



## Buy(Upgrade)

목표주가: 310,000원

주가(12/18): 258,000원

시가총액: 15,693억원

## 음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084 wswoo@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (12/20)	1,993.09pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	285,000원	204,000원
등락률	-9.47%	26.47%
수익률	절대	상대
1M	1.2%	-5.5%
6M	25.9%	19.5%
1Y	6.8%	-1.4%

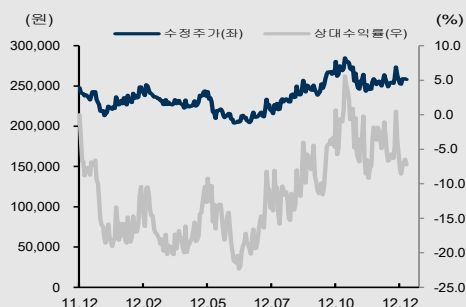
## Company Data

발행주식수	6,083천주
일평균 거래량(3M)	42천주
외국인 지분율	25.54%
배당수익률(12E)	1.55%
BPS(12E)	238,928원
주요 주주	농심홀딩스 외 3인
	45.49%

## 투자지표

(억원, IFRS 별도)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	19,707	19,742	19,389	20,234
보고영업이익	1,101	1,170	1,421	1,516
핵심영업이익	982	1,004	1,250	1,340
EBITDA	1,623	1,643	1,889	1,979
세전이익	1,279	316	1,640	1,748
순이익	862	-19	1,269	1,353
지분법적용순이익	848	-66	1,291	1,393
EPS(원)	13,938	-1,082	21,232	22,900
증감률(%)YoY	-38.6	적전	흑전	7.9
PER(배)	16.7	-238.5	12.2	11.3
PBR(배)	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.2	7.3	5.9	5.0
보고영업이익률(%)	5.6	5.9	7.3	7.5
핵심영업이익률(%)	5.0	5.1	6.4	6.6
ROE(%)	5.9	-0.1	8.4	8.4
순부채비율(%)	-27.7	-25.5	-29.6	-34.4

## Price Trend



## 농심 (004370)

## 좋아질 일만 남았다



삼다수사업 철수, 벤조피렌 이슈로 주가가 부진했으나, 추가적인 악재는 없을 것으로 예상합니다. 4Q12는 벤조피렌 이슈 선방, 기저효과에 따라 이익 개선 모멘텀이 클 전망입니다. '13년 이후에는 MS 회복기조, 민간소비 부진 따른 라면수요 개선효과 등으로 Q의 증가가 실적 모멘텀으로 작용하겠으며, 밀가루가 인상과 가격전가력 회복은 추가적인 마진 개선의 기회가 될 전망입니다.

## &gt;&gt;&gt; 가격전가력 회복을 감안하여 목표주가 상향

4Q12 실적은 벤조피렌 이슈에도 부진 폭이 크지 않으며, 전년동기 기저효과에 따른 실적회복 모멘텀을 예상한다. '13년 이후 라면 MS가 다시 회복기조로 돌아설 전망이어서, 이에 따른 이익 개선이 예상된다. 밀가루 가격 상승이 라면 판가인상으로 이어질 경우 따른 추가적인 마진 개선도 기대할 수 있다는 판단이다. 가격전가력 회복을 감안하여 목표주가를 31만원으로 상향하고, 투자 의견을 Buy로 상향 조정한다.

## &gt;&gt;&gt; 벤조피렌 이슈에도 4Q12 실적은 선방할 전망

4Q12 실적은 매출 5,083억원(YoY 3.5%), 영업이익 323억원(YoY 78.6%)을 전망한다. 벤조피렌 이슈(10월23일) 발생이 판매에 부정적인 영향을 미쳤으나 11월 라면 매출이 낮은 한자리 감소 정도로 비교적 선방하고 있는 것으로 판단한다. 4Q12 MS는 66.5%로 전분기보다 감소하겠으나 전년동기의 점유율과 ASP의 낮은 기저에 힘입어 영업이익이 크게 증가할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; '13년 Q의 회복과 가격전가력 회복에 따른 마진 개선 전망

