

대상(001680)

투자 회수 구간에는 주가 오른다

2분기 실적, 눈높이 충족할 것

2분기 연결 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 3.0%(회계 기준 변경 영향 제거 시 5.8% 증가 추정), 18.6% 증가해 컨센서스에 충분히 부합할 것이라는 중전의 전망을 유지한다. 국내 소재는 전분/전분당의 원재료와의 마진 스프레드 확대 및 바이오제품의 판매 증가로 우수한 수익성이 유지될 것이다. 해외 소재에서는 인도네시아법인이 전분/전분당공장의 가동율이 상승하며 3년 만에 분기 최고 이익(영업이익 30억원 이상 추정)을 달성할 것으로 예상된다. 국내 식품도 HMR과 신선식품이 고성장하고, cash cow인 미원 및 장류가 ASP가 오르고 경쟁이 완화되면서 이익이 증가할 것으로 기대된다.

하반기 이익 증가 폭 확대

대부분의 식품사들은 추석 일자 차이로 전년동기대비 이익 증가율이 3분기보다는 4분기에 클 것이다. 특히 동사는 지난해 4분기에 인센티브 등 일회성 비용이 많았기 때문에 이러한 흐름이 두드러질 전망이다. 우리는 동사 영업이익을 3분기 424억원(+9.6% YoY), 4분기 159억원(+207.5% YoY)로 전망한다. 3, 4분기를 합친 영업이익은 전년동기대비 32.9% 증가할 것이다. 상반기대비 하반기의 이익 증가 폭이 커지는 이유는 상반기의 이익 호전 요인이 더 강화됨과 동시에 최저 임금 상승 부담이 차츰 완화될 것으로 예상하기 때문이다. 인도네시아에서는 시장 성장성을 감안할 때 전분/전분당 판매는 꾸준히 증가하고 MSG도 판매처 다변화로 경쟁 심화 영향을 완화될 전망이다. 국내 소재의 실적 악화 가능성은 낮고, 국내 식품과 대상베스트코는 가격 인상, 통합구매, 재고/채권 회전을 개선 등으로 임금 인상의 부담을 줄여나갈 것으로 예상된다.

투자의 과실을 향유할 때, 매수 추천

2015년 이후 진행된 소재부문의 대규모 투자(라이신사업 인수, 인도네시아 전분/전분당공장 및 열병합 발전소 건설, 군산 바이오공장 업그레이드)가 일단락됐다. 올해부터는 이러한 투자의 성과가 본격화될 전망이며, 이로 인해 차입금도 줄어

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	2,855	111	65	1,794	10.9	188	14.7	7.7	1.1	7.9	1.5
2017A	2,969	97	53	1,467	(18.2)	177	18.8	8.4	1.1	6.1	1.8
2018F	3,063	117	73	2,023	37.9	202	12.5	6.6	1.0	8.1	2.4
2019F	3,204	142	91	2,532	25.2	229	10.0	5.6	0.9	9.6	3.0
2020F	3,348	162	108	2,997	18.3	250	8.3	4.7	0.8	10.5	3.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 36,000원(유지)

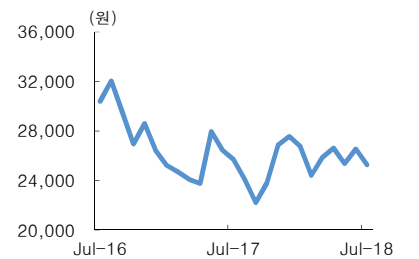
Stock Data

KOSPI(7/25)	2,273
주가(7/25)	25,250
시가총액(십억원)	875
발행주식수(백만)	35
52주 최고/최저가(원)	29,000/21,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,090
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.2/13.3
주요주주(%)	대상홀딩스 외 4인 44.8
	국민연금 13.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.8)	(8.0)	(2.3)
KOSPI 대비(%p)	(6.2)	3.3	4.5

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

실적의 안정성과 성장성이 한층 강화될 것으로 예상된다. 2018년과 2019년 PER은 각각 12.5배, 10.0배로 업종 평균대비 24~35% 저평가 상태다. 영업현금흐름과 투자활동현금흐름에서 모두에서 현금 유입이 많아지는 상황이기 때문에 주가의 상승 압력은 강해질 수 밖에 없다고 판단되며, 음식료 Top picks 중 한 종목으로 매수 추천한다.

