

대상(001680)

하회 부합 **상회**

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

이것이 턴어라운드다

안정적인 전분당 사업에 바이오의 수익성 크게 개선
 식품도 비용 제어하며 시장 경쟁력은 상승 중
 수년간 투자의 성과가 가시화되는 구간, 적극적인 매수 추천

Facts : 전부문 실적 개선으로 어닝 서프라이즈!

2분기 영업이익은 전년동기대비 47.9% 증가해 우리의 예상과 컨센서스를 크게 상회했다. 매출액은 전년동기 수준이었지만, 회계 변경 및 건강식품사업(연 매출액 400억~500억원) 양도 영향을 배제하면 4.8% 증가한 것으로 분석된다. 전년동기 대비 이익 증가 폭이 1분기보다 더 커진 이유는 소재부문의 외형 성장 및 수익성 향상이 계속된데다, 부진했던 식품부문과 대상베스트코의 실적도 개선되었기 때문이다. 김치를 중심으로 경쟁이 극심했던 전년동기에 비해서는 식품시장 환경이 개선되고, 최저 임금 상승 부담도 구매/물류 효율화 등 자체적인 노력으로 흡수되고 있는 것으로 보인다. 영업외수지도 건강식품사업을 지주사 소속 자회사로 양도하면서 발생한 차익 286억원으로 예상보다 개선됐다.

Pros & cons : 소재 활황 계속되는 가운데 식품도 개선

실적 향상에 가장 크게 공헌한 것은 국내 소재부문이다. 국내 소재 매출액과 영업이익의 전년동기대비 증가율은 각각 13.9%(1,954억원), 39.7%(223억원)다. 주력인 전분/전분당 사업은 여러 소재식품시장 중에서 공급자의 힘이 가장 강한 분야로 경기 부침 없이 견조한 이익을 이어가고 있는 것으로 판단된다. 연 매출액 2천억원 규모의 라이신은 이번 분기에도 영업이익률 5%를 기록하며 호조세를 이어갔다. 특히 지난해 하반기부터 판매가 본격화되고 있는 아스타잔틴 등 기타 바이오 품목들은 매출액 비중은 크지 않지만 부가가치가 우수해 소재부문의 수익성 레벨업에 일조하고 있다. 인도네시아법인도 전분/전분당 신공장이 준공 1년 만인 올해 3월에 손익 분기점을 넘어서면서 2분기 영업이익이 23억원(2Q17 -4억원)으로 증가했다. 국내 식품은 1분기에는 전년동기대비 외형은 늘었지만 이익은 최저 임금 상승 부담 등으로 줄었는데, 이번 분기에는 전년동기 87억원이던 영업이익이 119억원으로 증가했다. 상황이 더 악화되지 않은 점도 있지만, 비용이 늘지 않고 장류 점유율이 상승한 점 등을 볼 때, 시장 경쟁력이 개선되고 있다는 판단이다. 베스트코도 물류/구매 효율화 등을 통해 영업적자 규모를 전년동기 26억원에서 이번 분기에 23억원으로 줄인 것으로 추산된다.

매수(유지)

목표주가: 36,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	24,500
시가총액(십억원)	849
발행주식수(백만)	35
52주 최고/최저(가원)	29,000/21,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,989
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.2/12.8
주요주주(%)	대상홀딩스 외 4인 44.8
	국민연금 13.5

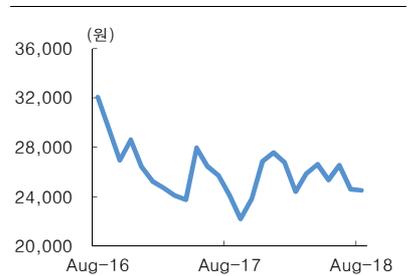
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.8	9.4	9.6
PBR(x)	1.1	0.9	0.9
ROE(%)	6.1	10.3	9.4
DY(%)	1.8	2.4	3.1
EV/EBITDA(x)	8.4	6.5	5.4
EPS(원)	1,467	2,605	2,540
BPS(원)	24,181	26,187	27,977

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.9)	3.4	(0.4)
KOSPI 대비(%p)	(5.6)	10.1	2.8

