

5. 농심 (004370) / BUY (유지) / TP 400,000원 (하향)

2Q18 Preview: 시장기대치를 하회하는 영업실적 예상

농심의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,442억원 (+1.5% YoY), 215억원 (+18.0% YoY)으로, 중국 사드 기저에도 불구하고, 국내 라면시장에서의 경쟁심화에 따른 비용부담으로 시장기대치 (230억원)을 소폭 하회하는 영업실적이 예상된다.

내수 라면의 매출액 성장률은 -0.4% YoY로, 기존제품의 건조한 물량 유지흐름에도 불구하고, 프리미엄제품의 역기저효과로 성장률은 일부 제한적이다. 2Q18은 계절적 비수기인 동시에 경쟁사 신제품 호조에 따라 점유율은 전년동기대비 소폭 하락한 54.4%가 예상되며, 관련된 비용이 일부 부담으로 작용할 가능성이 존재한다. 하반기 프리미엄 베이스효과 마무리 및 기대치대비 높은 메인제품 물량개선, 신제품 호조를 보일 경우 의미있는 점유율 회복이 가능할 전망이다. 스낵의 경우에도 내수시장 내 경쟁강도 증가 영향이 영업실적에 반영될 전망이다.

해외법인의 경우 원달러환율 강세효과를 반영하더라도 미국 및 일본의 지속적인 성장속도 (각각 +6.5%, 16.0% YoY 추정) 및 이익 흐름이 유지되고 있다, 중국은 사드이슈에 대한 베이스효과가 존재한다. 다만 시장지위 회복을 위한 일부 프로모션 등 가능성을 감안한다면 완만한 개선 흐름이 예상된다.

내수 지배력 회복에 대한 기대

최근 라면시장 내 경쟁강도를 고려할 때 점유율 일부 하향조정 및 비용지출 지속에 대한 아쉬움은 잔존한다. 향후 기존라면에 대한 회귀 속도가 개선되거나, 신제품 출시 등 외형확대를 통해 레버리지 효과를 보인다면 유의미한 이익증가를 이끌어낼 것으로 판단한다. 중국 기저효과로 베이스가 부담은 없으나, 점유율 개선에 대한 가시적인 성과가 필요한 시기이다. 영업실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 기존 42만원에서 40만원으로 하향조정한다. 단 시장지배력 회복 혹은 소재가격 인상에 따른 가격인상 가시성 확보시 안정적인 주가상승을 견인할 전망이다.

〈표1〉 농심 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)				
	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	2Q18C
매출액	544.2	536.3	1.5	556.3
영업이익	21.5	18.2	18.0	23.0
영업이익률 %	4.0	3.4	0.6	4.1
세전이익	31.2	22.8	37.2	29.4
세전이익률 %	5.7	4.2	1.5	5.3
				diff (% , %p)
				(2.2)
				(6.5)
				(0.2)
				6.3
				0.5

