



기업분석

BUY(Reinitiate)

목표주가: 310,000원
주가(11/28): 254,000원
시가총액: 15,450억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 이범근

02) 3787-0335 bk.lee@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Reference Value. Includes KOSPI, 52-week range, and quarterly performance.

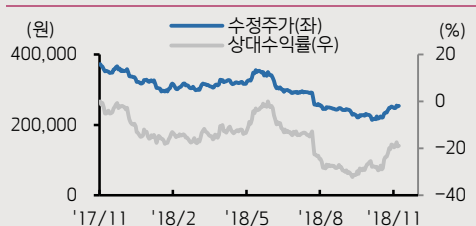
Company Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Reference Value. Includes market cap, P/E, and ownership.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2017, 2018E, 2019E, 2020E. Includes sales, earnings, and ratios.

Price Trend



농심 (004370)

라면 사업과 마진 스프레드의 반등 국면



농심은 본업인 라면 사업의 반등과 마진 스프레드 개선으로 인해, 실적 모멘텀이 회복될 것으로 기대된다. 더불어 해외 사업도 가격 인상과 판매량 정상화로 실적이 회복되고 있기 때문에, PER도 상승할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

>>> 라면 사업 반등 국면

농심의 국내와 해외 라면 사업이 반등 국면에 진입할 것으로 판단된다. 1) 삼양식품의 신제품 효과가 완화된면서(까르보나라 불닭볶음면), 기존 제품을 중심으로 국내 라면 MS가 반등 국면에 진입하였다.

게다가 작년 4분기 실적은 추석이 10월초에 있어서 영업일 수가 적었고, 실적의 기저가 낮은 편이다. 따라서, 중기적으로 전사 매출과 수익성 개선의 가시성이 높아진 것으로 판단된다.

>>> 마진 스프레드 개선 가능성

추가적으로 마진 스프레드 개선 가능성이 있는 점도 긍정적이다. 동사는 최근 24개 브랜드의 출고가를 평균 6.7% 인상하였다. 이로 인해, 국내 스낵 ASP가 +5% 이상 상승할 것으로 판단된다(연간 국내 스낵 매출은 3,200억원 수준).

더불어, 최근에 유가가 하락하고 있는 점도 긍정적이다. 최근에 유가가 고점 대비 -30% 정도 하락하였기 때문에, 라면/스낵의 포장재 단가가 하락할 가능성이 높다. 이로 인해, 원가율이 안정화 될 가능성이 높다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 31만원 제시

농심에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 31만원을 제시한다. 본업인 라면 사업의 반등과 마진 스프레드 개선 가능성이 향후 실적 전망치에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다. 더불어, 해외 사업(미국/중국)이 정상화 되는 점도 PER 상승 측면에서 긍정적으로 판단된다.

