

농심 (004370.KS)

가뭄에 단비, 라면값 인상

농심이 라면 평균 가격을 약 5% 인상할 계획. 2011년 이후 기존제품 가격 인상으로는 처음. 신라면 등 효율 높은 브랜드의 가격인상이어서 영업이익 증가 동인으로 작동할 것. Buy로 상향

라면 가격 인상, 효과는?

농심이 신라면, 짜파게티 등의 가격 인상안을 발표. 당시 리서치센터의 예상보다 빠른 시점임. 전체 28개 브랜드 중 18개 라면이 가격 인상 대상이며, 라면 사업부 전체에 약 5%의 매출 증가 효과가 기대됨.

당사는 종전 추정치에 2017년 라면 ASP 3% 상승을 가정하였으나, 1) 이번 발표로 이 추정치를 5%로 상향 조정하고, 2) 가격 인상에 따른 점유율 하락 가능성을 감안하여 종전 점유율 가정 55.2%에서 54.9%로 조정함. 이에 따라 영업이익은 기준 대비 14.7% 증가한 1,225억원으로 추정

경쟁 환경 변화도 관전 포인트

가격 인상의 효과가 완전히 발휘되는 데 방해 요인은 두 가지. 1) 라면의 대체식으로 수요 이동, 2) 경쟁사의 가격 경쟁 심화. 1)의 경우 라면 절대 가격이 (신라면 인상된 권장소비자 가격 830원) 한기 식사류로는 상당히 싸기 때문에 이를 대체할 품목은 많지 않을 것으로 판단

2) 다른 경쟁사가 가격 인상에 동참할 경우 이를 통해 확보된 자금 여력으로 시장점유율 추가 획득 시도에 나설 수 있고, 동참하지 않더라도 저가격에 소구한 마케팅 경쟁 강도를 높일 가능성 존재. 따라서 농심의 가격 인상 후 약간의 시장점유율 하락 및 방어 비용 상승은 고려해야 할 요인

밸류에이션 상승 여력 마련

이번 가격인상 이벤트를 반영하여 2017~18년 EPS 추정치를 각각 12.9%, 7.0% 상향하였음. 이에 따라 목표주가도 기존 33만원에서 40만 5천원으로 상향 조정하였음. 음식료 섹터 평균 PER 18.5배에 30%의 프리미엄을 적용(24배)한 것. 가격 인상에 따른 실적 모멘텀 발생 고려할 때 프리미엄 부여는 타당. 이에 따라 농심에 대한 투자의견도 Hold에서 Buy로 상향함

Company Note | 2016. 12. 16

Buy (상향)

목표주가	405,000원 (상향)			
현재가 (16/12/15)	338,000원			
업종	음식료			
KOSPI / KOSDAQ	2,036.65 / 620.61			
시가총액(보통주)	2,055.9십억원			
발행주식수(보통주)	6.1백만주			
52주 최고가('16/1/21)	534,000원			
최저가('16/10/18)	283,500원			
평균거래대금(60일)	7,300백만원			
배당수익률(2016E)	1.18%			
외국인지분율	17.9%			
주요주주				
농심홀딩스 외 3 인	45.5%			
국민연금	12.2%			
주가상승률	3개월 6개월 12개월			
절대수익률 (%)	11.4 -10.0 -16.1			
상대수익률 (%)p	9.3 -13.0 -20.4			
2015	2016E	2017F	2018F	
매출액	2,182	2,221	2,328	2,411
증감률	6.9	1.8	4.8	3.5
영업이익	118	93	122	140
영업이익률	5.4	4.2	5.3	5.8
(지배지분)순이익	117	197	103	117
EPS	19,291	32,431	16,861	19,180
증감률	80.5	68.1	-48.0	13.8
PER	22.8	10.4	20.0	17.6
PBR	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.4	8.4	6.9	5.9
ROE	7.4	11.5	5.6	6.1
부채비율	46.9	43.6	43.6	42.9
순차입금	-422	-522	-617	-724

