기업브리프

키움증권
2018. 6. 4

기업분석

동원F&B (049770)

참치어가 하락 전환 시작

BUY(Maintain)
목표주가: 330,000원 (상향)
주가(6/1): 227,000원
시가총액: 8,760억원

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

글로벌 1위 참치캔 제조업체의 올해 5월 가다랑어(Skipjack) 매입 단가가 전월 대비 -11% 하락하였다. 가장 성수기인 2분기의 시세 하락은 참치어가의 구조적 하락을 지지하는 근거로 판단된다. 더불어, 최근에 동사는 캔햄과 냉동만두의 판가 인상을 단행하였기 때문에, 하반기의 실적 가시성과 수익성 개선 폭을 더욱 높여줄 것으로 기대된다.

>>> 참치어가 하락 전환

지난주에 글로벌 1위 참치캔 제조업체인 Thai Union의 5월 가다랑어(Skipjack) 매입 단가가 발표되었다. 5월 매입단가는 $1,600/톤으로 4월의 $1,800/톤 대비, $200/톤 하락하였다(-11% MoM). 통상 매년 3분기 FAD 조업 금지 구간을 앞두고, 2분기는 시세가 가파르게 상승하는 성수기이다. 최근 글로벌 수산 전문지 Undercurrent News의 보도와 Thai Union의 매입단가 하락은 당사의 참치어가의 구조적 하락 view를 지지하는 근거로 판단된다. 이번 참치어가의 하락 전환은 동사의 하반기의 실적 가시성과 수익성 개선 폭을 더욱 높여줄 것으로 기대된다.

>>> 주력 제품 판가 인상도 긍정적

또한, 동사는 주력 가공식품인 캔햄과 냉동만두의 판가를 평균 7% 정도 인상하였다. 해당 품목이 동원F&B 별도기준 매출에서 차지하는 비중은 9~10% 수준으로 추산된다. 이러한 주력 제품의 판가 인상 효과는 3분기부터 본격화될 것으로 판단된다. 따라서, 지난 해 추석 시점 차이에 따른 실적의 역기저에도 불구하고, 동사의 3분기 실적은 2분기에 이어 증익 흐름을 보여줄 가능성이 높아졌다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 33만원으로 상향

동원F&B에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 실적 추정치 상향에 따라 목표주가를 33만원으로 상향한다(2019E EPS에 Target PER 18x 적용). 원어투입단가 하락 전환과 주력 제품의 판가 인상 등에 힘입어, 올해와 내년에 수익성 개선 폭이 돋보일 전망이다.

Stock Data

KOSPI (6/1)		2,438.96pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	271,500원	177,000원
등락률	-16.39%	28.25%
수익률	절대	상대
1M	-4.8%	-1.8%
6M	-2.4%	-0.9%
1Y	-12.5%	-15.9%

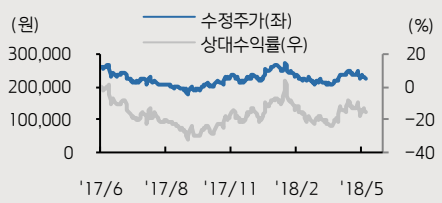
Company Data

발행주식수		3,859천주
일평균 거래량(3M)		6천주
외국인 지분율		5.24%
배당수익률(18E)		1.10%
BPS(18E)		165,985원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외	71.3%
	국민연금공단	6.3%

