농심(004370)

매수(유지)

목표주가: 330,000원(유지)

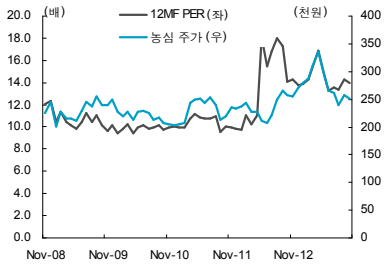
Stock Data

KOSPI(10/8)		2,003
주가(10/8)		249,000
시가총액(십억원)		1,515
발행주식수(백만)		6
52주 최고/최저가(원)		358,000/233,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)		5,450
유동주식비율/외국인지분율(%)		49.6/23.6
주요주주(%)	농심홀딩스 외 3인	45.5
	국민연금공단	8.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.8)	(20.8)	(9.5)
상대주가(%p)	(3.2)	(25.2)	(10.5)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3Q13 Preview: 라면 점유율 개선 지연에 부진

3분기 별도 영업이익 36.2% 감소 추정

농심의 3분기 별도 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 7.7%, 36.2% 감소해 컨센서스를 각각 2.8%, 20.6% 하회할 전망이다. 실적 부진은 지난해 말 삼다수 판매가 종료된 영향이 주효하다. 상반기대비 실적이 악화된 이유는 지난해 하반기에 라면의 기저가 상대적으로 높기 때문이다. 2012년 라면 점유율은 흰 국물 라면의 퇴조로 1분기 62.2%에서 3분기와 4분기에 각각 67.4%, 68.3%까지 올랐었다. 그러나 올해 3분기 점유율은 약한 비빔면의 인지도로 점유율이 분기별 최저치로 하락하는 2분기(66.0%)와 유사한 66%대를 기록한 것으로 추정된다. 이유는 경쟁사의 프로모션 때문이다. 오뚜기는 시장 2위 진입/수성을 위해 프로모션을 계속 강화했고, 팔도는 비빔면 최강자로서 성수기에 마케팅 활동을 강화했다. 반면 동사는 올해 출시된 라면 외 신제품에 마케팅 재원이 배분됐고, 특히 여름이 성수기인 백산수에 대한 프로모션 집행이 최근까지 강화됐던 것으로 파악된다. 스낵 매출액은 전년동기대비 4% 증가, 수출은 일본향 부진을 미국 등이 만회해 전년동기와 유사할 전망이다.

점유율은 4분기에 68%이상으로 회복될 것

우리는 농심의 점유율이 4분기에는 68% 이상으로 회복될 것으로 기대한다. 이는 경쟁사의 '1+1' 마케팅이 수익성에는 부정적이라 장기간 계속되기 어렵고 특히 팔도는 제품 비수기로 접어듦으로 비용을 축소시킬 것으로 전망하기 때문이다. 또한 농심은 신제품 부담에서 벗어나 4분기부터는 라면 쪽에 마케팅을 집중시킬 것으로 예상된다. 라면은 회사 평균 이상의 영업이익률을 창출하므로 라면 매출액 회복은 수익성 개선으로 이어질 것이다. 4분기 별도 영업이익의 전년동기대비 증가율은 20.0%로 예상한다.

중기 관전 포인트는 가격 인상!

11월에 공정거래위원회 상대의 담합 과징금 반대 소송에 관한 2심 판결이 나올 예정이다. 여기서 농심이 승소할 경우 내년 상반기 가격 인상 가능성도 같이 높아질 것이다. 직전 가격 인상 월인 2011년 11월 이후 밀가루를 비롯한 대부분의 재료비 부담이 증가한데다, 승소 시 담합을 통해 가격을 부당하게 올려 초과이익을 챙겼다는 논리가 약해질 것이기 때문이다. 실제 동사의 영업이익률은 지난해 기준 5.2%로 IFRS로 기준을 통일할 경우 2008년 이전대비 2%p 이상 하락한 상황이다. EPS 민감도는 라면가격 1% 상승 시 최소 4%이다. 우리는 2014년에 Product mix 개선으로 라면ASP가 전년대비 1.2% 상승할 것으로 전망하는데, 만약 기존 제품의 가격을 2011년과 마찬가지로 8% 인상시킨다면 연간 EPS는 기존 전망대비 25% 이상 상향될 여지가 있다. 3분기가 실적 상 저점이며 가격 인상 등 upside potential이 크다고 판단되므로 계속 매수 추천한다. 목표주가는 SOTP로 산출한 330,000원이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	2,171	102	128	85	14,662	(39.3)	176	15.9	5.3	0.9	5.8
2012A	2,176	97	26	(7)	(1,173)	0.0	178	NM	6.9	1.1	(0.5)
2013F	2,121	95	128	92	15,945	0.0	176	15.6	5.9	1.0	6.3
2014F	2,239	126	163	120	20,737	30.1	207	12.0	4.7	0.9	7.9
2015F	2,390	146	187	139	24,040	15.9	228	10.4	4.0	0.9	8.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주 3276-6269
kjlee@truefriend.com

