

## 대상

BUY(유지)

001680 기업분석 | 음식료

|          |         |             |         |             |        |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|
| 목표주가(상향) | 38,000원 | 현재주가(08/14) | 24,500원 | Up/Downside | +55.1% |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|

2018. 08. 16

## 실적 서프라이즈, 목표주가 상향

## News

**2Q18 실적 서프라이즈 기록:** 연결 매출액은 전년 수준인 7,243억원에 그쳤으나, 영업이익은 47.9%YoY 증가한 354억원을 기록했다. 영업이익은 당사의 추정치와 컨센서스를 21.9%, 24.9% 상회했다. 영업이익 개선은 식품 부문의 판촉비 안정과 전분당, 라이신 등 소재부문의 원가안정과 수율 및 생산성 개선에 따른 것이다. 지배주주 순이익은 일회성 이익(사업양도차익 288억원) 발생으로 407억원을 기록했다.

## Comment

**실적 개선 지속 전망, 김치빼고 전부문 호조세:** 2Q18 식품부문 영업이익률은 3.4%으로 전년동기대비 1%p 개선됐다. 김치 부문의 판촉경쟁은 지속중이나, 높아진 전년 베이스대비 판촉비 집행이 더 확대되지는 않을 것이다. 조미료, 장류 부문의 판촉비는 전년대비 확연히 축소되고 있으며 최저임금 상승에 따른 부담은 하반기 점차 약화될 것이다. 소재부문은 옥수수, 원당 등 원가변수가 안정화됐고 라이신도 흑자 전환에 성공한 것으로 추정한다. 전분당 수익성이 좋고, 바이오도 고부가가치 신제품 출시로 수익성이 개선되고 있다. 상반기까지 베스트코의 적자규모가 유지됐지만(반기순이익 - 83.7억원), 하반기 안정화될 것이다. 인도네시아 전분당공장도 하반기 흑자전환 가능성이 있다.

## Action

**매력적인 Valuation, 목표주가 상향:** 설비투자가 마무리되면서 소재 부문의 수익성 개선이 가속화되고 있다. 가공식품의 경쟁은 치열하지만 전분당, 조미료 등 주력 제품의 수익성이 매우 좋다. 베스트코, 인니법인의 적자축소로 연결 기준 실적 개선의 속도가 붙을 것으로 전망한다. 실적 추정치 상향에 따라 목표주가를 기존 35,000원에서 38,000원으로 올리며, 투자의견 BUY를 유지한다.

| Investment Fundamentals (IFRS연결) |           |           |       |       | (단위: 십억원 원 배 %) | Stock Data     |                   |
|----------------------------------|-----------|-----------|-------|-------|-----------------|----------------|-------------------|
| FYE Dec                          | 2016      | 2017      | 2018E | 2019E | 2020E           | 52주 최저/최고      | 21,450/29,000원    |
| <b>매출액</b>                       | 2,855     | 2,969     | 3,114 | 3,224 | 3,338           | KOSDAQ /KOSPI  | 762/2,259pt       |
| (증가율)                            | 8.3       | 4.0       | 4.9   | 3.5   | 3.5             | 시가총액           | 8,489억원           |
| 영업이익                             | 111       | 97        | 121   | 142   | 157             | 60일-평균거래량      | 173,541           |
| (증가율)                            | 1.1       | -12.9     | 25.6  | 16.8  | 10.6            | 외국인지분율         | 12.8%             |
| 지배주주순이익                          | 65        | 53        | 92    | 87    | 99              | 60일-외국인지분율변동추이 | +0.3%p            |
| EPS                              | 1,859     | 1,505     | 2,638 | 2,497 | 2,849           | 주요주주           | 대상홀딩스 외 4 인 44.8% |
| PER (H/L)                        | 20.5/14.0 | 19.4/14.2 | 9.3   | 9.8   | 8.6             | (천원)           | (pt)              |
| PBR (H/L)                        | 1.6/1.1   | 1.2/0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.8             | 대상(좌)          |                   |
| EV/EBITDA (H/L)                  | 9.9/7.7   | 8.7/7.2   | 5.8   | 5.0   | 4.4             | KOSPI지수대비(우)   |                   |
| 영업이익률                            | 3.9       | 3.3       | 3.9   | 4.4   | 4.7             |                |                   |
| ROE                              | 7.9       | 6.1       | 10.1  | 8.9   | 9.4             |                |                   |
| 주가상승률                            |           |           |       |       | 1M              | 3M             | 12M               |
| 절대기준                             |           |           |       |       | -7.9            | -8.4           | -0.4              |
| 상대기준                             |           |           |       |       | -5.8            | 0.4            | 2.9               |

