

농심
(004370)

“ 예상보다 견조한 점유율과 판촉 완화로 4분기 영업이익 호조 전망 ”



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

[매수, 상향]

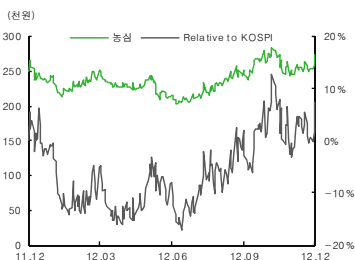
음식료업종

현재가 273,500

목표주가
(상향) 320,000

KOSPI	1949.62
시가총액	1,664 십억원
시가총액비중	0.1%
자본금(보통주)	30 십억원
52주 최고/최저	285,000 원 / 204,000 원
120일 평균거래대금	72 억원
외국인지분율	25.6%
주요주주	농심홀딩스 외 4 인 45.5%
	국민연금공단 6.1%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	8.3	8.7	9.0	9.8
상대수익률	7.5	7.6	5.1	7.2



투자포인트

- 벤조피렌 이슈에도 불구하고 4분기 라면 시장 점유율 하락폭 미미할 듯
- 점유율 확대, 프리미엄면 비중확대로 인한 ASP 인상, 경쟁완화에 따른 마케팅비 감소로 삼 다수 사업 중단 영향 상쇄 가능
- 실적추정 재조정에 따라 투자의견 매수로 상향, 목표주가도 32만원으로 상향

Comment

4분기 점유율 예상보다 호조, 투자의견 매수, 목표주가 32만원으로 상향

10월말 점화된 벤조피렌 이슈로 인한 동사의 4분기 라면 시장 점유율 하락폭이 예상보다 크지 않을 것으로 전망된다. 이는 너구리 등 일부 품목에 한정된 이슈가 신라면 등 기타 품목으로 확대되지 않았고 하안국물의 인기가 시들해진 데 따른 결과이다. 10월 점유율이 68.6%를 기록 한데 이어 11월 점유율은 64~5% 내외로 예상되며 11월을 바닥으로 점유율은 다시 상승해 동사의 4분기 시장 점유율은 66%로 당초 추정 62% 보다 견조할 전망이다. 한편, 라면 수출은 해외 현지 검사에서 벤조피렌이 미검출 되었음에도 전년동기대비 20% 내외의 감소가 예상된다. 농심의 4분기 실적은 매출액 4,874억원(-0.8% YoY)으로 매출은 전년동기와 유사하나 영업이익은 원가율 개선과 판관비 감소로 전년동기대비 76% 증가한 317억원으로 예상된다.

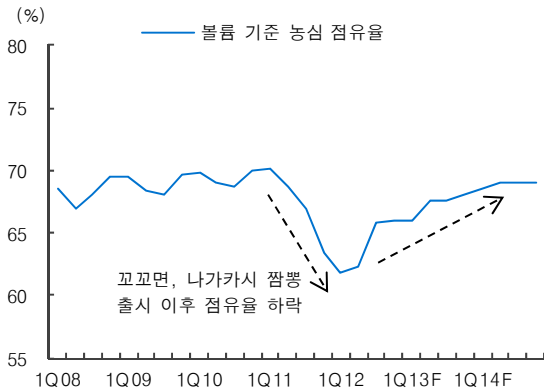
수출 시장 부진에도 매출의 대부분을 차지하는 내수 라면 판매량이 예상보다 견조하며 판촉 경쟁도 완화가 지속되고 있어 실적 추정을 재조정하며 이에 따라 동사에 대한 투자의견도 매수로 상향하고 목표주가 29만원도 32만원으로 상향한다.

2013년 삼다수 사업중단 영향, 라면 부문 개선으로 상쇄, 신규사업 손실 제한적

삼다수 사업 중단에도 불구하고 라면 시장 내 점유율 상승과 프리미엄 제품 비중 확대에 의한 ASP 증가, 경쟁완화에 따른 판촉비 감소 등으로 라면 부문의 매출 및 이익이 성장해 2013년 매출은 2012년과 유사한 수준으로 예상되며 영업이익은 1,286억원으로 11% 증가가 전망된다. 한편, 회사는 대형마트와 SSM 등의 프링글스 유통 계약을 체결한데 이어 (2013년 매출 130~150억원 목표) 12월 중순부터 백산수 유통을 시작하고(2013년 매출 500억원 목표) 쌀 과자와 음료 부문에서도 해외사와의 제휴 등을 통한 신규품목 도입 확대를 지속적으로 추진할 계획이다.

