Morning Meeting Notes

2023-05-16

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

JYP Ent.(BUY/110,000) 놀라움의 연속
농심(BUY/490,000) 1Q23 Review: 신(辛)나는 American Dream
오뚜기(BUY/560,000) 1Q23 Review: 믿고 보는 라면
대원제약(BUY/22,000) 4, 5월 처방액 긍정적이지만 엔데믹 변수
[자산배분] 난항이 예상되는 미 부채한도 협상, 증시 영향은?

New Issue

뉴욕증시, 부채한도 협상 기대감에 상승...나스닥 0.66%↑
뉴욕채권, 미 국채가 하락세... 부채한도 재협상 주시
국제유가, 미국 전략비축유 재매입 등 영향으로 4거래일만에 반등...WTI 1.53%↑

New Publication

[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 하반기 퀀트/글로벌 ETF 전망 - 꿈은 이루어진다(2023-05-04)
[글로벌] 韓中美 - ETF 삼국지 (2023-05-03)
[ESG] ESG 리서치 통합 보고서: 2023 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-04-19)
[자산배분] 레버리지 시대 자산배분 전략 (2023-04-13)
[미디어/엔터] 이번에는 K-ANI다 (2023-04-10)
[채권전략] 채권금리 이해 및 장/단기 채권투자 전략 (2023-04-05)

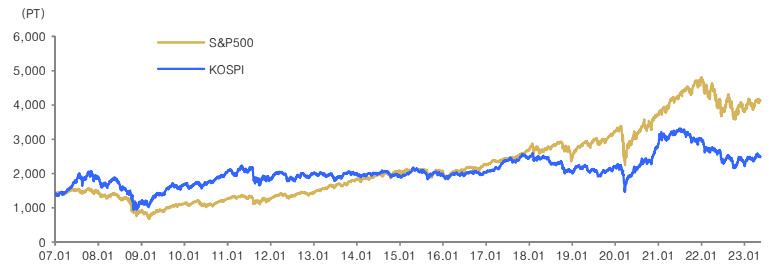
Rating, Target Price Changes

JYP Ent.	BUY	66,000원 ▷	BUY	110,000원	(2023-05-16)
하이트진로	BUY	29,000원 ▷	BUY	30,000원	(2023-05-15)
와이지엔터테인먼트	BUY	70,000원 ▷	BUY	90,000원	(2023-05-15)
웹젠	BUY	22,000원 ▷	BUY	18,000원	(2023-05-15)
넷마블	BUY	72,000원 ▷	M.PERFORM	68,000원	(2023-05-12)
에스엠	M.PERFORM	120,000 원 ▷	BUY	135,000 원	(2023-05-12)
KT	BUY	52,000 원 ▷	BUY	43,000 원	(2023-05-12)
CJ프레시웨이	INITIATION	▷	BUY	46,000 원	(2023-05-11)
엘앤에프	BUY	330,000 원 ▷	BUY	295,000 원	(2023-05-11)
스카이라이프	BUY	12,000 원 ▷	BUY	10,400 원	(2023-05-11)
크래프톤	BUY	260,000 원 ▷	BUY	280,000 원	(2023-05-10)
SK이노베이션	BUY	200,000 원 ▷	BUY	225,000 원	(2023-05-08)
CJ ENM	BUY	136,000 원 ▷	BUY	100,000 원	(2023-05-08)
동원F&B	INITIATION	▷	BUY	45,000 원	(2023-05-04)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	18,432	NAVER	34,143
삼성SDI	16,077	에코프로	26,046
코스모신소재	14,138	에코프로비엠	25,741
LG에너지솔루션	11,505	삼성전자	24,841
POSCO홀딩스	10,810	엘앤에프	24,401

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
엘앤에프	-21,529	SK하이닉스	-14,319
리노공업	-20,409	KODEX 코스닥150레버리지	-12,774
SK하이닉스	-18,053	DB손해보험	-12,309
메리츠금융지주	-17,928	삼성SDI	-11,337
신한지주	-17,094	현대해상	-10,795

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,479.35	+0.16	-3.75
대형주	2,464.90	+0.23	-3.24
중형주	2,712.22	-0.05	-7.09
소형주	2,328.08	-0.44	-3.52
KOSDAQ	814.53	-0.96	-10.44

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-1,029	-498	1,449
누적순매수(D-20)	1,609	17,389	-18,191

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	165,947	173,293	269,117

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	77.11	-0.18	-1.68
금융	355.11	+0.05	-0.32
운수장비	2,162.36	+0.17	+3.10
유통	331.10	+0.26	-1.48
음식료	3,746.17	+0.16	-0.04
의약품	13,431.78	+0.70	-3.55
전기전자	24,990.12	+0.26	-3.88
철강금속	5,193.33	+0.49	-11.62
화학	5,506.66	+0.55	-9.95
유틸리티	648.94	-1.84	-17.15
통신	375.98	0.37	+3.19

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,136.28	+0.30	-0.36
NASDAQ	12,365.21	+0.66	+1.71
일본	29,626.34	+0.81	+3.90
중국	3,310.74	+1.17	-2.21
독일	15,917.24	+0.02	+0.81

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.28	+5.40	-0.80
국고채 (10년)	3.33	+5.80	-1.70
은행채AAA (3년)	3.80	+4.60	-0.30
미국국채 (2년)	4.00	+0.85	-19.85
미국국채 (10년)	3.50	+3.85	-9.95

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,337.00	+0.19	+1.98
원/백 엔	982.22	-0.08	+0.75
원/위안	192.31	+0.27	+0.90
달러/유로	1.09	+0.23	-0.49
위안/달러	6.95	-0.08	+1.07
엔/달러	136.12	+0.27	+1.21
Dollar Index	102.44	-0.25	+0.34

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	71.11	+1.53	-12.03
금 (usd/oz)	2,022.70	+0.14	+0.78
BDI	1,558.00	-3.11	+8.57
천연가스(NYMEX)	2.38	+4.81	+4.40

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2023. 05. 16

JYP Ent.
(035900)

BUY
TP 110,000원

놀라움의 연속

Analyst 김현용
02-3787-2671 hykim@hmsec.com

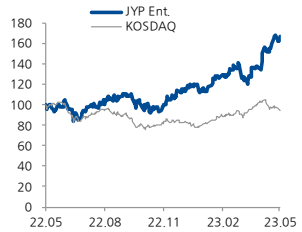
현재주가 (05/15)	95,500원
상승여력	15.2%
시가총액	33,900억원
발행주식수	35,497천주
자본금/액면가	179억원/500원
52주 최고가/최저가	95,500원/47,450원
일평균 거래대금 (60일)	359억원
외국인지분율	44.61%
주요주주	박진영 외3인 15.79%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	24.2	28.6	66.0
상대주가(%p)	34.5	20.8	47.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	2,502	2,972	66,000
After	3,465	3,713	110,000
Consensus	2,864	3,323	101,818
Cons. 차이	21.0%	11.7%	8.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

압도적인 실적 서프라이즈 기록하며 사상 최고 실적 경신

동사 1분기 매출액은 1,180억원(YoY +74.1%), 영업이익은 420억원(YoY +119.1%)으로 당사 전망치 및 컨센서스 이익을 50% 넘게 상회한 어닝 서프라이즈를 시현. 매출 초고성장은 트와이스, 엔믹스 신보 및 S.Kids 구보 효과로 음반/음원 매출이 54% 성장했고, 콘텐츠가 포함된 기타 매출이 144% 급증한 점에 기인. 영업이익은 매출 레버리지 효과로 2배 넘게 증가하였으며 영업이익률 35.6%로 전년동기대비 7.3%p 증가

2 분기 트와이스 역대 최대 규모 월드투어 & S.Kids 신보 컴백

2분기 동사 아티스트 주요 활동으로는 트와이스 월드투어 47만명(2Q~3Q 총합 70만명 규모), 트와이스 일본 싱글10집, S.Kids 6월초 정규3집 컴백을 꼽을 수 있음. 음반 판매량은 500만장(YoY +257%) 이상을 마크하며 사상 최고치를 경신할 것으로 예상되고, 공연 모객수도 53만명(YoY +84%)으로 역시 최고치를 갈아치울 것으로 전망. 2분기 동사 실적은 매출액 1,250억원(YoY +84.5%), 영업이익 477억원(YoY +96.5%)으로 전분기 대비로도 소폭의 추가 개선이 가능할 것

A2K 프로젝트에 거는 기대

동사는 이르면 2분기 중 A2K 프로젝트를 공개할 것으로 예상되며, 이는 엔터 4사 중 가장 먼저 K-POP의 미국 현지화를 시도하는 것에 해당. 2022년 K-POP의 미국향 음반/음원 수출 및 미국내 공연 모객수는 각각 미국 시장의 1%, 3% 수준에 불과해 상승 잠재력은 매우 큰 것으로 판단. 현지화 아이돌 시장 연착륙시 국내 엔터사들의 미국 점유율은 음반은 최대 4~5%, 공연은 최대 7~8%까지 가파른 상승이 가능할 전망

실적 서프라이즈 반영해 목표주가 11 만원으로 상향

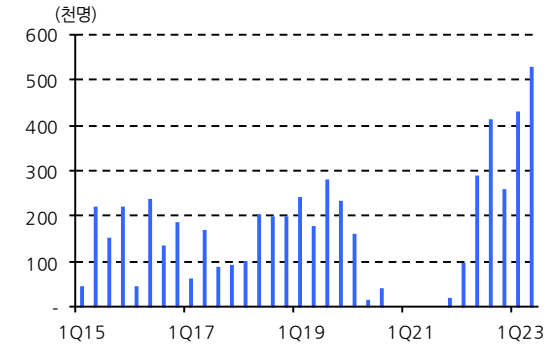
동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 11만원으로 상향 조정함. 목표주가는 실적 서프라이즈 반영으로 상향된 2023년 EPS 3,465원에 Target P/E 32배(역사적 주가 상단밴드 저점)를 적용하여 산정. 2분기 실적 정점과 상고하저 실적 패턴이 예상되어 상승여력은 15%로 제한적이나, A2K 프로젝트 개시가 임박하며 엔테 4사 중 미국 현지화 아이돌 가시화가 가장 빠르다는 점에서 밸류에이션 상단 돌파 가능성 상존

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	1,939	579	675	626	1,900	128.4	26.7	7.3	27.1	31.4	0.7
2022	3,459	966	675	1,027	1,901	0.0	35.7	8.0	21.9	24.7	0.5
2023F	4,725	1,580	1,230	1,741	3,465	82.2	27.2	8.1	17.6	34.6	0.4
2024F	5,297	1,669	1,318	1,708	3,713	7.2	25.4	6.3	17.3	28.0	0.4
2025F	5,800	1,791	1,425	1,815	4,013	8.1	23.5	5.1	15.6	23.9	0.4

