

2020. 2. 10



▲ 음식료

Analyst **김정욱**
02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr

RA **최윤희**
02. 6454-4888
yoonhee.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **370,000 원**

현재주가 (2.7) **232,500 원**

상승여력 **59.1%**

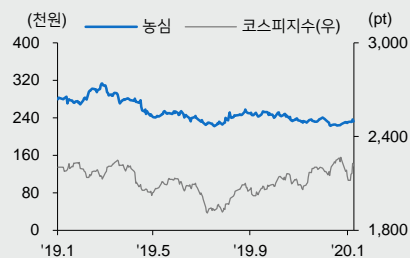
KOSPI	2,211.95pt
시가총액	14,142억원
발행주식수	608만주
유동주식비율	49.58%
외국인비중	19.05%
52주 최고/최저가	313,500원/222,500원
평균거래대금	30.9억원

주요주주(%)

농심홀딩스 외 4 인	45.49
국민연금공단	12.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	2.4	-16.8
상대주가	-0.6	-11.6	-17.1

주가그래프



농심 004370

4Q19 Review: 신제품 성과를 기다리며

- ✓ 비우호적인 환경에서도 외형성장 지속했으나 수익성은 아쉬운 흐름
- ✓ 4Q19 매출액 5,973억원 전년비 4.0% 성장, 영업이익 204억원 전년비 21.3% 감소
- ✓ 국내는 주력 브랜드의 익스텐션 제품 출시, 해외는 지역/채널 확대 지속
- ✓ 신제품의 매출성장 수익성 개선 판단 지표는 월 매출액 100억원 달성
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 37만원으로 하향

비우호적인 환경에서도 외형성장 지속했으나 수익성은 아쉬운 흐름

4Q19 실적은 매출액 5,973억원으로 전년비 4.0% 성장한 반면, 영업이익은 204억원으로 전년비 21.3% 감소했다. 국내라면은 비우호적인 날씨 영향에도 불구하고 기존제품 판매 호조가 외형성장을 견인한 점은 긍정적이나, ① 경쟁강도 심화, ② 금값 상승(임직원 관련 복리후생비)에 따른 비용반영으로 수익성은 예상대비 부진했다. 해외라면은 두 자리 수 외형 성장에도 불구하고, 지역/채널 확대를 위한 비용 집행으로 수익성은 전년비 하락했다.

국내는 주력 브랜드의 익스텐션 제품 출시, 해외는 지역/채널 확대 지속

국내라면은 신제품 전략을 주력 브랜드의 익스텐션 제품 출시로 변경했으며 4Q19 '짜왕 건면'과 '너구리 RTA' 제품을 출시하며 매출 성장을 기대하고 있다. 미국은 중부/남부의 지역확대와 월마트/샘스클럽 등 채널확대 전략을 이어가고 있다. 중국은 서부 내륙으로의 지역확대, 일본은 신라면 브랜드 중심의 신규입점과 CVS 공략, 호주는 현지 유통 판매 및 프로모션 강화가 예상된다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 37만원으로 하향

2015년 짜왕과 맛짬뽕이 출시 5개월 이후 월 100억원 매출액을 달성하며 주가 급등을 경험한 사례가 있다. 매출 성장과 경쟁심화를 타계하는 수익성 개선을 위해선 대형 신제품 출시와 월 100억원대의 매출액 달성 확인이 필요할 전망이다. 투자의견 Buy를 유지하지만 실적추정치 변경을 적용해 37만원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,208.3	96.4	90.7	14,905	-54.5	300,600	23.8	1.2	9.4	5.0	33.1
2018	2,236.4	88.6	84.3	13,858	-7.0	309,918	18.4	0.8	5.9	4.5	33.4
2019E	2,343.9	78.8	71.1	11,684	-15.7	317,603	20.6	0.8	5.6	3.7	39.8
2020E	2,446.1	103.9	96.8	15,921	36.0	329,722	14.6	0.7	4.0	4.9	39.5
2021E	2,545.9	111.2	102.1	16,781	5.4	342,700	13.9	0.7	3.3	5.0	39.1