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

Action : 2018년은 다르다. 적극 매수 추천

2018년은 지난 수년간의 소재부문 투자의 성과가 가시화되는 첫해이다. 인도네시아의 전분/전분당 실적향상 이외에도 라이신도 수출 향상으로 업계에서 상대적으로 높은 마진을 향유하고 있다. 또한 아스타잔틴과 같은 기타 바이오제품의 선전도 군산 바이오공장 업그레이드의 결과물이다. 식품도 비용 제어 속에서 주요 제품의 시장 경쟁력이 향상되고, HMR의 수요 확대에도 적절히 부응하고 있다. 실적 개선뿐 아니라 대규모 투자 종료로 올해부터 차입금 축소도 본격화될 것이다. EPS, CFPS의 빠른 증가에도 불구하고 2018년 예상 수정 PER은 12.1배로 한국 음식료 평균 및 세계 경쟁업체 평균 PER대비 각각 23%, 47% 주가가 저평가되어 있다. 올해 가장 강력한 턴어라운드 모멘텀을 보유한 음식료 업체로 적극적인 매수를 권고한다.

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %)

	2Q18	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	당사 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	724.3	724.1	0.0	740.0	(2.1)	745.9	(2.9)	748.8	(3.3)
매출총이익	190.6	195.2	(2.3)	192.4	(0.9)	196.9	(3.2)		
판매비	155.3	171.3	(9.4)	162.2	(4.3)	168.6	(7.9)		
영업이익	35.4	23.9	47.9	30.2	17.0	28.3	24.7	27.5	28.6
세전이익	54.6	17.8	206.8	26.5	106.2	25.8	112.0	24.0	
당기순이익	40.6	12.1	234.2	19.0	113.3	18.8	115.5	18.8	
지배주주당기순이익	40.7	12.5	225.3	19.0	114.1	18.8	116.4	17.3	
매출원가율	73.7	73.0		74.0		73.6			
판매비율	21.4	23.7		21.9		22.6			
영업이익률	4.9	3.3		4.1		3.8		3.7	
세전이익률	7.5	2.5		3.6		3.5		3.2	
순이익률	5.6	1.7		2.6		2.5		2.5	
지배주주당기순이익률	5.6	1.7		2.6		2.5		2.3	

자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 2> PER valuation

(단위: 원, 배)

		2016	2017	2018F	2019F
대상	수정 EPS	1,811	1,462	2,025	2,541
	수정 PER	14.6	18.8	12.1	9.6
한국 식품(A)	PER	14.5	19.0	15.8	14.4
세계 식품(B)	PER	23.1	24.5	22.9	20.5
평균(A, B)	PER	18.8	21.8	19.3	17.5
할인율		22%	13%	15%	15%
목표 PER				16.4	14.9
목표주가				33,285	37,759

주: 수정 EPS는 자산처분, 사업양도 등 일회성 손익 제거

자료: 한국투자증권

<표 3> Peer와의 PER 비교

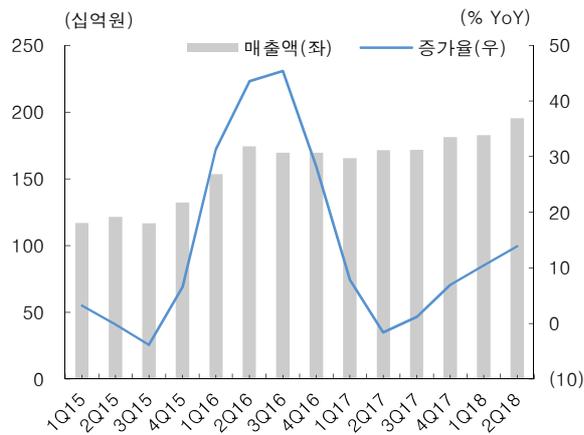
(단위: 원, 배)

		2016	2017	2018F	2019F
대상	수정 EPS	1,811	1,462	2,025	2,541
	수정 PER(A)	14.6	18.8	12.1	9.6
한국 음식료	PER(B)	14.5	19.0	15.8	14.4
세계 종합식품사	PER(C)	23.1	24.5	22.9	20.5
PER premium	(A/B)-1	0.5%	(0.9%)	(23.4%)	(33.1%)
	(A/C)-1	(36.8%)	(23.1%)	(47.1%)	(53.1%)

