액면가	5,000원
자본금	30십억원
60일 평균거래량	25천주
60일 평균거래대금	9,504백만원
외국인 지분율	20.3%
52주 최고가	500,000원
52주 최저가	347,500원
주요주주	
농심홀딩스(외 6인)	44.3%
국민연금공단(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	12.1	6.6
3M	15.2	11.3
6M	-2.0	-12.6

주가차트

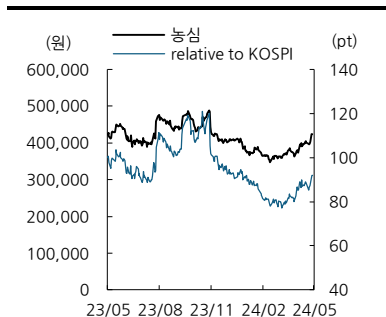


표10 농심 실적테이블

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	860.4	837.5	855.9	856.7	872.5	888.4	911.8	927.0	3,129.1	3,410.6	3,599.6	3,940.2
YoY	16.9%	10.8%	5.3%	4.0%	1.4%	6.1%	6.5%	8.2%	17.5%	9.0%	5.5%	9.5%
1. 국내	595.9	595.8	620.4	618.3	625.5	634.6	653.7	658.4	2,208.5	2,430.5	2,572.2	2,792.4
YoY	14.0%	11.9%	8.5%	6.3%	5.0%	6.5%	5.4%	6.5%	14.6%	10.0%	5.8%	8.6%
1) 라면(내수)	381.6	372.4	390.5	404.3	389.8	375.2	391.2	409.1	1,413.2	1,548.8	1,565.3	1,588.7
YoY	13.6%	10.6%	8.8%	5.9%	2.2%	0.7%	0.2%	1.2%	12.2%	9.6%	1.1%	1.5%
2) 스낵(내수)	102.6	107.8	111.2	111.2	114.1	117.7	123.3	121.6	383.9	432.8	476.7	500.5
YoY	6.3%	21.6%	10.8%	13.2%	11.3%	9.2%	10.9%	9.3%	12.7%	12.8%	10.1%	5.0%
3) 음료	45.7	65.0	66.3	44.4	45.8	65.1	66.4	44.5	202.3	221.4	221.9	222.4
4) 기타	177.6	173.3	164.3	168.3	214.3	198.8	183.5	197.8	654.8	683.5	794.4	906.0
5) 수출 (매출애누리 등)	86.8	93.7	85.1	81.9	108.8	111.8	101.4	97.6	336.2	347.4	419.6	500.5
	71.5	74.3	75.7	72.6	83.6	84.3	85.0	85.8	270.3	294.1	338.7	367.7
2. 해외	264.5	241.7	235.5	238.4	247.1	253.7	258.0	268.6	920.5	980.1	1,027.4	1,147.8
YoY	24.0%	8.0%	-2.5%	-1.5%	-6.6%	5.0%	9.6%	12.7%	25.0%	6.5%	4.8%	11.7%
1) 중국	58.0	44.4	42.3	44.5	47.6	46.3	47.6	50.3	205.5	189.3	191.8	219.2
YoY	-1.4%	-14.9%	-11.6%	-4.5%	-18.0%	4.1%	12.6%	13.1%	6.6%	-7.9%	1.3%	14.3%
2) 북미	171.7	155.8	154.0	153.6	161.2	160.2	162.6	168.8	576.0	635.2	652.8	711.5
YoY	40.1%	12.8%	-1.5%	-3.4%	-6.2%	2.8%	5.6%	9.9%	38.4%	10.3%	2.8%	9.0%
3) 일본	21.6	25.1	21.8	26.8	23.3	28.6	27.1	33.0	87.3	95.3	111.9	135.3
4) 호주	10.5	13.5	14.5	10.6	11.7	15.0	16.8	12.6	42.8	49.0	56.0	64.6
5) 베트남	2.6	2.9	2.9	2.9	3.3	3.7	3.9	3.9	8.9	11.3	14.9	17.1
영업이익	63.8	53.7	55.7	38.9	61.4	56.3	62.7	51.1	112.2	212.1	231.5	266.2
YoY	85.8%	1162%	103.9%	-15.9%	-3.7%	4.9%	12.6%	31.3%	5.7%	89.1%	9.2%	15.0%
영업이익률	7.4%	6.4%	6.5%	4.5%	7.0%	6.3%	6.9%	5.5%	3.6%	6.2%	6.4%	6.8%
1. 국내	38.6	27.0	33.5	19.3	37.2	27.6	37.3	28.2	59.6	118.4	130.3	156.0
YoY	53.0%	축전	181.1%	-26.5%	-3.5%	2.3%	11.3%	46.1%	-2.2%	98.6%	10.1%	19.7%
영업이익률	6.5%	4.5%	5.4%	3.1%	6.0%	4.4%	5.7%	4.3%	2.7%	4.9%	5.1%	5.6%
2. 해외	25.0	22.1	17.6	15.2	22.7	23.9	20.5	20.5	35.5	79.9	87.6	98.6
YoY	374.4%	218.8%	28.4%	58.1%	-9.3%	8.2%	16.5%	34.8%	4.9%	124.9%	9.6%	12.7%
영업이익률	9.4%	9.1%	7.5%	6.4%	9.2%	9.4%	8.0%	7.6%	3.9%	8.2%	8.5%	8.6%
1) 중국	4.7	4.1	3.3	-0.4	4.9	4.9	4.8	2.5	2.3	11.6	17.1	19.9
YoY	297.8%	79.0%	6.9%	적지	4.9%	19.9%	44.6%	축전	축전	411.0%	46.8%	16.6%
영업이익률	8.1%	9.1%	7.8%	-0.9%	10.4%	10.5%	10.0%	5.0%	1.1%	6.1%	8.9%	9.1%
2) 북미	18.9	17.0	13.6	14.2	15.8	17.7	14.8	16.0	27.5	63.7	64.3	71.3
YoY	527.4%	444.9%	52.4%	14.5%	-16.5%	4.0%	8.3%	13.0%	-16.1%	131.9%	0.8%	10.9%
영업이익률	11.0%	10.9%	8.9%	9.2%	9.8%	11.1%	9.1%	9.5%	4.8%	10.0%	9.8%	10.0%
3) 일본	1.0	0.6	0.4	1.3	1.5	0.9	0.5	1.6	5.2	3.3	4.6	5.6
4) 호주	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.5	0.8	1.0	1.2
5) 베트남	0.2	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.5	0.6	0.7
(조정)	0.2	4.6	4.5	4.5	1.5	4.8	4.8	2.5	17.0	13.8	13.6	11.6
순이익	54.1	45.0	50.0	22.3	53.1	49.0	55.2	36.1	116.0	171.5	193.4	214.9
YoY	64.1%	60.9%	76.9%	-16.8%	-1.8%	8.8%	10.4%	62.0%	16.5%	47.8%	12.8%	11.1%
순이익률	6.3%	5.4%	5.8%	2.6%	6.1%	5.5%	6.1%	3.9%	3.7%	5.0%	5.4%	5.5%