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 07월 03일 기준

〈표2〉 농심 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	555.4	536.3	571.7	541.0	557.9	544.2	578.2	570.4	2,204.3	2,250.7	2,330.2
개별 매출액	459.4	453.5	481.0	461.5	469.3	460.0	485.6	480.7	1,855.4	1,895.5	1,935.9
라면	318.5	324.2	346.5	340.2	333.6	325.2	342.0	354.7	1,329.3	1,355.5	1,366.9
내수	284.4	294.1	311.6	307.2	294.6	293.1	306.3	321.2	1,197.3	1,215.2	1,222.4
해외	34.1	30.0	35.0	33.0	39.0	32.1	35.6	33.5	132.1	140.3	144.5
스낵	88.1	83.3	89.6	80.0	87.5	84.3	88.1	82.9	341.0	342.9	348.7
내수	82.9	78.4	84.1	75.1	82.1	79.2	82.7	77.8	320.6	321.8	327.0
해외	5.2	4.9	5.4	4.9	5.4	5.1	5.4	5.2	20.4	21.0	21.8
기타	91.9	87.9	92.2	81.2	96.6	92.8	99.9	83.7	353.3	373.1	389.8
매출에누리	(39.1)	(41.9)	(47.3)	(39.9)	(48.5)	(42.3)	(44.5)	(40.6)	(168.2)	(175.9)	(169.5)
중국	44.5	31.2	39.4	31.4	43.6	35.8	40.6	32.5	146.5	152.5	163.8
미국	55.7	52.6	56.5	59.1	57.9	56.1	59.5	63.6	223.9	237.1	260.7
일본	9.0	9.7	9.7	10.5	11.1	11.2	10.5	10.9	38.9	43.8	45.1
YoY %	(2.2)	1.7	5.2	(5.4)	0.5	1.5	1.1	5.4	(0.3)	2.1	3.5
개별 매출액	(3.9)	2.9	4.9	(4.8)	2.2	1.4	1.0	4.2	(0.4)	2.2	2.1
라면	(6.3)	2.2	5.8	(6.7)	4.7	0.3	(1.3)	4.3	(1.5)	2.0	0.8
내수	(6.8)	3.9	4.3	(7.6)	3.6	(0.4)	(1.7)	4.6	(1.8)	1.5	0.6
해외	(2.3)	(12.2)	22.0	1.8	14.5	7.0	2.0	1.5	1.5	6.2	3.0
스낵	6.9	4.5	8.6	(2.7)	(0.7)	1.1	(1.6)	3.6	4.3	0.5	1.7
내수	8.6	6.2	9.1	(2.0)	(0.9)	1.0	(1.7)	3.5	5.5	0.4	1.6
해외	(14.7)	(16.3)	1.3	(12.1)	3.6	3.5	0.0	5.0	(10.7)	3.0	3.5
기타	0.6	7.1	3.6	4.5	5.1	5.6	8.3	3.1	3.8	5.6	4.5
중국	(3.8)	(24.4)	(8.2)	(19.3)	(2.0)	14.8	3.0	3.6	(13.5)	4.1	7.4
미국	7.8	9.8	14.6	6.3	3.9	6.5	5.4	7.7	9.5	5.9	10.0
일본	8.8	5.4	19.5	15.1	23.9	16.0	7.8	3.5	12.1	12.4	3.0
연결 영업이익	32.5	18.2	31.3	14.3	34.4	21.5	28.0	29.1	96.4	113.0	123.6
개별	26.1	15.8	23.6	10.5	28.3	14.7	20.4	25.0	76.1	88.4	92.8
중국	0.2	(3.0)	1.6	(1.4)	1.6	1.3	1.9	(0.9)	(2.6)	4.0	5.8
미국	4.2	3.3	3.0	2.0	1.5	3.1	3.6	2.9	12.5	11.1	15.4
일본	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.1	0.7	1.0	1.0
YoY %	0.2	47.0	37.7	(35.1)	6.0	18.0	(10.7)	103.1	7.4	17.3	9.4
OPM %	5.8	3.4	5.5	2.7	6.2	4.0	4.8	5.1	4.4	5.0	5.3
개별	5.7	3.5	4.9	2.3	6.0	3.2	4.2	5.2	7.4	5.0	5.2
중국	0.4	(9.6)	4.1	(4.4)	3.7	3.6	4.7	(2.7)	(1.8)	2.6	3.5
미국	7.6	6.2	5.3	3.4	2.7	5.5	6.0	4.5	5.6	4.7	5.9
일본	1.1	2.2	3.0	0.9	1.8	2.5	3.5	1.0	1.8	2.2	2.2

