



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원
주가(5/4): 240,500원
시가총액: 9,281억원

음식료

Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/4)		2,461.38pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	272,000원	177,000원
등락률	-11.58%	35.88%
수익률	절대	상대
1M	12.9%	10.5%
6M	19.4%	24.0%
1Y	-10.1%	-18.1%

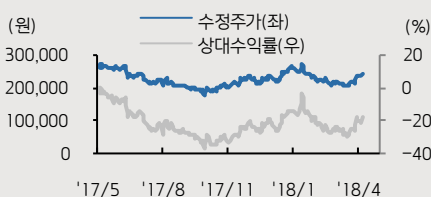
Company Data

발행주식수		3,859천주
일평균 거래량(3M)		7천주
외국인 지분율		5.22%
배당수익률(18E)		1.04%
BPS(18E)		165,474원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외	71.3%
	국민연금공단	6.3%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	22,413	25,526	28,022	30,271
보고영업이익	733	724	811	960
핵심영업이익	733	724	811	960
EBITDA	1,120	1,153	1,258	1,409
세전이익	648	673	743	895
순이익	504	514	564	679
지배주주지분순이익	503	514	551	679
EPS(원)	13,044	13,313	14,291	17,588
증감률(%YoY)	-11.4	2.1	7.3	23.1
PER(배)	15.2	17.6	16.8	13.7
PBR(배)	1.4	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	10.4	9.0
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	2.9	3.2
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	2.9	3.2
ROE(%)	9.4	9.0	9.2	10.1
순부채비율(%)	22.0	58.9	55.4	49.6

Price Trend



동원F&B (049770)

지나간 우려, 다가올 기대



동원F&B의 1Q18 연결기준 영업이익은 229억원으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 참치원어 등 원재료 투입단가 상승으로 인한 예고된 실적 부진이었다. 하지만, 2분기부터는 원어투입단가 하락과 주요 제품의 ASP 개선으로 실적이 증익 구간으로 진입할 것으로 기대된다. 실적 부진에 따른 주가 조정이 발생한다면, 저가 매수로 대응해야 할 시점이다.

>>> 1Q18 영업이익 229억원으로 컨센서스 하회

동원F&B의 1Q18 연결기준 영업이익은 229억원(-24% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 1) 원재료 투입단가 상승(참치원어/치즈), 2) 최저임금 상승으로 인해, 동원F&B 본사와 자회사 동원홈푸드의 수익성이 악화되었기 때문이다. 특히, 동사의 핵심 제품인 참치캔의 주요 원재료인 가다랑어(Skipjack)의 투입단가가 20% 이상 상승한 점이 부정적으로 작용한 것으로 판단된다.

>>> 실적 핵심 변수의 변화에 주목

동사의 1분기 실적은 단기적으로 주가에 부정적으로 작용할 수 있으나, 2분기 이후 실적 핵심 변수의 변화를 감안한다면, 단기 주가 조정은 매수 기회로 판단된다. **1) 원어투입단가 하락 전환, 2) 주요 제품의 ASP 개선으로 2분기부터 영업이익이 증익으로 전환될 가능성이 높기 때문이다.**

단기적으로 참치어가는 계절적 성수기 구간에 진입하며 상승하는 흐름을 보이겠지만, 1) 어가의 중장기 Cycle과 낮은 시장 집중도, 2) 전년도 라니냐 영향을 감안한다면, 점차 YoY 하락 전환할 것으로 판단된다. 특히, 전년도 기저가 높은 하반기부터 하락 폭이 확대될 것으로 기대된다. 더불어, 올해 3월에 캔햄과 냉동만두의 1위 업체가 가격인상을 단행하였고, 유가공 업체들의 경쟁강도도 완화될 가능성이 높기 때문에, 동사의 캔햄/냉동만두/유가공 제품도 ASP와 수익성이 개선될 가능성이 높다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 30만원 유지

동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 30만원을 유지한다. 단기적으로 1분기 실적이 시장 기대치를 하회한 점은 주가에 부정적으로 작용할 수 있다. 다만, 핵심 실적 변수의 변화를 감안한다면, 단기 주가 조정을 저가 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

1Q18 Review:
별도기준 OP 감소

동원F&B의 1분기 별도기준 영업이익은 전년동기 대비 -65억 감소하였다(일반식품 부문). 1) 원어투입단가 상승과 2) 치즈 원재료 가격 상승으로 원가율이 악화되었기 때문이다. 통상, 동원F&B의 별도기준 수익성은 핵심 원재료인 참치원어의 투입단가에 의해 좌우되는 경향이 강하다. 올해 1분기 원어투입단가는 전년동기 대비 20% 이상 상승하였기 때문에, 실적 부진을 피하기 어려운 상황이었다.

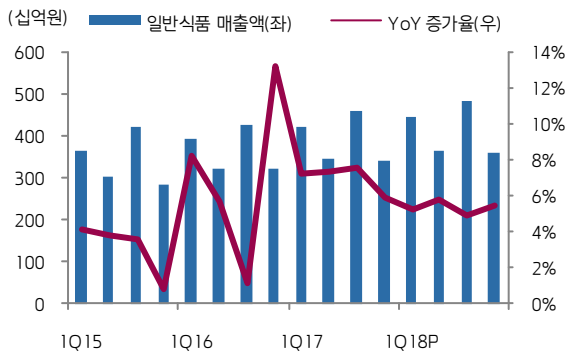
자회사 손익도 부진

주요 자회사인 동원홈푸드와 동원팜스도 실적이 부진했던 것으로 추산된다. 연결기준 영업이익의 감소폭이 별도기준 영업이익의 감소폭 보다 컸기 때문이다. 올해 최저임금 인상률은 16%로 예년보다 높았기 때문에, 단체급식 사업부의 인건비와 각종 도급 수수료의 상승으로, 동원홈푸드(조미유통 부문)의 수익성이 악화된 것으로 판단된다. 당사는 2분기부터 단체급식 단가를 인상하여, 해당 사업부의 수익성을 정상화 시킬 계획이다.

