



2018/08/16

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

대상(001680)

영업실적 개선구간, 밸류에이션 매력도 유효

Buy (Maintain)

■ 시장기대치를 상회하는 영업실적 시현

대상의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 7,243억원 (+0.0% YoY), 354억원 (+47.9% YoY)으로, IFRS 회계기준 변경에 따른 매출차감 (222억원) 및 건강사업부 매각 (4/1, 2Q17 매출액 120억원 수준)을 감안시 견조한 외형 성장을 기록했다. 여기에 소재 중심의 이익성장 및 해외자회사 실적개선이 더해지면서 시장기대치 (275억원)을 상회하는 영업실적을 시현했다.

개별 식품부문은 서구, 편의식품 등 신제품 중심의 외형성장을 지속했다. 김치 등 판촉비용 반영에도 매출증가 및 투입비용 효율화로 최저임금관련 인건비 확대에도 불구하고, 이익률 개선을 시현했다 (2Q17 2.4% → 2Q18 3.4%).

소재부문은 전분당, 라이신, 바이오 등 전 부문에서의 실적호조가 두드러졌다. 라이신은 안정적인 판가흐름을 보이고 있는 유럽향 물량증가에 원재료인 원당의 spread 개선효과가 더해졌고, 바이오는 고부가제품 영업실적 기여도가 확대되었다. 최근 옥수수, 원당 등 원가의 안정흐름을 감안한다면 하반기에도 최근의 호실적 흐름이 지속될 가능성에 무게를 둔다.

인도네시아의 경우 MSG 경쟁심화가 판매처 다변화로 완화되었을 뿐 아니라 전분당부문의 수율안정화 및 물량증가에 따른 고정비부담 하락에 따라 이익이 개선되었다. 시장안착 속도를 감안한다면 하반기 마진개선을 통해 전사이익에 추가적인 (+)효과를 가져올 가능성이 높다. 베스트코 또한 손익위주 경영을 통해 최저임금 부담에도 불구하고, 영업손실 폭은 전년동기대비 축소되었다.

■ 완만한 개선구간, 밸류에이션 매력도 유효

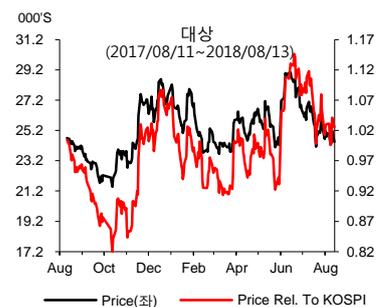
식품부문의 Cash cow 방어 및 신제품 시장지배력 확대를 위한 비용지출에도 불구하고, 연간규모에서의 비용컨트롤 및 사업부문별 개선세가 지속되고 있음을 감안할 때 2018년은 매분기 꾸준한 이익성장을 시현할 가능성이 높다. 추가적으로 최근 원자재가격 안정에 따른 소재 투입가격 부담 축소기조를 고려시 이익 확대기조가 유지될 것으로 판단한다. 영업실적 턴어라운드 효과와 낮은 주가수준 및 동종업체대비 상대적으로 낮은 밸류에이션 매력도가 감안된 주가의 이상향 흐름 가능성에 대해 긍정적으로 판단할 필요가 있다.

| | |
|----------------|---------|
| 목표주가(12M) | 32,000원 |
| 종가(2018/08/14) | 24,500원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|----------------|
| 자본금 | 36십억원 |
| 발행주식수 | 3,602만주 |
| 시가총액 | 863십억원 |
| 외국인지분율 | 12.8% |
| 배당금(2017) | 500원 |
| EPS(2018E) | 2,920원 |
| BPS(2018E) | 26,956원 |
| ROE(2018E) | 11.2% |
| 52주 주가 | 21,450~29,000원 |
| 60일평균거래량 | 174,937주 |
| 60일평균거래대금 | 4.6십억원 |

Price Trend



<표1> 대상 2Q18 연결기준 영업실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

| | 2Q18 | 2Q17 | YoY % | 하이추정치 | diff (% , %p) | Consensus | diff (% , %p) |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------------|-----------|---------------|
| 매출액 | 724.3 | 724.1 | 0.0 | 745.1 | (2.8) | 748.8 | (3.3) |
| 영업이익 | 35.4 | 23.9 | 47.9 | 29.0 | 22.0 | 27.5 | 28.6 |
| 영업이익률 % | 4.9 | 3.3 | 1.6 | 3.9 | 1.0 | 3.7 | 1.2 |
| 세전이익 | 54.6 | 17.8 | 206.6 | 22.7 | 140.1 | 24.0 | 127.6 |
| 세전이익률 % | 7.5 | 2.5 | 5.1 | 3.1 | 4.5 | 3.2 | 4.3 |

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2018년 08월 14일 기준, 세전이익 내 사업양도차익 286억원 반영

