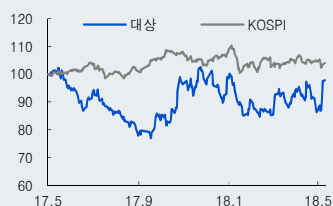


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(12M, 유지)	<b>33,000원</b>
현재주가(18/06/04)	27,250원
상승여력	21%

영업이익(18F, 십억원)	111
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	122
EPS 성장률(18F, %)	31.4
MKT EPS 성장률(18F, %)	13.1
P/E(18F, x)	14.2
MKT P/E(18F, x)	9.4
KOSPI	2,447.76

시가총액(십억원)	944
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	55.2
외국인 보유비중(%)	12.8
베타(12M) 일간수익률	0.59
52주 최저가(원)	21,450
52주 최고가(원)	28,550

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.4	1.1	-3.4
상대주가	6.0	3.3	-6.4



[음식료/담배]

**백운목**  
 02-3774-1679  
 wm.baek@miraeeasset.com

**홍수지**  
 02-3774-1853  
 susie.hong@miraeeasset.com

# 대상 (001680)

## 좋은 점 vs. 안 좋은 점, 균형의 추는 어디로..

### 2Q18, 소재식품에서 이익 증가 예상

대상(가공식품, 소재식품, 대상베스트코, 인도네시아, 베트남사업으로 구분)의 2Q18 실적은 매출액 4.2% 증가, 영업이익 20.5% 증가를 예상한다. 이익 증가는 소재식품(매출 비중 23%, 전분당, 라이신, 바이오 등)이 기여를 할 전망이다. 라이신은 물량 증가, 수율 향상이 맞물리면서 흑자가 확대될 전망이다. 전분당도 판매 가격(P)과 원재료 가격(C)의 스프레드(P-C)가 유지되면서 이익이 유지될 전망이다. MSG와 바이오도 물량 증가가 가능하다.

### 투자포인트 vs. 고려사항

대상의 18~19년 투자포인트는 소재식품 영업 환경 개선 지속, 대규모 투자 완료에 따른 투자 축소(차입금 축소 가능)이다. 고려사항은 가공식품(HMR 신제품, 냉동, 육가공, 신선식품, 김치, 장류, 조미료 등)에서의 느린 이익 개선 속도이다.

소재식품에서 투자 효과가 나타나면서 이익 개선이 뚜렷해질 전망이다. 라이신(매출 비중 유럽 60%, 동남아 20%, 국내 20%),은 1Q18에 매출액 23% 증가, 영업이익률 5%를 기록하여 마진 개선이 나타났다. 18년 라이신은 수량 증가, 원가 개선(공정 개선), 발효 수율 상승(16년 60%대에서 1Q18에는 74%로 상승), 판가 안정 등으로 부진에서 완전히 벗어날 전망이다.

신규 투자한 인도네시아 전분당 사업도 매출(1Q 200억원, 매출능력 연간 1천억원)이 증가하면서 상반기에 이익이 발생할 전망이다. 국내 전분당은 신규 매출처 확대, 전방산업(주류시장 등) 회복, 원가 안정으로 마진은 유지될 전망이다. 바이오는 알지닌, 아스타잔틴, 테아닌 등 신규 아미노산의 수출 증가로 마진이 개선 중이다.

14~17년에 라이신 인수, 대상베스트코 투자, 인도네시아 전분당 공장 건설, 베트남 육가공 회사 인수 등으로 자금 수요가 많았고 차입금이 증가했다. 18~19년에는 투자가 축소되어 차입금이 증가하지는 않을 전망이다. 투자의 결실이 18~19년에 서서히 나타난다고 본다.