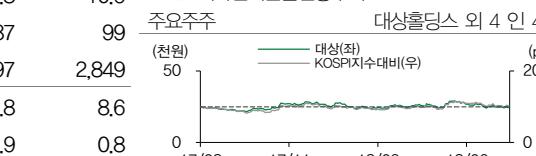


도표 1. 대상 연결기준 2Q18 실적 Review

(단위: 억원 %)

|         | 2Q18  | 2Q17  | %YoY  | DB추정  | %차이   | 컨센서스  | %차이   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 7,243 | 7,240 | 0.0   | 7,576 | -4.4  | 7,515 | -3.6  |
| 영업이익    | 354   | 239   | 47.9  | 290   | 21.9  | 283   | 24.9  |
| 세전이익    | 546   | 178   | 206.8 | 260   | 110.1 | 249   | 119.4 |
| 지배주주순이익 | 407   | 125   | 225.3 | 190   | 114.1 | 184   | 121.0 |

자료: DB금융투자, 공정공시

도표 2. 대상 분기별 실적 전망

(단위: 억원 %)

|            | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18E | 4Q18E | 2017   | 2018E  | 2019E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 개별기준       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 매출액        | 5,310 | 5,320 | 6,091 | 5,179 | 5,626 | 5,418 | 6,166 | 5,269 | 21,901 | 22,479 | 23,251 |
| 식품         | 3,654 | 3,604 | 4,375 | 3,550 | 3,798 | 3,464 | 4,243 | 3,450 | 15,183 | 14,955 | 15,478 |
| 소재         | 1,656 | 1,716 | 1,717 | 1,630 | 1,828 | 1,954 | 1,923 | 1,819 | 6,718  | 7,524  | 7,772  |
| 매출총이익      | 1,523 | 1,595 | 1,820 | 1,507 | 1,536 | 1,501 | 1,745 | 1,392 | 6,444  | 6,175  | 6,444  |
| GP%        | 28.7  | 30.0  | 29.9  | 29.1  | 27.3  | 27.7  | 28.3  | 26.4  | 29.4   | 27.5   | 27.7   |
| 영업이익       | 271   | 247   | 389   | 125   | 298   | 342   | 419   | 143   | 1,031  | 1,202  | 1,340  |
| %YoY       | -12.6 | -13.6 | 27.4  | 21.2  | 10.1  | 38.7  | 7.9   | 14.3  | 2.8    | 16.6   | 11.5   |
| 식품         | 150   | 87    | 260   | 3     | 128   | 119   | 250   | 5     | 500    | 503    | 656    |
| 소재         | 121   | 159   | 129   | 122   | 170   | 223   | 162   | 145   | 531    | 700    | 684    |
| OP%        | 5.1   | 4.6   | 6.4   | 2.4   | 5.3   | 6.3   | 6.8   | 2.7   | 4.7    | 5.3    | 5.8    |
| 식품         | 4.1   | 2.4   | 5.9   | 0.1   | 3.4   | 3.4   | 5.9   | 0.1   | 3.3    | 3.4    | 4.2    |
| 소재         | 7.3   | 9.3   | 7.5   | 7.5   | 9.3   | 11.4  | 8.4   | 8.0   | 7.9    | 9.3    | 8.8    |
| 연결기준       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |
| 매출액        | 7,142 | 7,241 | 8,193 | 7,092 | 7,400 | 7,243 | 8,551 | 7,613 | 29,688 | 31,139 | 32,243 |
| 매출총이익      | 1,908 | 1,952 | 2,215 | 1,867 | 1,924 | 1,906 | 2,163 | 1,916 | 7,943  | 7,909  | 8,802  |
| GP%        | 26.7  | 27.0  | 27.0  | 26.3  | 26.0  | 26.3  | 25.3  | 25.2  | 26.8   | 25.4   | 27.3   |
| 영업이익       | 289   | 239   | 387   | 52    | 302   | 354   | 428   | 131   | 967    | 1,214  | 1,419  |
| OP%        | 4.0   | 3.3   | 4.7   | 0.7   | 4.1   | 4.9   | 5.0   | 1.7   | 3.3    | 3.9    | 4.4    |
| 세전이익       | 303   | 178   | 325   | 30    | 265   | 546   | 367   | 62    | 836    | 1,241  | 1,177  |
| 지배주주순이익    | 243   | 125   | 245   | -86   | 190   | 407   | 275   | 46    | 527    | 918    | 872    |
| 연결-개별 영업이익 | 19    | -7    | -1    | -74   | 4     | 12    | 8     | -12   | -64    | 12     | 78     |

