

2017/01/24

# 대상(001680)

음식료 이경신

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

## 영업실적 개선 가시화에 따른 할인폭 축소 기대

Buy (Maintain)

### ■ 단기 원재료가격 상승과 비용발생에 따른 부담 가능성

4Q16 연결기준 매출액 694억원 (+6.7% YoY), 영업이익 210억원 (+156.5% YoY, 4Q15 베스트코 일회성비용에 따른 기저효과)가 예상된다. 1) 식품부문은 cash cow인 장류 및 조미료의 정체가 4Q15 WHO 이슈가 발생했던 육가공의 정상화와 상쇄될 전망이다. 2) 소재부문 내 전분당의 경우 판가인하 지속에도 불구하고, 물량증가를 통한 외형유지가 예상된다. 라이신의 전분기 가동중단 이슈는 마무리되었으나, 일부 추가비용 반영 및 주요 원재료인 원당가격의 상승부담 가능성이 있다. 3) 자회사 중 PT미원의 원재료가격 상승, 베스트코 영업적자 (YoY 축소)가 영업실적에 반영될 전망이다.

4Q15 라이신 사업양수 및 베스트코 비용 반영분을 제외 시 2016년 연간 영업실적은 전년수준의 외형과 +4% YoY 수준의 이익증가를 보인 것으로 판단한다. 주요사업부 포트폴리오가 점유율이 높은 cash cow 중심이나, 이로 인해 시장의 전반적인 정체가 영업실적에 고스란히 반영되고 있다는 점이 아쉽다.

### ■ 실적개선 가시화가 동종업체대비 할인폭 축소를 이끌어낼 것

2017년 대상 영업실적의 변수는 1) 식품부문 내 cash cow 실적안정과 마케팅이 집중되고 있는 서구식품 성장속도, 2) 소재 전분당 판가안정 및 원당가격 상승에 따른 라이신 마진 영향 여부, 3) 2016년 연말 투자 완료된 인도네시아 전분당사업의 안정화, 4) 베스트코 적자축소로 요약된다.

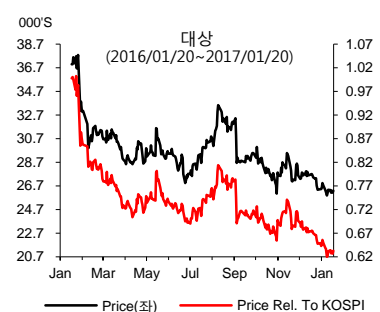
해외 투자부문을 제외 시 2016년부터 지속되고 있는 이슈들임을 고려할 때 단기 내 큰 개선을 기대하기는 어렵다. 그러나 최근 수익 위주의 사업방향성 및 2017년 신규투자 성과가 가시화되는 원년임을 감안 시 턴어라운드 시그널은 업종대비 매력도가 높은 valuation을 부각시킴에 따라 주가우상향 움직임이 가능할 전망이다.

|                    |         |
|--------------------|---------|
| 목표주가(6M)           | 37,000원 |
| 종가<br>(2017/01/23) | 26,100원 |

#### Stock Indicator

|            |                |
|------------|----------------|
| 자본금        | 36십억원          |
| 발행주식수      | 3,602만주        |
| 시가총액       | 929십억원         |
| 외국인지분율     | 11.3%          |
| 배당금(2015)  | 400원           |
| EPS(2016E) | 2,481원         |
| BPS(2016E) | 24,875원        |
| ROE(2016E) | 10.4%          |
| 52주 주가     | 25,900~37,800원 |
| 60일평균거래량   | 122,861주       |
| 60일평균거래대금  | 3.4십억원         |

