

대상

BUY(유지)

001680 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	34,000원	현재주가(02/18)	22,600원	Up/Downside	+50.4%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 19

펀더멘탈 대비 절대 저평가

▶ 탐방 Comment

해외 판매량 성장, 김치 판촉 축소, 라이신 점진적 회복 기대: 연결기준 4Q19 매출액은 4.6%YoY, 영업이익은 21.9%YoY 증가했다. 성과급 지급의 변동성이 축소됐으며 PT미원이 전분당 설비증설과 판매 증가로 영업이익이 개선됐고 미원 베트남도 가공식품 매출이 빠르게 성장하고 있다. 인도네시아 전분당 공장 가동율은 이미 100%수준이며 향후 증설 가능성이 높다고 추정한다. 소재 부문의 이익 부진은 라이신 시장 악화에 따른 영향이 크지만 ASF이후 중국 돼지사육 두수 증가시 점진적 회복 가능성이 있다. 개별 기준 대상은 2020년 설비자동화와 효율화 그리고 적극적인 SKU합리화를 통한 손익 중심 경영을 지속할 예정이다. 최근 김치 판촉(경쟁사 완화) 경쟁이 확실히 줄어드는 상황이며, 40%대 초반까지 하락했던 김치 시장점유율이 40%중반까지 회복된 것으로 추정된다. 할인점 채널 부진이 지속중이며 판촉인력 투입을 축소할 예정이나 손익에는 악영향이 없을 것으로 추정한다. 라이신과 김치 부문의 손실이 있지만, 장류/미원/전분당의 수익성이 견재하며, 김치 부문의 판촉비 축소가 지금처럼 진행될 경우 과거의 수익성을 회복할 것으로 추정한다.

▶ Action

중장기 실적 2013년 수준으로 복귀중: 대상 1Q20 영업이익은 내수 위축과 라이신 부진으로 전년 대비 개선되지 않을 수 있지만, 2Q20 개선추세가 재개될 것이다. 2020년 연간 영업이익은 전년대비 10% 증가할 것으로 추정하는데 그 이유는 첫째 주력부문의 고수익성과 원가 안정이 지속중이며, 둘째 김치부문의 적자 축소가 기대되며, 셋째 인도네시아 설비증설, 베트남 고성장으로 해외법인 영업이익이 개선될 전망이다. 넷째 하반기 라이신 영업적자가 축소될 것으로 추정하기 때문이다. 큰 그림에서 동사의 실적은 화려했던 2013년으로 복귀하고 있는 과정이며 중장기적 펀더멘탈 개선을 감안시 동사의 현재 주가는 저평가 상태다. 목표주가와 음식료 중소형주 Top pick의견을 지속한다.

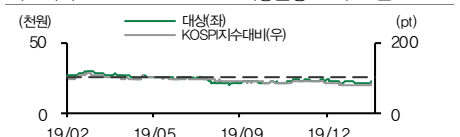
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	2,969	2,957	2,978	3,062	3,135
(증가율)	4.0	-0.4	0.7	2.8	2.4
영업이익	97	120	130	143	154
(증가율)	-12.9	24.2	8.4	9.9	7.3
지배주주순이익	53	65	109	78	86
EPS	1,505	1,850	3,123	2,235	2,461
PER (H/L)	19.4/14.2	16.0/11.6	7.4	10.1	9.2
PBR (H/L)	1.2/0.9	1.2/0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (H/L)	8.7/7.2	7.7/6.5	6.3	5.7	5.2
영업이익률	3.3	4.1	4.4	4.7	4.9
ROE	6.1	7.3	11.4	7.6	7.9

Stock Data

52주 최저/최고	20,600/29,900원
KOSDAQ /KOSPI	683/2,209pt
시가총액	7,830억원
60일-평균거래량	92,751
외국인지분율	17.6%
60일-외국인지분율변동추이	-1.1%p
주요주주	대상홀딩스 외 3인 44.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.0	-4.8	-16.0
상대기준	4.0	-6.9	-15.9