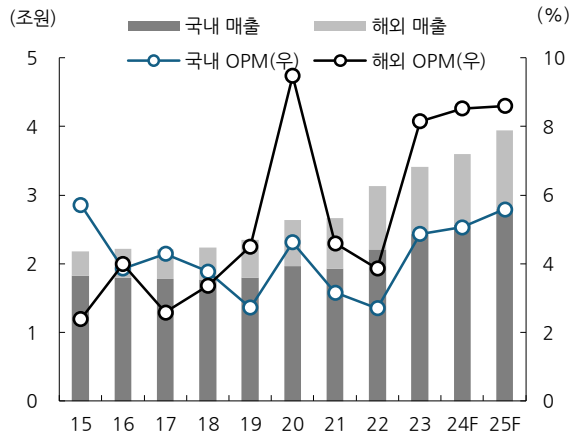
자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

표11 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(23.11.20)		추정치변경(24.05.17)		% Gap	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	3,624.2	3,880.9	3,599.6	3,940.2	-0.7	1.5
영업이익	265.7	285.3	231.5	266.2	-12.9	-6.7
영업이익률	7.3	7.4	6.4	6.8	-0.9	-0.6
순이익	211.5	225.9	193.4	214.9	-8.5	-4.9
순이익률	5.8	5.8	5.4	5.5	0.5	0.4

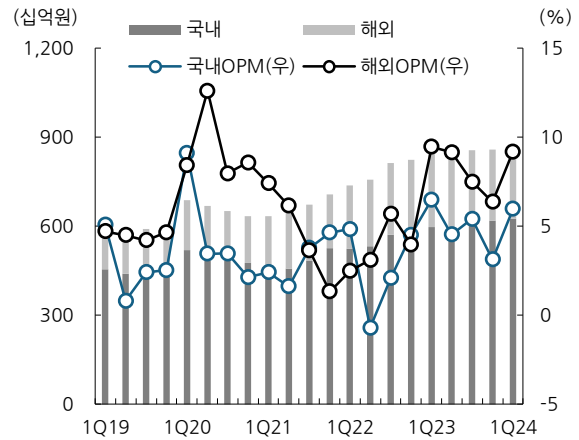
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림45 농심 연간 실적 추이 및 전망



