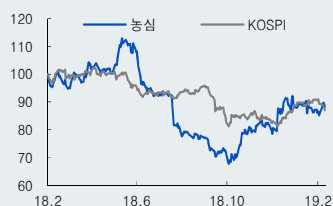


투자여건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	350,000원
현재주가(19/03/08)	279,000원
상승여력	25%

영업이익(19F, 십억원)	102
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	106
EPS 성장률(19F, %)	12.0
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.7
P/E(19F, x)	18.0
MKT P/E(19F, x)	10.5
KOSPI	2,137.44
시가총액(십억원)	1,697
발행주식수(백만주)	6
유동주식비율(%)	49.6
외국인 보유비중(%)	20.1
베타(12M) 일간수익률	0.41
52주 최저가(원)	214,000
52주 최고가(원)	356,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	13.4	-9.7
상대주가	0.9	21.1	2.8



[F&B/Tobacco]

백운목
 02-3774-1679
 wm.baek@miraeasset.com

농심 (004370)

19년에 농심을 좋게 보는 이유

19년 3가지 투자포인트는?

첫째, 해외 시장(미국, 중국, 일본, 호주, 베트남)의 성장이다. 18년 해외 시장은 매출액 10.4% 증가, 영업이익 44.8% 증가했다. 19년에도 매출액 11.9% 증가, 영업이익 23.0% 증가할 전망이다. 미국은 판매지역 확대, TT 채널 개척, 판매 품목 확대 등으로 11.2% 성장, 중국은 서부 지역 거래선 개척, 온라인 채널 확대 등으로 9.7% 성장할 전망이다. 일본은 유통 채널을 복원 중이고, 호주로 거래선을 확대하고 있다. 신규 진출지역은 베트남(세계 5위 시장)인데, 18년에 영업망을 구축하여 19년부터 매출이 발생할 전망이다.

둘째, 건면(non-frying)을 통한 새로운 시장 개척이다. 농심은 2월엔 신라면의 확장(extension) 제품인 신라면 건면(소비자가격 1천원)을 출시했다. 국내 건면 시장규모는 1,400억원으로 전체 라면시장의 6.5%를 차지하고 있고, 농심과 풀무원이 시장을 양분하고 있다. 일본은 건면 비중이 20~30%에 달하지만, 한국은 기름에 튀긴 유당면에 대한 선호가 높아 건면 시장의 발달이 늦었다. 하지만, 웰빙 트렌드에 맞춰 칼로리를 낮추고 품질을 높인 제품이 출시되면 건면에 대한 새로운 수요를 만들 수 있다. 건면 기술은 농심이 앞서 있어 경쟁사의 진입에는 1년 이상의 시간이 걸릴 전망이다.

셋째, 오뚜기에 대한 새로운 대응 전략과 라면 경쟁의 완화 가능성이다. 농심은 오뚜기 진라면의 저가 정책(실제 판매가격 기준 신라면이 진라면보다 40% 정도 고가)에 대응하고 가격에 민감한 소비층을 위해 해피라면(소비자가격 750원으로 진라면보다 저가)을 출시했다. **또 장기 간 이어온 라면 전쟁이 완화될 가능성이 있다.** 오뚜기는 진짬뽕, 진짜짜면, 콩국수라면, 미역국라면 등을 출시하여 목표치로 정한 시장점유율 30%에 근접했다. 반면, 판관비 집행이 많아지면서 라면에서의 수익성은 낮다. 19~20년에는 신제품의 소재 고갈, 신제품에 대한 소비자의 피로감, 판관비 부담 등으로 인해 오뚜기도 수익성 위주의 전략으로 변화할 수 있다.

19년 1Q, 실적 정상화 지속

18년 4Q 실적은 해외 시장 매출 증가, 중국 흑자 전환, 미국 이익 증가, 국내 판관비 축소 등으로 매출액 5.4% 증가, 영업이익 81.1% 증가했다. **실적이 안정세를 찾은 것으로 판단된다.** 19년 1~2월 매출이 나쁘지 않아 18년 1Q의 높은 기고에도 19년 1Q에는 매출액 3.3% 증가, 영업이익 4.5% 증가할 전망이다. 19년 연간은 매출액과 영업이익이 각각 3.3%, 15.3% 증가할 것으로 보는데, 매출 성장은 해외에서, 이익 증가는 국내에서 있을 전망이다.

