

# 대상

# BUY(유지)

001680 기업분석 | 음식로

목표주가(상향)	38,000원	현재주가(02/26)	26,700원	Up/Downside	+42.3%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 02. 27

## 베스트코 합병, 긍정적 턴어라운드 지속

### News

**베스트코 합병 공시, 긍정적 변화 지속중:** 대상과 베스트코의 합병이 공시됐다(2월 25일). 100%지분 보유 자회사의 합병이라는 점에서 주가 측면에서 우려될 사항은 없다. 오히려 베스트코의 18년 말 기준 차입금 규모는 1,402억원 수준이며 합병에 따른 신용리스크 하락으로 조달 금리가 4.2%에서 2%수준으로 내려갈 전망이다. 이에 따라 연결 기준 연간 이자비용이 28억원 가량 감소할 것으로 추정한다. 참고로 베스트코의 18년 연간 영업이익률은 -1.8%로 전년대비 0.9%pt, 2015년 대비로는 5.68%pt가 개선됐다(베스트코 영업적자 17년 154억원 → 18년 86억원으로 68억원 축소)

### Comment

**베스트코, 구조조정에 따른 자체적 실적 개선도 긍정적:** 18년 하반기에도 베스트코는 단순 프랜차이즈 구매 대형 매출 축소, 적자 점포 폐점(C&C매장 : 양주, 수완, 성서점, C&D매장 4개점) 등을 통해 기존 대비 94억원 수준의 영업 적자 요인을 제거시켰다. 18년 11월 베스트코 영업이익은 드디어 흑자 전환하는 등 뚜렷한 구조조정 효과를 보이고 있다. 합병 이후 중박 비용 축소와 구매력 증가에 따른 원가하락, 이자비용 축소 등으로 유통 부문의 수익성 회복이 예상보다 강할 것으로 추정한다.

### Action

**마지막 약점이던(?) 베스트코의 턴어라운드 시작, 추정실적과 목표주가 상향:** 국내 주력사업 부문의 시장 지위가 견고하며 그동안의 경쟁 심화에서 벗어나면서 수익성이 안정화되고 있다. 인도네시아, 베트남 등 해외 사업에서의 성장이 지속중이며, 2015년 인수한 라이신 사업도 4~5%수준의 영업이익률을 기록하고 있다. 그동안의 투자와 성장 중심의 경영이 결실을 내고 있는 상황에서 마지막 약점이었던 베스트코가 턴어라운드를 시작했다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
(단위: 십억원, 원 배 %)							
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	22,200/29,000원
매출액	2,855	2,969	2,960	3,044	3,137	KOSDAQ /KOSPI	750/2,233pt
(증가율)	8.3	4.0	-0.3	2.9	3.0	시가총액	9,251억원
영업이익	111	97	123	144	160	60일-평균거래량	123,981
(증가율)	1.1	-12.9	27.3	16.9	10.9	외국인지분율	16.2%
지배주주순이익	65	53	71	87	99	60일-외국인지분율변동추이	+0.4%p
EPS	1,859	1,505	2,029	2,496	2,847	주요주주	대상홀딩스 외 4인 44.8%
PER (H/L)	20.5/14.0	19.4/14.2	12.3	10.6	9.3	(천원)	대상(좌)
PBR (H/L)	1.6/1.1	1.2/0.9	1.0	1.0	0.9		KOSPI자유대비(우)
EV/EBITDA (H/L)	9.9/7.7	8.7/7.2	5.8	5.2	4.6		
영업이익률	3.9	3.3	4.2	4.7	5.1		
ROE	7.9	6.1	7.9	9.1	9.6		

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.3	14.7	4.9
상대기준	0.8	5.7	15.2

다양한 식문화 변화와 시장 환경 변화에 대응하여 베스트코의 물류 소싱력과 대상의 R&D능력 결합할 필요성이 있으며 향후 대상 그룹의 식자재 유통, 단체 급식 부문에 대한 적극적인 영업이 전개될 것으로 전망한다. 성공적 구조조정 이후 유통부문에 대한 대상의 전략이 다소 공격적인 성장 전략으로 선화하고 있지만, 그렇다고 향후 전개될 전사적 수익성 중심의 경영에 부담이 될 수준은 아닐 것으로 판단한다.