〈표 1〉 2분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	1Q18	QoQ	컨센서스	차이
매출액	745.9	724.1	3.0	740.0	0.8	749.7	(0.5)
매출총이익	196.9	195.2	0.9	192.4	2.3		
판매비	168.6	171.3	(1.6)	162.2	3.9		
영업이익	28.3	23.9	18.6	30.2	(6.2)	27.6	2.5
세전이익	25.8	17.8	44.7	26.5	(2.7)	24.0	7.4
당기순이익	18.8	12.1	55.1	19.0	(1.0)	18.8	0.2
지배주주당기순이익	18.8	12.5	50.3	19.0	(1.1)	17.4	8.1
매출원가율	73.6	73.0		74.0			
판매비율	22.6	23.7		21.9			
영업이익률	3.8	3.3		4.1		3.7	
세전이익률	3.5	2.5		3.6		3.2	
순이익률	2.5	1.7		2.6		2.5	
지배주주당기순이익률	2.5	1.7		2.6		2.3	

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 Peer와의 PER 비교

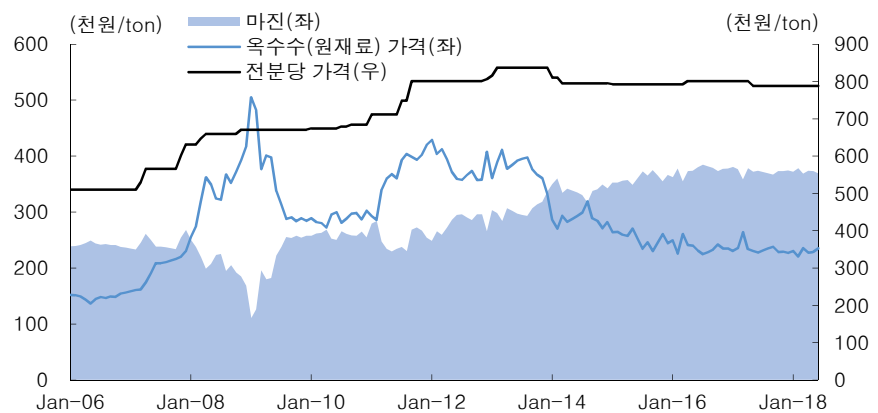
(단위: 원, 배)

		2016	2017	2018F	2019F
대상	EPS	1,794	1,467	2,023	2,532
	PER(A)	14.7	18.8	12.5	10.0
한국 음식료	PER(B)	14.5	20.4	16.5	15.3
세계 종합식품사	PER(C)	22.3	24.0	22.4	19.6
PER premium	(A/B)-1	1.4%	(7.9%)	(24.4%)	(35.0%)
	(A/C)-1	(34.0%)	(21.6%)	(44.3%)	(49.1%)

주: 7월 25일 종가 기준

자료: 한국투자증권

[그림 1] 전분당과 옥수수 가격 비교



자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연결 법인별 분기 실적

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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)
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
대상에프엔에프	(0.2)	2.4	3.5	1.6	0.2	2.2	4.4	0.1	—	—	—	—	—
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)
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
(% 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
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
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
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
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
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
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)
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)
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)
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)
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
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)
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