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

농심 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					수정후	y-y	q-q	수정전	컨센서스	
매출액	566	568	527	548	587	3.7	7.1	573	583	596
영업이익	29	32	12	23	28	-3.4	21.7	26	27	40
영업이익률	5.1	5.7	2.4	4.2	4.8	-	-	4.6	4.6	6.8
세전이익	35	156	21	31	34	-2.9	9.7	27	36	45
(지배)순이익	28	144	15	23	16	-42.9	-30.4	3	21	32

주: IFRS 연결기준, 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

농심 실적 전망 (IFRS 연결)

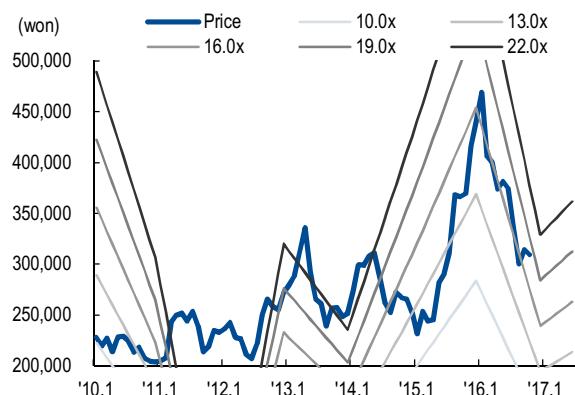
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	2,181.6	2,220.7	2,328.2	2,410.6
	- 수정 전	-	2,220.7	2,301.5	2,383.5
	- 변동률	-	0.0	1.2	1.1
영업이익	- 수정 후	118.3	92.8	122.5	139.7
	- 수정 전	-	89.1	106.7	129.6
	- 변동률	-	4.2	14.7	7.8
영업이익률(수정 후)		5.4	4.2	5.3	5.8
EBITDA		198.2	183.8	211.4	226.8
(지배지분)순이익		117.3	197.3	102.6	116.7
EPS	- 수정 후	19,291	32,431	16,861	19,180
	- 수정 전	-	28,336	14,933	17,929
	- 변동률	-	14.5	12.9	7.0
PER		22.8	10.4	20.0	17.6
PBR		1.6	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA		11.4	8.4	6.9	5.9
ROE		7.4	11.5	5.6	6.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준. 2016년 상반기 과정금 환입 1,177억원 반영

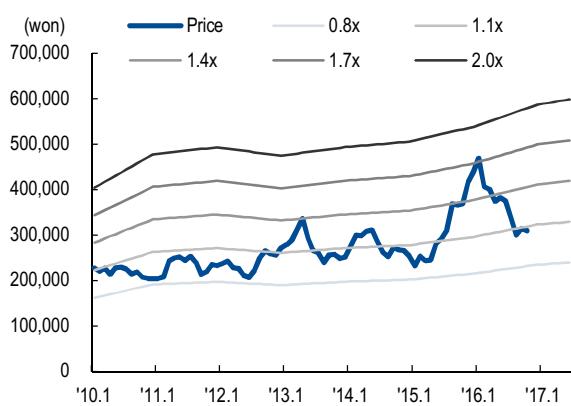
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

농심 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro

농심 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

5년만의 라면 가격 인상, 그 효과는?

**가격 인상으로
라면 부문 5%의
매출 증대 효과 기대**

12월 16일 농심은 신라면, 짜파게티, 너구리 등 기존제품의 가격 인상안을 발표하였다. 전체 28개 브랜드 중 18개 라면이 가격인상 대상이며, 라면 사업부 전체에 약 5%의 매출 증가 효과가 기대된다. 이는 2011년 11월 후 5년만의 가격인상인데, 당사 예상(2017년 상반기)보다 빠른 시점에서 단행되었다. 가격 인상의 내역은 다음 표와 같다.

