

대상(001680)

하회 **부합** 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

실적 향상 추세 이상 없다

영업일수 축소, 건강사업 양도에도 불구하고 영업이익 증가
 장류 점유율 상승, 인도네시아 이익 급증 등 펀더멘털 개선 지속
 추세적 실적 향상 불구 역사적, 상대적 저평가 심화돼 투자 매력 점증

Facts : 예상 수준으로 선방한 실적

매출액은 전년동기대비 4.2% 감소했지만 영업이익은 6.8% 증가해 우리 예상과 컨센서스에 대체로 부합했다. 추석 일자 차이로 인한 영업일수 감소가 식품업계 전반에 부정적으로 작용한 가운데, 회계 기준 변경 및 건강식품 사업 양도도 매출액 감소 요인으로 작용했다. 회계 기준 변화 및 건강식품 사업 양도 영향을 배제할 경우 실제 매출액은 전년동기와 거의 동일한 것으로 분석된다. 베스트코의 적자부문 디마케팅 영향이 컸지만 소재부문의 성장에 이를 상쇄한 모습이다. 매출액 성장이 없었음에도 불구하고 국내 식품과 인도네시아법인의 수익성 개선이 지속돼 전체 영업이익률을 끌어올렸다. 한편 영업외수지는 유형자산처분손실과 같은 일회성 요인으로 다소 악화됐다.

Pros & cons : 수익성 개선 지속돼

인도네시아법인은 미원부문의 경쟁 심화에도 불구하고 지난해부터 시작된 전분/전분당 사업으로 영업 실적이 계속 향상되고 있다. 3분기 동 법인의 영업이익은 38억원을 기록해 전년동기 6억원, 전분기 23억원에 비해 개선되었다. 국내 식품도 추석 시점의 부정적 영향에도 불구하고 점유율 향상이 이어지며 주력인 조미료와 장류부문에서 이익이 증가한 것으로 추산된다. 한편 소재부문의 영업이익률은 전년동기대비 저하됐는데, 이는 전분당부문의 옥수수 투입가 상승에 따른 제품가격과의 스프레드 축소 때문으로 보인다. 라이신이나 아스타잔틴 등 바이오부문의 실적은 계속 개선 추세인 것으로 파악된다. 베스트코의 경우 적자 판매를 줄이는 구조조정, 회계 기준 변경 영향, 인건비 증가로 매출액이 감소하고 순손실이 다소 늘었다. 하지만 앞으로는 구조조정의 초기 부작용이 완화돼 영업 적자폭이 줄어들고, 특히 지난해 4분기는 일회성 손실이 많아 기저효과도 발생할 것으로 기대된다.

Action : 이익 증가 여력 커 저평가 불합리

4분기 영업이익이 전년동기 52억원에서 100억원으로 증가할 것이라는 기존 전망과 경쟁사와의 PER 비교로 산출한 목표주가 36,000원을 유지한다. 최근 런천미트의 회수 및 보상 결정으로 4분기 일회성 비용 증가에 대한 우려가 대두됐지만,

매수(유지)

목표주가: 36,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/14)	2,068
주가(11/14)	23,550
시가총액(십억원)	833
발행주식수(백만)	35
52주 최고/최저(원)	29,000/22,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,197
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.2/15.6
주요주주(%)	대상홀딩스 외 4인 44.8
	국민연금 12.8

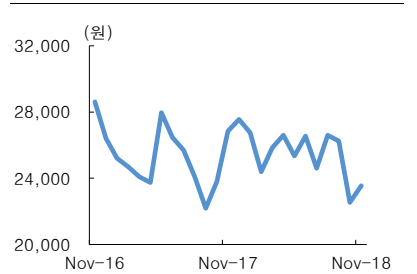
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.8	9.0	9.3
PBR(x)	1.1	0.9	0.8
ROE(%)	6.1	10.3	9.4
DY(%)	1.8	2.5	3.2
EV/EBITDA(x)	8.4	6.4	5.4
EPS(원)	1,467	2,605	2,540
BPS(원)	24,181	26,187	27,977