주: 수정 EPS는 자산처분, 사업양도 등 일회성 손익 제거, 8월 14일 증가 기준

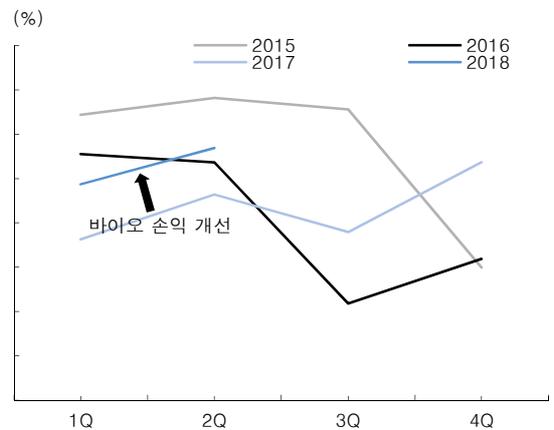
자료: 한국투자증권

[그림 1] 소재 분기별 매출액(별도)



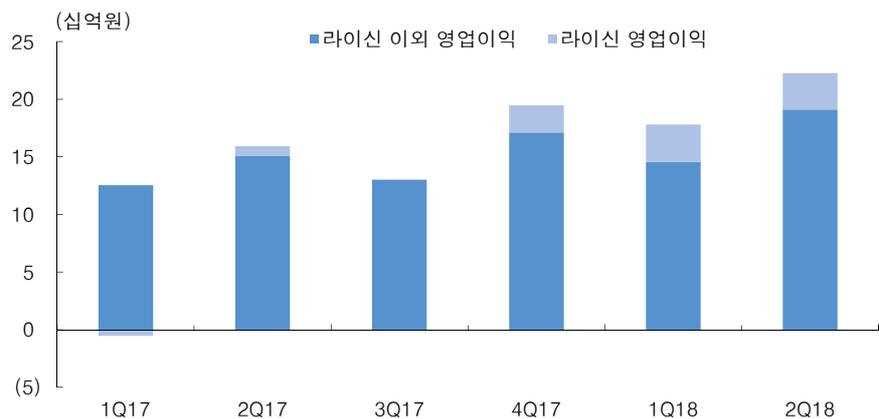
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 2] 소재 분기별 영업이익률(별도)



자료: 대상, 한국투자증권

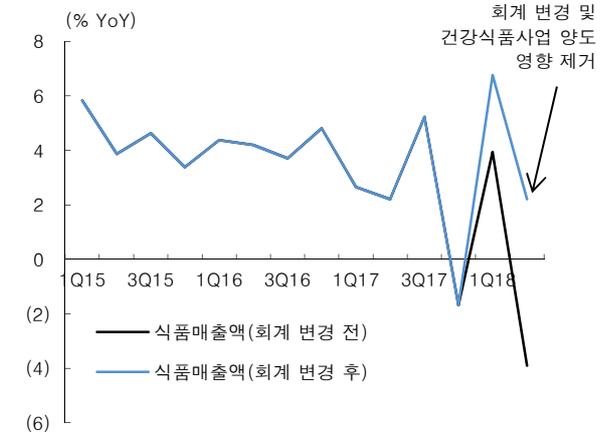
[그림 3] 소재 영업이익 내 라이신 기여도



주: 별도 기준

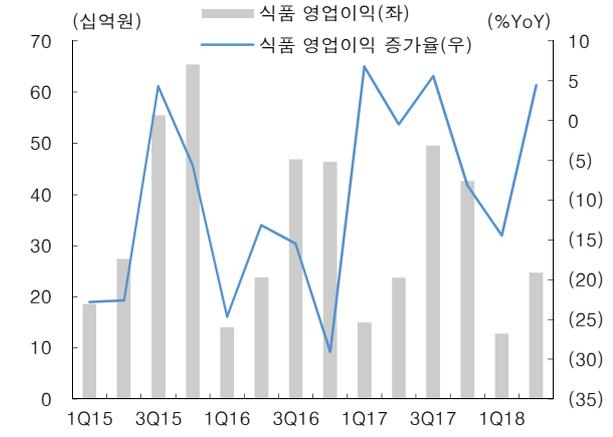
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 4] 식품 매출액 증가율