벤조피렌의 추가적인 악영향은 제한적일 전망이어서 '13년에는 점유율이 회복기조(MS '12년 64.9%→'13년 67.1%)로 돌아설 전망이다. 민간소비 부진은 라면 수요 증가 요인이 작용할 것으로 예상된다. 이러한 Q의 개선은 실적회복 모멘텀의 동인이 될 전망이다. 1인가구 증가에 따른 용기면 비중 확대, 신라면 블랙 판매 재개에 따른 Product Mix 개선은 ASP(순매출단가) 상승요인으로 전망한다. 한편, 제분업체의 밀가루 가격 인상이 예상되고 있는데, 팜유 등 타 원재료는 안정화 추세여서 가격전가력 회복시 추가적 마진 개선이 예상된다. 밀가루가격 10%, 라면가격 5% 상승을 가정할 경우 기본 추정대비 영업이익이 18% 증가할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 백산수 판매, 중국사업 성장 기여 기대

백산수(백두산 샘물)는 당장 삼다수의 공백을 메우기는 어렵겠지만, 삼다수와 비슷한 가격이며, 농심이 삼다수를 MS 1위로 끌어올린 영업력을 보유하고 있어 시장 안착이 무난할 전망이다. 매출 목표는 '13년 500억원, '14년 1,000억원이다. 중국 매출은 3Q12까지 21%의 성장세(USD)였는데, 4Q12에는 벤조피렌 이슈로 부진할 전망이다. 하지만, 영업조직 정비, 내륙 거점 확대, 스낵 판매 호조로 '13년에는 성장세가 다시 회복될 전망이다.

## 4분기 실적 Preview (IFRS 별도)

(단위: 억원, %, %p)

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E		차이 (%, %p)	YoY (%, %p)	QoQ (%, %p)
					당사추정	컨센서스			
매출액	4,913	4,961	4,692	5,007	5,083	5,224	-2.7	3.5	1.5
영업이익	181	313	187	347	323	326	-0.8	78.6	-6.9
조정영업이익	146	272	145	304	283	319	-11.1	94.5	-6.9
세전이익	241	-718	221	414	399	403	-1.0	65.4	-3.7
순이익	74	-806	167	312	309	332	-7.0	318.4	-1.0
영업이익률(%)	3.7	6.3	4.0	6.9	6.4	6.2	0.1	2.7	-0.6
세전이익률(%)	4.9	-14.5	4.7	8.3	7.8	7.7	0.1	2.9	-0.4
순이익률(%)	1.5	-16.2	3.6	6.2	6.1	6.4	-0.3	4.6	-0.2

주: 조정영업이익=매출총이익-판관비

자료: 농심, 키움증권

## 실적 추정치 변경(IFRS별도)

(단위: 억원, %, %p)

	변경전			변경후		변경률(%, %p)		YoY(%, %p)	
	2011	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
매출액	19,707	19,921	19,397	19,742	19,389	-0.9	0.0	0.2	-1.8
영업이익	1,101	1,236	1,453	1,170	1,421	-5.3	-2.2	6.2	21.5
조정영업이익	982	1,070	1,282	1,004	1,250	-6.2	-2.5	2.2	24.5
세전이익	1,279	384	1,682	316	1,640	-17.7	-2.5	-75.3	418.9
순이익	862	34	1,302	-19	1,269	-155.3	-2.5	N/A	N/A
영업이익률(%)	5.6	6.2	7.5	5.9	7.3	-0.3	-0.2	0.3	1.4
세전이익률(%)	6.5	1.9	8.7	1.6	8.5	-0.3	-0.2	-4.9	6.9
순이익률(%)	4.4	0.2	6.7	-0.1	6.5	-0.3	-0.2	-4.5	6.6

