

2018/08/16

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

농심(004370)

시장지배력 회복에 대한 기대

Buy (Maintain)

■ 내수 라면 물량하락에 따른 부담 확대, 기대치 하회 시현

농심의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,266억원 (-1.8% YoY), 65억원 (-64.6% YoY)으로, 국내 라면시장에서의 경쟁심화에 따른 비용부담으로 시장기대치 (217억원)을 하회하는 영업실적을 시현했다.

내수 라면의 매출액 성장률은 -2.6% YoY로, 판매량 감소 영향이 두드러졌다. 라면시장이 +1.6% YoY 성장했음을 감안할 때 농심의 시장점유율 하락 (2Q17 55.2% → 2Q18 52.9%)은 높아진 경쟁강도 대비 신제품 등 미흡한 대응 측면에서 아쉽다. 물량축소와 동시에 판관비용 부담 및 제조원가 상승이 영업이익 하락에 주 요인으로 작용했다. 하반기 메인제품의 물량개선, 신제품 호조시 시장지배력의 회복이 가능하나, 원가 및 판관부담 지속 흐름 및 3Q18 전년동기 추석시점에 따른 역기저효과 가능성 등을 고려할 때 당분간 시장기대치는 다소 낮은 수준에서 형성될 가능성에 무게를 실는다.

스낵의 경우 내수시장 경쟁강도는 증가했으나, 신제품효과로 +3.8% YoY의 외형성장 및 전년동기 수준의 점유율 (31.6%)을 유지했다. 이밖에 이른 무더위효과로 인한 백산수, 카프리썬 등 음료 매출액이 +6.2% YoY 증가했다.

해외법인의 경우 원달러환율 강세효과를 반영하더라도 미국 및 일본의 지속적인 성장속도 (각각 +9.2%, +22.3% YoY) 및 이익 흐름이 유지되고 있다. 중국은 사드이슈에 대한 베이스효과가 존재하나, 시장지위 회복을 위한 일부 프로모션 등을 감안한다면 완만한 개선 흐름이 예상된다.

■ 시장지배력 회복에 대한 기대

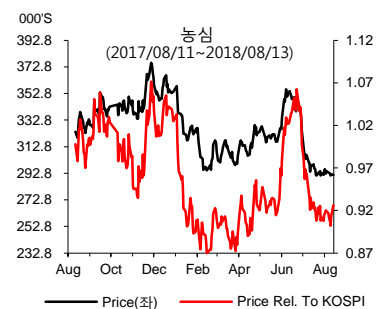
최근 라면시장 내 경쟁강도를 고려시 점유율 하향흐름 및 비용지출 지속에 대한 아쉬움이 잔존한다. 향후 지배력 회귀속도가 개선되거나, 신제품 출시 등 외형확대를 통한 레버리지 효과가 유의미한 이익증가를 이끌어낼 것으로 판단하나, 단기 내 급격한 시장변화에 대한 가정은 다소 부담스럽다. 중국은 기저효과로 베이스가 부담은 없으나, 회복에 대한 가시적인 성과가 필요한 시기이다. 영업실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 기존 40만원에서 37만원으로 하향조정한다. 향후 시장지배력 회복 혹은 소재가격 인상에 따른 가격 인상 가시성 확보시 이익개선을 통한 주가상승을 기대해볼 필요가 있다.

목표주가(12M)	370,000원
종가(2018/08/14)	277,500원

Stock Indicator

자본금	30십억원
발행주식수	608만주
시가총액	1,773십억원
외국인지분율	22.6%
배당금(2017)	4,000원
EPS(2018E)	14,332원
BPS(2018E)	306,387원
ROE(2018E)	4.7%
52주 주가	291,000~376,000원
60일평균거래량	20,868주
60일평균거래대금	6.7십억원

Price Trend



<표1> 농심 2Q18 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

	2Q18	2Q17	YoY %	하이추정치	diff (% , %p)	Consensus	diff (% , %p)
매출액	526.6	536.3	(1.8)	544.2	(3.2)	554.4	(5.0)
영업이익	6.5	18.2	(64.6)	21.5	(70.0)	21.7	(70.2)
영업이익률 %	1.2	3.4	(2.2)	4.0	(2.7)	3.9	(2.7)
세전이익	11.7	11.7	0.0	31.2	(62.4)	27.0	(56.4)
세전이익률 %	2.2	2.2	0.0	5.7	(3.5)	4.9	(2.6)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2018년 08월 14일 기준