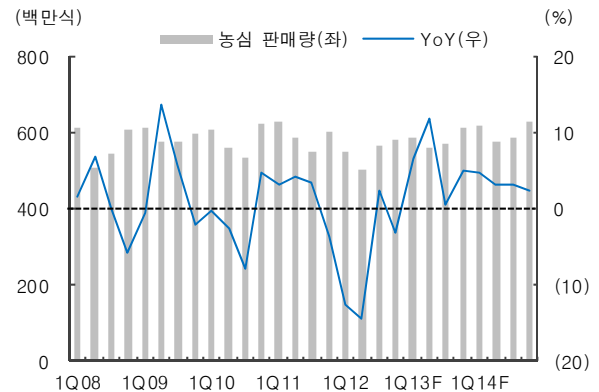
신규사업의 일환인 커피믹스의 경우 판촉비 확대 등의 우려가 제기될 수 있으나 동사의 커피믹스는 기존 프리미엄 스프 설비 라인을 이용해 생산하는 것으로 설비 활용 증대 차원의 신규 사업이다. 프리미엄 제품인 동사의 커피믹스의 2013년 매출 목표는 약 50~70억원 내외에 불과해 광고선전 및 판촉 증가 등으로 인한 손실 확대 요인은 제한적일 전망이다.

그림 1. 농심: 분기별 라면시장 점유율 추이 및 전망



자료: 농심, 대신증권 리서치센터

그림 2. 농심: 분기별 라면 판매량



자료: 농심, 대신증권 리서치센터

표 1. 농심 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원)		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	11	12F	13F	14F
매출액	전체	503.3	494.1	482.0	491.3	496.1	469.2	500.7	487.4	1,970.7	1,953.4	1,948.5	2,032.7
	라면	357.3	347.1	318.5	355.0	340.2	316.0	351.9	358.4	1,377.9	1,366.5	1,463.2	1,523.5
	Snack	68.9	69.8	75.2	75.9	76.1	70.6	72.9	76.2	289.8	295.9	311.7	315.5
	햄쌀밥	1.0	1.3	1.4	1.5	1.8	1.8	3.1	2.3	5.1	9.0	9.8	9.8
	기타(삼다수 등)	105.9	106.8	115.6	92.2	110.5	113.2	107.6	84.4	420.5	415.7	294.8	313.4
	에누리	29.8	31.0	28.6	33.4	32.5	32.5	34.8	33.9	122.7	133.7	131.0	129.7
YoY(%)	전체	4.5	6.3	5.4	(0.0)	(1.4)	(5.0)	3.9	(0.8)	4.0	(0.9)	(0.3)	4.3
	라면	3.6	8.2	5.1	(0.5)	(4.8)	(9.0)	10.5	1.0	4.0	(0.8)	7.1	4.1
	Snack	7.1	7.2	16.5	15.1	10.6	1.2	(3.0)	0.3	11.5	2.1	5.3	1.2
	햄쌀밥	(22.1)	(10.2)	(22.6)	(11.4)	75.2	40.2	125.8	57.5	(16.6)	75.0	9.4	(0.6)
	기타(삼다수 등)	7.4	0.9	(0.6)	(4.2)	4.4	6.0	(6.9)	(8.5)	0.8	(1.1)	(29.1)	6.3
	에누리/매출액	5.9	6.3	5.9	6.8	6.6	6.9	6.9	6.9	6.2	6.8	6.7	6.4
매출총이익		135.5	127.7	121.1	122.5	132.6	120.1	134.8	129.2	506.9	516.7	530.9	562.2
영업이익		35.1	29.3	27.7	18.1	31.3	18.7	34.7	31.7	110.1	116.4	128.6	147.3
세전이익		42.0	36.2	25.6	24.1	(71.8)	22.1	41.4	37.8	127.9	29.3	146.3	168.6
순이익		31.7	27.6	19.5	7.4	(80.6)	16.7	31.2	28.7	86.2	(4.4)	110.9	128.9
EBITDA		51.2	45.5	44.1	33.4	47.9	35.4	51.5	47.4	174.3	182.2	194.1	211.9
YoY(%)	매출총이익	(4.2)	(1.4)	(3.7)	(15.0)	(2.1)	(6.0)	11.3	5.5	(6.3)	1.9	2.7	5.9
	영업이익	(30.2)	(19.5)	4.6	(57.1)	(10.9)	(36.0)	25.4	75.5	(29.1)	5.7	10.5	14.5
	세전이익	(28.6)	3.1	(29.9)	(49.4)	적전	(38.8)	61.5	56.8	(28.2)	(77.1)	399.9	15.3
	순이익	(30.6)	0.1	(31.0)	(79.8)	적전	(39.6)	60.1	288.5	(37.6)	적전	흑전	16.2
	EBITDA	(21.7)	(12.0)	5.2	(40.9)	(6.5)	(22.2)	16.7	42.0	(19.2)	4.6	6.5	9.2
매출총이익률(%)		26.9	25.9	25.1	24.9	26.7	25.6	26.9	26.5	25.7	26.5	27.2	27.7
영업이익률(%)		7.0	5.9	5.7	3.7	6.3	4.0	6.9	6.5	5.6	6.0	6.6	7.2
EBITDA마진률(%)		10.2	9.2	9.2	6.8	9.6	7.6	10.3	9.7	8.8	9.3	10.0	10.4
세전이익률(%)		8.3	7.3	5.3	4.9	(14.5)	4.7	8.3	7.8	6.5	1.5	7.5	8.3
순이익률(%)		6.3	5.6	4.0	1.5	(16.2)	3.6	6.2	5.9	4.4	(0.2)	5.7	6.3
판관비/매출액(%)		19.5	20.8	20.7	22.0	21.3	22.5	20.8	20.8	20.7	21.4	21.5	21.3

