

대상 (001680/매수)

음식료

탐방 코멘트

투자 의견 매수, 목표주가 22,000원 유지

대상은 3분기 실적 호전주이다. 과점(寡占)체제에서 오는 안정된營業을 토대로 본업인 식품과 전분당은 순항할 전망이다. 국내외 계열사도 빠르게 실적이 개선되는 중이다. 국제옥수수가격 상승으로 주가가 7월에 급락했지만, 원가 상승을 흡수할 수 있는 능력을 인정받아 빠르게 반등하여 사상 최고 주가를 눈앞에 두고 있다.

대상의 2013년 PER은 8.2배이다. 대상은 Agflation(Agriculture+ Inflation) 시대에 살아남을 수 있다. 목표주가는 22,000원이다. 3분기 실적과 가격 인상 추이를 지켜본 후 목표주가를 상향 조정할 계획이다.

옥수수가격 상승해도 2012년말까지 전분당 투입원가는 안정세

대상의 사업구조는 식품부문(장류, 조미료, 홍초, 가공식품, 소금 등, 매출비중 65%)과 소재부문(전분당, 전분, 핵산 등, 매출비중 35%)으로 구성되어 있다. 이중 국제옥수수가격에 직접 영향을 받는 부문은 소재부문(주로 전분당)이다. 전분당의 원료는 주로 옥수수이며, 대상의 옥수수 등의 2011년 연간 구매액은 2천3백억원으로 전체 매출액의 16.5%, 소재식품 매출액의 47.8%에 달한다.

옥수수가격이 현재 800센트/부셀로 급등했지만 하반기에도 전분당의 수익성은 상반기 수준(영업이익률 8.2%)을 유지할 전망이다. 하반기 옥수수 투입단가는 320~330달러/톤으로 상반기와 큰 차이가 없을 것이다. 대상은 올해 연말까지 투입되는 옥수수 물량을 확보해 왔다. 옥수수가 실제 원재료로 투입되는 시기는 구매 후 3~6개월이 지난 시점이다. 옥수수의 매입 후 운송, 하역, 투입 등에 3~6개월이 걸린다.

2013년초 전분당 투입원가 급등, 대안은?

국제 옥수수가격이 현재 가격을 연말까지 유지한다면 대상의 2013년초 옥수수 투입원가는 400달러/톤(Non GMO는 440~480달러/톤)이상으로 2012년보다 20~25%정도 상승할 전망이다. 이 경우 2013년 연간으로 460~580억원의 비용 부담이 발생할 전망이다. 농촌경제연구원(농업관측센터 곡물실 9월 산업연관분석 추정치 사용)에서는 최근의 옥수수가격을 적용하면 2012년말~2013년초에 전분(당)은 16.3% 상승할 요인이 있다고 밝혔다.

대상은 옥수수가격이 연말까지 강보합권에서 유지될 것으로 보고 대책을 마련 중이다. 대안은 원가절감 노력과 가격인상뿐이다.

백운목

02-768-4158

wm.baek@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	22,000
현재주가(12/09/10, 원)	18,250
상승여력(%)	20.5
EPS 성장률(12F, %)	39.7
MKT EPS 성장률(12F, %)	12.3
P/E(12F, x)	8.5
MKT P/E(12F, x)	10.4
KOSPI	1,924.70
시가총액(십억원)	628
발행주식수(백만주)	36
60D 일평균 거래량(천주)	283
60D 일평균 거래대금(십억원)	5
배당수익률(12F, %)	0.5
유동주식비율(%)	55.5
52주 최저가(원)	11,200
52주 최고가(원)	18,900
베타(12M, 일간수익률)	0.58
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.9
외국인 보유비중(%)	20.4

주요주주

대상홀딩스 외 2인(44.5%)

국민연금관리공단(8.22%)

JF Asset Management Limited 외 3인(6.6%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.7	37.2	17.0
상대주가	18.9	41.9	10.8