<표 1> 3분기 별도 실적 전망

(단위: 십억원, %)

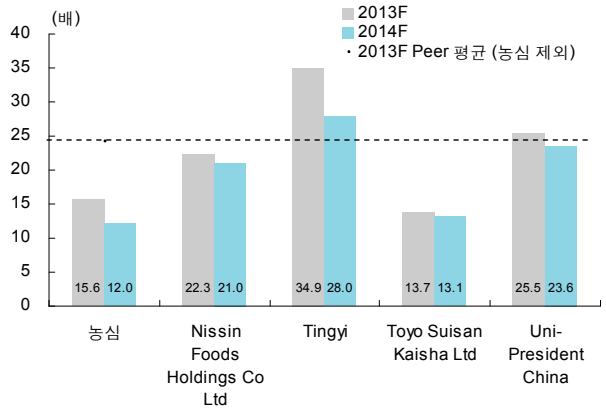
	3Q13F	3Q12	YoY	2Q13	QoQ	컨센서스	차이
매출액	462.1	500.7	(7.7)	445.1	3.8	475.4	(2.8)
매출총이익	124.3	134.8	(7.8)	120.6	3.1		
판관비	104.9	104.4	0.5	107.8	(2.7)		
영업이익	19.4	30.4	(36.2)	12.8	51.0	24.4	(20.6)
금융수익	4.5	7.8	(41.8)	4.7	(3.9)		
금융원가	3.0	0.8	287.1	5.4	(43.8)		
세전이익	25.6	41.4	(38.3)	16.3	56.7		
당기순이익	19.2	31.2	(38.5)	12.3	56.2	25.1	(23.8)
매출원가율	73.1	73.1		72.9			
판관비율	22.7	20.8		24.2			
영업이익률	4.2	6.1		2.9		5.1	
세전이익률	5.5	8.3		3.7			
순이익률	4.1	6.2		2.8		5.3	

자료: 농심, Fn-guide, 한국투자증권

[그림 1] 수정 PER Band

자료: 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요

농심은 65년 9월 설립되었으며 76년 6월에 상장되었다. 주요 사업 부문으로 라면 제조 및 판매와 과자류 제조, 가공 및 판매를 하고 있으며, 특히 신라면을 필두로 한 라면부문은 국내 시장점유율 1위를 달리고 있고 스낵 시장 또한 주력 제품군의 강력한 브랜드 파워에 힘입어 시장점유율 1위를 유지하고 있다. 현재는 국내뿐만 아니라 해외 시장을 개척하기 위해 힘쓰고 있으며 중국, 일본, 미국에 해외법인을 설립하여 해외에서 의미있는 성장을 기대하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	923	843	881	969	1,062
현금성자산	81	64	122	183	230
매출채권및기타채권	204	195	191	201	215
재고자산	154	150	148	146	155
비유동자산	1,348	1,308	1,307	1,335	1,366
투자자산	8	7	7	8	8
유형자산	1,087	1,072	1,077	1,092	1,107
무형자산	35	31	30	32	34
자산총계	2,270	2,151	2,188	2,304	2,428
유동부채	649	576	575	615	642
매입채무및기타채무	514	442	431	461	508
단기차입금및단기사채	117	101	101	101	101
유동성장기부채	0	2	2	2	2
비유동부채	102	116	113	119	127
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	4	0	0	0	0
부채총계	751	692	688	734	770
지배주주지분	1,497	1,441	1,482	1,551	1,640
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	127	127	127	127	127
자본조정	(81)	(81)	(81)	(81)	(81)
이익잉여금	1,412	1,368	1,437	1,533	1,649
비지배주주지분	22	18	18	18	18
자본총계	1,519	1,459	1,501	1,570	1,658