농심 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	555.4	536.3	571.7	544.9	563.1	532.8	566.0	571.3	585.9	553.8	580.8	584.1
(YoY)	-2.2%	1.7%	4.4%	-5.1%	1.4%	-0.7%	-1.0%	4.8%	4.1%	3.9%	2.6%	2.2%
국내	442.3	438.0	461.4	440.0	445.3	421.8	444.2	449.4	454.3	429.5	447.7	449.3
(YoY)	-3.5%	3.2%	4.1%	-6.0%	0.7%	-3.7%	-3.7%	2.1%	2.0%	1.8%	0.8%	0.0%
면류	287.5	297.3	314.7	310.2	297.5	289.5	299.8	316.3	297.5	283.8	293.9	310.1
(YoY)	-6.7%	4.0%	4.3%	-7.5%	3.5%	-2.6%	-4.7%	2.0%	0.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
스낵	82.9	78.4	84.1	75.2	82.1	81.4	81.6	79.5	87.8	87.0	87.3	83.3
(YoY)	8.7%	6.1%	9.1%	-2.0%	-1.0%	3.8%	-3.0%	5.8%	6.9%	6.9%	6.9%	4.7%
음료	27.8	40.4	42.0	26.8	29.1	42.9	48.5	31.8	30.7	45.1	51.3	32.1
(YoY)	10.3%	13.2%	-1.2%	-5.0%	4.7%	6.2%	15.5%	18.6%	5.5%	5.2%	5.7%	0.9%
수출/상품/기타	100.3	79.3	87.5	89.1	108.9	88.4	92.0	96.5	116.0	93.1	98.1	101.9
(YoY)	-3.9%	-5.1%	12.8%	5.4%	8.6%	11.5%	5.1%	8.3%	6.5%	5.3%	6.6%	5.7%
차이	-56.2	-57.4	-66.9	-61.3	-72.3	-80.4	-77.7	-74.7	-77.6	-79.6	-82.8	-78.1
해외	113.1	98.3	110.3	104.9	117.8	111.0	121.8	121.8	131.6	124.3	133.1	134.8
(YoY)	3.1%	-4.5%	5.6%	-0.9%	4.1%	12.9%	10.4%	16.1%	11.7%	12.0%	9.3%	10.6%
중국	44.5	31.2	39.4	31.4	43.6	35.5	41.9	38.6	45.7	37.0	44.0	42.1
(YoY)	-3.8%	-24.4%	-8.2%	-19.3%	-2.0%	13.8%	6.4%	22.9%	4.7%	4.3%	5.1%	9.0%
미국	55.7	52.6	56.5	59.1	57.9	57.5	62.5	66.9	67.7	66.9	69.6	74.2
(YoY)	7.8%	9.8%	14.6%	6.3%	3.9%	9.1%	10.7%	13.2%	16.9%	16.3%	11.4%	11.0%
일본	9.0	9.7	9.7	10.5	11.1	11.9	11.5	11.8	12.4	13.2	12.6	13.0
(YoY)	8.8%	5.4%	19.5%	15.1%	23.9%	22.3%	18.2%	12.0%	11.2%	11.3%	9.3%	10.0%
호주	3.9	4.8	4.7	3.9	5.2	6.1	5.9	4.6	5.9	7.2	6.9	5.5
(YoY)	10.1%	4.5%	14.9%	75.9%	31.8%	28.5%	25.0%	17.2%	13.9%	17.6%	17.0%	20.0%
매출총이익	187.1	176.4	195.5	175.3	179.7	152.9	171.6	180.7	190.1	169.2	179.5	183.9
(GPM)	33.7%	32.9%	34.2%	32.2%	31.9%	28.7%	30.3%	31.6%	32.4%	30.6%	30.9%	31.5%
판매비	154.7	158.2	164.2	161.0	145.3	146.4	149.9	151.7	151.4	152.5	154.9	156.5
(판매비율)	27.9%	29.5%	28.7%	29.5%	25.8%	27.5%	26.5%	26.6%	25.8%	27.5%	26.7%	26.8%
영업이익	32.5	18.2	31.3	14.3	34.4	6.5	21.7	29.0	38.7	16.7	24.6	27.3
(YoY)	0.2%	47.0%	37.7%	-35.1%	6.0%	-64.6%	-30.7%	102.1%	12.4%	158.8%	13.2%	-5.6%
(OPM)	5.8%	3.4%	5.5%	2.6%	6.1%	1.2%	3.8%	5.1%	6.6%	3.0%	4.2%	4.7%
국내	26.1	15.9	23.4	10.9	28.3	2.9	14.2	19.7	29.5	9.7	17.1	18.8
(OPM)	5.9%	3.6%	5.1%	2.5%	6.3%	0.7%	3.2%	4.4%	6.5%	2.3%	3.8%	4.2%
해외	4.5	0.6	5.2	0.7	3.5	2.9	6.8	6.6	6.5	6.3	6.7	5.8
(OPM)	4.0%	0.6%	4.7%	0.7%	3.0%	2.6%	5.5%	5.4%	5.0%	5.1%	5.0%	4.3%
연결조정	1.8	1.7	2.8	2.7	2.7	0.7	0.8	2.7	2.7	0.7	0.8	2.7
세전이익	40.2	22.8	37.6	18.9	41.8	11.8	26.4	33.1	44.7	22.3	30.4	33.0
당기순이익	29.8	15.8	29.0	16.1	32.1	7.6	19.5	25.1	33.9	16.9	23.0	25.0
지배주주순이익	29.7	15.9	29.0	16.0	32.1	7.7	19.5	25.1	33.9	16.9	23.0	25.0
(YoY)	-79.3%	8.5%	25.7%	-9.7%	7.9%	-51.8%	-32.8%	56.7%	5.7%	120.6%	18.1%	-0.2%
현지 통화 기준 매출 성장률												
중국	4.8%	-18.4%	-9.1%	-18.5%	-2.3%	10.7%	9.5%	24.8%	7.0%	7.0%	5.0%	9.0%
미국	12.2%	13.1%	13.4%	11.0%	11.8%	14.3%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

