

대상(001680)

사실상의 회복

인건비 증가 등으로 컨센서스 크게 하회
일회성 요인 제거 시 본사 실적 크게 향상
계열사 실적도 바닥 통과

Facts : 일회성 요인으로 영업이익 43% 감소

4분기 매출액은 전년동기대비 0.3% 증가한 7,112억원, 영업이익은 43.3% 감소한 52억원을 기록했다. 영업이익은 우리 추정치 68억원, 컨센서스 153억원을 하회했다. 소재식품의 마진 확대와 장류 점유율 개선에도 불구하고 5년만의 인센티브 지급과 대상베스트코의 대손충당금 증가로 부진한 실적을 기록했다. 이외 추석일자 차이로 인한 부정적 기저 효과도 존재한 것으로 보인다.

Pros & cons : 장류 점유율 회복, 소재 영업이익률 상승에 주목

본사의 영업이익은 전년동기 103억원에서 126억원으로 증가했으나, 100억원 정도로 추정되는 인센티브가 없었다면 실제치는 220억원을 넘었을 듯 하다. 추석일자 차이로 대부분의 식품사의 4분기 실적이 크게 악화된 점을 감안하면 고무적이다. 2분기에 MSG의 가격이 올라간 점과 고추장류 점유율이 3년만에 최대치(2017년 36.4%, 2016년 35.2%, 3Q17 누적 점유율 35.9%)로 오르는 등 가공식품의 펀더멘탈이 개선되고 있다. 소재식품의 영업이익률도 라이신사업 인수 이후 가장 높은 10.8%를 기록했다. 국제 옥수수가격의 하향 안정과 대체재인 설탕 대비 전분당의 점유율 상승, 그리고 라이신사업 흑자 전환에 기인한 것으로 추정된다. 베스트코의 영업 적자 규모는 전년대비 배증했는데, 대부분 외식 거래처의 실적 악화로 인 충당금 급증에 기인했다. 매출액 증가율이 10%를 넘고, 차입금 규모가 증자대금 400억원을 넘는 500억원 정도 줄어든 것으로 보여 베스트코의 체력은 강화된 것으로 평가된다. 인도네시아 법인도 신규 전분/전분당 공장의 가동률이 상승해 전분기대비 실적이 개선 추세에 있다.

Action : 투자는 줄고, 이익은 늘어나는 한 해 될 것

PER 비교를 통해 산출된 목표주가 32,000원을 유지하며 저가 매수를 권고한다. 2018년 Implied PER은 16.7배로 한국 음식료 평균과 유사하며 Global peers 평균인 20.6배에 비해서는 낮다. 김치류 등 신선식품의 경쟁은 계속 치열하겠으나, MSG와 장류 등 전통적인 고마진사업에서는 경쟁사의 가격 인상 등에 힘입어 할인 경쟁이 완화될 전망이다. 또한 지난해로 대규모 투자가 일단락된 인도네시아는

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 32,000원

Stock Data

KOSPI(3/8)	2,433
주가(3/8)	23,600
시가총액(십억원)	818
발행주식수(백만)	35
52주 최고/최저(원)	28,550/21,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,577
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.2/11.7
주요주주(%)	대상홀딩스 외 4인 44.8
	국민연금 13.0

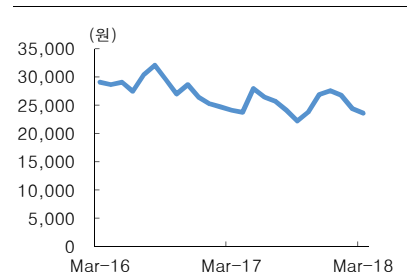
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	14.7	18.9	12.3
PBR(x)	1.1	1.2	0.9
ROE(%)	7.9	6.2	7.8
DY(%)	1.5	1.8	2.5
EV/EBITDA(x)	7.7	8.7	6.7
EPS(원)	1,794	1,460	1,920
BPS(원)	23,549	23,942	25,271