투자여건 매수, 목표주가 35만원

농심은 19년 실적 반등이 예상되고 PBR이 0.8배에 불과하여 **하방 경직성이 강할 전망이다.** 19년에 Tingyi, Uni-President, Nissin, Toyo Suisan, Indo Food와 Valuation 괴리가 축소되는 해가 될 전망이다

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	2,217	2,208	2,236	2,310	2,390	2,467
영업이익 (십억원)	90	96	89	102	112	121
영업이익률 (%)	4.1	4.3	4.0	4.4	4.7	4.9
순이익 (십억원)	199	91	84	94	103	109
EPS (원)	32,764	14,905	13,858	15,521	16,859	17,967
ROE (%)	11.6	5.0	4.5	4.9	5.2	5.3
P/E (배)	10.1	23.8	18.4	18.0	16.5	15.5
P/B (배)	1.1	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.6	1.4	1.4	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

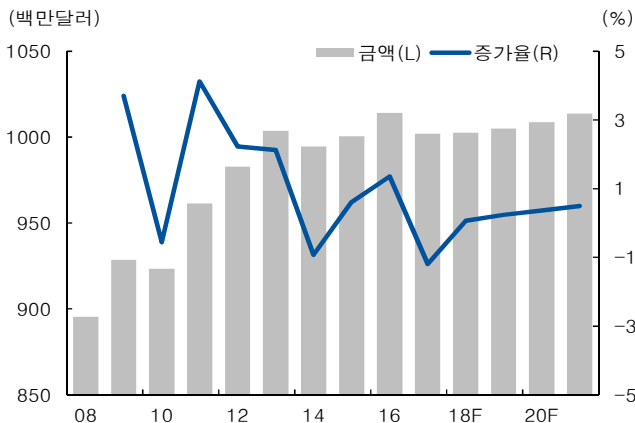
미국에서의 성장 동력

18년 농심의 미국법인(시장점유율 19%, 3위)은 중/동부 지역 진출과 유통망 개척으로 매출액은 9.5% 증가했지만, 이 과정에서 판촉비와 시장 개척비가 증가했고 원/부재료 가격도 상승하여 영업이익은 36.3% 감소했다. 19년 매출액은 11.2% 증가할 전망이다. 18년에 진입을 많이 한 MT 채널(할인점 등, 비중 50%)에서는 제품 라인업 확대(6종 이상 진입)에 집중하고, TT 채널(Mom-and-Pop store, 비중 50%)에서는 한인뿐 아니라 일본업체가 강세인 히스패닉계를 확대할 계획이다. 영업이익은 시장 개척에 따른 판관비가 들어가지만 라면 가격 인상 효과(18년 10월 5% 인상)와 원재료가격 안정으로 31.9% 증가는 가능할 전망이다.

미국 라면 시장은 16년 기준 약 10.1억달러이고, 소비량은 41억개로 세계 6위(한국은 7위) 수준이다. 미국 소비자는 퓨전 라면에 관심이 많고 라면이 레스토랑 내 인기 메뉴이다. 라면 업체는 나트륨 축소를 통한 몸에 좋은 라면을 강조하고 있다. 미국 내 시장점유율은 Maruchan(일본) 40%, Nissin(일본) 30%, 농심(한국) 19%로 추정된다. 농심 신라면은 고가 라면에 속하고, 매운맛(남자를 울리는 맛)을 강조하면서 운동 경기 협찬과 SNS를 통해 인지도를 높이고 있다.