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
매출액	1,932.5	1,902.3	2,015.2	1,953.4	1,948.5	2,032.7	1.1	2.4	0.9
영업이익	107.1	109.0	132.0	116.4	128.6	147.3	8.8	18.0	11.6
세전이익	19.7	126.1	152.2	29.3	146.3	168.6	48.4	16.0	10.8
순이익	(11.6)	95.6	116.4	(4.4)	110.9	128.9	N/A	16.0	10.8
EPS	(2,002)	16,528	20,121	(754)	19,177	22,285	N/A	16.0	10.8
YoY (%) 매출액	(1.9)	(1.6)	5.9	(0.9)	(0.3)	4.3			
영업이익	(2.8)	1.8	21.1	5.7	10.5	14.5			
세전이익	(84.6)	539.5	20.7	(77.1)	399.9	15.3			
순이익	적전	흑전	21.7	적전	흑전	16.2			
영업이익률 (%)	5.5	5.7	6.5	6.0	6.6	7.2			
세전이익률 (%)	1.0	6.6	7.6	1.5	7.5	8.3			
순이익률 (%)	(0.6)	5.0	5.8	(0.2)	5.7	6.3			

자료: 대신증권 리서치센터

주: EPS는 지배순이익 기준 (자사주 제외)

표 3. 농심 밸류에이션

(단위: %, 원, 십억원)

영업가치 (십억원)	1,235.5	A=a*b
12개월 Forward EBITDA	176.5	a
Target EV/EBITDA Multiple (x)	7.0	b
투자자산 가치 (십억원)	211.8	B=c+d
투자부동산	187.7	c
매도가능증권+금융자산	24.1	d
주당 가치 (원)	320,000	D=(A+B-C)/D
총차입금	106.0	e
현금성자산	452.9	f
순차입금(순현금)	(346.9)	C=e-f
총발행주식수	6,082,642	h
자기주식수	300,016	i
수정 발행주식수	5,782,626	D=h-i
현주가 (원)	273,500	2012-12-06
상승여력 (%)	17.0	
12M Forward Implied PBR (x)	1.3	지배주주 기준

자료: 대신증권 리서치센터

[재무제표]

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,895	1,971	1,953	1,948	2,033
매출원가	1,377	1,464	1,437	1,418	1,471
매출총이익	518	507	517	531	562
기타영업손익	411	421	434	436	450
판관비	411	409	417	419	432
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	12	17	17	17
영업이익	107	110	116	129	147
조정영업이익	107	98	100	112	130
EBITDA	181	162	165	177	194
영업외손익	54	18	-87	18	21
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	27	29	27	21	24
금융비용	-3	-11	-6	-3	-3
기타	30	0	-108	0	0
법인세비용차감전순이익	161	128	29	146	169
법인세비용	-36	-42	-34	-35	-40
계속사업순이익	124	86	-4	111	129
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	124	86	-4	111	129
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	124	86	-4	111	129
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	-2	-3	0	0
포괄순이익	0	63	-36	111	129
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	63	0	0	0