자료: 농심, 하이투자증권

〈표3〉 농심 라면·스낵 내수 매출액 추정 기본가정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
라면 매출액	318.5	324.2	346.5	340.2	333.6	325.2	342.0	354.7	1,329.3	1,355.5	1,366.9
YoY %	-6.3%	2.2%	5.8%	-6.7%	4.7%	0.3%	-1.3%	4.3%	-1.5%	2.0%	0.8%
내수	284.4	294.1	311.6	307.2	294.6	293.1	306.3	321.2	1,197.3	1,215.2	1,222.4
YoY %	-6.8%	3.9%	4.3%	-7.6%	3.6%	-0.4%	-1.7%	4.6%	-1.8%	1.5%	0.6%
내수 라면시장	504.2	533.0	558.5	535.0	549.6	538.3	547.3	564.5	2,130.7	2,199.7	2,215.1
YoY %	-10.4%	1.7%	4.7%	-8.7%	9.0%	1.0%	-2.0%	5.5%	-3.4%	3.2%	0.7%
농심 M/S	56.4%	55.2%	55.8%	57.4%	53.6%	54.4%	56.0%	56.9%	56.2%	55.2%	55.2%
농심 Q (백만식)	465.4	477.5	510.1	507.1	481.9	476.7	501.1	530.0	1,960.1	1,989.8	2,000.9
YoY %	-9.3%	-1.5%	0.7%	-11.0%	3.5%	-0.2%	-1.8%	4.5%	-5.5%	1.5%	0.6%
ASP (원)	611.1	616.0	610.7	605.7	611.4	614.8	611.2	605.9	610.8	610.7	610.9
YoY %	2.8%	5.5%	3.6%	3.8%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.0%	3.9%	0.0%	0.0%
스낵 매출액	34.1	30.0	35.0	33.0	39.0	32.1	35.6	33.5	132.1	140.3	144.5
YoY %	-2.3%	-12.2%	22.0%	1.8%	14.5%	7.0%	2.0%	1.5%	1.5%	6.2%	3.0%
내수	88.1	83.3	89.6	80.0	87.5	84.3	88.1	82.9	341.0	342.9	348.7
YoY %	6.9%	4.5%	8.6%	-2.7%	-0.7%	1.1%	-1.6%	3.6%	4.3%	0.5%	1.7%
내수 스낵시장	82.9	78.4	84.1	75.1	82.1	79.2	82.7	77.8	320.6	321.8	327.0
YoY %	8.6%	6.2%	9.1%	-2.0%	-0.9%	1.0%	-1.7%	3.5%	5.5%	0.4%	1.6%
농심 M/S	250.6	248.3	273.2	246.0	260.8	250.8	267.8	254.6	1,018.1	1,033.9	1,044.3
농심 Q (백만식)	0.1%	5.4%	7.3%	-3.0%	4.1%	1.0%	-2.0%	3.5%	2.4%	1.6%	1.0%
YoY %	33.1%	31.6%	30.8%	30.5%	31.5%	31.6%	30.9%	30.5%	31.5%	31.1%	31.3%
ASP (원)	93.9	91.8	97.3	88.0	95.9	92.3	95.3	89.8	371.0	373.3	378.2
YoY %	2.8%	5.1%	7.0%	-0.1%	2.2%	0.5%	-2.0%	2.0%	3.7%	0.6%	1.3%

자료: 농심, 하이투자증권

〈표4〉 농심 목표주가 변경

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	2,208.3	2,250.7	2,330.2	2,401.4	2,479.7	2,563.8
YoY %		1.9	3.5	3.1	3.3	3.4
당기순이익	90.7	100.1	115.2	119.1	122.7	126.6
YoY %		10.4	15.0	3.4	3.0	3.1
Margin (%)	4.1	4.4	4.9	5.0	4.9	4.9
보통주 배당액	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1
Payout ratio (%)	25.5	23.1	20.1	19.4	18.8	18.3
자본총계 (기초)	1,802.4	1,841.1	1,889.3	1,952.4	2,019.6	2,090.3
Growth (%)		2.1	2.6	3.3	3.4	3.5
ROE (%)		5.5	6.2	6.2	6.2	6.2
COE (%)		4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
ROE-COE (%)		0.7	1.4	1.4	1.4	1.4
Residual Income		13.3	26.3	27.6	28.1	28.6
NPV of RI	109					
NPV of CV	470					
RI	29.6					
ROIC (%)	4.8%					
COE (%)	4.8%					
Terminal Growth	3.5%					
CV	622					
자본총계 (기초)	1,802					
Equity Value	2,381					
주식수 (천주)	6,083					
Fair Price-RIM Model (원)	391,513					
목표주가 (원)	400,000					

