

BUY

대상

001680 탐방노트 | 음식료

탐방보고 : 편견을 버리고 보면 여전히 싸다

2017. 05. 18

목표주가(유지)	33,000원
현재주가(05/17)	25,850원
Up/Downside	+27.7%
투자의견(유지)	Buy

Analyst
차재현
02 369 3378
imcjh@dongbuhappy.com

매출 동향 및 전망: 1Q17 개별기준 매출액은 19.0%YoY증가했다. F&F 합병효과와 외식 사업의 베스트코 이관 등의 효과를 제거할 경우 전체 매출액은 6.7%성장한 것으로 추정한다. 경기 침체와 어려운 경쟁 환경하에서도 식품 부문의 성장성(4.3%YoY)이 완만하지만 회복되고 있는 것으로 추정한다. 소재 부문 매출 역시 라이신을 제외하고 3.8%YoY성장했다. 라이신 매출도 판매량 증가로 전년대비 18%성장했다(440억원→520억원).

수익성 전망: 1Q17 개별기준 대상의 영업이익률은 5.1%로 전년대비 1.8%pt하락했다. F&F 합병시 BI교체 비용(20억원 수준)과 조직 구조 변경 과정에서의 비용 증가, 선물세트/라이신 관련이익의 감소(19억원 추정) 등 때문인 것으로 파악된다. 조직구조 변경 과정에 발생한 것이라는 점에서 크게 1Q17 수익성 하락을 크게 우려할 만한 상황은 아닌 것으로 판단한다. 사업보고서상의 부문별 영업이익에서 소재부문의 이익 급감한 것으로 나타나지만 공통 간접비 배분 방식 변화에 따른 것으로 전년대비 비교시 큰 의미가 없다. 전분당, 미원, 라이신 등 주력 사업에서의 이익구조는 안정적인 상황을 유지하고 있는 것으로 추정한다. 전반적인 내수 침체와 경쟁 심화, 조직 구조 변동 등 불확실한 경영환경하에서도 다른 음식료 경쟁사 대비 양호한 성장과 수익성을 유지하고 있다는 것으로 평가한다.

주요 연결 자회사 동향: 1Q17 대상베스트코의 매출은 15.4%YoY증가했다. 적자점포 2곳 정리에도 불구하고 외식 부문 이관에 따른 효과로 판단된다. 1Q17에도 전년대비 적자폭이 축소됐고 대주주 보유지분 감자로 누적 결손금의 87%가 해소됐다.

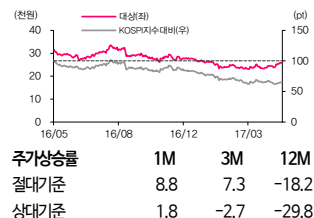
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,635	2,855	3,000	3,135	3,274
(증가율)	1.8	8.3	5.1	4.5	4.4
영업이익	110	111	122	139	151
(증가율)	-21.7	1.1	9.4	14.0	9.0
지배주주순이익	58	65	76	90	99
EPS	1,675	1,859	2,202	2,597	2,861
PER (H/L)	29.6/16.7	20.5/14.0	11.7	10.0	9.0
PBR (H/L)	2.2/1.3	1.6/1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (H/L)	12.1/8.0	9.9/7.7	6.5	5.7	5.2
영업이익률	4.2	3.9	4.1	4.4	4.6
ROE	7.5	7.9	8.7	9.5	9.6

Stock Data

52주 최저/최고	23,100/33,550원
KOSDAQ /KOSPI	640/2,293pt
시가총액	8,957억원
60일-평균거래량	177,819
외국인지분율	9.6%
60일-외국인지분율변동추이	-1.5%p
주요주주	대상홀딩스 외 4 인 44.8%



PT미원의 전분당 공장이 가동되기 시작했고(1분기 43억 매출), 연말 100%가동을 목표로 하고 있다. 필리핀 전분당 공장의 전례를 감안시 성공적인 사업이 될 가능성이 높고, 영업이익 BEP전환에는 2년 정도 소요될 것으로 추정한다.

