

농심(004370)

2Q18 Preview: 의미 있는 해외 성장

영업이익 11% 증가 예상

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 4.8%, 11.3% 증가해 영업이익 기준으로 컨센서스를 9.5% 하회할 전망이다. 내수라면 점유율 개선이 더딘 가운데, 중국과 미국 등 해외 매출액이 두자릿수대로 증가하는 호조세를 기록할 것으로 예상된다. 국내외에서 포장재 등 재료비가 오르고, 해외에서 마케팅비 지출이 다소 늘어 영업이익률은 전년동기 3.4%에서 3.6%로 소폭 개선될 것이다.

미국의 성장, 중국의 회복 지켜볼 만

중국 매출액은 2분기에 전년동기대비 11.1% 증가할 전망이다. 사드 여파를 완전히 벗어난 것은 아니지만 월간 개선 추세가 감지된다. 1분기에 원화강세 영향으로 3.9%의 성장률을 기록했던 미국 매출액도 이번 분기에는 12.3% 증가할 것이다. Walmart, Costco 점포당 매출액이 늘고, 판매망도 넓어지고 있다. 이들 현지 법인의 판매 이외에 호주 등 타 지역으로의 수출도 13% 성장할 것으로 예상된다. 다만 2분기부터 제품 리뉴얼과 광고/판촉 활동이 확대돼 마진율 개선 속도는 둔화될 전망이다. 그래도 사드로 인한 적자가 컸기 때문에 중국과 미국의 합산 영업이익은 전년동기 3억원에서 31억원으로 증가할 것이다.

해외 성장 이어지고 국내도 회복된다면...

동사에 대해 목표주가 430,000원, 매수 의견을 유지한다. 당분간 중국과 미국의 성장이 지속되고, 국내에서도 경쟁사의 여름 제품 프로모션의 악영향이 점차 약해질 전망이다. 특히 하반기 국내에서 실적 개선에 도움이 될 extension 제품을 포함한 신제품 출시가 여러 개 예정되어 있고 미국에서 라면가격이 오를 개연성도 있다. 연말에는 국내 라면가격 인상도 기대해볼 만하다. 최저임금 인상과 부자재 비용 증가로 가격 인상 명분이 강화되고 있고 경쟁사들도 투자 부담이 커 가격을 올려야 할 필요성이 커졌기 때문이다. 2018년 예상 PER은 17.5배에 불과해 올해 들어 특히 주가 상승률이 큰 중국/일본 peer 그룹대비 현저하게 저평가되어 있다. 중기적 호흡으로 주식을 매집할 때라 판단된다.

매수(유지)

목표주가: 430,000원(유지)

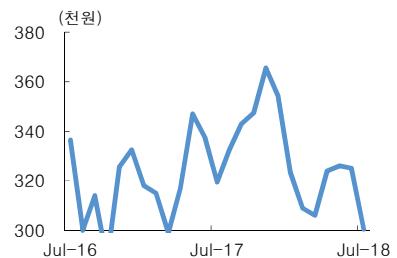
Stock Data

KOSPI(7/10)	2,294
주가(7/10)	300,500
시가총액(십억원)	1,828
발행주식수(백만)	6
52주 최고/최저가(원)	376,000/295,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,292
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.6/23.8
주요주주(%)	신촌호 외 4 인
	45.5
	국민연금
	10.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.3)	(10.6)	(5.4)
KOSPI 대비(%p)	(7.8)	(2.3)	(1.7)

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	2,217	90	199	34,464	69.8	175	9.6	8.2	1.1	11.6	1.2
2017A	2,208	96	91	15,678	(54.5)	179	22.6	8.9	1.1	5.0	1.1
2018F	2,317	111	99	17,130	9.3	193	17.5	6.4	0.9	5.3	1.3
2019F	2,484	138	121	20,940	22.2	221	14.4	5.5	0.9	6.2	2.0
2020F	2,639	162	140	24,266	15.9	246	12.4	4.8	0.8	6.9	2.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