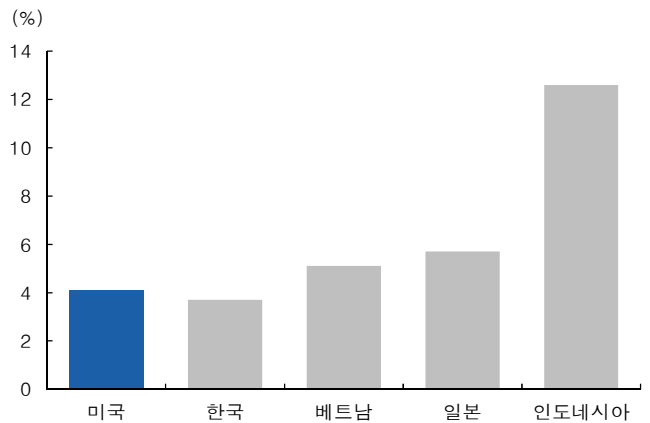
농심은 현재 LA 인근 공장을 가동 중이며 주로 서부 지역에 판매가 집중되어 있다. 현 공장이 생산량 한계치에 근접함에 따라 미국의 중동부 지역/캐나다/멕시코 시장을 겨냥하여 동부 지역에 1억달러 이상을 투자하여 제2공장을 건설할 예정(현재 입지 등 기초 조사 단계)이다.

그림 1. 미국 라면 시장 규모와 증가율



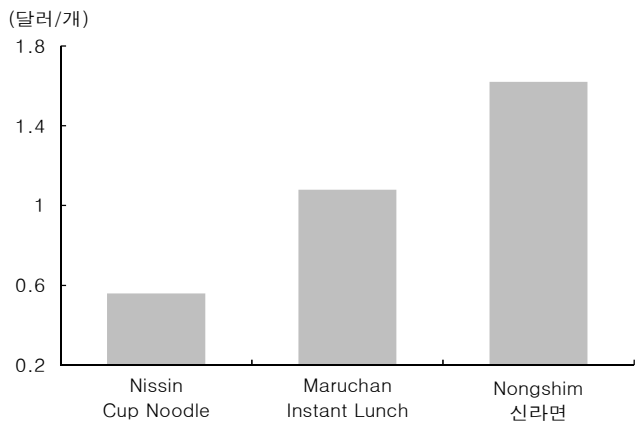
자료: aT(한국농수산식품유통공사), 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 세계 라면 시장에서의 주요국의 비중



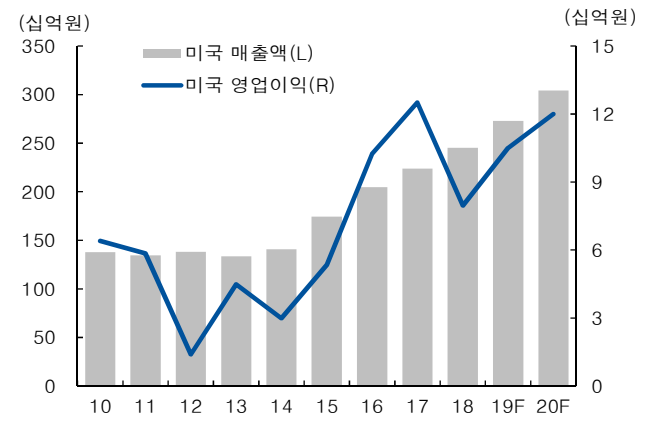
자료: WINA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 미국 내 주요 라면 가격 비교



자료: aT(한국농수산식품유통공사), 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 농심의 미국법인 매출액과 영업이익 전망



