

2018/05/08

# 동원F&B(049770)

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

## 2Q18부터의 베이스효과, 주가상승 견인 예상

### ■ 원가 상승에 따른 시장기대치 하회

동원F&B 1Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 7,049억원 (+11.4% YoY), 229억원 (-23.9% YoY)으로, 어가상승 등 일반식품부문에서의 원가부담 확대에 따라 시장기대치 (277억원)를 하회하는 영업실적을 시현했다.

1) 일반식품부문의 외형성장률은 +5% YoY수준으로 견조한 흐름을 보였으나, 참치, 치즈 등 원가부담이 이익규모 축소로 이어졌다. 1Q18 참치 투입 어가는 1,950달러/톤 (+500달러/톤 YoY) 수준으로 손실폭이 확대되었으나, 최근 환율 및 어가 흐름을 감안시 3Q18부터 본격적인 베이스효과가 예상된다. 치즈 커드원가상승 부담은 1Q18로 마무리된 것으로 판단하며, 향후 일부제품에 대한 가격인상효과까지 고려할 경우 2Q18 이후 기저효과가 두드러질 전망이다. 2) 조미유통의 경우 조미부문의 수익성 안정과 더불어, 금천을 포함한 유통사업의 매출성장 중심의 흐름이 이어졌다. 외형확대를 통한 이익개선 선순환 가능성 및 향후 조미부문 캐파 확대시 이익기여 확대에 대해 긍정적으로 판단한다. 일부 우려가 있었던 최저임금 상승 이슈의 경우 외형확대에 따른 이익개선분과 상쇄 가능한 수준이다. 3) 동원팜스와 두산생물자원의 합병효과로 사료부문 성장률이 높으나, 원가율이 높은 구조임을 감안할 때 외형 측면에서의 접근이 필요하다.

### ■ 2Q18부터 베이스효과 기대, 주가상승 견인 예상

최근 참치 투입어가의 상승구간이 지속됨에 따른 영업실적 하락 우려 확대가 동종업체대비 디스카운트 요인으로 작용했다. 다만 1Q18 최대치의 원가부담 이후에 대한 불확실성이 낮아진 상황에서 주요 제품가격 인상효과까지 감안한다면 2Q18부터 가시화될 영업실적 베이스효과가 주가상승을 견인할 가능성이 높다. 또한 동원홈푸드의 일부 인건비 상승우려는 외형확대 및 조미부문의 마진레벨로 해소할 수 있다는 측면에서 접근한다면 여타 동종업체대비 우려 정도 또한 낮을 전망이다. 따라서 주가의 제한적인 하방리스크 및 업종 내 상대적으로 견조한 주가흐름을 보일 가능성에 무게를 실는다. 영업실적 및 밸류에이션 조정에 따라 목표주가를 기존 280,000원에서 300,000원으로 상향조정한다.

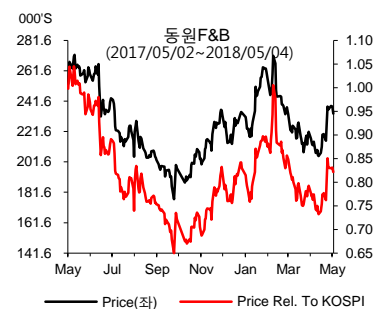
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	300,000원
종가(2018/05/04)	240,500원

### Stock Indicator

자본금	19십억원
발행주식수	386만주
시가총액	901십억원
외국인지분율	5.2%
배당금(2017)	2,500원
EPS(2018E)	14,588원
BPS(2018E)	165,220원
ROE(2018E)	9.1%
52주 주가	177,000~272,000원
60일평균거래량	6,542주
60일평균거래대금	1.5십억원