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.8)	2.2	0.4
KOSPI 대비(%p)	(5.9)	(1.6)	(15.7)

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

전분/전분당사업에서 투자 회수 구간에 진입할 것이다. 베스트코도 최저 임금 인상 등의 부담을 근무 효율성 강화로 상쇄하며 서서히 적자폭을 줄일 것으로 예상된다. 전년동기대비 영업이익 증가율은 1분기와 2분기에 각각 14.9%, 32.3%로 예상된다. 영업이익과 현금흐름의 뚜렷한 개선 추세를 볼 때 주가 상승 가능성이 높다고 판단한다.

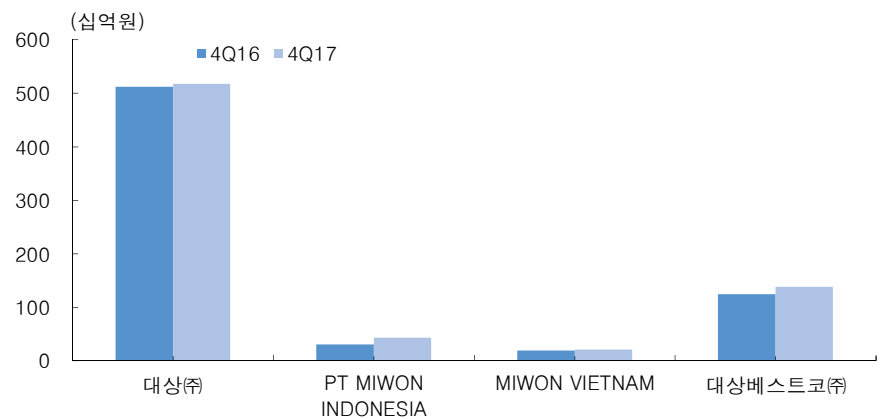
〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	709.3	714.2	724.1	819.3	711.2	(13.2)	0.3	734.3
영업이익	9.1	28.9	23.9	38.7	5.2	(86.6)	(43.3)	15.3
영업이익률(%)	1.3	4.0	3.3	4.7	0.7			2.1
세전이익	(6.9)	30.3	17.8	32.5	2.9	(91.0)	흑자전환	7.6
순이익	(7.5)	24.3	12.5	24.5	(8.3)	적자전환	적자지속	5.7

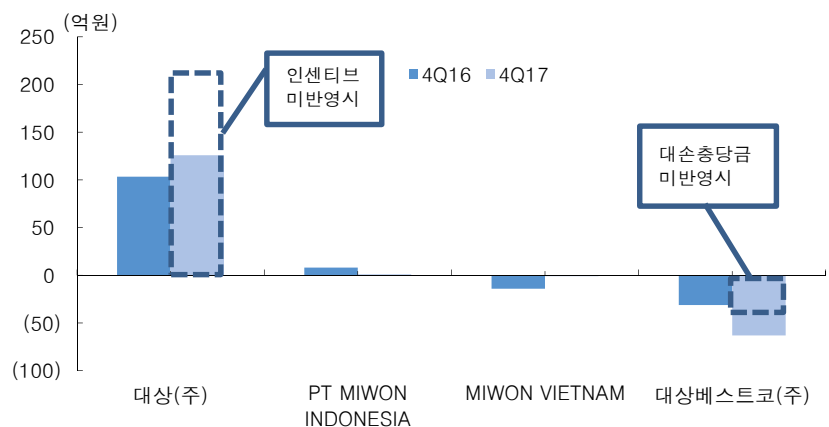
자료: 한국투자증권

[그림 1] 법인별 분기 매출액



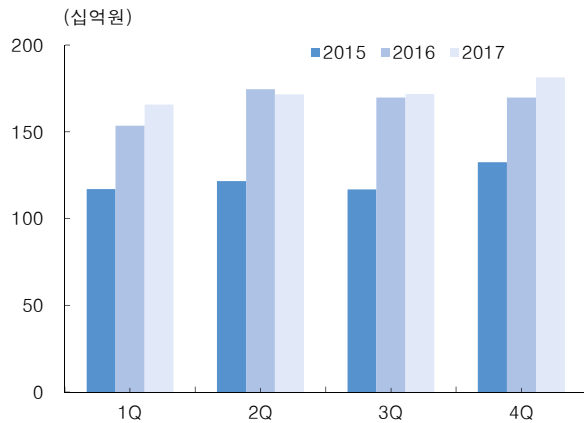
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 2] 법인별 분기 영업이익