〈표 1〉 2분기 연결 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	컨센서스	차이
매출액	561.9	536.3	4.8	563.1	(0.2)	556.9	0.9
매출총이익	171.4	176.4	(2.9)	179.7	(4.6)		
판관비	151.1	158.2	(4.5)	145.3	4.0		
영업이익	20.3	18.2	11.3	34.4	(41.0)	22.5	(9.5)
금융수익	3.9	3.7	7.6	5.9	(33.6)		
금융비용	1.9	1.7	7.7	2.4	(21.7)		
세전이익	25.1	22.8	10.2	41.8	(40.0)	27.6	(9.0)
지배주주순이익	19.0	15.9	19.5	32.1	(40.6)	20.8	(8.4)
매출원가율	69.5	67.1		68.1			
판관비율	26.9	29.5		25.8			
영업이익률	3.6	3.4		6.1		4.0	
세전이익률	4.5	4.2		7.4		5.0	
지배주주순이익률	3.4	3.0		5.7		3.7	

자료: Dataguide, 한국투자증권

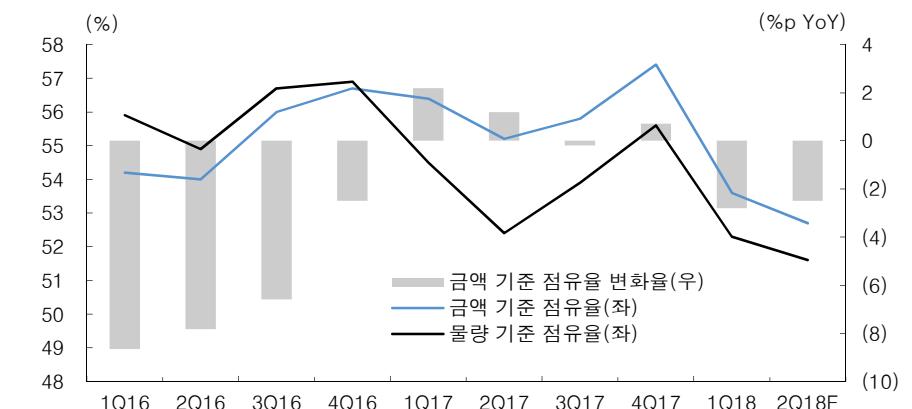
〈표 2〉 PER 프리미엄 동향

(단위: 원, 배)

	수정 EPS	2017	2018F	2019F
		15,701	17,135	20,946
농심	수정 PER (A)	22.5	17.5	14.3
한국 음식료	PER (B)	20.5	16.5	15.3
Global 라면회사	PER (C)	24.4	26.5	24.4
농심 PER 프리미엄	(A/B-1)	10.0%	6.4%	(6.4%)
	(A/C-1)	(7.7%)	(33.9%)	(41.2%)