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.7)	(12.0)	(2.7)
KOSPI 대비(%p)	1.7	4.5	15.5

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

현재까지의 추세로 볼 때 폐기 및 환불비용이 크지 않을 전망이다. 또한 전년동기에 100억원 이상의 일회성 비용이 있었다는 점을 상기하면 우리의 이익 전망치는 충분히 달성될 것으로 판단된다. 2018년 예상 수정 PER은 11.6배로 음식료업종 내에서도 가장 낮은 수준이다. 올해부터 국내외 소재식품 사업에 이어 국내 식품사업에서까지 실적 개선이 이어지고 있어 주식 시장 내 신뢰가 강화될 전망이다. 2019년에도 소재 내 바이오부문의 실적 개선, 인도네시아 전분당사업의 성장, 국내 식품의 마진을 상승이 이어질 것으로 보여 수정 PER은 9.3배까지 하락할 것으로 보인다. 역사적, 상대적 저평가가 펀더멘털 개선이 무색하게 심화된 상태로 주식 매수를 추천한다.

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	819.3	711.2	740.0	724.3	785.3	8.4	(4.2)	816.9
영업이익	38.7	5.2	30.2	35.4	41.4	17.1	6.8	43.2
영업이익률(%)	4.7	0.7	4.1	4.9	5.3			5.3
세전이익	32.5	2.9	26.5	54.6	29.7	(45.6)	(8.7)	37.2
순이익	24.5	(8.6)	19.0	40.7	20.9	(48.6)	(14.7)	27.9

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	11.6	9.3
한국 식품(A)	PER	14.5	18.3	15.4	13.6
세계 식품(B)	PER	23.1	24.5	23.0	20.7
평균(A, B)	PER	18.8	21.4	19.2	17.1
할인율		22%	12%	15%	15%
목표 PER				16.3	14.6
목표주가				33,085	37,022

주: 수정 EPS는 자산처분, 사업양도 등 일회성 손익 제거

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 Peer와의 PER 비교

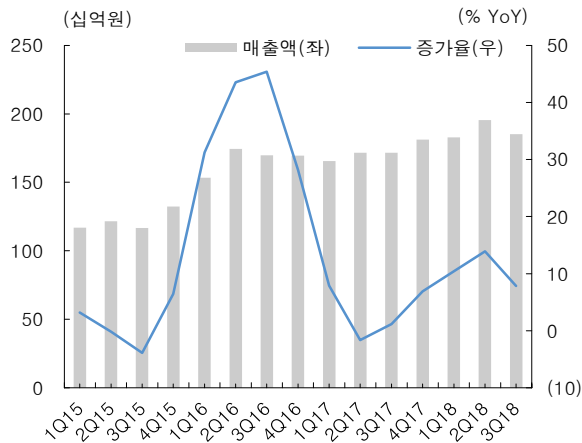
(단위: 원, 배)

		2016	2017	2018F	2019F
대상	수정 EPS	1,811	1,462	2,025	2,541
	수정 PER(A)	14.6	18.8	11.6	9.3
한국 음식료	PER(B)	14.5	18.3	15.4	13.6
세계 종합식품사	PER(C)	23.1	24.5	23.0	20.7
PER premium	(A/B) -1	0.5%	3.3%	(24.5%)	(31.6%)
	(A/C) -1	(36.8%)	(23.1%)	(49.5%)	(55.3%)