자료: 대상, 한국투자증권

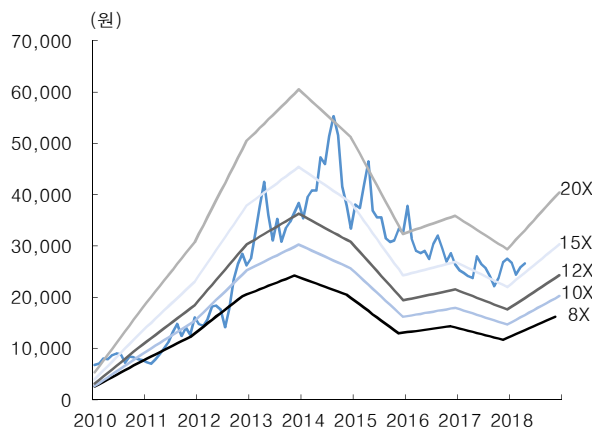
〈표 4〉 분기와 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	714.2	724.1	819.3	711.2	740.0	745.9	848.5	728.9	2,855.0	2,968.8	3,063.4	3,204.4
매출총이익	190.8	195.2	221.5	186.7	192.4	196.9	226.6	199.2	775.7	794.3	815.1	859.7
판매비	161.9	171.3	182.8	181.6	162.2	168.6	184.1	183.3	664.6	697.6	698.2	717.9
영업이익	28.9	23.9	38.7	5.2	30.2	28.3	42.4	15.9	111.1	96.7	116.9	141.8
세전이익	30.3	17.8	32.5	2.9	26.5	25.8	37.3	10.4	81.9	83.5	99.9	125.1
당기순이익	23.5	12.1	24.4	(8.3)	19.0	18.8	27.2	7.9	60.1	51.8	72.9	91.3
지배주주순이익	24.3	12.5	24.5	(8.6)	19.0	18.8	27.2	7.9	64.6	52.7	72.9	91.2
% YoY												
매출액	4.4	1.9	9.1	0.3	3.6	3.0	3.6	2.5	8.3	4.0	3.2	4.6
매출총이익	0.7	1.2	5.9	1.4	0.8	0.9	2.3	6.7	4.9	2.4	2.6	5.5
판매비	3.0	7.2	5.9	3.8	0.2	(1.6)	0.7	0.9	5.5	5.0	0.1	2.8
영업이익	(10.7)	(27.6)	6.1	(43.3)	4.5	18.6	9.6	207.5	1.1	(12.9)	20.9	21.3
세전이익	9.5	(29.4)	(9.4)	142.7	(12.4)	44.7	14.7	252.8	5.4	2.0	19.6	25.2
당기순이익	12.2	(36.5)	(14.2)	2.0	(19.1)	55.1	11.5	195.3	27.3	(13.8)	40.9	25.2
지배주주순이익	8.9	(37.6)	(17.6)	(14.8)	(21.9)	50.3	11.1	192.0	10.9	(18.4)	38.2	25.2
매출원가율	73.3	73.0	73.0	73.7	74.0	73.6	73.3	72.7	72.8	73.2	73.4	73.2
판매비율	22.7	23.7	22.3	25.5	21.9	22.6	21.7	25.1	23.3	23.5	22.8	22.4
영업이익률	4.0	3.3	4.7	0.7	4.1	3.8	5.0	2.2	3.9	3.3	3.8	4.4
세전이익률	4.2	2.5	4.0	0.4	3.6	3.5	4.4	1.4	2.9	2.8	3.3	3.9
지배주주순이익률	3.4	1.7	3.0	(1.2)	2.6	2.5	3.2	1.1	2.3	1.8	2.4	2.8