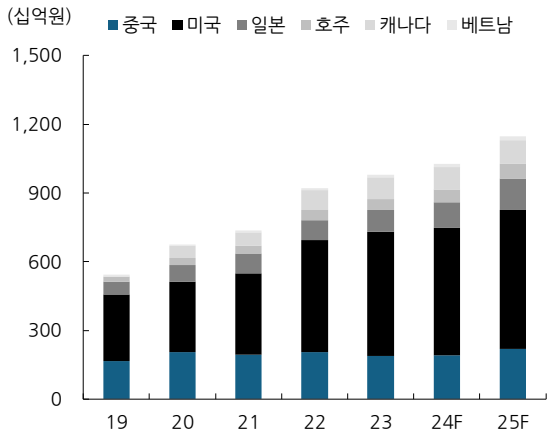
자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

그림46 농심 분기 실적 추이



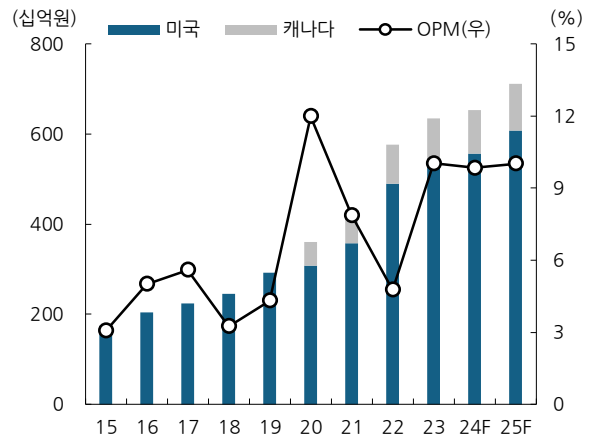
자료: 농심, DS투자증권 리서치센터

그림47 농심 해외 법인 실적 추이



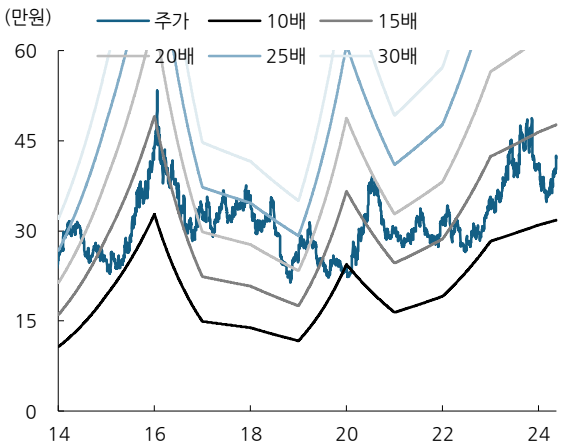
자료: 농심, DS투자증권 리서치센터 추정

그림48 농심 북미 실적 추이 및 전망



자료: 산업 자료, DS투자증권 리서치센터

그림49 농심 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림50 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	32,993
2024F EPS	31,824
2025F EPS	35,329
Target PER (배)	15.0
Historical PER(20~23)	16.2
라면 Target PER	15.0
목표주가 (원)	500,000
현재주가 (원)	420,500
상승여력	18.9%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2024.05.16 종가

[농심 004370]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,089	1,209	1,420	1,621	1,850	매출액	2,663	3,129	3,411	3,600	3,940
현금 및 현금성자산	157	128	143	267	413	매출원가	1,845	2,230	2,375	2,550	2,772
매출채권 및 기타채권	239	296	313	343	371	매출총이익	818	900	1,035	1,049	1,168
재고자산	256	297	318	340	367	판매비 및 관리비	712	787	823	818	902
기타	436	488	646	672	699	영업이익	106	112	212	231	266
비유동자산	1,811	1,826	1,815	1,812	1,822	(EBITDA)	211	229	330	355	388
관계기업투자등	73	75	75	78	81	금융손익	9	7	17	-5	-5
유형자산	1,428	1,527	1,535	1,523	1,524	이자비용	2	3	4	15	15
무형자산	44	47	62	62	62	관계기업등 투자손익	-1	0	-1	-1	-1
자산총계	2,900	3,035	3,235	3,433	3,672	기타영업외손익	22	38	1	34	29
유동부채	537	616	696	740	795	세전계속사업이익	137	156	230	259	289
매입채무 및 기타채무	493	519	596	637	689	계속사업법인세비용	37	43	60	66	74
단기금융부채	12	30	32	32	32	계속사업이익	100	114	170	193	215
기타유동부채	33	67	69	72	75	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	162	103	97	100	103	당기순이익	100	114	170	193	215
장기금융부채	94	34	29	29	29	지배주주	100	116	172	194	215
기타비유동부채	68	69	68	71	73	총포괄이익	168	114	170	193	215
부채총계	699	719	794	841	898	매출총이익률 (%)	30.7	28.7	30.4	29.2	29.7
지배주주지분	2,185	2,304	2,430	2,582	2,763	영업이익률 (%)	4.0	3.6	6.2	6.4	6.8
자본금	30	30	30	30	30	EBITDA마진률 (%)	7.9	7.3	9.7	9.9	9.8
자본잉여금	121	122	122	122	122	당기순이익률 (%)	3.7	3.6	5.0	5.4	5.5
이익잉여금	2,083	2,197	2,316	2,479	2,661	ROA (%)	3.5	3.9	5.5	5.8	6.0
비지배주주지분(연결)	16	11	11	11	11	ROE (%)	4.7	5.2	7.3	7.7	8.0
자본총계	2,201	2,315	2,441	2,592	2,774	ROIC (%)	4.6	4.5	8.8	9.8	11.2

