

농심 (004370/매수)

음식료

모든 약재를 뚫고

투자의견 매수, 목표주가 320,000원으로 상향

2012년 농심은 3대 약재(담합 과징금, 삼다수 분쟁, 안전성 문제)에 시달렸다. 이로 인해 3분기 실적 호조 가능성과 라면 시장점유율 상승에도 불구하고 주가는 음식료업종에서 돋보이지 못했다. 2013년에는 라면 시장점유율 정상화, 가격 인상 가능성, 국내 신제품과 신규 사업 기대, 중국의 신제품 기대감 등이 주가의 모멘텀이 될 수 있다. 투자의견 매수, 목표주가는 320,000원(기준 290,000원)으로 상향 조정한다. 최근 음식료업종의 PER 상승을 반영하여 농심의 PER(13~14년 EPS평균 기준)도 15배(기준 13.5배)를 적용했다.

3분기 실적 Review: 컨센서스를 상회하는 실적

3분기 실적은 매출액 5,007억원(YoY + 3.9%), 영업이익 347억원(YoY + 25.4%), 순이익 312억원(YoY + 60.1%)이었다. 시장의 기대를 넘어서는 실적이다. 라면 매출액은 10.3% 증가했다. 1인 가구 증가로 용기면이 16.2%나 증가했다. 라면 시장점유율은 2011년 3분기 68.1%에서 4분기 62.7%, 2012년 1분기 62.2%로 급락했으나 2012년 2분기 63.7%, 3분기 67.4%로 상승했다. 음료는 삼다수 공급 차질로 9.6% 감소했다. 해외 매출액은 중국(24.8% 증가), 미국(20.9% 증가)의 호조로 18.6% 증가했다.

영업이익과 순이익 증가는 라면 판매 증가로 인한 고정비 감소와 환율 하락으로 외환관련 이익이 증가했기 때문이다.

2013년의 화두는 1) 시장점유율 정상화, 2) 백산수 초기 시장 진입 여부

2013년 라면 시장점유율은 하얀 국물 라면의 퇴조, 신라면 블랙 재 출시, 신제품 출시(진짜진짜, 블랙신깅, 고추비빔면 등, 내년엔 출시되는 라면은 모두 1천원 이상) 및 리뉴얼 효과 등으로 70%까지 상승할 전망이다. 안전성 문제로 일부 품목에서 매출 감소가 있겠지만 3개월에서 늦어도 6개월 정도면 매출 회복이 나타날 전망이다. 라면 가격 인상 가능성도 주목해야 한다. 지난 8월 삼양식품과 팔도의 라면가격 인상으로 농심도 2013년에는 라면 가격 인상 가능성이 있다.

삼다수 관련이 종료됨에 농심은 중국법인이 판매중인 백산수(2010년 중국 지린성에 먹는샘물 공장 설립, 생산능력은 삼다수의 50% 정도)를 12월경에 국내에 출시할 계획이다. 농심은 삼다수 판매 중지로 2013년에 매출액이 1,900억원(매출액의 9%), 영업이익 120억원(11% 정도) 정도 감소한다. 농심은 그 동안 삼다수 판매를 통해 먹는샘물 유통망과 유통 노하우를 보유하고 있다. 백산수의 초기 시장 진입 성공 여부가 중요하다.

Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	1,895	155	8.2	138	22,696	201	104	10.4	9.0	0.8	4.2
12/11	1,971	110	5.6	86	14,167	162	43	5.9	16.4	0.9	6.3
12/12F	1,997	110	5.5	-6	-939	165	1	-0.4	-	1.1	7.0
12/13F	1,967	117	6.0	119	19,574	180	79	7.9	13.0	1.0	6.1
12/14F	2,136	135	6.3	143	23,482	197	115	8.9	10.9	0.9	5.1

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 농심, KDB대우증권 리서치센터

백운목

02-768-4158

wm.baek@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	320,000
현재주가(12/11/12, 원)	255,000
상승여력(%)	25.5
EPS 성장률(12F, %)	적전
MKT EPS 성장률(12F, %)	9.0
P/E(12F, x)	-
MKT P/E(12F, x)	10.2
KOSPI	1,900.87
시가총액(십억원)	1,551
발행주식수(백만주)	6
60D 일평균 거래량(천주)	38
60D 일평균 거래대금(십억원)	10
배당수익률(12F, %)	1.6
유동주식비율(%)	49.6
52주 최저가(원)	203,000
52주 최고가(원)	296,000
배타(12M, 일간수익률)	0.27
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.6
외국인 보유비중(%)	27.1

주요주주

(주)농심홀딩스 외 3인(45.49%)

국민연금관리공단(6.12%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	4.9	16.7
상대주가	-8.9	5.8	14.7