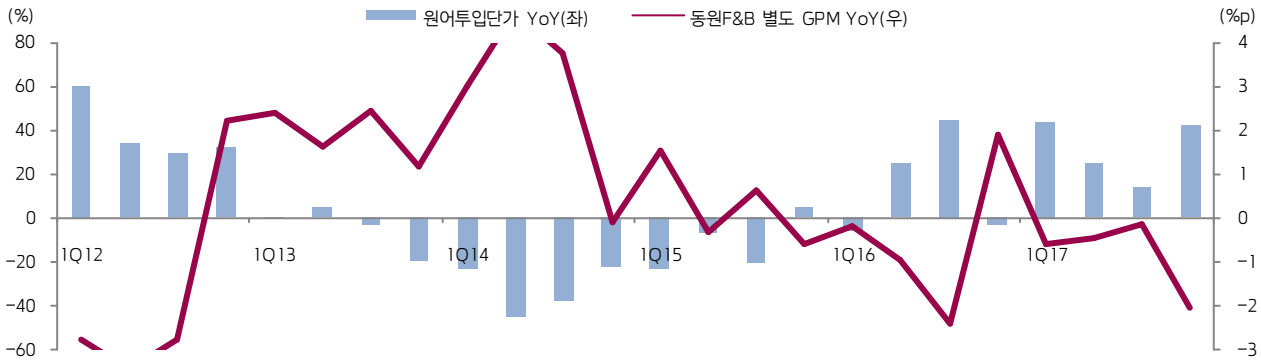
투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	22,413	25,526	28,022	30,271
보고영업이익	733	724	837	999
핵심영업이익	733	724	837	999
EBITDA	1,120	1,153	1,284	1,448
세전이익	648	673	769	935
순이익	504	514	584	709
지배주주지분순이익	503	514	571	709
EPS(원)	13,044	13,313	14,802	18,361
증감률(%YoY)	-11.4	2.1	11.2	24.0
PER(배)	15.2	17.6	15.3	12.4
PBR(배)	1.4	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	9.7	8.4
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.3
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.3
ROE(%)	9.4	9.0	9.5	10.5
순부채비율(%)	22.0	58.9	54.9	48.6

Price Trend

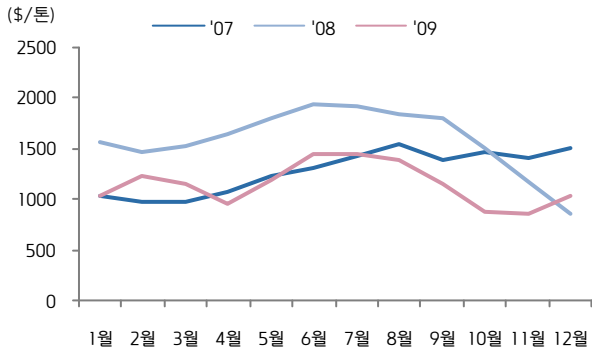


원어투입단가 vs 동원F&B 별도기준 GPM



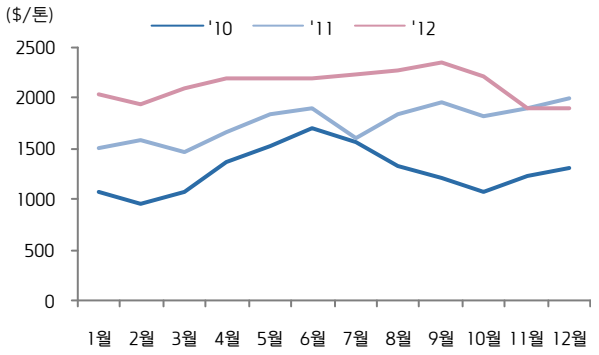
자료: Thai Union, 동원F&B, 키움증권 리서치

Skipjack 방콕시세 추이(2007~09년)



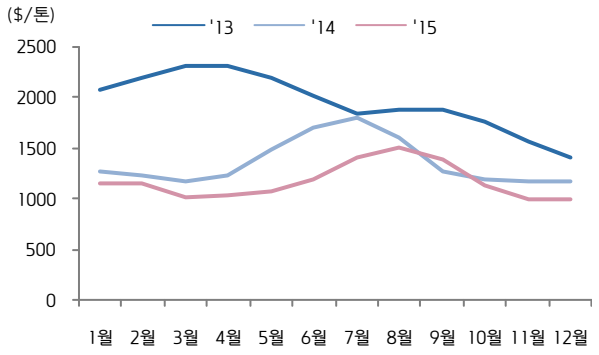
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