표1 밸류에이션 내역

항목	금액(억원)	비고
12M Fwd 지배주주순이익	966	
주식 수(천 주)	6,082	
12M Fwd EPS(원)	15,882	
Target PER(배)	23.0	국내 신제품과 해외 수출 성장 모멘텀 감안 23배
EPS*Target PER(원)	365,293	
적정주가(원)	370,000	
현재주가(원)	232,500	
상승여력(%)	59.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 농심 별도 실적 추이

(십억원, %)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2019P	2020E	2021E
총매출액	2,023.6	517.7	502.1	521.9	531.1	2,072.8	535.0	521.7	530.2	540.4	2,127.2	2,182.8	2,240.2
라면	1,329.3	333.6	322.8	334.3	358.9	1,349.6	341.8	336.4	333.0	364.3	1,375.4	1,407.1	1,439.4
스낵	341.0	87.5	86.2	86.9	82.8	343.4	84.7	82.4	89.7	83.7	340.5	343.9	347.3
기타	353.3	96.6	93.1	100.8	89.4	379.8	108.5	102.9	107.5	92.5	411.3	431.9	453.5
(% YoY)	0.3	3.9	1.3	-1.2	5.9	2.4	3.3	3.9	1.6	1.7	2.6	2.6	2.6
라면	-1.5	4.7	-0.4	-3.5	5.5	1.5	2.4	4.2	-0.4	1.5	1.7	2.3	2.3
스낵	4.3	-0.7	3.4	-3.0	3.5	0.7	-3.2	-4.4	3.3	1.0	1.0	1.0	1.0
기타	3.9	5.1	5.9	9.2	10.1	7.5	12.3	10.5	6.7	5.0	5.0	5.0	5.0
순매출액	1,855.4	469.3	444.2	467.8	476.6	1,857.8	481.4	465.0	473.0	486.2	1,905.7	1,964.0	2,015.6
(% YoY)	-0.4	2.2	-2.1	-2.7	3.3	0.1	2.6	4.7	1.1	2.0	2.6	3.1	2.6
매출총이익	570.2	135.2	114.0	124.9	121.6	495.8	131.4	117.6	121.6	124.1	494.8	511.9	527.3
(% YoY)	4.9	-6.5	-17.1	-16.4	-12.2	-13.0	-2.8	3.1	-2.6	2.0	-0.2	3.5	3.0
매출총이익률(%)	30.7	28.8	25.7	26.7	25.5	26.7	27.3	25.3	25.7	25.5	26.0	26.1	26.2
판매비	494.1	106.9	111.1	110.7	100.2	428.9	108.5	113.9	110.8	105.7	439.0	441.7	453.3
(% YoY)	4.1	-9.8	-8.8	-12.0	-21.8	-13.2	1.5	2.5	0.2	5.5	2.4	0.6	2.6
판매비율(%)	26.6	22.8	25.0	23.7	21.0	23.1	22.5	24.5	23.4	21.7	23.0	22.5	22.5
영업이익	76.1	28.3	2.9	14.2	21.4	66.9	22.9	3.6	10.8	18.4	55.8	70.2	74.1
(% YoY)	10.1	8.3	-81.4	-39.8	104.8	-12.0	-19.1	23.3	-24.1	-14.0	-16.7	25.8	5.5
영업이익률(%)	4.1	6.0	0.7	3.0	4.5	3.6	4.8	0.8	2.3	3.8	2.9	3.6	3.7
세전이익	106.4	36.7	11.4	22.2	29.9	100.2	30.9	13.6	17.4	24.0	86.0	101.0	104.8
(% YoY)	-52.0	2.9	-48.4	-29.4	73.9	-5.8	-15.6	19.1	-21.3	-19.9	-14.2	17.4	3.8
세전이익률(%)	5.7	7.8	2.6	4.7	6.3	5.4	6.4	2.9	3.7	4.9	4.5	5.1	5.2
순이익	80.4	28.3	8.3	16.7	22.4	75.7	23.5	3.5	13.1	18.2	58.3	76.5	79.5
(% YoY)	-58.6	4.7	-51.0	-30.0	77.3	-5.9	-17.0	-58.2	-21.2	-18.5	-22.9	31.2	3.8
순이익률(%)	4.3	6.0	1.9	3.6	4.7	4.1	4.9	0.7	2.8	3.7	3.1	3.9	3.9

