



농심 (004370)

음식료

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	327,000원 (I)
현재주가 (11/29)	249,500원
상승여력	31%

시가총액	15,176억원
총발행주식수	6,082,642주
60일 평균 거래대금	48억원
60일 평균 거래량	20,309주
52주 고	368,500원
52주 저	214,000원
외인지분율	20.89%
주요주주	신춘호 외 4 인 45.49%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.6	1.8	(32.3)
상대	10.1	11.2	(19.5)
절대(달러환산)	18.9	1.0	(34.9)

변화의 시작

투자 의견 BUY, 목표주가 327,000원을 제시하며 커버리지 개시

농심에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 327,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 16,367원에 Target P/E 20배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 동종기업 평균 P/E는 22 배로 10% 할인하였다. 라면 부문에서의 경쟁강도 약화와 스낵가격 인상으로 2019년은 점진적으로 이익 체력이 개선될 것으로 기대한다.

변화되는 환경, 나아지는 체력: 경쟁 완화, 가격 인상, 해외 손익 개선

내수 라면시장의 경쟁 완화 기대 농심은 내수에서 장수 브랜드의 인지도를 바탕으로 라면과 스낵에서 높은 점유율을 보유하고 있다. 지난 2-3년 동안은 경쟁사의 잦은 신규 브랜드 출시로 시장 안착을 위한 마케팅 경쟁이 치열했다. 상대적으로 판촉 부담이 심화된 환경이었다. 지금은 이전과는 다르게 기존 제품의 확장 측면에 중점을 둔 제품 출시가 이어져 프로모션 비용이 상대적으로 완화되는 환경이 도래한 것으로 판단된다. 농심은 안성탕면 작은컵 등의 익스텐션 제품과 카르보나라 스파게티, 튀김우동 등을 출시하며 시장 점유율이 점진적으로 나아지는 것으로 보인다.

스낵 가격인상 효과 1Q19부터 반영 예상 스낵은 별도 매출의 약 17% 비중으로 주요 제품군 중심으로 출고가 평균 6.7%를 인상했다. 농심의 스낵 브랜드는 대체로 고유영역으로 가격이 상승해도 물량 저항이 제한적인 것으로 판단한다. 11월 15일 출고가부터 인상분이 반영되며, 가격인상에 따른 효과는 약 1개 분기 안에 효과가 나타날 것으로 예상된다.

해외 손익 개선 해외의 경우 건조한 외형성장이 이어지고 있다. 다만 미국은 투자리수 매출성장이 이어지고 있으나, 미국의 급격하게 상승한 운송비용과 상승기조에 있는 인건비 등이 부담으로 작용했을 것으로 판단한다. 10월 라면류 중심으로 5% 수준의 가격인상이 단행된 것으로 보이며, 현 수준에서의 마진 압박은 제한적일 것으로 판단한다. 중국의 경우 매출액 레벨이 한중 외교분쟁 이전 수준을 넘어서 고성장을 달성 중이다. 이러한 환경은 이어질 것으로 판단한다.

가격 인상 가능성 소맥가격이 연초이후 20% 이상 급등했고 대다수의 제분업체는 연초부터 가격인상을 단행하기 시작하여 라면과 제과 업체의 가격 인상 환경이 조성된 것은 사실이다. 다만, 유가 또한 하락 추세에 있어 가격 인상이 조심스럽다. 다만, 유가 하락은 궁극적으로 제조 환경 개선에는 기여할 것으로 판단한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,724	5.0	1.1	5,678	0.8
영업이익	286	99.5	31.7	223	28.2
세전계속사업이익	347	83.3	31.6	264	31.4
지배순이익	278	73.3	42.5	199	39.4
영업이익률 (%)	5.0	+2.4 %pt	+1.2 %pt	3.9	+1.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.9	+2.0 %pt	+1.5 %pt	3.5	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

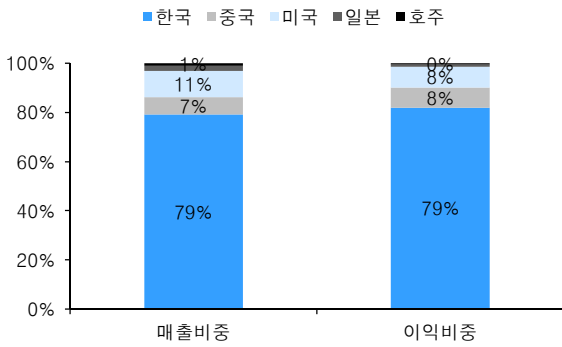
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	22,170	22,083	22,342	23,815
영업이익	897	964	912	1,088
지배순이익	1,993	907	870	1,007
PER	11.1	22.4	17.4	15.1
PBR	1.2	1.1	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.7	8.7	5.7	4.9
ROE	11.6	5.0	4.7	5.4