주요 품목별 가격 조정 내역 - 권장소비자가격 기준				(단위: 원, %)
	종전 가격(원)	변경 가격(원)	인상폭(원)	인상률(%)
신라면	780	830	+50	+6.4
짜파게티	900	950	+50	+5.6
너구리	850	900	+50	+5.9
육개장사발면	800	850	+50	+6.3
생생우동	1,700	1,800	+100	+5.9

자료: 농심, NH 투자증권 리서치센터

**예상보다 시점 빨라
핵심 가정 및
이익 추정치 상향**

당사 리서치센터는 종전 추정치에 2017년 농심의 라면 ASP가 3% 상승할 것으로 가정하였다. 하지만 예상보다 빠른 결정으로 인해 1) 라면 ASP 상승률을 5%로 상향 조정하고, 2) 가격 인상 후 약간의 점유율 추가 하락 가능성을 감안하여 점유율 가정을 종전 55.2%에서 54.9%로 하향하였다. 이에 따라 영업이익은 기준 대비 14.7% 증가한 1,225억원으로 추정된다.

매출액보다 영업이익 추정치가 더 큰 폭으로 높아진 것은, 이번 가격 인상 대상 브랜드가 대부분 매출 규모가 크고 효율화가 이미 완료된 장수 브랜드 중심이기 때문이다. 즉 가격 인상에 따른 영업 레버리지가 가장 높을 수 있는 영역인 셈이다.

경쟁 심화는 여전히 남아있는 불씨

**후발 주자들의
가격 전략에 따라
경쟁환경 변화**

가격 인상의 효과가 완전히 발휘되는 데 방해 요인은 두 가지이다. 1) 라면의 대체식으로의 수요 이동, 2) 경쟁사의 가격 경쟁 심화가 그것이다. 1)의 경우 라면 절대 가격이 (신라면 인상된 권장소비자 가격 830원) 한끼 식사류로는 상당히 싸기 때문에 이를 대체할 품목은 많지 않을 것으로 판단한다.

2) 하지만 경쟁사가 가격 인상에 동참할 경우 이를 통해 확보된 자금 여력으로 시장 점유율 추가 획득 시도에 나설 수 있고, 동참하지 않더라도 저가격에 소구한 마케팅 경쟁 강도를 높일 가능성 존재한다. 따라서 농심의 가격 인상 후 약간의 시장 점유율 하락 및 방어 비용 상승은 고려해야 리스크 요인이다.

밸류에이션 상승 가능하나, 한계 존재

적정 PER

24배 수준까지

상승 가능

이번 가격인상 이벤트를 반영하여 2017~ 2018년 EPS 추정치를 각각 12.9%, 7.0% 상향하였다. 이에 따라 목표주가도 기존 33만원에서 40만5천원으로 상향 조정하였다. 음식료 섹터 평균 PER 18.5배에 30%의 프리미엄을 적용(24배)한 것이다. 가격 인상에 따른 실적 모멘텀 발생, 중국과 미국 지역에서의 꾸준한 성장을 고려할 때 프리미엄 부여는 타당해 보인다. 이에 따라 농심에 대한 투자의견도 Hold에서 Buy로 상향하였다. 다만 동사가 성장 정체를 고민하는 태우식료 업체보다 훨씬 높은 밸류에이션을 부여받기 위해서는 과거보다 드라마틱한 해외 사업 볼륨 확대나, 국내에서의 기조적인 점유율 상승이 동반되어야 할 것으로 판단한다.