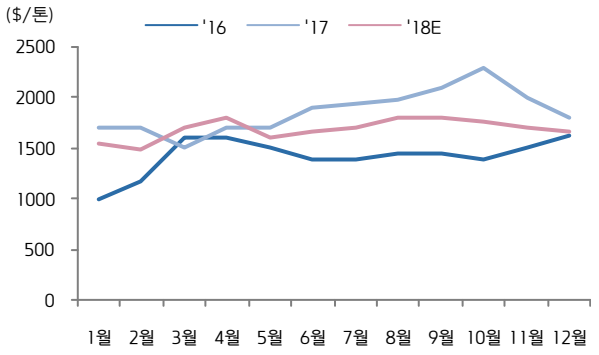
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치
주: 1) 2018년 6월 이후 수치는 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	1,072	1,080	1,080
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-5%	-3%
선망참치($/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,683	1,767	1,700
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	-5%	-12%	-16%

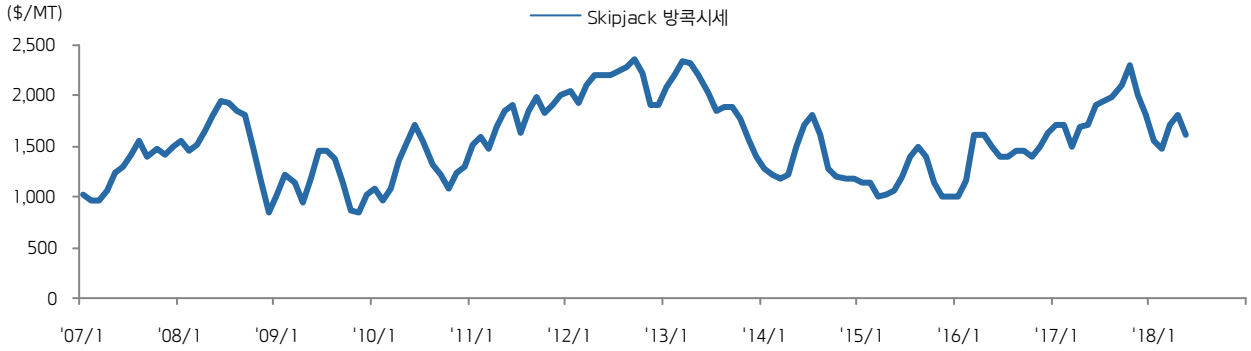
자료: 한국은행, Thai Union, 키움증권 리서치(2Q18E 이후는 당사 가정치)

참치어가 하락에 따른 동원F&B 원재료비 절감액 추정

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

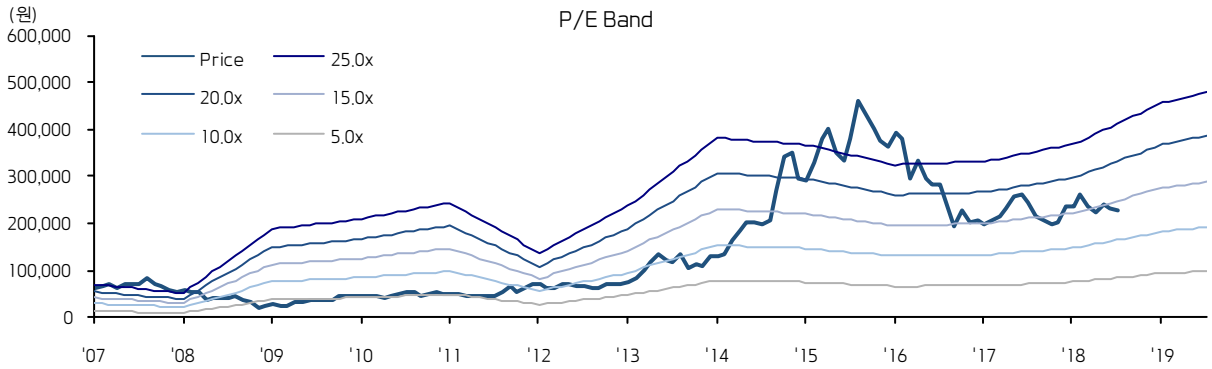
자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