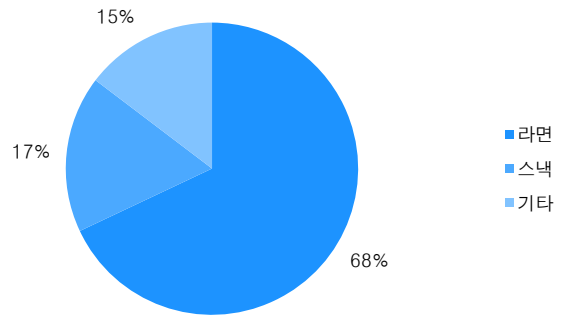
자료: 유안타증권

[그림 1] 2018년 기준 지역별 매출과 이익비중



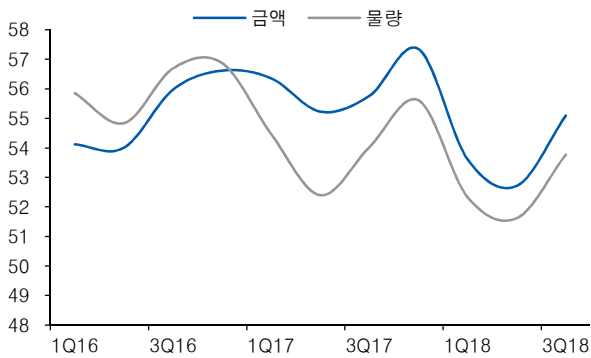
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2018년 라면과 스낵 매출 비중(별도)



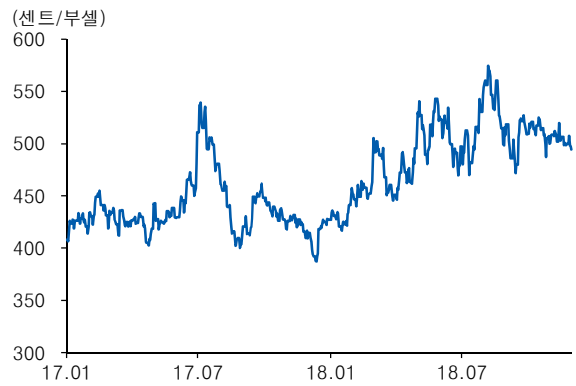
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 농심의 라면 점유율 추이



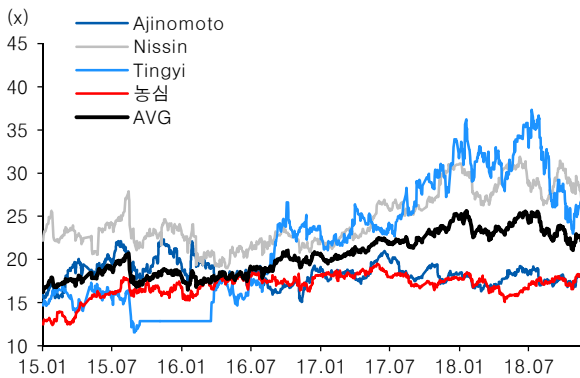
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 글로벌 소맥 가격 추이



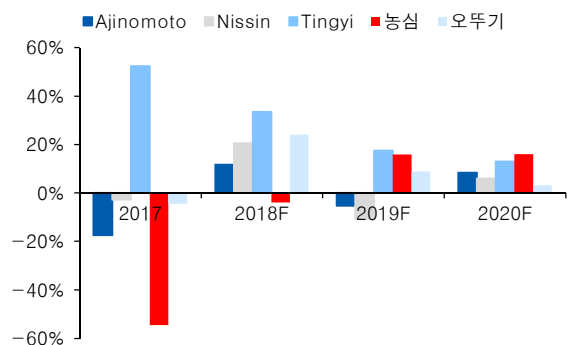
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 글로벌 동종기업 12MF P/E Chart



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 글로벌 동종기업의 EPS Growth 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