베스트코의 예상보다 강한 영업 실적 회복과 이자비용 축소 등을 감안하여 19년, 20년 EPS추정치를 각각 5.2%, 8.6%상향 조정한다. 실적 추정치 상향에 따라 목표주가를 기존 36,000원에서 38,000원으로 소폭 상향한다. 주가 상승의 최대 걸림돌이었던 베스트코의 정상화와 리스크 축소가 나타나고 있다는 점에서 긍정적 접근을 권고한다.

도표 1. 대상 분기별 실적 전망(5월이후 베스트코 반영 예정)

(단위: 억원, %)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
개별기준*	매출액	5,626	5,418	5,998	5,260	5,739	5,612	6,243	5,489
	식품	3,798	3,464	4,147	3,470	3,874	3,609	4,346	3,645
	소재	1,828	1,954	1,851	1,790	1,865	2,003	1,897	1,844
	매출총이익	1,536	1,501	1,655	1,398	1,578	1,549	1,748	1,469
	GP%	27.3	27.7	27.6	26.6	27.5	27.6	28.0	26.8
	영업이익	298	342	388	133	327	365	443	142
	%YoY	10.1	38.7	-0.0	6.5	9.8	6.7	14.1	6.5
	식품	128	119	259	17	163	159	278	31
	소재	170	223	130	116	164	206	165	111
	OP%	5.3	6.3	6.5	2.5	5.7	6.5	7.1	2.6
	식품	3.4	3.4	6.2	0.5	4.2	4.4	6.4	0.8
	소재	9.3	11.4	7.0	6.5	8.8	10.3	8.7	6.0
	연결기준	매출액	7,400	7,243	7,853	7,101	7,598	7,412	8,164
매출총이익		1,924	1,906	2,069	2,033	1,983	2,031	2,172	2,065
GP%		26.0	26.3	26.3	28.6	26.1	27.4	26.6	28.4
영업이익		302	354	414	162	380	378	498	184
OP%		4.1	4.9	5.3	2.3	5.0	5.1	6.1	2.5
세전이익**		265	546	297	114	339	295	387	160
당기순이익		190	406	209	-97	248	215	283	123
지배주주순이익		190	407	209	-96	249	217	284	123
기타/조정	매출액	1,774	1,825	1,855	1,841	1,859	1,800	1,921	1,780
	영업이익	4	12	25	28	53	13	55	42

자료: DB금융투자, 사업보고서

\* 5월 합병후 개별실적에 베스트코 합산예정(아직 미반영), 4Q18년 연결실적은 잠정치, 개별실적은 DB추정치 \*\* 2Q18 사업연도차익 발생