편견을 버리고 보면 여전히 싸다: 전분당, 미원 등 주력 부문의 안정적 이익 창출에 문제가 없고, 가공식품의 성장성이 회복되기 시작했다. 라이신 수출이 예상보다 빠른 개선을 보이고 있고 원가율 안정시 판매량 증가와 함께 흑자구조를 보일 것으로 추정한다. 사업구조개편후 완만한 시너지가 예상되며, 대상베스트코는 대주주 감자로 무거운 짐을 덜었다. 전년의 실적 불확실성이 점차 안정화되고 있는 것으로 판단한다. 동사의 주가는 17년 추정실적 기준 P/E 11배 수준에서 거래중이며 실적 불안정성이 완화될 경우 여전히 Valuation 매력을 보유하고 있다. 기대감이 없는 만큼 실망도 없다. 목표주가 33,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

도표 1. 대상 연결기준 1Q17 실적

(단위: 억원 %)

	1Q17	1Q16	%YoY	동부추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	7,142	6,843	4.4	7,117	0.4	7,127	0.2
영업이익	289	324	-10.7	327	-11.7	306	-5.5
세전이익	303	252	19.9	274	10.4	-	-
지배주주순이익	243	200	21.4	213	14.1	201	21.0

자료: 공정공시, 동부 리서치

도표 2. 대상 개별기준 1Q17 세부 실적

(단위: 억원 %)

	1Q17	1Q16	%YoY	코멘트 및 전망
매출액	5,310	4,461	19.0	F&F 합병(+640억), 외식이관(-90) 제외시 6.7%성장
식품	3,654	2,927	24.8	합병, 이관제외시 4.3%성장
소재	1,656	1,534	7.9	라이신매출 18%성장. 전분당 등 3.8%성장
매출총이익	1,523	1,293	17.7	합병 등으로 매출 총이익 증가
GP마진	28.7	29.0	-0.3	원가상승, 조직 변경 등의 영향
영업이익	271	310	-12.6	F&F BI교체 -20억, 선물세트/라이신 감익(-19억 추정)
식품	150	140	6.8	조미료(+4.5%), 서구식품(+10%) 등 매출성장 긍정적
소재	121	169	-28.7	간접 공통비 배분에 따른 영향. 전분당 수익성 유지
영업이익률	5.1	6.9	-1.8	미원, 전분당 등 주력 부문 수익성 유지
식품	4.1	4.8	-0.7	일시적 요인 제외시 안정적 이익유지
소재	7.3	11.0	-3.7	라이신 부문 수출 개선 긍정적

자료: 공정공시, 동부 리서치

도표 3. 주요 연결 자회사 실적

(단위: 억원 %)

		1Q17	1Q16	증가금액	%YoY
베스트코	매출액	1,315	1,140	+175	15.4
	영업이익	-33	-39	+6	적자축소
PT미원	매출액	359	327	+32	9.8
	영업이익	28	32	-4	-12.5
미원베트남	매출액	198	222	-24	-10.8
	영업이익	5	2	+3	-

자료: 감사보고서 등, 동부 리서치

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

1년간 투자의견 비율 (2017-03-31 기준) - 매수(71.5%) 중립(28.5%) 매도(0.0%)

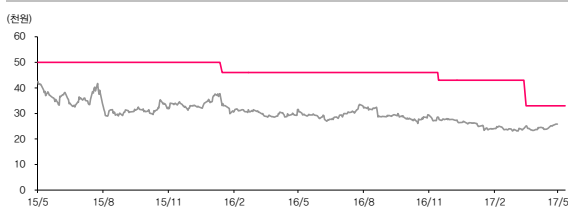
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

대상 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
15/02/02	BUY	50,000			
16/02/01	BUY	46,000			
16/12/01	BUY	43,000			
17/04/02	BUY	33,000			