

농심
(004370)

“4분기 실적 기대 이상, 삼다수 누락 영향 라면으로 충분히 상쇄 가능”



이선경 769.3162
sunny_lee@daishin.com

BUY

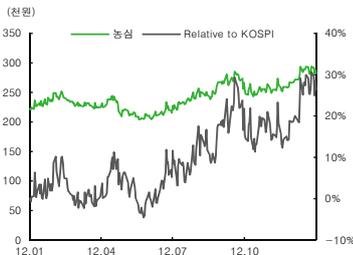
[매수, 유지]
음식료업종

현재가 282,000

목표주가 (유지) 320,000

KOSPI	1964.48
시가총액	1,715 십억원
시가총액비중	0.2%
자본금(보통주)	30 십억원
52주 최고/최저	294,000 원 / 204,000 원
120일 평균거래대금	71 억원
외국인지분율	25.5%
주요주주	농심홀딩스 외 4 인 45.5% 국민연금공단 8.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-0.5	5.8	6.0	25.9
상대수익률	0.0	6.8	3.3	25.0



투자포인트

- 4분기 실적 원가율 개선에 의한 기대이상의 영업이익
- 2013년 라면 점유율 68% 예상, 삼다수 사업 중단에도 영업이익 14.3% 성장 가능
- 투자의견 매수 및 목표주가 32만원 유지

Comment

4분기 영업이익 전년동기대비 104% 급증, 기대 이상의 수익성

농심의 4분기 실적은 매출액 4,930억원(+0.3% YoY), 영업이익 297억원(+103.9% YoY)으로 영업이익은 당사 기대치를 17% 상회했다. 기타 영업손익을 포함한 기존 IFRS 기준의 영업이익은 353억원(+95% YoY)이다. 대형마트 휴무 재개 영향으로 라면시장 전체 볼륨은 전년동기 대비 7.2% 감소하고 동사의 내수 라면 판매량도 2.8% 감소했다. 그러나 프리미엄 비중 확대에 따른 ASP 상승으로 내수 라면 매출은 전년동기대비 3.5% 성장했다. 스낵과 기타 부문은 전년동기대비 각각 2.1%, 2.7% 감소했고 라면 수출은 14.5% 감소했다. 영업이익률은 전년동기 3.0%에서 6.0%로 크게 증가했는데 이는 ASP 상승과 원부재료 부담 완화로 매출원가율이 2.8%p 하락한 것이 주원인이다.

2013년 내수라면 점유율 3.9%p 증가, 삼다수 누락에도 영업이익 14.3% 증가 전망

라면 점유율이 벤조피렌 이슈에도 불구하고 빠르게 회복된 점이 고무적이다. 너구리가 4분기 15% 감소했음에도 판매량 기준 동사의 라면 점유율은 66.4%로 전분기대비 0.6%p 상승, 전년동기대비 3.0%p 상승했다. 신라면 블랙 등의 인기, 너구리 판매량 회복에 힘입어 2013년 라면시장 점유율은 68.3%로 2012년대비 3.9%p 증가할 전망이다. 2013년에도 수출과 스낵 부문은 경기 등의 영향으로 당분간 부진이 지속될 전망이다. 기타 부문도 삼다수 매출 누락 효과로 30.6% 감소가 예상된다. 그러나 삼다수 감소에도 내수라면 매출 성장으로 2013년 매출은 0.9%의 미미한 감소에 그칠 전망이다. ASP 개선효과와 판촉부담 완화로 2013년 영업이익은 14.3% 증가한 1,163억원으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 32만원 유지

농심에 대한 투자의견 매수와 목표주가 32만원을 유지한다. 밀가루 소매가격이 인상되며 B2B 부문도 인상 협상이 진행 중인데 밀가루 가격이 인상되면 라면가격이 인상될 것이라는 기대감이 증가하고 있다. 1천원대 이상의 제품이 일반화 되었고 경쟁사의 점유율이 크게 하락했다는 점에서 인상의 근거가 있을 경우 1천원대 이하 제품에 대한 가격 인상은 이전보다 수월할 것으로 판단된다. 그러나 밀가루 가격이 올라도 기타 팜유 등의 투입가는 안정화되어 있고 실제 4분기 실적 개선의 주요 근거도 원가율의 하락이라는 점에서 가격 인상을 속단하기는 힘든 상황이다.