#### Price Trend



&lt;표1&gt; 대상 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|               | 1Q15   | 2Q15   | 3Q15  | 4Q15   | 1Q16   | 2Q16  | 3Q16   | 4Q16E | 2015    | 2016E   | 2017E   |
|---------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액        | 639.9  | 646.8  | 697.3 | 650.9  | 684.3  | 710.6 | 750.8  | 694.7 | 2,635.0 | 2,840.5 | 2,956.4 |
| 개별 매출액        | 406.9  | 400.4  | 445.5 | 395.4  | 446.1  | 456.8 | 496.4  | 437.6 | 1,648.3 | 1,836.9 | 1,870.4 |
| 식품            | 290.0  | 278.9  | 328.8 | 263.1  | 292.7  | 282.4 | 326.7  | 267.9 | 1,160.8 | 1,169.6 | 1,193.0 |
| 소재            | 116.9  | 121.5  | 116.7 | 132.3  | 153.4  | 174.4 | 169.7  | 169.7 | 487.5   | 667.3   | 677.3   |
| 대상애프엔에프       | 51.0   | 59.5   | 72.1  | 63.7   | 63.3   | 70.2  | 89.0   | 75.8  | 246.3   | 298.3   | 319.2   |
| 대상베스트코        | 110.5  | 114.5  | 113.4 | 125.2  | 114.0  | 128.6 | 121.2  | 125.2 | 463.6   | 489.0   | 500.4   |
| PT INDONESIA  | 34.2   | 33.2   | 33.0  | 31.4   | 32.7   | 32.2  | 30.2   | 31.4  | 131.8   | 126.4   | 168.6   |
| MIWON VIETNAM | 22.6   | 20.1   | 23.0  | 21.1   | 22.2   | 20.8  | 16.9   | 24.7  | 86.9    | 84.6    | 97.8    |
| YoY %         | 3.7    | 1.0    | 0.7   | 1.9    | 6.9    | 9.9   | 7.7    | 6.7   | 1.8     | 7.8     | 4.1     |
| 개별 매출액        | 4.4    | 1.8    | 2.2   | 3.5    | 9.6    | 14.1  | 11.4   | 10.7  | 2.9     | 11.4    | 1.8     |
| 식품            | 4.9    | 2.6    | 4.6   | 2.0    | 0.9    | 1.2   | (0.6)  | 1.8   | 3.6     | 0.8     | 2.0     |
| 소재            | 3.2    | (0.2)  | (3.9) | 6.5    | 31.3   | 43.5  | 45.4   | 28.3  | 1.4     | 36.9    | 1.5     |
| 대상애프엔에프       | 11.1   | 10.1   | 5.0   | 9.5    | 24.0   | 18.1  | 23.5   | 19.0  | 8.6     | 21.1    | 7.0     |
| 대상베스트코        | 5.9    | 0.7    | (3.8) | 1.2    | 3.2    | 12.3  | 6.9    | 0.0   | 0.9     | 5.5     | 2.3     |
| PT INDONESIA  | (10.6) | (10.4) | (2.3) | (6.4)  | (4.4)  | (3.1) | (8.4)  | 0.0   | (7.6)   | (4.0)   | 33.3    |
| MIWON VIETNAM | 10.9   | (0.1)  | 9.8   | (7.2)  | (1.8)  | 3.4   | (26.5) | 17.0  | 3.1     | (2.6)   | 15.6    |
| 연결 영업이익       | 33.8   | 24.2   | 43.6  | 8.2    | 32.4   | 33.0  | 36.5   | 21.0  | 109.9   | 122.9   | 136.9   |
| 개별 영업이익       | 33.7   | 25.4   | 43.4  | 17.9   | 31.0   | 28.5  | 30.5   | 20.1  | 120.3   | 110.0   | 120.5   |
| 식품            | 18.6   | 8.8    | 28.1  | 9.9    | 14.0   | 9.8   | 20.2   | 11.4  | 65.4    | 55.4    | 58.7    |
| 소재            | 15.1   | 16.6   | 15.3  | 7.9    | 16.9   | 18.7  | 7.4    | 8.7   | 54.9    | 51.8    | 61.8    |
| 대상애프엔에프       | 1.8    | 2.8    | 4.5   | 2.4    | 0.3    | 2.7   | 6.0    | 2.7   | 11.5    | 11.7    | 14.5    |
| 대상베스트코        | (5.1)  | (7.3)  | (8.2) | (13.7) | (3.9)  | (3.2) | (3.8)  | (3.8) | (34.3)  | (14.7)  | (12.5)  |
| PT INDONESIA  | 1.3    | 1.9    | 2.9   | 2.4    | 3.2    | 2.2   | 2.2    | 0.7   | 8.5     | 8.3     | 9.1     |
| MIWON VIETNAM | 1.0    | (0.3)  | (0.7) | (0.5)  | 0.2    | 0.3   | (0.7)  | (0.4) | (0.5)   | (0.6)   | (1.0)   |
| YoY %         | (22.1) | (23.7) | 34.4  | (75.0) | (4.2)  | 36.4  | (16.3) | 156.5 | (21.7)  | 11.9    | 11.4    |
| 개별 영업이익       | (14.9) | 0.1    | 62.9  | (39.0) | (8.0)  | 12.3  | (29.8) | 12.3  | (0.4)   | (8.6)   | 9.5     |
| 식품            | (22.8) | (22.1) | 57.9  | (38.4) | (24.6) | 11.0  | (28.0) | 14.6  | (5.6)   | (15.3)  | 6.0     |
| 소재            | (2.6)  | 18.1   | 73.0  | (39.8) | 12.5   | 13.0  | (51.7) | 9.4   | 6.5     | (5.7)   | 19.3    |
| OPM %         | 5.3    | 3.7    | 6.3   | 1.3    | 4.7    | 4.6   | 4.9    | 3.0   | 4.2     | 4.3     | 4.6     |
| 개별 영업이익       | 8.3    | 6.3    | 9.7   | 4.5    | 6.9    | 6.2   | 6.1    | 4.6   | 7.3     | 6.0     | 6.4     |
| 식품            | 6.4    | 3.2    | 8.5   | 3.8    | 4.8    | 3.5   | 6.2    | 4.3   | 5.6     | 4.7     | 4.9     |
| 소재            | 12.9   | 13.6   | 13.1  | 6.0    | 11.0   | 10.7  | 4.4    | 5.1   | 11.3    | 7.8     | 9.1     |