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,171	2,176	2,121	2,239	2,390
매출원가	1,593	1,578	1,522	1,585	1,685
매출총이익	578	598	599	653	705
판매관리비	477	501	504	528	559
영업이익	102	97	95	126	146
금융수익	30	31	19	21	24
이자수익	21	19	19	21	24
금융비용	12	9	4	4	4
이자비용	3	4	4	4	4
기타영업외손익	14	(93)	32	33	35
관계기업관련손익	(6)	(0)	(14)	(14)	(13)
세전계속사업이익	128	26	128	163	187
법인세비용	44	35	36	43	48
연결당기순이익	84	(9)	92	120	139
지배주주지분순이익	85	(7)	92	120	139
기타포괄이익	(15)	(28)	(28)	(28)	(28)
총포괄이익	69	(37)	65	92	111
지배주주지분포괄이익	69	(33)	65	92	111
EBITDA	176	178	176	207	228

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	121	29	189	251	245
당기순이익	84	(9)	92	120	139
유형자산감가상각비	71	77	77	77	78
무형자산상각비	4	4	4	4	4
자산부채변동	(72)	(79)	4	34	6
기타	34	36	12	16	18
투자활동현금흐름	(133)	(13)	(108)	(166)	(175)
유형자산투자	(91)	(69)	(82)	(93)	(93)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(39)	58	(42)	(42)	(42)
무형자산순증	(1)	(1)	(3)	(5)	(6)
기타	(3)	(1)	19	(26)	(34)
재무활동현금흐름	(32)	(34)	(23)	(23)	(23)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(8)	(11)	0	0	0
배당금지급	(23)	(23)	(23)	(23)	(23)
기타	(1)	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(43)	(17)	58	62	46

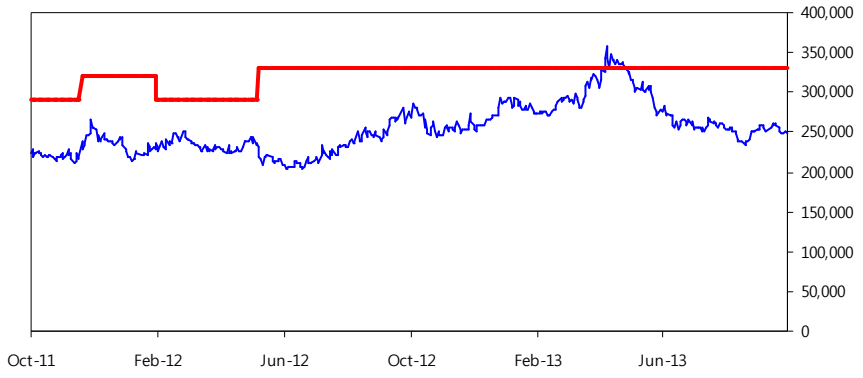
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	14,662	(1,173)	15,945	20,737	24,040
BPS	259,430	250,158	256,974	268,346	282,859
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	4.2	0.2	(2.5)	5.5	6.8
영업이익증가율	(33.7)	(4.6)	(1.5)	31.8	15.7
순이익증가율	(39.3)	0.0	0.0	30.1	15.9
EPS증가율	(39.3)	0.0	0.0	30.1	15.9
EBITDA증가율	(20.8)	0.7	(1.1)	17.9	10.0
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.5	4.5	5.6	6.1
순이익률	3.9	(0.3)	4.3	5.4	5.8
EBITDA Margin	8.1	8.2	8.3	9.2	9.5
ROA	3.8	(0.4)	4.2	5.3	5.9
ROE	5.8	(0.5)	6.3	7.9	8.7
배당수익률	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
안정성					
순차입금(십억원)	(419)	(361)	(406)	(484)	(551)
차입금/자본총계비율(%)	7.9	7.0	6.8	6.5	6.2
Valuation(X)					
PER	15.9	NM	15.6	12.0	10.4
PBR	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
PSR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.3	6.9	5.9	4.7	4.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
농심(004370)	2011.11.28	매수	320,000 원
	2012.02.08	매수	290,000 원
	2012.05.16	매수	330,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 10월 8일 현재 농심 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.