<표2> 대상 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18E | 4Q18E | 2017 | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액 | 714.2 | 724.1 | 819.3 | 711.2 | 740.0 | 724.3 | 824.1 | 724.7 | 2,968.8 | 3,013.0 | 3,101.2 |
| 개별 매출액 | | | | | | | | | | | |
| 식품 | 365.4 | 360.4 | 437.5 | 336.7 | 379.1 | 347.1 | 438.6 | 349.5 | 1,500.0 | 1,514.2 | 1,546.6 |
| 소재 | 165.6 | 171.6 | 171.7 | 181.3 | 183.5 | 194.7 | 179.3 | 184.0 | 690.1 | 741.5 | 753.4 |
| 대상베스트코 | 131.5 | 145.4 | 156.4 | 138.3 | 120.7 | 129.8 | 143.9 | 127.3 | 571.5 | 521.7 | 537.4 |
| PT INDONESIA | 35.9 | 36.9 | 43.9 | 43.0 | 46.8 | 47.5 | 52.7 | 51.6 | 159.7 | 198.6 | 214.7 |
| YoY % | | | | | | | | | | | |
| 개별 매출액 | 19.0 | 16.5 | 22.7 | 14.2 | 6.0 | 1.8 | 1.4 | 3.0 | 18.2 | 3.0 | 2.0 |
| 식품 | 2.7 | 2.2 | 5.2 | (1.7) | 3.7 | (3.7) | 0.2 | 3.8 | 26.5 | 0.9 | 2.1 |
| 소재 | 7.9 | (1.6) | 1.2 | 6.9 | 10.8 | 13.5 | 4.4 | 1.5 | 3.4 | 7.4 | 1.6 |
| 대상베스트코 | 15.3 | 13.0 | 29.0 | 11.4 | (8.2) | (10.7) | (8.0) | (8.0) | 17.1 | (8.7) | 3.0 |
| PT INDONESIA | 9.9 | 14.8 | 45.3 | 41.4 | 30.5 | 28.7 | 20.0 | 20.0 | 27.3 | 24.4 | 8.1 |
| 연결 영업이익 | 28.9 | 23.9 | 38.7 | 5.2 | 30.2 | 35.4 | 47.4 | 22.4 | 96.7 | 135.4 | 146.2 |
| 개별 영업이익 | | | | | | | | | | | |
| 식품 | 15.0 | 8.7 | 25.8 | (6.9) | 12.8 | 11.9 | 26.3 | 3.5 | 42.6 | 54.6 | 55.7 |
| 소재 | 12.1 | 15.9 | 13.0 | 19.5 | 17.0 | 22.3 | 18.8 | 19.4 | 60.5 | 77.5 | 78.4 |
| 대상베스트코 | (3.3) | (2.6) | (3.2) | (6.3) | (4.2) | (2.3) | (2.9) | (2.3) | (15.4) | (11.7) | (5.6) |
| PT INDONESIA | 2.8 | (0.4) | 0.6 | 0.3 | 1.5 | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 3.3 | 8.8 | 10.7 |
| YoY % | | | | | | | | | | | |
| 개별 영업이익 | (12.6) | (13.6) | 27.4 | 21.7 | 10.1 | 38.7 | 16.1 | 82.2 | 2.8 | 28.0 | 1.6 |
| 식품 | 4.6 | (30.2) | (5.1) | 흑전 | (14.5) | 36.8 | 1.9 | (150.8) | (4.3) | 27.9 | 2.1 |
| 소재 | (28.7) | (15.0) | 76.1 | 79.9 | 40.6 | 39.7 | 44.1 | (0.2) | 12.3 | 28.0 | 1.3 |
| OPM % | | | | | | | | | | | |
| 개별 영업이익 | 5.1 | 4.6 | 6.4 | 2.4 | 5.3 | 6.3 | 7.3 | 4.3 | 4.7 | 5.9 | 5.8 |
| 식품 | 4.1 | 2.4 | 5.9 | (2.0) | 3.4 | 3.4 | 6.0 | 1.0 | 2.8 | 3.6 | 3.6 |
| 소재 | 7.3 | 9.3 | 7.6 | 10.7 | 9.3 | 10.9 | 9.6 | 10.6 | 8.8 | 10.1 | 10.4 |