주요사업

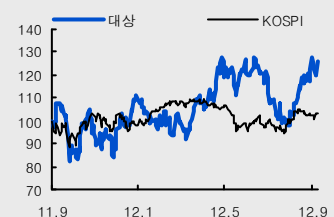
전분당, 가공식품, 조미료, 장류 생산 및 판매회사

Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	1,202	56	4.6	27	748	123	51	6.0	10.3	0.6	5.1
12/11	1,393	94	6.8	55	1,537	133	37	11.3	10.5	1.2	7.0
12/12F	1,569	117	7.5	77	2,147	159	66	14.0	8.5	1.2	6.3
12/13F	1,714	120	7.0	80	2,231	163	65	12.9	8.2	1.0	6.0
12/14F	1,834	136	7.4	92	2,544	181	78	12.9	7.2	0.9	5.2

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 대상, KDB대우증권 리서치센터



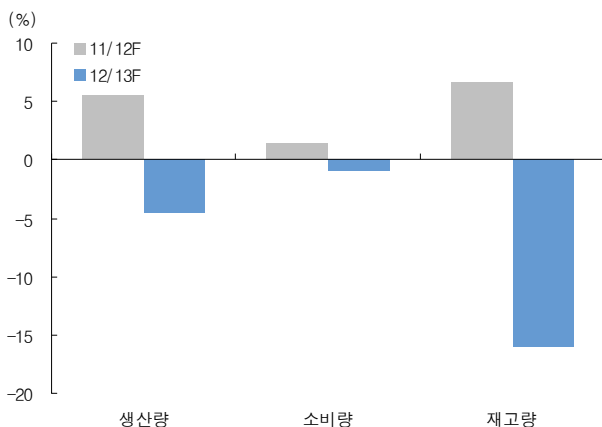
옥수수가격 상승 반영하여 2012년말~2013년초 전분당 가격 인상 필요

대상은 옥수수가격이 급등함에 따라 2013년에 사용될 옥수수의 구매를 미루고 있다. 옥수수가격이 급등하지 않았다면 2013년초에 사용될 옥수수는 7~8월에 구매를 시작한다. 하지만 아무리 늦어도 3개월 이전에는 구매를 해야 하기에 9월 중으로는 일부 구매가 이루어질 전망이다. 현재 미국 옥수수 위주에서 벗어나 구매선의 다양화를 추진하고 있다.

전분당 가격 인상은 2012년말이나 2013년초에 최소 10% 이상을 해야 한다. 2000년 이후 국제옥수수가격이 상승할 경우 6~9개월 정도의 시차를 두고 전분당 가격을 인상해 왔다. 가격 인상이 이루어지면 3개월 정도는 일시적으로 판매량이 감소한다. 하지만, 3개월이 지나면 판매량은 정상 수준으로 회복된다.

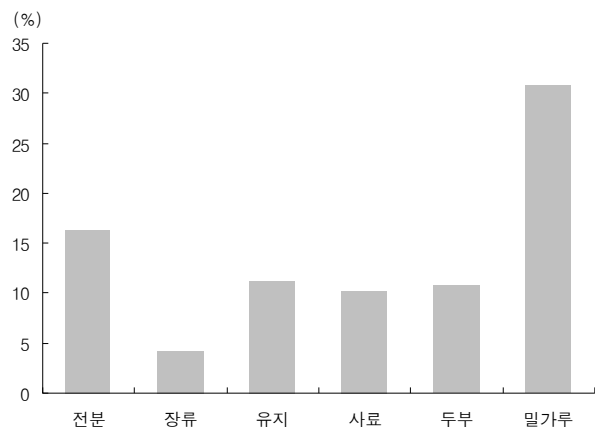
전분당은 설탕과 달리(설탕은 B2C가 있으나 전분당은 B2B가 대부분) 가격 인상이 개별적으로 진행되기 때문에 상대적으로 인상이 쉽다. 최근 설탕가격이 5% 정도 인하되었으나 여전히 설탕 대비 전분당이 가격 경쟁력을 가지고 있다.