농심 실적추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

		2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결 매출		2,208.3	2,234.2	2,381.5	563.1	532.8	566.0	572.4	599.8	582.1	607.6	592.0
한국		1,781.6	1,771.0	1,886.4	445.3	421.8	444.2	459.8	475.3	461.6	475.9	473.6
중국		146.5	155.6	163.3	43.6	35.5	41.9	34.5	45.8	37.9	43.3	36.3
미국		223.9	240.0	254.6	57.9	57.5	62.5	62.2	59.8	61.8	68.1	64.9
일본		38.9	46.3	53.7	11.1	11.9	11.5	11.8	13.4	14.1	13.2	13.1
호주		17.3	21.3	23.5	5.2	6.1	5.9	4.1	5.6	6.6	7.2	4.2
% YoY	연결 매출	0%	1%	7%	1%	-1%	-1%	5%	7%	9%	7%	3%
	한국	-1%	-1%	7%	1%	-4%	-4%	4%	7%	9%	7%	3%
	중국	-13%	6%	5%	-2%	14%	6%	10%	5%	7%	3%	5%
	미국	9%	7%	6%	4%	9%	11%	5%	3%	8%	9%	4%
	일본	12%	19%	16%	24%	22%	18%	13%	20%	19%	15%	10%
	호주	20%	23%	10%	32%	28%	25%	4%	8%	7%	21%	3%
% of sales	한국	81%	79%	79%	79%	79%	78%	80%	79%	79%	78%	80%
	중국	7%	7%	7%	8%	7%	7%	6%	8%	7%	7%	6%
	미국	10%	11%	11%	10%	11%	11%	11%	10%	11%	11%	11%
	일본	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	호주	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
매출총이익		734.4	692.8	757.5	179.7	152.9	171.6	188.6	194.8	175.0	188.2	199.5
% YoY		3%	-6%	9%	-6%	-7%	-9%	-1%	8%	7%	6%	10%
판매관리비		638.0	601.7	648.6	145.3	146.4	149.9	160.0	156.7	157.0	158.6	176.3
% YoY		2%	-6%	8%	-6%	-7%	-9%	-1%	8%	7%	6%	10%
% 판매비율		29%	27%	27%	26%	27%	26%	28%	26%	27%	26%	30%
영업이익		96.4	91.2	108.8	34.4	6.5	21.7	28.6	38.1	18.1	29.6	23.2
한국		76.4	72.1	92.4	28.3	2.9	14.2	26.8	31.8	15.6	23.8	21.2
중국		-2.6	7.2	8.0	1.6	0.9	4.3	0.3	1.8	1.1	4.6	0.5
미국		12.5	7.4	8.7	1.5	1.5	2.1	2.3	1.8	1.8	2.5	2.6
일본		0.7	0.8	1.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.2	0.2
호주		0.4	0.4	0.5	0.1	0.2	0.1	-0.0	0.1	0.2	0.2	-0.0
% YoY	영업이익	7%	-5%	19%	6%	-65%	-31%	100%	11%	180%	36%	-19%
	한국	10%	-6%	28%	8%	-82%	-40%	146%	12%	447%	68%	-21%
	중국	적전	흑전	11%	876%	흑전	166%	흑전	13%	19%	6%	37%
	미국	22%	-41%	16%	-63%	-53%	-30%	11%	15%	20%	19%	13%
	일본	9%	12%	37%	98%	32%	-39%	37%	40%	34%	37%	40%
	호주	6%	-3%	30%	61%	24%	-43%	적지	23%	19%	38%	적지
세전이익		567.3	114.6	132.7	41.8	11.8	26.4	34.7	44.8	25.2	35.9	26.8
지배주주 순이익		90.7	87.0	100.9	32.1	7.7	19.5	27.8	34.1	19.1	27.3	20.4
% Margin	매출총이익률	33%	31%	32%	32%	29%	30%	33%	32%	30%	31%	34%
	영업이익률	4%	4%	5%	6%	1%	4%	5%	6%	3%	5%	4%
	한국	4%	4%	5%	6%	1%	3%	6%	7%	3%	5%	4%
	중국	-2%	5%	5%	4%	3%	10%	1%	4%	3%	11%	1%
	미국	6%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	4%	4%
	일본	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	3%	2%	1%
	호주	2%	2%	2%	2%	3%	2%	0%	2%	3%	2%	0%
	순이익률	4%	4%	4%	6%	1%	3%	5%	6%	3%	4%	3%