자료: 대상, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | (단위:십억원) | | | |
|------------|----------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 유동자산 | 999 | 1,076 | 1,119 | 1,180 |
| 현금 및 현금성자산 | 148 | 286 | 347 | 417 |
| 단기금융자산 | 197 | 144 | 105 | 77 |
| 매출채권 | 281 | 286 | 295 | 303 |
| 재고자산 | 318 | 301 | 310 | 319 |
| 비유동자산 | 1,254 | 1,200 | 1,218 | 1,227 |
| 유형자산 | 894 | 836 | 849 | 853 |
| 무형자산 | 137 | 137 | 137 | 137 |
| 자산총계 | 2,252 | 2,276 | 2,337 | 2,407 |
| 유동부채 | 688 | 834 | 842 | 852 |
| 매입채무 | 181 | 158 | 138 | 114 |
| 단기차입금 | 204 | 270 | 270 | 270 |
| 유동성장기부채 | 111 | 140 | 140 | 140 |
| 비유동부채 | 680 | 494 | 494 | 494 |
| 사채 | 399 | 250 | 250 | 250 |
| 장기차입금 | 136 | 100 | 100 | 100 |
| 부채총계 | 1,368 | 1,328 | 1,336 | 1,346 |
| 지배주주지분 | 871 | 934 | 987 | 1,048 |
| 자본금 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 자본잉여금 | 295 | 295 | 295 | 295 |
| 이익잉여금 | 597 | 680 | 753 | 834 |
| 기타자본항목 | -34 | -34 | -34 | -34 |
| 비지배주주지분 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 자본총계 | 884 | 947 | 1,000 | 1,062 |

| 포괄손익계산서 | (단위:십억원%) | | | |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 매출액 | 2,969 | 3,013 | 3,101 | 3,186 |
| 증가율(%) | 4.0 | 1.5 | 2.9 | 2.7 |
| 매출원가 | 2,174 | 2,200 | 2,253 | 2,313 |
| 매출총이익 | 794 | 813 | 848 | 872 |
| 판매비와관리비 | 698 | 677 | 702 | 716 |
| 연구개발비 | 24 | 24 | 25 | 25 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 97 | 135 | 146 | 157 |
| 증가율(%) | -12.9 | 40.0 | 8.0 | 7.2 |
| 영업이익률(%) | 3.3 | 4.5 | 4.7 | 4.9 |
| 이자수익 | - | - | - | - |
| 이자비용 | - | - | - | - |
| 지분법이익(손실) | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 기타영업외손익 | -4 | 17 | -8 | -8 |
| 세전계속사업이익 | 84 | 135 | 122 | 132 |
| 법인세비용 | 32 | 34 | 30 | 33 |
| 세전계속이익률(%) | 2.8 | 4.5 | 3.9 | 4.2 |
| 당기순이익 | 52 | 101 | 91 | 99 |
| 순이익률(%) | 1.7 | 3.4 | 2.9 | 3.1 |
| 지배주주귀속 순이익 | 53 | 101 | 91 | 99 |
| 기타포괄이익 | -20 | -20 | -20 | -20 |
| 총포괄이익 | 32 | 81 | 71 | 79 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 32 | 81 | 71 | 79 |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 영업활동 현금흐름 | 166 | 233 | 172 | 184 |
| 당기순이익 | 52 | 101 | 91 | 99 |
| 유형자산감가상각비 | - | 79 | 75 | 76 |
| 무형자산상각비 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 지분법관련손실(이익) | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 투자활동 현금흐름 | -68 | -32 | -46 | -57 |
| 유형자산의 처분(취득) | -139 | -80 | -80 | -80 |
| 무형자산의 처분(취득) | -4 | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | 72 | 53 | 39 | 28 |
| 재무활동 현금흐름 | -109 | -60 | -19 | -19 |
| 단기금융부채의증감 | - | 50 | - | - |
| 장기금융부채의증감 | 100 | -149 | - | - |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | -14 | -18 | -18 | -18 |
| 현금및현금성자산의증감 | -36 | 138 | 61 | 70 |
| 기초현금및현금성자산 | 184 | 148 | 286 | 347 |
| 기말현금및현금성자산 | 148 | 286 | 347 | 417 |

| 주요투자지표 | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 1,525 | 2,920 | 2,637 | 2,866 |
| BPS | 25,138 | 26,956 | 28,491 | 30,254 |
| CFPS | 1,683 | 5,352 | 4,971 | 5,219 |
| DPS | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 18.1 | 8.4 | 9.3 | 8.5 |
| PBR | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| PCR | 16.4 | 4.6 | 4.9 | 4.7 |
| EV/EBITDA | 14.5 | 5.4 | 5.2 | 4.7 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 6.1 | 11.2 | 9.5 | 9.8 |
| EBITDA 이익률 | 3.4 | 7.3 | 7.3 | 7.5 |
| 부채비율 | 154.7 | 140.2 | 133.6 | 126.8 |
| 순부채비율 | 57.2 | 34.8 | 30.7 | 25.1 |
| 매출채권회전율(x) | 10.4 | 10.6 | 10.7 | 10.7 |
| 재고자산회전율(x) | 9.7 | 9.7 | 10.1 | 10.1 |

자료 : 대상, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(대상)



| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 목표주가 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------------|--------|------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2017-04-11 | Buy | 30,000 | 6개월 | -12.8% | -5.0% |
| 2017-07-03 | Buy | 31,500 | 1년 | -22.8% | -16.5% |
| 2017-09-27 | Buy | 30,000 | 1년 | -20.2% | -8.2% |
| 2017-11-28 | Buy | 32,000 | 1년 | | |

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 :이경신\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 93.9 % | 6.1 % | - |