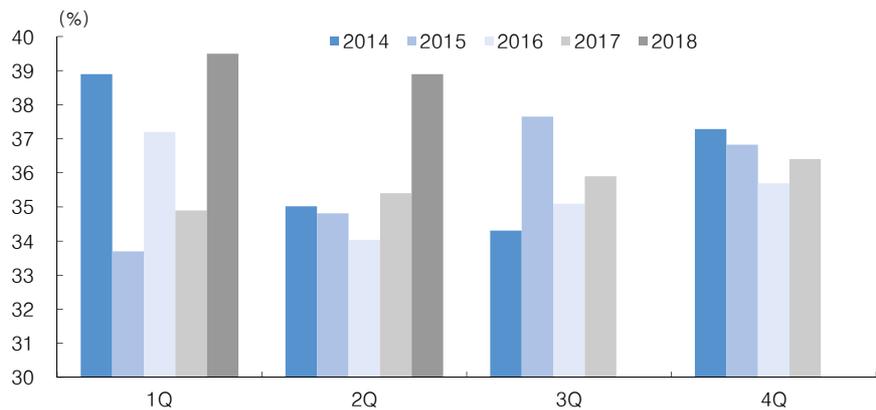
주: 별도 기준
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 5] 식품 영업이익의 증가율



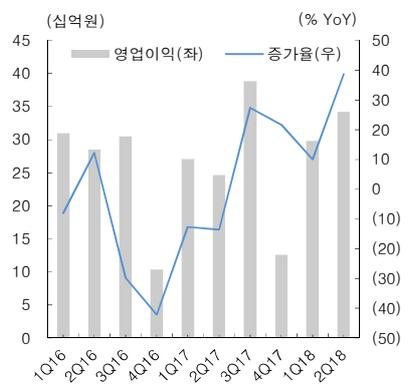
주: 별도 기준
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 6] 분기별 장류 점유율



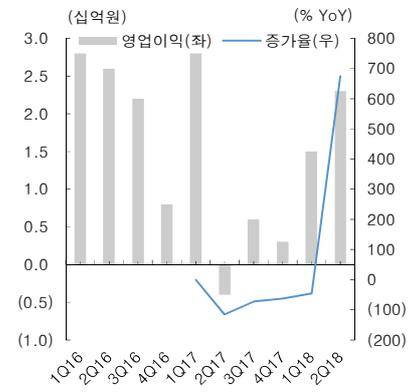
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 7] 대상 별도법인 영업이익



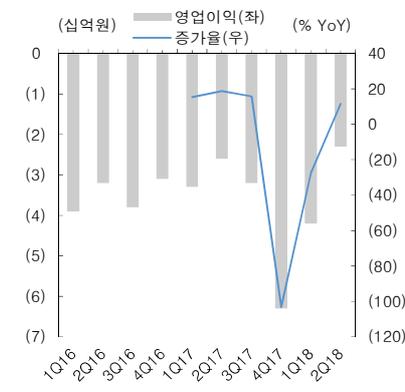
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 8] PT MIWON INDONESIA 영업이익