자료: 농심, 메리츠증권 리서치센터

표3 농심 연결 실적 추이

(십억원, %)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2019P	2020E	2021E
매출액	2,208.3	563.1	532.8	566.0	574.6	2,236.4	588.6	568.2	589.9	597.3	2,343.9	2,446.1	2,545.9
(% YoY)	-0.4	1.4	-0.7	-1.0	5.4	1.3	4.5	6.6	4.2	4.0	4.8	4.4	4.1
매출총이익	734.4	179.7	152.9	171.6	167.5	671.7	181.6	162.3	177.5	174.2	695.6	725.9	755.6
(% YoY)	3.0	-4.0	-13.3	-12.2	-4.4	-8.5	1.0	6.2	3.5	4.0	3.6	4.4	4.1
매출총이익률(%)	33.3	31.9	28.7	30.3	29.2	30.0	30.8	28.6	30.1	29.2	29.7	29.7	29.7
판매비	638.0	145.3	146.4	149.9	141.6	583.2	150.0	154.1	159.0	153.7	616.8	622.0	644.4
(% YoY)	2.3	-6.1	-7.4	-8.7	-12.1	-8.6	3.2	5.3	6.1	8.6	5.8	0.8	3.6
판매비율(%)	28.9	25.8	27.5	26.5	24.6	26.1	25.5	27.1	26.9	25.7	26.3	25.4	25.3
영업이익	96.4	34.4	6.5	21.7	26.0	88.6	31.6	8.2	18.6	20.4	78.8	103.9	111.2
(% YoY)	7.4	6.0	-64.6	-30.7	81.1	-8.1	-8.1	26.9	-14.5	-21.3	-11.0	31.9	7.0
영업이익률(%)	4.4	6.1	1.2	3.8	4.5	4.0	5.4	1.4	3.1	3.4	3.4	4.2	4.4
세전이익	119.4	41.8	11.8	26.4	32.4	112.3	38.3	15.7	22.3	27.2	103.5	127.2	134.1
(% YoY)	-48.8	4.0	-48.3	-29.8	71.3	-6.0	-8.5	33.7	-15.5	-15.9	-7.9	22.9	5.4
세전이익률(%)	5.4	7.4	2.2	4.7	5.6	5.0	6.5	2.8	3.8	4.6	4.4	5.2	5.3
지배순이익	90.7	32.1	7.7	19.5	24.5	83.7	29.0	4.7	16.2	21.2	71.1	96.6	101.8
(% YoY)	-54.5	7.9	-51.8	-32.8	52.8	-7.7	-9.4	-39.4	-17.1	-13.3	-15.1	35.9	5.4
순이익률(%)	4.1	5.7	1.4	3.4	4.3	3.7	4.9	0.8	2.7	3.6	3.0	3.9	4.0