농심 국내사업 분기 및 연간 매출액 추이

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16F	2015	2016E	2017F
매출 합계	499	491	504	523	514	464	499	495	2016	1972	2030
라면	326	329	345	367	340	317	327	347	1367	1332	1367
내수	296	300	316	336	305	283	299	310	1248	1197	1228
수출	30	29	29	31	35	34	29	37	119	135	139
스낵	93	84	77	80	82	80	83	93	333	337	352
내수	88	78	71	75	76	74	77	87	312	315	328
수출	6	6	5	5	6	6	5	6	22	23	24
기타	79	78	83	76	91	67	89	55	316	302	311
매출성장률	-3.1	4.7	7.7	6.3	2.9	-5.4	-1.0	-5.3	3.2	-2.2	3.0
라면	15.0	0.4	-6.4	-3.6	-13.0	-5.0	7.8	16.9	1.3	0.9	4.4
내수	-9.2	3.9	10.0	6.7	3.0	-5.6	-5.3	-7.7	0.8	-4.1	2.6
수출	11.1	6.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.9	13.4	3.0
스낵	16.2	1.7	-5.2	-3.2	-11.8	-4.8	8.2	17.0	2.3	1.1	4.4
내수	15.0	0.4	-6.4	-3.6	-13.0	-5.0	7.8	16.9	1.3	0.9	4.4
수출	37.1	23.8	13.0	3.5	6.4	-2.1	-5.7	19.8	18.9	4.0	4.0
기타	1.4	15.1	13.9	14.9	15.0	0.0	0.0	0.0	11.0	-4.4	3.0
영업이익	26	20	32	26	29	5	16	29	104	79	120
OPM	5.6	4.3	6.7	5.3	5.9	1.2	3.5	6.1	5.5	4.2	6.2
y-y growth	-17.7	84.4	141.0	67.3	8.7	-72.6	-49.8	11.7	45.4	-24.0	51.0

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

농심의 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016E	2017F	2018F
총매출액	2,087	2,042	2,182	2,221	2,328	2,411
국내 매출액	1,876	1,822	1,897	1,873	1,929	1,973
라면	1,414	1,344	1,367	1,332	1,367	1,401
스낵	308	326	333	337	352	355
기타	279	285	316	302	311	320
중국 매출액	149	182	231	284	327	359
중국외 해외 매출액	172	188	229	268	308	350
조정	109	151	175	205	236	271
매출 성장률 (y-y)	-4.1	-2.2	6.9	1.8	4.8	3.5
국내 매출액	-4.3	-2.9	4.1	-1.2	3.0	2.3
라면	3.2	-4.9	1.7	-2.5	2.6	2.4
스낵	4.9	5.7	2.3	1.1	4.4	1.0
기타	-35.4	2.2	11.0	-4.4	3.0	3.0
중국 매출액	20.8	22.5	26.5	23.0	15.0	10.0
중국외 해외 매출액	-10.2	9.7	21.8	17.1	14.9	13.4
영업이익	93	74	118	93	122	140
OPM	4.4	3.6	5.4	4.2	5.3	5.8
y-y growth	-20.6	60.8	-21.5	32.0	14.1	-16.9
국내	91.9	71.6	104.1	79.2	119.5	128.4
중국	-6.2	-1.2	2.7	8.5	-3.3	3.6
중국외 해외	1.6	1.3	6.3	5.6	6.7	8.2
조정	-3.3	1.2	0.1	0.5	0.5	0.5