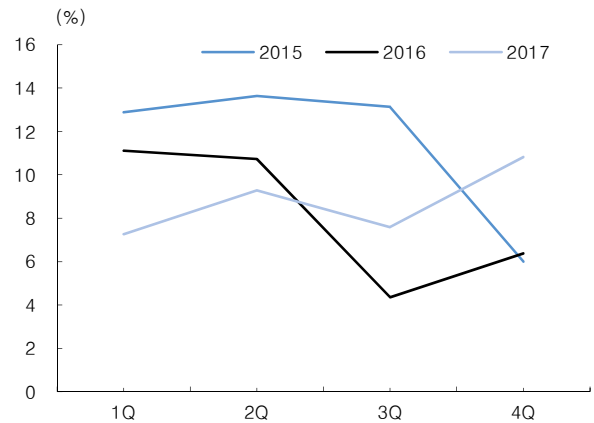
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 3] 소재 분기별 매출액(별도)



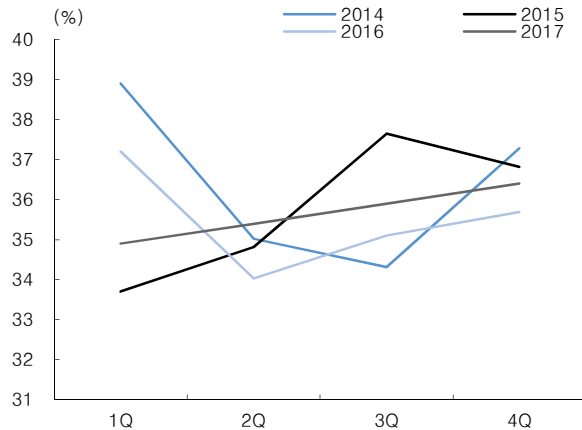
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 4] 소재 분기별 영업이익률(별도)



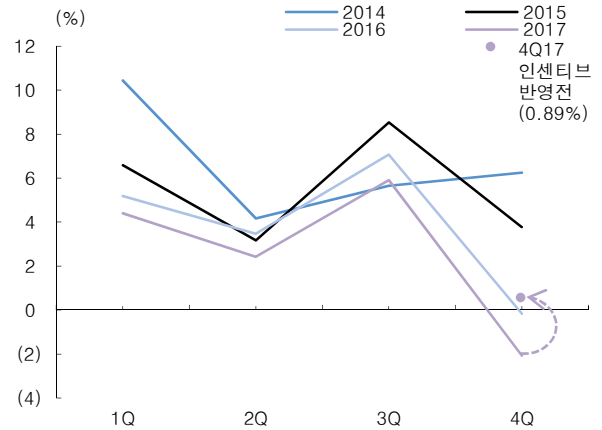
자료: 대상, 한국투자증권 주: 누적치

[그림 5] 장류 분기별 시장점유율



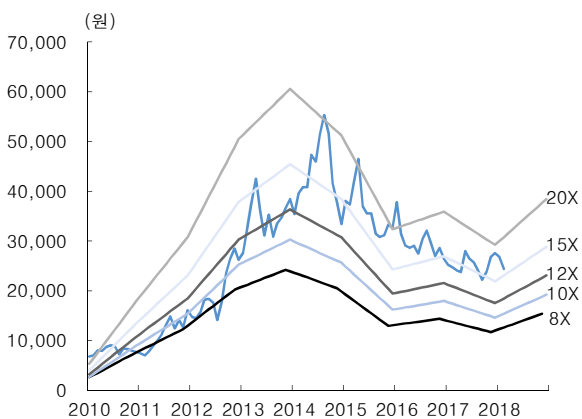
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 6] 식품 분기별 영업이익률(별도)