핵심 변수 개선으로
2분기부터 증익 가능

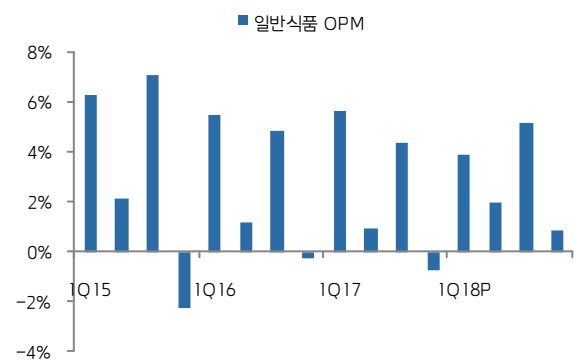
이러한 1분기 실적 부진에도 불구하고, 당사는 동원F&B에 대한 긍정적인 view를 유지한다. 올해 2분기부터 원어투입단가가 하향 안정화 될 가능성이 높고, 캔햄/냉동만두/유가공 제품 등 주요 제품의 ASP와 수익성이 개선될 가능성이 높기 때문이다. 이러한 핵심 변수의 개선은 실적 안정성과 가시성을 상승시켜, 동사의 밸류에이션 레벨에도 긍정적인 영향을 줄 가능성이 높다.

분기별 일반식품 부문 매출액 추이 및 전망



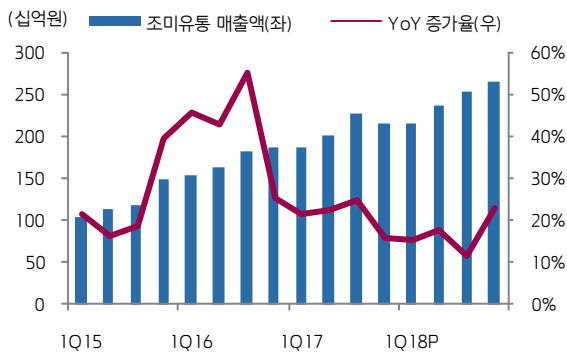
자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

분기별 일반식품 부문 영업이익률 추이 및 전망



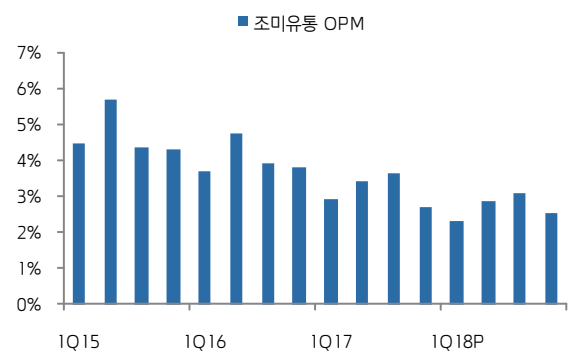
자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

분기별 조미유통 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

분기별 조미유통 부문 영업이익률 추이 및 전망



자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

참치어가 하락 기대

동원F&B는 국내 참치캔 시장점유율 1위 업체로(MS 75%), 동사의 별도기준 매출에서 참치캔이 차지하는 비중은 약 20% 수준이다. 과거 대비 참치캔의 매출 비중이 축소된 것은 사실이나, 여전히 원어투입단가와 동사의 원가율은 상관관계가 높은 편이다.

참치 어획 시장은 총 선망어선 수가 300척이 넘고, 1위 업체의 시장점유율이 6%에 불과하기 때문에, 완전경쟁시장에 가깝다. 따라서, 특별한 가정이 없다면, 강세 Cycle 3년 차에는 어가 약세 전환을 고민해야 한다. 참치어가는 2016년부터 수급이 타이트해지면서 반등하기 시작하였는데, 올해는 강세 3년차로 Cycle이 끝나는 구간에 있다. 게다가, FAD 조업 금지가 작년 10월에 끝난 이후, 참치어가가 계속 약세 흐름을 보이며 정상적인 계절성을 시현하고 있기 때문에, 특별한 강세 요인도 발견되지 않는다. 또한, 작년 4분기부터 해수면의 온도가 평년 보다 낮은 라니아 상황이기에 때문에, 어획이 예상보다 부진했을 가능성이 높다. 이에 따라 참치어가는 작년 4분기부터 가격의 high base가 형성되었을 가능성이 높다.

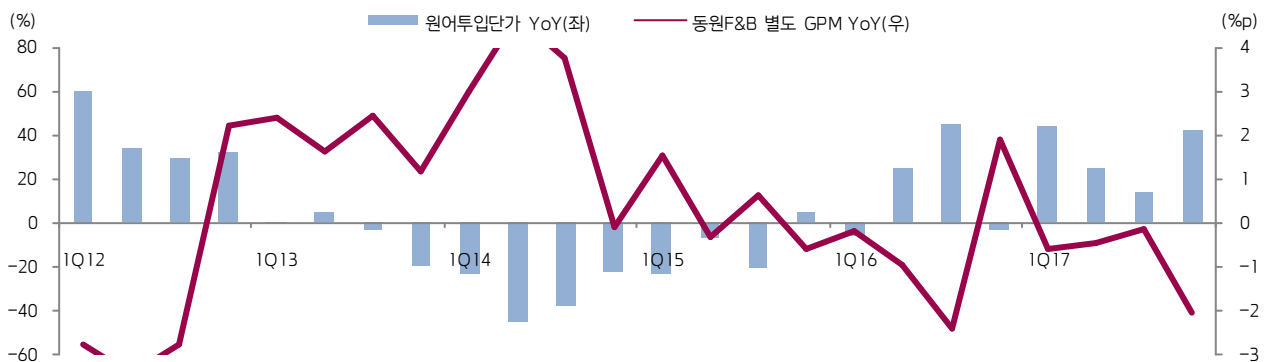
2분기부터 영업이익 증익 전환 기대

원/달러 환율 흐름과 참치어가의 하락 전환 및 계절성을 감안한다면, 2분기부터 원어투입단가가 하락하고, 영업이익이 증익으로 전환될 가능성이 높다. 올해 1분기까지 원어투입단가 상승으로 실적이 감익하는 추세였기 때문에, 주가의 상승 모멘텀은 점차 강화될 것이다. 게다가 하반기 원어투입단가는 전년대비 -10 ~ -15% 정도 내려갈 가능성이 높기 때문에, 실적 모멘텀은 내년으로 갈수록 더욱 강해질 것이다.