주: 조정영업이익=매출총이익-판관비

자료: 농심, 키움증권

## 분기별 실적추정(IFRS별도)

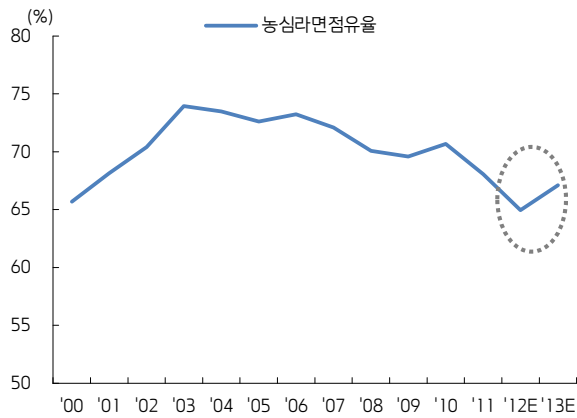
(단위: 억원, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12E	2012E
매출액	4,818	4,649	4,572	4,913	18,952	5,033	4,941	4,820	4,913	19,707	4,961	4,692	5,007	5,083	19,742
라면(내수)	3,245	2,980	2,815	3,314	12,354	3,327	3,188	2,946	3,267	12,728	3,127	2,868	3,255	3,346	12,595
스낵(내수)	608	613	608	611	2,441	655	654	710	714	2,733	724	659	682	744	2,809
음료	415	632	729	525	2,301	538	687	751	535	2,511	592	761	679	546	2,578
수출	272	294	281	338	1,185	319	355	308	373	1,355	327	358	333	397	1,416
상품/기타	551	412	422	420	1,806	492	367	390	358	1,607	517	371	405	379	1,671
매출에누리	-274	-282	-283	-295	-1,134	-298	-310	-286	-334	-1,227	-325	-325	-348	-329	-1,327
매출총이익	1,415	1,295	1,257	1,441	5,409	1,355	1,277	1,211	1,225	5,069	1,326	1,201	1,348	1,392	5,267
영업이익	538	328	264	422	1,553	351	293	277	181	1,101	313	187	347	323	1,170
조정영업이익	447	308	207	448	1,409	373	250	214	146	982	272	145	304	283	1,004
세전이익	589	351	366	477	1,782	420	362	256	241	1,279	-718	221	414	399	316
당기순이익	457	276	282	366	1,381	317	276	195	74	862	-806	167	312	309	-19
증감율(YoY)															
매출액						4.5	6.3	5.4	0.0	4.0	-1.4	-5.0	3.9	3.5	0.2
라면(내수)						2.5	7.0	4.7	-1.4	3.0	-6.0	-10.1	10.5	2.4	-1.0
스낵(내수)						7.7	6.6	16.8	16.7	12.0	10.4	0.8	-4.0	4.3	2.8
음료						29.6	8.7	3.0	1.9	9.1	10.0	10.8	-9.6	2.1	2.7
수출						17.4	20.7	9.9	10.2	14.4	2.6	0.9	8.2	6.6	4.5
상품/기타						-10.7	-11.0	-7.6	-14.7	-11.0	5.0	1.1	3.9	5.7	4.0
매출총이익						-4.2	-1.4	-3.7	-15.0	-6.3	-2.1	-6.0	11.3	13.6	3.9
영업이익						-34.8	-10.8	4.6	-57.1	-29.1	-10.9	-36.0	25.4	78.6	6.2
조정영업이익						-16.4	-19.0	3.4	-67.5	-30.3	-27.3	-41.9	42.5	94.5	2.2
세전이익						-28.6	3.1	-29.9	-49.4	-28.2	적전	-38.8	61.5	65.4	-75.3
당기순이익						-30.6	0.1	-31.0	-79.8	-37.6	적전	-39.6	60.1	318.4	적전
수익성(%)															
매출총이익률						26.9	25.9	25.1	24.9	25.7	26.7	25.6	26.9	27.4	26.7
영업이익률						7.0	5.9	5.7	3.7	5.6	6.3	4.0	6.9	6.4	5.9
세전이익률						8.3	7.3	5.3	4.9	6.5	-14.5	4.7	8.3	7.8	1.6
순이익률						6.3	5.6	4.0	1.5	4.4	-16.2	3.6	6.2	6.1	-0.1

주: 1)조정영업이익=핵심영업이익=매출총이익-판관비, 2)2010년 실적은 K-IFRS기준으로 조정된 수치임, 3)영업이익률은 보고영업이익 기준임