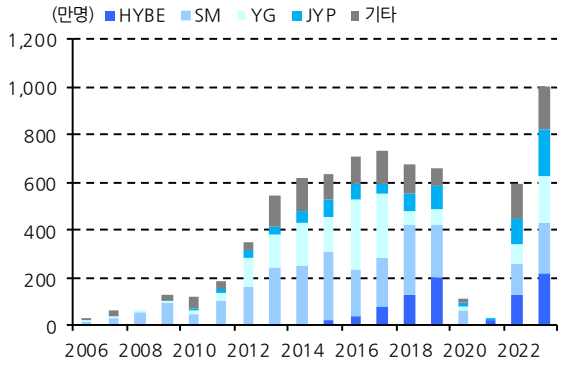
** K-IFRS 연결 기준*

<그림1> JYP 분기별 모객수 전망



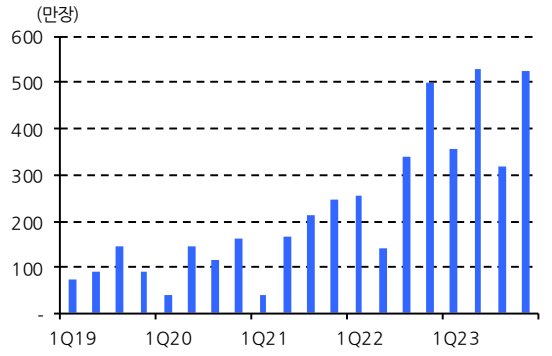
자료 : JYP, 현대차증권

<그림2> K-POP 공연모객수 연간 전망



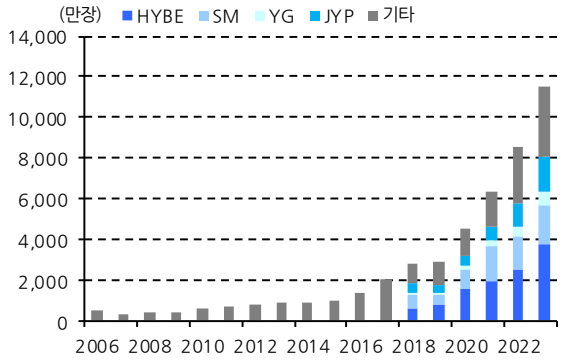
자료 : 각 사, 현대차증권

<그림3> JYP 분기별 음반판매량 전망



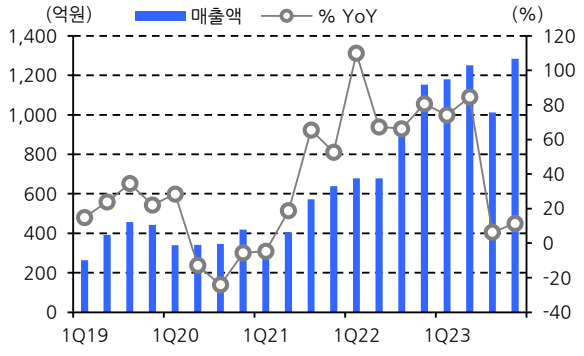
자료 : JYP, 현대차증권

<그림4> K-POP 음반판매량 전망



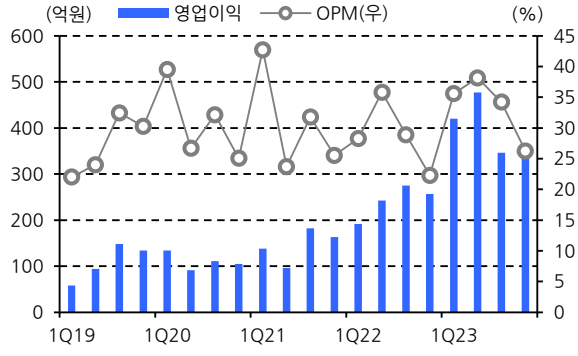
자료 : 각 사, 현대차증권

<그림5> JYP 분기별 매출액 전망



자료 : JYP, 현대차증권

<그림6> JYP 분기별 영업이익 전망



자료 : JYP, 현대차증권

〈표1〉 JYP 아티스트별 2023년 활동량 전망

(단위: 만장, 만명)

음반판매량	2020	2021	2022	2023F	YoY	투어모객수	2020	2021	2022	2023F	YoY
전체시장	4,573	6,374	8,508	11,500	35%	전체시장	110	26	592	1,000	69%
JYP	463	664	1,233	1,730	40%	JYP	22	2	106	195	84%
Twice	172	176	258	400	55%	Twice	4	2	28	70	148%
S.Kids	112	279	585	870	49%	S.Kids	9	-	36	70	94%
ITZY	39	90	228	200	-12%	ITZY	-	-	5	10	88%
NMIXX			105	200	91%	NMIXX			-	4	n/a
NiziU	38	64	38	40	5%	NiziU	-	-	33	40	22%

자료 : JYP, 써클차트, 오리콘차트, 현대차증권

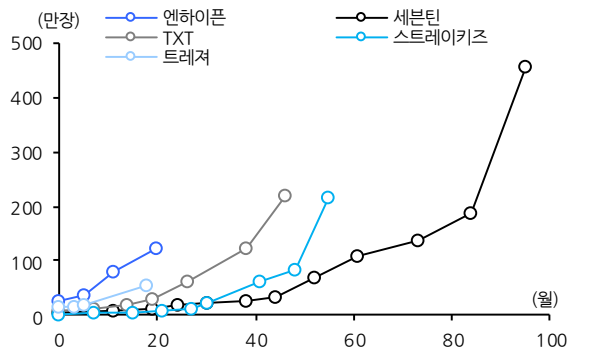
〈표1〉 JYP 부문별 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
매출액	678	678	951	1,152	1,180	1,250	1,011	1,283	1,444	1,939	3,459	4,725
% YoY	109.9	67.3	66.2	80.6	74.1	84.5	6.3	11.4	-7.1	34.2	78.4	36.6
% QoQ	6.3	0.0	40.4	21.1	2.5	5.9	-19.1	26.9				
음반/음원	337	294	471	645	519	674	451	643	749	1,128	1,747	2,288
매니지먼트	128	165	151	134	143	167	179	218	197	263	577	707
콘서트	33	100	70	43	68	89	104	128	14	12	246	389
광고	49	51	56	62	54	53	44	52	119	126	218	203
출연	46	13	25	29	21	25	31	38	64	124	113	115
기타	213	219	330	373	519	409	381	422	500	548	1,135	1,731
매출원가	364	303	533	693	578	606	535	661	675	897	1,893	2,381
매출총이익	313	375	418	460	602	644	476	622	769	1,041	1,566	2,345
매출총이익률(%)	46.2%	55.3%	43.9%	39.9%	51.0%	51.5%	47.1%	48.5%	53.3%	53.7%	45.3%	49.6%
영업이익	192	243	275	257	420	477	346	337	441	579	966	1,580
% YoY	38.9	152.8	51.1	57.6	119.1	96.5	25.8	31.2	1.6	31.3	66.9	63.5
% QoQ	17.6	26.6	13.3	-6.6	63.5	13.6	-27.5	-2.6				
영업이익률(%)	28.3%	35.8%	28.9%	22.3%	35.6%	38.1%	34.2%	26.3%	30.5%	29.9%	27.9%	33.4%

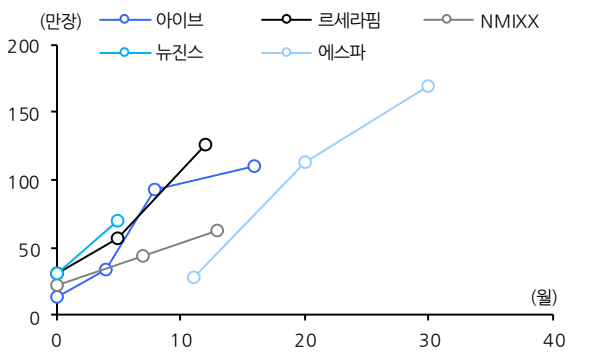
자료 : JYP, 현대차증권

〈그림7〉 주요 보이그룹 앨범별 초동판매량 추이



자료 : 각 사, 현대차증권

〈그림8〉 주요 신인 걸그룹 앨범별 초동판매량 추이



자료 : 각 사, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**1,939**	**3,459**	**4,725**	**5,297**	**5,800**
증가율 (%)	34.3	78.4	36.6	12.1	9.5
매출원가	**897**	**1,893**	**2,381**	**2,730**	**2,989**
매출원가율 (%)	46.3	54.7	50.4	51.5	51.5
매출총이익	**1,042**	**1,566**	**2,344**	**2,567**	**2,811**
매출이익률 (%)	53.7	45.3	49.6	48.5	48.5
증가율 (%)	35.4	50.3	49.7	9.5	9.5
판매관리비	**462**	**599**	**764**	**899**	**1,020**
판관비율(%)	23.9	17.3	16.2	17.0	17.6
EBITDA	**626**	**1,027**	**1,741**	**1,708**	**1,815**
EBITDA 이익률 (%)	32.3	29.7	36.8	32.2	31.3
증가율 (%)	29.8	64.0	69.5	-1.9	6.3
영업이익	**579**	**966**	**1,580**	**1,669**	**1,791**
영업이익률 (%)	29.9	27.9	33.4	31.5	30.9
증가율 (%)	31.2	66.9	63.5	5.6	7.3
영업외손익	**133**	**-32**	**10**	**35**	**50**
금융수익	185	59	23	37	52
금융비용	26	73	2	2	2
기타영업외손익	-26	-18	-11	0	0
종속/관계기업관련손익	147	7	0	0	0
세전계속사업이익	**859**	**941**	**1,590**	**1,704**	**1,841**
세전계속사업이익률	44.3	27.2	33.7	32.2	31.7
증가율 (%)	126.2	9.6	69.0	7.1	8.1
법인세비용	184	266	371	397	429
계속사업이익	675	675	1,219	1,307	1,412
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**675**	**675**	**1,219**	**1,307**	**1,412**
당기순이익률 (%)	34.8	19.5	25.8	24.7	24.3
증가율 (%)	127.8	0.0	80.6	7.2	8.1
지배주주지분 순이익	675	675	1,230	1,318	1,425
비지배주주지분 순이익	0	0	-11	-11	-12
기타포괄이익	18	-37	0	0	0
총포괄이익	693	638	1,219	1,307	1,412

(단위: 억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**1,592**	**2,371**	**3,682**	**4,970**	**6,340**
현금성자산	491	1,396	2,597	3,753	5,007
단기투자자산	519	200	223	250	274
매출채권	246	199	221	248	271
재고자산	14	24	27	30	33
기타유동자산	264	552	615	689	755
비유동자산	**1,582**	**1,740**	**1,647**	**1,688**	**1,735**
유형자산	383	378	343	315	292
무형자산	295	415	289	278	277
투자자산	892	935	1,002	1,082	1,153
기타비유동자산	12	13	13	13	13
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**3,174**	**4,111**	**5,330**	**6,658**	**8,074**
유동부채	**583**	**1,014**	**1,129**	**1,266**	**1,386**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	79	216	241	270	296
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	504	798	889	996	1,091
비유동부채	**84**	**52**	**58**	**65**	**72**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	84	52	58	65	72
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**668**	**1,066**	**1,188**	**1,331**	**1,458**
지배주주지분	2,466	3,006	4,113	5,309	6,612
자본금	179	179	179	179	179
자본잉여금	770	770	770	770	770
자본조정 등	-120	-117	-117	-117	-117
기타포괄이익누계액	14	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	1,623	2,175	3,283	4,479	5,782
비지배주주지분	**40**	**39**	**29**	**17**	**5**
자본총계	**2,506**	**3,045**	**4,142**	**5,326**	**6,617**

(단위:억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**458**	**876**	**1,410**	**1,382**	**1,468**
당기순이익	675	675	1,219	1,307	1,412
유형자산 상각비	41	43	35	28	23
무형자산 상각비	6	17	126	11	1
외환손익	-1	10	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-77	52	30	36	32
기타	-185	79	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-256**	**171**	**-90**	**-107**	**-94**
투자자산의 감소(증가)	-658	-53	-68	-80	-71
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-13	0	0	0
기타	406	237	-23	-27	-24
재무활동으로인한현금흐름	**-65**	**-128**	**-119**	**-119**	**-119**
차입금의 증가(감소)	6	5	3	4	3
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-51	-122	-122	-122	-122
기타	-20	-11	0	0	0
기타현금흐름	**9**	**-14**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**146**	**905**	**1,200**	**1,156**	**1,254**
기초현금	345	491	1,396	2,597	3,753
기말현금	491	1,396	2,597	3,753	5,007

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	1,902	1,902	3,434	3,681	3,979
EPS(지배순이익 기준)	1,900	1,901	3,465	3,713	4,013
BPS(자본총계 기준)	7,061	8,578	11,669	15,005	18,640
BPS(지배지분 기준)	6,948	8,467	11,588	14,957	18,626
DPS	369	369	369	369	369
P/E(당기순이익 기준)	26.7	35.7	27.5	25.6	23.7
P/E(지배순이익 기준)	26.7	35.7	27.2	25.4	23.5
P/B(자본총계 기준)	7.2	7.9	8.1	6.3	5.1
P/B(지배지분 기준)	7.3	8.0	8.1	6.3	5.1
EV/EBITDA(Reported)	27.1	21.9	17.6	17.3	15.6
배당수익률	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	127.8	0.0	80.6	7.2	8.1
EPS(지배순이익 기준)	128.4	0.0	82.2	7.2	8.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	30.9	24.3	33.9	27.6	23.7
ROE(지배순이익 기준)	31.4	24.7	34.6	28.0	23.9
ROA	24.9	18.5	25.8	21.8	19.2
안정성 (%)					
부채비율	26.6	35.0	28.7	25.0	22.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	1,541.1	1,069.4	989.0	932.4	911.6

