

농심

HOLD(하향)

004370 기업분석 | 음식료

목표주가(하향)	370,000원	현재주가(06/29)	325,000원	Up/Downside	+13.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 07. 02

탐방보고 : 지금은 변화가 필요한 때

▶ 탐방보고

국내 주력 사업 영업동향 점검: 2Q18 전체 라면 시장의 성장이 다소 둔화되고 있다. 여름철 비빔면 수요 증가로 삼양식품의 시장 점유율 상승이 조정받을 것으로 예상되지만, 농심의 시장 점유율도 반등세를 보이는 못할 것으로 전망한다. 오투기가 쫄면류 신제품으로 강한 판촉을 전개하고 있으며 비빔면을 중심으로한 기타 경쟁 기업들의 신제품 출시로 라면 시장에서의 경쟁 심화 현상이 계속될 것으로 전망한다. 스낵의 경우 전년대비 완만한 성장세를 지속하고 있으며 백산수는 대구 지역 수돗물 이슈 발생으로 소폭 전년대비 판매량 회복이 나타날 전망이다. 유가 상승에 따른 포장재를 중심 원가 부담이 발생하고 있지만 오투기가 가격을 인상하지 않는 상황에서 동사가 먼저 가격인상을 준비할 상황이 아닌 것으로 추정한다. 농심은 기존 브랜드의 확장판 형태의 신제품 출시를 준비하고 있지만, 신제품의 제품 수명주기가 짧아진 현재의 라면시장 분위기 적응에 어려움이 지속되고 있다. 한때 70%후반까지 상승했던 동사의 라면 시장 점유율이 지금은 50%중반대로 하락해 있으며, 가격결정권을 주도적으로 행사하기 어려운 상황에서 원가는 상승 조짐을 보이고 있다. 주력 제품의 강력한 브랜드가 소멸된 것은 아니지만 그렇다고 10위권으로 진입한 경쟁 브랜드(진라면, 진뽕뽕, 삼양라면 등)에 대한 소비자 선호가 갑자기 사라질 것 같지도 않다.

중국, 미국 매출은 성장하지만, 수익성은 부진할 전망: 중국 사업의 경우 사드 영향 축소로 2Q18 매출이 두 자릿수 성장할 것으로 추정하지만, 원가 상승과 프로모션/판촉 증가에 따른 비용 상승으로 수익성은 예상보다 부진할 것으로 전망한다. 미국 법인 역시 10%초반 매출 성장이 가능하겠으나 원가 부담, 판관비 증가로 수익성은 둔화될 것으로 전망한다.

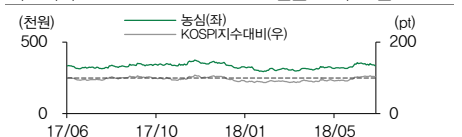
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	2,217	2,208	2,300	2,403	2,512
(증가율)	1.6	-0.4	4.2	4.5	4.5
영업이익	90	96	115	133	146
(증가율)	-24.2	7.4	19.6	15.8	9.1
지배주주순이익	199	91	108	123	133
EPS	32,764	14,905	17,712	20,164	21,885
PER (H/L)	16.5/8.6	25.5/19.4	18.3	16.1	14.9
PBR (H/L)	1.8/1.0	1.3/1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (H/L)	15.6/6.9	10.1/7.2	6.8	5.9	5.3
영업이익률	4.0	4.4	5.0	5.6	5.8
ROE	11.6	5.0	5.8	6.2	6.4

Stock Data

52주 최저/최고	295,000/376,000원
KOSDAQ /KOSPI	818/2,326pt
시가총액	19,769억원
60일-평균거래량	23,867
외국인지분율	23.4%
60일-외국인지분율변동추이	+1.8%p
주요주주	신준호 외 4인 45.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.5	8.3	-3.0
상대기준	5.2	13.5	-0.1

2Q18 실적 Preview 및 투자의견 하향: 2Q18 농심의 매출은 3.1%YoY/증가한 5,529억원으로 대체로 컨센서스에 부합하지만, 영업이익은 컨센서스를 5.8%하회할 것으로 전망한다. 중국과 국내 라면 사업의 기저효과가 있지만 경쟁심화, 시장점유율 회복 지연, 원가 상승 움직임, 판촉비 증가 등을 감안시 지나치게 긍정적인 당사의 실적 추정치 하향이 불가하다. 이러한 국내외 주력 사업부문의 최근 영업상황 변화를 감안하여 18년 ~ 19년 동사의 EPS 추정치를 각각 15.9%, 14.3%하향 조정하며 실적 추정치 하향에 따라 동사의 목표주가를 기존 42만원에서 37만원으로 12%하향한다. 새로운 목표주가는 1년 Forward 실적 기준 Target P/E 20배를 그대로 적용하여 산출했다. 경쟁사들의 P/E대비 당연히 받아왔던 Valuation 프리미엄을 다시 회복하기 위해서는 많은 변화 노력이 필요한 상황이다. 목표주가 하향에 따른 주가 상승 여력 축소로 투자의견을 HOLD로 하향 조정한다.

도표 1. 2Q18 연결기준 농심 실적 Preview

(단위: 억원, %)

	2Q18E	2Q17	%YoY	컨센서스	%차이
매출액	5,529	5,363	3.1	5,549	-0.4
영업이익	219	182	19.8	232	-5.8
세전이익	248	228	9.1	-	-
당기순이익	176	158	11.5	217	-18.8
지배주주순이익	177	159	11.3	227	-21.9

자료: DB금융투자, 감사보고서

도표 2. 농심 연간 실적 하향 조정

(단위: 억원, %)

	2018E			2019E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	23,002	23,560	-2.4	24,030	24,560	-2.2
영업이익	1,152	1,355	-15.0	1,334	1,560	-14.5
세전이익	1,410	1,670	-15.6	1,607	1,880	-14.5
지배주주순이익	1,077	1,280	-15.9	1,226	1,430	-14.3

자료: DB금융투자, 감사보고서

도표 3. 여러분의 최애 라면, 무엇입니까?