자료: 한국투자증권

[그림 1] 라면 시장 점유율 동향



자료: 농심, 한국투자증권

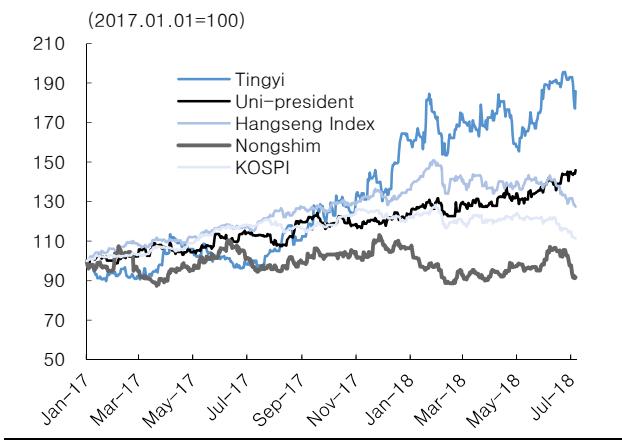
〈표 3〉 부문별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	555.4	536.3	571.7	544.9	563.1	561.9	596.7	595.4	2,217.0	2,208.3	2,317.0	2,484.2
별도	459.4	453.5	481.0	461.5	469.3	467.6	495.0	495.2	1,862.2	1,855.4	1,927.1	2,033.9
라면	318.5	324.2	346.5	340.2	333.6	334.9	360.5	370.9	1,349.5	1,329.3	1,399.9	1,474.7
스낵	88.1	83.3	89.6	80.0	87.5	86.3	92.3	84.4	326.8	341.0	350.4	360.2
음료	27.8	40.4	42.0	26.8	29.1	45.7	44.9	28.2	131.6	137.0	147.9	170.2
미국	55.7	52.6	56.5	59.1	57.9	59.1	62.7	68.2	204.5	223.9	247.9	287.3
중국	44.5	31.2	39.4	31.4	43.6	34.7	42.5	35.4	169.3	146.5	156.2	178.1
일본	9.0	9.7	9.7	10.5	11.1	11.2	11.4	12.7	34.8	38.9	46.5	49.9
매출원가	368.2	359.9	376.2	369.6	383.4	390.5	405.8	416.6	1,503.7	1,473.9	1,596.2	1,686.6
별도	314.8	315.9	331.6	322.9	334.0	339.0	353.9	359.0	1,318.6	1,285.2	1,386.0	1,443.9
판관비	154.7	158.2	164.2	161.0	145.3	151.1	155.7	158.0	623.6	638.0	610.0	659.1
별도	118.5	121.8	125.8	128.1	106.9	113.2	112.4	117.7	474.5	494.1	450.1	471.9
영업이익	32.5	18.2	31.3	14.3	34.4	20.3	35.3	20.8	89.7	96.4	110.8	138.4
별도	26.1	15.8	23.6	10.5	28.3	15.4	28.7	18.6	69.1	76.1	91.0	118.2
미국	4.2	3.3	3.0	2.0	1.5	2.4	3.4	4.5	10.2	12.5	11.9	13.8
중국	0.2	(3.0)	1.6	(1.4)	1.6	0.7	1.3	(0.5)	5.6	(2.6)	3.1	5.2
일본	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.4	0.2	0.6	0.7	1.0	1.3
세전이익	40.2	22.8	37.6	18.9	41.8	25.1	41.1	22.4	233.3	119.4	130.5	159.5
순이익	29.8	15.8	29.0	16.1	32.1	19.1	31.2	16.7	199.2	90.7	99.1	121.1
(%, YoY)												
매출액	(2.2)	1.7	4.4	(5.1)	1.4	4.8	4.4	9.3	1.6	(0.4)	4.9	7.2
별도	(3.9)	2.9	4.9	(4.8)	2.2	3.1	2.9	7.3	(0.9)	(0.4)	3.9	5.5