자료: 대상, 한국투자증권

[그림 9] 대상베스트코 영업이익



자료: 대상, 한국투자증권

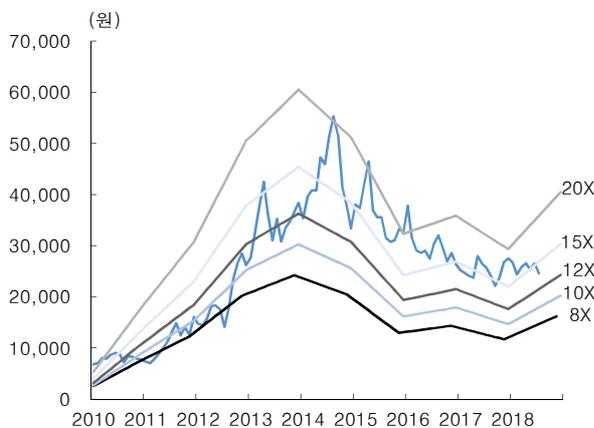
<표 4> 연결 법인별 분기 실적

(단위:십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
매출액	639.9	646.8	697.3	650.9	684.3	710.6	750.8	709.3	714.2	724.1	819.3	711.2	740.0	724.3
별도(에프엔에프 포함)	457.9	459.9	517.6	459.1	509.4	527.1	585.4	539.8	531.0	532.0	609.1	518.0	562.6	541.8
식품	284.8	272.1	322.1	256.1	284.7	272.5	316.8	311.6	365.4	360.4	437.5	336.7	379.8	346.4
소재	116.9	121.5	116.7	132.3	153.4	174.4	169.7	169.6	165.6	171.6	171.7	181.3	182.8	195.4
기타	5.2	6.8	6.7	7.0	8.0	9.8	9.9	-	-	-	-	-	-	-
PT MIWON INDONESIA	34.2	33.2	33.0	31.4	32.7	32.2	30.2	30.4	35.9	36.9	43.9	43.0	46.8	47.5
MIWON VIETNAM	22.6	20.1	23.0	21.1	22.2	20.8	16.9	19.1	19.9	19.8	19.6	20.5	21.0	22.2
대상에프엔에프(주)	51.0	59.5	72.1	63.7	63.3	70.2	89.0	58.6	-	-	-	-	-	-
대상베스트코(주)	110.5	114.5	113.4	171.9	114.0	128.6	121.2	124.1	131.5	145.4	156.4	138.3	120.7	129.84
순이익	18.3	9.5	21.6	(2.1)	21.0	19.1	28.5	(8.4)	23.5	12.1	24.4	(8.3)	19.0	40.6
별도	23.9	13.8	25.7	(6.2)	21.5	19.6	30.1	0.7	23.3	15.2	23.4	(7.2)	19.6	41.4
PT MIWON INDONESIA	(0.1)	0.9	2.5	0.5	1.7	1.6	1.4	(0.5)	2.0	(0.6)	(0.4)	4.7	(0.1)	(1.0)
MIWON VIETNAM	0.5	(1.4)	(1.7)	(0.9)	0.2	(0.0)	(0.8)	(2.1)	0.3	0.1	(0.4)	(2.4)	0.7	(0.3)
대상에프엔에프	(0.2)	2.4	3.5	1.6	0.2	2.2	4.4	0.1	-	-	-	-	-	-
대상베스트코	(6.1)	(8.2)	(9.5)	(14.7)	(5.3)	(3.7)	(4.5)	(2.6)	(3.3)	(3.3)	(3.8)	(15.2)	(5.0)	(3.3)
기타	0.2	1.9	1.0	17.5	2.7	(0.5)	(2.2)	(4.2)	1.2	0.7	5.5	11.7	3.8	3.8
(% YoY)														
매출액	3.7	1.0	0.7	1.9	6.9	9.9	7.7	9.0	4.4	1.9	9.1	0.3	3.6	0.0
별도(에프엔에프 포함)	5.1	2.8	2.6	4.3	11.2	14.6	13.1	17.6	4.2	0.9	4.1	(4.0)	6.0	1.8
식품	3.9	1.2	3.6	0.9	(0.1)	0.2	(1.7)	21.6	28.4	32.2	38.1	8.1	3.9	(3.9)
소재	3.2	(0.2)	(3.9)	6.5	31.3	43.5	45.4	28.2	7.9	(1.6)	1.2	6.9	10.4	13.9
기타	127.2	144.6	94.9	68.7	54.2	43.5	48.2	-	-	-	-	-	-	-
PT MIWON INDONESIA	(10.6)	(10.4)	(2.3)	(6.4)	(4.4)	(3.1)	(8.4)	(3.3)	9.9	14.8	45.3	41.4	30.5	28.7
MIWON VIETNAM	10.9	(0.1)	9.8	(7.3)	(1.8)	3.4	(26.5)	(9.9)	(10.7)	(4.5)	15.7	7.6	5.9	12.0
대상에프엔에프	11.1	10.1	5.0	9.5	24.0	18.1	23.5	(7.9)	-	-	-	-	-	-
대상베스트코	5.9	(22.2)	(16.1)	599.7	3.2	12.3	6.9	(75.7)	15.3	13.0	29.0	11.4	(8.2)	(10.7)
순이익	(40.9)	(61.7)	36.0	(111.4)	14.7	102.0	31.8	(297.7)	12.2	(36.5)	(14.2)	2.0	(19.1)	234.2
별도	(18.2)	(32.1)	134.2	(147.7)	(9.8)	42.5	17.2	112.0	3.6	(14.6)	(12.8)	(249.8)	(15.8)	172.0
PT MIWON INDONESIA	(101.3)	(67.7)	2.5	18,133.3	2,089.5	68.9	(42.6)	(184.5)	18.7	(141.6)	(128.0)	1,136.5	(104.0)	(57.7)
MIWON VIETNAM	1,181.3	(972.4)	(361.4)	(78.8)	(64.9)	97.5	54.8	(138.0)	46.7	297.1	46.5	(11.8)	155.1	(609.0)
대상에프엔에프	(149.6)	72.4	(26.3)	(51.2)	193.0	(11.0)	24.3	(91.5)	-	-	-	-	-	-
대상베스트코	(38.3)	(82.2)	(84.1)	(221.7)	12.7	55.1	52.6	82.5	38.5	11.2	16.2	(488.0)	(54.4)	(2.1)
기타	128.3	(60.2)	(53.0)	143.8	1,038.7	(126.4)	(311.0)	(123.9)	(31.1)	(41.6)	439.7	242.1	224.4	411.6