자료: 대상, 하이투자증권

주: 2016년 12월 대상애프엔에프가 대상과 합병됨에 따른 변동 존재. 3Q16부터 개별기준 물류부문이 식품부문으로 통합

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (단위:십억원) |       |       |       |
|------------|----------|-------|-------|-------|
|            | 2015     | 2016E | 2017E | 2018E |
| 유동자산       | 1,002    | 675   | 1,060 | 1,139 |
| 현금 및 현금성자산 | 254      | 32    | 331   | 385   |
| 단기금융자산     | 191      | 162   | 170   | 179   |
| 매출채권       | 247      | 227   | 266   | 273   |
| 재고자산       | 285      | 241   | 278   | 285   |
| 비유동자산      | 1,103    | 1,681 | 1,189 | 1,189 |
| 유형자산       | 802      | 1,370 | 869   | 859   |
| 무형자산       | 113      | 113   | 113   | 113   |
| 자산총계       | 2,105    | 2,356 | 2,249 | 2,328 |
| 유동부채       | 799      | 927   | 828   | 832   |
| 매입채무       | 176      | 253   | 214   | 219   |
| 단기차입금      | 274      | 300   | 270   | 270   |
| 유동성장기부채    | 195      | 160   | 140   | 140   |
| 비유동부채      | 488      | 553   | 483   | 483   |
| 사채         | 289      | 310   | 250   | 250   |
| 장기차입금      | 66       | 110   | 100   | 100   |
| 부채총계       | 1,286    | 1,479 | 1,310 | 1,315 |
| 지배주주지분     | 793      | 856   | 921   | 999   |
| 자본금        | 36       | 36    | 36    | 36    |
| 자본잉여금      | 292      | 292   | 292   | 292   |
| 이익잉여금      | 509      | 580   | 653   | 739   |
| 기타자본항목     | -34      | -34   | -34   | -34   |
| 비지배주주지분    | 25       | 21    | 18    | 14    |
| 자본총계       | 819      | 877   | 938   | 1,013 |