라면	(6.3)	2.2	5.8	(6.7)	4.7	3.3	4.0	9.0	(1.3)	(1.5)	5.3	5.3
스낵	6.9	4.5	8.6	(2.7)	(0.7)	3.5	3.0	5.4	(2.0)	4.3	2.8	2.8
음료	10.3	13.2	(1.2)	(5.0)	4.7	13.0	7.0	5.3	29.3	4.1	8.0	15.0
미국	7.8	9.8	14.6	6.3	3.9	12.3	11.0	15.5	17.3	9.5	10.7	15.9
중국	(3.8)	(24.4)	(8.2)	(19.3)	(2.0)	11.1	8.0	12.8	16.6	(13.5)	6.7	14.0
일본	8.8	5.4	19.5	15.1	23.9	16.0	17.0	20.7	28.4	12.1	19.3	7.3
매출원가	(4.9)	0.3	2.1	(5.0)	4.1	8.5	7.9	12.7	(0.4)	(2.0)	8.3	5.7
별도	(6.5)	0.0	1.7	(5.1)	6.1	7.3	6.7	11.2	(0.9)	(2.5)	7.8	4.2
판관비	4.2	1.3	5.0	(1.0)	(6.1)	(4.5)	(5.2)	(1.8)	12.6	2.3	(4.4)	8.0
별도	5.0	1.5	7.7	2.6	(9.8)	(7.1)	(10.7)	(8.1)	7.3	4.1	(8.9)	4.8
영업이익	0.2	47.0	37.7	(35.1)	6.0	11.3	12.6	45.2	(24.2)	7.4	15.0	24.9
별도	(8.9)	220.8	49.0	(46.6)	8.3	(2.4)	21.5	77.2	(34.4)	10.1	19.7	29.8
미국	103.3	69.2	(23.1)	(13.0)	(63.2)	(27.6)	14.7	123.1	91.7	22.1	(4.9)	15.9
중국	(92.6)	(209.4)	(21.2)	5.8	875.5	123.1	(21.8)	65.8	109.5	(146.4)	220.4	65.3
일본	(33.8)	240.9	(50.1)	79.1	98.2	1.1	20.0	120.5	11,600.0	8.9	39.2	37.9
세전이익	(74.3)	10.8	20.8	(25.6)	4.0	10.2	9.5	18.6	52.0	(48.8)	9.3	22.2
순이익	(79.3)	6.6	25.7	(8.5)	7.9	20.5	7.6	3.8	69.7	(54.5)	9.3	22.2
(%, 매출액대비)												
매출원가	66.3	67.1	65.8	67.8	68.1	69.5	68.0	70.0	67.8	66.7	68.9	67.9
별도	68.5	69.7	68.9	70.0	71.2	72.5	71.5	72.5	70.8	69.3	71.9	71.0
판관비	27.9	29.5	28.7	29.5	25.8	26.9	26.1	26.5	28.1	28.9	26.3	26.5
별도	25.8	26.9	26.2	27.8	22.8	24.2	22.7	23.8	25.5	26.6	23.4	23.2
영업이익	5.8	3.4	5.5	2.6	6.1	3.6	5.9	3.5	4.0	4.4	4.8	5.6
별도	5.7	3.5	4.9	2.3	6.0	3.3	5.8	3.7	3.7	4.1	4.7	5.8
미국	7.6	6.2	5.3	3.4	2.7	4.0	5.5	6.7	5.0	5.6	4.8	4.8
중국	0.4	(9.6)	4.1	(4.4)	3.7	2.0	3.0	(1.3)	3.3	(1.8)	2.0	2.9
일본	1.1	2.2	3.0	0.9	1.8	1.9	3.1	1.7	1.9	1.8	2.1	2.7