주요사업

국내 1위의 라면 및 스낵 제조 판매업체



표 1. 농심의 2012년 3분기 실적

(십억원, %)

	3Q11	2Q12	3Q12			증감률	
			실적 발표치	KDB Daewoo	시장 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	482.0	469.2	500.7	497.9	495.1	3.9	6.7
영업이익	27.7	18.7	34.7	30.0	29.2	25.4	85.2
세전이익	25.6	22.1	41.4	37.8	33.9	61.5	87.0
순이익	19.5	16.7	31.2	29.1	26.7	60.1	86.7
영업이익률	5.7	4.0	6.9	6.0	5.9	-	-
순이익률	4.0	3.6	6.2	5.8	5.4	-	-

자료: 농심, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 농심의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012F				2013F				2012F	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	연간	연간
매출액	496	469	501	531	480	462	495	529	1,997	1,967	2,136
영업이익	31	19	35	25	29	23	31	34	110	117	135
세전이익	-72	22	41	36	43	38	34	39	27	155	185
순이익	-81	17	31	28	33	29	26	30	-6	119	143
영업이익률	6.3	4.0	6.9	4.8	6.0	5.1	6.2	6.5	5.5	6.0	6.3
순이익률	-16.2	3.6	6.2	5.2	6.9	6.3	5.3	5.7	-0.3	6.1	6.7
매출액증가율	-1.4	-5.0	3.9	8.0	-3.2	-1.5	-1.2	-0.2	1.3	-1.5	8.6
영업이익증가율	-10.9	-36.0	25.4	40.9	-8.0	24.9	-11.6	34.2	0.1	6.2	15.0
세전이익증가율	적전	-38.8	61.5	48.3	흑전	71.8	-17.2	9.3	-78.9	472.9	20.0
순이익증가율	적전	-39.6	60.1	273.2	흑전	75.5	-15.3	9.3	적전	흑전	20.0

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 농심의 2012~2014년 수익예상 변경

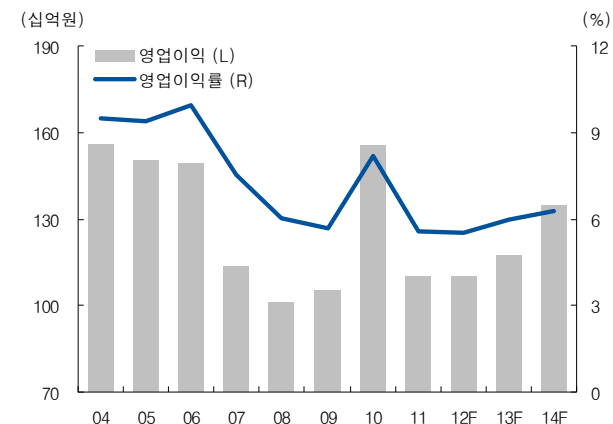
(십억원, %)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	
매출액	2,013	2,172	2,313	1,997	1,967	2,136	-0.8	-9.5	-7.7	3분기 실적 반영
영업이익	115	132	146	110	117	135	-4.2	-11.7	-7.7	삼다수 판매 중단 반영
세전이익	34	172	196	27	155	185	-20.1	-9.9	-5.4	환율 하락 반영
순이익	1	132	151	-6	119	143	적전	-9.9	-5.4	안전성 문제 반영
영업이익률	5.7	6.1	6.3	5.5	6.0	6.3	-	-	-	
순이익률	0.1	6.1	6.5	-0.3	6.1	6.7	-	-	-	

주: 삼다수 판매 중단으로 음료 매출 감소 반영

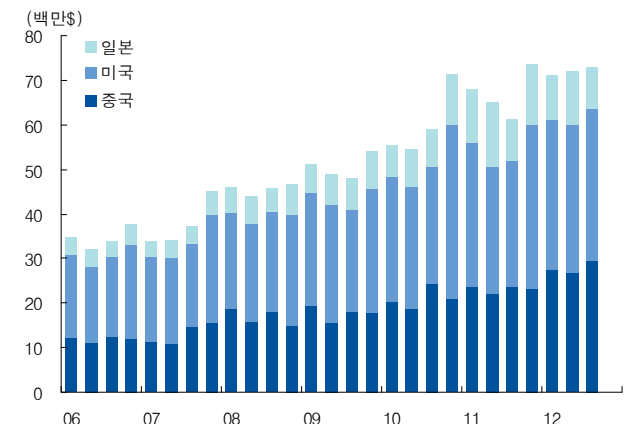
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 농심의 연간 영업이익과 영업이익률 전망