PER 상승 기대

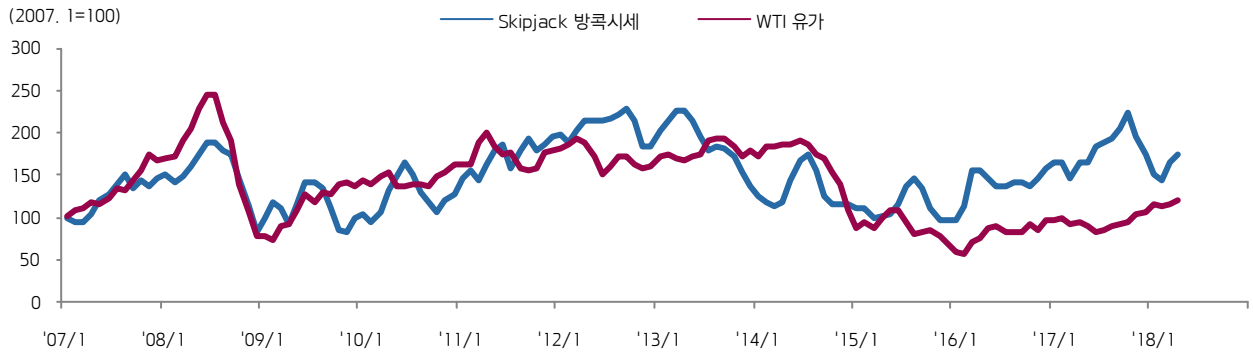
동사는 현재 참치원어 매입액이 약 1,400억원 수준으로, 참치어가가 10% 하락하면 140억원 정도의 원가가 절감될 수 있다. 전사 영업이익이 700억 초중반 수준이기 때문에, 참치원어와 같은 핵심 원재료의 단가 하락은 동사의 실적 안정성을 강하게 개선시키는 효과가 있다. 실제 2013~15년 참치어가 하락기에 동사의 PER 레벨이 급격히 개선된 적이 있다. 따라서, 원어투입단가의 하락은 EPS의 증가와 동시에 PER의 개선을 이끌어 낼 수 있다.

원어투입단가 vs 동원F&B 별도기준 GPM



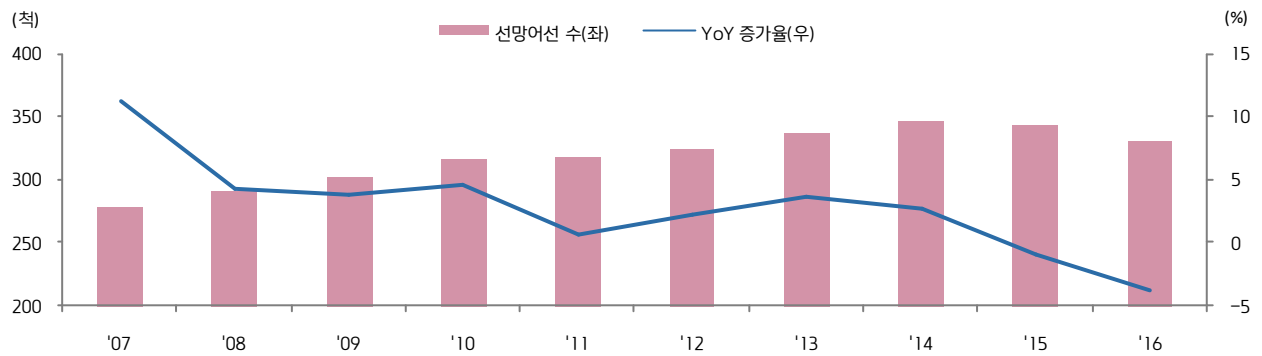
자료: Thai Union, 동원F&B, 키움증권 리서치

Skipjack 방콕시세 vs 유가 상대 비교



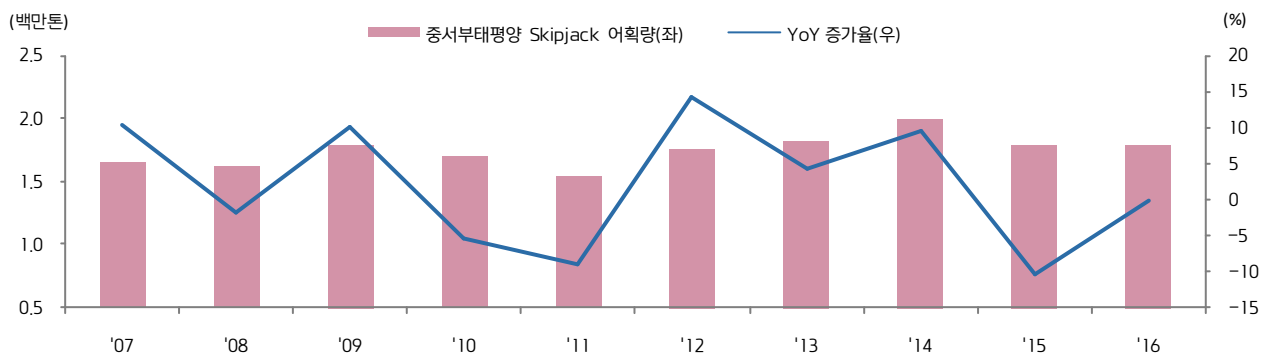
자료: Thai Union, Bloomberg

중서부태평양 선망어선 수 추이



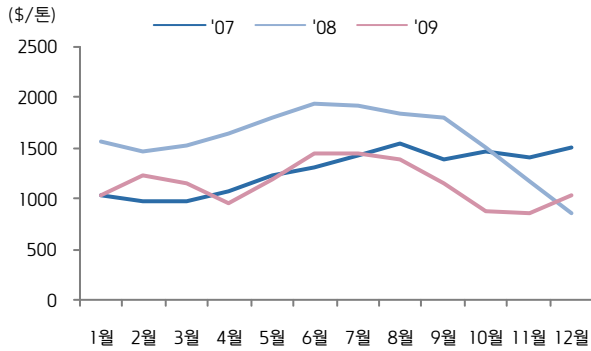
자료: WCPFC

중서부태평양 Skipjack 어획량 추이



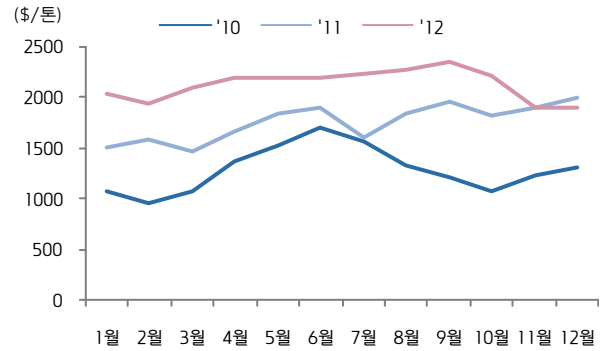
자료: WCPFC

Skipjack 방콕시세 추이(2007~09년)