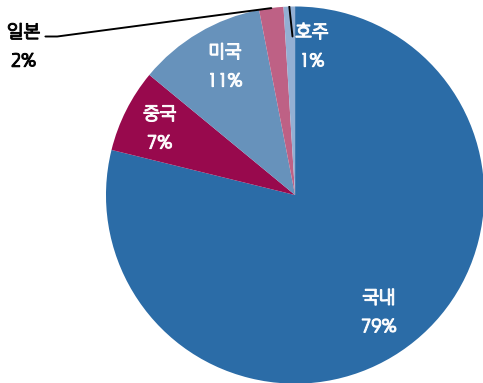
자료: 농심, 키움증권 리서치

농심 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,217.0	2,208.3	2,233.2	2,304.7	2,361.3
(YoY)	1.6%	-0.4%	1.1%	3.2%	2.5%
국내	1,794.0	1,781.6	1,760.7	1,780.9	1,796.3
(YoY)	-1.5%	-0.7%	-1.2%	1.1%	0.9%
면류	1,230.9	1,209.7	1,203.1	1,185.2	1,161.8
(YoY)	-2.3%	-1.7%	-0.5%	-1.5%	-2.0%
스낵	304.0	320.6	324.6	345.4	352.3
(YoY)	-2.5%	5.5%	1.3%	6.4%	2.0%
음료	131.6	137.0	152.3	159.2	168.5
(YoY)	27.1%	4.1%	11.2%	4.5%	5.9%
수출/상품/기타	350.1	356.2	385.8	409.1	433.6
(YoY)	2.7%	1.7%	8.3%	6.0%	6.0%
차이	-222.6	-241.9	-305.1	-318.1	-319.9
해외	423.0	426.6	472.4	523.8	565.0
(YoY)	17.2%	0.9%	10.7%	10.9%	7.9%
중국	169.3	146.5	159.6	168.8	180.6
(YoY)	16.6%	-13.5%	9.0%	5.7%	7.0%
미국	204.5	223.9	244.7	278.4	300.7
(YoY)	17.3%	9.5%	9.3%	13.8%	8.0%
일본	34.8	38.9	46.3	51.1	55.2
(YoY)	28.4%	12.1%	18.9%	10.4%	8.0%
호주	14.5	17.3	21.8	25.5	28.6
(YoY)	1.8%	19.8%	25.7%	17.1%	12.0%
매출총이익	713.3	734.4	684.9	722.6	747.5
(GPM)	32.2%	33.3%	30.7%	31.4%	31.7%
판매비	623.6	638.0	593.3	615.3	637.1
(판매비율)	28.1%	28.9%	26.6%	26.7%	27.0%
영업이익	89.7	96.4	91.6	107.3	110.4
(YoY)	-24.2%	7.5%	-5.0%	17.2%	2.9%
(OPM)	4.0%	4.4%	4.1%	4.7%	4.7%
국내	69.2	76.4	65.0	75.1	75.2
(OPM)	3.9%	4.3%	3.7%	4.2%	4.2%
해외	16.9	11.0	19.7	25.4	28.3
(OPM)	4.0%	2.6%	4.2%	4.8%	5.0%
연결조정	3.6	9.0	6.9	6.9	6.9
세전이익	233.3	119.4	113.0	130.5	134.2
당기순이익	199.2	90.7	84.4	98.9	101.7
지배주주순이익	199.3	90.7	84.3	98.9	101.7
(YoY)	69.8%	-54.5%	-7.0%	17.3%	2.8%
현지 통화 기준 매출 성장률					
중국	20.2%	-9.9%	9.5%	7.0%	7.0%
미국	14.3%	12.4%	12.1%	11.0%	8.0%

