



## BUY(Maintain)

목표주가: 31,000원

주가(8/11): 24,650원

시가총액: 8,711억원

## 음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 김승우

02) 3787-4705 seungwoo@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/11)		2,319.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,550원	23,100원
등락률	-26.53%	6.71%
수익률	절대	상대
1M	0.6%	3.9%
6M	3.4%	-7.5%
1Y	-25.3%	-34.0%

## Company Data

발행주식수	36,018천주	
일평균 거래량(3M)	141천주	
외국인 지분율	9.88%	
배당수익률(17E)	1.62%	
BPS(17E)	25,130원	
주요 주주	대성홀딩스 외	44.8%
	국민연금공단	12.7%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	26,350	28,550	29,560	30,855
보고영업이익	1,099	1,111	1,094	1,201
핵심영업이익	1,099	1,111	1,094	1,201
EBITDA	1,775	1,875	1,881	1,990
세전이익	777	819	916	1,022
순이익	472	601	687	775
지배주주순이익	583	646	711	799
EPS(원)	1,694	1,878	1,973	2,218
증감률(%YoY)	-37.2	10.9	5.1	12.4
PER(배)	19.2	14.1	12.5	11.1
PBR(배)	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	7.4	7.3	6.9	6.3
보고영업이익률(%)	4.2	3.9	3.7	3.9
핵심영업이익률(%)	4.2	3.9	3.7	3.9
ROE(%)	5.9	7.1	7.7	8.1
순부채비율(%)	46.4	58.1	49.6	41.3

## Price Trend



## 대상 (001680)

## 하반기부터 증익 전환 기대



대상의 2Q17 영업이익은 239억원으로, 시장 컨센서스를 하회하였다. 경쟁강도 상승에 따른 국내 식품 부문 및 PT미원 인도네시아 법인의 수익성 악화가 기존 시장 기대치보다 컸던 것으로 추산된다. 하지만, 하반기부터는 상반기의 부진한 실적 흐름에서 벗어날 것으로 기대된다. 실적 기저가 낮아지고, 식품 부문의 경쟁강도가 완화될 가능성이 있으며, PT미원 인도네시아의 수익성 개선이 기대되기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q17 영업이익 239억원으로 컨센서스 하회

대상의 2Q17 연결기준 영업이익은 239억원(-28% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 감소한 이유는 1) 신제품 출시 및 판촉 경쟁 증가로 인한 국내 식품 부문의 마케팅 비용 증가, 2) 전분당 공장 초기 가동에 따른 고정비 부담과 MSG 경쟁 비용 증가로 인한 PT미원 인도네시아의 수익성 악화 때문이다. 특히, 경쟁강도 상승에 따른 국내 식품 부문 및 PT미원 인도네시아 법인의 수익성 악화가 기존 시장 기대치보다 컸던 것으로 추산된다.

한편, 라이신의 이익이 소폭 증가하면서, 국내 소재 부문의 영업이익이 전분기 대비 증가한 점은 긍정적이었다.

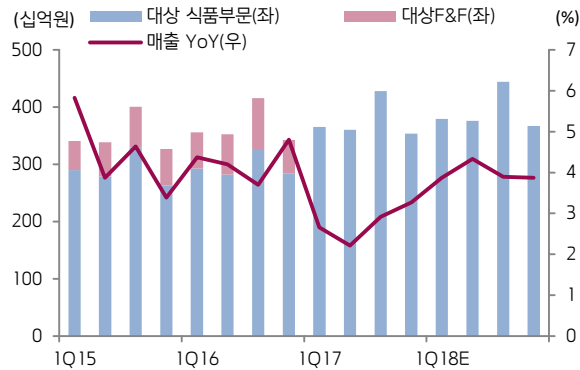
## &gt;&gt;&gt; 하반기부터 증익 전환 기대

하지만, 하반기부터는 상반기의 부진한 실적 흐름에서 벗어나, 영업이익이 증익으로 전환할 것으로 기대된다. 1) 작년 하반기 육가공 클레임, 종가집 BI 교체, 라이신 공장 가동 중단 관련 비용으로 이익의 기저가 낮아지기 시작하고, 2) 주요 경쟁사의 선별적 판촉비 집행으로 국내 식품 부문의 경쟁강도가 완화될 가능성이 있으며, 3) 원당투입단가 하락으로 본사와 PT미원 인도네시아의 원가율이 개선될 수 있고, 4) 인도네시아 전분당 공장 가동을 개선으로 내년부터 PT미원 인도네시아의 수익성이 개선될 가능성이 있기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원 유지