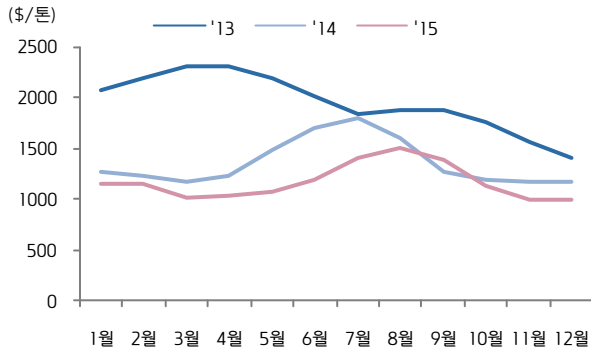
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



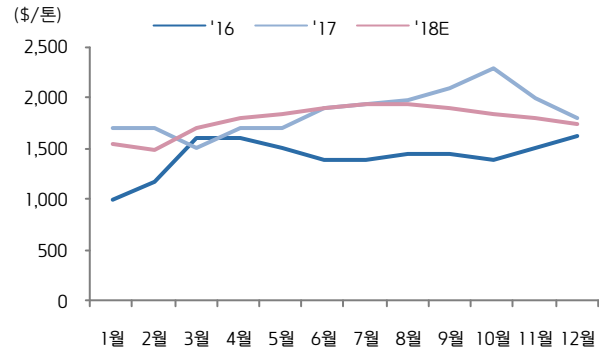
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치

주: 1) 2018년 5월 이후 수치는 당사 추정치

월별 Skipjack 방콕 시세 추이 및 가정 (단위: \$/톤)

연도/월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
'13	2,075	2,195	2,325	2,320	2,195	2,020	1,850	1,880	1,875	1,770	1,570	1,400
'14	1,275	1,225	1,175	1,225	1,485	1,710	1,800	1,600	1,280	1,200	1,180	1,180
'15	1,150	1,150	1,010	1,035	1,070	1,200	1,400	1,500	1,390	1,140	1,000	1,000
'16	1,000	1,170	1,600	1,610	1,500	1,400	1,400	1,450	1,450	1,400	1,500	1,625
'17	1,700	1,700	1,500	1,690	1,700	1,900	1,950	1,980	2,100	2,300	2,000	1,800
'18E	1,550	1,480	1,700	1,800	1,850	1,900	1,950	1,950	1,900	1,850	1,800	1,750

자료: Thai Union, 키움증권 리서치(2018년 5월 이후는 당사 가정치)

원/달러 환율과 Skipjack 방콕 시세의 분기 평균 추이 및 가정

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
환율(원/달러)	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,068	1,070	1,070
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-5%	-4%
선망참치(\$/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,850	1,933	1,800
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	5%	-4%	-11%

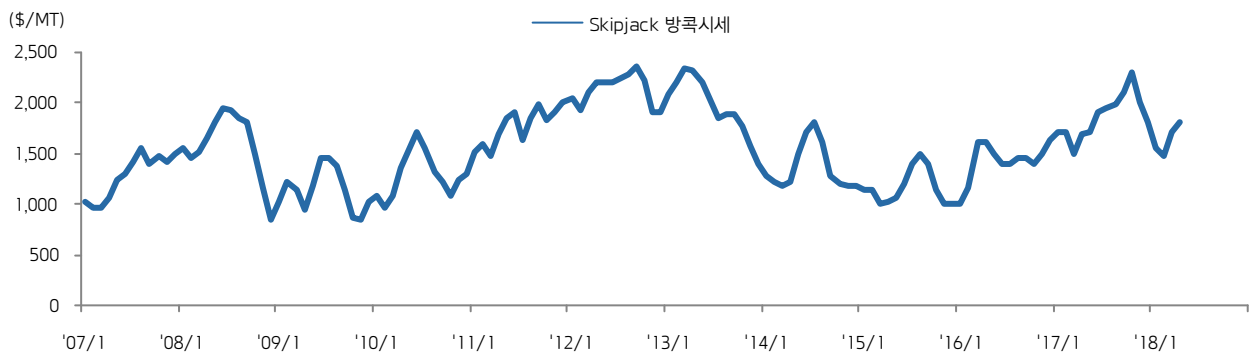
자료: 한국은행, Thai Union, 키움증권 리서치(2Q18E 이후는 당사 가정치)

참치어가 하락에 따른 동원F&B 원재료비 절감액 추정

참치어가 하락률 (%)	원재료 절감액 (십억원)	'17년 OP 대비 (%)
-5	7	9
-10	14	19
-15	20	28
-20	27	38

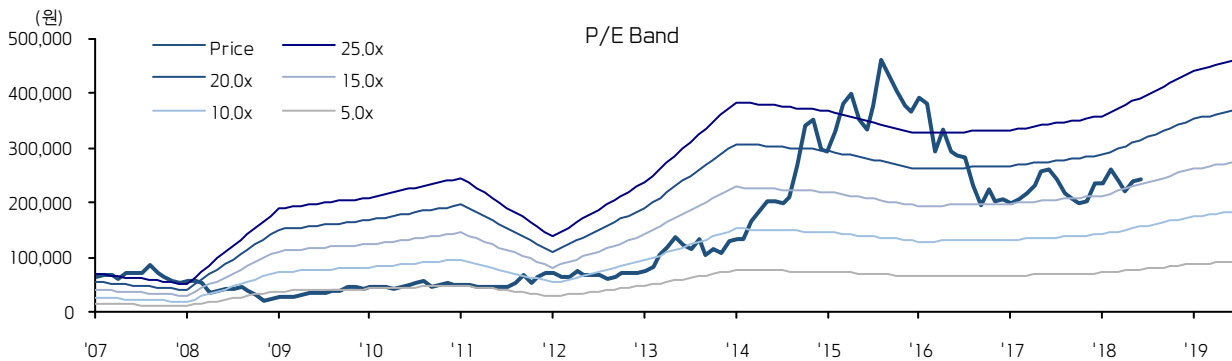
자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

Skipjack 방콕시세 추이



자료: Thai Union

동원F&B PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

주요 제품의
ASP 회복 기대

ASP 측면에서는 **1) 캔햄/만두, 2) 유가공 제품**이 점차 회복되면서, 전사 영업이익률 개선이 이끌 것으로 기대된다. 지난 3월에 식품 업계 1위인 CJ제일제당의 판가 인상이 있었고, 유가공 업체들의 판촉비 지출 둔화로 경쟁강도가 내려갈 가능성이 높기 때문이다.