** K-IFRS 연결기준*

Company Note
2023. 05. 16

농심 (004370)

BUY
TP 490,000원

1Q23 Review: 신(辛)나는 American Dream

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

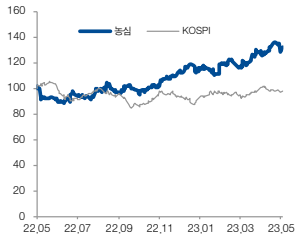
현재주가 (5/15)	394,500원
상승여력	24.2%
시가총액	2,400십억원
발행주식수	6,083천주
자본금/액면가	30십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	408,000원/264,500원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인지분율	16.92%
주요주주	농심홀딩스 외 6 인 44.96%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	4.9	10.5	24.4
상대주가(%p)	8.8	8.2	24.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	24,473	24,622	490,000
After	26,885	29,025	490,000
Consensus	24,348	26,622	459,091
Cons. 차이	10.4%	9.0%	6.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 농심의 1Q23 매출액은 8,604억원(+16.9%yoy), 영업이익은 638억원(+85.8%yoy, OPM 7.4%)으로 시장 컨센서스를 대폭 상회하는 어닝 서프라이즈 시현. 특히, 북미 중심의 고성장세가 호실적 견인한 가운데, 불황형 소비 증가에 따른 국내 라면 물량 성장도 고무적인 성과
- 목표주가 490,000원, 투자의견 BUY 유지

주요이슈 및 실적전망

- **1) 국내(별도 법인):** 매출+12.3%yoy(라면 +13.2%yoy, 스낵 +6.4%yoy. 기타 +14.2%yoy), 영업이익 +7.8%yoy. 국내 경기 불황 환경 속 가성비 소비의 대표주자인 라면 물량 성장과 지난해 9월 라면, 스낵 가격 인상 효과 가미 되며 매출액 성장, 이에 따른 고정비 감소 효과로 영업이익도 개선. 2분기도 가격 인상 효과와 더불어 하절기 진입에 따른 하절기 면(배홍동 쫄쫄이) 집중하며 매출 성장 및 영업실적 개선 기대
- **2) 해외 법인:** 매출 +23.9%yoy, 영업이익 +374.6%yoy. 특히, 북미(미국, 캐나다) 법인 실적이 해외 법인 실적 견인. 북미 원화 기준 매출액은 +40.1%yoy, 영업이익은 +510%yoy 기록. 달러 기준으로도 매출액 +32.4%yoy 성장. 북미 시장 주요 유통 채널 입점률 지속해서 확대해 나가는 중으로 1분기 미국 샘스클럽 전 매장 신라면 입점. 2분기도 주요 유통채널 입점 확대 및 SKU 확장 전략으로 매출 고성장 이어갈 것으로 전망. 1분기 기준 미국 제 2공장 가동률은 약 48% 수준. 영업이익은 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과 및 해상 운임비 감소분 반영되며 실적 개선. 중국법인 실적은 원화 기준 매출은 다소 감소했으나, 대형매장 축소로 광고 및 판촉비 줄어들며 영업이익 증가. 그 외 호주/베트남이 현지 대형 유통 거래선 중심으로 매출 확대 지속 중

주가전망 및 Valuation

- 올해 전반적인 경기 불황으로 인해 가성비 소비 대두되며 라면 수요 견조할 것으로 판단. 특히, 북미 중심의 매출 고성장이 지속되고 있고 이에 따른 실적 개선이 뚜렷하게 나타날 것으로 전망됨에 따라 향후 주가 우상향 흐름 이어질 것으로 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	2,663	106	100	211	16,412	-32.8	19.4	0.9	7.1	4.7	1.3
2022	3,129	112	116	229	19,091	16.3	18.7	0.9	7.2	5.2	1.4
2023F	3,432	187	164	313	26,885	40.8	14.7	1.0	5.4	6.9	1.3
2024F	3,530	207	177	331	29,025	8.0	13.6	0.9	4.7	7.0	1.3
2025F	3,634	222	203	347	33,340	14.9	11.8	0.9	4.0	7.6	1.3

** K-IFRS 연결 기준*

<표1> 농심 1분기 잠정실적 요약

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	1Q23P	1Q22	4Q22	(YoY)	(QoQ)	1Q23P	대비	1Q23P	대비
매출액	860.4	736.3	823.6	16.9%	4.5%	825.2	4.3%	829.7	3.7%
영업이익	63.8	34.3	46.3	85.8%	37.7%	43.9	45.2%	45.6	39.8%
영업이익률	7.4%	4.7%	5.6%	2.7%	1.8%	5.3%	2.1%	5.5%	1.9%
세전이익	70.6	43.2	45.6	63.3%	54.8%	54.9	28.6%	53.9	31.1%
지배지분순이익	54.4	33.0	27.0	64.7%	101.4%	41.8	30.2%	41.1	32.3%

자료 :농심, Fnguide, 현대차증권

주 : K-IFRS 연결 기준

<표2> 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	2023F					2024F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	3,431.5	3,365.4	2.0%	3,444.0	-0.4%	3,530.2	3,476.0	1.6%	3,636.0	-2.9%
영업이익	187.0	159.0	17.6%	164.0	14.0%	207.3	171.0	21.3%	183.3	13.1%
영업이익률	5.4%	4.7%	0.7%p	4.8%	0.7%p	5.9%	4.9%	1.0%p	5.0%	0.8%p
지배지분순이익	163.5	148.9	9.8%	148.1	10.4%	176.5	150.0	17.7%	161.9	9.0%

자료 :농심, Fnguide, 현대차증권

<표3> 농심 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	26,885	- 2023F EPS 추정치
Target P/E(배)	18.3	- 글로벌 Peer 2023F P/E 평균
적정 주가(원)	491,995	
목표주가(원)	**490,000**	- Target P/E * 2023F EPS
전일 종가(원)	394,500	- 2023.05.15 종가
상승여력(%)	24.2	
투자의견	**BUY**	

자료: 현대차증권

〈표4〉 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	736.3	756.2	813.0	823.6	860.4	858.0	863.9	849.3	3,129.1	3,431.5	3,530.2
YoY(%)	*16.1%*	*16.7%*	*20.8%*	*16.4%*	*16.9%*	*13.5%*	*6.3%*	*3.1%*	*17.5%*	*9.7%*	*2.9%*
1. 국내 (별도)	**569.0**	**584.0**	**615.4**	**627.1**	**639.2**	**644.3**	**660.2**	**652.1**	**2395.5**	**2595.8**	**2677.8**
YoY(%)	*12.7%*	*15.5%*	*17.5%*	*10.3%*	*12.3%*	*10.3%*	*7.3%*	*4.0%*	*13.9%*	*8.4%*	*3.2%*
1) 라면	407.5	413.9	436.3	461.1	461.5	463.6	471.8	478.1	1718.7	1875.0	1931.5
YoY(%)	*12.7%*	*13.3%*	*13.9%*	*10.1%*	*13.2%*	*12.0%*	*8.1%*	*3.7%*	*12.5%*	*9.1%*	*3.0%*
내수	335.9	336.7	358.9	381.8	381.6	379.6	390.7	394.8	1413.2	1546.7	1588.8
YoY(%)	*12.8%*	*14.7%*	*11.7%*	*10.2%*	*13.6%*	*12.8%*	*8.9%*	*3.4%*	*12.2%*	*9.4%*	*2.7%*
수출	71.5	77.2	77.4	79.3	79.9	84.0	81.1	83.3	305.5	328.3	342.7
YoY(%)	*12.6%*	*7.5%*	*25.4%*	*10.0%*	*11.6%*	*8.7%*	*4.7%*	*5.0%*	*13.5%*	*7.4%*	*4.4%*
2) 스낵	102.9	97.1	108.7	105.9	109.5	104.7	116.1	109.0	414.6	439.3	447.9
YoY(%)	*12.7%*	*13.1%*	*20.1%*	*5.7%*	*6.4%*	*7.8%*	*6.8%*	*2.9%*	*12.7%*	*6.0%*	*2.0%*
내수	96.5	88.7	100.4	98.3	102.6	96.0	107.6	101.2	383.9	407.4	415.8
YoY(%)	*13.2%*	*11.7%*	*19.7%*	*6.7%*	*6.3%*	*8.2%*	*7.2%*	*3.0%*	*12.7%*	*6.1%*	*2.1%*
수출	6.4	8.4	8.3	7.6	7.0	8.8	8.4	7.7	30.7	31.8	32.1
YoY(%)	*5.9%*	*30.1%*	*25.1%*	*-5.2%*	*8.8%*	*4.1%*	*1.2%*	*1.8%*	*13.1%*	*3.7%*	*0.7%*
3) 기타	122.4	142.6	137.0	130.5	139.8	151.3	151.0	140.2	532.6	582.2	610.6
YoY(%)	*12.7%*	*26.7%*	*21.9%*	*14.8%*	*14.2%*	*6.1%*	*10.2%*	*7.4%*	*19.1%*	*9.3%*	*4.9%*
(매출에누리)	(63.8)	(69.6)	(66.6)	(70.3)	(71.7)	(75.3)	(78.7)	(75.2)	(270.4)	(300.9)	(312.2)
2. 해외	**213.4**	**223.8**	**241.4**	**241.9**	**264.4**	**272.0**	**259.7**	**249.9**	**920.5**	**1046.1**	**1081.7**
YoY(%)	*23.1%*	*17.7%*	*26.8%*	*32.6%*	*23.9%*	*21.6%*	*7.6%*	*3.3%*	*25.0%*	*13.6%*	*3.4%*
1) 미국/캐나다	122.5	138.2	156.3	159.0	171.7	181.4	169.8	163.6	576.0	686.4	709.7
YoY(%)	*35.6%*	*24.8%*	*52.4%*	*41.1%*	*40.1%*	*31.2%*	*8.6%*	*2.9%*	*38.3%*	*19.2%*	*3.4%*
2) 중국	58.9	52.2	47.9	46.5	58.0	54.5	51.1	48.3	205.5	211.8	218.2
YoY(%)	*7.3%*	*14.2%*	*-10.5%*	*20.3%*	*-1.4%*	*4.4%*	*6.6%*	*3.7%*	*6.6%*	*3.1%*	*3.0%*
3) 일본	21.6	20.2	22.1	23.4	21.6	20.8	22.8	24.1	87.3	89.3	92.8
4) 호주	8.4	11.1	12.7	10.6	10.5	12.8	13.3	11.1	42.8	47.6	49.8
5) 베트남	2.0	2.1	2.4	2.4	2.6	2.6	2.8	2.9	8.9	10.9	11.2
3. 연결조정	-46.0	-51.6	-43.8	-51.3	-43.2	-58.3	-56.0	-52.7	-192.8	-210.3	-229.4
영업이익	34.3	4.3	27.3	46.3	63.8	27.7	40.3	55.2	112.2	187.0	207.3
OPM(%)	***4.7%***	***0.6%***	***3.4%***	***5.6%***	***7.4%***	***3.2%***	***4.7%***	***6.5%***	***3.6%***	***5.4%***	***5.9%***
YoY(%)	***21.2%***	***-75.4%***	***-6.2%***	***47.3%***	***85.8%***	***552.2%***	***47.5%***	***19.3%***	***5.7%***	***66.7%***	***10.9%***
1. 국내(별도)	**26.3**	**-3.0**	**13.2**	**26.9**	**39.8**	**5.8**	**19.8**	**32.0**	**63.3**	**97.3**	**119.1**
YoY(%)	*137.1%*	*적전*	*-29.4%*	*6.1%*	*51.3%*	*흑전*	*50.4%*	*18.9%*	*1.6%*	*53.7%*	*22.3%*
OPM(%)	*4.6%*	*-0.5%*	*2.1%*	*4.3%*	*6.2%*	*0.9%*	*3.0%*	*4.9%*	*2.6%*	*3.7%*	*4.4%*
2. 해외	**5.3**	**6.9**	**13.7**	**9.7**	**25.0**	**23.9**	**23.0**	**22.2**	**35.6**	**94.1**	**98.2**
YoY(%)	*-58.9%*	*-41.0%*	*97.7%*	*298.7%*	*374.6%*	*246.4%*	*68.4%*	*127.6%*	*5.1%*	*164.5%*	*4.3%*
OPM(%)	*2.5%*	*3.1%*	*5.7%*	*4.0%*	*9.5%*	*8.8%*	*8.9%*	*8.9%*	*3.9%*	*9.0%*	*9.1%*
1) 미국/캐나다	3.1	3.2	8.9	12.3	18.9	19.4	18.0	18.0	27.5	74.3	78.2
OPM(%)	*2.5%*	*2.3%*	*5.7%*	*7.7%*	*11.0%*	*10.7%*	*10.6%*	*11.0%*	*4.8%*	*10.8%*	*11.0%*
2) 중국	1.2	2.3	3.1	-4.3	4.7	3.0	3.2	2.4	2.3	13.3	13.1
OPM(%)	*2.0%*	*4.4%*	*6.4%*	*-9.1%*	*8.1%*	*5.5%*	*6.3%*	*5.0%*	*1.1%*	*6.3%*	*6.0%*
3) 기타	1.0	1.4	1.7	1.7	1.4	1.5	1.8	1.8	5.8	6.5	6.8
3. 연결조정	2.8	0.3	0.5	9.7	-1.0	-2.0	-2.5	1.1	13.2	-4.5	-9.9
세전이익	43.2	35.4	34.6	45.6	70.6	34.8	51.1	63.3	158.8	219.8	237.7
세전이익(%)	*5.9%*	*4.7%*	*4.3%*	*5.5%*	*8.2%*	*4.1%*	*5.9%*	*7.5%*	*5.1%*	*6.4%*	*6.7%*
YoY(%)	*12.9%*	*43.3%*	*-2.2%*	*18.6%*	*63.3%*	*-1.6%*	*47.6%*	*38.8%*	*16.1%*	*38.4%*	*8.1%*
지배주주순이익	33.0	27.7	28.4	27.0	54.4	25.7	37.3	46.2	116.1	163.5	176.5
순이익(%)	*4.5%*	*3.7%*	*3.5%*	*3.3%*	*6.3%*	*3.0%*	*4.3%*	*5.4%*	*3.7%*	*4.8%*	*5.0%*
%YoY	*13.9%*	*51.9%*	*11.6%*	*-0.6%*	*64.7%*	*-7.2%*	*31.2%*	*70.9%*	*16.5%*	*40.6%*	*8.1%*