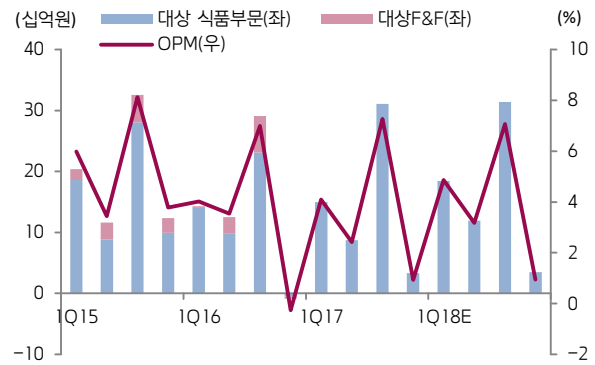
대상에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원을 유지한다. 올해 상반기 실적 부진으로 동사의 밸류에이션은 경쟁사 대비 디스카운트가 과도해진 상황이다. 하반기부터는 실적 모멘텀이 개선되면서, 밸류에이션 디스카운트가 일부 축소될 수 있을 것으로 기대된다.

## 대상 식품 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 대상, 키움증권 리서치

## 대상 식품 부문 영업이익 추이 및 전망



자료: 대상, 키움증권 리서치

## 대상 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>684.3</b>	<b>710.6</b>	<b>750.8</b>	<b>709.3</b>	<b>714.2</b>	<b>724.1</b>	<b>771.6</b>	<b>746.1</b>	<b>747.5</b>	<b>758.3</b>	<b>804.3</b>	<b>775.4</b>	<b>2,855.0</b>	<b>2,956.0</b>	<b>3,085.5</b>
(YoY)	6.9%	9.9%	7.7%	9.0%	4.4%	1.9%	2.8%	5.2%	4.7%	4.7%	4.2%	3.9%	8.3%	3.5%	4.4%
별도기준	446.1	456.8	496.4	453.4	531.0	532.0	603.6	529.7	551.6	552.7	624.4	547.6	1,852.7	2,196.2	2,276.3
(YoY)	9.6%	14.1%	11.4%	14.7%	19.0%	16.5%	21.6%	16.8%	3.9%	3.9%	3.5%	3.4%	12.4%	18.5%	3.6%
식품	292.7	282.4	326.7	283.8	365.4	360.4	427.9	353.7	379.5	376.0	444.5	367.4	1,185.6	1,507.3	1,567.4
(YoY)	0.9%	1.2%	-0.6%	7.9%	24.8%	27.6%	31.0%	24.6%	3.9%	4.3%	3.9%	3.9%	2.1%	27.1%	4.0%
소재	153.4	174.4	169.7	169.6	165.6	171.6	175.7	176.0	172.1	176.7	179.9	180.2	667.1	688.9	708.9
(YoY)	31.3%	43.5%	45.4%	28.2%	7.9%	-1.6%	3.6%	3.8%	3.9%	3.0%	2.4%	2.4%	36.9%	3.3%	2.9%
대상 F&F	63.3	70.2	89.0	58.6									281.2		
(YoY)	24.0%	18.1%	23.5%	-7.9%									14.2%		
대상베스트코	114.0	128.6	121.2	124.1	131.5	145.4	137.0	137.2	139.3	154.1	145.2	145.5	488.0	551.0	584.1
(YoY)	-9.1%	-1.0%	-6.5%	-0.9%	15.3%	13.0%	13.0%	10.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	-4.4%	12.9%	6.0%
PT 미원 인도네시아	32.7	32.2	30.2	30.4	35.9	36.9	39.9	42.6	45.2	46.6	48.0	49.4	125.4	155.3	189.3
(YoY)	-4.4%	-3.1%	-8.4%	-3.3%	9.9%	14.8%	32.2%	40.1%	26.0%	26.3%	20.3%	16.1%	-4.8%	23.8%	21.9%
미원 베트남	22.2	20.8	16.9	19.1	19.9	19.8	15.9	17.5	19.5	19.8	15.9	17.5	78.9	73.1	72.7
(YoY)	-1.8%	3.4%	-26.5%	-9.9%	-10.7%	-4.5%	-5.9%	-8.0%	-2.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-9.1%	-7.4%	-0.5%