그림 1. 국제옥수수 생산, 소비, 재고 증감률 전망



자료: USDA, 대상, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 국제곡물가격 상승에 따른 국내식품 가격 인상 추정



자료: KERI 국제곡물관측월보(2012.9), KDB대우증권 리서치센터

홍초 1위, 홍초 시장의 성장성은?

국내 마시는 식초(홍초)시장 규모는 2010년 670억원에서 2011년에 820억원, 2012년에는 1,500억원으로 성장할 전망이다. 홍초시장을 개척한 회사는 대상이었다. 대상은 2005년에 '마시는 홍초'를 판매하여 2011년에 512억원의 매출을 기록했고, 2012년에 700억원 정도의 매출이 예상된다. 영업이익률은 7~8%로 추정된다. 시장점유율은 대상이 70% 정도이고 샘표가 25% 정도이다. 대상은 홍초시장이 성장함에 따라 60억원을 투자하여 홍초 라인 증설을 진행 중이며 9월에 완공될 예정이다.

계열사 실적은?

대상의 핵심 계열사는 대상F&F, PT. Miwon Indonesia, Miwon Vietnam, 대상Japan, 대상베스트코이다. 계열사 실적이 크게 좋아지고 있다. 2012년 상반기 지분법이익은 138억원으로 2011년 상반기 59억원보다 2배 이상 좋아졌다.

대상F&F(대상 지분율 100%, 장부가액 746억원)는 김치, 육가공, 두부 생산, 판매업체였다. 종가집 김치로 잘 알려진 김치사업부는 경쟁력이 있으나 육가공과 두부는 CJ제일제당과 풀무원에 비해 상대적으로 경쟁력이 약했다. 육가공과 두부로 인해 2011년에 적자를 냈다. 하지만 경쟁력이 약하고 이익이 부진한 육가공은 대상에게 매각(2012년 4월 1일, 매각금액 266억원)했고, 두부도 OEM으로 전환

했다. 대상에게 매각된 육가공은 매출액이 450~500억원 정도이고, OEM으로 전환된 두부는 200~250억원 정도였다.

대상F&F는 2012년에 육가공 매각으로 매출액이 2천억원(2011년 2,590억원)으로 감소하지만, 영업이익은 100억원으로 적자에서 흑자로 돌아설 전망이다. 순차입금도 3백억원 정도로 축소되어 재무 안정성이 높아질 전망이다.

PT. Miwon Indonesia(인도네시아 소재 조미료 생산업체, 대상 지분율 83.9%, 장부가격 11억원)는 2012년 매출액 1천 6백억원, 영업이익 180억원 정도는 가능할 전망이다. 수율 회복과 수익성 위주의 경영이 지속되는데다 원재료인 원당의 국제가격 하락으로 원가도 안정세를 보이기 때문이다.

Miwon Vietnam(대상 지분 93.1%, 장부가격 314억원)은 2012년에 매출액 1천1백억원, 영업이익은 20억원의 흑자(상반기에는 2억원 적자)가 가능할 전망이다. 2011년에는 적자였다. 2012년에는 PT. Miwon에서 반제품 형태의 조달이 증가하면서 원가가 하락했기 때문이다.

대상Japan(대상 지분율 100%)은 일본에 있는 무역법인이다. 2012년 매출액은 1천2백억원 정도로 영업이익은 1~2% 정도로 예상한다.

대상베스트코의 실적은?

계열사 중 최근 관심을 끌고 있는 회사는 대상베스트코(대상 지분율 70%, 장부가격 700억원)이다. 대상베스트코는 식자재유통, 판매업, 단체급식, 가공식품 판매업을 하는 식자재 유통회사이다. 2011년에 본격적으로 영업을 시작했으며 **2012년 매출액은 4천4백억원(상반기 2천1백억원), 영업이익은 손익분기점 달성이 예상된다.** 대상은 2011년 상반기에 장류, 조미료 등 자사제품 350억원 정도를 대상베스트코에 판매했다.