자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

중국에서의 성장 동력

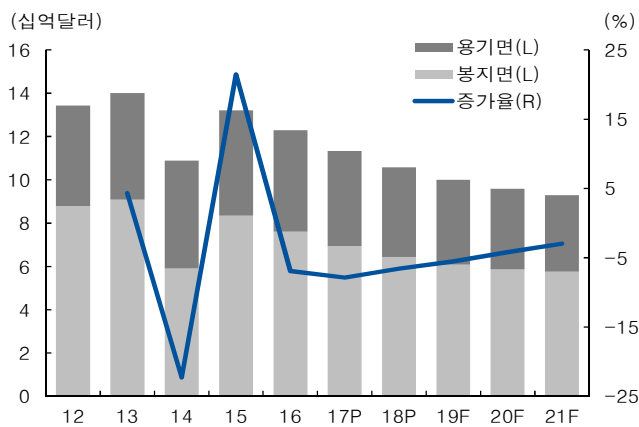
18년 농심의 중국법인인은 매출액 7.1% 증가, 영업이익 흑자 전환하여 17년 중국의 한한령(限韓令)이라는 악재(매대 철수, 서부 지역 개척 중단)를 극복하는 한 해를 보냈다. 매대 회복, 가격 인상(10%), 신제품 출시, 온라인 강화, 각종 비용 축소 등을 통해 사업 재정비를 했다.

19년에는 매출액 9.7%, 영업이익 12.4% 증가하여 한한령 이전인 16년 수준까지 실적이 상승할 전망이다. 19년 중국 전략은 첫째, 한한령으로 중단되었던 서부 내륙 지역의 거래선을 다시 확보할 계획이다. 둘째, 온라인(현재 비중 10%) 확대이다. 1~2선 도시는 오프라인에 집중하고, 직영이 어려운 4~5선 도시는 온라인을 강화할 계획이다, 온라인은 오프라인보다 마진이 좋은데, 지급수수료, 프로모션, 택배비 등을 모두 고려해도 영업이익률이 5~10%p 정도 높은 것으로 판단된다.

중국 라면 시장은 16년 기준 약 123억달러이고, 소비량은 390억개로 세계 1위이다. 소비량은 대체제의 발달로 감소하고 있다. 봉지면은 61.8%를 점유하고 있지만 지속적으로 하락세이고, 용기면은 38.2%로 점유율이 상승하고 있다. 점유율은 캄스푸 46.5%, 통이그룹 17.8%, 진마이랑 9.9%이고, 농심의 점유율은 약 2%로 6위 정도로 추정된다.

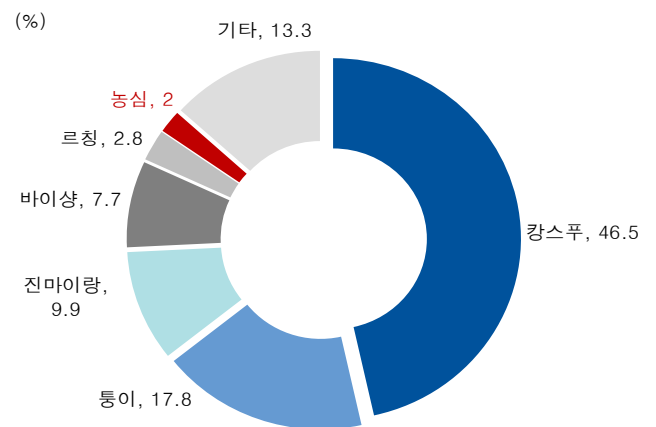
중국 내 해외 라면 브랜드는 한국의 농심, 싱가포르의 KOKA, 일본의 Nissin, 태국의 MAMA 등인데 농심은 브랜드 인지도와 선호도에서 상위권이다. 농심의 중국 매출 구성은 신라면 40%, 김치라면 30%, 너구리 등 30%로 중국 내에서도 고가 라면이며, 쫄깃한 면발과 얼큰한 국물 라면으로 평가받고 있다. 중국의 수입 라면에서 한국 라면의 비중은 크게 상승 중이다.