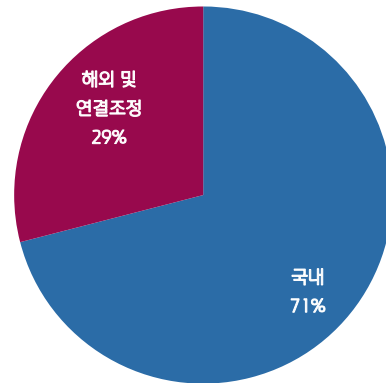
자료: 농심, 키움증권 리서치

농심 지역별 매출 Mix



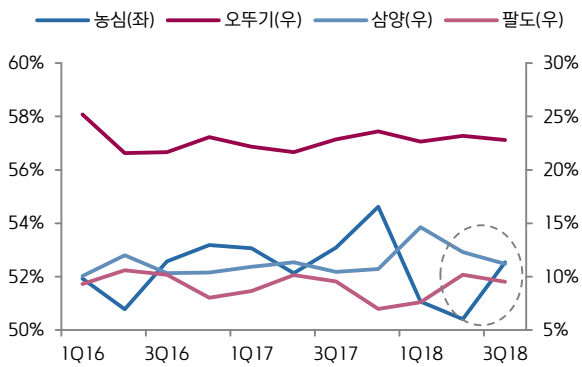
자료: 농심, 키움증권 리서치(2018E 기준)

농심 지역별 영업이익 Mix



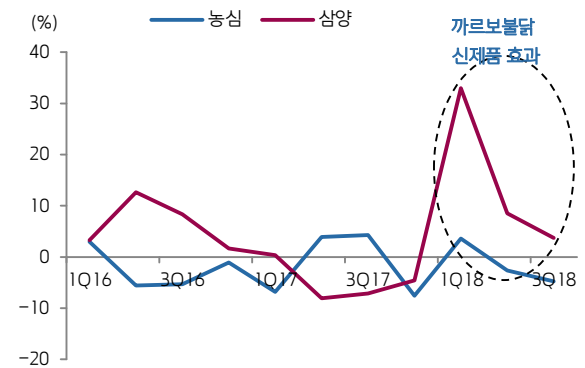
자료: 농심, 키움증권 리서치(2018E 기준)

국내 라면 MS 추이



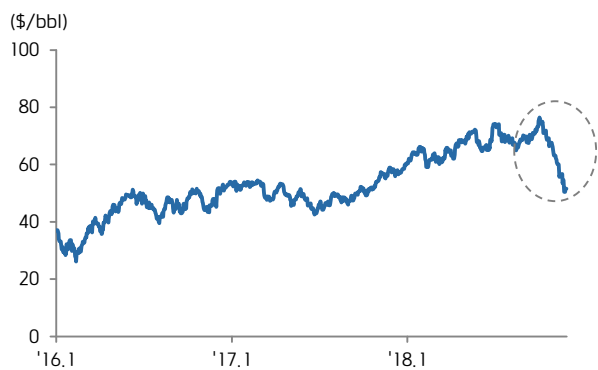
자료: 식품산업통계정보, 닐슨, 키움증권 리서치

국내 라면 매출 성장률 비교: 농심 vs 삼양식품



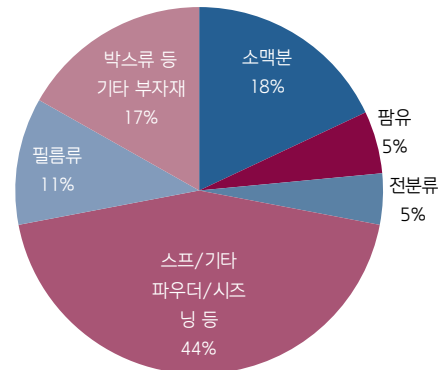
자료: 농심, 삼양식품, 키움증권 리서치

WTI 유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

농심 별도기준 원재료비 Mix



자료: 농심, 키움증권 리서치(총 원재료비는 9천억원 수준)