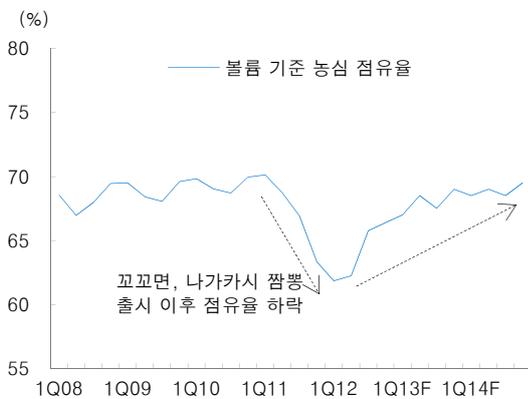
표 1. 농심 4분기 잠정실적

(단위: 십억원)

	4Q12P	4Q11	YoY (%)	3Q12	QoQ (%)	당사	Var. (%)	Cons.	Var. (%)
매출액	493.0	491.3	0.3	500.7	(1.5)	482.7	2.1	519.3	(5.1)
영업이익	29.7	14.6	103.9	30.4	(2.5)	25.4	16.8	29.2	1.7
세전이익	42.3	24.1	75.4	41.4	2.2	35.4	19.5	37.7	12.1
순이익	33.0	7.4	346.6	31.2	5.7	26.8	22.8	30.9	6.5
영업이익률 (%)	6.0	3.0		6.1		5.3		5.6	
세전이익률(%)	8.6	4.9		8.3		7.3		7.3	
순이익률 (%)	6.7	1.5		6.2		5.6		6.0	

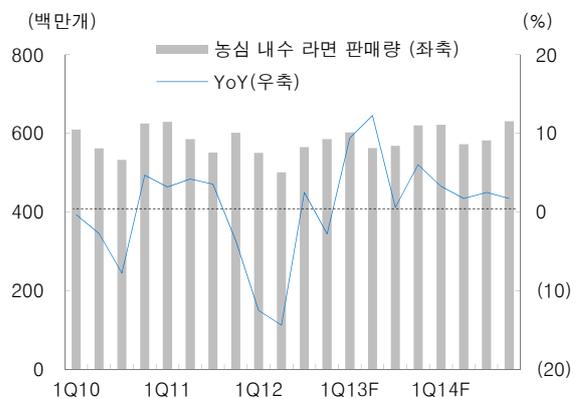
자료: 농심, 대신증권 리서치센터, Fnguide

그림 1. 농심: 분기별 라면시장 점유율 추이 및 전망



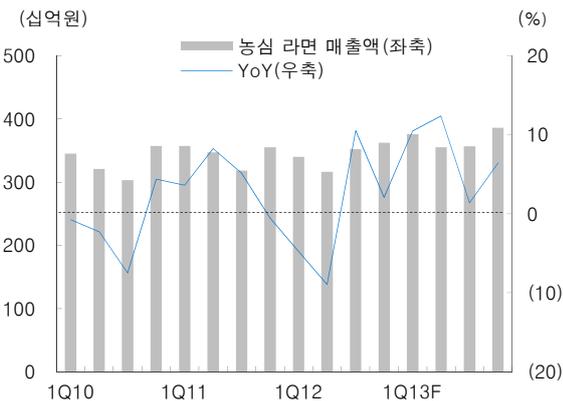
자료: 농심, 대신증권 리서치센터

그림 2. 농심: 분기별 내수 라면 판매량 추이 및 전망



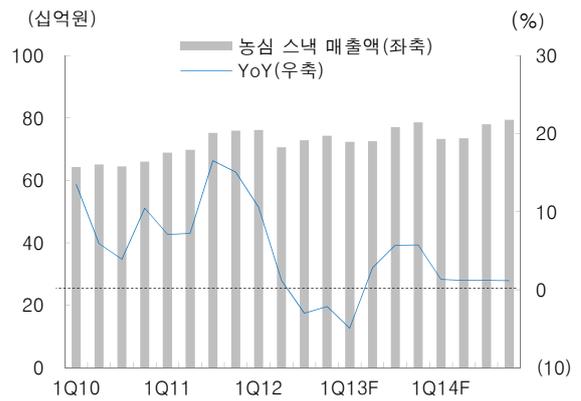
주: 2010년 이후 IFRS 별도기준 수치
자료: 농심, 대신증권 리서치센터