도표 1. 대상 개별 및 연결기준 분기 실적 전망

(단위: 억원, %)

		4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
개별기준	매출액	5,317	5,555	6,071	6,779	6,165	6,329	6,342	7,013	6,386
	매출총이익	1,338	1,480	1,595	1,810	1,530	1,652	1,649	1,880	1,622
	GP%	25.2	26.6	26.3	26.7	24.8	26.1	26.0	26.8	25.4
	영업이익	78	311	272	357	93	303	280	410	113
	%YoY	-38.1	4.4	-20.3	-8.0	20.5	-2.6	2.8	14.8	20.8
	식품	-50	148	129	266	40	195	200	290	10
	소재	127	163	143	91	53	108	80	120	103
연결기준	매출액	7,072	7,233	7,315	7,837	7,399	7,441	7,519	8,041	7,620
	영업이익	132	381	337	423	161	379	361	490	201
	OP%	1.9	5.3	4.6	5.4	2.2	5.1	4.8	6.1	2.6
	세전이익	82	334	470	301	405	327	250	356	140
	당기순이익	-151	237	370	223	262	239	182	260	102
연결/조정	매출	1,755	1,678	1,244	1,058	1,234	1,112	1,177	1,028	1,234
	영업이익	54	70	65	66	68	76	81	80	88

자료: DB금융투자, 공정공시 * 4Q19년 매출총이익은 추정치

도표 2. 대상 연간 실적 전망, 2013년으로 돌아가는 중

(단위: 억원, %)

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020E	2021E
개별기준	매출액	15,703	16,011	16,483	18,527	21,901	22,359	24,571	26,070	26,853
	매출총이익	4,834	5,040	5,122	5,223	6,444	6,031	6,415	6,802	6,999
	GP%	30.8	31.5	31.1	28.2	29.4	27.0	26.1	26.1	26.1
	영업이익	1,181	1,209	1,203	1,003	1,031	1,106	1,034	1,106	1,199
	식품	700	692	663	464	426	459	584	695	724
	소재	483	515	549	539	605	647	450	411	475
연결기준	매출액	25,423	25,888	26,350	28,550	29,688	29,568	29,784	30,621	31,346
	영업이익	1,558	1,403	1,099	1,111	967	1,202	1,303	1,432	1,536
	OP%	6.1	5.4	4.2	3.9	3.3	4.1	4.4	4.7	4.9
	세전이익	1,202	1,139	777	819	836	1,191	1,510	1,073	1,181
	당기순이익	1,058	900	472	601	518	654	1,093	783	862
	지배주주순이익	900	928	583	646	527	651	1,089	780	859
연결자회사/조정	매출	9,720	9,877	9,867	10,023	7,787	7,208	5,214	4,551	4,494
	영업이익	377	194	-105	108	-64	96	269	326	337
PT.미원	매출액	1,552	1,426	1,318	1,254	1,597	1,967	2,280	2,554	2,707
	영업이익	169	169	85	84	33	122	209	250	270
미원베트남	매출액	835	843	869	789	797	945	1,083	1,170	1,263
	영업이익	-	18	-6	-17	7	30	49	60	80
득비엣	매출액	-	-	-	232	225	242	326	342	369
	영업이익	-	-	-	14	10	7	12	14	17
베스트코	매출액	4,267	4,595	4,636	4,880	5,715	4,774	1,282	-	-
	영업이익	-73	-200	-360	-140	-154	-86	-3	-	-

자료: DB금융투자, 공정공시 * 19년 매출총이익은 추정치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	999	905	924	958	1,013
현금및현금성자산	148	166	65	77	117
매출채권및기타채권	281	267	285	293	297
재고자산	318	322	331	340	345
비유동자산	1,254	1,294	1,297	1,297	1,294
유형자산	894	956	964	968	968
무형자산	137	132	127	123	120
투자자산	105	102	102	102	102
자산총계	2,252	2,199	2,259	2,292	2,344
유동부채	688	738	730	727	723
매입채무및기타채무	340	277	278	285	291
단기차입금및단기차대	204	228	218	208	198
유동상장기부채	111	190	190	190	190
비유동부채	680	532	511	489	478
사채및장기차입금	536	378	357	335	324
부채총계	1,368	1,270	1,241	1,215	1,201
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	295	295	295	295	295
이익잉여금	597	651	740	799	865
비지배주주지분	13	14	14	14	15
자본총계	884	929	1,018	1,077	1,144