그림 5. 중국의 라면 시장 규모(봉지면과 용기면)와 증가율



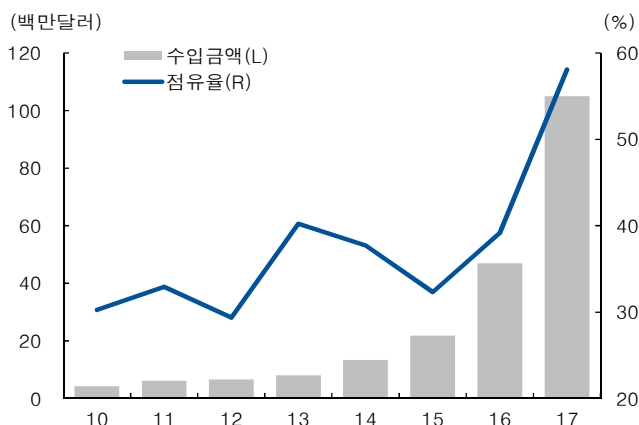
자료: aT(한국농수산식품유통공사), 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 중국 내 라면 시장점유율(농심 포함, 16년 기준)



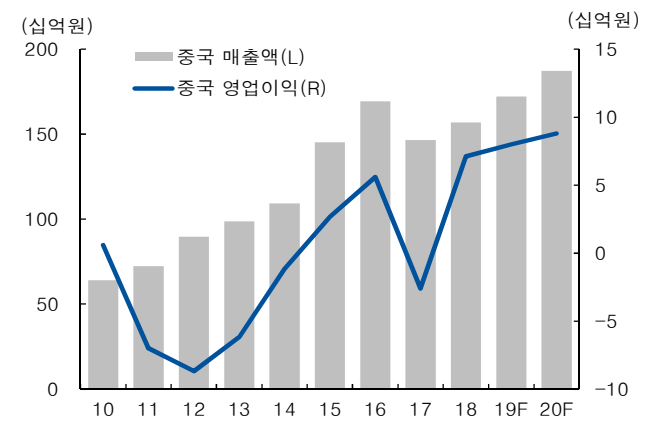
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 중국의 라면 수입 중 한국 라면 수입액 및 수입 비중



자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 농심의 중국법인 매출액과 영업이익 전망



자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 농심의 19년 1Q 실적 예상

(십억원, %)

	1Q18	4Q18	1Q19F		증감률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	563.1	574.6	581.7	590.6	3.3	1.2
영업이익	34.4	26.0	36.0	36.7	4.5	38.5
세전이익	41.8	32.4	42.5	42.1	1.5	31.1
순이익	32.1	25.1	32.2	32.5	0.4	28.4
영업이익률	6.1	4.5	6.2	6.2	-	-
순이익률	5.7	4.4	5.5	5.5	-	-

자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 농심의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	18				19F				17	18	19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	563	533	566	575	582	553	594	581	2,208	2236	2310
영업이익	34	6	22	26	36	15	28	24	96	89	102
세전이익	42	12	26	32	42	18	33	32	119	112	126
순이익	32	8	19	25	32	14	25	24	91	84	94
영업이익률	6.1	1.2	3.8	4.5	6.2	2.6	4.7	4.1	4.4	4.0	4.4
순이익률	5.7	1.4	3.4	4.4	5.5	2.5	4.1	4.1	4.1	3.8	4.1
매출액증가율	1.4	-0.7	-1.0	5.4	3.3	3.8	4.9	1.2	-0.4	1.3	3.3
영업이익증가율	6.0	-64.6	-30.7	81.1	4.5	126.6	27.3	-8.1	7.4	-8.1	15.3
세전이익증가율	4.0	-48.3	-29.8	71.2	1.5	57.3	25.4	-0.4	-48.8	-6.0	12.4
순이익증가율	7.9	-51.9	-32.8	56.4	0.4	78.7	26.0	-4.4	-54.5	-7.0	12.0

