

대상

# BUY(유지)

001680 기업분석 | 음식료

목표주가(향후)	36,000원	현재주가(11/20)	23,200원	Up/Downside	+55.2%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018 11 21

# 연간 영업이익, 증가 싸이클 진입

D News

**3Q18실적 Review:** 개별 매출액은 1.5%YOY 감소한 5,998억원을 기록했지만, 회계변경과 건강식품 허징스 이관을 감안시 실제 매출은 7%성장한 것으로 추정한다. 식품 매출은 일시적 요인 제거시 전년 수준이며, HMR/가공식품 부문의 상시적 SKU정리에 따라 성장이 둔화됐다. 대상 개별기준 영업 이익은 전년과 비슷한 수준을 기록했고 예상보다 부진한 이유는 고주, 옥수수 등 원재료 가격 상승과 주석 반품 손실 반영(40억 추정) 때문이다. PT미원 인도네시아의 영업실적은 전분당을 중심으로 개선됐고 베스트코의 적자폭도 축소되면서 연결 영업이익은 6.8%YOY 증가한 414억원을 기록했다.

Comment

**4Q18 연결OP 대폭 개선 기대:** 주력인 미원, 전분당, 장류의 영업이익이 안정 성장하고 광고판촉비, 운반비 등 판관비율이 하락하면서 견고한 영업이익률을 유지하고 있다(3Q18 6.5%). 김치 부문 경쟁이 지속중이나, 원가 부담이 추가로 심화되지는 않을 것이다. 인도네시아 전분당 공장의 영업이익률이 이미 10%선을 넘어선 것으로 추정하며, 부실채권 상각이 있었던 베스트코의 적자폭이 크게 축소되고 추석관련 바풀순실이 감소하면서 4Q18 연결 영업이익이 급증할 전망이다.

D Action

**영업이익 증가 싸이클 진입:** 인도네시아 전분당 공장 가동, 라이신 사업인수 등 대규모 투자의 성과가 영업이익으로 실현중이며 베스트코 구조조정으로 자회사 적자폭이 축소되고 있다. 19년 연결기준 영업이익은 14.8%YoY 증가하고 향후 2~3년간 연결기준 영업이익 증가 싸이클이 지속될 것으로 전망한다. 3Q18 실적을 반영하여 18~19년 추정 실적과(EPS -3.8%) 목표주가를 소폭 하향했지만 매출과 이익 규모대비 비교대상 음식료 기업대비 저평가 매력이 있다. 투자의견 BUY를 지속하다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)			(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	22,200/29,000원		
매출액	2,855	2,969	2,929	3,036	3,146	KOSDAQ /KOSPI	691/2,083pt		
(증가율)	8.3	4.0	-1.3	3.6	3.6	시가총액	8,038억원		
영업이익	111	97	122	140	151	60일-평균거래량	128,704		
(증가율)	1.1	-12.9	25.7	14.9	8.1	외국인자본율	15.7%		
지배주주순이익	65	53	89	83	92	60일-외국인자본율변동추이	+2.3%p		
EPS	1,859	1,505	2,561	2,367	2,624	주요주주	대상홀딩스 외 4인 44.8%		
PER (H/L)	20.5/14.0	19.4/14.2	9.0	9.8	8.8	(천원)	대상(좌) KOSPI지수대비(우)		
PBR (H/L)	1.6/1.1	1.2/0.9	0.9	0.8	0.8	50	(pt)		
EV/EBITDA (H/L)	9.9/7.7	8.7/7.2	5.5	4.8	4.2	0	200		
영업이익률	3.9	3.3	4.2	4.6	4.8	0	0		
ROE	7.9	6.1	9.9	8.5	8.8	주가상승률	1M	3M	12M
						절대기준	-6.6	-16.4	-15.8
						상대기준	-3.3	-9.8	2.2

도표 1. 대상 3Q18 실적 Review

(단위: 억원 %)

	3Q18	3Q17	%YoY	코멘트 및 전망
매출액	5,998	6,091	-1.5	회계기준 변경/건강사업 매각 효과제외시 7%증가
식품	4,147	4,375	-5.2	회계변경 등 감안시 전년수준 매출. 순익관리 부진 SKU정리
소재	1,851	1,717	7.8	주류/철강등 전분매출 증가, 전분당 판가 소폭 하락 추정
매출총이익	1,655	1,820	-9.1	회계기준 변경, 옥수수 가격 상승, 배추/고추가격 상승
영업이익	388	389	-0.0	판관비(판촉비, 운반비, 광고비) 축소. 주력부문 긍정
(OP%)	6.5	6.4	0.1	추석 반품손실 반영 감안시 양호한 실적 기록
식품	259	260	-0.5	조미료, 장류 등 주력부문 수익성 개선
소재	130	129	0.9	옥수수값 상승, 전분당 판가 소폭 인하. 라이신 OP% 1% 추산

자료: DB금융투자, 공정공시

도표 2. 연간실적 추정치 수정

(단위: 억원 %)

	2018E			2019E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	29,292	30,017	-2.4	3,036	3,110	-2.4
영업이익	1,216	1,231	-1.2	1,396	1,412	-1.1
세전이익	1,226	1,257	-2.4	1,129	1,162	-2.8
지배순이익	894	930	-3.8	828	861	-3.8