CJ제일제당이 판가를 올린 캔햄과 냉동만두 카테고리에서, 동원F&B의 시장점유율은 각각 2위와 3위를 기록하고 있고, 점유율 레벨도 견조하게 유지되고 있다. 올해 3월에 1위 업체가 해당 제품들의 판가를 각각 6~7% 인상하였는데, 이번 가격인상은 2분기부터 동사의 ASP나 판매량에 긍정적으로 작용할 수 있다(동원F&B 별도기준 매출에서 캔햄과 냉동만두의 비중은 6~7% 수준).

한편, 지난 해 유가공 업계는 1) 중국 조제분유 수출 부진, 2) 출산률 급락의 영향으로 실적이 부진하였다. 이러한 영향으로 인해, 경쟁사들은 대체로 판촉을 자제하는 분위기이며, 주력 제품인 조제분유의 할인율 축소도 이뤄지고 있다. 따라서, 전반적으로 경쟁강도가 내려가면서 판관비율이 효율화될 개연성이 있다(동원F&B 별도기준 매출에서 유가공 부문의 비중은 30% 수준).

유가공 부문의
이익 성장 기대

특히, 유가공 부문은 동사가 지난 몇 년간 집중적으로 육성한 사업부이다. 동사는 “Denmark” 브랜드를 중심으로, 치즈, 발효유, 가공유 등의 카테고리를 집중적으로 육성해왔다. 특히, 2014년부터 매년 10% 이상 성장하면서, 별도기준 매출 비중이 24%에서 30%까지 확대된 상황이다.

동사의 유가공 사업부는 올해부터 매출 확대 보다는 수익성 확대에 주력할 계획이다(매출 성장률 10% 언더로 둔화 전망). 수년 간의 성장 전략으로 매출 규모가 커졌고, 점유율도 전반적으로 상승하였기 때문이다. 치즈는 벨큐브 치즈 라인을 포함하여 국내 MS 1위를 기록하고 있고, 발효유도 편의점 제품의 선전에 힘입어 수년간 점유율이 상승하며, 2위 빙그레와의 격차가 거의 사라진 상황이다.

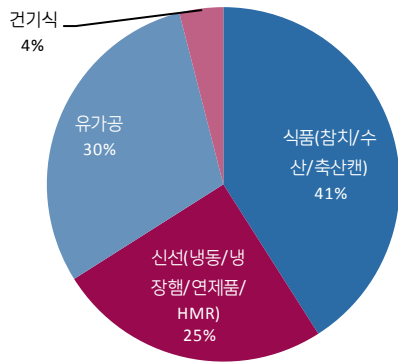
따라서, 동사의 유가공 부문의 이익 성장은 가시성이 높은 것으로 판단된다. **1) 수년간의 성장 전략으로 MS가 상승한 상황에서, 2) 산업 내 경쟁강도가 완화될 가능성**까지 나타나고 있기 때문이다.

CJ제일제당 가격인상 내역

품목	대표제품(용량)	적용일	품목 평균 가격인상률	주요 경쟁사
즉석밥 (1종)	햇반(210g)	2018. 3. 1	9.0%	오뚜기
캔햄 (2종)	스팸 클래식(340g)	2018. 3. 1	7.3%	동원 F&B, 롯데푸드
냉동만두 (5종)	비비고 왕교자(455g x 2)	2018. 3. 1	6.4%	해태제과식품, 동원 F&B, 풀무원
어묵 (10종)	삼호 부산어묵 사각(210g)	2018. 3. 1	9.8%	사조대림, 동원 F&B

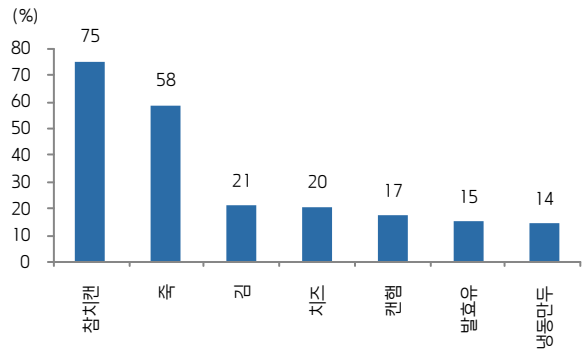
자료: 언론보도, 키움증권 리서치

동원F&B 별도기준 매출 비중



자료: 동원F&B(2017년 기준)

동원F&B 주요 품목 MS 현황(2017년 기준)



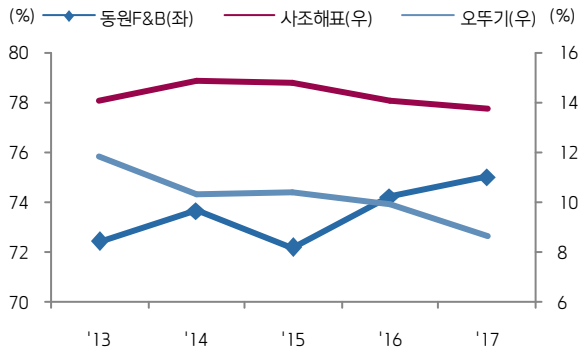
자료: 동원F&B

동원F&B 브랜드 포트폴리오

 건강한 식생활의 기본	 현대적으로 재탄생한 전통의 맛과 멋	 앞다리살로 만들어 더욱 부드러운 맛	 세계수준의 고급 유제품	 자연의 행복을 담은 우유
 내음이 마시는 미네랄	 맛있고, 푸짐한 동원 개성 만두	 진짜 개살이 들어가 맛있다! 진짜 개살이 들어가 맛있다!	 오븐 속 직화열풍으로 구워 걸은 노릇, 육즙은 가득!	 100% 우리 참쌀이 주는 건강
 보성산 녹차잎만을 엄선하여 만들었습니다	 맛있는 초고압 샌죽	 신선한 재료가 통째로 리얼 파스타 소스	 높은 과육함량으로 독특 씹히는 맛을 즐겨요	 우리집 반려동물을 위한 맛있는 웰빙솔루션
 최상의 품질, 최상의 부드러움	 농산물로 만든 간편간식 동원 자연한입시리즈	 세계인의 맞춤건강 GNC	 동원이 제대로 만든 동원 천지인 홍삼	 건강한 하루를 만드는 맛있는 명량습관

