

농심(004370)

바닥 탈출 신호들

3분기 영업이익 31% 감소해 컨센서스 하회
 라면 점유율은 개선되었으나 영업일수 축소 영향 커
 스낵가격 인상 및 라면 신제품으로 실적 바닥 탈출 중

Facts : 영업이익 31% 감소

매출액과 영업이익이 전년동기대비 각각 1.0%, 30.7% 감소해 컨센서스를 하회했다. 라면 점유율은 55.1%로 전분기 52.7%에서 올라오며 전년동기 55.8%와 유사한 수준으로 회복되었지만 추석 일자 차이로 인한 영업일수 감소 영향을 벗어나지 못했다. 국내 라면과 스낵 매출액이 각각 4.8%, 3.0% 감소했다. 반면 음료와 상품은 15.7%, 5.1% 증가했고, 해외 매출액도 10.5% 증가해 호조세를 보였다. 영업이익률은 1.6%p 하락했는데, 이익 기여도가 큰 국내 주력 부문의 외형 감소 영향이 큰 것으로 보인다.

Pros & cons : 해외 성장 지속, 스낵 가격 인상

3분기 미국 매출액은 전년동기대비 10.7% 증가해 다시 두자릿수대의 증가율을 기록했다. 월마트 등 대형 주요 거래처를 통한 메인스트림 공략이 효과를 거두고 있다. 판매하는 제품의 종류를 확대하고, 용기면이나 다양한 포장으로 소비자 니즈에 적극적으로 부응하고 있는 것으로 보인다. 중국도 위안화 절하(-2.8% YoY)에도 불구하고 원화 기준으로 6.4% 매출액이 증가했다. 중국에 진출한 한국 식품기업 중 사드 여파를 상대적으로 빨리 극복하고 있어 긍정적이다. 특히 중국의 영업이익률이 10.3%로 크게 상승해 지난해말 가격 인상의 효과도 가시화되고 있다. 11월 15일부터 스낵의 가격이 5~6% 수준으로 올라 앞으로의 실적 전망도 밝아졌다. 내수 스낵 매출액은 3,200억원 정도로 가격이 1% 올라갈 때마다 EPS는 2.3% 증가한다. 스낵 제품 중 약 80%의 제품에 대해 가격 인상이 단행되므로 ASP는 약 4% 상승할 것이며, 경쟁품대비 가격 경쟁력이 강해 물량 저항이 미미할 것이므로 EPS 증가 효과는 9~10% 발휘될 전망이다.

Action : 국내 사업이 회복되며 주가 바닥 탈출 예상

국내외 경쟁사의 평균 PER을 적용해 산출한 목표주가를 종전대비 22% 하향한 350,000원으로 낮춘다. 기존 전망대비 3분기까지의 국내 사업 실적이 부진함을 반영해 실적 추정치를 하향하고 국내 음식료기업의 주가 하락을 반영했다. 현재

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 350,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(11/14)	2,068
주가(11/14)	235,000
시가총액(십억원)	1,429
발행주식수(백만)	6
52주 최고/최저(원)	376,000/214,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,343
유동주식비율/외국인지분율(%)	49.6/20.9
주요주주(%)	신촌호 외 4인 45.5
	국민연금 10.6

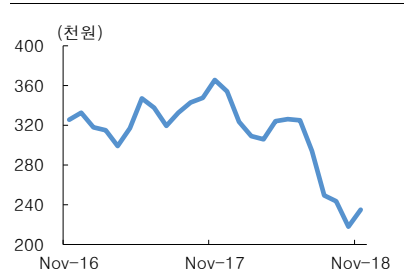
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	22.6	16.2	12.9
PBR(x)	1.1	0.7	0.7
ROE(%)	5.0	4.5	5.5
DY(%)	1.1	1.7	2.6
EV/EBITDA(x)	8.9	5.0	4.3
EPS(원)	15,678	14,508	18,255
BPS(원)	313,880	323,869	335,520

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.9	(26.9)	(30.7)
KOSPI 대비(%p)	10.2	(10.4)	(12.5)