자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 농심의 19~20년 수익예상 변경

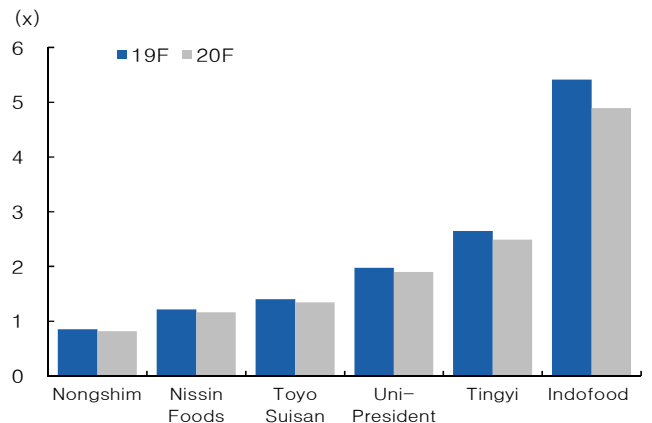
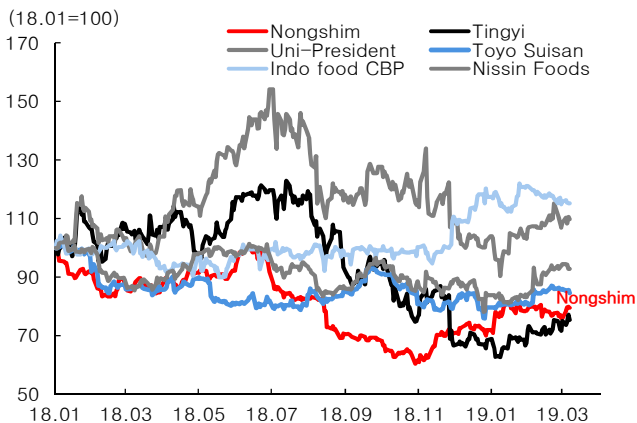
(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	2,300	2,372	2,310	2,390	0.4	0.8	해외 시장 성장
영업이익	100	108	102	112	2.3	3.0	원재료 가격 안정
세전이익	122	132	126	138	3.5	4.6	
순이익	91	98	94	103	4.2	4.7	
영업이익률	4.3	4.6	4.4	4.7	-	-	
순이익률	3.9	4.1	4.1	4.3	-	-	

자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 농심과 비교 가능한 해외업체의 주가 추이

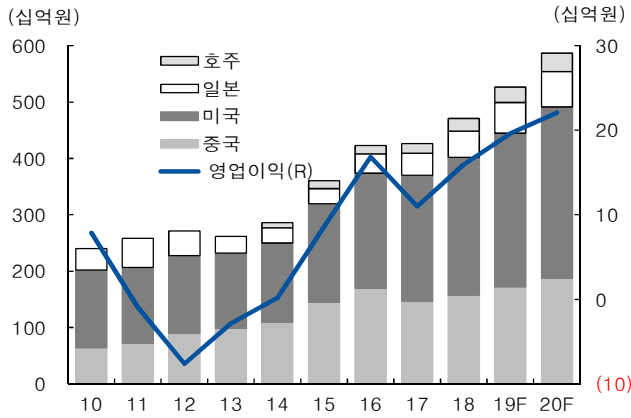
그림 10. 농심과 비교 가능한 해외업체의 PBR 비교



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

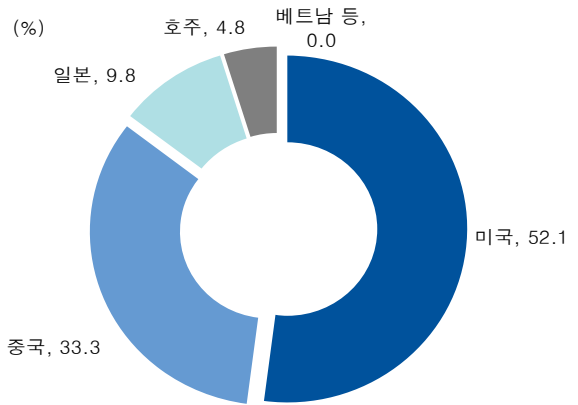
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 농심의 해외법인 매출액 및 영업이익의 전망