그림 3. 농심: 분기별 라면 매출액(내수+수출) 추이 및 전망



주: 2010년 이후 IFRS 별도기준 수치
자료: 농심, 대신증권 리서치센터

그림 4. 농심: 분기별 스낵 매출액 추이 및 전망



주: 2010년 이후 IFRS 별도기준 수치
자료: 농심, 대신증권 리서치센터

표 2. 농심 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

(십억원)		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	11	12P	13F	14F
매출액	전체	496.1	469.2	500.7	493.0	494.6	467.4	484.2	495.2	1,970.7	1,958.9	1,941.3	2,003.7
	라면	340.2	316.0	351.9	362.3	375.8	355.1	356.8	385.7	1,377.9	1,370.4	1,473.3	1,517.4
	Snack	76.1	70.6	72.9	74.3	72.4	72.6	77.1	78.6	289.8	294.0	300.6	304.3
	햄쌀밥	1.8	1.8	3.1	3.6	2.5	2.2	3.2	3.7	5.1	10.2	11.5	11.1
	기타(삼다수 등)	110.5	113.2	107.6	89.7	77.2	70.0	80.7	64.3	420.5	421.0	292.2	310.9
	에누리	32.5	32.5	34.8	36.9	33.3	32.4	33.6	37.1	122.7	136.7	136.4	140.8
YoY(%)	전체	(1.4)	(5.0)	3.9	0.3	(0.3)	(0.4)	(3.3)	0.4	4.0	(0.6)	(0.9)	3.2
	라면	(4.8)	(9.0)	10.5	2.1	10.5	12.3	1.4	6.4	4.0	(0.5)	7.5	3.0
	Snack	10.6	1.2	(3.0)	(2.1)	(4.9)	2.8	5.7	5.7	11.5	1.4	2.3	1.2
	햄쌀밥	75.2	40.2	125.8	140.7	40.4	23.6	3.0	3.0	(16.6)	99.1	13.1	(3.6)
	기타(삼다수 등)	4.4	6.0	(6.9)	(2.7)	(30.2)	(38.2)	(24.9)	(28.3)	0.8	0.1	(30.6)	6.4
	에누리/매출액	6.6	6.9	6.9	7.5	6.7	6.9	6.9	7.5	6.2	7.0	7.0	7.0
매출총이익		132.6	120.1	134.8	136.6	138.8	126.6	132.9	138.8	506.9	524.1	537.1	560.0
영업이익		27.2	14.5	30.4	29.7	32.8	24.2	27.9	31.4	98.2	101.8	116.3	128.5
세전이익		(71.8)	22.1	41.4	42.3	41.7	33.2	36.7	40.2	127.9	34.0	151.9	168.5
순이익		(80.6)	16.7	31.2	33.0	31.6	25.2	27.8	30.5	86.2	0.2	115.2	127.7
EBITDA		47.9	35.4	51.5	52.4	53.3	45.3	48.8	52.3	174.3	187.2	199.8	212.6
YoY(%)	매출총이익	(2.1)	(6.0)	11.3	11.5	4.7	5.4	(1.4)	1.6	(6.3)	3.4	2.5	4.3
	영업이익	(27.3)	(41.9)	42.5	103.9	20.9	67.0	(8.3)	5.6	(30.3)	3.6	14.3	10.6
	세전이익	적전	(38.8)	61.5	75.4	흑전	50.1	(11.3)	(4.9)	(28.2)	(73.4)	346.4	10.9
	순이익	적전	(39.6)	60.1	346.7	흑전	50.9	(10.7)	(7.5)	(37.6)	(99.8)	55,408.7	10.9
	EBITDA	(6.5)	(22.2)	16.7	57.0	11.5	27.9	(5.2)	(0.2)	(19.2)	7.5	6.7	6.4
매출총이익률(%)		26.7	25.6	26.9	27.7	28.1	27.1	27.5	28.0	25.7	26.8	27.7	27.9
영업이익률(%)		5.5	3.1	6.1	6.0	6.6	5.2	5.8	6.3	5.0	5.2	6.0	6.4
EBITDA마진률(%)		9.6	7.6	10.3	10.6	10.8	9.7	10.1	10.6	8.8	9.6	10.3	10.6
세전이익률(%)		(14.5)	4.7	8.3	8.6	8.4	7.1	7.6	8.1	6.5	1.7	7.8	8.4
순이익률(%)		(16.2)	3.6	6.2	6.7	6.4	5.4	5.8	6.2	4.4	0.0	5.9	6.4
판관비/매출액(%)		21.3	22.5	20.8	21.7	21.4	21.9	21.7	21.7	20.7	21.6	21.7	21.5