자료: DB금융투자, 감사보고서

## 대차대조표

| 12월 결산(십억원)  | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>  | <b>1,086</b> | <b>999</b>   | <b>1,117</b> | <b>1,219</b> | <b>1,340</b> |
| 현금및현금성자산     | 184          | 148          | 248          | 314          | 405          |
| 매출채권및기타채권    | 288          | 281          | 290          | 303          | 315          |
| 재고자산         | 294          | 318          | 316          | 329          | 341          |
| <b>비유동자산</b> | <b>1,222</b> | <b>1,254</b> | <b>1,235</b> | <b>1,226</b> | <b>1,218</b> |
| 유형자산         | 854          | 894          | 881          | 876          | 872          |
| 무형자산         | 139          | 137          | 132          | 128          | 125          |
| 투자자산         | 108          | 105          | 105          | 105          | 105          |
| <b>자산총계</b>  | <b>2,308</b> | <b>2,252</b> | <b>2,352</b> | <b>2,446</b> | <b>2,558</b> |
| <b>유동부채</b>  | <b>715</b>   | <b>688</b>   | <b>717</b>   | <b>742</b>   | <b>773</b>   |
| 매입채무및기타채무    | 313          | 340          | 368          | 393          | 424          |
| 단기应付 및 당기차지  | 309          | 204          | 204          | 204          | 204          |
| 유동성장기부채      | 63           | 111          | 111          | 111          | 111          |
| <b>비유동부채</b> | <b>726</b>   | <b>680</b>   | <b>677</b>   | <b>677</b>   | <b>677</b>   |
| 사채및장기차입금     | 585          | 536          | 533          | 533          | 533          |
| <b>부채총계</b>  | <b>1,441</b> | <b>1,368</b> | <b>1,394</b> | <b>1,419</b> | <b>1,449</b> |
| 자본금          | 36           | 36           | 36           | 36           | 36           |
| 자본잉여금        | 292          | 295          | 295          | 295          | 295          |
| 이익잉여금        | 556          | 597          | 671          | 740          | 821          |
| 비자본주자분       | 19           | 13           | 13           | 13           | 13           |
| <b>자본총계</b>  | <b>867</b>   | <b>884</b>   | <b>958</b>   | <b>1,027</b> | <b>1,109</b> |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2016        | 2017        | 2018E      | 2019E      | 2020E      |
|-------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | <b>55</b>   | <b>166</b>  | <b>231</b> | <b>200</b> | <b>216</b> |
| 당기순이익             | 60          | 52          | 92         | 87         | 99         |
| 현금유동이 없는 비용및수익    | 150         | 171         | 151        | 145        | 146        |
| 유형및무형자산상각비        | 76          | 80          | 99         | 97         | 96         |
| <b>영업관련자산부채변동</b> | <b>-99</b>  | <b>-6</b>   | <b>21</b>  | <b>-2</b>  | <b>6</b>   |
| 매출채권및기타채권의감소      | -34         | 1           | -9         | -13        | -12        |
| 재고자산의감소           | 1           | -26         | 2          | -13        | -12        |
| 매입채무및기타채무의증가      | 3           | 21          | 29         | 25         | 31         |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | <b>-220</b> | <b>-68</b>  | <b>-82</b> | <b>-89</b> | <b>-80</b> |
| CAPEX             | -117        | -139        | -80        | -89        | -88        |
| 투자자산의순증           | -4          | 6           | 0          | 0          | 0          |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | <b>97</b>   | <b>-109</b> | <b>-49</b> | <b>-46</b> | <b>-46</b> |
| 사채및자본금의증가         | 133         | -107        | -3         | 0          | 0          |
| 자본금및자본잉여금의증가      | 0           | 3           | 0          | 0          | 0          |
| 배당금지급             | -14         | -14         | -18        | -18        | -18        |
| 기타현금흐름            | -1          | -25         | 0          | 0          | 0          |
| <b>현금의증가</b>      | <b>-69</b>  | <b>-36</b>  | <b>100</b> | <b>66</b>  | <b>91</b>  |
| 기초현금              | 254         | 184         | 148        | 248        | 314        |
| 기말현금              | 184         | 148         | 248        | 314        | 405        |