<b>매출총이익</b>	<b>189.6</b>	<b>192.9</b>	<b>209.1</b>	<b>184.1</b>	<b>190.8</b>	<b>195.2</b>	<b>217.4</b>	<b>196.3</b>	<b>200.5</b>	<b>207.6</b>	<b>229.7</b>	<b>205.2</b>	<b>775.7</b>	<b>799.8</b>	<b>843.1</b>
(GPM)	27.7%	27.1%	27.8%	26.0%	26.7%	27.0%	28.2%	26.3%	26.8%	27.4%	28.6%	26.5%	27.2%	27.1%	27.3%
<b>판매비</b>	<b>157.2</b>	<b>159.8</b>	<b>172.6</b>	<b>175.0</b>	<b>161.9</b>	<b>171.3</b>	<b>174.9</b>	<b>182.3</b>	<b>166.8</b>	<b>180.6</b>	<b>184.6</b>	<b>191.1</b>	<b>664.6</b>	<b>690.4</b>	<b>723.0</b>
(판매비율)	23.0%	22.5%	23.0%	24.7%	22.7%	23.7%	22.7%	24.4%	22.3%	23.8%	23.0%	24.6%	23.3%	23.4%	23.4%
<b>영업이익</b>	<b>32.4</b>	<b>33.0</b>	<b>36.5</b>	<b>9.1</b>	<b>28.9</b>	<b>23.9</b>	<b>42.5</b>	<b>14.1</b>	<b>33.8</b>	<b>27.1</b>	<b>45.1</b>	<b>14.2</b>	<b>111.1</b>	<b>109.4</b>	<b>120.1</b>
(YoY)	-4.2%	36.4%	-16.3%	11.6%	-10.7%	-27.6%	16.3%	53.9%	16.8%	13.2%	6.2%	0.9%	1.1%	-1.5%	9.8%
(OPM)	4.7%	4.6%	4.9%	1.3%	4.0%	3.3%	5.5%	1.9%	4.5%	3.6%	5.6%	1.8%	3.9%	3.7%	3.9%
별도기준	31.0	28.5	30.5	10.3	27.1	24.7	43.2	16.7	32.2	25.8	45.3	17.3	100.3	111.7	120.6
(OPM)	6.9%	6.2%	6.1%	2.3%	5.1%	4.6%	7.2%	3.2%	5.8%	4.7%	7.2%	3.2%	5.4%	5.1%	5.3%
식품	14.0	9.8	23.1	-0.5	15.0	8.7	31.1	3.3	18.5	11.9	31.4	3.5	46.4	58.1	65.3
(OPM)	4.8%	3.5%	7.1%	-0.2%	4.1%	2.4%	7.3%	0.9%	4.9%	3.2%	7.1%	0.9%	3.9%	3.9%	4.2%
소재	16.9	18.7	7.4	10.8	12.1	15.9	12.2	13.4	13.7	13.9	13.9	13.9	53.9	53.6	55.3
(OPM)	11.0%	10.7%	4.4%	6.4%	7.3%	9.3%	6.9%	7.6%	8.0%	7.8%	7.7%	7.7%	8.1%	7.8%	7.8%
세전이익	27.6	25.2	35.9	-6.9	30.3	17.8	36.0	7.6	29.3	22.6	40.8	9.6	81.9	91.6	102.2
당기순이익	21.0	19.1	28.5	-8.4	23.5	12.1	27.3	5.8	22.2	17.1	30.9	7.3	60.1	68.7	77.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>22.3</b>	<b>20.0</b>	<b>29.7</b>	<b>-7.5</b>	<b>24.3</b>	<b>12.5</b>	<b>27.9</b>	<b>6.4</b>	<b>22.8</b>	<b>17.7</b>	<b>31.5</b>	<b>7.9</b>	<b>64.6</b>	<b>71.1</b>	<b>79.9</b>
(YoY)	11.9%	70.8%	23.7%	적전	8.9%	-37.7%	-6.1%	흑전	-6.0%	42.0%	12.8%	23.4%	10.9%	10.0%	12.4%