자료: 농심, 메리츠증권증권 리서치센터

농심 (004370)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,208.3	2,236.4	2,343.9	2,446.1	2,545.9
매출액증가율 (%)	-0.4	1.3	4.8	4.4	4.1
매출원가	1,473.9	1,564.7	1,648.3	1,720.2	1,790.4
매출총이익	734.4	671.7	695.6	725.9	755.5
판매관리비	638.0	583.2	616.8	622.0	644.4
영업이익	96.4	88.6	78.8	103.9	111.2
영업이익률	4.4	4.0	3.4	4.2	4.4
금융손익	11.0	8.3	6.4	6.0	6.0
종속/관계기업손익	0.0	-0.2	-0.6	0.0	0.0
기타영업외손익	12.1	15.6	18.8	17.6	17.2
세전계속사업이익	119.4	112.3	103.5	127.5	134.4
법인세비용	28.8	28.0	32.4	30.9	32.5
당기순이익	90.7	84.3	71.1	96.6	101.9
지배주주지분 순이익	90.7	84.3	71.1	96.8	102.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	103.4	146.9	170.9	195.9	193.9
당기순이익(손실)	90.7	84.3	71.1	96.6	101.9
유형자산상각비	81.9	83.1	94.7	93.5	85.9
무형자산상각비	1.2	1.4	1.2	1.1	1.1
운전자본의 증감	-95.2	-46.5	-15.1	4.7	5.0
투자활동 현금흐름	-79.2	-128.9	-216.7	-48.9	-50.1
유형자산의증가(CAPEX)	-128.3	-88.2	-140.7	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	7.8	16.7	-18.8	-0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	-47.0	-5.8	67.8	-23.1	-23.1
차입금의 증감	-30.9	20.1	118.0	0.0	0.0
자본의 증가	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-24.0	12.3	22.7	123.9	120.7
기초현금	179.4	155.4	167.7	190.4	314.4
기말현금	155.4	167.7	190.4	314.4	435.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	985.9	1,053.8	1,147.1	1,307.3	1,466.6
현금및현금성자산	155.4	167.7	190.4	314.4	435.0
매출채권	223.1	196.9	204.7	212.7	221.3
재고자산	172.0	202.4	210.5	218.8	227.6
비유동자산	1,464.1	1,478.5	1,571.9	1,507.5	1,450.8
유형자산	1,122.3	1,157.8	1,196.1	1,132.6	1,076.6
무형자산	60.7	59.6	59.7	58.6	57.5
투자자산	76.8	59.9	78.1	78.4	78.6
자산총계	2,449.9	2,532.3	2,719.0	2,814.9	2,917.4
유동부채	489.3	522.2	637.7	657.7	678.9
매입채무	236.5	234.9	244.2	253.8	264.0
단기차입금	11.7	35.2	131.4	131.4	131.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	119.5	112.3	136.4	138.8	141.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	56.4	53.1	63.3	63.3	63.3
부채총계	608.8	634.5	774.1	796.5	820.3
자본금	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
자본잉여금	120.7	120.7	120.7	120.7	120.7
기타포괄이익누계액	-29.6	-27.7	-5.7	-5.7	-5.7
이익잉여금	1,787.7	1,842.5	1,867.2	1,940.9	2,019.9
비지배주주지분	12.7	12.6	13.0	12.8	12.6
자본총계	1,841.1	1,897.8	1,944.9	2,018.4	2,097.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	363,043	367,675	385,350	402,137	418,553
EPS(지배주주)	14,905	13,858	11,684	15,921	16,781
CFPS	36,406	35,848	36,017	36,507	36,397
EBITDAPS	29,506	28,446	28,725	32,635	32,582
BPS	300,600	309,918	317,603	329,722	342,700
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	23.8	18.4	20.6	14.6	13.9
PCR	9.7	7.1	6.7	6.4	6.4
PSR	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA	179.5	173.0	174.7	198.5	198.2
EV/EBITDA	9.4	5.9	5.6	4.0	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.0	4.5	3.7	4.9	5.0
EBITDA 이익률	8.1	7.7	7.5	8.1	7.8
부채비율	33.1	33.4	39.8	39.5	39.1
금융비용부담률	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	33.5	24.3			
매출채권회전율(x)	9.9	10.6	11.7	11.7	11.7
재고자산회전율(x)	12.9	11.9	11.4	11.4	11.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

농심 (004370) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.18		1년 경과			-40.1	-27.1	
2018.10.18	산업브리프	Buy	430,000	김정욱	-40.1	-27.1	
2019.10.29		1년 경과			-45.4	-41.5	
2020.02.10	기업브리프	Buy	370,000	김정욱	-	-	