대상베스트코는 향후 중소도매상 매입 또는 지분 취득 후 합병하는 방법으로 성장을 할 계획이다. 한국의 식자재유통은 아직 기업화, 현대화가 이루어지지 않은 영역이다. 성장이 클 것으로 예상됨에 따라 CJ, 신세계, 풀무원, 동원, 현대, 대상 등 대기업들이 모두 진출하여 각축전을 진행하고 있다.

식품류의 가격 인상은?

최근 음식료업체들은 가격 인상을 조금씩 시도하고 있다. 소비자물가(CPI)가 4%를 넘나드는 시기에는 물가 압박으로 가격 인상이 어려웠다. 최근 소비자물가가 2% 이하에서 안정세를 찾고 있기에 어느 정도까지의 가격 인상은 가능하다. **대상도 조미료, 홍초, 맛소금, 된장, 스파게티 등 몇 가지 품목에 대해 3~5% 정도의 가격을 인상한 것으로 추정된다.** 참고로 CJ제일제당이 다시다(조미료) 가격을 7월에 7.9% 인상했다.

식품류에서 적자사업이 사라진 이유는?

대상의 식품사업은 조미료, 장류, 홍초, 서구식품, 소금류, 냉동식품, 액체양념 등 다양하다. 과거에는 조미료, 장류를 제외하곤 영업이익이 불안정했다. 하지만, 최근에는 극히 일부 품목을 제외하고는 흑자를 내고 있다. 즉, 적자사업부가 거의 없다. 이는 **첫째, 강력한 구조조정 결과이다. 품목별 이익을 중시하면서 적자 품목이 축소되었다. 둘째, 과점(寡占)체제 형성에 의한 비용 절감 때문이다.** 식품부문에 과점 구조가 형성되면서 대상은 경영전략을 수익성 위주로 전환했고 출혈 경쟁을 자제하고 있어 매출액 증가율 내에서 판관비를 통제할 수 있게 되었다.

2012년 투자 계획은?

2012년 경상투자 350억원, 지분투자 800억원 정도로 예상된다. 경상투자는 상반기에 240억원 정도가 투자되어 하반기에는 100억원대의 투자가 이루어질 전망이다. 지분투자는 지금까지 대상F&F에서 육가공사업 매입(266억원), 대상베스트코 증자(140억원), 정품(소스회사) 인수(60억원) 등에 5백억원 정도가 집행되었다.

2012년 3분기 실적 Preview

3분기는 매출액은 4,310억원(12.5% 증가), 영업이익 390억원(34.5% 증가)의 호실적이 예상된다. 식품사업(장류, 홍초, 조미료, 가공식품)은 신제품 효과, 식자재 유통채널 확대, 가격 인상, 가공식품 구조조정(적자 SKU 철거 관리) 효과, 적절한 마케팅 비용 등으로 수익성 상승이 지속될 전망이다. 전분당도 3분기에는 원가가 낮아 수익성은 최고에 달하기 때문이다.