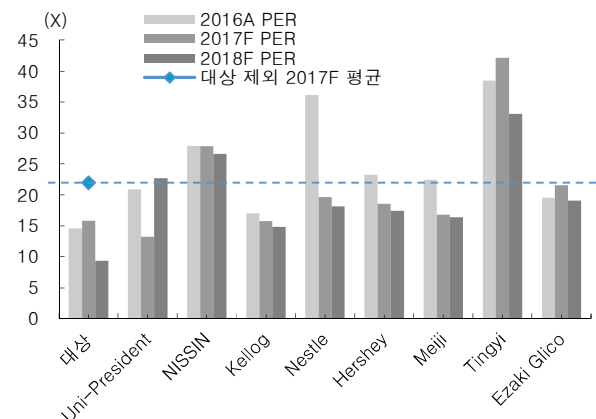
자료: 대상, 한국투자증권 주: 인센티브가 모두 소재가 아닌 식품에 지급됐다는 가정이나 실제로는 소재쪽으로도 집행되었을 것으로 추정

[그림 7] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 8] Global peer와의 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

대상그룹의 모기업인 대상(주)의 전신은 1956년 1월에 세워진 동아화성공업(주)이다. 1956년 6월 '미원'을 공식 상표로 등록하고 생산하기 시작하였다. 대상의 주요 사업은 대표 브랜드인 '청정원'을 중심으로 전통 장류 제조사업, 미원을 비롯한 조미료류 제조사업, '식초', '액젓' 등의 농수산물, 서구식품, 냉동식품, 육가공식품 등을 생산하는 식품사업, 그리고 제빵, 제과, 가공식품의 원료로 사용되는 전분 및 전분당 제조사업, MSG, 핵산, 등을 생산하는 소재사업 등이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,002	1,086	965	956	965
현금성자산	254	184	134	132	140
매출채권및기타채권	247	288	282	286	286
재고자산	285	294	267	277	270
비유동자산	1,103	1,222	1,354	1,380	1,414
투자자산	102	108	112	116	120
유형자산	802	854	989	1,018	1,049
무형자산	113	139	128	132	127
자산총계	2,105	2,308	2,319	2,337	2,379
유동부채	799	715	711	692	684
매입채무및기타채무	296	313	335	354	372
단기차입금및단기사채	274	309	299	289	279
유동성장기부채	195	63	43	18	0
비유동부채	488	726	727	718	708
사채	289	399	399	399	399
장기차입금및금융부채	66	186	181	166	151
부채총계	1,286	1,441	1,438	1,409	1,392
지배주주지분	793	848	862	910	972
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	292	292	292	292	292
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	509	556	590	638	700
비지배주주지분	25	19	18	17	16
자본총계	819	867	881	927	987

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	92	55	198	154	197
당기순이익	47	60	52	68	85
유형자산감가상각비	62	71	75	80	82
무형자산상각비	5	5	5	5	5
자산부채변동	(61)	(99)	65	(1)	25
기타	39	18	1	2	0
투자활동현금흐름	(187)	(220)	(197)	(85)	(122)
유형자산투자	(185)	(117)	(210)	(109)	(113)
유형자산매각	1	3	0	0	0
투자자산순증	1	(81)	(22)	(1)	(1)
무형자산순증	(4)	(3)	7	(10)	(0)
기타	0	(22)	28	35	(8)
재무활동현금흐름	195	97	(52)	(70)	(67)
자본의증가	6	1	0	0	0
차입금의순증	200	111	(35)	(50)	(43)
배당금지급	(11)	(14)	(14)	(18)	(22)
기타	0	(1)	(3)	(2)	(2)
기타현금흐름	(2)	(1)	0	0	0
현금의증가	98	(69)	(51)	(1)	8