18년 가공식품은 인건비, 마케팅비 등 비용 증가로 이익 개선이 느릴 전망이다. HMR(안주야, 휘슬링쿱, 증가반상, 츄시리즈 등)은 신제품 출시 지속으로 매출 성장은 크지만, 이익은 적자가 확대될 전망이다. 김치는 CJ제일제당과의 경쟁으로 적자가 지속될 전망이다. 조미료와 장류는 최근 점유율 경쟁이 완화되고 있어, 이익 유지가 가능하다. 김치, 조미료, 장류는 18년에는 가격 인상보다는 판관비(마케팅비) 관리를 통해 이익을 지킨다는 전략이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 33,000원 유지

대상은 대규모 투자(14~17년)가 일단락 되면서, 18~19년에는 완만하지만 펀더멘털의 정상화가 이루어질 전망이다. 18~19년 PER은 13~14배로 가공식품업체(CJ제일제당, 동원F&B, 롯데푸드, 오투기)와 비교하면 Valuation 매력에 있다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	2,635	2,855	2,969	3,077	3,213	3,351
영업이익 (십억원)	110	111	97	111	121	129
영업이익률 (%)	4.2	3.9	3.3	3.6	3.8	3.8
순이익 (십억원)	58	65	53	69	77	82
EPS (원)	1,618	1,794	1,464	1,923	2,131	2,276
ROE (%)	7.5	7.9	6.1	7.8	8.2	8.2
P/E (배)	20.1	14.7	18.8	14.2	12.8	12.0
P/B (배)	1.5	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	1.2	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

**대상**

좋은 점 vs. 안 좋은 점, 균형의 추는 어디로..

**표 1. 대상의 18년 2Q 실적 예상**

(십억원, %)

	2Q17	1Q18	2Q18F		증감률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	724.1	740.0	754.5	752.0	4.2	2.0
영업이익	23.9	30.2	28.8	27.9	20.5	-4.6
세전이익	17.8	26.5	23.0	24.2	29.0	-13.3
순이익	12.5	19.0	17.0	17.5	35.8	-10.7
영업이익률	3.3	4.1	3.8	3.7	-	-
순이익률	1.7	2.6	2.3	2.3	-	-

자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

**표 2. 대상의 분기별 수익예상**

(십억원, %)

	17				18F				17	18F	19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4Qf	연간	연간	연간
매출액	714	724	819	711	740	754	841	742	2,969	3,077	3,213
영업이익	29	24	39	5	30	29	42	9	97	111	121
세전이익	30	18	33	3	26	23	41	4	84	94	104
순이익	24	13	24	-9	19	17	30	3	53	69	77
영업이익률	4.0	3.3	4.7	0.7	4.1	3.8	5.0	1.3	3.3	3.6	3.8
순이익률	3.4	1.7	3.0	-1.2	2.6	2.3	3.6	0.4	1.8	2.3	2.4
매출액증가율	4.4	1.9	9.1	0.3	3.6	4.2	2.6	4.3	4.0	3.6	4.4
영업이익증가율	-10.7	-27.6	6.1	-43.3	4.5	20.5	9.1	80.5	-12.9	14.4	9.0
세전이익증가율	9.5	-29.4	-9.4	흑전	-12.4	29.0	24.7	47.9	2.0	13.0	10.0
순이익증가율	8.9	-37.6	-17.6	적지	-21.9	35.8	22.4	흑전	-18.4	31.4	10.8

자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

**표 3. 대상의 18~19년 수익예상 변경**

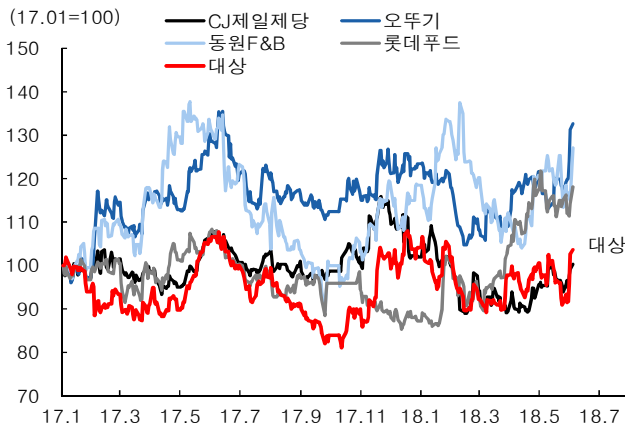
(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 사유
	18F	19F	18F	19F	18F	19F	
매출액	3,058	3,208	3,077	3,213	0.6	0.1	
영업이익	107	117	111	121	3.4	3.1	
세전이익	92	101	94	104	2.6	2.8	
순이익	67	75	69	77	3.4	2.3	
영업이익률	3.5	3.6	3.6	3.8	-	-	
순이익률	2.2	2.3	2.3	2.4	-	-	