자료: 하이투자증권 추정

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원/%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	986	1,033	1,133	1,220	매출액	2,208	2,251	2,330	2,401
현금 및 현금성자산	155	148	173	175	증가율(%)	-0.4	1.9	3.5	3.1
단기금융자산	396	456	524	603	매출원가	1,474	1,522	1,566	1,614
매출채권	239	236	245	252	매출총이익	734	729	764	788
재고자산	172	171	173	173	판매비와관리비	638	621	641	659
비유동자산	1,464	1,465	1,424	1,402	연구개발비	6	6	6	6
유형자산	1,122	1,123	1,082	1,060	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	61	61	61	61	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,450	2,497	2,557	2,622	영업이익	96	113	124	129
유동부채	489	488	485	483	증가율(%)	7.4	11.9	14.6	4.3
매입채무	236	229	219	209	영업이익률(%)	4.4	4.8	5.3	5.4
단기차입금	12	12	12	12	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	0	0	0	0	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	120	120	120	120	지분법이익(손실)	-	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	12	10	10	10
장기차입금	56	56	56	56	세전계속사업이익	119	134	154	159
부채총계	609	608	605	602	법인세비용	29	34	38	40
지배주주지분	1,828	1,882	1,945	2,012	세전계속이익률(%)	5.4	6.0	6.6	6.6
자본금	30	30	30	30	당기순이익	91	100	115	119
자본잉여금	121	121	121	121	순이익률(%)	4.1	4.4	4.9	5.0
이익잉여금	1,788	1,870	1,962	2,058	지배주주귀속 순이익	91	105	115	119
기타자본항목	-81	-81	-81	-81	기타포괄이익	-29	-29	-29	-29
비지배주주지분	13	8	8	8	총포괄이익	62	71	86	90
자본총계	1,841	1,889	1,952	2,020	지배주주귀속총포괄이익	62	71	86	90

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	103	193	201	207	주당지표(원)				
당기순이익	91	100	115	119	EPS	14,905	17,302	18,932	19,580
유형자산감가상각비	-	82	82	82	BPS	300,600	309,357	319,744	330,779
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	15,098	30,966	32,603	33,257
지분법관련손실(이익)	-	0	0	0	DPS	4,000	4,000	4,000	4,000
투자활동 현금흐름	-79	-136	-135	-140	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-128	-75	-65	-60	PER	23.8	18.0	16.5	15.9
무형자산의 처분(취득)	-5	-	-	-	PBR	1.2	1.0	1.0	0.9
금융상품의 증감	47	-59	-68	-79	PCR	23.4	10.1	9.6	9.4
재무활동 현금흐름	-47	-23	-23	-23	EV/EBITDA	17.1	7.1	6.1	5.6
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	5.0	5.7	6.0	6.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.4	8.5	8.9	8.8
배당금지급	-23	-23	-23	-23	부채비율	33.1	32.2	31.0	29.8
현금및현금성자산의증감	-24	-7	25	2	순부채비율	-26.3	-28.4	-32.2	-35.1
기초현금및현금성자산	179	155	148	173	매출채권회전율(x)	9.2	9.5	9.7	9.7
기말현금및현금성자산	155	148	173	175	재고자산회전율(x)	12.9	13.1	13.6	13.9

자료 : 농심, 하이투자증권 리서치센터