자료: 대상 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

| 12월 결산(십억원)  | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>2,855</b> | <b>2,969</b> | <b>3,114</b> | <b>3,224</b> | <b>3,338</b> |
| 매출원가         | 2,079        | 2,174        | 2,323        | 2,344        | 2,424        |
| <b>매출총이익</b> | <b>776</b>   | <b>794</b>   | <b>791</b>   | <b>880</b>   | <b>915</b>   |
| 판관비          | 665          | 698          | 669          | 738          | 758          |
| <b>영업이익</b>  | <b>111</b>   | <b>97</b>    | <b>121</b>   | <b>142</b>   | <b>157</b>   |
| EBITDA       | 188          | 177          | 220          | 239          | 253          |
| <b>영업외손익</b> | <b>-29</b>   | <b>-13</b>   | <b>3</b>     | <b>-24</b>   | <b>-22</b>   |
| 금융순익         | -24          | -12          | -24          | -24          | -24          |
| 투자순익         | 3            | 3            | 2            | 2            | 2            |
| 기타영업외손익      | -8           | -4           | 25           | -2           | 0            |
| <b>세전이익</b>  | <b>82</b>    | <b>84</b>    | <b>124</b>   | <b>118</b>   | <b>135</b>   |
| 증단사업이익       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>당기순이익</b> | <b>60</b>    | <b>52</b>    | <b>92</b>    | <b>87</b>    | <b>99</b>    |
| 자비주주지분순이익    | 65           | 53           | 92           | 87           | 99           |
| 비자비주주지분순이익   | -5           | -1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>총포괄이익</b> | <b>65</b>    | <b>32</b>    | <b>92</b>    | <b>87</b>    | <b>99</b>    |
| 증감률(%YoY)    |              |              |              |              |              |
| 매출액          | 8.3          | 4.0          | 4.9          | 3.5          | 3.5          |
| 영업이익         | 1.1          | -12.9        | 25.6         | 16.8         | 10.6         |
| EPS          | 11.0         | -19.0        | 75.3         | -5.4         | 14.1         |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

| 12월 결산(%, 배)       | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 1,859  | 1,505  | 2,638  | 2,497  | 2,849  |
| BPS                | 23,549 | 24,181 | 26,238 | 28,159 | 30,419 |
| DPS                | 400    | 500    | 500    | 500    | 500    |
| <b>Multiple(배)</b> |        |        |        |        |        |
| P/E                | 14.2   | 18.3   | 9.3    | 9.8    | 8.6    |
| P/B                | 1.1    | 1.1    | 0.9    | 0.9    | 0.8    |
| EV/EBITDA          | 7.8    | 8.5    | 5.8    | 5.0    | 4.4    |
| <b>수익성(%)</b>      |        |        |        |        |        |
| 영업이익률              | 3.9    | 3.3    | 3.9    | 4.4    | 4.7    |
| EBITDA마진           | 6.6    | 5.9    | 7.1    | 7.4    | 7.6    |
| 순이익률               | 2.1    | 1.7    | 2.9    | 2.7    | 3.0    |
| ROE                | 7.9    | 6.1    | 10.1   | 8.9    | 9.4    |
| ROA                | 2.7    | 2.3    | 4.0    | 3.6    | 4.0    |
| ROIC               | 6.6    | 4.5    | 6.8    | 8.1    | 9.0    |
| <b>안정성및기타</b>      |        |        |        |        |        |
| 부채비율(%)            | 166.2  | 154.7  | 145.4  | 138.1  | 130.7  |
| 이자보상배율(배)          | 3.8    | 3.3    | 4.4    | 5.2    | 5.7    |
| 배당성향(배)            | 22.9   | 33.5   | 18.9   | 19.9   | 17.4   |

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주주업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하위없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 1년간 투자의견 및 목표주가 변경

| 일자       | 투자의견 | 목표주가   | 고리율(%)        | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) |
|----------|------|--------|---------------|----|------|------|--------|
|          |      | 평균     | 최고/최저         |    |      | 평균   | 최고/최저  |
| 16/02/01 | Buy  | 46,000 | -35.5 / -26.4 |    |      |      |        |
| 16/12/01 | Buy  | 43,000 | -41.0 / -35.0 |    |      |      |        |
| 17/04/02 | Buy  | 33,000 | -22.5 / -13.6 |    |      |      |        |
| 17/06/12 | Buy  | 39,000 | -33.8 / -27.7 |    |      |      |        |
| 17/08/14 | Buy  | 35,000 | -27.8 / -17.1 |    |      |      |        |
| 18/08/14 | 1년경과 | 30,000 | -30.0 / -30.0 |    |      |      |        |
| 18/08/16 | Buy  | 38,000 | -             |    |      |      |        |

주: \*표는 담당자 변경

## 대상 현주가 및 목표주가 차트