자료: 유안타증권 리서치센터

농심 실적추이 및 전망 (별도기준)		(단위: 십억원, %)										
		2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액		1,855.4	1,863.9	1,996.4	469.3	444.2	467.8	482.6	503.7	488.9	504.0	499.8
총 매출액		2,023.6	1,981.3	2,180.5	517.7	502.1	521.9	523.9	547.5	537.3	552.2	543.5
라면		1,329.3	1,347.0	1,425.0	333.6	322.8	334.3	356.3	354.7	349.0	352.3	368.9
-판매량(백만개)		2,222.0	2,249.2	2,345.6	561.5	534.2	562.6	590.9	584.4	568.6	586.4	606.3
-ASP(원/개)		598.3	598.9	607.5	594.1	604.3	594.2	602.9	606.9	613.9	600.9	608.5
스낵		341.0	343.9	361.8	87.5	86.2	86.9	83.3	92.1	90.7	91.4	87.7
기타		353.3	290.4	393.7	96.6	93.1	100.8	84.2	100.7	97.6	108.5	86.9
% YoY	매출액	0%	0%	7%	2%	-2%	-3%	5%	7%	10%	8%	4%
	총 매출액	0%	-2%	10%	4%	1%	-1%	4%	6%	7%	6%	4%
	라면	-1%	1%	6%	5%	0%	-4%	5%	6%	8%	5%	4%
	-판매량(백만개)	-5%	1%	4%	5%	-1%	-3%	3%	4%	6%	4%	3%
	-ASP(원/개)	4%	0%	1%	0%	0%	-1%	1%	2%	2%	1%	1%
	스낵	4%	1%	5%	-1%	3%	-3%	4%	5%	5%	5%	5%
	기타	4%	-18%	36%	5%	6%	9%	4%	4%	5%	8%	3%
영업이익		76.1	72.4	92.3	28.3	3.0	14.2	26.9	31.9	15.4	23.8	21.3
% YoY		10%	-5%	27%	6%	-65%	-31%	100%	11%	180%	36%	-19%
% 영업이익률		4%	4%	5%	6%	1%	3%	6%	6%	3%	5%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터

농심 (004370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	22,170	22,083	22,342	23,815	24,791
매출원가	15,037	14,739	15,414	16,240	16,803
매출총이익	7,133	7,344	6,928	7,575	7,988
판매비	6,236	6,380	6,017	6,486	6,691
영업이익	897	964	912	1,088	1,296
EBITDA	1,752	1,795	1,627	1,739	1,889
영업외손익	1,436	230	234	238	244
외환관련손익	6	29	19	19	19
이자손익	68	77	94	98	103
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	1,362	125	122	122	122
법인세비용차감전순손익	2,333	1,194	1,146	1,327	1,540
법인세비용	341	287	276	319	371
계속사업순손익	1,992	907	870	1,007	1,169
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,992	907	870	1,007	1,169
지배지분순이익	1,993	907	870	1,007	1,169
포괄순이익	1,771	618	582	719	881
지배지분포괄이익	1,777	625	588	727	891

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,570	9,859	11,285	12,534	13,812
현금및현금성자산	1,794	1,554	2,934	3,920	5,022
매출채권 및 기타채권	2,394	2,388	2,414	2,563	2,661
재고자산	1,692	1,720	1,740	1,855	1,931
비유동자산	14,243	14,640	13,925	13,274	12,682
유형자산	10,925	11,223	10,519	9,879	9,297
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	846	768	768	768	768
자산총계	24,813	24,499	25,210	25,809	26,493
유동부채	5,494	4,893	5,251	5,592	5,856
매입채무 및 기타채무	4,761	4,402	4,511	4,643	4,734
단기차입금	399	117	367	575	749
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,295	1,195	1,195	1,195	1,195
장기차입금	592	564	564	564	564
사채	0	0	0	0	0
부채총계	6,789	6,088	6,446	6,787	7,051
지배지분	17,899	18,284	18,635	18,891	19,309
자본금	304	304	304	304	304
자본잉여금	1,215	1,207	1,207	1,207	1,207
이익잉여금	17,212	17,877	18,516	19,060	19,767
비지배지분	125	127	129	131	134
자본총계	18,024	18,411	18,764	19,021	19,442
순차입금	-5,233	-4,835	-5,965	-6,743	-7,672
총차입금	991	682	932	1,140	1,314