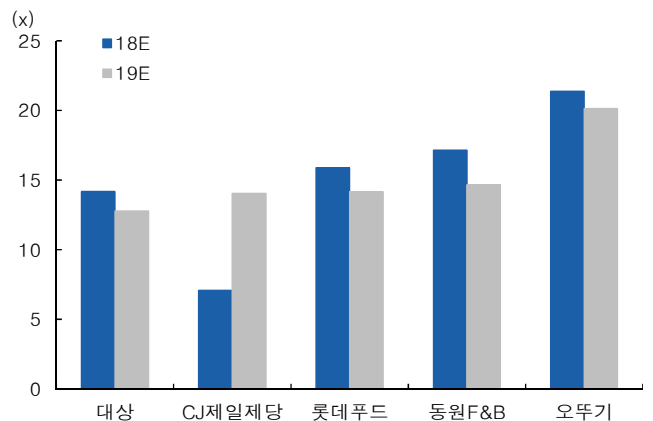
자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

**그림 1. 대상과 국내 주요 가공식품사의 주가 추이**

**그림 2. 대상과 국내 주요 가공식품사의 PER 비교**



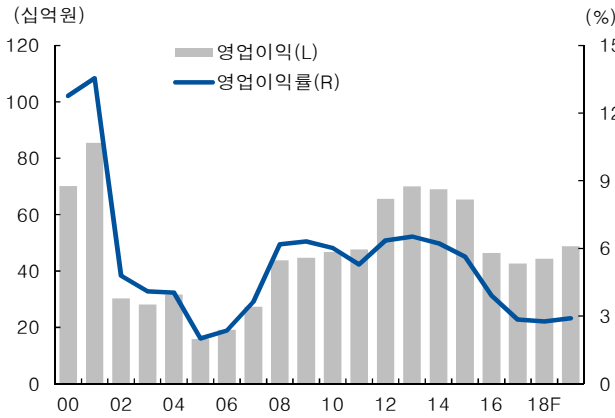
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

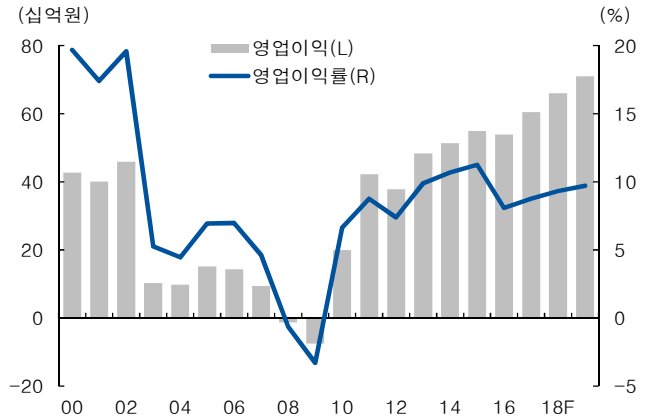
대상  
 좋은 점 vs. 안 좋은 점, 균형의 추는 어디로..

그림 3. 대상의 가공식품 영업이익 전망



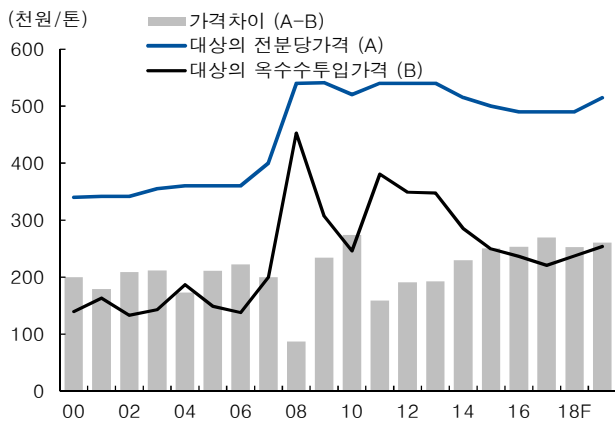
자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 대상의 소재식품(전분당, 라이신, 바이오) 영업이익 전망