자료: 농심, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,663	3,129	3,432	3,530	3,634
증가율 (%)	0.9	17.5	9.7	2.9	2.9
매출원가	1,845	2,230	2,403	2,460	2,527
매출원가율 (%)	69.3	71.3	70.0	69.7	69.5
매출총이익	818	900	1,028	1,070	1,107
매출이익률 (%)	30.7	28.8	30.0	30.3	30.5
증가율 (%)	-2.3	10.0	14.2	4.1	3.5
판매관리비	712	787	841	863	885
판관비율(%)	26.7	25.2	24.5	24.4	24.4
EBITDA	211	229	313	331	347
EBITDA 이익률 (%)	7.9	7.3	9.1	9.4	9.5
증가율 (%)	-19.5	8.5	36.7	5.8	4.8
영업이익	106	112	187	207	222
영업이익률 (%)	4.0	3.6	5.4	5.9	6.1
증가율 (%)	-33.8	5.7	67.0	10.7	7.2
영업외손익	31	47	33	31	52
금융수익	17	31	39	30	62
금융비용	8	23	28	21	10
기타영업외손익	22	39	22	22	0
종속/관계기업관련손익	-1	-0	0	0	0
세전계속사업이익	137	159	220	238	275
세전계속사업이익률	5.1	5.1	6.4	6.7	7.6
증가율 (%)	-28.3	16.1	38.4	8.2	15.5
법인세비용	37	43	57	61	73
계속사업이익	100	116	163	176	202
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	100	116	163	176	202
당기순이익률 (%)	3.8	3.7	4.7	5.0	5.6
증가율 (%)	-32.9	16.0	40.5	8.0	14.8
지배주주지분 순이익	100	116	164	177	203
비지배주주지분 순이익	-0	-0	-0	-0	-1
기타포괄이익	75	26	0	0	0
총포괄이익	175	142	163	176	202

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,089	1,209	1,359	1,504	1,691
현금성자산	157	128	267	381	536
단기투자자산	245	373	388	400	413
매출채권	224	279	267	274	282
재고자산	256	297	304	314	324
기타유동자산	52	53	55	56	58
비유동자산	1,811	1,826	1,840	1,857	1,865
유형자산	1,428	1,527	1,543	1,560	1,570
무형자산	44	47	45	44	43
투자자산	73	75	75	75	75
기타비유동자산	266	177	177	178	177
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,900	3,035	3,200	3,361	3,556
유동부채	537	616	634	649	669
단기차입금	4	20	16	16	16
매입채무	283	321	336	348	358
유동성장기부채	0	0	0	-1	-1
기타유동부채	250	275	282	286	296
비유동부채	162	103	116	114	117
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	82	20	31	26	26
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	80	83	85	88	91
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	699	719	750	763	786
지배주주지분	2,185	2,304	2,439	2,586	2,760
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	122	122	122	122
자본조정 등	-81	-81	-81	-81	-81
기타포괄이익누계액	31	35	35	35	35
이익잉여금	2,083	2,197	2,332	2,480	2,654
비지배주주지분	16	11	11	11	10
자본총계	2,201	2,315	2,450	2,597	2,770

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	163	160	316	301	329
당기순이익	100	116	163	176	202
유형자산 상각비	104	115	125	122	124
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-1	4	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-63	-74	26	1	2
기타	22	-2	1	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-319	-107	-155	-152	-145
투자자산의 감소(증가)	-4	-3	-0	-0	-0
유형자산의 감소	6	42	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-195	-93	-140	-140	-133
기타	-126	-53	-15	-12	-12
재무활동으로인한현금흐름	-25	-86	-22	-35	-29
차입금의 증가(감소)	14	-62	11	-5	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	1	0	0	0
배당금	-23	-23	-29	-29	-29
기타	-16	-2	-4	-1	0
기타현금흐름	17	4	0	0	0
현금의증가(감소)	-164	-30	139	114	155
기초현금	322	157	128	267	381
기말현금	157	128	267	381	536

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	16,381	19,076	26,826	29,009	33,235
EPS(지배순이익 기준)	16,412	19,091	26,885	29,025	33,340
BPS(자본총계 기준)	361,811	380,647	402,719	426,975	455,457
BPS(지배지분 기준)	359,145	378,810	400,942	425,213	453,800
DPS	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000
P/E(당기순이익 기준)	19.4	18.7	14.7	13.6	11.9
P/E(지배순이익 기준)	19.4	18.7	14.7	13.6	11.8
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
P/B(지배지분 기준)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(Reported)	7.1	7.2	5.4	4.7	4.0
배당수익률	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-33.2	16.5	40.6	8.1	14.6
EPS(지배순이익 기준)	-32.8	16.3	40.8	8.0	14.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.7	5.1	6.8	7.0	7.5
ROE(지배순이익 기준)	4.7	5.2	6.9	7.0	7.6
ROA	3.5	3.9	5.2	5.4	5.8
안정성 (%)					
부채비율	31.8	31.1	30.6	29.4	28.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	54.1	36.6	95.6	87.8	23.1

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2023. 05. 16

Coverage Initiation

오뚜기 (007310)

BUY
TP 560,000원

1Q23 Review: 믿고 보는 라면

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

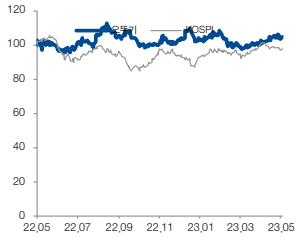
현재주가 (5/15)	464,000원
상승여력	20.7%
시가총액	1,860십억원
발행주식수	4,008천주
자본금/액면가	20십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	498,000원/422,500원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	11.36%
주요주주	함영준 외 22 인 50.01%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.1	0.4	3.8
상대주가(%p)	6.9	-1.7	3.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	N/A	N/A	820,000
After	37,499	43,486	560,000
Consensus	39,173	43,914	700,000
Cons. 차이	-4.3%	-1.0%	-20.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 오뚜기 1Q23 연결 기준 매출액은 8,568억(+15.4%yoy), 영업이익은 654억(+10.7%yoy, OPM 7.6%)으로 컨센서스를 상회하는 실적 기록. 전반적인 매출 상승은 가격 인상 효과와 더불어 오뚜기라면지주/조흥 연결 실적 편입 효과에 기인, 원가 부담은 1분기까지 지속되는 흐름. 1분기 당기순이익 감소는 금리 상승에 따른 이자 비용 증가 및 지난해 자산처분 이익의 일회성 요인 제거가 원인
- 2분기는 가격 인상 효과 지속 및 라면 중심 성장 돋보일 것으로 기대. 원가율도 점진적으로 개선될 것으로 판단. 투자의견 BUY, 목표주가 560,000원 제시하며 커버리지 개시

주요이슈 및 실적전망

- 별도 기준 카테고리별 성장률은 조미식품류 +4.7%yoy, 소스류 +28%yoy, 수산물류 +2%yoy, 면류 14%yoy, 밥류 -1%yoy, 유지류 +1%yoy, 냉동식품류 +15%yoy, 기타 +14%yoy. 소스류, 면류, 냉동식품류가 견조한 성장을 보임. 소스는 마요네즈가 30% 성장하며 매출 성장을 견인. 지난 해 가격 인상(22년 10월 약 11%) 효과 나타나며 외형 성장 지속. 수량으로는 플랫~로싱글 성장, 시장 점유율은 24~25% 수준
- 연결 기준으로는 오뚜기라면지주/조흥이 연결실적으로 편입되며 매출 고성장 기록. 올해 연결실적 편입에 따른 외형성장 기대할 수 있을 것. 다만, 연결 실적 편입에도 기존의 내부거래 비중이 높았던 것을 고려하였을 때, 매출 성장 대비 영업이익에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단
- 1분기 영업이익률은 전분기 대비 -0.4%p 감소. 이는 원가 부담이 아직까지 지속되고 있는 것에 기인. 다만, 4월의 분위기는 3월 대비 원가율이 개선되고 있어 2Q23부터 점진적인 원가율 개선을 기대

주가전망 및 Valuation

- 올해 가격 인상 효과 및 라면 중심 견조한 성장 지속될 것으로 판단. 2Q23 이후부터 원가율도 점진적으로 개선될 것으로 하반기 실적 개선에 따른 주가 우상향 흐름 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	2,739	167	129	287	35,243	20.3	12.9	1.1	6.2	8.9	1.8
2022	3,183	186	275	327	73,135	107.5	6.5	1.0	7.7	16.5	1.9
2023F	3,537	224	150	409	37,499	-48.7	12.4	1.0	5.8	8.0	2.0
2024F	3,670	242	174	428	43,486	16.0	10.7	0.9	5.3	8.7	2.0
2025F	3,795	259	191	443	47,553	9.4	9.8	0.8	4.7	8.8	2.0

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 오뚜기 목표주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	37,499	- 2023F EPS 추정치
Target P/E(배)	14.8	- 국내외 라면 Peer 평균 P/E 20% 할인
적정 주가(원)	555,842	
목표주가(원)	**560,000**	- Target P/E * 2023F EPS
전일 종가(원)	464,000	- 2023.05.15 종가
상승여력(%)	20.7	
투자의견	**BUY**	