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

주가는 낮아진 시장 기대치를 충분히 반영해 하락한 것으로 보인다. 스낵가격 인상 외에도 경쟁업체들이 최근 뚜렷한 히트제품을 만들지 못하고 있는 점을 상기하면 동사의 라면 점유율이 상승할 가능성도 높아진 듯하다. 실제로 9월 점유율은 56.4%, 10월 점유율은 57% 이상이 될 확률이 높다. 최근 인기를 끌고 있는 안성탕면 해물맛과 같은 extension 제품도 연말까지 2~3개가 더 출시돼 외형 성장에 기여할 것이다. 해외 사업 호황에 국내 사업까지 개선되면서 주가는 우상향할 것으로 전망된다. 라면 경쟁사의 내부 투자 니즈(HMR이나 라면 R&D 및 시설 투자 비용 소요 예상)등을 고려할 때 내년 상반기에는 라면가격이 올라갈 가능성도 있다. 라면가격이 1% 오르면 EPS를 약 8% 증가하는 효과가 발생한다. 더 나빠질 것이 없는 상황이라는 점에 주목할 시점이다.

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	571.7	544.9	563.1	532.8	566.0	6.2	(1.0)	576.1
영업이익	31.3	14.3	34.4	6.5	21.7	236.1	(30.7)	25.7
영업이익률(%)	5.5	2.6	6.1	1.2	3.8			4.5
세전이익	37.6	18.9	41.8	11.8	26.4	124.1	(31.8)	31.8
순이익	29.0	16.0	32.1	7.7	19.5	154.0	(24.8)	24.8

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 PER valuation

(단위: 원, 배, %)

		2017	2018F	2019F	2020F
농심	수정 EPS	15,701	14,512	18,260	21,501
	수정 PER (A)	22.5	16.2	12.9	10.9
한국 음식료	PER (B)	18.3	15.4	13.6	12.1
Global 라면회사	PER (C)	24.4	24.6	22.6	21.1
농심 PER 프리미엄	(A/B-1)	23.5%	5.2%	(5.0%)	(9.5%)
	(A/C-1)	(7.7%)	(34.3%)	(43.1%)	(48.3%)
목표 PER	(B와 C의 평균)		20.0	18.1	16.6
목표주가			290,571	330,183	357,220

주: 1. 11월 14일 종가 기준, 2. 목표주가는 2019F, 2020F 산출 주가의 평균

자료: 한국투자증권

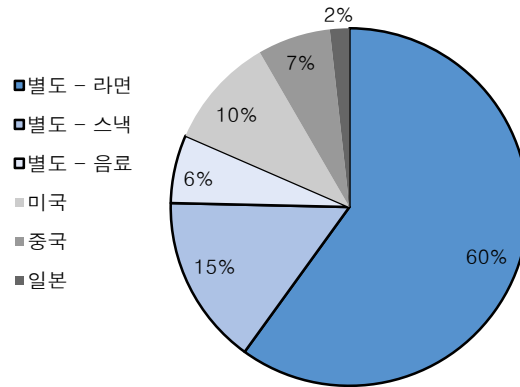
〈표 3〉 스낵과 라면가격 변화에 따른 EPS 민감도

		EPS 변화율		EPS 변화율	
스낵가격 변화율	(5.0%)	(11.4%)	라면가격 변화율	(5.0%)	(40.9%)
	(3.0%)	(6.8%)		(3.0%)	(24.6%)
	(1.0%)	(2.3%)		(1.0%)	(8.2%)
	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%
	1.0%	2.3%		1.0%	8.2%
	4.0%	9.1%		5.0%	40.9%
	10.0%	22.7%		10.0%	81.9%