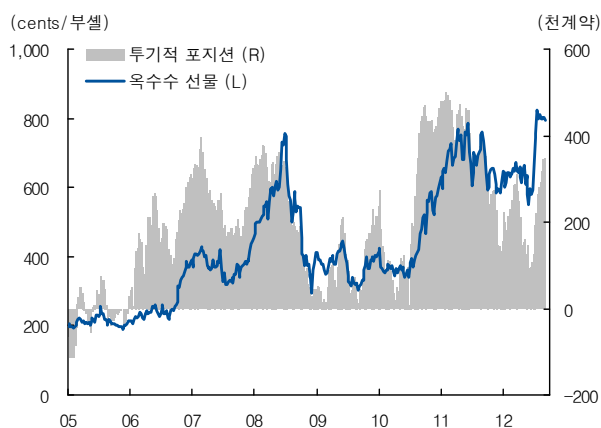
표 1. 대상의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012F					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
매출액	365	399	431	374	1,569	394	435	473	412	1,714
영업이익	25	37	39	15	117	21	39	44	16	120
세전이익	24	31	30	15	100	18	34	38	18	107
순이익	19	24	23	11	77	14	25	28	13	80
영업이익률	7.0	7.7	9.1	4.1	7.4	5.3	8.9	9.4	3.9	7.0
순이익률	5.3	4.6	5.2	3.0	4.9	3.4	5.8	6.0	3.3	4.7
매출액증가율	13.4	15.8	12.5	9.0	12.7	8.1	9.0	9.8	10.0	9.2
영업이익증가율	6.9	38.5	34.5	4.0	23.9	-17.7	5.5	12.7	4.2	2.7
세전이익증가율	-1.1	18.9	187.4	-8.4	29.6	-24.3	7.2	26.6	22.4	7.7
순이익증가율	8.2	54.7	215.7	-24.1	39.7	-29.6	3.3	24.9	20.8	3.9

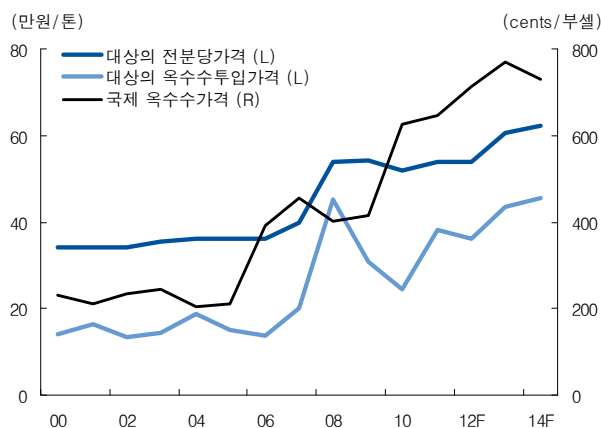
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 국제옥수수가격 추이와 투기적 포지션



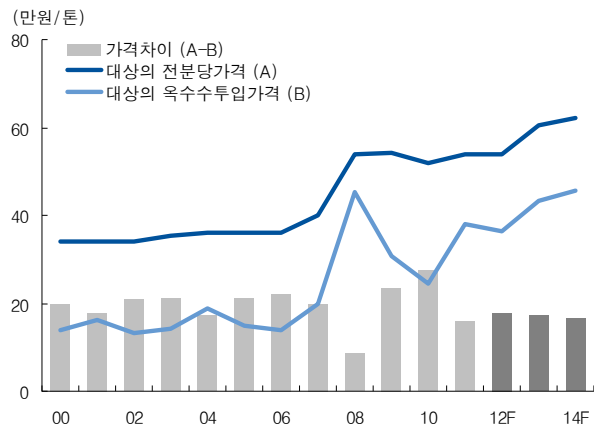
자료: Thomson Reuters, 대상, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 국제옥수수가격과 대상의 옥수수투입가격 추이



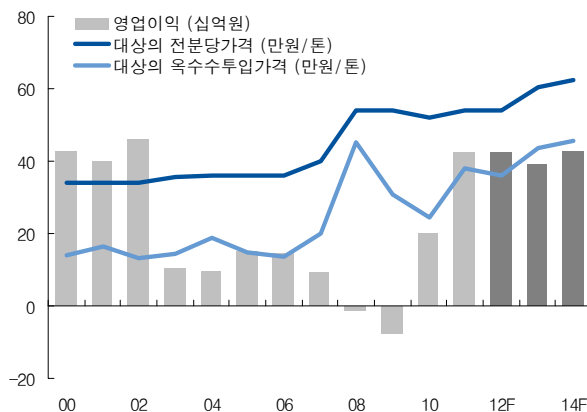
자료: Thomson Reuters, 대상, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 대상의 옥수수투입가격과 전분당 가격 및 Gap 추이