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	789	818	756	829	959
현금및현금성자산	98	53	41	116	215
매출채권 및 기타채권	163	174	172	172	179
재고자산	103	129	126	126	131
기타유동자산	425	462	417	416	433
비유동자산	1,364	1,353	1,374	1,372	1,367
유형자산	923	930	944	945	943
관계기업투자금	164	178	188	188	188
기타금융자산	2	12	12	12	12
기타비유동자산	275	232	230	227	224
자산총계	2,153	2,170	2,130	2,202	2,325
유동부채	576	599	587	571	585
매입채무 및 기타채무	449	483	466	465	478
차입금	59	101	106	91	91
유동성채무	37	0	0	0	0
기타유동부채	31	16	15	15	16
비유동부채	109	93	92	92	96
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	109	93	92	92	96
부채총계	684	692	679	663	681
자배지분	1,469	1,478	1,451	1,539	1,644
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	126	126	126	126	126
이익잉여금	1,393	1,400	1,373	1,460	1,566
기타자본변동	-81	-78	-78	-78	-78
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,469	1,478	1,451	1,539	1,644
총차입금	96	101	106	91	91

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	20,442	14,167	-717	18,232	21,186
PER	10.0	16.4	NA	15.0	12.9
BPS	241,486	243,040	238,520	252,949	270,332
PBR	0.8	1.0	1.1	1.1	1.0
EBITDAPS	29,837	26,690	27,193	29,151	31,973
EV/EBITDA	4.5	6.2	8.0	6.9	5.7
SPS	311,570	323,985	321,145	320,330	334,187
PSR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
CFPS	37,727	34,611	17,806	37,289	40,181
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	2.7	4.0	-0.9	-0.3	4.3
영업이익 증가율	2.0	2.7	5.7	10.5	14.5
순이익 증가율	-2.4	-30.7	-105.1	-2,641.8	16.2
수익성					
ROIC	9.5	8.4	-1.9	10.6	12.3
ROA	5.4	5.1	5.4	5.9	6.5
ROE	9.3	5.8	-0.3	7.4	8.1
안정성					
부채비율	46.6	46.8	46.8	43.1	41.4
순차입금비율	-28.8	-27.7	-23.9	-28.3	-33.6
이자보상배율	41.2	41.9	46.3	54.6	66.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	226	112	55	170	189
당기순이익	124	86	-4	111	129
비현금항목의 가감	105	124	113	116	116
감가상각비	74	64	66	65	65
외환손익	-2	4	-2	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	33	57	49	50	51
자산부채의 증감	-3	-74	-42	-43	-42
기타현금흐름	0	-24	-12	-13	-14
투자활동 현금흐름	-181	-136	-40	-64	-78
투자자산	-24	-20	-10	0	0
기타	-55	-43	45	-102	-72
재무활동 현금흐름	-31	-22	-18	-38	-23
단기차입금	5	0	5	-15	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	1	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-23	-23	-23	-23	-23
기타	-13	0	0	0	0
현금의 증감	14	-45	-12	75	99
기초 현금	84	98	53	41	116
기말 현금	98	53	41	116	215
NOPLAT	83	74	-17	98	113
FCF	52	65	-28	98	117

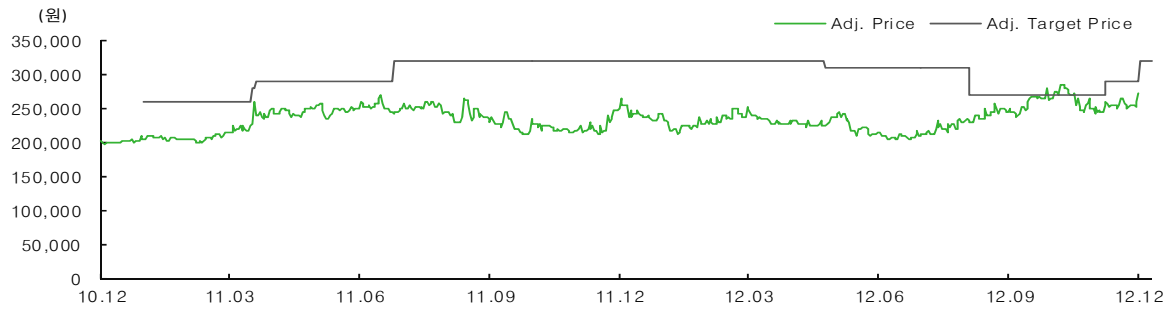
자료: 농심, 대신증권 추정

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 이선경)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상