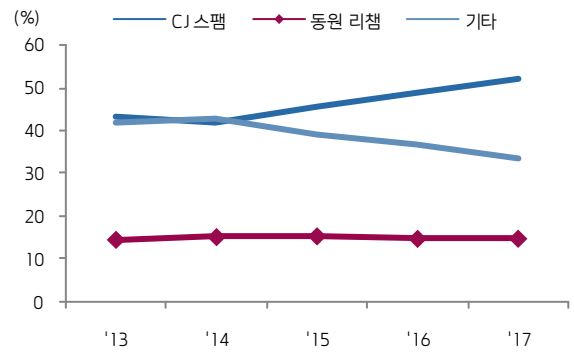
자료: 동원F&B

참치캔 시장점유율 추이



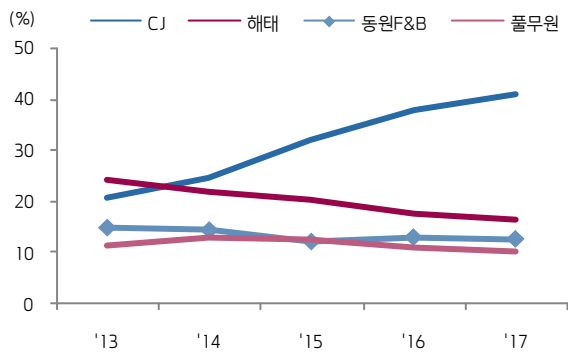
자료: 식품산업통계정보, 닐슨

캔햄 시장점유율 추이



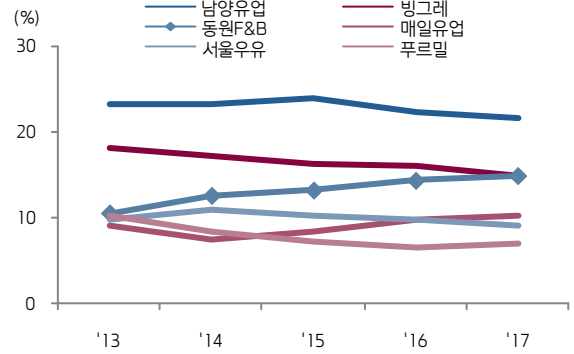
자료: 식품산업통계정보, 닐슨

냉동만두 시장점유율 추이



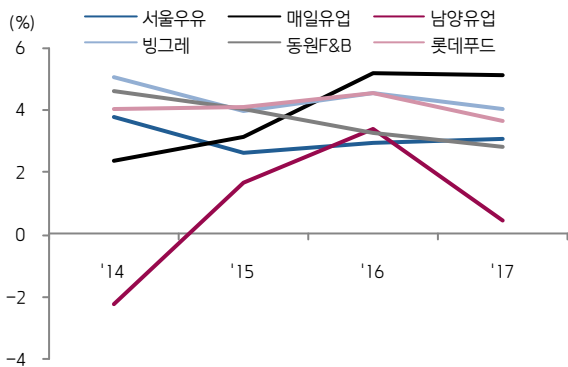
자료: 식품산업통계정보, 닐슨

발효유 시장점유율 추이



자료: 식품산업통계정보, 닐슨

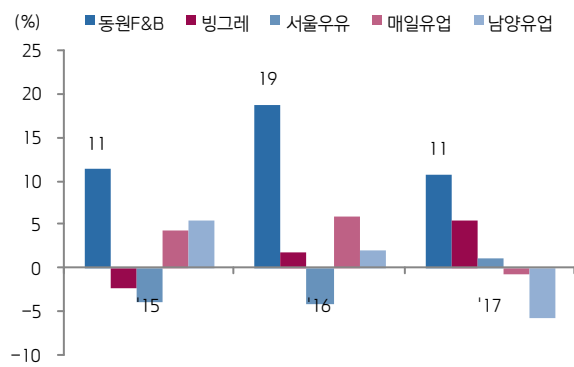
주요 유가공 업체 OPM 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 매일유업은 별도기준, 서울우유는 신용/경제 통합기준. 나머지는 연결기준

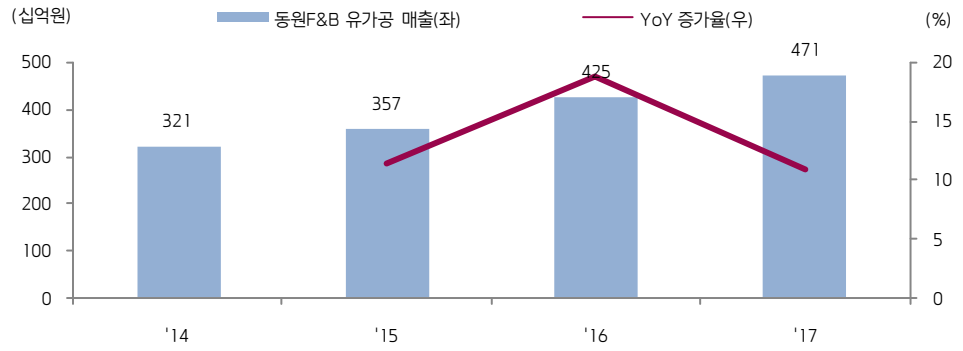
주요 유가공 업체 매출 성장률 추이



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 매일유업은 별도기준, 서울우유는 경제사업 기준, 동원F&B는 유가공부문 기준. 나머지는 연결기준

동원F&B 유가공 부문 매출액 추이



자료: 동원F&B

동원F&B 유가공 부문의 주요 제품



자료: 동원F&B

자회사 동향 (1):
동원홈푸드

동원홈푸드는 동원F&B에서 미래 성장동력으로 키우고 있는 자회사이다. B2B 소스 제조업체인 삼조셀텍의 높은 수익성을 바탕으로, 식자재유통과 HMR 사업에 대한 투자를 늘려나가고 있다. 따라서, 전반적으로 영업이익률의 확대보다는 매출액과 영업이익의 규모를 키우는데 집중하고 있다.

본래 삼조셀텍은 소스 제조업체로 영업이익률이 10%가 넘는 회사였는데, 2014년 2월말에 舊 동원홈푸드를 흡수합병하여, 식자재유통 경로 내 매출 확대 측면에서 시너지를 만들어내고 있다. 그 이후, 現 동원홈푸드는 2015년말에 온라인 축육 유통업체인 금천을 인수하였고, 2017년초에 온라인 플랫폼을 중심으로 HMR 제조 및 배송 사업을 하고 있는 더반찬을 인수하였다. 향후에는 물류센터에 대한 투자를 지속하고, 삼조셀텍을 중심으로 메뉴 제안 영업을 지속하면서, 식자재유통 매출을 늘려나갈 계획이다. 더반찬은 회원 수 확대를 통해 브랜드 인지도를 제고하고, 외형을 늘려나가는 데 주력할 계획이다.