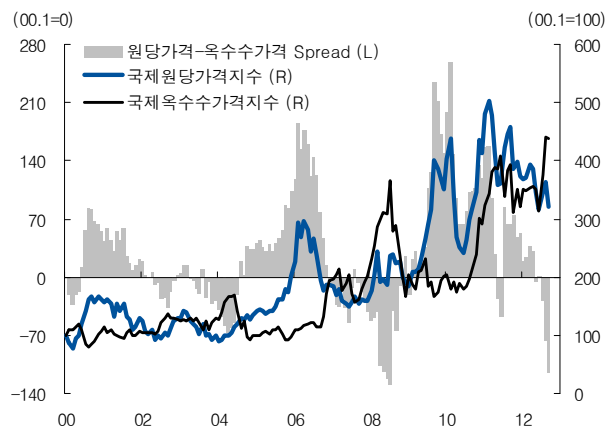
자료: 대상, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 대상의 옥수수투입가격, 전분당 가격, 영업이익 추이



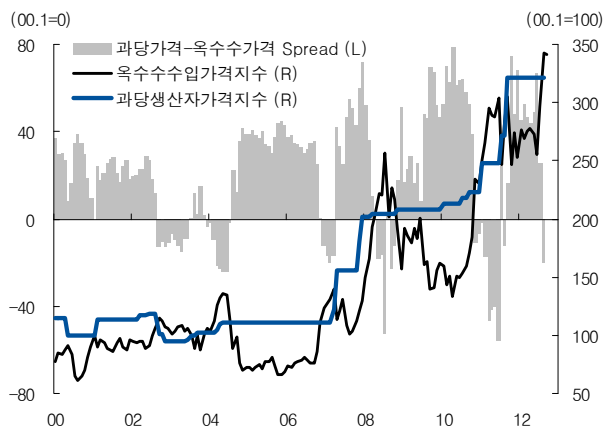
자료: 대상, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 옥수수와 원당의 가격 Spread 추이



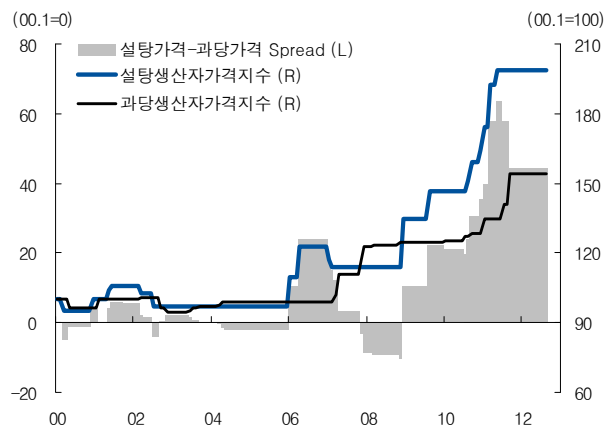
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 전분당(과당)가격과 옥수수가격의 Spread



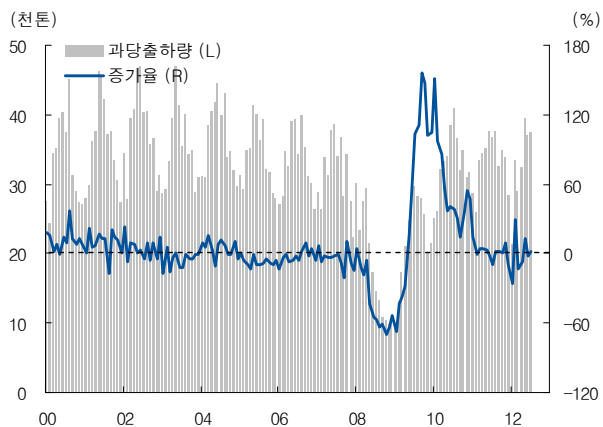
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 설탕가격과 전분당(과당)가격의 Spread