자료: 대상, 키움증권 리서치

주: 1) 종속기업 대상F&amp;F가 2016년 12월부터 대상 본사(별도기준)에 흡수합병 되었음

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	26,350	28,550	29,560	30,855	32,127
매출원가	18,953	20,793	21,562	22,423	23,169
매출총이익	7,397	7,757	7,998	8,431	8,959
판매비및일반관리비	6,299	6,646	6,904	7,230	7,644
영업이익(보고)	1,099	1,111	1,094	1,201	1,315
영업이익(핵심)	1,099	1,111	1,094	1,201	1,315
영업외손익	-322	-292	-177	-179	-209
이자수익	99	93	77	75	79
배당금수익	2	2	2	2	2
외환이익	170	225	0	0	0
이자비용	252	292	292	290	322
외환손실	242	265	0	0	0
관계기업지분법손익	43	69	65	65	65
투자및기타자산처분손익	-17	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-73	-35	0	0	0
기타	-52	-83	-30	-31	-32
법인세차감전이익	777	819	916	1,022	1,106
법인세비용	305	218	229	247	268
유효법인세율 (%)	39.3%	26.6%	25.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	472	601	687	775	839
지배주주지분순이익(억원)	583	646	711	799	863
EBITDA	1,775	1,875	1,881	1,990	2,106
현금순이익(Cash Earnings)	1,148	1,365	1,474	1,564	1,630
수정당기순이익	526	630	687	775	839
증감율(% YoY)					
매출액	1.8	8.3	3.5	4.4	4.1
영업이익(보고)	-21.7	1.1	-1.5	9.8	9.5
영업이익(핵심)	-21.7	1.1	-1.5	9.8	9.5
EBITDA	-12.7	5.6	0.3	5.8	5.9
지배주주지분 당기순이익	-37.2	10.9	10.0	12.4	8.0
EPS	-37.2	10.9	5.1	12.4	8.0
수정순이익	-44.0	19.8	9.0	12.8	8.2

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,019	10,865	10,958	11,046	12,784
현금및현금성자산	2,537	1,842	1,617	1,295	2,631
유동금융자산	1,908	2,692	2,787	2,909	3,029
매출채권및유동채권	2,726	3,392	3,512	3,666	3,818
채고자산	2,849	2,939	3,043	3,176	3,307
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,027	12,220	12,279	12,367	12,475
장기매출채권및기타비유동채권	268	478	494	516	537
투자자산	1,361	1,419	1,498	1,581	1,663
유형자산	8,016	8,541	8,556	8,593	8,650
무형자산	1,131	1,395	1,342	1,289	1,237
기타비유동자산	251	388	388	388	388
자산총계	21,046	23,085	23,237	23,413	25,259
유동부채	7,985	7,147	6,675	6,839	7,914
매입채무및기타유동채무	3,032	3,192	3,305	3,450	3,592
단기차입금	2,742	3,090	2,590	2,590	2,331
유동성장기차입금	1,950	633	532	532	1,701
기타유동부채	261	233	249	268	290
비유동부채	4,875	7,264	7,347	6,727	6,805
장기매입채무및기타유동채무	94	95	99	103	107
사채및장기차입금	3,549	5,854	5,854	5,154	5,154
기타비유동부채	1,232	1,316	1,395	1,471	1,544
부채총계	12,861	14,412	14,022	13,567	14,719
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	5,087	5,556	6,126	6,783	7,504
기타자본	1,751	1,831	1,831	1,831	1,831
지배주주지분자본총계	7,934	8,482	9,051	9,709	10,429
비지배주주지분자본총계	252	191	164	137	111
자본총계	8,185	8,673	9,215	9,846	10,541
순차입금	3,797	5,043	4,572	4,071	3,526
총차입금	8,242	9,576	8,975	8,275	9,185