자료: 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	**742.4**	**789.3**	**821.6**	**830.0**	**856.8**	**885.6**	**915.2**	**879.9**	**3,183.3**	**3,537.4**	**3,670.2**
YoY%	*10.6%*	*18.0%*	*16.2%*	*19.9%*	*15.4%*	*12.2%*	*11.4%*	*6.0%*	*16.2%*	*11.1%*	*3.8%*
건조식품류	94.9	92.5	63.3	63.8	69.8	68.5	65.2	66.5	314.5	270.0	279.9
YoY%	*4.9%*	*11.0%*	*-26.2%*	*-24.2%*	*-26.4%*	*-26.0%*	*3.0%*	*4.3%*	*-8.5%*	*-14.1%*	3.7%
양념소스류	102.7	114.9	120.2	96.2	101.5	118.3	127.9	100.3	434.0	448.1	470.3
YoY%	*0.6%*	*3.0%*	*6.4%*	*38.5%*	*-1.2%*	*3.0%*	*6.4%*	*4.3%*	*9.6%*	*3.2%*	5.0%
유지류	122.5	154.9	149.1	94.6	104.5	156.4	151.8	97.3	521.1	510.0	535.9
YoY%	*20.9%*	*38.6%*	*28.2%*	*-16.5%*	*-14.7%*	*1.0%*	*1.8%*	*2.8%*	*17.7%*	*-2.1%*	5.1%
면제품류	192.3	197.9	213.6	283.8	295.2	276.6	278.0	296.3	887.6	1146.1	1193.1
YoY%	*1.6%*	*10.8%*	*9.1%*	*109.9%*	*53.5%*	*39.8%*	*30.1%*	*4.4%*	*27.0%*	*29.1%*	4.1%
농수산 가공품류	98.1	91.0	150.4	100.6	94.5	94.7	144.4	105.8	440.1	439.4	455.5
YoY%	*12.0%*	*8.8%*	*65.0%*	*-15.5%*	*-3.7%*	*4.0%*	*-4.0%*	*5.2%*	*15.4%*	*-0.2%*	3.7%
기타	132.0	138.1	124.9	191.1	191.2	171.1	148.0	213.6	586.0	723.9	735.4
YoY%	*31.3%*	*38.4%*	*19.3%*	*11.7%*	*44.9%*	*23.9%*	*18.5%*	*11.8%*	*23.1%*	*23.5%*	1.6%
별도기준 매출액	656.9	695.3	717.4	690.2	713.3	749.6	767.8	725.5	2,759.8	2,956.2	3,070.1
YoY%	*10.1%*	*17.8%*	*15.3%*	*14.0%*	*8.6%*	*7.8%*	*7.0%*	*5.1%*	*14.3%*	*7.1%*	*3.9%*
영업이익	**59.0**	**47.7**	**44.2**	**34.7**	**65.4**	**54.9**	**57.8**	**45.8**	**185.7**	**223.9**	**242.1**
YoY%	***17.6%***	***31.8%***	***-16.5%***	***27.6%***	***10.7%***	***15.1%***	***30.8%***	***31.9%***	***11.5%***	***20.6%***	***8.2%***
OPM%	***8.0%***	***6.0%***	***5.4%***	***4.2%***	***7.6%***	***6.2%***	***6.3%***	***5.2%***	***5.8%***	***6.3%***	***6.6%***
세전이익	**74.4**	**41.5**	**34.1**	**133.5**	**52.6**	**53.4**	**53.3**	**42.3**	**283.5**	**158.8**	**219.8**
세전이익(%)	*10.0%*	*5.3%*	*4.2%*	*16.1%*	*6.1%*	*6.0%*	*5.8%*	*4.8%*	*8.9%*	*4.5%*	*6.0%*
YoY(%)	*37.7%*	*11.7%*	*-22.2%*	*380.0%*	*-29.3%*	*28.6%*	*56.2%*	*-68.3%*	*74.0%*	*-28.9%*	*14.2%*
지배주주순이익	**55.1**	**30.6**	**25.6**	**163.3**	**40.5**	**39.0**	**32.1**	**38.7**	**274.5**	**150.3**	**174.3**
순이익(%)	*7.4%*	*3.9%*	*3.1%*	*19.7%*	*4.7%*	*4.4%*	*3.5%*	*4.4%*	*8.6%*	*4.2%*	*4.7%*
%YoY	*42.7%*	*13.6%*	*-21.1%*	*418.8%*	*-26.4%*	*27.7%*	*25.5%*	*-76.3%*	*112.1%*	*-45.3%*	*16.0%*

자료: 오뚜기, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,739	3,183	3,537	3,670	3,795
증가율 (%)	5.5	16.2	11.1	3.8	3.4
매출원가	2,297	2,682	2,963	3,064	3,160
매출원가율 (%)	83.9	84.3	83.8	83.5	83.3
매출총이익	442	501	575	606	635
매출이익률 (%)	16.1	15.7	16.3	16.5	16.7
증가율 (%)	-4.3	13.3	14.8	5.4	4.8
판매관리비	275	315	351	364	376
판관비율(%)	10.0	9.9	9.9	9.9	9.9
EBITDA	287	327	409	428	443
EBITDA 이익률 (%)	10.5	10.3	11.6	11.7	11.7
증가율 (%)	-7.1	13.9	25.1	4.6	3.5
영업이익	167	186	224	242	259
영업이익률 (%)	6.1	5.8	6.3	6.6	6.8
증가율 (%)	-15.7	11.4	20.4	8.0	7.0
영업외손익	-15	96	-29	-18	-13
금융수익	9	20	20	24	27
금융비용	9	31	25	27	27
기타영업외손익	-15	107	-24	-15	-13
종속/관계기업관련손익	12	2	6	6	6
세전계속사업이익	163	284	202	230	253
세전계속사업이익률	6.0	8.9	5.7	6.3	6.7
증가율 (%)	-7.9	74.2	-28.9	13.9	10.0
법인세비용	33	5	54	55	61
계속사업이익	130	278	148	175	191
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	130	278	148	175	191
당기순이익률 (%)	4.7	8.7	4.2	4.8	5.0
증가율 (%)	18.2	113.8	-46.8	18.2	9.1
지배주주지분 순이익	129	275	150	174	191
비지배주주지분 순이익	1	4	-3	1	1
기타포괄이익	3	25	0	0	0
총포괄이익	133	303	148	175	191

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,028	1,482	1,518	1,623	1,820
현금성자산	222	241	245	312	441
단기투자자산	220	296	267	275	302
매출채권	202	261	277	285	297
재고자산	344	634	679	699	727
기타유동자산	21	28	30	30	32
비유동자산	1,578	2,088	2,114	2,129	2,125
유형자산	1,256	1,824	1,861	1,885	1,887
무형자산	60	72	60	51	44
투자자산	215	31	32	33	34
기타비유동자산	47	161	161	160	160
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,606	3,570	3,631	3,752	3,945
유동부채	701	1,219	1,169	1,153	1,171
단기차입금	261	572	522	482	452
매입채무	214	231	245	253	263
유동성장기부채	82	234	209	219	249
기타유동부채	144	182	193	199	207
비유동부채	366	403	398	393	411
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	203	234	219	209	219
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	163	169	179	184	192
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,067	1,622	1,567	1,546	1,582
지배주주지분	1,505	1,818	1,937	2,077	2,234
자본금	18	20	20	20	20
자본잉여금	176	330	330	330	330
자본조정 등	-221	-337	-337	-337	-337
기타포괄이익누계액	16	7	7	7	7
이익잉여금	1,516	1,797	1,916	2,057	2,214
비지배주주지분	33	130	127	128	129
자본총계	1,538	1,948	2,064	2,205	2,363

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	150	93	291	333	341
당기순이익	130	278	148	175	191
유형자산 상각비	113	134	173	176	178
무형자산 상각비	8	8	12	9	7
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-76	-194	-27	-11	-16
기타	-25	-133	-15	-16	-19
투자활동으로인한현금흐름	-131	-141	-167	-193	-189
투자자산의 감소(증가)	1	190	-1	-1	-1
유형자산의 감소	8	20	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-102	-95	-210	-200	-180
기타	-38	-256	44	8	-8
재무활동으로인한현금흐름	117	72	-120	-73	-23
차입금의 증가(감소)	48	31	-15	-10	10
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-2	157	0	0	0
배당금	-27	-27	-31	-34	-34
기타	98	-89	-74	-29	1
기타현금흐름	1	-5	0	0	0
현금의증가(감소)	137	19	3	68	129
기초현금	86	222	241	245	312
기말현금	222	241	245	312	441

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	35,397	74,189	36,856	43,627	47,707
EPS(지배순이익 기준)	35,243	73,135	37,499	43,486	47,553
BPS(자본총계 기준)	418,971	485,929	515,061	550,298	589,614
BPS(지배지분 기준)	409,905	453,475	483,251	518,346	557,508
DPS	8,000	9,000	9,000	9,000	9,000
P/E(당기순이익 기준)	12.9	6.4	12.6	10.6	9.7
P/E(지배순이익 기준)	12.9	6.5	12.4	10.7	9.8
P/B(자본총계 기준)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	6.2	7.7	5.8	5.3	4.7
배당수익률	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	16.3	109.6	-50.3	18.4	9.4
EPS(지배순이익 기준)	20.3	107.5	-48.7	16.0	9.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.7	16.0	7.4	8.2	8.4
ROE(지배순이익 기준)	8.9	16.5	8.0	8.7	8.8
ROA	5.3	9.0	4.1	4.7	5.0
안정성 (%)					
부채비율	69.4	83.3	75.9	70.1	66.9
순차입금비율	5.5	25.3	20.8	14.2	7.1
이자보상배율	18.5	9.6	5.0	5.7	6.1

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2023. 05. 16

대원제약 (003220)

BUY
TP 22,000원

4, 5월 처방액 긍정적이지만 엔데믹 변수

Analyst 엄민용
02-3787-2474 myeom@hmsec.com

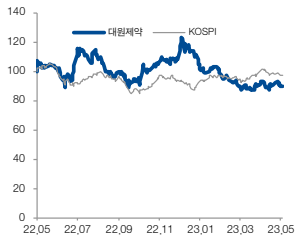
현재주가 (5/15)	14,710원
상승여력	49.6%
시가총액	323십억원
발행주식수	21,965천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	20,200원/14,340원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인지분율	14.54%
주요주주	백승열 외 10 인 38.54%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.9	-5.2	-18.3
상대주가(%p)	-0.3	-7.2	-18.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	1,832	2,019	22,000
After	1,527	1,678	22,000
Consensus	N/A	N/A	
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

'23 년 상반기까지 계속적인 판매량 유지할 것으로 보이나 매출 성장세 이끌고 갈지 확인 필요

- 동사는 1분기 실적 연결기준 매출액 1,241억원(YoY +6.0%, QoQ +1.3%), 영업이익 90억원(YoY -35.4%, QoQ 108.8%, OPM 7.2%)로 추정치 부합하는 실적 발표
- 여전히 코대원 시리즈에서 4분기 대비 매출 증가하며 2분기 현재에도 환절기 호흡기 환자 급증, 마스크 착용 의무화 해제 등으로 호흡기 매출 전년 대비 유사할 것으로 추정
- 호흡기계 매출에서 코대원F/S 시리즈는 국내 2위 진해거담제 제품 매출액을 200억원이나 크게 뛰어넘었으며, 국내 호흡기계 약물 부동의 1위를 유지. 코로나19 외 처방 및 개인 구매력 부분에서 코대원과 콜대원의 인지도가 높아진 부분 또한 긍정적
- 코대원F에서 코대원S로 스위칭되며 제품 가격이 높아 이익률도 개선되고 있으나 진해거담제는 3분기 비수기에 따른 실적 감소가 예상되어 엔데믹 후 첫 실적 확인 필요 시점

내분비계(당뇨 관련 질환) 치료제 염변경 복합제 개량신약의 연속 출시로 매출감소 만회할 것

- 코로나19 외에도 천식과 알러지성 비염등으로 진해거담제 시장은 소폭 하락있을 수 있겠으나 후속 제품들 또한 엔데믹에 따른 매출 감소를 대비한 만큼 '23년 4월 다파원 F 출시
- 그 외에도 '23년 9월 출시 예정인 다파시타F, 자누리틴F 등이 염변경된 복합, 서방 제형으로 출시되며 다파시타F는 2가지 용량, 자누리틴F는 4가지 용량으로 연내 판매 개시
- SGLT-2 제 2형 당뇨병 치료제다파글리플로진과 DPP-4 억제제 시타글립틴의 복합제로 '22년 시장 규모는 약 795억원 규모이며 '23년 4월 8일 발매해 진해거담제 외에서 매출액 성장 기대
- 또한 '24년 6월 발매를 목표로 트라리틴F도 DPP-4억제제로 국내 시장 규모가 1,252억원에 달해 동사의 제품 출시 당뇨병치료제 관련 제품 라인업 확장이 계속되는 움직임
- 출시 이후 바로 긍정적 매출 기여는 어려울 수 있으나 진해거담제 제품의 매출이 엔데믹에 따라 감소할 경우를 대비하는 파이프라인들이 '24년부터 본격적으로 출시되어 방어 일부 가능