농심 목표주가 산출 내역

순현금가치	375	3Q18 말 순현금에 30% Discount
영업가치	1,490	
지배주주순이익	99	'19E NI * 75% + '20E NI *25%
Target PER	15	
목표 시가총액	1,865	
총 발행주식 수(천주)	6,083	
목표주가(원)	310,000	만원 이하 반올림

자료: 농심, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,170	22,083	22,332	23,047	23,613
매출원가	15,037	14,739	15,482	15,821	16,138
매출총이익	7,133	7,344	6,849	7,226	7,475
판매비및일반관리비	6,236	6,380	5,933	6,153	6,371
영업이익(보고)	897	964	916	1,073	1,104
영업이익(핵심)	897	964	916	1,073	1,104
영업외손익	1,436	230	215	232	238
이자수익	102	106	112	116	118
배당금수익	3	3	3	3	3
외환이익	105	105	100	100	100
이자비용	33	29	29	25	25
외환손실	99	76	110	100	100
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	28	3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	1,332	118	138	138	142
법인세차감전이익	2,333	1,194	1,130	1,305	1,342
법인세비용	341	287	287	316	325
유효법인세율 (%)	14.6%	24.1%	25.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,992	907	844	989	1,017
지배주주지분순이익(억원)	1,993	907	843	989	1,017
EBITDA	1,752	1,795	1,752	1,910	1,941
현금순이익(Cash Earnings)	2,847	1,738	1,680	1,826	1,854
수정당기순이익	1,969	904	844	989	1,017
증감율(% YoY)					
매출액	1.6	-0.4	1.1	3.2	2.5
영업이익(보고)	-24.2	7.4	-5.0	17.2	2.9
영업이익(핵심)	-24.2	7.4	-5.0	17.2	2.9
EBITDA	-11.6	2.5	-2.4	9.0	1.6
지배주주지분 당기순이익	69.8	-54.5	-7.0	17.3	2.8
EPS	69.8	-54.5	-7.0	17.3	2.8
수정순이익	93.3	-54.1	-6.7	17.2	2.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,570	9,859	10,725	11,638	12,526
현금및현금성자산	1,794	1,554	1,980	2,612	3,279
유동금융자산	4,430	3,963	4,355	4,494	4,605
매출채권및유동채권	2,439	2,448	2,476	2,555	2,618
재고자산	1,692	1,720	1,740	1,795	1,839
기타유동비금융자산	214	173	175	181	185
비유동자산	14,243	14,640	14,619	14,645	14,688
장기매출채권및기타비유동채권	126	127	129	133	136
투자자산	2,603	2,682	2,695	2,730	2,758
유형자산	10,925	11,223	11,198	11,196	11,220
무형자산	587	607	596	584	572
기타비유동자산	3	2	2	2	2
자산총계	24,813	24,499	25,344	26,282	27,214
유동부채	5,494	4,893	5,118	5,278	5,407
매입채무및기타유동채무	4,846	4,471	4,522	4,667	4,781
단기차입금	399	117	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	282	282	282
기타유동부채	248	304	314	329	344
비유동부채	1,295	1,195	1,202	1,223	1,239
장기매입채무및비유동채무	4	0	0	0	0
사채및장기차입금	592	564	564	564	564
기타비유동부채	699	631	638	658	674
부채총계	6,789	6,088	6,321	6,501	6,646
자본금	304	304	304	304	304
주식발행초과금	1,237	1,237	1,237	1,237	1,237
이익잉여금	17,212	17,877	18,491	19,250	20,037
기타자본	-854	-1,134	-1,134	-1,134	-1,134
지배주주지분자본총계	17,899	18,284	18,898	19,657	20,445
비지배주주지분자본총계	125	127	125	124	122
자본총계	18,024	18,411	19,023	19,781	20,567
순차입금	-5,233	-4,835	-5,488	-6,260	-7,037
총차입금	991	682	847	847	847