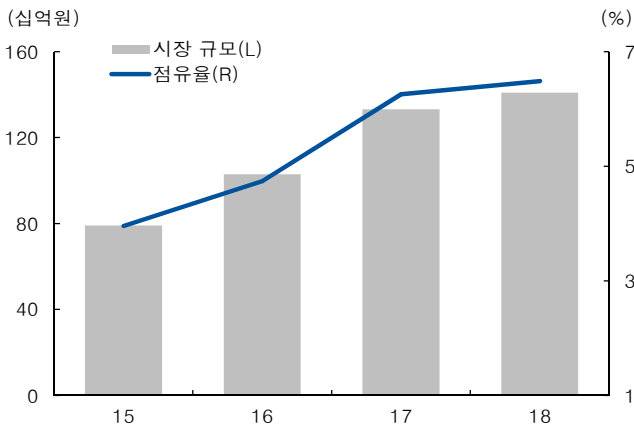
자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 농심의 해외법인 지역별 매출액 비중(18년 기준)



자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 국내 건면 시장 규모와 비중(전체 라면 시장 대비)



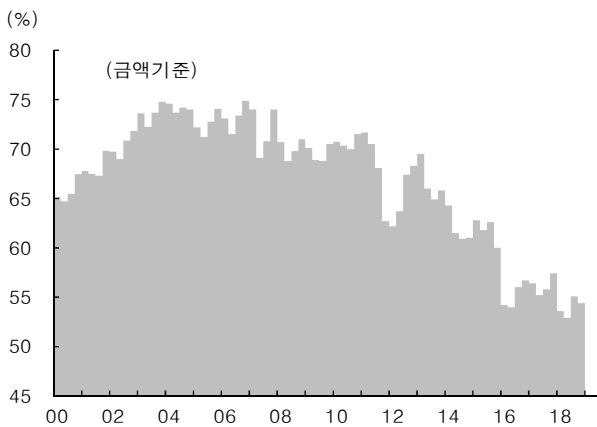
자료: 닐슨코리아, 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 국내 밀가루 생산자가격지수와 국제 팜유 가격 추이



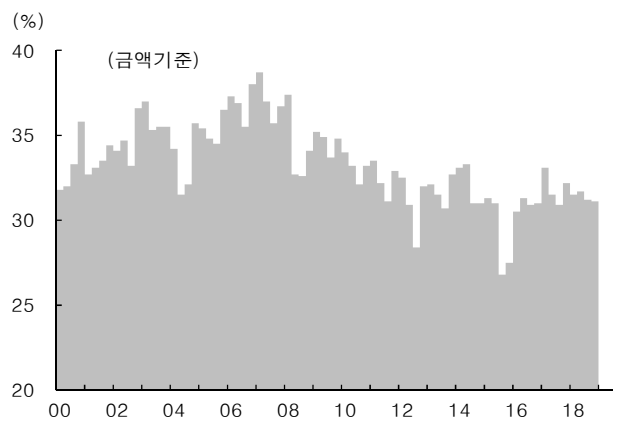
자료: 통계청, Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 농심의 국내 라면 시장 점유율



자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 농심의 국내 스낵 시장 점유율



자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

농심 (004370)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	2,236	2,310	2,390	2,467
매출원가	1,565	1,602	1,652	1,700
매출총이익	671	708	738	767
판매비와관리비	583	605	626	646
조정영업이익	89	102	112	121
영업이익	89	102	112	121
비영업손익	23	24	26	26
금융손익	9	9	9	10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	112	126	138	147
계속사업법인세비용	28	32	35	37
계속사업이익	84	95	103	110
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	84	95	103	110
지배주주	84	94	103	109
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	80	77	103	110
지배주주	80	76	102	109
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	173	189	198	209
FCF	59	79	89	96
EBITDA 마진율 (%)	7.7	8.2	8.3	8.5
영업이익률 (%)	4.0	4.4	4.7	4.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.8	4.1	4.3	4.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	1,054	1,166	1,258	1,345
현금 및 현금성자산	168	270	326	384
매출채권 및 기타채권	197	199	207	214
재고자산	202	205	213	220
기타유동자산	487	492	512	527
비유동자산	1,479	1,436	1,446	1,458
관계기업투자등	6	6	7	7
유형자산	1,158	1,167	1,179	1,187
무형자산	60	61	60	63
자산총계	2,532	2,602	2,704	2,803
유동부채	522	528	547	564
매입채무 및 기타채무	235	238	247	255
단기금융부채	35	35	35	35
기타유동부채	252	255	265	274
비유동부채	112	123	125	122
장기금융부채	53	63	63	58
기타비유동부채	59	60	62	64
부채총계	635	651	673	686
지배주주지분	1,885	1,938	2,018	2,104
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	121	121	121	121
이익잉여금	1,842	1,914	1,993	2,079
비지배주주지분	13	13	13	13
자본총계	1,898	1,951	2,031	2,117