주가전망 및 Valuation

- 엔데믹에 따른 매출액 역성장 등은 아직 판단하기 어렵고, 코로나19로 인해 동사의 코대원(ETC)과 콜대원(OTC)에 대한 제품 인지도가 높아져 진해거담 시장에서 지속적인 1등은 유지할 것
- 이번에 처음으로 맞이하는 코로나19가 끝난 첫 가을, 겨울 기간 동사의 진해거담제 매출이 유지될 수 있을지 주목 필요한 시점으로 판단, 또한 당뇨병 개량신약 매출 기여도 확인이 필요
- 2분기 환절기 영향과 감기 유행, 마스크 해제에 따른 감염병의 증가로 4, 5월 원외처방액에서 동사의 코대원F/S 시리즈의 처방량 견조, 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 22,000원 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	354	19	7	37	320	-60.4	50.7	1.6	11.3	3.2	1.2
2022	479	43	32	62	1,462	356.9	12.8	1.6	7.7	13.6	1.9
2023F	485	41	34	58	1,527	4.5	9.6	1.2	6.2	12.7	2.4
2024F	504	48	37	64	1,678	9.9	8.8	1.1	5.1	12.6	2.4
2025F	517	51	48	65	2,173	29.5	6.8	0.9	4.4	14.6	2.4

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 대원제약 SOTP 밸류에이션

(억원, 천주, 원)

①	2023 년 추정 순이익	312	자사 '23 년 추정치
②	적정 P/E (배)	13.8	Peer group Fwd 12M P/E (환인, 동국, 동아 ST, 보령)
③	기업가치	4,287	
④	타법인투자가치	476	장부가액 반영
⑤	주주가치	4,763	
⑥	발행주식수(천주)	21,843	
⑦	적정주가	21,804	
⑧	목표주가	22,000	

자료: 현대차증권

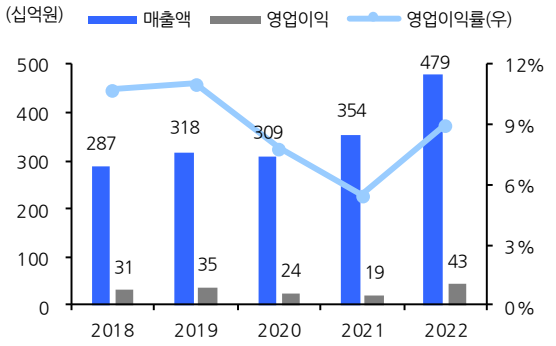
〈표2〉 대원제약 분기별 매출 추정(연결)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	**117.1**	**117.0**	**122.2**	**122.5**	**124.1**	**123.0**	**115.8**	**122.3**	**478.9**	**485.1**	**503.5**
yoy	56.1%	33.5%	35.0%	21.4%	6.0%	5.1%	-5.3%	-0.2%	35.2%	1.3%	3.8%
qoq	15.9%	0.0%	4.4%	0.2%	1.3%	-0.9%	-5.9%	5.6%			
주요제품 매출	39.4	31.4	40.5	41.0	40.4	38.4	30.1	35.5	152.3	144.3	146.2
주요제품 매출비중	33.7%	26.8%	33.1%	33.5%	32.5%	31.2%	26.0%	29.1%	31.8%	29.8%	29.0%
펠루비/펠루비 CR	12.5	7.1	9.2	12.0	9.7	8.8	6.2	8.1	40.7	32.8	31.8
코대원 F/S	13.4	11.6	17.8	15.1	17.2	15.5	8.0	14.2	57.9	54.9	54.6
알포콜린	4.2	3.9	4.2	4.2	4.3	4.7	6.0	3.7	16.5	18.7	21.6
오티렌/오티렌 F	2.8	2.2	2.3	2.7	2.2	2.3	2.3	2.3	10.1	9.1	8.2
레나메진	3.6	3.5	3.8	3.8	3.7	3.9	4.2	4.1	14.7	15.8	16.7
티지페논	2.9	3.1	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.1	12.4	13.0	13.3
기타 제품 매출	71.5	77.6	76.7	78.9	77.6	78.4	79.3	80.3	304.8	315.6	329.2
연결자회사 매출	6.2	8.0	5.5	6.1	6.1	6.2	6.4	6.5	25.7	25.2	28.1
매출원가	**59.1**	**59.1**	**61.4**	**61.4**	**62.9**	**62.2**	**58.6**	**62.0**	**240.9**	**245.8**	**253.2**
매출총이익	58.0	58.0	60.8	61.2	61.2	60.8	57.2	60.3	237.9	239.4	250.4
매출원가율(%)	50.5%	50.5%	50.2%	50.1%	50.6%	50.6%	50.6%	50.7%	50.3%	50.7%	50.3%
판매관리비	**44.1**	**47.8**	**46.3**	**56.8**	**52.2**	**47.9**	**46.0**	**52.7**	**194.9**	**198.8**	**202.6**
판매관리율(%)	37.6%	40.8%	37.8%	46.4%	39.0%	39.0%	39.8%	43.1%	40.7%	41.0%	40.2%
영업이익	**13.9**	**10.2**	**14.6**	**4.3**	**9.0**	**12.8**	**11.1**	**7.6**	**43.0**	**40.5**	**47.8**
영업이익률	11.9%	8.7%	11.9%	3.5%	7.2%	10.4%	9.6%	6.2%	9.0%	8.4%	9.5%
yoy	흑전	127.4%	124.3%	-59.8%	-35.4%	25.9%	-23.6%	75.6%	63.7%	-7.0%	13.6%
qoq	29.9%	-26.8%	43.0%	-70.4%	108.8%	42.6%	-13.2%	-32.1%			
당기순이익	**10.2**	**7.1**	**10.7**	**2.7**	**9.6**	**9.1**	**7.7**	**4.7**	**30.7**	**30.2**	**33.4**
당기순이익률	8.7%	6.1%	8.7%	2.2%	7.7%	7.4%	6.7%	3.9%	6.4%	6.4%	6.6%
yoy	흑전	141.5%	73.5%	-52.1%	-5.8%	28.6%	-28.0%	76.3%	363.8%	1.7%	7.1%
qoq	81.1%	-30.2%	50.6%	-74.8%	256.2%	-4.8%	-15.7%	-38.3%			

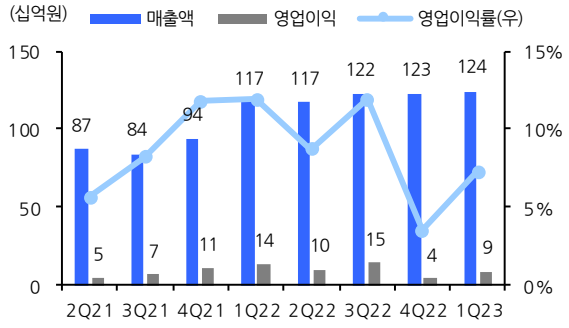
자료: 현대차증권

<그림1> 대원제약 연간 실적 추이



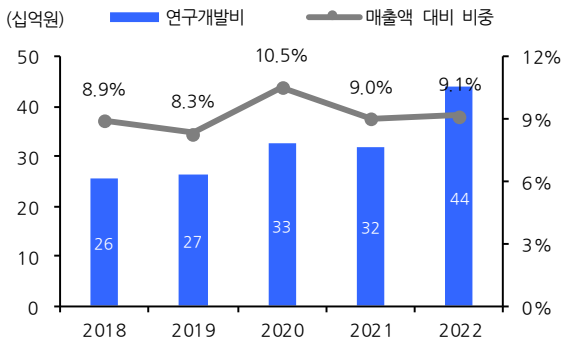
자료: 대원제약, 현대차증권

<그림2> 대원제약 분기별 실적 추이



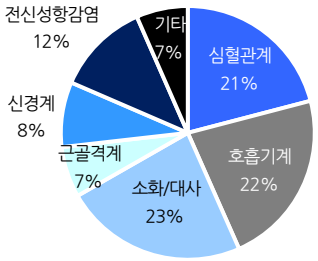
자료: 대원제약, 현대차증권

<그림3> 대원제약 연구개발비 추이



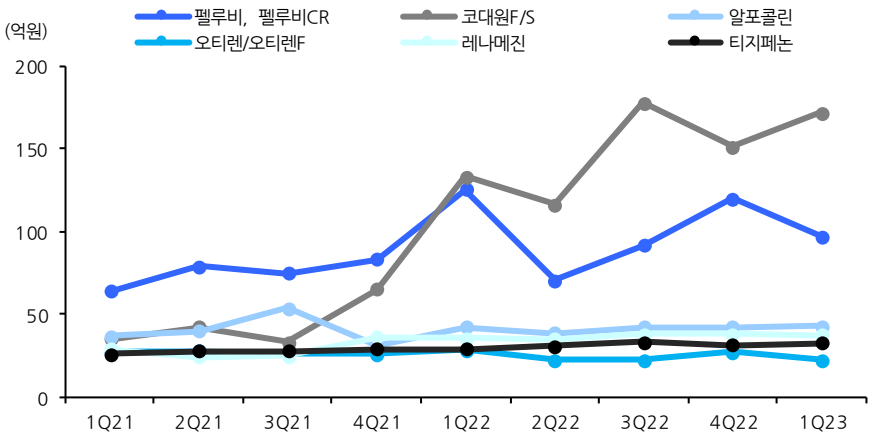
자료: 대원제약, 현대차증권

<그림4> 대원제약 질환군별 매출 비중(2022)



자료: 대원제약, 현대차증권

<그림5> 대원제약 ETC 주요 제품별 분기 매출 추이



자료: 대원제약, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	354	479	485	504	517
증가율 (%)	14.8	35.2	1.3	3.8	2.8
매출원가	178	241	246	253	258
매출원가율 (%)	50.2	50.3	50.7	50.3	49.9
매출총이익	176	238	239	250	259
매출이익률 (%)	49.8	49.7	49.3	49.7	50.1
증가율 (%)	6.3	34.8	0.6	4.6	3.6
판매관리비	157	195	199	203	209
판관비율(%)	44.3	40.7	41.0	40.2	40.3
EBITDA	37	62	58	64	65
EBITDA 이익률 (%)	10.5	13.0	12.0	12.7	12.6
증가율 (%)	-6.4	67.5	-6.8	9.6	2.5
영업이익	19	43	41	48	51
영업이익률 (%)	5.5	9.0	8.4	9.5	9.8
증가율 (%)	-19.4	121.4	-5.7	17.9	6.2
영업외손익	-2	-4	-5	-5	5
금융수익	2	3	4	6	10
금융비용	5	6	9	10	3
기타영업외손익	0	-1	-1	-1	-2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	17	39	35	43	56
세전계속사업이익률	4.8	8.1	7.2	8.5	10.7
증가율 (%)	-27.5	126.0	-9.4	22.3	29.5
법인세비용	11	8	5	9	12
계속사업이익	7	31	30	33	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	31	30	33	43
당기순이익률 (%)	1.9	6.4	6.3	6.6	8.4
증가율 (%)	-61.6	363.8	-0.6	9.9	29.5
지배주주지분 순이익	7	32	34	37	48
비지배주주지분 순이익	0	-1	-3	-3	-4
기타포괄이익	1	7	0	0	0
총포괄이익	7	38	30	33	43

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	180	207	245	286	337
현금성자산	42	27	56	86	119
단기투자자산	13	20	20	21	22
매출채권	52	63	75	83	96
재고자산	70	92	88	90	94
기타유동자산	4	5	5	6	6
비유동자산	249	246	232	220	211
유형자산	164	157	146	137	131
무형자산	40	40	36	33	30
투자자산	28	36	36	37	37
기타비유동자산	17	13	13	13	13
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	430	454	476	506	547
유동부채	102	128	124	122	123
단기차입금	43	43	43	43	43
매입채무	17	20	20	20	21
유동성장기부채	9	11	11	11	11
기타유동부채	33	55	51	49	48
비유동부채	109	77	81	86	90
사채	41	30	30	30	30
장기차입금	28	22	26	30	34
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	39	25	24	25	26
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	211	205	205	208	213
지배주주지분	219	251	277	307	347
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	10	12	12	12	12
자본조정 등	-9	-15	-15	-15	-15
기타포괄이익누계액	3	2	2	2	2
이익잉여금	205	242	268	297	338
비지배주주지분	-1	-2	-5	-9	-13
자본총계	218	249	272	298	334