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	166	122	195	178	192
당기순이익	52	65	109	79	86
현금유출이없는비용및수익	171	165	154	142	144
유형및무형자산상각비	80	82	95	96	95
영업관련자산부채변동	-6	-58	-27	-13	-6
매출채권및기타채권의감소	1	17	-17	-8	-5
재고자산의감소	-26	-2	-9	-9	-5
매입채무및기타채무의증가	21	-81	2	7	6
투자활동현금흐름	-68	-23	-95	-93	-91
CAPEX	-139	-146	-98	-95	-92
투자자산의순증	6	5	0	0	0
재무활동현금흐름	-109	-75	-73	-73	-61
사채및차입금의 증가	-107	-56	-31	-32	-21
자본금및자본잉여금의증가	3	0	0	0	0
배당금지급	-14	-18	-20	-20	-20
기타현금흐름	-25	-4	-127	0	0
현금의증가	-36	19	-101	11	40
기초현금	184	148	166	65	77
기말현금	148	166	65	77	117

자료: 대상 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,969	2,957	2,978	3,062	3,135
매출원가	2,174	2,192	2,213	2,272	2,323
매출총이익	794	765	765	790	812
판매비	698	645	635	647	658
영업이익	97	120	130	143	154
EBITDA	177	202	225	239	249
영업외손익	-13	-2	20	-36	-36
금융손익	-12	-27	-21	-20	-20
투자손익	3	1	1	1	1
기타영업외손익	-4	24	40	-17	-17
세전이익	84	119	151	108	118
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	52	65	109	79	86
자배주주지분순이익	53	65	109	78	86
비자배주주지분순이익	-1	1	0	0	0
총포괄이익	32	62	109	79	86
증감률(%YoY)					
매출액	4.0	-0.4	0.7	2.8	2.4
영업이익	-12.9	24.2	8.4	9.9	7.3
EPS	-19.0	23.0	68.8	-28.4	10.1

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	1,505	1,850	3,123	2,235	2,461
EPS	24,181	25,405	27,881	29,502	31,340
BPS	500	550	550	550	550
DPS					
Multiple(배)					
P/E	18.3	13.5	7.4	10.1	9.2
P/B	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.5	7.0	6.3	5.7	5.2
수익성(%)					
영업이익률	3.3	4.1	4.4	4.7	4.9
EBITDA마진	5.9	6.8	7.6	7.8	7.9
순이익률	1.7	2.2	3.7	2.6	2.8
ROE	6.1	7.3	11.4	7.6	7.9
ROA	2.3	2.9	4.9	3.5	3.7
ROC	4.5	4.6	6.2	6.8	7.2
안정성및기타					
부채비율(%)	154.7	136.8	121.9	112.9	105.0
이자보상배율(배)	3.3	5.1	5.8	6.7	7.4
배당성향(배)	33.5	29.1	17.4	24.3	22.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

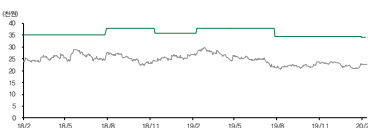
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

대상 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/08/14	Buy	35,000	-27.8 -17.1	18/08/14	1년경과		-30.0 -30.0
18/08/16	Buy	38,000	-34.1 -27.0	18/11/29	Buy	36,000	-28.6 -24.6
19/02/27	Buy	38,000	-31.8 -21.3	19/08/16	Buy	34,500	-35.5 -31.0
20/02/18	Buy	34,000	-				

주: *표는 담당자 변경