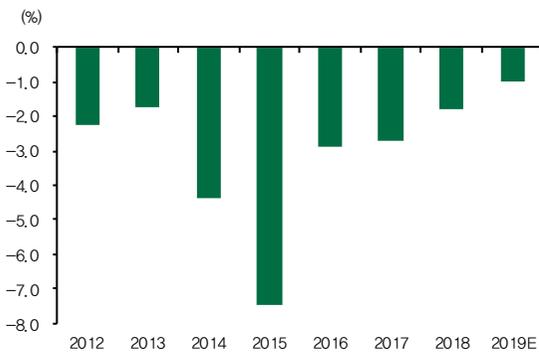
도표 2. 대상 연간 기준 실적 전망

(단위: 억원, %)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
개별기준	매출액	13,929	15,525	15,703	16,011	16,483	18,527	21,901	22,302	23,083	23,839
	식품	8,998	10,321	10,725	11,078	11,351	11,856	15,183	14,879	15,474	16,078
	소재	4,932	5,204	4,978	4,933	5,132	6,671	6,718	7,423	7,609	7,761
	매출총이익	4,206	4,620	4,834	5,040	5,122	5,223	6,444	6,090	6,344	6,583
	GP%	30.2	29.8	30.8	31.5	31.1	28.2	29.4	27.3	27.5	27.6
	영업이익	901	1,038	1,181	1,209	1,203	1,003	1,031	1,162	1,277	1,374
	%YoY	17.2	15.2	13.8	2.3	-0.4	-16.6	2.8	12.7	10.0	7.6
	식품	476	656	700	692	663	464	500	523	630	707
	소재	425	378	481	516	541	539	531	638	647	667
	OP%	6.5	6.7	7.5	7.5	7.3	5.4	4.7	5.2	5.5	5.8
	식품	5.3	6.4	6.5	6.3	5.8	3.9	3.3	3.5	4.1	4.4
	소재	8.6	7.3	9.7	10.5	10.5	8.1	7.9	8.6	8.5	8.6
연결기준	매출액	21,638	24,518	25,423	25,888	26,350	28,550	29,688	29,597	30,443	31,370
	매출총이익	6,226	6,773	7,188	7,293	7,397	7,757	7,943	7,932	8,250	8,564
	GP%	28.8	27.6	28.3	28.2	28.1	27.2	26.8	26.8	27.1	27.3
	<b>영업이익</b>	<b>1,089</b>	<b>1,297</b>	<b>1,558</b>	<b>1,403</b>	<b>1,099</b>	<b>1,111</b>	<b>967</b>	<b>1,231</b>	<b>1,440</b>	<b>1,597</b>
	OP%	5.0	5.3	6.1	5.4	4.2	3.9	3.3	4.2	4.7	5.1
	세전이익	801	1,072	1,202	1,139	777	819	836	1,222	1,182	1,348
	당기순이익	542	882	1,058	900	472	601	518	708	869	991
	지배주주순이익	555	894	900	928	583	646	527	710	872	994
	PT.미원	매출액	1,459	1,550	1,552	1,426	1,318	1,254	1,597	1,960	2,156
순이익		106	140	102	119	39	42	57	65	120	135
베스트코	매출액	82	3,567	4,267	4,595	4,636	4,880	5,715	4,801	5,041	5,293
	순이익	-6	-104	-110	-186	-385	-161	-255	-140	-88	-35
복음자리	매출액	261	299	338	337	337	324	339	356	391	430
	순이익	18	27	25	27	27	20	6	11	12	13

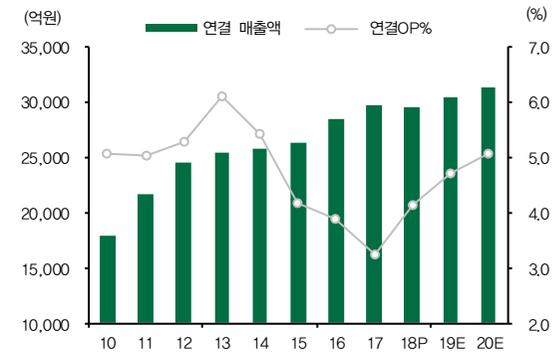
자료: DB금융투자, 공정공시 \* 2018년 연결실적은 잠정치, 개별법인 실적은 DB추정치

도표 3. 베스트코 영업이익률 추이, 분명한 턴어라운드



자료: DB금융투자, 감사보고서 등

도표 4. 2020년 연결 영업이익률 5%대 회복 전망



자료: DB금융투자, 사업보고서

### Appendix : 회사측 제시 합병관련 시너지 요약

회사측은 제조기반의 대상과 유통기반의 Bestco는 합병을 통해 각 사의 강점을 극대화하여 B2B시장에서의 시장지위를 확대할 수 있을 것으로 기대하고 있다.

도표5. 대상과 대상베스트코 각사 보유 경쟁력

대상	대상베스트코
제품/개발 경쟁력 - 소스, 장류, 냉동, 육가공 등 제조 경쟁력 보유 - 조미기술 기반의 '맛구현 역량'	글로벌 소싱 경쟁력 -일식, 서양식, 동남아식 등 글로벌 네트워크 구축
맞춤형 솔루션 역량 -R&D, 메뉴개발 센터 보유	1차 상품 가격경쟁력, 음식료 전품목에 대한 Coverage 보유 -자체 PB를 통한 품목별 가격 경쟁력 보유
청정원/종가집 등 브랜드 신뢰 구축	고객 BigData를 통한 상품개발 -보유하고 있는 기존 고객데이터를 통한 분석&개발

자료: 대상 IR자료

도표6. 대상 사업계획상 베스트코-대상간 시너지 가능성

2018년 : 통합 전	2023년 : 통합을 통한 지속 성장 모델 구축	
 5,200억		
	기존사업 외식 (1,730억→3,800억) 학교급식 (1,200억→2,000억) 단체급식 (700억→1,200억) 식자재 (6,970억→11,000억)	신규사업 단체급식 (관공서, 병원, 산업체 등) 컨세션 (호텔, 리조트, 골프장, 휴게소 등)
 4,800억	총 18,000억	
<b>Total 1조원</b>	<b>Total 2조원</b>	