주: 1. 수정 EPS는 자산처분, 사업양도 등 일회성 손익 제거, 2. 11월 14일 종가 기준

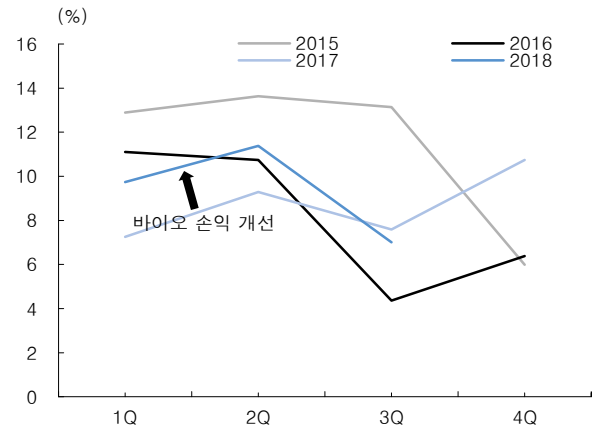
자료: 한국투자증권

[그림 1] 소재 분기별 매출액(별도)



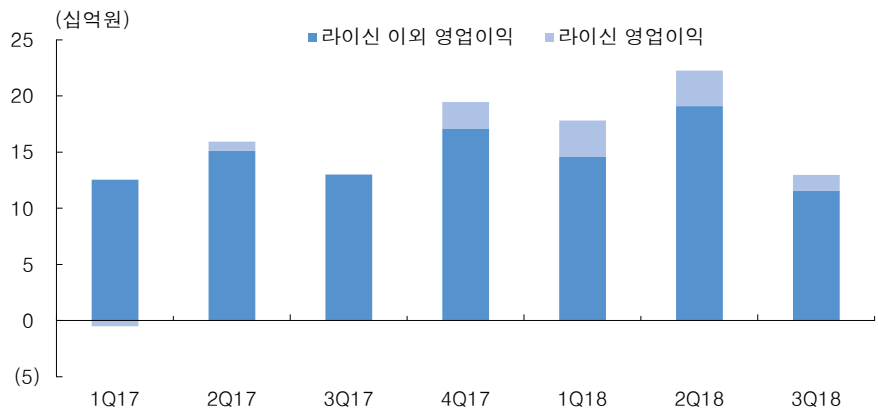
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 2] 소재 분기별 영업이익률(별도)



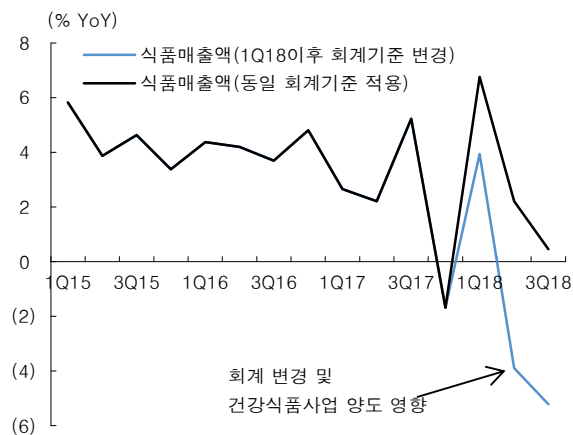
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 3] 소재 영업이익 내 라이신 기여도



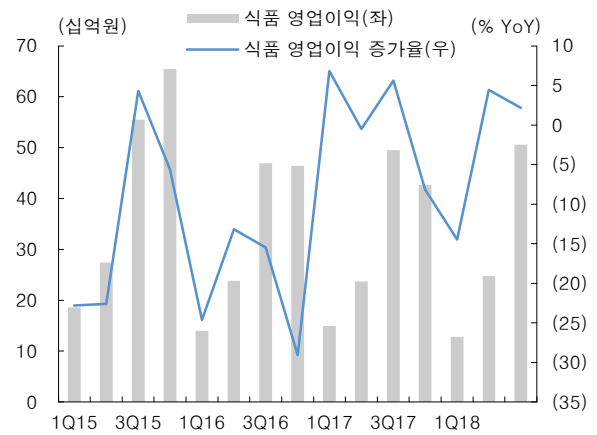
주: 별도 기준
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 4] 식품 매출액 증가율