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	147	174	185	191
당기순이익	84	95	103	110
비현금수익비용가감	134	109	113	115
유형자산감가상각비	83	85	85	86
무형자산상각비	1	2	2	2
기타	50	22	26	27
영업활동으로인한자산및부채의변동	-47	1	5	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	28	-2	-8	-7
재고자산 감소(증가)	-32	-2	-8	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	3	9	8
법인세납부	-34	-32	-35	-37
투자활동으로 인한 현금흐름	-129	-109	-102	-102
유형자산처분(취득)	-88	-95	-97	-95
무형자산감소(증가)	0	0	0	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	19	-5	-18	-15
기타투자활동	-60	-9	13	13
재무활동으로 인한 현금흐름	-6	-16	-26	-31
장단기금융부채의 증가(감소)	20	10	0	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-23	-23	-23	-23
기타재무활동	-3	-3	-3	-3
현금의 증가	12	102	56	58
기초현금	155	168	270	326
기말현금	168	270	326	384

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	18.4	18.0	16.5	15.5
P/CF (x)	7.1	8.3	7.9	7.5
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	5.9	5.7	5.1	4.4
EPS (원)	13,858	15,521	16,859	17,967
CFPS (원)	35,848	33,530	35,503	36,967
BPS (원)	323,198	331,957	345,013	359,177
DPS (원)	4,000	4,000	4,000	4,500
배당성향 (%)	27.4	24.4	22.5	23.8
배당수익률 (%)	1.6	1.4	1.4	1.6
매출액증가율 (%)	1.3	3.3	3.5	3.2
EBITDA증가율 (%)	-3.4	9.2	4.8	5.6
조정영업이익증가율 (%)	-7.3	14.6	9.8	8.0
EPS증가율 (%)	-7.0	12.0	8.6	6.6
매출채권 회전을 (회)	10.6	11.7	11.8	11.7
재고자산 회전을 (회)	11.9	11.3	11.4	11.4
매입채무 회전을 (회)	6.6	6.8	6.8	6.8
ROA (%)	3.4	3.7	3.9	4.0
ROE (%)	4.5	4.9	5.2	5.3
ROIC (%)	5.6	6.5	7.1	7.6
부채비율 (%)	33.4	33.4	33.1	32.4
유동비율 (%)	201.8	220.9	229.8	238.6
순차입금/자기자본 (%)	-28.1	-32.3	-34.7	-37.0
조정영업이익/금융비용 (x)	24.3	31.5	34.4	38.2

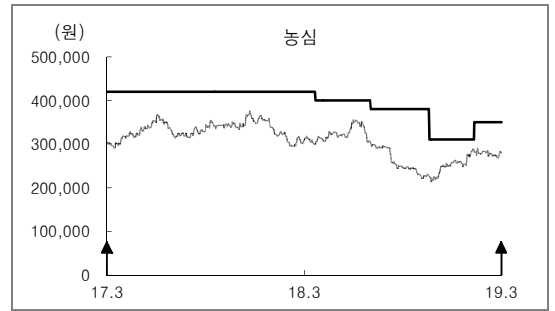
자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

농심

19년에 농심을 좋게 보는 이유

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
농심(004370)				
2019.01.17	매수	350,000	-	-
2018.10.26	매수	310,000	-18.96	-6.94
2018.07.09	매수	380,000	-31.56	-20.92
2018.03.29	매수	400,000	-18.69	-11.00
2017.12.05	1년 경과 이후		-	-
2016.12.05	매수	420,000	-20.84	-10.48



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.