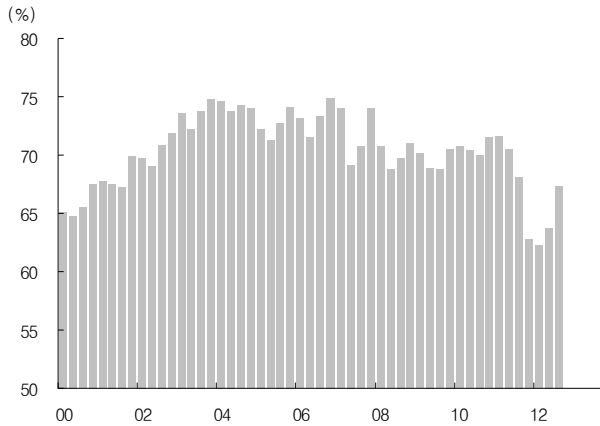
자료: 농심, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 농심의 해외 매출액 분기별 추이



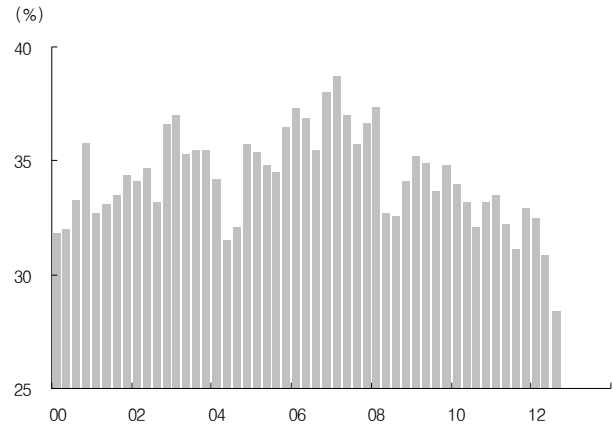
자료: 농심, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 농심의 라면 점유율 추이



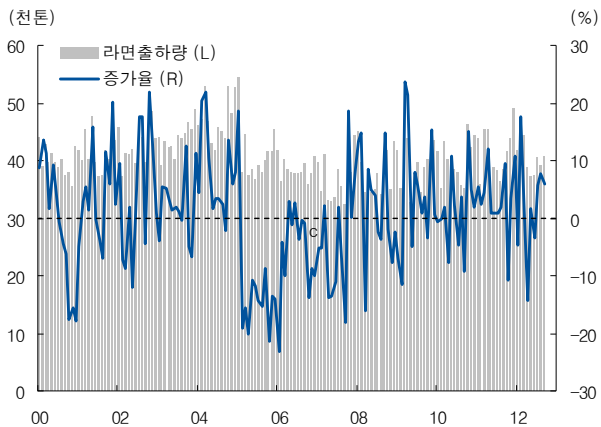
자료: 농심, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 농심의 스낵 점유율 추이



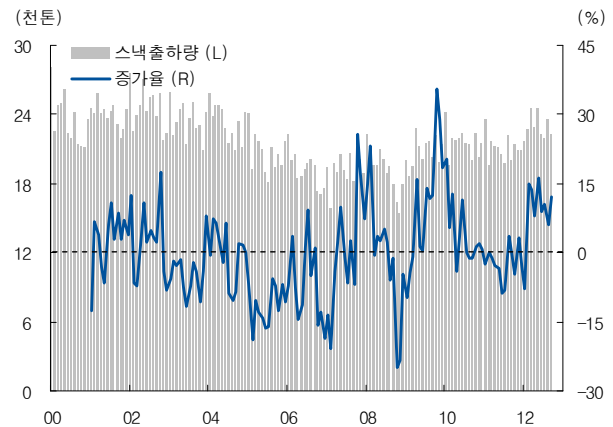
자료: 농심, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 라면 출하량 및 증가율 추이



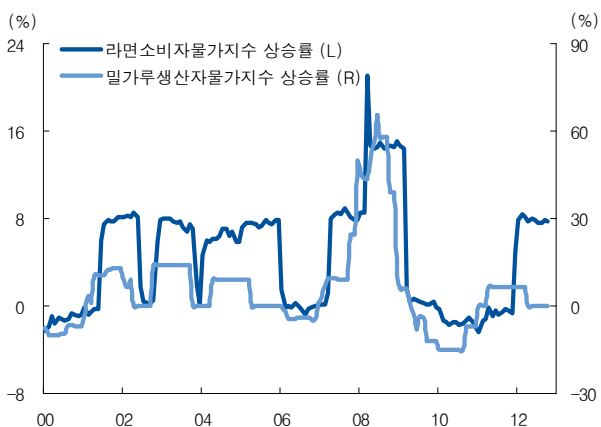
자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 스낵 출하량 및 증가율 추이