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 전			변경 후			변경률 (%)		
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
매출액	1,948.7	1,946.2	2,032.9	1,958.9	1,941.3	2,003.7	0.5	(0.2)	(1.4)
영업이익	114.3	127.8	145.8	120.0	133.1	146.3	5.0	4.1	0.3
세전이익	26.8	145.3	167.0	34.0	151.9	168.5	26.8	4.5	0.9
순이익	(6.2)	110.2	127.6	0.2	115.2	127.7	N/A	4.5	0.1
EPS	(1,075)	19,052	22,071	36	19,914	22,083	N/A	4.5	0.1
YoY (%) 매출액	(1.1)	(0.1)	4.5	(0.6)	(0.9)	3.2			
영업이익	3.8	11.8	14.1	8.9	10.9	9.9			
세전이익	(79.0)	441.7	14.9	(73.4)	346.4	10.9			
순이익	적전	흑전	15.8	(99.8)	55,408.7	10.9			
영업이익률 (%)	5.9	6.6	7.2	6.1	6.9	7.3			
세전이익률 (%)	1.4	7.5	8.2	1.7	7.8	8.4			
순이익률 (%)	(0.3)	5.7	6.3	0.0	5.9	6.4			

자료: 대신증권 리서치센터

주: EPS는 지배순이익 기준 (자사주 제외)

표 4. 농심 밸류에이션

(단위: %, 원 십억원)

영업가치 (십억원)	1,281.3		$A=a*b$
13E EBITDA	183.0	a	
Target EV/EBITDA Multiple (x)	7.0	b	
투자자산 가치 (십억원)	211.8		$B=c+d$
투자부동산	187.7	c	
매도가능 금융자산	24.1	d	
주당 가치 (원)	320,000		$D=(A+B-C)/D$
총차입금	106.0	e	
현금성자산	459.4	f	
순차입금(순현금)	(353.3)	$C=e-f$	
총발행주식수	6,082,642	h	
자기주식수	300,016	i	
수정 발행주식수	5,782,626	$D=h-i$	
현주가 (원)	282,000		2013-01-24
상승여력 (%)	13.5		
12M Implied PER (x)	16.1		자사주 제외, 지배주주지분 기준
12M Implied PBR (x)	1.3		지배주주 기준

자료: 대신증권 리서치센터

그림 5. 농심 EV/EBITDA(12M Fwd) 밴드



자료: 농심, 대신증권 리서치센터

[재무제표]

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,895	1,971	1,959	1,941	2,004
매출원가	1,377	1,464	1,435	1,404	1,444
매출총이익	518	507	524	537	560
기타영업손익	411	421	441	438	449
판관비	411	409	422	421	431
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	12	18	17	18
영업이익	107	110	120	133	146
조정영업이익	107	98	102	116	129
EBITDA	181	162	169	183	195
영업외손익	54	18	-86	19	22
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	27	29	30	22	25
금융비용	-3	-11	-8	-3	-3
기타	30	0	-108	0	0
법인세비용차감전순이익	161	128	34	152	168
법인세비용	-36	-42	-34	-37	-41
계속사업순이익	124	86	0	115	128
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	124	86	0	115	128
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	124	86	0	115	128
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	-2	0	0	0
포괄순이익	0	63	1	115	128
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	63	0	0	0