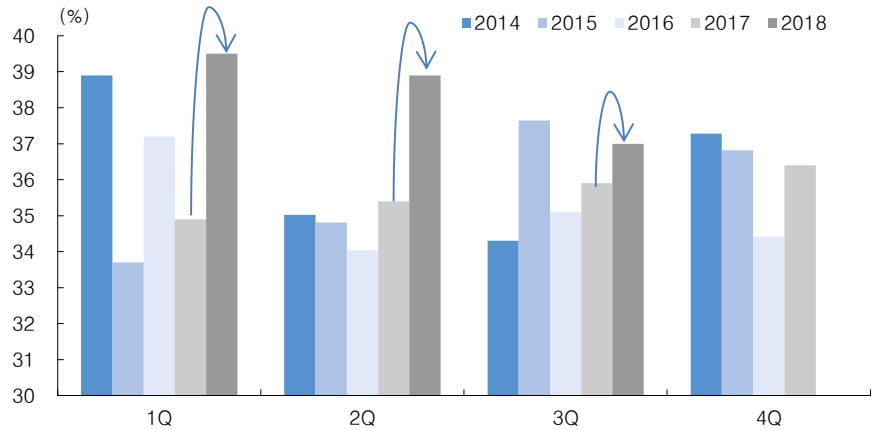
주: 별도 기준
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 5] 식품 영업이익 증가율



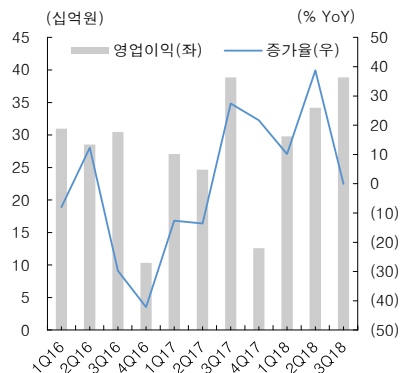
주: 별도 기준
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 6] 분기별 장류 점유율



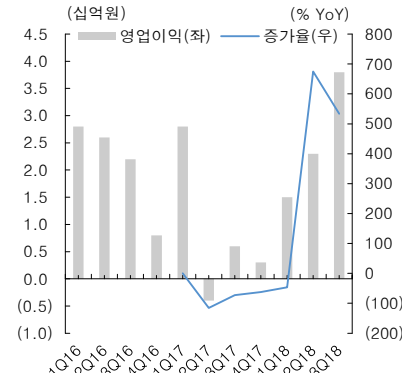
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 7] 대상 별도법인 영업이익



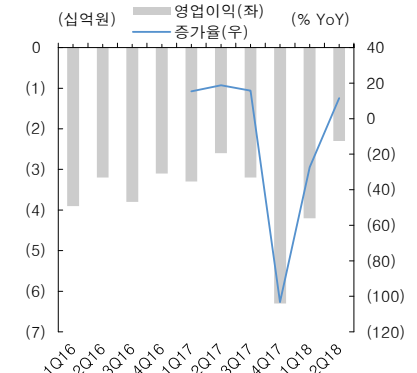
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 8] PT MIWON INDONESIA 영업이익