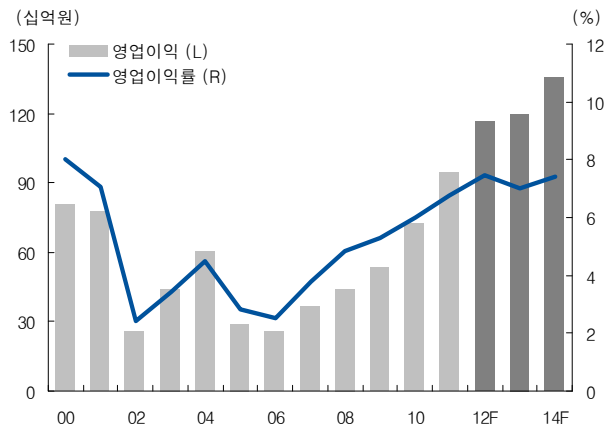
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 전분당(과당) 출하 증가율 추이



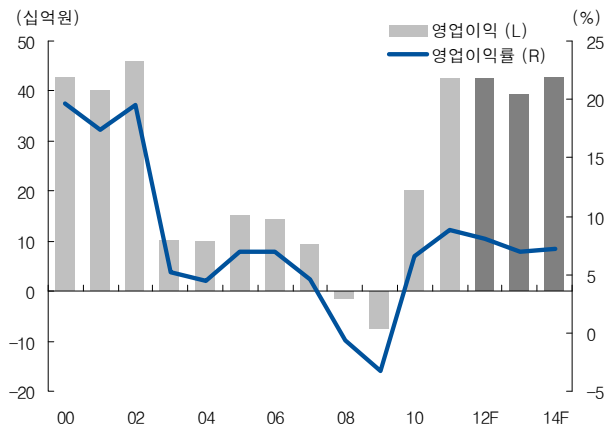
자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 대상의 전체 영업이익과 영업이익률 전망



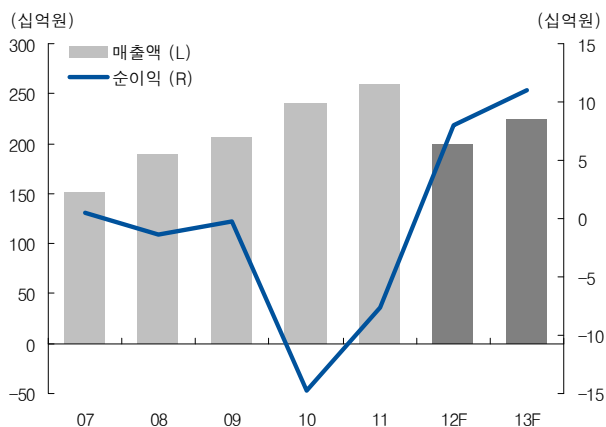
자료: 대상, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 대상의 전분당 영업이익 전망



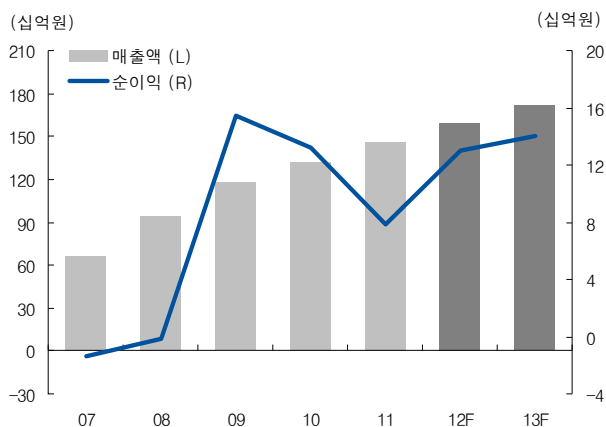
자료: 대상, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 계열사인 대상F&F의 실적 전망



자료: 대상, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 계열사 PT.MWON INDONESIA의 실적 전망