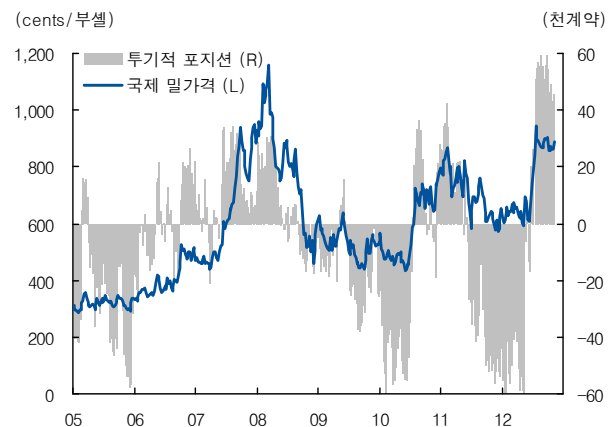
자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 국내 밀가루가격 상승률과 라면가격 상승률



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 국제밀가격 추이와 투지적 포지션



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

농심 (004370)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	1,971	1,997	1,967	2,136
매출원가	1,464	1,478	1,442	1,564
매출총이익	507	519	525	573
판매비와관리비	409	417	408	438
조정영업이익	98	102	117	135
영업이익	110	110	117	135
비영업손익	18	-83	38	51
순금융비용	-18	-19	-19	-22
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	128	27	155	186
계속사업법인세비용	42	33	36	43
계속사업이익	86	-6	119	143
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	86	-6	119	143
지배주주	86	-6	119	143
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	63	-5	120	144
지배주주	63	-5	120	144
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	162	165	180	197
FCF	43	1	79	115
EBITDA마진율 (%)	8.2	8.3	9.2	9.2
영업이익률 (%)	5.6	5.5	6.0	6.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.4	-0.3	6.1	6.7

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	94	83	141	175
당기순이익	86	-5	119	143
비현금수익비용가감	124	190	61	55
유형자산감가상각비	61	60	60	60
무형자산상각비	4	3	3	2
기타	-27	-124	20	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-74	-74	-4	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	19	2	-13
재고자산 감소(증가)	-26	12	2	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	35	-5	31
법인세납부	-43	-27	-36	-43
투자활동으로 인한 현금흐름	-114	-89	-97	-100
유형자산처분(취득)	-72	-84	-70	-70
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-39	-27	-45	-50
기타투자활동	-2	23	19	21
재무활동으로 인한 현금흐름	-24	33	-32	-32
장단기금융부채의 증가(감소)	1	15	-5	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-23	-23	-23	-23
기타재무활동	-2	-4	-4	-4
현금의증가	-45	27	12	43
기초현금	98	53	80	91
기말현금	53	80	91	134

자료: 농심, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	818	851	903	1,020
현금 및 현금성자산	53	80	91	134
매출채권 및 기타채권	162	154	152	165
재고자산	129	116	114	124
기타유동자산	16	16	16	18
비유동자산	1,353	1,380	1,410	1,455
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	930	957	966	976
무형자산	20	18	16	14
자산총계	2,170	2,231	2,314	2,475
유동부채	599	639	626	665
매입채무 및 기타채무	341	362	357	388
단기금융부채	101	116	111	106
기타유동부채	158	160	157	171
비유동부채	93	142	139	141
장기금융부채	0	45	45	45
기타비유동부채	80	84	81	83
부채총계	692	780	765	806
지배주주지분	1,478	1,451	1,548	1,669
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	126	124	124	124
이익잉여금	1,400	1,372	1,468	1,588
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,478	1,451	1,548	1,669

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	16.4	-	13.0	10.9
P/CF (x)	9.4	27.0	8.5	7.5
P/B (x)	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	6.3	7.0	6.1	5.1
EPS (원)	14,167	-939	19,574	23,482
CFPS (원)	24,710	9,435	29,939	33,798
BPS (원)	253,001	235,661	251,944	272,090
DPS (원)	4,000	4,000	400	4,000
배당성향 (%)	26.8	-404.3	19.4	16.2
배당수익률 (%)	1.7	1.6	0.2	1.6
매출액증가율 (%)	4.0	1.3	-1.5	8.6
EBITDA증가율 (%)	-19.4	1.6	9.2	9.6
영업이익증가율 (%)	-29.1	0.1	6.2	15.0
EPS증가율 (%)	-37.6	적전	흑전	20.0
매출채권 회전율 (회)	12.9	13.0	13.2	13.9
재고자산 회전율 (회)	17.0	16.3	17.1	18.0
매입채무 회전율 (회)	6.3	6.2	5.9	6.2
ROA (%)	4.0	-0.3	5.2	6.0
ROE (%)	5.9	-0.4	7.9	8.9
ROIC (%)	8.7	-2.9	12.1	13.9
부채비율 (%)	46.8	53.8	49.4	48.3
유동비율 (%)	136.5	133.3	144.4	153.4
순차입금/자기자본 (%)	-27.7	-27.8	-30.0	-33.7
영업이익/금융비용 (x)	41.9	40.9	27.1	32.2

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(⊞))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