주: 스낵가격, 라면가격 EPS 모두 2018F 기준

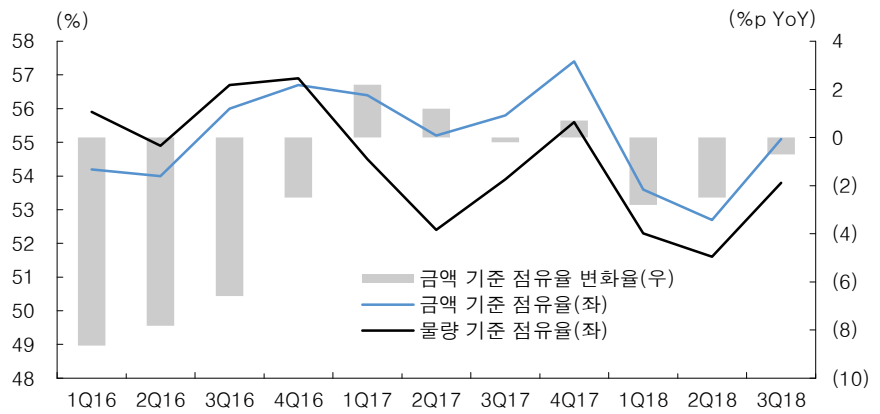
자료: 한국투자증권

[그림 1] 2017년 연간 부문별 비중



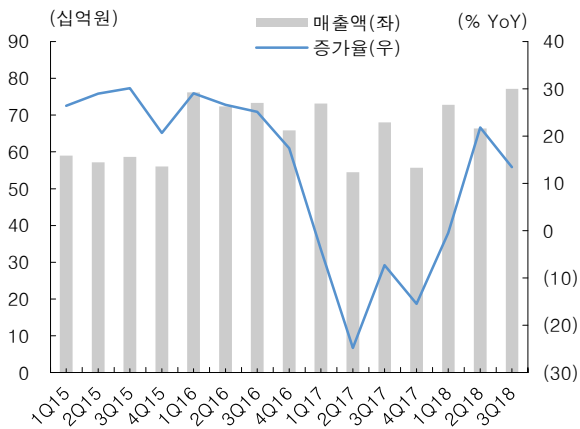
자료: 농심, 한국투자증권

[그림 2] 라면 점유율 동향



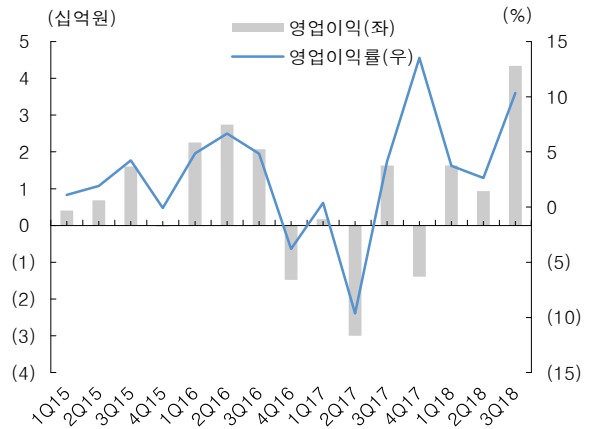
자료: 농심, 한국투자증권

[그림 3] 중국 분기별 매출액



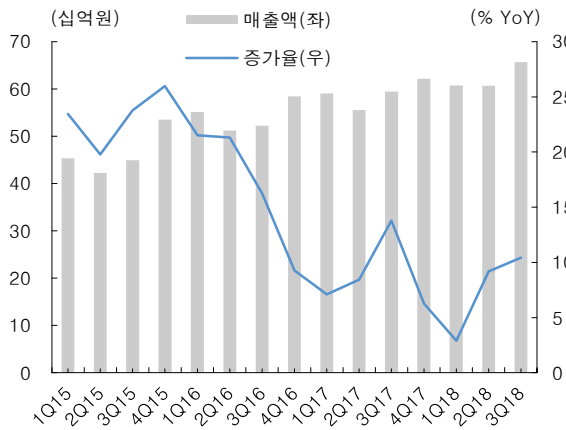
자료: 농심, 한국투자증권

[그림 4] 중국 분기별 영업이익



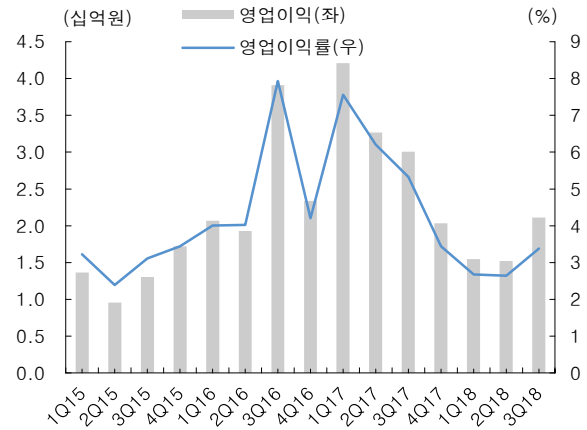
자료: 농심, 한국투자증권

[그림 5] 미국 분기별 매출액



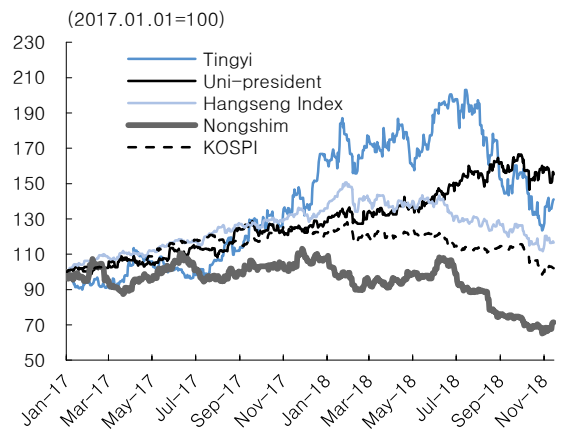
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 미국 분기별 영업이익