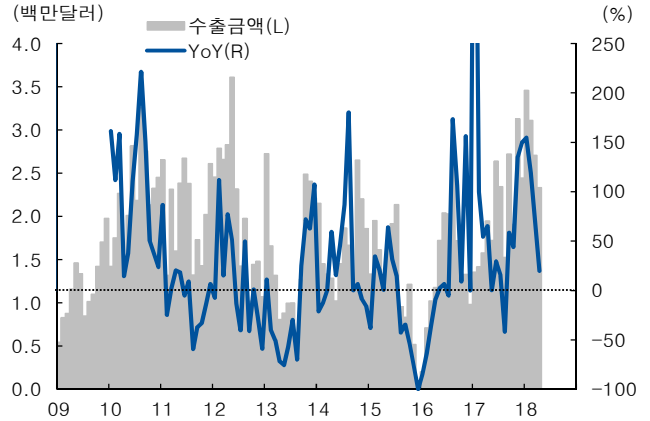
자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 전분당 판매가격과 옥수수 투입원가 Spread 전망



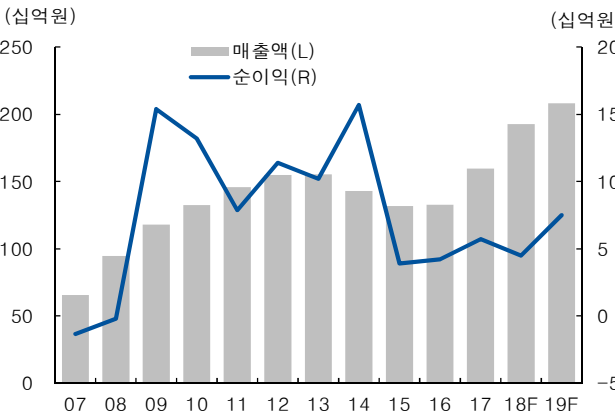
자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 한국의 라이신 수출액 추이



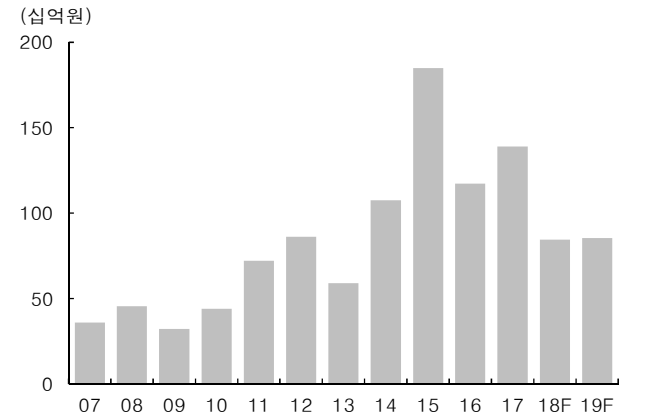
주: : 대상의 라이신 판매는 유럽(60%), 아시아(20%), 국내(20%)  
 자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 인도네시아(PT. 미원)의 실적 전망



주: 17년 2Q부터 전분당 신규 매출 발생  
 자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 대상의 설비투자(Capex)



자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

대상

좋은 점 vs. 안 좋은 점, 균형을 추는 어디로..

대상 (001680)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	2,969	3,077	3,213	3,351
매출원가	2,174	2,253	2,352	2,456
매출총이익	795	824	861	895
판매비와관리비	698	713	740	766
조정영업이익	97	111	121	129
영업이익	97	111	121	129
비영업손익	-13	-17	-17	-18
금융손익	-22	-19	-20	-19
관계기업등 투자손익	3	2	3	3
세전계속사업손익	84	94	104	111
계속사업법인세비용	32	27	29	31
계속사업이익	52	67	75	80
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	52	67	75	80
지배주주	53	69	77	82
비지배주주	-1	-2	-2	-2
총포괄이익	32	65	75	80
지배주주	34	66	76	81
비지배주주	-3	-1	-1	-1
EBITDA	177	191	200	210
FCF	27	39	49	51
EBITDA 마진율 (%)	6.0	6.2	6.2	6.3
영업이익률 (%)	3.3	3.6	3.8	3.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.8	2.2	2.4	2.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	999	1,002	1,067	1,099
현금 및 현금성자산	148	115	137	129
매출채권 및 기타채권	281	293	307	320
재고자산	318	332	348	363
기타유동자산	252	262	275	287
비유동자산	1,254	1,260	1,272	1,296
관계기업투자등	54	56	59	62
유형자산	894	900	910	932
무형자산	137	133	129	126
자산총계	2,252	2,263	2,339	2,395
유동부채	688	804	807	794
매입채무 및 기타채무	305	316	322	336
단기금융부채	316	418	411	381
기타유동부채	67	70	74	77
비유동부채	680	541	559	566
장기금융부채	536	391	401	401
기타비유동부채	144	150	158	165
부채총계	1,368	1,346	1,366	1,360
지배주주지분	871	906	964	1,028
자본금	36	36	36	36
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	597	641	700	764
비지배주주지분	13	11	9	7
자본총계	884	917	973	1,035