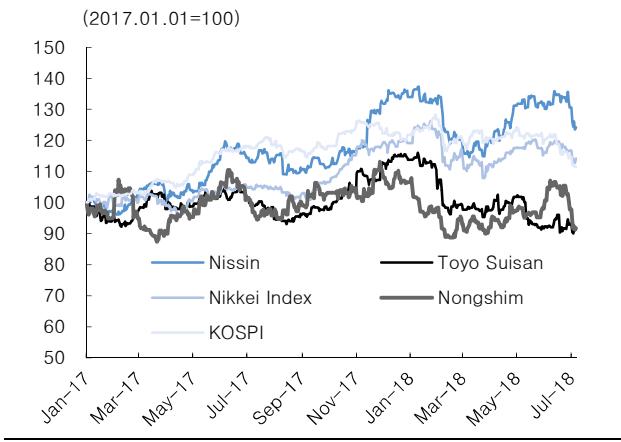
자료: 농심, 한국투자증권

[그림 2] 라면 global peers 주가 추이 1



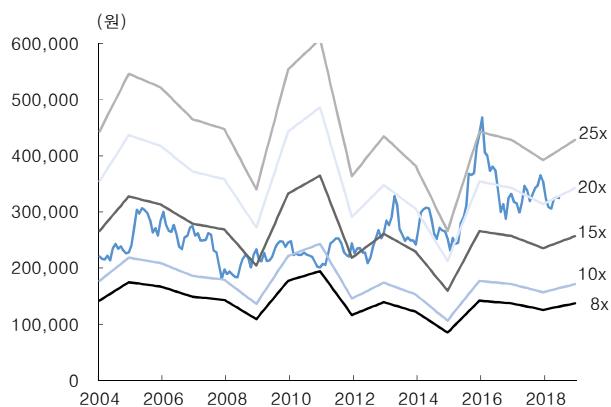
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 라면 global peers 주가 추이 2



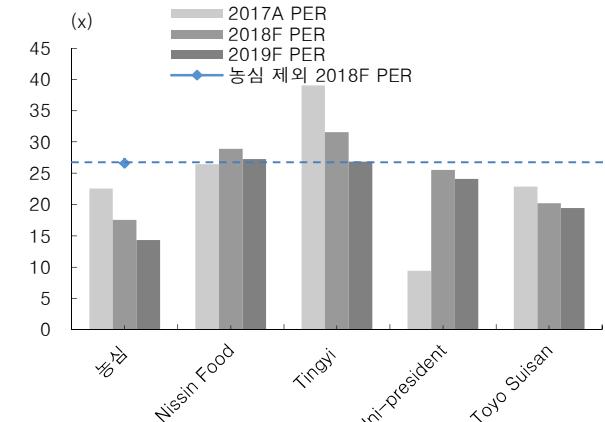
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 5] Global peer와의 PER 비교

주: 7월 10일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

농심은 65년 9월 설립되었으며 76년 6월에 상장되었다. 주요 사업 부문으로 라면 제조 및 판매와 과자류 제조, 가공 및 판매를 하고 있으며, 특히 신라면을 필두로 한 라면부문은 국내 시장점유율 1위를 달리고 있고 스낵 시장 또한 주력 제품군의 강력한 브랜드 파워에 힘입어 시장점유율 1위를 유지하고 있다. 현재는 국내뿐만 아니라 해외 시장을 개척하기 위해 힘쓰고 있으며 중국, 일본, 미국에 해외법인을 설립하여 해외에서 의미있는 성장을 기대하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,057	986	1,047	1,103	1,185
현금성자산	179	155	181	174	198
매출채권및기타채권	239	239	251	269	285
재고자산	169	172	180	194	206
비유동자산	1,424	1,464	1,489	1,562	1,619
투자자산	85	77	81	86	92
유형자산	1,092	1,122	1,131	1,177	1,210
무형자산	59	61	64	68	73
자산총계	2,481	2,450	2,537	2,665	2,804
유동부채	549	489	496	533	567
매입채무및기타채무	279	440	462	495	526
단기차입금및단기사채	40	12	1	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	130	120	123	128	133
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	59	56	57	57	58
부채총계	679	609	620	661	700
지배주주지분	1,790	1,828	1,904	1,991	2,091
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121	121
기타자본	(81)	(81)	(81)	(81)	(81)
이익잉여금	1,721	1,788	1,864	1,950	2,050
비지배주주지분	13	13	13	13	13
자본총계	1,802	1,841	1,917	2,003	2,103

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,217	2,208	2,317	2,484	2,639
매출원가	1,504	1,474	1,596	1,687	1,773
매출총이익	713	734	721	798	866
판매관리비	624	638	610	659	704
영업이익	90	96	111	138	162
금융수익	21	22	16	16	17
이자수익	10	11	10	11	11
금융비용	13	11	7	7	7
이자비용	3	3	2	2	2
기타영업외손익	136	12	11	12	13
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	233	119	130	160	185
법인세비용	34	29	31	38	44
연결당기순이익	199	91	99	121	140
지배주주지분순이익	199	91	99	121	140
기타포괄이익	(22)	(29)	0	0	0
총포괄이익	177	62	99	121	140
지배주주지분포괄이익	178	63	99	121	140
EBITDA	175	179	193	221	246