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,210	1,034	1,515	1,395	1,545
당기순이익	1,992	907	870	1,007	1,169
감가상각비	842	819	704	640	582
외환손익	20	-10	-19	-19	-19
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-800	-952	-334	-527	-480
기타현금흐름	155	270	294	293	293
투자활동 현금흐름	-1,357	-792	432	432	432
투자자산	-251	104	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-574	-1,282	0	0	0
유형자산 감소	91	8	0	0	0
기타현금흐름	-624	378	432	432	432
재무활동 현금흐름	-760	-470	19	-23	-58
단기차입금	0	0	250	208	174
사채 및 장기차입금	-549	-239	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-231	-231	-231	-231	-231
기타현금흐름	20	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	12	-12	-586	-817	-816
현금의 증감	105	-240	1,379	986	1,103
기초 현금	1,688	1,794	1,554	2,933	3,919
기말 현금	1,794	1,554	2,933	3,919	5,022
NOPLAT	897	964	912	1,088	1,296
FCF	247	-672	1,073	950	1,097

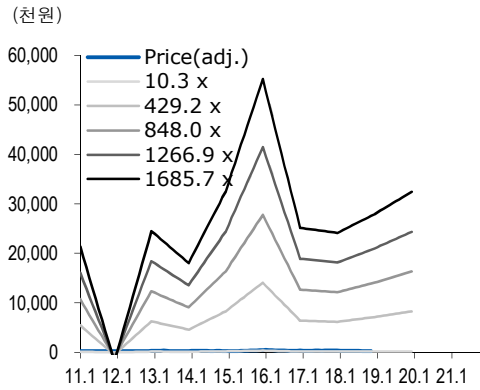
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

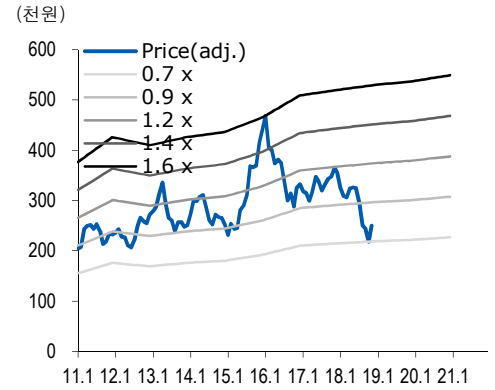
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	32,764	14,905	14,303	16,555	19,221
BPS	309,527	316,196	322,253	326,678	333,908
EBITDAPS	28,796	29,506	26,750	28,596	31,054
SPS	364,482	363,043	367,314	391,522	407,573
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
PER	11.1	22.4	17.4	15.1	13.0
PBR	1.2	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.7	8.7	5.7	4.9	4.0
PSR	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	1.6	-0.4	1.2	6.6	4.1
영업이익 증가율 (%)	-24.2	7.4	-5.4	19.4	19.1
지배순이익 증가율 (%)	69.8	-54.5	-4.0	15.7	16.1
매출총이익률 (%)	32.2	33.3	31.0	31.8	32.2
영업이익률 (%)	4.0	4.4	4.1	4.6	5.2
지배순이익률 (%)	9.0	4.1	3.9	4.2	4.7
EBITDA 마진 (%)	7.9	8.1	7.3	7.3	7.6
ROIC	7.1	6.6	6.3	8.0	10.0
ROA	8.1	3.7	3.5	3.9	4.5
ROE	11.6	5.0	4.7	5.4	6.1
부채비율 (%)	37.7	33.1	34.4	35.7	36.3
순차입금/자기자본 (%)	-29.2	-26.4	-32.0	-35.7	-39.7
영업이익/금융비용 (배)	26.9	33.5	24.5	21.2	19.7

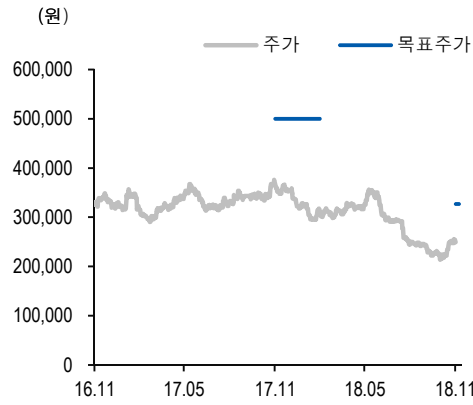
P/E band chart



P/B band chart



농심 (004370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-30	BUY	327,000	1년		
	담당자 변경				
2017-11-30	BUY	500,000	1년	-40.74	-26.70

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.2
Sell(비중축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-28

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.