따라서, 수익성 측면에서는 영업이익률의 제고보다는 영업이익의 규모 확대를 기대해야 할 것이다. 전반적으로 수익성이 높은 사업부인 소스 제조 대비 식자재유통의 매출 비중이 늘어나고 있기 때문이다. 다만, 매년 외형이 꾸준히 성장하고 있기 때문에, 중장기적으로는 규모의 경제 효과가 제고되면서, 수익성이 개선될 수 있다.

동원홈푸드 별도기준 실적 추이

(단위: 십억원)	'13	'14	'15	'16	'17
매출액	126.2	466.8	587.3	816.1	978.0
(YoY)		270.0%	25.8%	39.0%	19.8%
매출총이익	26.4	77.2	90.9	118.9	135.2
(GPM)	20.9%	16.5%	15.5%	14.6%	13.8%
판매비	11.8	54.4	67.0	88.8	107.1
(판매비율)	9.3%	11.7%	11.4%	10.9%	11.0%
영업이익	14.6	22.8	23.9	30.2	28.1
(OPM)	11.6%	4.9%	4.1%	3.7%	2.9%
EBITDA	18.4	30.8	33.8	40.7	39.4
(EBITDA%)	14.6%	6.6%	5.7%	5.0%	4.0%
세전이익	13.8	21.4	22.7	28.5	21.9
순이익	10.9	17.2	17.7	21.8	16.0
자산총계	93.8	174.3	239.1	290.4	344.8
부채총계	39.0	96.7	99.2	130.2	171.3
자본총계	54.8	77.6	139.9	160.2	173.5
Capex	4.1	8.4	7.6	6.3	51.2
총차입금	20.2	32.7	26.6	31.2	63.0
순차입금	16.2	31.0	19.5	27.7	54.8

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

주: 1) 2013년은 삼조셀텍 실적, 2014. 2. 28에 삼조셀텍이 舊 동원홈푸드를 흡수합병하고, 현재의 동원홈푸드로 사명을 변경하였음.

2) 현재의 동원홈푸드는 2015. 12. 28에 금천을 흡수합병하였고, 2017. 1. 2 더블유푸드마켓(더반찬)을 흡수합병하였음

자회사 동향 (2):
동원팜스

본래 舊 동원팜스는 충청권 이남 쪽에 영업권이 집중되어 있는 사료 업체였다. 동사는 2017년 두산생물자원 인수를 통해, 수도권 쪽 영업권을 확보하였고, 향후에도 영업망 확대를 위해 추가적인 M&A를 진행할 가능성이 있다.

現 동원팜스는 2017년 7월에 두산생물자원에 舊 동원팜스를 흡수합병한 법인이다. 동사는 두산생물자원 인수 이후, 매출 보다는 수익성 개선에 주력하고 있으며, 수익성이 높은 양우/양돈사료의 비중 확대에 주력할 계획이다.

동원팜스 별도기준 실적 추이

(단위: 십억원)	'13	'14	'15	'16	'17
매출액	100.1	63.2	60.8	86.8	123.2
(YoY)		-36.8%	-3.8%	42.8%	42.0%
매출총이익	14.9	9.5	9.2	10.4	18.7
(GPM)	14.9%	15.0%	15.2%	12.0%	15.2%
판매비	12.6	9.0	8.4	9.4	17.6
(판매비율)	12.6%	14.3%	13.8%	10.8%	14.3%
영업이익	2.3	0.5	0.9	1.0	1.1
(OPM)	2.3%	0.7%	1.5%	1.2%	0.9%
EBITDA	3.6	1.9	2.2	2.3	2.6
(EBITDA%)	3.6%	3.0%	3.6%	2.7%	2.1%
세전이익	1.9	0.0	0.2	0.8	2.4
순이익	1.8	-0.3	0.2	0.7	1.9
자산총계	41.2	34.6	32.3	42.6	120.8
부채총계	27.1	20.8	18.5	28.1	82.0
자본총계	14.1	13.7	13.8	14.5	38.8
Capex	1.8	0.5	0.1	1.4	1.1
총차입금	18.6	14.3	10.9	20.5	60.3
순차입금	16.8	12.7	8.6	17.0	49.7

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

주: 1) 2013~16년은 舊 동원팜스의 실적임. 2017. 7. 1에 두산생물자원이 舊 동원팜스를 흡수합병하였음.

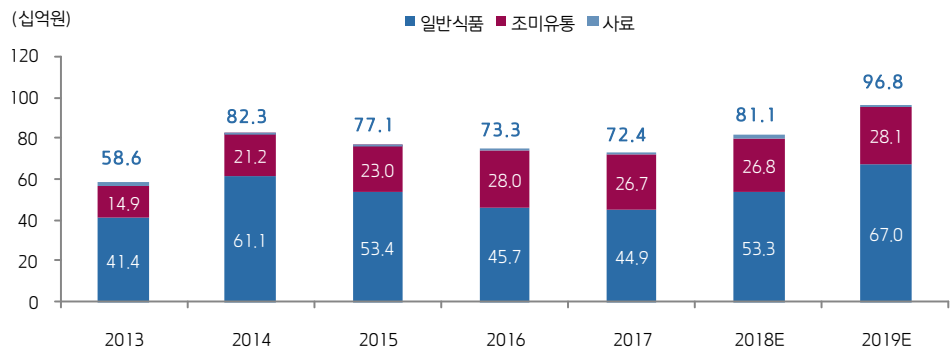
2) 2017년 실적은 상반기는 두산생물자원, 하반기는 두산생물자원과 舊 동원팜스의 합병법인의 실적이 반영되어있음