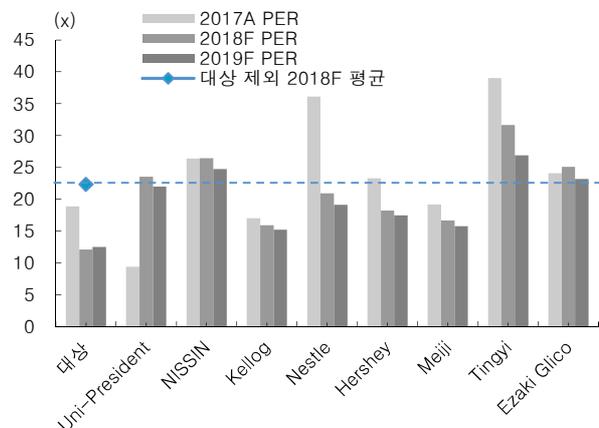
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 10] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 11] Global peer와의 비교



주: 8월 14일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,086	999	986	961	974
현금성자산	184	148	156	151	144
매출채권및기타채권	288	281	279	279	288
재고자산	294	318	319	314	318
비유동자산	1,222	1,254	1,274	1,312	1,301
투자자산	108	105	109	114	105
유형자산	854	894	903	924	940
무형자산	139	137	142	148	155
자산총계	2,308	2,252	2,260	2,273	2,275
유동부채	715	688	659	641	610
매입채무및기타채무	313	340	355	375	402
단기차입금및단기사채	309	204	177	157	127
유동성장기부채	63	111	91	71	46
비유동부채	726	680	644	611	568
사채	399	399	369	339	309
장기차입금및금융부채	186	136	126	116	96
부채총계	1,441	1,368	1,304	1,252	1,178
지배주주지분	848	871	943	1,008	1,083
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	292	295	295	295	295
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	556	597	669	733	809
비지배주주지분	19	13	14	14	14
자본총계	867	884	957	1,021	1,097

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	55	166	202	211	215
당기순이익	60	52	94	92	108
유형자산감가상각비	71	74	80	81	82
무형자산상각비	5	5	6	6	6
자산부채변동	(99)	(6)	21	29	15
기타	18	41	1	3	4
투자활동현금흐름	(220)	(68)	(85)	(109)	(85)
유형자산투자	(117)	(139)	(89)	(103)	(99)
유형자산매각	3	0	0	0	0
투자자산순증	(81)	75	(0)	(2)	12
무형자산순증	(3)	(3)	(10)	(12)	(13)
기타	(22)	(1)	14	8	15
재무활동현금흐름	97	(109)	(109)	(107)	(137)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	111	(94)	(87)	(80)	(105)
배당금지급	(14)	(14)	(18)	(22)	(27)
기타	(1)	(1)	(4)	(5)	(5)
기타현금흐름	(1)	(25)	0	0	0
현금의증가	(69)	(36)	8	(6)	(7)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