자료: 대상, 한국투자증권

[그림 9] 대상베스트코 영업이익



자료: 대상, 한국투자증권

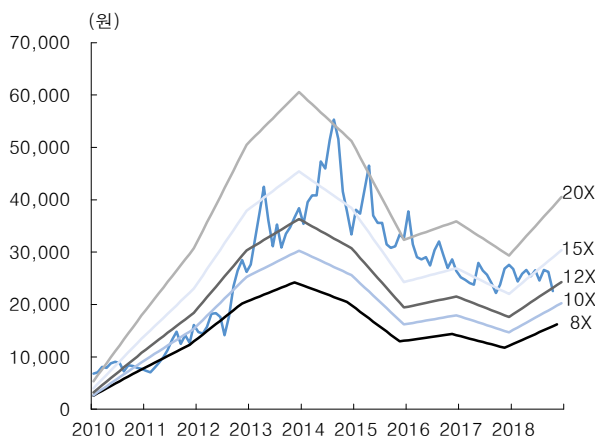
<표 4> 연결 법인별 분기 실적

(단위:십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
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	785.3
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	599.8
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	414.7
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	185.1
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	49.6
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	24.7
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	129.8	124.6
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	20.9
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	21.0
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)	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)	(0.6)
대상에프엔에프	(0.2)	2.4	3.5	1.6	0.2	2.2	4.4	0.1	-	-	-	-	-	-	0.0
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)	(5.1)
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	4.6
(% 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	(4.2)
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	(1.5)
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)	(5.2)
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	7.8
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	12.9
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	26.1
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)	(20.3)
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	(14.3)
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	(10.2)
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)	351.9
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)	(61.8)
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)	(36.0)
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	(16.5)

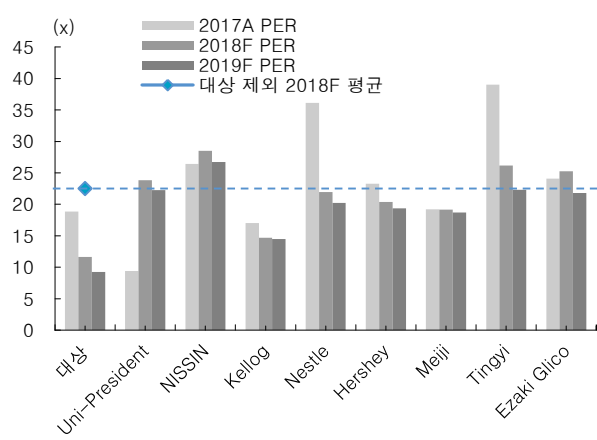
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 10] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 11] Global peer와의 비교



주: 11월 14일 증가 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)

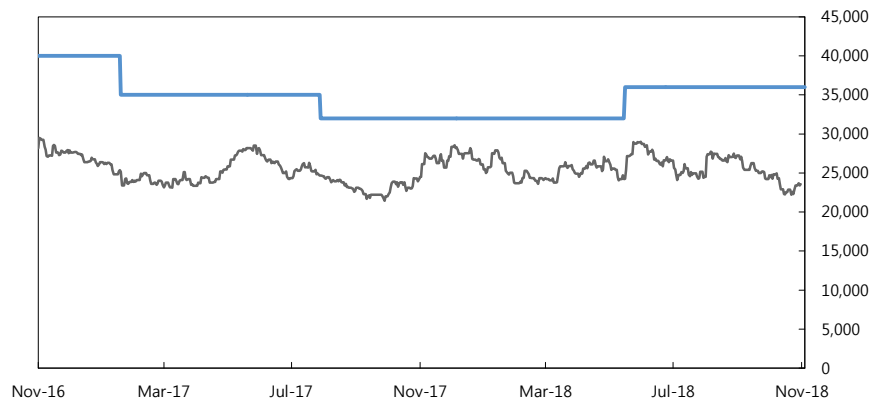
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,855	2,969	3,063	3,204	3,348
매출원가	2,079	2,174	2,248	2,345	2,440
매출총이익	776	794	815	860	909
판매관리비	665	698	698	718	747
영업이익	111	97	117	142	162
금융수익	17	24	8	6	6
이자수익	9	7	6	6	6
금융비용	42	36	26	23	20
이자비용	29	29	26	23	20
기타영업외손익	(8)	(4)	27	(2)	(2)
관계기업관련손익	3	3	3	3	3
세전계속사업이익	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	2.5	3.2	3.8
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	9.0	9.3	7.8
PBR	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.8	8.4	6.4	5.4	4.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대상 (001680)	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	-21.9	-10.8
	2018.05.30	매수	36,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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 높게 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.