동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	632.7	588.8	732.3	598.8	704.9	645.6	782.8	668.9	2,552.6	2,802.2	3,027.1
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	11.4%	9.7%	6.9%	11.7%	13.9%	9.8%	8.0%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	447.0	368.4	484.9	361.0	1,577.2	1,661.3	1,744.0
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	5.2%	5.8%	5.0%	5.5%	7.1%	5.3%	5.0%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.4	237.6	255.7	267.3	835.3	977.0	1,116.5
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.3%	17.8%	11.6%	23.2%	21.1%	17.0%	14.3%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	41.5	39.7	41.8	40.1	139.3	163.1	166.6
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	104.1%	2.2%	2.2%	2.2%	76.2%	17.1%	2.2%
매출총이익	170.3	139.8	180.1	127.2	179.1	154.2	191.3	145.1	617.5	669.7	727.4
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	25.4%	23.9%	24.4%	21.7%	24.2%	23.9%	24.0%
판매비	140.3	131.1	150.3	123.5	156.3	141.3	156.9	134.2	545.2	588.7	631.4
(판매비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	22.2%	21.9%	20.0%	20.1%	21.4%	21.0%	20.9%
영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	22.9	12.9	34.4	10.9	72.4	81.1	96.0
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-24.0%	48.4%	15.2%	192.5%	-1.3%	12.1%	18.4%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.2%	2.0%	4.4%	1.6%	2.8%	2.9%	3.2%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.6	7.3	25.2	3.2	44.9	53.3	67.0
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	3.9%	2.0%	5.2%	0.9%	2.8%	3.2%	3.8%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	5.0	6.9	8.0	6.9	26.7	26.8	28.1
(OPM)	2.9%	3.4%	3.7%	2.7%	2.3%	2.9%	3.1%	2.6%	3.2%	2.7%	2.5%
사료	-0.2	-0.2	0.9	0.7	-0.5	0.0	0.9	1.0	1.2	1.4	1.4
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	-1.2%	0.0%	2.2%	2.5%	0.9%	0.9%	0.8%
세전이익	30.6	4.3	27.2	5.3	20.6	11.3	32.9	9.7	67.3	74.3	89.5
당기순이익	23.7	2.6	20.9	4.1	15.7	8.5	24.9	7.3	51.4	56.4	67.9
지배주주순이익	23.7	2.5	20.9	4.2	15.7	8.5	24.9	6.0	51.4	55.1	67.9
(YoY)	16.9%	-68.4%	-6.4%	-1256.1%	-33.9%	235.9%	18.9%	44.5%	2.1%	7.3%	23.1%

자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

동원F&B 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	28,022	30,271	32,679
매출원가	16,554	19,351	21,324	22,997	24,864
매출총이익	5,859	6,175	6,697	7,274	7,815
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,887	6,314	6,763
영업이익(보고)	733	724	811	960	1,052
영업이익(핵심)	733	724	811	960	1,052
영업외손익	-85	-50	-67	-65	-62
이자수익	12	13	10	11	12
배당금수익	1	22	25	27	29
외환이익	31	40	32	30	29
이자비용	62	96	102	102	102
외환손실	40	24	32	31	29
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	17	9	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	0	0	0
기타	-43	-15	0	0	0
법인세차감전이익	648	673	743	895	991
법인세비용	144	159	179	217	240
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	24.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	564	679	751
지배주주지분순이익(억원)	503	514	551	679	751
EBITDA	1,120	1,153	1,258	1,409	1,485
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,012	1,128	1,184
수정당기순이익	491	508	564	679	751
증감율(% YoY)					
매출액	16.1	13.9	9.8	8.0	8.0
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	12.1	18.4	9.6
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	12.1	18.4	9.6
EBITDA	-1.7	2.9	9.2	12.0	5.4
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	7.3	23.1	10.6
EPS	-11.4	2.1	7.3	23.1	10.6
수정순이익	-14.4	3.4	11.1	20.2	10.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	6,988	7,558	8,199
현금및현금성자산	684	650	796	869	978
유동금융자산	41	83	91	98	106
매출채권및유동채권	2,162	2,519	2,765	2,987	3,224
재고자산	2,800	3,039	3,337	3,604	3,891
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,730	8,055	8,400
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	215	232	250
투자자산	326	1,611	1,669	1,725	1,786
유형자산	3,880	4,842	5,115	5,385	5,670
무형자산	752	747	727	708	689
기타비유동자산	0	5	5	5	5
자산총계	10,854	13,691	14,718	15,613	16,600
유동부채	4,535	4,034	4,547	4,823	5,119
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,328	3,595	3,881
단기차입금	333	674	0	0	0
유동성장기차입금	1,118	219	1,100	1,100	1,100
기타유동부채	93	109	119	129	138
비유동부채	800	3,725	3,770	3,807	3,843
장기매입채무및비유동채무	16	100	110	119	128
사채및장기차입금	490	3,333	3,333	3,333	3,333
기타비유동부채	294	292	328	356	383
부채총계	5,335	7,759	8,317	8,630	8,963
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,245	5,827	6,482
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,386	6,968	7,623
비지배주주지분자본총계	2	2	15	14	14
자본총계	5,519	5,932	6,401	6,983	7,637
순차입금	1,216	3,493	3,545	3,465	3,348
총차입금	1,941	4,226	4,432	4,432	4,432

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,046	497	743	881	920
당기순이익	504	514	564	679	751
감가상각비	369	408	428	430	415
무형자산상각비	19	21	20	19	18
외환손익	7	1	1	1	1
자산처분손익	31	20	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	69	-657	-246	-222	-238
기타	46	190	-23	-25	-27
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-743	-739	-742
투자자산의 처분	6	-1,186	-43	-39	-42
유형자산의 처분	54	25	0	0	0
유형자산의 취득	-394	-903	-700	-700	-700
무형자산의 처분	-33	-15	0	0	0
기타	-177	-251	0	0	0
재무활동현금흐름	-174	1,801	146	-69	-69
단기차입금의 증가	-186	51	-674	0	0
장기차입금의 증가	170	1,936	881	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-96	-96	-96	-96	-96
기타	-61	-89	36	28	27
현금및현금성자산의순증가	330	-34	146	73	109
기초현금및현금성자산	354	684	650	796	869
기말현금및현금성자산	684	650	796	869	978
Gross Cash Flow	977	1,154	990	1,103	1,157
Op Free Cash Flow	600	-594	117	255	293

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,044	13,313	14,291	17,588	19,461
BPS	142,964	153,682	165,474	180,567	197,533
주당EBITDA	29,034	29,871	32,609	36,506	38,492
CFPS	23,103	24,431	26,223	29,217	30,683
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	16.8	13.7	12.4
PBR	1.4	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.9	10.9	10.4	9.0	8.5
PCFR	8.6	9.6	9.2	8.2	7.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	2.9	3.2	3.2
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	2.9	3.2	3.2
EBITDA margin	5.0	4.5	4.5	4.7	4.5
순이익률	2.2	2.0	2.0	2.2	2.3
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.2	10.1	10.3
투하자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	7.9	8.8	9.1
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	130.0	123.6	117.4
순차입금비율	22.0	58.9	55.4	49.6	43.8
이자보상배율(배)	11.9	7.5	8.0	9.4	10.3
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	10.9	10.6	10.5	10.5
재고자산회전율	8.3	8.7	8.8	8.7	8.7
매입채무회전율	8.9	8.5	8.8	8.7	8.7

Compliance Notice

- 당사는 5월 4일 현재 '동원F&B' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
동원F&B (049770)	2018/04/17	BUY (Initiate)	300,000원	6개월	-23.86	-20.50
	2018/05/08	BUY (Maintain)	300,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%