자료: 대상 IR자료

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,086	999	1,086	1,187	1,305
현금및현금성자산	184	148	247	316	409
매출채권및기타채권	288	281	276	286	296
재고자산	294	318	300	310	320
비유동자산	1,222	1,254	1,235	1,227	1,219
유형자산	854	894	881	877	872
무형자산	139	137	132	128	125
투자자산	108	105	105	105	105
자산총계	2,308	2,252	2,321	2,414	2,524
유동부채	715	688	707	731	760
매입채무및기타채무	313	340	359	382	412
단기차입금및단기사채	309	204	204	204	204
유동성장기부채	63	111	111	111	111
비유동부채	726	680	677	677	677
사채및차입금	585	536	533	533	533
부채총계	1,441	1,368	1,384	1,407	1,437
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	292	295	295	295	295
이익잉여금	556	597	650	719	800
비배주주지분	19	13	13	13	13
자본총계	867	884	937	1,006	1,087

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	2,855	2,969	2,960	3,044	3,137
매출원가	2,079	2,174	2,166	2,219	2,281
매출총이익	776	794	793	825	856
판매비	665	698	670	681	697
영업이익	111	97	123	144	160
EBITDA	188	177	222	241	255
영업외손익	-29	-13	-1	-26	-26
금융손익	-24	-12	-26	-23	-22
투자손익	3	3	2	2	2
기타영업외손익	-8	-4	23	-5	-6
세전이익	82	84	122	118	135
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	60	52	71	87	99
자배주주지분순이익	65	53	71	87	99
비배주주지분순이익	-5	-1	0	0	0
총포괄이익	65	32	71	87	99
증감률(%YoY)					
매출액	8.3	4.0	-0.3	2.9	3.0
영업이익	1.1	-12.9	27.3	16.9	10.9
EPS	11.0	-19.0	34.8	23.0	14.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	55	166	229	203	219
당기순이익	60	52	71	87	99
현금유출이없는비용및수익	150	171	170	145	147
유형및무형자산상각비	76	80	99	97	96
영업관련자산부채변동	-99	-6	40	2	9
매출채권및기타채권의감소	-34	1	5	-10	-10
재고자산의감소	1	-26	17	-10	-10
매입채무및기타채무의증가	3	21	19	24	30
투자활동현금흐름	-220	-68	-82	-88	-80
CAPEX	-117	-139	-80	-89	-88
투자자산의손중	-4	6	0	0	0
재무활동현금흐름	97	-109	-49	-46	-46
사채및차입금의 증가	133	-107	-3	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	3	0	0	0
배당금지급	-14	-14	-18	-18	-18
기타현금흐름	-1	-25	0	0	0
현금의증가	-69	-36	99	69	93
기초현금	254	184	148	247	316
기말현금	184	148	247	316	409

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,859	1,505	2,029	2,496	2,847
BPS	23,549	24,181	25,652	27,572	29,829
DPS	400	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	14.2	18.3	12.3	10.6	9.3
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.8	8.5	5.8	5.2	4.6
수익성(%)					
영업이익률	3.9	3.3	4.2	4.7	5.1
EBITDA마진	6.6	5.9	7.5	7.9	8.1
순이익률	2.1	1.7	2.4	2.9	3.2
ROE	7.9	6.1	7.9	9.1	9.6
ROA	2.7	2.3	3.1	3.7	4.0
ROIC	6.6	4.5	5.5	8.3	9.3
안정성및기타					
부채비율(%)	166.2	154.7	147.7	139.9	132.2
이자보상배율(배)	3.8	3.3	4.5	5.2	5.8
배당성향(배)	22.9	33.5	24.5	19.9	17.5

자료: 대상 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 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.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

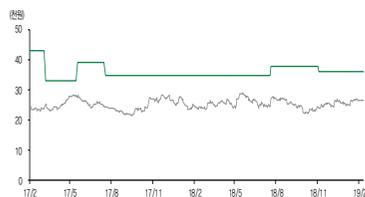
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/12/01	Buy	43,000	-41.0	-35.0	19/02/27	Buy	38,000	-	-
17/04/02	Buy	33,000	-22.5	-13.6					
17/06/12	Buy	39,000	-33.8	-27.7					
17/08/14	Buy	35,000	-27.8	-17.1					
18/08/14	1년경과		-30.0	-30.0					
18/08/16	Buy	38,000	-34.1	-27.0					
18/11/29	Buy	36,000	-28.7	-24.6					

주: \*표는 담당자 변경