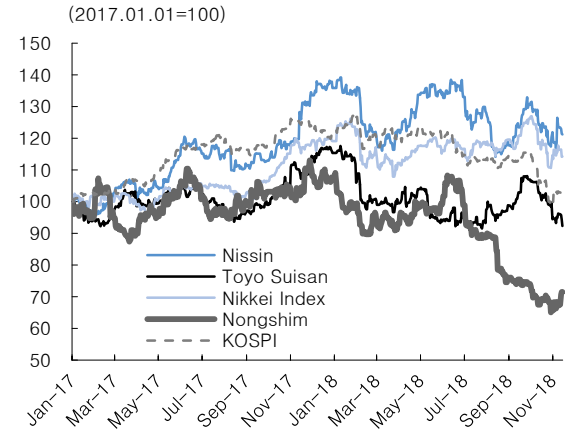
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 7] 라면 global peers 주가 추이 1



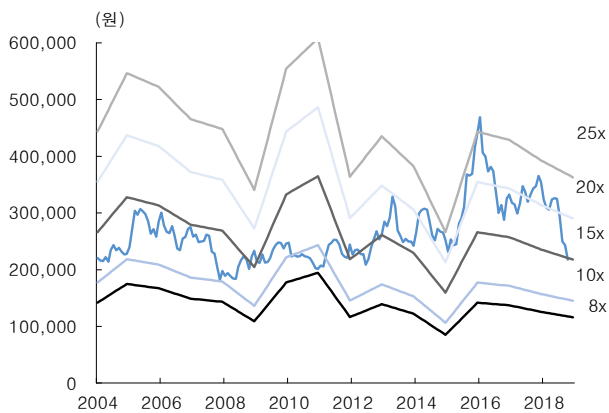
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 라면 global peers 주가 추이 2



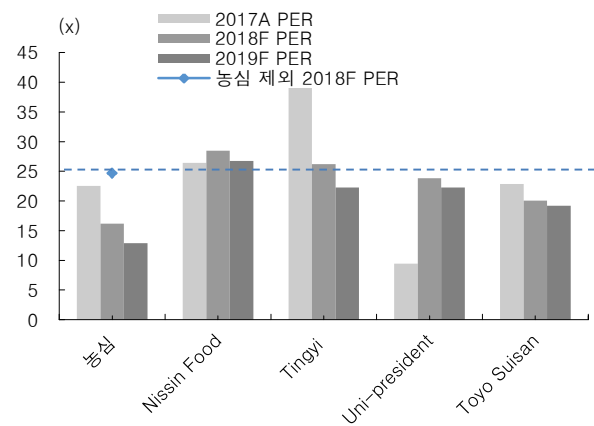
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 10] Global peer와의 PER 비교



주: 11월 14일 증가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

농심은 65년 9월 설립되었으며 76년 6월에 상장되었음. 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 있음. 현재는 국내뿐만 아니라 해외 시장을 개척하기 위해 힘쓰고 있으며 중국, 일본, 미국에 해외법인을 설립하여 해외에서 의미있는 성장을 기대하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,057	986	1,018	1,064	1,129
현금성자산	179	155	176	168	193
매출채권및기타채권	239	239	243	260	278
재고자산	169	172	175	187	200
비유동자산	1,424	1,464	1,479	1,550	1,608
투자자산	85	77	78	84	89
유형자산	1,092	1,122	1,131	1,177	1,210
무형자산	59	61	62	66	71
자산총계	2,481	2,450	2,497	2,614	2,738
유동부채	549	489	474	515	549
매입채무및기타채무	279	440	449	480	513
단기차입금및단기사채	40	12	1	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	130	120	121	126	131
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	59	56	57	57	58
부채총계	679	609	595	641	681
지배주주지분	1,790	1,828	1,889	1,960	2,044
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121	121
기타자본	(81)	(81)	(81)	(81)	(81)
이익잉여금	1,721	1,788	1,848	1,919	2,003
비지배주주지분	13	13	13	13	13
자본총계	1,802	1,841	1,902	1,973	2,057