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	221	103	164	211	230
당기순이익	199	91	99	121	140
유형자산감가상각비	84	82	81	82	82
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(80)	(95)	(19)	5	5
기타	17	24	2	2	2
투자활동현금흐름	(135)	(79)	(105)	(183)	(166)
유형자산투자	(57)	(128)	(90)	(128)	(115)
유형자산매각	9	1	0	0	0
투자자산순증	(82)	54	(4)	(6)	(5)
무형자산순증	(4)	(5)	(4)	(6)	(6)
기타	(1)	(1)	(7)	(43)	(40)
재무활동현금흐름	(77)	(47)	(34)	(35)	(40)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(55)	(24)	(11)	(0)	0
배당금지급	(23)	(23)	(23)	(23)	(35)
기타	0	0	0	(12)	(5)
기타현금흐름	1	(1)	0	0	0
현금의증가	11	(24)	25	(7)	24

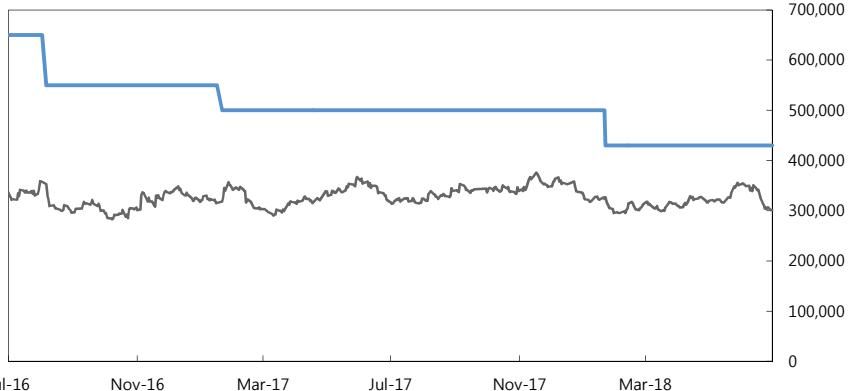
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	34,464	15,678	17,130	20,940	24,266
BPS	307,539	313,880	326,362	340,566	356,981
DPS	4,000	4,000	4,000	6,000	7,000
성장성(%), YoY					
매출증가율	1.6	(0.4)	4.9	7.2	6.2
영업이익증가율	(24.2)	7.4	15.0	24.9	17.3
순이익증가율	69.8	(54.5)	9.3	22.2	15.9
EPS증가율	69.8	(54.5)	9.3	22.2	15.9
EBITDA증가율	(11.6)	2.5	7.6	14.6	11.1
수익성(%)					
영업이익률	4.0	4.4	4.8	5.6	6.2
순이익률	9.0	4.1	4.3	4.9	5.3
EBITDA Margin	7.9	8.1	8.3	8.9	9.3
ROA	8.1	3.7	4.0	4.7	5.1
ROE	11.6	5.0	5.3	6.2	6.9
배당수익률	1.2	1.1	1.3	2.0	2.3
배당성향	11.6	25.5	23.4	28.7	28.8
안정성					
순차입금(십억원)	(523)	(484)	(517)	(539)	(589)
차입금/자본총계비율(%)	5.5	3.7	3.0	2.9	2.8
Valuation(X)					
PER	9.6	22.6	17.5	14.4	12.4
PBR	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	8.9	6.4	5.5	4.8

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
농심(004370)	2016.06.13	매수	650,000원	-46.3	-41.6
	2016.08.16	매수	550,000원	-42.8	-36.5
	2017.01.31	매수	500,000원	-33.2	-24.8
	2018.01.31	1년경과		-35.3	-35.3
	2018.02.01	매수	430,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 10일 현재 농심 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.