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	20,442	14,167	34	18,932	20,994
PER	10.0	16.4	8,268.3	14.9	13.4
BPS	241,486	243,040	239,271	254,401	271,592
PBR	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	29,837	26,690	27,789	30,093	32,043
EV/EBITDA	4.5	6.2	8.1	6.9	5.9
SPS	311,570	323,985	322,050	319,159	329,417
PSR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
CFPS	37,727	34,611	18,834	38,435	40,432
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	2.7	4.0	-0.6	-0.9	3.2
영업이익 증가율	2.0	2.7	8.9	10.9	9.9
순이익 증가율	-2.4	-30.7	-99.8	55,408.7	10.9
수익성					
ROIC	9.5	8.4	0.1	11.0	12.1
ROA	5.4	5.1	5.6	6.1	6.4
ROE	9.3	5.8	0.0	7.7	8.0
안정성					
부채비율	46.6	46.8	46.7	42.8	40.9
순차입금비율	-28.8	-27.7	-24.3	-28.9	-33.8
이자보상배율	41.2	41.9	47.7	56.5	66.4

자료: 농심, 대신증권 추정

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	789	818	763	839	960
현금및현금성자산	98	53	47	130	228
매출채권 및 기타채권	163	174	173	171	177
재고자산	103	129	126	125	129
기타유동자산	425	462	417	413	426
비유동자산	1,364	1,353	1,373	1,370	1,367
유형자산	923	930	942	943	943
관계기업투자금	164	178	188	188	188
기타금융자산	2	12	12	12	12
기타비유동자산	275	232	230	227	224
자산총계	2,153	2,170	2,136	2,209	2,327
유동부채	576	599	588	570	581
매입채무 및 기타채무	449	483	467	464	474
차입금	59	101	106	91	91
유동성채무	37	0	0	0	0
기타유동부채	31	16	16	15	16
비유동부채	109	93	92	91	94
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	109	93	92	91	94
부채총계	684	692	680	662	675
지배지분	1,469	1,478	1,455	1,547	1,652
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	126	126	126	126	126
이익잉여금	1,393	1,400	1,377	1,469	1,574
기타지분변동	-81	-78	-78	-78	-78
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,469	1,478	1,455	1,547	1,652
총차입금	96	101	106	91	91

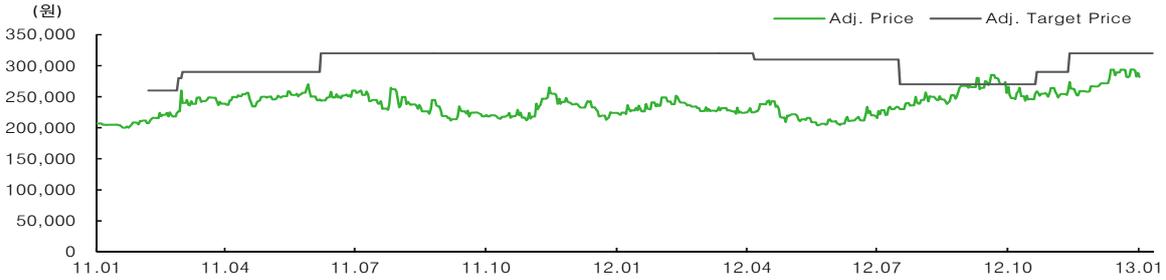
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	226	112	61	176	189
당기순이익	124	86	0	115	128
비현금항목의 가감	105	124	114	119	118
감가상각비	74	64	67	67	66
외환손익	-2	4	-2	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	33	57	49	52	52
자산부채의 증감	-3	-74	-42	-44	-42
기타현금흐름	0	-24	-12	-14	-15
투자활동 현금흐름	-181	-136	-40	-61	-78
투자자산	-24	-20	-10	0	0
기타	-55	-43	45	3	-14
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	-6	83	98
기초 현금	84	98	53	47	130
기말 현금	98	53	47	130	228
NOPLAT	83	74	1	101	111
FCF	52	65	-8	103	112

▶ 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.

▶ 투자이견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.01.25	12.12.06	12.11.13	12.08.09	12.05.16	12.04.29	12.04.09	11.06.30	11.05.11	11.05.04
투자이견	Buy	Buy	Marketperform	Buy						
목표주가	320,000	320,000	290,000	270,000	310,000	310,000	320,000	320,000	290,000	290,000
제시일자	11.03.25	11.03.22	11.03.01							
투자이견	Buy	Buy	Buy							
목표주가	290,000	280,000	260,000							
제시일자										
투자이견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자이견**
- 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 투자이견**
- 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