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	163	160	-87	297	334	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	100	116	171	193	215	P/E	19.4	18.7	14.4	13.2	11.9
비현금수익비용가감	170	150	-259	116	125	P/B	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
유형자산감가상각비	104	115	115	124	121	P/S	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
무형자산상각비	1	1	3	0	0	EV/EBITDA	7.8	7.6	5.6	5.1	4.2
기타현금수익비용	65	28	-386	-8	4	P/CF	7.2	8.2	n/a	8.3	7.5
영업활동 자산부채변동	-63	-74	0	-12	-6	배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.2	1.3	1.3
매출채권 감소(증가)	-6	-60	-12	-30	-28	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-23	-43	-24	-22	-27	매출액	0.9	17.5	9.0	5.5	9.5
매입채무 증가(감소)	2	38	50	41	52	영업이익	-33.8	5.7	89.1	9.2	15.0
기타자산 부채변동	-35	-8	-14	-2	-2	세전이익	-28.2	14.4	46.7	13.0	11.5
투자활동 현금	-319	-107	149	-143	-155	당기순이익	-33.2	14.1	49.5	13.9	11.1
유형자산처분(취득)	-189	-51	-108	-111	-122	EPS	-32.8	16.3	48.0	12.6	11.0
무형자산 감소(증가)	2	-1	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	236	243	222	-26	-27	부채비율	31.8	31.1	32.5	32.4	32.4
기타투자활동	-368	-298	34	-6	-6	유동비율	202.6	196.0	203.9	219.0	232.7
재무활동 현금	-25	-86	-47	-30	-33	순차입금/자기자본(x)	-13.5	-18.9	-25.1	-29.2	-33.4
차입금의 증가(감소)	-2	-59	-16	0	0	영업이익/금융비용(x)	54.1	36.6	54.9	15.2	17.5
자본의 증가(감소)	-23	-23	-30	-30	-33	총차입금 (십억원)	106	64	61	61	61
배당금의 지급	23	23	30	30	33	순차입금 (십억원)	-296	-437	-612	-757	-926
기타재무활동	0	-4	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-164	-30	15	124	146	EPS	16,412	19,091	28,261	31,824	35,329
기초현금	322	157	128	143	267	BPS	359,145	378,810	399,535	424,462	454,291
기말현금	157	128	143	267	413	SPS	437,800	514,425	560,704	591,787	647,778
NOPLAT	77	81	157	173	198	CFPS	44,397	43,659	-14,309	50,883	55,896
FCF	-111	84	62	154	180	DPS	4,000	5,000	5,000	5,500	5,500

자료: 농심, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

삼양식품 (003230) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-12-09	매수	160,000	-26.0	-14.9	
2023-01-30	매수	160,000	-26.4	-14.9	
2023-03-17	매수	160,000	-27.1	-14.9	
2023-05-30	매수	160,000	-27.3	-14.9	
2023-07-19	매수	160,000	-25.1	-14.9	
2023-08-14	매수	190,000	0.9	11.8	
2023-11-20	매수	260,000	-16.5	29.0	
2024-01-23	매수	260,000	-15.5	29.0	
2024-05-17	매수	500,000			

농심 (004370) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-12-09	매수	400,000	-8.7	7.9	
2023-01-30	매수	400,000	-6.6	7.9	
2023-03-17	매수	400,000	-2.6	7.9	
2023-05-30	매수	560,000	-25.9	-18.0	
2023-07-19	매수	560,000	-27.2	-18.0	
2023-08-14	매수	620,000	-33.8	-21.3	
2023-11-20	매수	620,000	-37.7	-31.3	
2024-01-23	매수	620,000	-39.4	-31.5	
2024-05-17	매수	500,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	기준	산업	비중
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	산업	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이거나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.