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	221	103	138	202	213
당기순이익	199	91	84	106	124
유형자산감가상각비	84	82	81	82	82
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(80)	(95)	(29)	12	4
기타	17	24	1	1	2
투자활동현금흐름	(135)	(79)	(84)	(174)	(148)
유형자산투자	(57)	(128)	(90)	(128)	(115)
유형자산매각	9	1	0	0	0
투자자산순증	(82)	54	(2)	(5)	(6)
무형자산순증	(4)	(5)	(2)	(6)	(6)
기타	(1)	(1)	10	(35)	(21)
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)	20	(7)	24

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

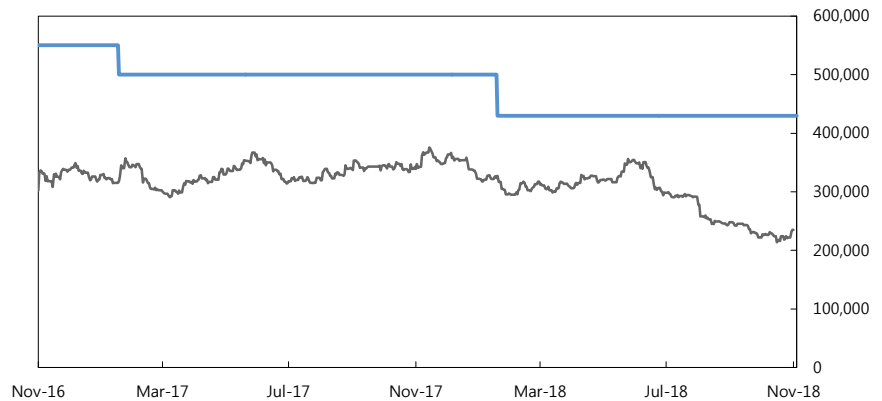
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,217	2,208	2,252	2,407	2,572
매출원가	1,504	1,474	1,566	1,649	1,748
매출총이익	713	734	686	758	824
판매관리비	624	638	597	645	688
영업이익	90	96	89	113	136
금융수익	21	22	17	18	18
이자수익	10	11	10	10	11
금융비용	13	11	8	8	8
이자비용	3	3	2	2	2
기타영업외손익	136	12	12	17	18
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	233	119	111	139	164
법인세비용	34	29	27	33	39
연결당기순이익	199	91	84	106	124
지배주주지분순이익	199	91	84	106	124
기타포괄이익	(22)	(29)	0	0	0
총포괄이익	177	62	84	106	124
지배주주지분포괄이익	178	63	84	106	124
EBITDA	175	179	171	195	219

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	34,464	15,678	14,508	18,255	21,495
BPS	307,539	313,880	323,869	335,520	349,300
DPS	4,000	4,000	4,000	6,000	7,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	1.6	(0.4)	2.0	6.9	6.9
영업이익증가율	(24.2)	7.4	(7.8)	26.7	20.5
순이익증가율	69.8	(54.5)	(7.5)	25.8	17.7
EPS증가율	69.8	(54.5)	(7.5)	25.8	17.7
EBITDA증가율	(11.6)	2.5	(4.6)	14.2	12.1
수익성(%)					
영업이익률	4.0	4.4	3.9	4.7	5.3
순이익률	9.0	4.1	3.7	4.4	4.8
EBITDA Margin	7.9	8.1	7.6	8.1	8.5
ROA	8.1	3.7	3.4	4.1	4.6
ROE	11.6	5.0	4.5	5.5	6.2
배당수익률	1.2	1.1	1.7	2.6	3.0
배당성향	11.6	25.5	27.6	32.9	32.6
안정성					
순차입금(십억원)	(523)	(484)	(501)	(515)	(547)
차입금/자본총계비율(%)	5.5	3.7	3.0	2.9	2.8
Valuation(X)					
PER	9.6	22.6	16.2	12.9	10.9
PBR	1.1	1.1	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.2	8.9	5.0	4.3	3.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
농심 (004370)	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 11월 14일 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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 높게 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 돕기 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.