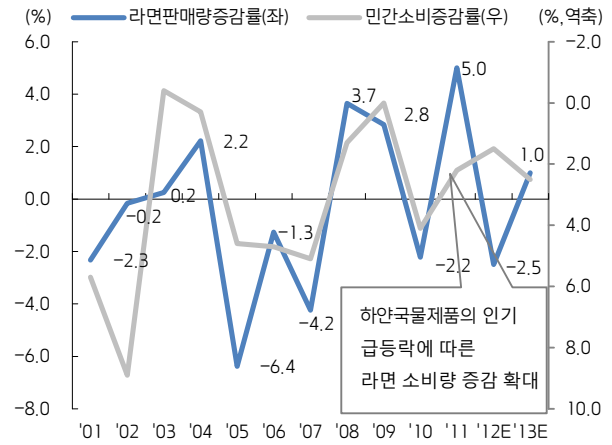
자료: 농심, 키움증권

## '13년 라면점유율 회복세 전망



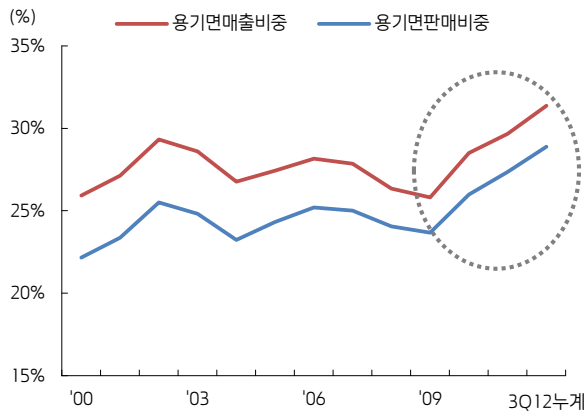
자료: 농심, 키움증권

## 민간소비 부진 시기에 라면수요 개선 경향



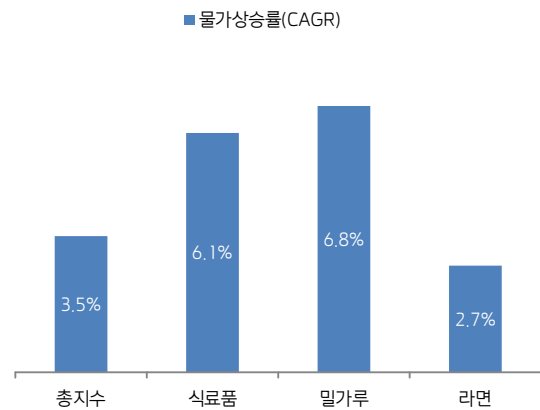
자료: 통계청, 키움증권

## '09년 이후 용기면 비중 확대 중

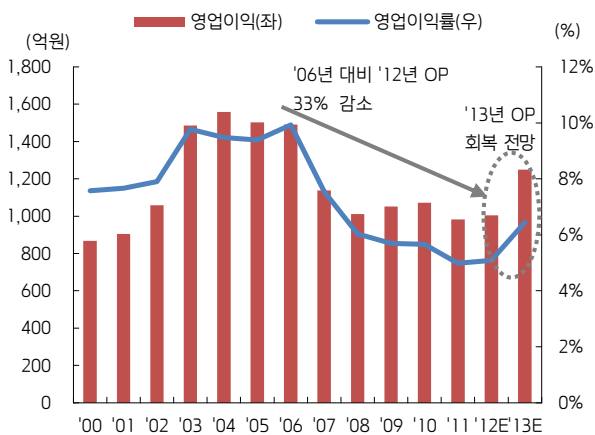


자료: 농심, 키움증권

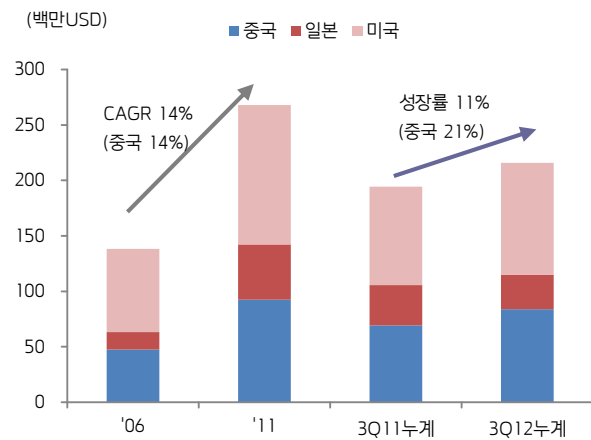
## 라면 판가 상승률은 식료품 평균과 밀가루를 크게 하회

자료: 통계청, 키움증권  
주: 생산자물가상승률 기준

## 농심 영업이익률 회복세로 전환 전망

자료: 농심, 키움증권  
주: '10년까지는 K-GAAP, 이후는 IFRS 조정영업이익 기준

## 해외사업 성장 진행 중

자료: 농심, 키움증권  
주: 중국 매출은 현지법인 단순합산 기준

## 밀가루가격과 라면가격 인상을 가정에 따른 실적 변화

영업이익변화(억원)

소맥분가상승률(세로축)	라면판가인상률(가로축)			
	0%	5.0%	7.5%	10.0%
0%	1,421	1,891	2,127	2,362
7.5%	1,299	1,770	2,005	2,240
10.0%	1,259	1,729	1,965	2,200
15.0%	1,178	1,648	1,884	2,119