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	22	33	40	43	43
당기순이익	7	31	30	33	43
유형자산 상각비	15	15	14	13	12
무형자산 상각비	3	4	4	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-17	-34	-9	-7	-13
기타	15	17	1	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-42	-28	-1	-2	-1
투자자산의 감소(증가)	-2	-10	0	0	0
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-8	-3	-4	-5
기타	-35	-10	2	3	4
재무활동으로인한현금흐름	49	-20	-11	-11	-9
차입금의 증가(감소)	22	-6	4	4	4
사채의증가(감소)	41	-1	-4	-4	-2
자본의 증가	1	3	0	0	0
배당금	-3	-4	-7	-7	-7
기타	-13	-12	-3	-3	-3
기타현금흐름	2	0	0	0	0
현금의증가(감소)	31	-15	29	31	33
기초현금	10	42	27	56	86
기말현금	42	27	56	86	119

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	303	1,403	1,387	1,523	1,973
EPS(지배순이익 기준)	320	1,462	1,527	1,678	2,173
BPS(자본총계 기준)	9,999	11,326	12,378	13,567	15,206
BPS(지배지분 기준)	10,040	11,425	12,618	13,962	15,801
DPS	194	350	350	350	350
P/E(당기순이익 기준)	53.6	13.4	10.6	9.7	7.5
P/E(지배순이익 기준)	50.7	12.8	9.7	8.8	6.8
P/B(자본총계 기준)	1.6	1.7	1.2	1.1	1.0
P/B(지배지분 기준)	1.6	1.6	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(Reported)	11.3	7.7	6.2	5.1	4.4
배당수익률	1.2	1.9	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-61.6	363.6	-1.2	9.9	29.5
EPS(지배순이익 기준)	-60.4	356.9	4.5	9.9	29.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.1	13.1	11.7	11.7	13.7
ROE(지배순이익 기준)	3.2	13.6	12.7	12.6	14.6
ROA	1.7	6.9	6.6	6.8	8.2
안정성 (%)					
부채비율	96.7	82.3	75.3	69.8	63.8
순차입금비율	30.4	27.4	14.6	2.8	순현금
이자보상배율	9.3	11.7	12.1	14.3	15.2

** K-IFRS 연결 기준*

Market Issue

난항이 예상되는 미 부채한도 협상, 증시 영향은?

Analyst 김중원
02) 3787-2290
simon@hmsec.com
R.A 남수정
02) 3787-2238
nsj@hmsec.com

1. 결론 및 전망

- 금번 미 부채한도에 따른 증시 영향 시점은 옐런 재무장관이 언급한 데드라인 (6/1일) 보다 늦은 올 7-8월경 부각 될 가능성이 높다 판단됨
- '24년 미 대선을 앞두고 민주당 행정부, 공화당 하원을 장악하고 있는 미국 정치 구도는 금번 부채한도 협상이 2011년 같이 난항이 예상됨
- 7-8월 중 실질적 데드라인이 가까워질수록 증시 조정 및 변동성 확대가 예상되지만 2011년 당시와 비교해 차별된 미 경제 펀더멘탈를 고려할 때 당시와 같이 증시 급락 가능성은 높지 않을 것으로 판단됨

2. 부채한도 협상, 진짜 X-date 는 언제?

- 부채한도와 연방 예산안 이슈는 별개의 이슈이며 부채한도 협상으로 발생할 수 있는 최악의 상황은 미 국채 이자가 지불되지 않으면서 발생될 수 있는 디폴트 상황
- 반면, 연방 예산안 이슈는 10월 연방 예산안이 의회를 통과하지 못할 경우 연방 정부 셧다운이 발생할 수 있음
- 옐런 재무장관은 금번 부채한도 협상 X-date를(미 정부 디폴트) 6/1일이라 경고하며 의회회 조속한 합의를 종용했지만 6월 중순 경은 미 분기별 세금이 유입되고 1,450억불 규모의 연구개발 예비비 등이 존재해 7월말까지 미 정부 채무 불이행 상황을 발생하지 않을 것으로 전망
- 과거 주식시장은 실질적 X-date에 근접해 변동성이 크게 확대된 점을 고려할 때 금번에도 실질적 X-date가 언제 인지가 중요하며 현재로는 7-8월 중으로 전망

3. 2023 년 미 부채한도 협상, 난항이 예상되는 이유와 전망

- 2011년과 같이 민주당 대통령과 공화당 하원 다수당 그리고 내년 대선 상황
- 트럼프 전 대통령은 내년 미 대선을 앞두고 부채한도 협상이 난항을 겪고 미 경기침체 이슈가 부각된다면 자신의 당선 확률이 높아질 것이라 발언
- 그럼에도 부채한도 협상으로 미 디폴트가 발생한 적은 전무하며 2011년과 2013년 부채한도 협상 후유증으로 여론은 공화당에 부정적으로 작용했다는 점은 금번 부채한도 협상 타결에 우호적으로 작용할 전망

과거 미 부채한도 협상은?

1960년 이후 78회 조정될 만큼 부채한도는 빈번한 이슈

과거 부채한도 협상이 금융시장에 크게 부각된 시기는 2011년과 2013년

1960년부터 최근까지 미 정부 부채한도는 78회 조정되었다. 과거부터 미 부채한도 협상은 금융시장에 매우 익숙한 이슈이다. 21세기 부채한도 협상이 크게 이슈가 된 시기는 크게 두 차례에 불과하다. 2011년과 2013년 부채한도 협상이다. 이중 2011년에는 협상 지연으로 글로벌 신용평가사인 S&P가 미 신용등급을 하향했다. 그 결과, 신용등급 강등 이후 미 증시는 큰 폭으로 하락했다. 이후 미 S&P500지수가 S&P의 신용등급 강등 직전 수준으로 회복하기까지 무려 7개월의 시간이 소요될 만큼 충격이 상당했다.

2011년 미 부채한도 협상 당시 행정부는 민주당의 오바마 대통령이었다. 의회는 상원은 민주당이 하원은 공화당으로 양분된 상황에서 발생되었다. 더불어 당시 오바마 대통령이 1년 후 2012년 재선을 앞두고 있다는 점도 부채한도 협상에 부정적이었다. 오바마 대통령은 자신의 주요 정책을 공화당에게 양보하기 어려운 상황이었다. 2011년 부채한도 협상은 5월부터 8월까지 약 3개월간 지속 되었다. 정부 디폴트 시한 2일 남긴 8월2일 재정 적자 감축 조건으로 공화당과 극적으로 협상을 타결했다.

한편, 2011년 합의한 부채한도는 2012년말 다시 한도에 도달하게 된다. 이후 민주당과 공화당은 미 부채한도를 '일시적 한도 상향' 하며 장기간 걸쳐 협상은 난항을 지속했다. 이 기간 미 정부는 재무부 특별 조치로 재정을 운영하였다. 부채한도 협상이 난항을 겪으며 공화당은 2013년 9월 말까지 확정지어야 하는 2014년 정부 의회 예산안을 거부했다. 그 결과 미 정부는 2주 동안 셧다운을 경험하게 된다. 이렇든 2013년 부채한도 협상은 난항을 지속하다 미 정부 부채가 한도에 도달한 2012년말 이후 14개월이 지난 2014년 2월에야 타결하게 된다. 2017년, 2018년에도 부채한도 조정 협상은 모두 지연되었지만 부채한도 적용을 유예하는 방식으로 수정되었기 때문에 금융시장에 큰 영향 없이 지나갔다.

<표1> 부채한도 협상 미 증시 영향

협상일	내용	미 증시 영향(%)
2011-08-02(주 1)	(부채한도 확대 합의)	-6.7
2013-10-16(주 2)	(특별조치시행)	-1.11
2017-09-30	(부채한도 유예 연장 합의)	-
2018-02-09	(예산안 및 부채한도 상향)	-
2019-07-22	(부채한도 유예 연장 합의)	-

자료 :현대차증권

주1: 2011/08/05일 S&P500미 신용 강등에 따른 08/08일 S&P500수익률(-6.7%)

주2: 2013/10/01일~17일 정부 셧다운 기간 S&P500 고점에서 저점 변화율 (-1.11%)

<표2> 2010년 이후 부채한도 협상 정리

시기	특징	내용 및 영향
2011	신용등급 하향	오바마 정부, 민주당 상원·공화당 하원 8/5 S&P 미 신용등급 하향 조정으로 증시 급락 (S&P 500 -6.7% 하락)
2013-14	연방정부 셧다운	오바마 정부, 민주당 상원·공화당 하원 10/1-10/17 연방정부 셧다운 (증시 고점 대비 저점 -1.11% 하락)
2015	양당, 2 년 연장 합의	오바마 정부, 공화당이 상·하원 모두 집권 3/15 한도유예 만료, 특별조치 시행으로 유예 되었으며 유예 기간 내 유예 연장 합의
2017-18	공화당, 1 년 연장 강행	트럼프 정부, 공화당이 상·하원 모두 집권
2019	양당, 2 년 연장 합의	하원 집권당인 민주당 트럼프 정부의 예산안 거부하며 35 일간 연방정부 셧다운 이후 7/22 예산안과 부채한도 유예 양당 합의
2021	민주당, 코로나 이후 부채한도 재설정	바이든 정부, 민주당이 상·하원 모두 집권
2023	진행 중	바이든 정부, 민주당 상원·공화당 하원

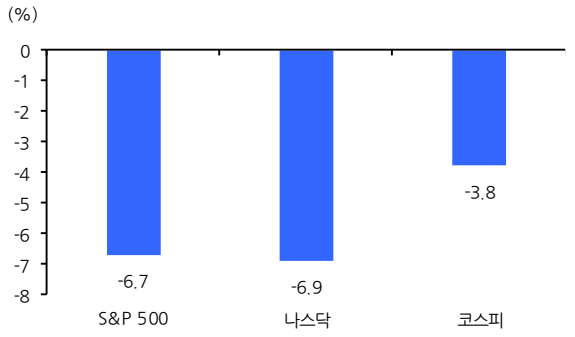
자료 :현대차증권

<표3>2011년 미 부채한도 협상 과정

시기	내용
2010.11	공화당 하원 다수 차지
2011.04	미국 국채 발행 한도 도달로 재정적 조치 필요성 대두
2011.04.18	무디스, 미국 국가 신용등급 '안정적'에서 '부정적'으로 변경
2011.07	부채한도 협상 난항(미 대선 1 년 전)
2011.07.14	S&P 미 국가신용등급 '강등 검토' 발표
2011.07 말	미국 부채한도 14.3 조 달러로 한도 도달, 채무 불이행 위기
2011.07.31	X-Date(정부 지출 능력 상실) 2 일 전 극적 합의 타결
2011.08.02. (X-Date)	미국 의회, '자유 예산안' 통과 (국채 발행 한도 2.1 조 달러 인상, 지출 삭감 2.4 조 달러)
2011.08.05	신용평가사 S&P 가 미국의 신용등급 AAA 에서 AA+로 강등