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,210	1,034	1,688	1,838	1,865
당기순이익	1,992	907	844	989	1,017
감가상각비	842	819	825	825	825
무형자산상각비	12	12	12	12	12
외환손익	20	-10	10	0	0
자산처분손익	36	8	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-800	-952	10	15	15
기타	106	251	-13	-3	-3
투자활동현금흐름	-1,357	-792	-1,202	-995	-984
투자자산의 처분	-838	532	-402	-171	-135
유형자산의 처분	91	8	0	0	0
유형자산의 취득	-574	-1,282	-800	-824	-849
무형자산의 처분	-37	-48	0	0	0
기타	1	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	-760	-470	-59	-211	-215
단기차입금의 증가	0	0	-117	0	0
장기차입금의 증가	-549	-239	282	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-231	-231	-231	-231	-231
기타	20	0	7	20	16
현금및현금성자산의순증가	105	-240	426	633	666
기초현금및현금성자산	1,688	1,794	1,554	1,980	2,612
기말현금및현금성자산	1,794	1,554	1,980	2,612	3,279
Gross Cash Flow	3,009	1,987	1,677	1,823	1,851
Op Free Cash Flow	210	-720	730	842	839

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	32,764	14,905	13,865	16,262	16,723
BPS	294,260	300,600	310,688	323,173	336,116
주당EBITDA	28,796	29,506	28,807	31,405	31,907
CFPS	46,802	28,569	27,625	30,021	30,481
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	10.1	23.8	18.3	15.6	15.2
PBR	1.1	1.2	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.6	9.3	5.7	4.8	4.3
PCFR	7.1	12.4	9.2	8.5	8.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.0	4.4	4.1	4.7	4.7
영업이익률(핵심)	4.0	4.4	4.1	4.7	4.7
EBITDA margin	7.9	8.1	7.8	8.3	8.2
순이익률	9.0	4.1	3.8	4.3	4.3
자기자본이익률(ROE)	11.6	5.0	4.5	5.1	5.0
투하자본이익률(ROIC)	7.1	6.6	6.0	7.1	7.4
안정성(%)					
부채비율	37.7	33.1	33.2	32.9	32.3
순차입금비율	-29.0	-26.3	-28.8	-31.6	-34.2
이자보상배율(배)	26.9	33.5	31.8	42.3	43.5
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	9.0	9.1	9.2	9.1
재고자산회전율	13.0	12.9	12.9	13.0	13.0
매입채무회전율	4.5	4.7	5.0	5.0	5.0

Compliance Notice

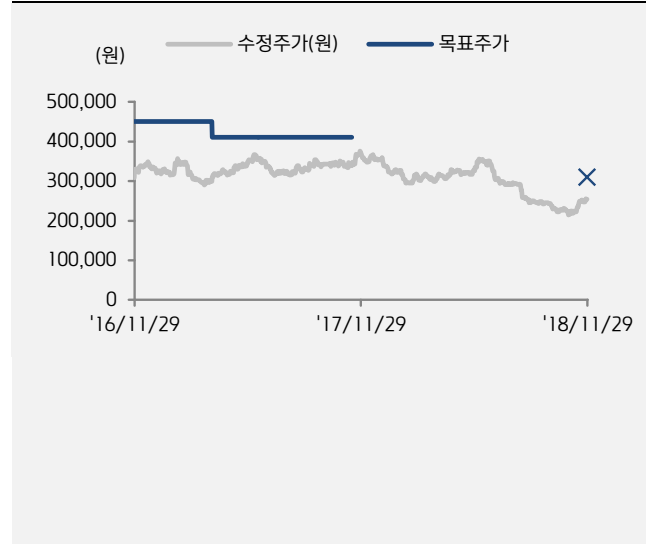
- 당사는 11월 28일 현재 '농심 (004370)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
농심 (004370)	2016-12-19	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-28.71	-15.67
	2017-01-17	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-26.94	-20.67
	2017-02-10	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-29.24	-20.67
	2017-04-03	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-21.52	-17.32
	2017-05-16	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-20.97	-16.10
	2017-05-23	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-18.34	-10.49
	2017-07-12	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-19.28	-10.49
	2017-08-16	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-18.86	-10.49
	2017-10-17	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-16.63	-14.51
	2017-11-15	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-19.68	-8.29
	2018-11-29	BUY(Reinitiate)	310,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%