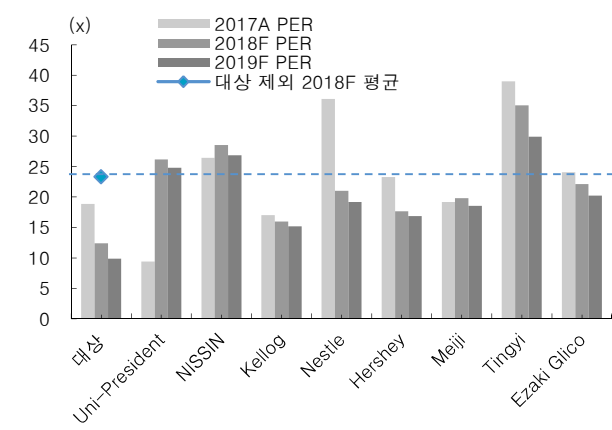
자료: 대상, 한국투자증권

[그림 2] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] Global peer와의 비교



주: 7월 25일 종가 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	968	939	958
현금성자산	184	148	138	128	127
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	2,242	2,251	2,259
유동부채	715	688	662	640	615
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	1,306	1,251	1,183
지배주주지분	848	871	922	986	1,062
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	292	295	295	295	295
기타자본	(34)	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	556	597	648	712	788
비지배주주지분	19	13	14	14	14
자본총계	867	884	936	1,000	1,076

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	55	166	184	207	221
당기순이익	60	52	73	91	108
유형자산감가상각비	71	74	80	81	82
무형자산상각비	5	5	6	6	6
자산부채변동	(99)	(6)	24	25	21
기타	18	41	1	4	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)	(10)	(10)	(1)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

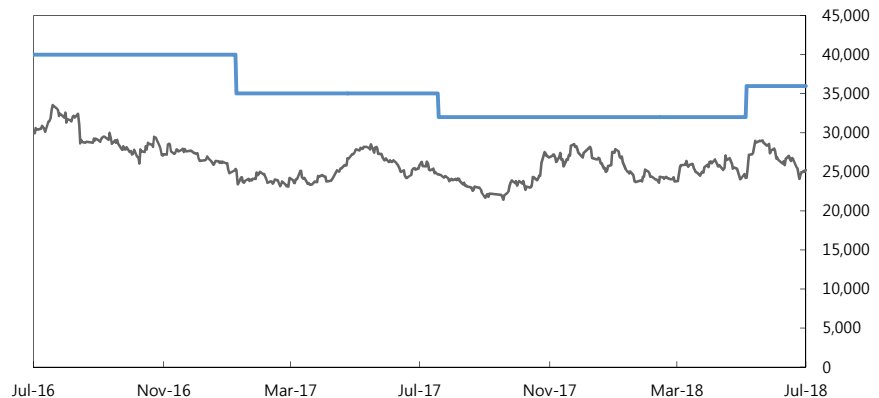
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,855	2,969	3,063	3,204	3,348
매출원가	2,079	2,174	2,248	2,345	2,440
매출총이익	776	794	815	860	909
판매관리비	665	698	698	718	747
영업이익	111	97	117	142	162
금융수익	17	24	8	6	6
이자수익	9	7	6	6	6
금융비용	42	36	26	23	20
이자비용	29	29	26	23	20
기타영업외손익	(8)	(4)	(2)	(2)	(2)
관계기업관련손익	3	3	3	3	3
세전계속사업이익	82	84	100	125	148
법인세비용	22	32	27	34	40
연결당기순이익	60	52	73	91	108
지배주주지분순이익	65	53	73	91	108
기타포괄이익	5	(20)	0	0	0
총포괄이익	65	32	73	91	108
지배주주지분포괄이익	69	34	73	91	108
EBITDA	188	177	202	229	250

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,794	1,467	2,023	2,532	2,997
BPS	23,549	24,181	25,604	27,386	29,483
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)	38.2	25.2	18.1
EPS증가율	10.9	(18.2)	37.9	25.2	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	2.4	2.8	3.2
EBITDA Margin	6.6	5.9	6.6	7.1	7.5
ROA	2.7	2.3	3.2	4.1	4.8
ROE	7.9	6.1	8.1	9.6	10.5
배당수익률	1.5	1.8	2.4	3.0	3.6
배당성향	22.3	34.2	29.7	29.6	29.9
안정성					
순차입금(십억원)	504	506	445	386	278
차입금/자본총계비율(%)	110.4	96.2	81.7	68.4	53.8
Valuation(X)					
PER	14.7	18.8	12.5	10.0	8.3
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.7	8.4	6.6	5.6	4.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대상(001680)	2016.07.13	매수	40,000원	-28.3	-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 7월 25일 현재 대상 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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.