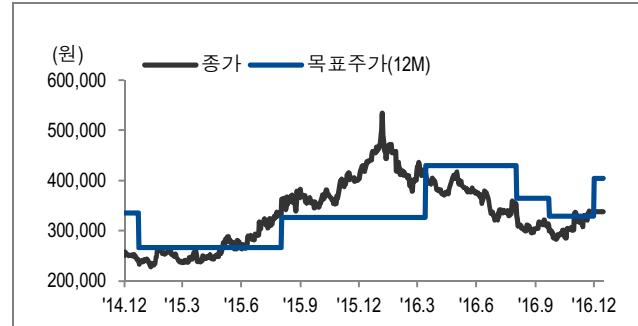
자료: 농심, NH 투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F		2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	2,182	2,221	2,328	2,411	PER(X)	22.8	10.4	20.0	17.6
증감률 (%)	6.9	1.8	4.8	3.5	PBR(X)	1.6	1.1	1.1	1.0
매출원가	1,510	1,555	1,602	1,650	PCR(X)	11.3	6.6	9.5	8.9
매출총이익	672	666	727	761	PSR(X)	1.2	0.9	0.9	0.9
Gross 마진 (%)	30.8	30.0	31.2	31.6	EV/EBITDA(X)	11.4	8.4	6.9	5.9
판매비와 일반관리비	554	573	604	621	EV/EBIT(X)	19.1	16.7	11.8	9.6
영업이익	118	93	122	140	EPS(W)	19,291	32,431	16,861	19,180
증감률 (%)	60.8	-21.5	32.0	14.1	BPS(W)	268,798	294,138	307,197	322,574
OP 마진 (%)	5.4	4.2	5.3	5.8	SPS(W)	358,664	365,085	382,758	396,314
EBITDA	198	184	211	227	자기자본이익률(ROE, %)	7.4	11.5	5.6	6.1
영업외손익	35	139	16	18	총자산이익률(ROA, %)	5.1	7.9	3.9	4.3
금융수익(비용)	3	9	11	13	투하자본이익률 (ROIC, %)	8.0	7.4	8.9	10.3
기타영업외손익	32	130	5	5	배당수익률(%)	0.9	1.2	1.2	1.2
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	배당성향(%)	19.7	11.7	22.6	19.8
세전계속사업이익	154	232	139	158	총현금배당금(십억원)	23	23	23	23
법인세비용	36	35	36	41	보통주 주당배당금(W)	4,000	4,000	4,000	4,000
계속사업이익	117	197	103	117	순부채(현금)/자기자본(%)	-25.6	-29.0	-32.8	-36.7
당기순이익	117	197	103	117	총부채/ 자기자본(%)	46.9	43.6	43.6	42.9
증감률 (%)	82.2	68.1	-48.0	13.8	이자발생부채	152	154	159	162
Net 마진 (%)	5.4	8.9	4.4	4.8	유동비율(%)	157.3	171.5	181.4	193.3
지배주주지분 순이익	117	197	103	117	총발행주식수(mn)	6	6	6	6
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	7	-20	0	0	주가(W)	439,500	338,000	338,000	338,000
총포괄이익	125	177	103	117	시가총액(십억원)	2,673	2,056	2,056	2,056

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	169	264	343	439	영업활동 현금흐름	202	292	201	211
매출채권	210	214	224	232	당기순이익	117	197	103	117
유동자산	998	1,107	1,228	1,355	+ 유/무형자산상각비	80	91	89	87
유형자산	1,133	1,183	1,165	1,149	+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
투자자산	40	43	46	49	+ 외화환산손실(이익)	5	0	0	0
비유동자산	1,421	1,473	1,457	1,443	Gross Cash Flow	238	314	216	232
자산총계	2,419	2,581	2,685	2,799	- 운전자본의증가(감소)	-13	4	10	7
단기성부채	97	98	103	107	투자활동 현금흐름	-168	-171	-93	-88
매입채무	285	290	304	315	+ 유형자산 감소	32	0	0	0
유동부채	634	646	677	701	- 유형자산 증가(CAPEX)	-122	-140	-70	-70
장기성부채	55	55	55	55	+ 투자자산의매각(취득)	-32	-3	-3	-3
장기충당부채	25	26	27	28	Free Cash Flow	80	152	131	141
비유동부채	138	139	143	147	Net Cash Flow	34	121	108	123
부채총계	772	785	820	847	재무활동현금흐름	18	-21	-18	-19
자본금	30	30	30	30	자기자본 증가	-1	0	0	0
자본잉여금	121	121	121	121	부채증감	19	-21	-18	-19
이익잉여금	1,554	1,728	1,807	1,901	현금의증가	53	100	90	103
비지배주주지분	11	12	12	12	기말현금 및 현금성자산	169	269	359	462
자본총계	1,646	1,801	1,880	1,974	기말 순부채(순현금)	-422	-522	-617	-724

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
농심	004370.KS	2016.12.16	Buy	405,000원(12개월)
		2016.10.06	Hold	330,000원(12개월)
		2016.08.17	Hold	365,000원(12개월)
		2016.03.29	Hold	430,000원(12개월)
		2015.08.17	Hold	327,000원(12개월)
		2015.01.07	Hold	266,000원(12개월)
		2014.10.06	Buy	336,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 9일기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
78.2%	21.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '농심'의 빌행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.