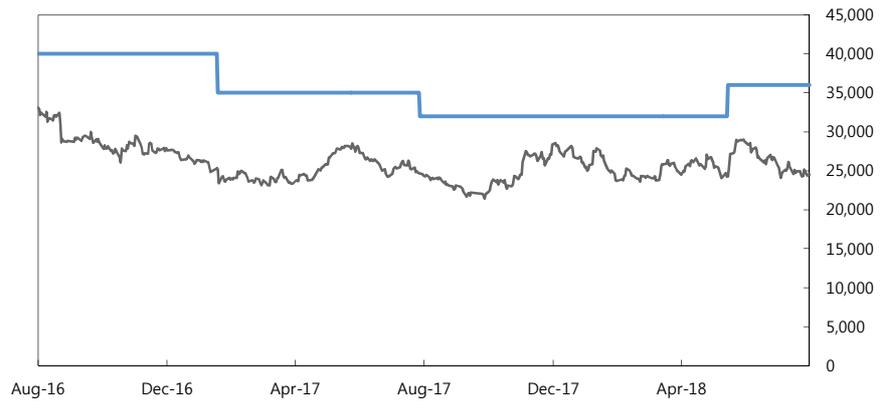
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,855	2,969	3,063	3,204	3,348
매출원가	2,079	2,174	2,248	2,345	2,440
매출총이익	776	794	815	860	909
판매관리비	665	698	698	718	747
영업이익	111	97	117	142	162
금융수익	17	24	8	6	6
이자수익	9	7	6	6	6
금융비용	42	36	26	23	20
이자비용	29	29	26	23	20
기타영업외손익	(8)	(4)	27	(2)	(2)
관계기업관련손익	3	3	3	3	3
세전계속사업이익	82	84	129	125	148
법인세비용	22	32	35	34	40
연결당기순이익	60	52	94	92	108
지배주주지분순이익	65	53	94	91	108
기타포괄이익	5	(20)	0	0	0
총포괄이익	65	32	94	92	108
지배주주지분포괄이익	69	34	94	91	108
EBITDA	188	177	202	229	250

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,794	1,467	2,605	2,540	3,004
BPS	23,549	24,181	26,187	27,977	30,080
DPS	400	500	600	750	900
성장성(% YoY)					
매출증가율	8.3	4.0	3.2	4.6	4.5
영업이익증가율	1.1	(12.9)	20.9	21.3	14.1
순이익증가율	10.9	(18.4)	78.0	(2.5)	18.0
EPS증가율	10.9	(18.2)	77.6	(2.5)	18.3
EBITDA증가율	5.6	(5.8)	14.6	13.1	9.3
수익성(%)					
영업이익률	3.9	3.3	3.8	4.4	4.8
순이익률	2.3	1.8	3.1	2.9	3.2
EBITDA Margin	6.6	5.9	6.6	7.1	7.5
ROA	2.7	2.3	4.2	4.0	4.8
ROE	7.9	6.1	10.3	9.4	10.3
배당수익률	1.5	1.8	2.4	3.1	3.7
배당성향	22.3	34.2	23.0	29.5	29.8
안정성					
순차입금(십억원)	504	506	427	364	261
차입금/자본총계비율(%)	110.4	96.2	79.9	67.0	52.8
Valuation(X)					
PER	14.7	18.8	9.4	9.6	8.2
PBR	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.7	8.4	6.5	5.4	4.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대상(001680)	2016.08.10	매수	40,000원	-29.0	-16.1
	2017.02.02	매수	35,000원	-28.1	-18.6
	2017.08.12	매수	32,000원	-21.9	-10.8
	2018.05.30	매수	36,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 15일 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
- 중 립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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
- 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.