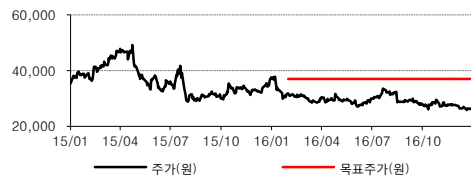
| 포괄손익계산서     | (단위:십억원(%)) |       |       |       |
|-------------|-------------|-------|-------|-------|
|             | 2015        | 2016E | 2017E | 2018E |
| 매출액         | 2,635       | 2,840 | 2,956 | 3,031 |
| 증가율(%)      | 1.8         | 7.8   | 4.1   | 2.5   |
| 매출원가        | 1,895       | 2,074 | 2,157 | 2,186 |
| 매출총이익       | 740         | 766   | 799   | 845   |
| 판매비와관리비     | 630         | 643   | 663   | 691   |
| 연구개발비       | 23          | 25    | 26    | 27    |
| 기타영업수익      | -           | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      | -           | -     | -     | -     |
| 영업이익        | 110         | 123   | 137   | 154   |
| 증가율(%)      | -21.7       | 11.9  | 11.4  | 12.8  |
| 영업이익률(%)    | 4.2         | 4.3   | 4.6   | 5.1   |
| 이자수익        | -           | -     | -     | -     |
| 이자비용        | -           | -     | -     | -     |
| 지분법이익(손실)   | 4           | 4     | 5     | 5     |
| 기타영업외손익     | -13         | -6    | -10   | -10   |
| 세전계속사업이익    | 78          | 106   | 111   | 129   |
| 법인세비용       | 30          | 24    | 27    | 31    |
| 세전계속이익률(%)  | 2.9         | 3.7   | 3.8   | 4.2   |
| 당기순이익       | 47          | 81    | 84    | 97    |
| 순이익률(%)     | 1.8         | 2.9   | 2.8   | 3.2   |
| 지배주주귀속 순이익  | 58          | 85    | 87    | 101   |
| 기타포괄이익      | -8          | -8    | -8    | -8    |
| 총포괄이익       | 39          | 73    | 76    | 89    |
| 지배주주귀속총포괄이익 | -           | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        | (단위:십억원) |       |       |       |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
|              | 2015     | 2016E | 2017E | 2018E |
| 영업활동 현금흐름    | 92       | 442   | 162   | 201   |
| 당기순이익        | 47       | 81    | 84    | 97    |
| 유형자산감가상각비    | -        | 72    | 80    | 82    |
| 무형자산상각비      | 5        | 5     | 5     | 5     |
| 지분법관련손실(이익)  | 4        | 4     | 5     | 5     |
| 투자활동 현금흐름    | -187     | -95   | -112  | -92   |
| 유형자산의 처분(취득) | -185     | -120  | -100  | -80   |
| 무형자산의 처분(취득) | -4       | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     | 18       | 29    | -8    | -9    |
| 재무활동 현금흐름    | 195      | 106   | -139  | -9    |
| 단기금융부채의증감    | -        | 60    | -10   | -     |
| 장기금융부채의증감    | 139      | 21    | -60   | -     |
| 자본의증감        | -        | -     | -     | -     |
| 배당금지급        | -11      | -14   | -14   | -14   |
| 현금및현금성자산의증감  | 98       | -222  | 299   | 55    |
| 기초현금및현금성자산   | 156      | 254   | 32    | 331   |
| 기말현금및현금성자산   | 254      | 32    | 331   | 385   |

| 주요투자지표                 | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| EPS                    | 1,694  | 2,481  | 2,539  | 2,941  |
| BPS                    | 23,055 | 24,875 | 26,754 | 29,034 |
| CFPS                   | 1,844  | 4,729  | 5,008  | 5,478  |
| DPS                    | 400    | 400    | 400    | 400    |
| Valuation(배)           |        |        |        |        |
| PER                    | 19.2   | 10.6   | 10.4   | 8.9    |
| PBR                    | 1.4    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| PCR                    | 17.7   | 5.6    | 5.3    | 4.8    |
| EV/EBITDA              | 13.3   | 8.1    | 5.4    | 4.7    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| ROE                    | 7.5    | 10.4   | 9.8    | 10.5   |
| EBITDA 이익률             | 4.4    | 7.1    | 7.5    | 8.0    |
| 부채비율                   | 157.1  | 168.7  | 139.6  | 129.8  |
| 순부채비율                  | 46.4   | 78.2   | 27.6   | 19.3   |
| 매출채권회전율(x)             | 10.9   | 12.0   | 12.0   | 11.2   |
| 재고자산회전율(x)             | 10.0   | 10.8   | 11.4   | 10.8   |

자료 : 대성, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

| 의견제시일자            | 투자의견 | 목표주가   |
|-------------------|------|--------|
| 2016-02-22(담당자변경) | Buy  | 37,000 |

## 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 기관투자자 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 간섭없이 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 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 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 2016-12-31 기준

| 구분         | 매수     | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 89.2 % | 10.8 % | -  |