<표2> 농심 라면·스낵 내수 매출액 추정 기본가정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
라면 매출액	318.5	324.2	346.5	340.2	333.6	322.8	340.5	354.7	1,329.3	1,351.6	1,363.1
YoY %	-6.3%	2.2%	5.8%	-6.7%	4.7%	-0.4%	-1.7%	4.3%	-1.5%	1.7%	0.9%
내수	284.4	294.1	311.6	307.2	294.6	286.4	304.9	321.2	1,197.3	1,207.0	1,214.2
YoY %	-6.8%	3.9%	4.3%	-7.6%	3.6%	-2.6%	-2.2%	4.6%	-1.8%	0.8%	0.6%
내수 라면시장	504.2	533.0	558.5	535.0	549.5	541.7	552.9	567.1	2,130.7	2,211.3	2,226.8
YoY %	-10.4%	1.7%	4.7%	-8.7%	9.0%	1.6%	-1.0%	6.0%	-3.4%	3.8%	0.7%
농심 M/S	56.4%	55.2%	55.8%	57.4%	53.6%	52.9%	55.1%	56.6%	56.2%	54.6%	54.5%
농심 Q (백만식)	465.4	477.5	510.1	507.1	481.9	460.4	498.7	530.0	1,960.1	1,971.0	1,982.0
YoY %	-9.3%	-1.5%	0.7%	-11.0%	3.5%	-3.6%	-2.2%	4.5%	-5.5%	0.6%	0.6%
ASP (원)	611.1	616.0	610.7	605.7	611.4	622.1	611.3	605.9	610.8	612.4	612.6
YoY %	2.8%	5.5%	3.6%	3.8%	0.0%	1.0%	0.1%	0.0%	3.9%	0.3%	0.0%
해외수출	34.1	30.0	35.0	33.0	39.0	36.4	35.6	33.5	132.1	144.6	148.9
YoY %	-2.3%	-12.2%	22.0%	1.8%	14.5%	21.3%	2.0%	1.5%	1.5%	9.5%	3.0%
스낵 매출액	88.1	83.3	89.6	80.0	87.5	86.2	88.1	82.9	341.0	344.7	350.7
YoY %	6.9%	4.5%	8.6%	-2.7%	-0.7%	3.4%	-1.6%	3.6%	4.3%	1.1%	1.7%
내수	82.9	78.4	84.1	75.1	82.1	81.4	82.7	77.8	320.6	324.0	329.2
YoY %	8.6%	6.2%	9.1%	-2.0%	-0.9%	3.8%	-1.7%	3.5%	5.5%	1.1%	1.6%
내수 스낵시장	250.6	248.3	273.2	246.0	260.7	256.7	266.4	254.6	1,018.1	1,038.3	1,048.7
YoY %	0.1%	5.4%	7.3%	-3.0%	4.0%	3.4%	-2.5%	3.5%	2.4%	2.0%	1.0%
농심 M/S	33.1%	31.6%	30.8%	30.5%	31.5%	31.7%	31.0%	30.5%	31.5%	31.2%	31.4%
농심 Q (백만식)	93.9	91.8	97.3	88.0	95.9	95.6	95.3	89.8	371.0	376.6	381.5
YoY %	2.8%	5.1%	7.0%	-0.1%	2.2%	4.1%	-2.0%	2.0%	3.7%	1.5%	1.3%
ASP (원)	883.1	854.3	864.9	853.6	856.2	851.2	867.5	866.4	864.2	860.2	862.8
YoY %	5.7%	1.0%	1.9%	-1.9%	-3.0%	-0.4%	0.3%	1.5%	1.7%	-0.5%	0.3%
해외수출	5.2	4.9	5.4	4.9	5.4	4.8	5.4	5.2	20.4	20.7	21.5
YoY %	-14.7%	-16.3%	1.3%	-12.1%	3.6%	-2.1%	0.0%	5.0%	-10.7%	1.6%	3.5%