영업이익변화율(%)

소맥분가상승률(세로축)	라면판가인상률(가로축)			
	0%	5.0%	7.5%	10.0%
0%	0.0	33.1	49.7	66.2
7.5%	-8.6	24.6	41.1	57.7
10.0%	-11.4	21.7	38.3	54.8
15.0%	-17.1	16.0	32.6	49.1

EPS변화(원)

소맥분가상승률(세로축)	라면판가인상률(가로축)			
	0%	5.0%	7.5%	10.0%
0%	21,232	27,220	30,214	33,208
7.5%	19,685	25,673	28,667	31,661
10.0%	19,170	25,158	28,152	31,145
15.0%	18,139	24,127	27,120	30,114

EPS변화율(%)

소맥분가상승률(세로축)	라면판가인상률(가로축)			
	0%	5.0%	7.5%	10.0%
0%	0.0	28.2	42.3	56.4
7.5%	-7.3	20.9	35.0	49.1
10.0%	-9.7	18.5	32.6	46.7
15.0%	-14.6	13.6	27.7	41.8

자료: 키움증권

주: 1) base추정은 product mix 개선에 따른 ASP 2.5% 상승 가정  
 2) 인상된 판가 적용은 밀가루는 1Q13부터, 라면은 2Q13부터로 가정  
 3) 판매량, 매출에누리 등은 base 추정과 동일한 것으로 가정

## Valuation (단위: 원, %)

		2011	2012E	2013E	CAGR(2011~2013)
농심	PER(배)	16.7	N/A	12.1	
(일회성손익조정)	EPS 성장률(%)	-38.6	N/A	N/A	23.5
음식료업	PER(배)	15.9	16.5	13.4	
(오리온 제외)	EPS 성장률(%)	11.8	-3.4	24.2	9.5
농심 EPS		13,938	16,635	21,232	
적용 EPS①				21,232 13년 EPS 적용	
Target P/E				13.4 음식료업 평균(오리온 제외)	
적정주가①				284,298	
적용 EPS②				라면 가격전가력 회복 가정 25,158 (밀가루가 10% ↑, 라면가 5% ↑)	
Target P/E				13.4 음식료업 평균(오리온 제외)	
적정주가②				336,861	
Target Price				310,580 적정주가 ①과 ②의 평균	

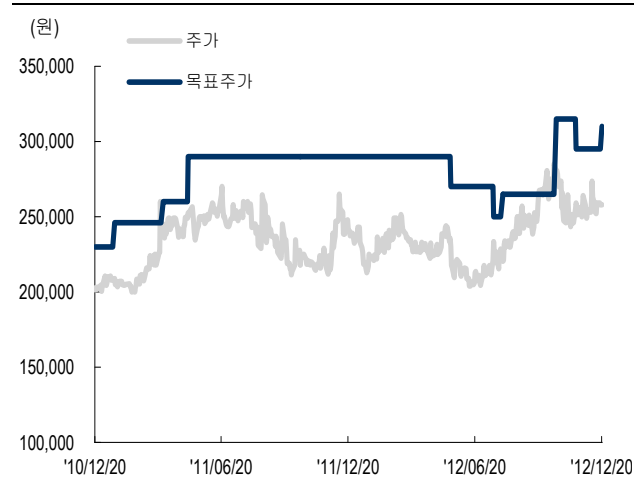
자료: Fnguide, 키움증권

- 당사는 12월 19일 현재 '농심' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
농심 (004370)	2010/12/01	Outperform(Maintain)	230,000원
	2011/01/17	Outperform(Maintain)	246,000원
	2011/03/28	Outperform(Maintain)	260,000원
	2011/05/03	Outperform(Maintain)	290,000원
	2011/08/04	Outperform(Maintain)	290,000원
	2011/11/28	Buy(Upgrade)	290,000원
	2012/01/19	Buy(Maintain)	290,000원
	2012/03/07	Outperform(downgrade)	290,000원
	2012/04/16	Outperform(Maintain)	290,000원
	2012/05/16	Outperform(Maintain)	270,000원
	2012/07/17	Outperform(Maintain)	250,000원
	2012/07/30	Outperform(Maintain)	265,000원
	2012/08/09	Outperform(Maintain)	265,000원
	2012/10/15	Outperform(Maintain)	315,000원
	2012/11/13	Outperform(Maintain)	295,000원
	2012/12/20	Buy(Upgrade)	310,000원

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상