### Price Trend



&lt;표1&gt; 동원F&amp;B 연결기준 영업실적 추이 및 전망

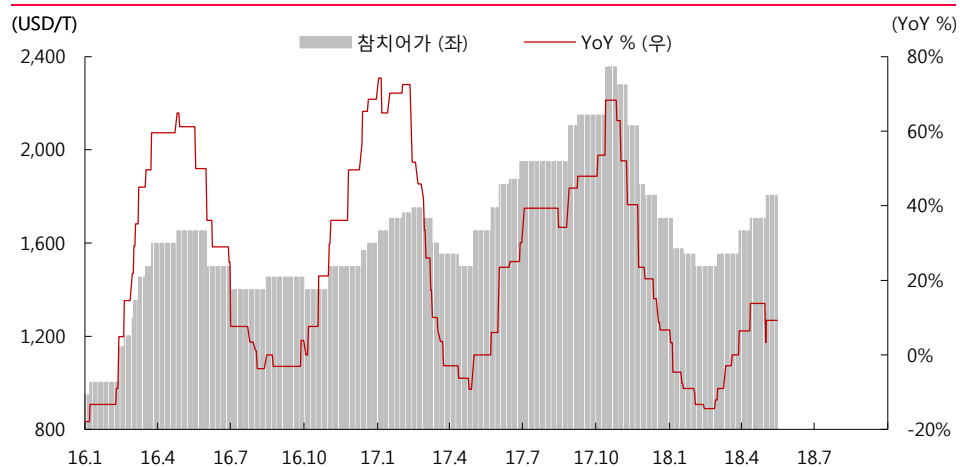
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결매출액	632.7	588.8	732.3	598.8	704.9	653.0	799.1	644.0	2,552.6	2,801.0	3,003.3
일반식품	430.6	355.5	469.5	350.0	453.2	369.3	495.5	364.2	1,605.5	1,682.1	1,761.8
조미유통	225.4	236.8	267.2	252.1	254.7	275.9	311.3	291.1	981.5	1,133.0	1,280.3
사료	23.1	42.2	51.5	36.4	37.0	57.0	52.5	37.2	153.2	183.6	187.3
adj.	(46.5)	(45.7)	(55.8)	(39.6)	(52.1)	(49.2)	(60.1)	(48.5)	(187.6)	(209.9)	(226.1)
YoY %	12.2	15.4	15.3	12.5	11.4	10.9	9.1	7.5	13.9	9.7	7.2
일반식품	6.6	7.0	7.4	5.9	5.2	3.9	5.5	4.1	6.7	4.8	4.7
조미유통	22.0	13.3	28.3	9.9	13.0	16.5	16.5	15.5	18.1	15.4	13.0
사료	67.4	80.8	108.1	46.4	60.0	35.0	2.0	2.0	76.6	19.8	2.0
연결영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	22.9	13.2	35.8	8.1	72.4	80.0	90.3
일반식품	24.0	3.3	20.2	(2.6)	17.7	4.1	24.3	(0.7)	44.9	45.3	55.4
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	5.1	8.4	10.6	7.9	26.7	32.0	37.4
사료	(0.2)	(0.2)	1.2	0.4	(0.2)	0.3	0.8	0.4	1.2	1.3	2.1
adj.	0.8	(1.3)	0.1	(0.0)	0.3	0.5	0.2	0.6	(0.5)	1.5	(4.6)
YoY %	8.4	(25.5)	5.7	(33.7)	(23.9)	51.9	20.0	116.2	(1.3)	10.5	12.9
OPM %	4.8	1.5	4.1	0.6	3.2	2.0	4.5	1.3	2.8	2.9	3.0
일반식품	5.6	0.9	4.3	(0.7)	3.9	1.1	4.9	(0.2)	2.8	2.7	3.1
조미유통	2.4	2.9	3.1	2.4	2.0	3.1	3.4	2.7	2.7	2.8	2.9
사료	(0.9)	(0.4)	2.3	1.0	(0.5)	0.5	1.5	1.0	0.8	0.7	1.1

자료: 동원F&amp;B, 하이투자증권

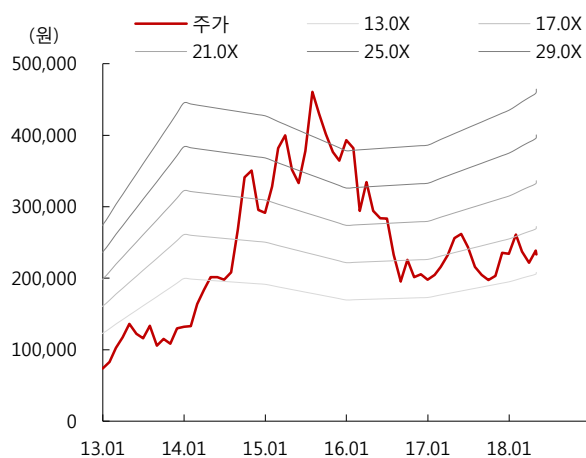
주: 부문별 세부수치는 하이투자증권 예상치로, 사업보고서 공시 이후 실제치로 변경 예정

&lt;그림1&gt; 참치어가 추이



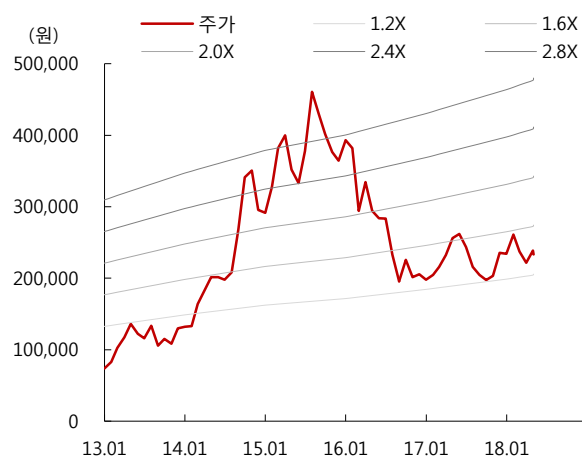
자료: Atuna, 하이투자증권

&lt;그림2&gt; 동원F&amp;B 12개월 Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 하이투자증권