자료: 농심, 하이투자증권

<표3> 농심 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	555.4	536.3	571.7	541.0	557.9	526.6	576.9	570.4	2,204.3	2,231.9	2,332.0
개별 매출액											
라면	318.5	324.2	346.5	340.2	333.6	322.8	340.5	354.7	1,329.3	1,351.6	1,363.1
내수	284.4	294.1	311.6	307.2	294.6	286.4	304.9	321.2	1,197.3	1,207.0	1,214.2
해외	34.1	30.0	35.0	33.0	39.0	36.4	35.6	33.5	132.1	144.6	148.9
스낵	88.1	83.3	89.6	80.0	87.5	86.2	88.1	82.9	341.0	344.7	350.7
내수	82.9	78.4	84.1	75.1	82.1	81.4	82.7	77.8	320.6	324.0	329.2
해외	5.2	4.9	5.4	4.9	5.4	4.8	5.4	5.2	20.4	20.7	21.5
기타	91.9	87.9	92.2	81.2	96.6	93.1	99.9	83.7	353.3	373.3	391.2
매출에누리	(39.1)	(41.9)	(47.3)	(39.9)	(48.5)	(57.9)	(44.3)	(40.6)	(168.2)	(191.3)	(169.1)
중국	44.5	31.2	39.4	31.4	43.6	35.5	40.6	32.5	146.5	152.2	163.4
미국	55.7	52.6	56.5	59.1	57.9	57.5	59.5	63.6	223.9	238.5	262.2
일본	9.0	9.7	9.7	10.5	11.1	11.9	10.5	10.9	38.9	44.4	45.7
YoY %	(2.2)	1.7	5.2	(5.4)	0.5	(1.8)	0.9	5.4	(0.3)	1.3	4.5
개별 매출액	(3.9)	2.9	4.9	(4.8)	2.2	(2.1)	0.7	4.2	(0.4)	1.2	3.1
라면	(6.3)	2.2	5.8	(6.7)	4.7	(0.4)	(1.7)	4.3	(1.5)	1.7	0.9
내수	(6.8)	3.9	4.3	(7.6)	3.6	(2.6)	(2.2)	4.6	(1.8)	0.8	0.6
해외	(2.3)	(12.2)	22.0	1.8	14.5	21.3	2.0	1.5	1.5	9.5	3.0
스낵	6.9	4.5	8.6	(2.7)	(0.7)	3.4	(1.6)	3.6	4.3	1.1	1.7
내수	8.6	6.2	9.1	(2.0)	(0.9)	3.8	(1.7)	3.5	5.5	1.1	1.6
해외	(14.7)	(16.3)	1.3	(12.1)	3.6	(2.1)	0.0	5.0	(10.7)	1.6	3.5
기타	0.6	7.1	3.6	4.5	5.1	5.9	8.3	3.1	3.8	5.7	4.8
중국	(3.8)	(24.4)	(8.2)	(19.3)	(2.0)	13.8	3.0	3.6	(13.5)	3.9	7.4
미국	7.8	9.8	14.6	6.3	3.9	9.2	5.4	7.7	9.5	6.5	10.0
일본	8.8	5.4	19.5	15.1	23.9	22.3	7.8	3.5	12.1	14.0	3.0
연결 영업이익	32.5	18.2	31.3	14.3	34.4	6.5	25.2	28.8	96.4	94.9	116.1
개별	26.1	15.8	23.6	10.5	28.3	2.9	19.4	25.0	76.1	75.6	92.8
중국	0.2	(3.0)	1.6	(1.4)	1.6	0.9	1.9	(1.2)	(2.6)	3.3	5.7
미국	4.2	3.3	3.0	2.0	1.5	1.5	1.8	2.9	12.5	7.7	7.9
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	(64.6)	(19.7)	101.0	7.4	(1.6)	22.3
OPM %	5.8	3.4	5.5	2.7	6.2	1.2	4.4	5.1	4.4	4.3	5.0
개별	5.7	3.5	4.9	2.3	6.0	0.7	4.0	5.2	7.4	5.0	5.2
중국	0.4	(9.6)	4.1	(4.4)	3.7	2.6	4.7	(3.6)	(1.8)	2.2	3.5
미국	7.6	6.2	5.3	3.4	2.7	2.6	3.0	4.5	5.6	3.2	3.0
일본	1.1	2.2	3.0	0.9	1.8	2.3	3.5	1.0	1.8	2.1	2.2

자료: 농심, 하이투자증권

<표4> 농심 목표주가 변경

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	(단위: 십억원)					
매출액	2,208.3	2,231.9	2,332.0	2,403.2	2,481.6	2,565.7
YoY %		1.1	4.5	3.1	3.3	3.4
당기순이익	90.7	75.8	109.5	113.4	117.7	121.0
YoY %		(16.4)	44.3	3.6	3.7	2.8
Margin (%)	4.1	3.4	4.7	4.7	4.7	4.7
보통주 배당액	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1
Payout ratio (%)	25.5	30.5	21.1	20.4	19.7	19.1
자본총계 (기초)	1,802.4	1,841.1	1,865.0	1,922.5	1,983.9	2,049.6
Growth (%)		2.1	1.3	3.1	3.2	3.3
ROE (%)		4.2%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
COE (%)		4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
ROE-COE (%)		-0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
Residual Income		(13.1)	19.0	21.0	22.3	22.6
NPV of RI	60					
NPV of CV	360					
RI	23.3					
ROIC (%)	4.9%					
COE (%)	4.9%					
Terminal Growth	3.0%					
CV	477					
자본총계 (기초)	1,802					
Equity Value	2,223					
주식수 (천주)	6,083					
Fair Price-RIM Model (원)	365,419					
목표주가 (원)	370,000					