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	924	548	1,298	1,356	1,428
당기순이익	472	601	687	775	839
감가상각비	624	712	735	736	739
무형자산상각비	52	52	53	53	52
외환손익	-35	67	0	0	0
자산처분손익	25	22	0	0	0
지분법손익	-43	-28	-65	-65	-65
영업활동자산부채 증감	-608	-988	-109	-140	-135
기타	436	109	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-1,875	-2,203	-857	-910	-931
투자자산의 처분	8	-1,034	-107	-138	-135
유형자산의 처분	8	34	0	0	0
유형자산의 취득	-1,849	-1,172	-750	-773	-796
무형자산의 처분	-42	-29	0	0	0
기타	0	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	1,946	967	-666	-768	839
단기차입금의 증가	20	-1,655	-500	0	-259
장기차입금의 증가	1,974	2,760	-101	-700	1,169
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-108	-144	-144	-144	-144
기타	60	6	79	76	73
현금및현금성자산의순증가	976	-695	-225	-322	1,336
기초현금및현금성자산	1,560	2,537	1,842	1,617	1,295
기말현금및현금성자산	2,537	1,842	1,617	1,295	2,631
Gross Cash Flow	1,532	1,536	1,407	1,497	1,563
Op Free Cash Flow	-1,155	-610	748	786	857

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,694	1,878	1,973	2,218	2,395
BPS	22,027	23,549	25,130	26,955	28,955
주당EBITDA	5,158	5,449	5,222	5,524	5,848
CFPS	3,337	3,967	4,093	4,341	4,525
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	19.2	14.1	12.5	11.1	10.3
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.4	7.3	6.9	6.3	5.7
PCFR	9.8	6.7	6.0	5.7	5.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	3.9	3.7	3.9	4.1
영업이익률(핵심)	4.2	3.9	3.7	3.9	4.1
EBITDA margin	6.7	6.6	6.4	6.4	6.6
순이익률	1.8	2.1	2.3	2.5	2.6
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.1	7.7	8.1	8.2
투자자본이익률(ROIC)	6.7	7.2	6.8	7.4	8.1
안정성(%)					
부채비율	157.1	166.2	152.2	137.8	139.6
순차입금비율	46.4	58.1	49.6	41.3	33.4
이자보상배율(배)	4.4	3.8	3.7	4.1	4.1
활동성(배)					
매출채권회전율	10.0	9.3	8.6	8.6	8.6
채고자산회전율	10.0	9.9	9.9	9.9	9.9
매입채무회전율	9.3	9.2	9.1	9.1	9.1

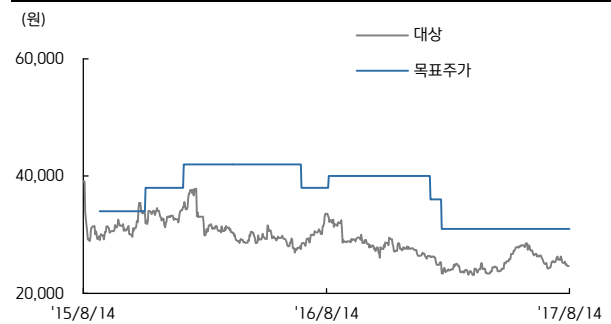
## Compliance Notice

- 당사는 8월 11일 현재 '대상' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
대상 (001680)	2015/09/08	Outperform (Reinitiate)	34,000원
	2015/11/16	Outperform (Maintain)	38,000원
	2016/01/12	BUY (Upgrade)	42,000원
	2016/07/07	BUY (Maintain)	38,000원
	2016/08/17	BUY (Maintain)	40,000원
	2016/10/04	BUY (Maintain)	40,000원
	2016/11/15	BUY (Maintain)	40,000원
	2016/11/18	BUY (Maintain)	40,000원
	2017/01/17	BUY (Maintain)	36,000원
	2017/02/03	BUY (Maintain)	31,000원
	2017/07/12	BUY (Maintain)	31,000원
	2017/08/14	BUY (Maintain)	31,000원

## 목표주가 추이(4.5X8)



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%