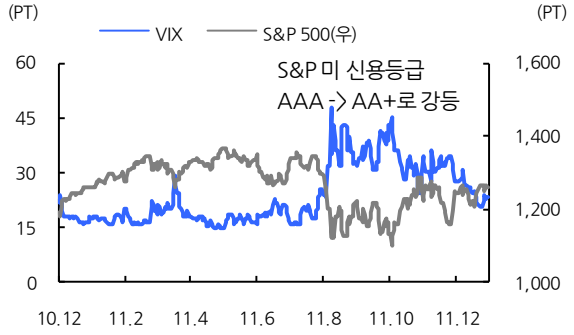
자료 :현대차증권

<그림1>2011년8월 신용등급 강등 이후 증시 변화율



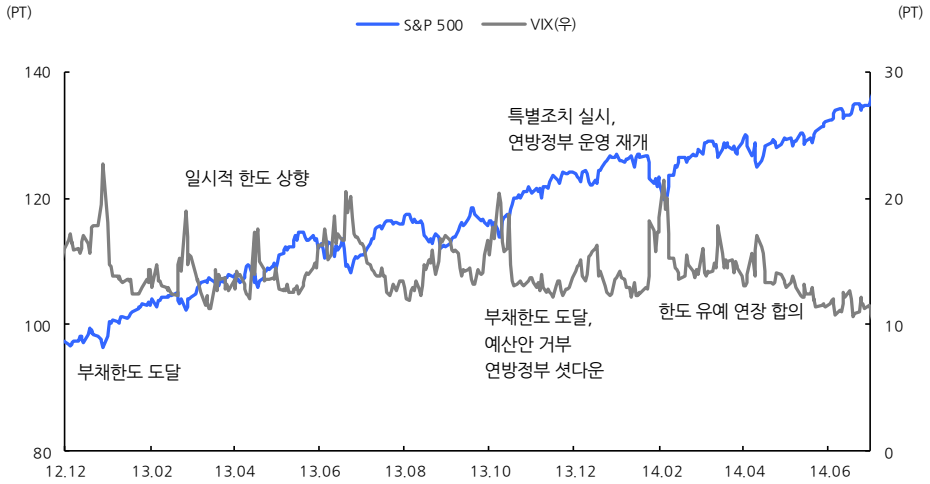
자료 :Bloomberg, 현대차증권
주: 2011년 S&P미 신용등급 강등은 8/5일, 8/7일 뉴욕 3개 지수 수익률 비교

<그림2>2011년 미 신용등급 강등 전후 미 증시



자료 :Bloomberg, 현대차증권

<그림3>2013년 장기간 지속된 부채한도 협상 과정



자료 :Bloomberg, 현대차증권

II. 2023년 미 부채한도협상, 증시 전망은?

2021년말 바이든 행정부 부채한도 복원

2013년 부채한도 협상이 1년 이상 지속된 결과 이후부터 미 부채한도는 예산안 승인 시기에 맞춰 부채한도를 유예하는 식으로 적용되었다. 그 결과 2013년 이후부터 부채한도 금액이 무의미하게 된다. 하지만, 코로나 펜데믹에 따라 특별 예산이 편성되는 과정에서 미 부채가 급증함에 따라 2021년말 바이든 행정부는 부채한도를 예산안 승인 이후 유예하는 대신 부채한도를 복원하게 되면서 부채한도 이슈가 다시 부각된 것이다.

2023년 1월초 미 부채는 한도에 근접하며 미 재무부는 특별조치를 시행했고 이후 옐런 재무부장관은 미 국채 이자가 지불되지 않으면 발생될 수 있는 디폴트 상황을 의미하는 X-date를 6/1일로 언급했다. 하지만, 실제 X-date는 옐런 재무장관 언급한 데드라인 (6/1일)보다 늦은 올 7-8월경 부각 될 가능성이 높다. 우선, 6월 중순 경은 미 분기별 세금이 유입되고 더불어 1,450억불 규모의 연구개발 예비비 등이 존재해 7월말까지 미 정부 채무 불이행 상황을 발생하지 않을 것으로 전망된다.

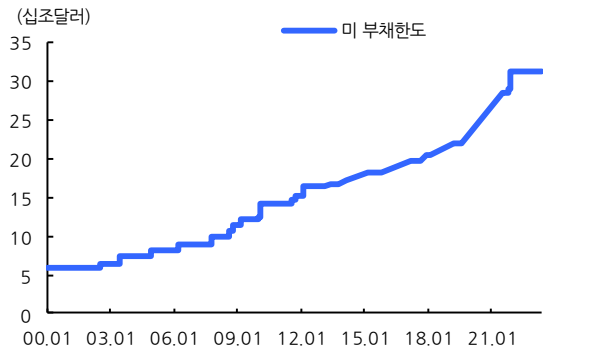
다만, 금번 미 부채한도 협상은 2011년 이상의 난항이 예상된다. 2011년 당시와 같이 하원을 공화당이 다수당인 상황에 민주당 바이든 대통령은 내년도 미 대선을 앞두고 있다. 따라서, 바인든 대통령은 자신의 주요 정책을 공화당에게 양보할 가능성은 높지 않을 것으로 전망된다. 또한, 트럼프 전직 대통령이 내년 선거에 유력한 공화당 대선 후보가 될 가능성이 높은 점도 부정적이다. 트럼프 전 대통령은 2023년 부채한도 협상의 난항으로 미 정부가 디폴트 위기에 처하고 경기침체가 부각된다면 내년 선거에서 자신이 당선될 가능성이 높아질 것이라고 전망하고 있다.

그럼에도 부채한도 협상으로 미 디폴트가 발생한 적은 전무하다. 어떻게든 민주당과 공화당이 합의에 도달하던, 미 정부 디폴트 상황을 피할 수 있는 여러가지 방법이 존재한다는 것이다. 또한, 2011년과 2013년 부채한도 협상 후유증으로 여론은 공화당에 부정적으로 작용했다는 점은 금번 부채한도 협상 타결에 우호적으로 작용할 전망되는 점도 긍정적이다.

한편, 주식시장은 X-date에 임박해 부채한도 협상이 난항을 겪는 겪는 구간에서 증시는 조정을 겪고 변동성도 크게 증가하는 추이를 보인다. 특히 2011년 신용등급 강등(8/5일) 직후 8/8일 하루 동안 미 국채 10년 금리는 -24.1bp 하락했고 미 증시도(S&P 500은 -6.7% 하락하는 등 금융시장에 큰 충격으로 작용했다. 하지만 협상 타결된 이후에는 증시가 회복하는 추세를 보이며 안정세를 회복하는 것으로 나타났다. 2023년 부채한도 협상은 내년 말 대선을 앞두고 있는 만큼 민주당과 공화당의 치열한 논쟁이 불가피하나, 부채한도는 결국 상향 조정될 전망이다. 더불어 7-8월 중 실질적 데드라인이 가까워질수록 증시 조정 및 변동성 확

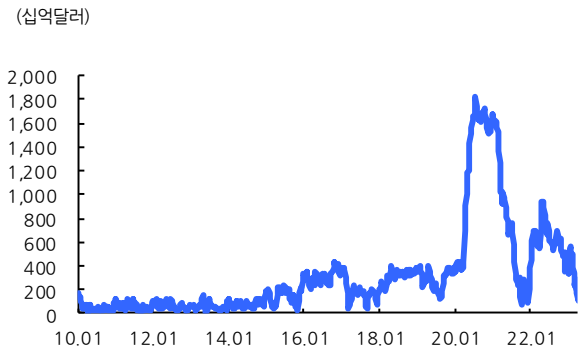
대가 예상되지만 2011년 당시와 비교해 차별된 미 경제 펀더멘탈를 고려할 때 당시와 같이 증시 급락 가능성은 높지 않을 것으로 판단된다. 2011년 8월 미 실업률은 9%를 기록했는데 금융위기에 따른 후유증이 장기간 지속되며 높은 실업률이 지속했기 때문에 부채한도 협상이 장기간 난항을 기록한 점은 미 신용등급 전망에 부정적으로 작용했다. 하지만, 2023년 미 경기침체 우려에도 불구 현재 미 실업률은 3.4%로 완전고용 수준을 기록하고 있다. 즉, 미 경기 펀더멘탈은 2011년과 당시와 달리 매우 양호하다. 따라서, 2023년 부채한도 협상 난항으로 2011년 미 신용등급 강등과 같은 최악의 국면은 발생하지 않을 것으로 전망한다.

<그림4> 코로나 급증한 미 정부 부채



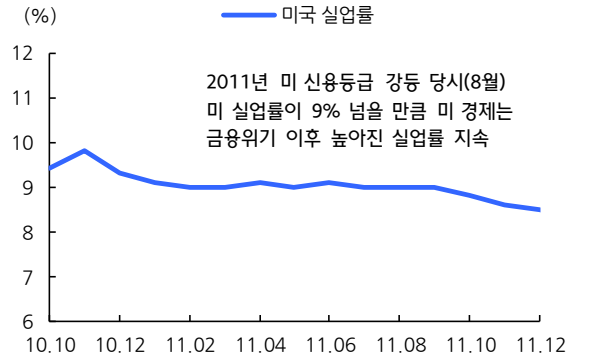
자료:Bloomberg, 현대차증권

<그림5>미국 재무부 일반계좌(TGA) 추이



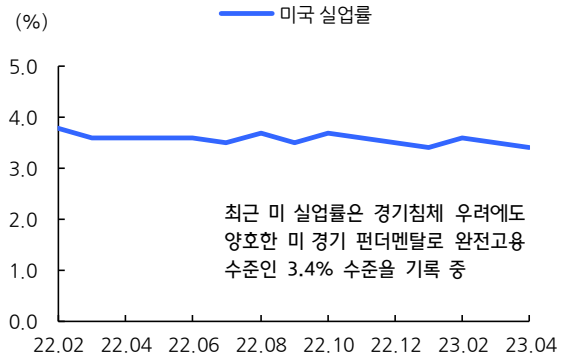
자료 :Bloomberg, 현대차증권

<그림6>2011년 8월 미 실업률 9%로 매우 높은 수준



자료 :Bloomberg, 현대차증권

<그림7> '23년 양호한 경기 펀더멘탈로 완전고용 수준

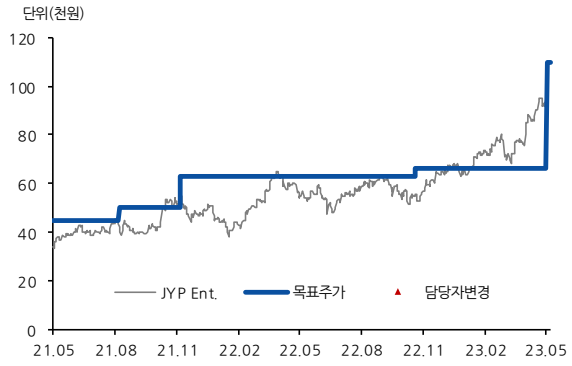


자료 :Bloomberg, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.03.19	BUY	45,000	-15.34	1.00
2021.08.18	BUY	50,000	-10.22	8.40
2021.11.16	BUY	63,000	-21.76	2.70
2022.04.11	M.PERFORM	63,000	-9.39	-24.68
2022.10.11	AFTER 6M	63,000	-12.58	-8.89
2022.10.31	BUY	66,000	5.95	36.67
2023.05.01	AFTER 6M	66,000	41.80	43.79
2023.05.16	BUY	110,000		

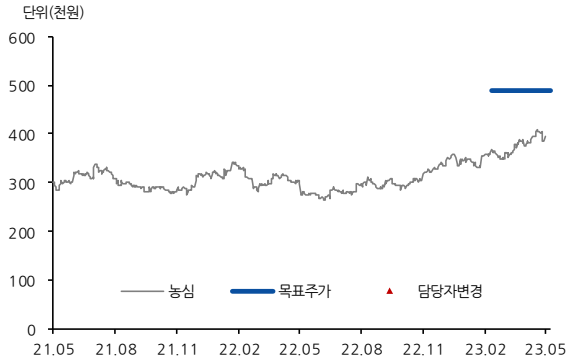
▶ 최근 2년간 JYP Ent. 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.24	BUY	490,000	-23.42	-16.73
2023.05.16	BUY	490,000		

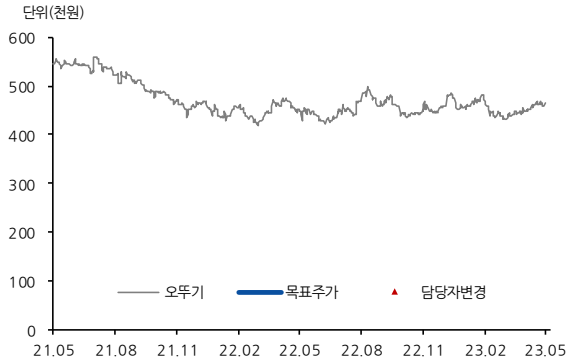
▶ 최근 2년간 농심 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.16	BUY	560,000		

▶ 최근 2년간 오뚜기 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.19	BUY	22,000	-23.78	-13.64
2022.11.19	AFTER 6M	22,000	-26.05	-8.18
2023.01.13	BUY	22,000	-27.65	-10.25
2023.05.16	BUY	22,000		

▶ 최근 2년간 대원제약 주가 및 목표주가

▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160건	91.4%
보유	15건	8.6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.