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	166	124	134	151
당기순이익	52	67	75	80
비현금수익비용가감	171	130	125	128
유형자산감가상각비	74	75	75	78
무형자산상각비	5	5	4	3
기타	92	50	46	47
영업활동으로인한자산및부채의변동	-6	-35	-16	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-13	-14	-13
재고자산 감소(증가)	-26	-12	-16	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	21	-37	4	8
법인세납부	-33	-20	-29	-31
투자활동으로 인한 현금흐름	-68	-95	-98	-112
유형자산처분(취득)	-139	-84	-86	-100
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	75	-11	-13	-12
기타투자활동	-1	0	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-109	-57	-15	-48
장단기금융부채의 증가(감소)	-107	-42	3	-30
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-14	-14	-18	-18
기타재무활동	9	-1	0	0
현금의 증가	-36	-33	22	-8
기초현금	184	148	115	137
기말현금	148	115	137	129

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	18.8	14.2	12.8	12.0
P/CF (x)	4.4	5.0	4.9	4.7
P/B (x)	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	8.5	7.7	7.2	6.7
EPS (원)	1,464	1,923	2,131	2,276
CFPS (원)	6,196	5,494	5,533	5,777
BPS (원)	24,181	25,137	26,768	28,544
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	33.5	25.7	23.2	21.7
배당수익률 (%)	1.8	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	4.0	3.6	4.4	4.3
EBITDA증가율 (%)	-5.9	7.9	4.7	5.0
조정영업이익증가율 (%)	-12.6	14.4	9.0	6.6
EPS증가율 (%)	-18.4	31.4	10.8	6.8
매출채권 회전을 (회)	10.7	11.1	11.1	11.0
재고자산 회전을 (회)	9.7	9.5	9.5	9.4
매입채무 회전을 (회)	12.2	12.3	12.5	12.7
ROA (%)	2.3	3.0	3.2	3.4
ROE (%)	6.1	7.8	8.2	8.2
ROIC (%)	4.5	5.8	6.4	6.6
부채비율 (%)	154.7	146.8	140.3	131.3
유동비율 (%)	145.1	124.6	132.3	138.4
순차입금/자기자본 (%)	57.2	53.3	47.2	41.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.3	5.0	5.2	5.6

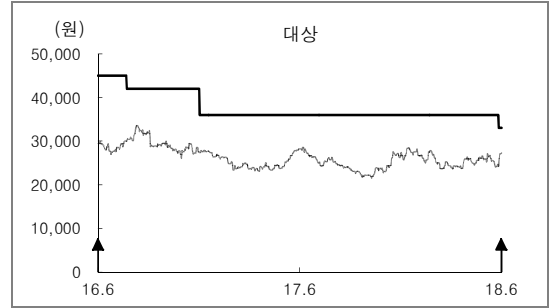
자료: 대상, 미래에셋대우 리서치센터

**대상**

좋은 점 vs. 안 좋은 점, 균형의 추는 어디로..

**투자 의견 및 목표주가 변동 추이**

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
대상(001680)				
2018.05.30	매수	33,000	-	-
2017.12.05	1년 경과 이후		-	-
2016.12.05	매수	36,000	-30.43	-20.83
2016.07.26	매수	42,000	-29.88	-20.12
2016.02.01	매수	45,000	-33.85	-24.78



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

**투자 의견 분류 및 적용 기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(━), Not covered(□)

**투자 의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.13%	15.92%	9.95%	0.00%

\* 2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
  - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
  - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.