(단위: %)

	봉지라면	선호 비율	컵라면	선호 비율
1위	신라면(농심)	27.6	육개장(농심)	19.4
2위	진라면(오뚜기)	14.5	신라면컵(농심)	9.1
3위	너구리(농심)	8.9	새우탕컵(농심)	8.4
4위	안성탕면(농심)	7.0	김치사발면(농심)	7.6
5위	삼양라면(삼양식품)	5.8	왕뚜껑(팔도)	6.6
6위	올리브파파티(농심)	3.2	튀김우동(농심)	4.8
7위	진짬뽕(오뚜기)	3.2	참깨라면컵(오뚜기)	4
8위	팔도비빔면(팔도)	3.1	너구리컵(농심)	3.9
9위	무파마탕면(농심)	3.1	무파마 사발면(농심)	3.8
10위	불닭볶음면(삼양식품)	3.0	육개장(오뚜기)	3.7

자료: DB금융투자, 중앙일보 18년 6월 20일자 보도(두잇세베이 5월 14일 ~22일 전국 14~99세 남녀 3,712명 대상 조사)

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,057	986	1,106	1,193	1,272
현금및현금성자산	179	155	259	325	395
매출채권및기타채권	239	239	239	251	262
재고자산	169	172	179	186	195
비유동자산	1,424	1,464	1,482	1,503	1,548
유형자산	1,092	1,122	1,142	1,163	1,209
무형자산	59	61	60	58	57
투자자산	85	77	77	77	77
자산총계	2,481	2,450	2,589	2,696	2,820
유동부채	549	489	544	552	567
매입채무및기타채무	476	440	495	503	518
단기차입금및단기차대	40	12	12	12	12
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	130	120	120	120	120
사채및장기차입금	59	56	56	56	56
부채총계	679	609	663	672	686
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121	121
이익잉여금	1,721	1,788	1,872	1,972	2,082
비배분주주지분	13	13	12	12	11
자본총계	1,802	1,841	1,925	2,024	2,134

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	221	103	233	190	210
당기순이익	199	91	107	122	133
현금유출이없는비용및수익	147	131	115	119	125
유형및무형자산상각비	85	83	90	91	94
영업관련자산부채변동	-80	-95	45	-12	-6
매출채권및기타채권의감소	-13	-8	0	-13	-11
재고자산의감소	1	-9	-7	-7	-9
매입채무및기타채무의증가	-6	-38	55	8	14
투자활동현금흐름	-136	-79	-104	-99	-114
CAPEX	-57	-128	-108	-111	-139
투자자산의순증	-45	8	0	0	0
재무활동현금흐름	-76	-47	-25	-25	-25
사채및차입금의 증가	-53	-31	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	-1	0	0	0
배당금지급	-23	-23	-23	-23	-23
기타현금흐름	1	-1	0	0	0
현금의증가	11	-24	104	66	70
기초현금	169	179	155	259	325
기말현금	179	155	259	325	395

자료: 농심 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,217	2,208	2,300	2,403	2,512
매출원가	1,504	1,474	1,575	1,640	1,709
매출총이익	713	734	725	763	803
판매비	624	638	610	630	658
영업이익	90	96	115	133	146
EBITDA	175	179	205	224	240
영업외손익	144	23	25	27	28
금융손익	8	11	10	11	12
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	136	12	15	16	16
세전이익	233	119	141	161	174
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	199	91	107	122	133
자배분주주지분순이익	199	91	108	123	133
비배분주주지분순이익	0	0	-1	0	-1
총포괄이익	177	62	107	122	133
총감률(%YoY)					
매출액	1.6	-0.4	4.2	4.5	4.5
영업이익	-24.2	7.4	19.6	15.8	9.1
EPS	69.8	-54.5	18.8	13.8	8.5

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	32,764	14,905	17,712	20,164	21,885
BPS	294,260	300,600	314,510	330,871	348,954
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Multiple(배)					
P/E	10.1	23.8	18.3	16.1	14.9
P/B	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.6	9.4	6.8	5.9	5.3
수익성(%)					
영업이익률	4.0	4.4	5.0	5.6	5.8
EBITDA마진	7.9	8.1	8.9	9.3	9.5
순이익률	9.0	4.1	4.7	5.1	5.3
ROE	11.6	5.0	5.8	6.2	6.4
ROA	8.1	3.7	4.3	4.6	4.8
ROIC	7.0	6.5	7.6	8.7	9.2
안정성및기타					
부채비율(%)	37.7	33.1	34.5	33.2	32.2
이자보상배율(배)	26.9	33.5	49.1	56.9	62.0
배당성향(배)	11.6	25.5	21.6	18.9	17.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

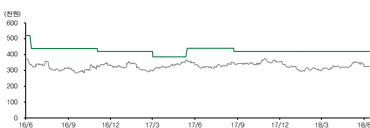
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

농심 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/02/24	Buy	520,000	-25.1 -16.2	16/07/11	Buy	438,000	-28.2 -18.0
16/12/01	Buy	420,000	-22.8 -15.0	17/03/30	Buy	386,000	-14.3 -4.9
17/06/11	Buy	440,000	-24.3 -17.3	17/09/21	Buy	420,000	-21.3 -10.5
18/07/02	Hold	370,000	-				

주: *표는 담당자 변경