자료: 하이투자증권 추정

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	986	1,017	1,109	1,190
현금 및 현금성자산	155	136	148	145
단기금융자산	396	456	524	603
매출채권	239	234	245	252
재고자산	172	170	173	173
비유동자산	1,464	1,465	1,424	1,402
유형자산	1,122	1,123	1,082	1,060
무형자산	61	61	61	61
자산총계	2,450	2,482	2,533	2,592
유동부채	489	497	491	488
매입채무	236	238	224	214
단기차입금	12	12	12	12
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	120	120	120	120
사채	-	-	-	-
장기차입금	56	56	56	56
부채총계	609	617	610	608
지배주주지분	1,828	1,864	1,921	1,983
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121
이익잉여금	1,788	1,852	1,938	2,028
기타자본항목	-81	-81	-81	-81
비지배주주지분	13	1	1	1
자본총계	1,841	1,865	1,922	1,984

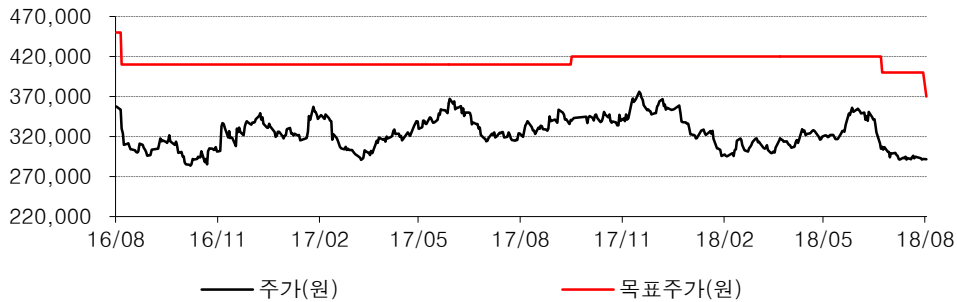
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,208	2,232	2,332	2,403
증가율(%)	-0.4	1.1	4.5	3.1
매출원가	1,474	1,552	1,586	1,634
매출총이익	734	680	746	769
판매비와관리비	638	596	630	648
연구개발비	6	6	6	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	96	84	116	121
증가율(%)	7.4	-13.3	38.9	4.5
영업이익률(%)	4.4	3.7	5.0	5.0
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	0	0	0
기타영업외손익	12	6	10	10
세전계속사업이익	119	106	146	151
법인세비용	29	30	36	38
세전계속이익률(%)	5.4	4.7	6.3	6.3
당기순이익	91	76	109	113
순이익률(%)	4.1	3.4	4.7	4.7
지배주주귀속 순이익	91	87	109	113
기타포괄이익	-29	-29	-29	-29
총포괄이익	62	47	81	85
지배주주귀속총포괄이익	62	47	81	85

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	103	180	189	201
당기순이익	91	76	109	113
유형자산감가상각비	-	82	82	82
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	0	0	0
투자활동 현금흐름	-79	-136	-135	-140
유형자산의 처분(취득)	-128	-75	-65	-60
무형자산의 처분(취득)	-5	-	-	-
금융상품의 증감	47	-59	-68	-79
재무활동 현금흐름	-47	-23	-23	-23
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-23	-23	-23	-23
현금및현금성자산의증감	-24	-19	12	-4
기초현금및현금성자산	179	155	136	148
기말현금및현금성자산	155	136	148	145

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	14,905	14,332	17,998	18,647
BPS	300,600	306,387	315,841	325,943
CFPS	15,098	27,994	31,669	32,325
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000
Valuation(배)				
PER	23.8	20.3	16.2	15.6
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9
PCR	23.4	10.4	9.2	9.0
EV/EBITDA	17.1	7.5	5.9	5.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.0	4.7	5.8	5.8
EBITDA 이익률	4.4	7.5	8.5	8.5
부채비율	33.1	33.1	31.8	30.6
순부채비율	-26.3	-28.1	-31.4	-34.2
매출채권회전율(x)	9.2	9.4	9.7	9.7
재고자산회전율(x)	12.9	13.1	13.6	13.9

자료 : 농심, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(농심)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-08-17	Buy	410,000	6개월	-22.5%	-12.9%
2017-07-03	Buy	410,000	1년	-19.8%	-13.8%
2017-09-27	Buy	420,000	1년	-21.4%	-10.5%
2018-07-04	Buy	400,000	1년	-26.2%	-23.4%
2018-08-16	Buy	370,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-