자료: 대상, KDB대우증권 리서치센터

대상 (001680)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	1,393	1,569	1,714	1,834
매출원가	972	1,081	1,188	1,266
매출총이익	421	488	526	569
판매비와관리비	331	372	406	433
조정영업이익	90	116	120	136
영업이익	94	117	120	136
비영업손익	-18	-17	-13	-14
순금융비용	14	15	12	12
관계기업등 투자손익	0	5	5	5
세전계속사업손익	77	100	107	122
계속사업법인세비용	21	22	27	31
계속사업이익	55	77	80	92
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	55	77	80	92
지배주주	55	77	80	92
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	57	78	81	92
지배주주	57	78	81	92
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	133	159	163	181
FCF	37	66	65	78
EBITDA마진율 (%)	9.5	10.1	9.5	9.9
영업이익률 (%)	6.8	7.5	7.0	7.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	4.9	4.7	5.0

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	62	112	121	139
당기순이익	55	77	80	92
비현금수익비용가감	89	92	82	90
유형자산감가상각비	40	40	38	41
무형자산상각비	3	3	5	5
기타	-7	-12	-8	-8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-52	-37	-14	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-33	-16	-14	-12
재고자산 감소(증가)	-33	-13	-18	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	14	15	12
법인세납부	-30	-21	-27	-31
투자활동으로 인한 현금흐름	-38	-84	-93	-89
유형자산처분(취득)	-31	-42	-45	-50
무형자산감소(증가)	-10	-8	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	35	-6	-8	0
기타투자활동	-33	-28	-32	-31
재무활동으로 인한 현금흐름	56	-76	-15	-25
장단기금융부채의 증가(감소)	76	-54	5	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-4	-4	-4
기타재무활동	-15	-18	-16	-16
현금의증가	80	-48	14	25
기초현금	78	159	111	125
기말현금	159	111	125	150

자료: 대상, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	470	466	521	572
현금 및 현금성자산	159	111	125	150
매출채권 및 기타채권	137	155	169	181
재고자산	170	191	209	224
기타유동자산	4	4	5	5
비유동자산	770	822	875	929
관계기업투자등	11	16	21	26
유형자산	453	470	477	487
무형자산	16	21	25	28
자산총계	1,239	1,289	1,396	1,501
유동부채	432	479	533	549
매입채무 및 기타채무	144	162	177	190
단기금융부채	249	273	308	308
기타유동부채	40	44	49	52
비유동부채	293	223	199	201
장기금융부채	228	152	122	117
기타비유동부채	22	26	32	39
부채총계	725	702	732	750
지배주주지분	514	587	664	752
자본금	36	36	36	36
자본잉여금	304	302	302	302
이익잉여금	207	280	357	444
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	514	587	664	752

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	10.5	8.5	8.2	7.2
P/CF (x)	5.9	5.5	5.4	4.8
P/B (x)	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	7.0	6.3	6.0	5.2
EPS (원)	1,537	2,147	2,231	2,544
CFPS (원)	2,714	3,340	3,411	3,812
BPS (원)	13,849	15,696	17,743	20,101
DPS (원)	100	100	120	120
배당성향 (%)	6.5	4.7	5.4	4.7
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	15.9	12.7	9.3	7.0
EBITDA증가율 (%)	7.7	20.1	2.2	11.6
영업이익증가율 (%)	69.7	23.9	2.7	13.1
EPS증가율 (%)	105.5	39.7	3.9	14.0
매출채권 회전율 (회)	12.3	11.6	11.4	11.3
재고자산 회전율 (회)	9.1	8.7	8.6	8.5
매입채무 회전율 (회)	23.4	24.4	24.1	23.8
ROA (%)	4.8	6.1	6.0	6.3
ROE (%)	11.3	14.0	12.9	12.9
ROIC (%)	11.0	14.4	13.7	14.9
부채비율 (%)	140.9	119.6	110.2	99.7
유동비율 (%)	108.6	97.3	97.6	104.3
순차입금/자기자본 (%)	61.9	52.6	43.9	34.8
영업이익/금융비용 (x)	5.8	6.6	7.6	8.5

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 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 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