&lt;그림3&gt; 동원F&amp;B 12개월 Fwd PBR Band Chart



자료: FnGuide, 하이투자증권

&lt;표3&gt; 동원F&amp;B 목표주가 - 기존 280,000원 → 300,000원으로 변경

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017	3년 평균	2018E	2019E	18-19년 avg
지배주주순이익	56.8	50.3	51.4	52.9	57.9	67.3	62.6
EPS (원)	14,731	13,044	13,313	13,696	14,996	17,445	16,221
EPS Growth (%)	(4.0)	(11.4)	2.1	2.5	12.6	16.3	14.5
PER (X)							
High	38.0	30.6	20.4	29.7			
Avg	25.3	20.6	16.6	20.8			
Low	18.2	14.9	13.3	15.4			
End	26.7	15.2	17.6	19.8	15.6	13.4	14.5
target PER (X)							<b>18.0</b>
Fair Price (원)							291,970
목표주가 (원)							300,000

자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	629	705	778	860
현금 및 현금성자산	65	87	117	156
단기금융자산	8	8	8	8
매출채권	244	266	285	304
재고자산	304	336	360	384
비유동자산	740	732	734	733
유형자산	484	476	478	477
무형자산	75	75	75	75
자산총계	1,369	1,437	1,512	1,593
유동부채	403	426	449	471
매입채무	168	185	201	217
단기차입금	67	67	67	67
유동성장기부채	22	22	22	22
비유동부채	372	373	373	373
사채	150	150	150	150
장기차입금	184	184	184	184
부채총계	776	799	822	844
지배주주지분	593	638	690	748
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	110	110	110	110
이익잉여금	479	524	576	635
기타자본항목	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	593	638	690	749

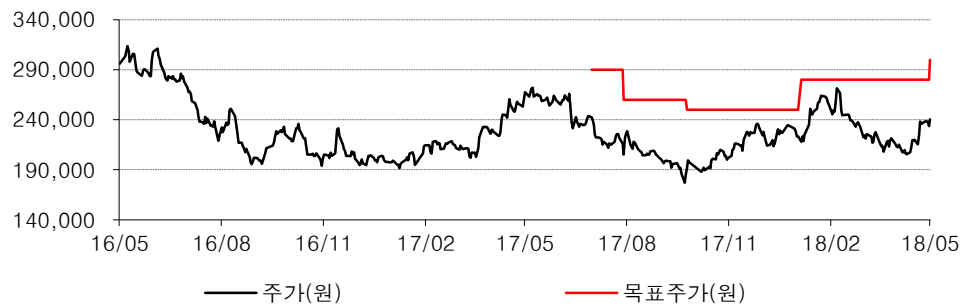
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,553	2,801	3,003	3,202
증가율(%)	13.9	9.7	7.2	6.6
매출원가	1,935	2,113	2,266	2,416
매출총이익	618	688	737	786
판매비와관리비	545	603	647	688
연구개발비	1	2	2	2
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	72	85	90	99
증가율(%)	-1.3	16.9	6.0	10.0
영업이익률(%)	2.8	3.0	3.0	3.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	1	2	3	3
세전계속사업이익	67	73	85	94
법인세비용	16	16	19	21
세전계속이익률(%)	2.6	2.6	2.8	2.9
당기순이익	51	56	66	73
순이익률(%)	2.0	2.0	2.2	2.3
지배주주귀속 순이익	51	56	66	73
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	51	56	66	73
지배주주귀속총포괄이익	51	56	66	73

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	50	65	91	99
당기순이익	51	56	66	73
유형자산감가상각비	-	41	41	41
무형자산상각비	2	2	3	3
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-233	-161	-161	-161
유형자산의 처분(취득)	-90	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-4	-	-	-
재무활동 현금흐름	180	-17	-19	-21
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	40	0	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10	-10	-12	-14
현금및현금성자산의증감	-3	22	30	39
기초현금및현금성자산	68	65	87	117
기말현금및현금성자산	65	87	117	156

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	13,313	14,588	17,152	18,968
BPS	153,682	165,220	178,821	193,938
CFPS	13,864	25,762	28,370	30,229
DPS	2,500	3,000	3,500	3,800
Valuation(배)				
PER	17.6	16.0	13.6	12.3
PBR	1.5	1.4	1.3	1.2
PCR	16.9	9.1	8.2	7.7
EV/EBITDA	16.8	9.6	9.0	8.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.0	9.1	10.0	10.2
EBITDA 이익률	2.9	4.6	4.4	4.4
부채비율	130.8	125.3	119.1	112.8
순부채비율	58.9	51.4	43.1	34.6
매출채권회전율(x)	11.3	11.0	10.9	10.9
재고자산회전율(x)	8.7	8.8	8.6	8.6

자료 : 동원 F&amp;B, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(동원F&amp;B)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-07-03	Buy	290,000	1년	-23.7%	-17.2%
2017-08-01	Buy	260,000	1년	-21.8%	-12.1%
2017-09-27	Buy	250,000	1년	-14.0%	-5.6%
2018-01-08	Buy	280,000	1년	-17.2%	-3.0%
2018-05-08	Buy	300,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이경신)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-