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

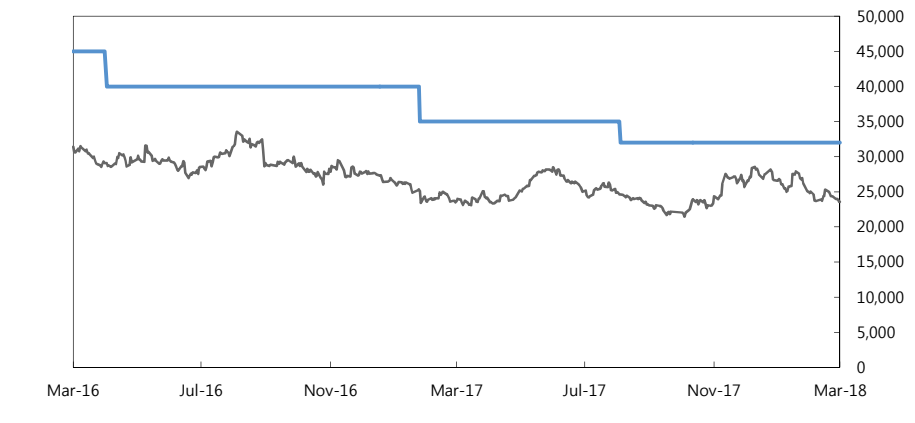
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,635	2,855	2,969	3,075	3,176
매출원가	1,895	2,079	2,174	2,242	2,312
매출총이익	740	776	794	833	864
판매관리비	630	665	698	714	723
영업이익	110	111	97	119	140
금융수익	13	17	24	7	7
이자수익	10	9	9	7	7
금융비용	36	42	36	29	28
이자비용	25	29	31	29	28
기타영업외손익	(13)	(8)	(4)	(9)	(10)
관계기업관련손익	4	3	3	3	3
세전계속사업이익	78	82	84	91	114
법인세비용	30	22	32	23	28
연결당기순이익	47	60	52	68	85
지배주주지분순이익	58	65	53	69	87
기타포괄이익	(8)	5	(20)	0	0
총포괄이익	39	65	32	68	85
지배주주지분포괄이익	51	69	32	69	87
EBITDA	178	188	177	205	227

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,618	1,794	1,460	1,920	2,398
BPS	22,027	23,549	23,942	25,271	26,981
DPS	400	400	500	600	700
성장성(% , YoY)					
매출증가율	1.8	8.3	4.0	3.6	3.3
영업이익증가율	(21.7)	1.1	(12.9)	23.1	18.0
순이익증가율	(37.2)	10.9	(18.4)	31.8	24.9
EPS증가율	(36.8)	10.9	(18.6)	31.5	24.9
EBITDA증가율	(12.7)	5.6	(5.7)	15.7	11.1
수익성(%)					
영업이익률	4.2	3.9	3.3	3.9	4.4
순이익률	2.2	2.3	1.8	2.3	2.7
EBITDA Margin	6.7	6.6	6.0	6.7	7.2
ROA	2.4	2.7	2.2	2.9	3.6
ROE	7.5	7.9	6.2	7.8	9.2
배당수익률	1.2	1.5	1.8	2.5	3.0
배당성향	24.7	22.3	34.2	31.1	29.1
안정성					
순차입금(십억원)	380	504	552	525	467
차입금/자본총계비율(%)	100.7	110.4	104.7	94.1	84.0
Valuation(X)					
PER	20.1	14.7	18.9	12.3	9.8
PBR	1.5	1.1	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.7	7.7	8.7	6.7	5.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대상(001680)	2016.02.12	매수	45,000원	-32.2	-29.3
	2016.04.10	매수	40,000원	-28.0	-16.1
	2017.02.02	매수	35,000원	-28.1	-18.6
	2017.08.12	매수	32,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 9일 현재 대상 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 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 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
- 중립 : 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.