자료: DB금융투자

도표 3. 대상 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E	2020E
개별기준	매출액	5,310	5,320	6,091	5,179	5,626	5,418	5,998	5,260	22,302	23,083
	식품	3,654	3,604	4,375	3,550	3,798	3,464	4,147	3,470	14,879	15,474
	소재	1,656	1,716	1,717	1,630	1,828	1,954	1,851	1,790	7,423	7,609
	매출총이익	1,523	1,595	1,820	1,507	1,536	1,501	1,655	1,398	6,090	6,344
	GP%	28.7	30.0	29.9	29.1	27.3	27.7	27.6	26.6	27.3	27.6
	영업이익	271	247	389	125	298	342	388	133	1,162	1,277
	%YoY	-12.6	-13.6	27.4	21.2	10.1	38.7	-0.0	6.5	12.7	10.0
	식품	150	87	260	3	128	119	259	17	523	630
	소재	121	159	129	122	170	223	130	116	638	647
	OP%	5.1	4.6	6.4	2.4	5.3	6.3	6.5	2.5	5.2	5.5
연결기준	식품	4.1	2.4	5.9	0.1	3.4	3.4	6.2	0.5	3.5	4.1
	소재	7.3	9.3	7.5	7.5	9.3	11.4	7.0	6.5	8.6	8.6
	매출액	7,142	7,241	8,193	7,092	7,400	7,243	7,853	6,797	29,292	30,356
	매출총이익	1,908	1,952	2,215	1,867	1,924	1,906	2,069	1,951	7,850	8,227
	GP%	26.7	27.0	27.0	26.3	26.0	26.3	26.3	28.7	26.8	27.1
(기타/조정)	영업이익	289	239	387	52	302	354	414	146	1,216	1,396
	OP%	4.0	3.3	4.7	0.7	4.1	4.9	5.3	2.1	4.2	4.6
	세전이익	303	178	325	30	265	546	297	118	1,226	1,129
	지배주주순이익	243	125	245	-86	190	407	211	87	894	828
	매출	1,832	1,921	2,102	1,913	1,774	1,825	1,855	1,536	6,990	7,273
(연결-개별)		영업이익	19	-7	-1	-74	4	12	25	13	54
										119	136

자료: DB금융투자, 공정공시

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,086	999	1,103	1,201	1,314
현금및현금성자산	184	148	269	332	416
매출채권및기타채권	288	281	273	285	297
재고자산	294	318	297	310	321
비유동자산	1,222	1,254	1,235	1,226	1,217
유형자산	854	894	881	876	870
무형자산	139	137	132	128	125
투자자산	108	105	105	105	105
자산총계	2,308	2,252	2,338	2,427	2,531
유동부채	715	688	705	730	761
매입채무및기타채무	313	340	357	382	412
단기应付금및단기차체	309	204	204	204	204
유동성장기부채	63	111	111	111	111
비유동부채	726	680	677	677	677
사채및장기차입금	585	536	533	533	533
부채총계	1,441	1,368	1,382	1,407	1,438
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	292	295	295	295	295
이익잉여금	556	597	668	733	806
비자매주자분	19	13	13	13	13
자본총계	867	884	956	1,020	1,093

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	55	166	251	195	208
당기순이익	60	52	89	82	91
현금유동이 없는 비용 및 수익	150	171	151	144	144
유형 및 무형자산상각비	76	80	99	97	95
영업관련자산부채변동	-99	-6	44	-1	6
매출채권및기타채권의감소	-34	1	8	-12	-11
재고자산의감소	1	-26	21	-12	-12
매입채무및기타채무의증가	3	21	17	25	31
투자활동현금흐름	-220	-68	-81	-87	-78
CAPEX	-117	-139	-80	-88	-86
투자자산의순증	-4	6	0	0	0
재무활동현금흐름	97	-109	-49	-46	-46
사채및자본금의증가	133	-107	-3	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	3	0	0	0
배당금지급	-14	-14	-18	-18	-18
기타현금흐름	-1	-25	0	0	0
현금의증가	-69	-36	122	62	84
기초현금	254	184	148	269	332
기말현금	184	148	269	332	416

자료: 대상 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,855	2,969	2,929	3,036	3,146
매출원가	2,079	2,174	2,144	2,213	2,287
매출총이익	776	794	785	823	859
판관비	665	698	663	683	708
영업이익	111	97	122	140	151
EBITDA	188	177	221	237	246
영업외손익	-29	-13	1	-27	-26
금융순익	-24	-12	-26	-25	-23
투자순익	3	3	2	2	2
기타영업외손익	-8	-4	25	-4	-5
세전이익	82	84	123	113	125
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	60	52	89	82	91
자비주주지분순이익	65	53	89	83	92
비자비주주지분순이익	-5	-1	0	0	0
총포괄이익	65	32	89	82	91
증감률(%YoY)					
매출액	8.3	4.0	-1.3	3.6	3.6
영업이익	1.1	-12.9	25.7	14.9	8.1
EPS	11.0	10.0	70.2	-7.6	10.8

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

## 주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,859	1,505	2,561	2,367	2,624
BPS	23,549	24,181	26,164	27,960	30,004
DPS	400	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	14.2	18.3	9.0	9.8	8.8
P/B	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.8	8.5	5.5	4.8	4.2
수익성(%)					
영업이익률	3.9	3.3	4.2	4.6	4.8
EBITDA마진	6.6	5.9	7.5	7.8	7.8
순이익률	2.1	1.7	3.0	2.7	2.9
ROE	7.9	6.1	9.9	8.5	8.8
ROA	2.7	2.3	3.9	3.5	3.7
ROIC	6.6	4.5	6.8	8.0	8.8
안정성 및 기타					
부채비율(%)	166.2	154.7	144.6	137.9	131.5
이자보상배율(배)	3.8	3.3	4.4	5.1	5.5
배당성향(배)	22.9	33.5	19.4	21.0	19.0

## 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 대표주관업무를 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 개별회사의 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 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 피리율은 수정주가를 기준으로 신출하였습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

## 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

## 대상 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
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	-33.5 / -27.0				
18/11/16	Buy	36,000	-				

주: \*표는 담당자 변경