Skipjack 방콕시세 추이



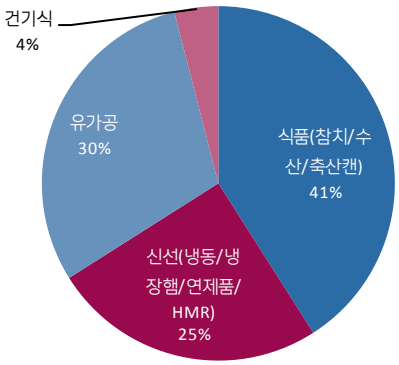
자료: Thai Union

동원F&B PER 밴드 추이



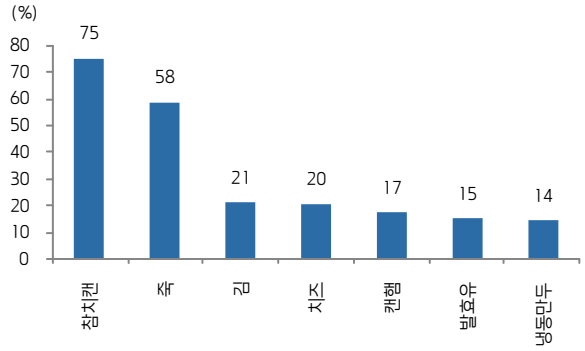
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

동원F&B 별도기준 매출 비중



자료: 동원F&B(2017년 기준)

동원F&B 주요 품목 MS 현황(2017년 기준)



자료: 동원F&B

동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	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	445.6	368.4	484.9	361.0	1,577.2	1,659.9	1,742.6
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	4.9%	5.8%	5.0%	5.5%	7.1%	5.2%	5.0%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.5	237.6	255.7	267.3	835.3	977.1	1,116.9
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.4%	17.8%	11.6%	23.2%	21.1%	17.0%	14.3%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	42.5	39.7	41.8	40.1	139.3	164.1	167.6
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	109.1%	2.2%	2.2%	2.2%	76.2%	17.8%	2.2%
매출총이익	**170.3**	**139.8**	**180.1**	**127.2**	**170.0**	**154.2**	**192.8**	**146.1**	**617.5**	**663.2**	**722.3**
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	24.1%	23.9%	24.6%	21.8%	24.2%	23.7%	23.9%
판관비	**140.3**	**131.1**	**150.3**	**123.5**	**147.2**	**141.3**	**156.9**	**134.2**	**545.2**	**579.5**	**622.4**
(판관비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	20.9%	21.9%	20.0%	20.1%	21.4%	20.7%	20.6%
영업이익	**30.1**	**8.7**	**29.8**	**3.7**	**22.9**	**12.9**	**35.9**	**12.0**	**72.4**	**83.7**	**99.9**
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-24.0%	48.4%	20.4%	221.1%	-1.3%	15.7%	19.4%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.2%	2.0%	4.6%	1.8%	2.8%	3.0%	3.3%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.8	7.3	26.8	4.3	44.9	56.2	71.2
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.0%	2.0%	5.5%	1.2%	2.8%	3.4%	4.1%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	6.9	7.8	7.0	26.7	26.7	28.0
(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%	0.8%	0.8%
세전이익	30.6	4.3	27.2	5.3	20.6	11.3	34.4	10.7	67.3	76.9	93.5
당기순이익	23.7	2.6	20.9	4.1	15.7	8.5	26.1	8.1	51.4	58.4	70.9
지배주주순이익	**23.7**	**2.5**	**20.9**	**4.2**	**15.7**	**8.5**	**26.1**	**6.8**	**51.4**	**57.1**	**70.9**
(YoY)	16.9%	-68.4%	-6.4%	흑전	-33.9%	235.9%	24.5%	63.9%	2.1%	11.2%	24.0%

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	21,389	23,048	24,915
매출총이익	5,859	6,175	6,632	7,223	7,764
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,795	6,224	6,673
영업이익(보고)	733	724	837	999	1,091
영업이익(핵심)	733	724	837	999	1,091
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	769	935	1,029
법인세비용	144	159	185	226	249
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	24.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	584	709	780
지배주주지분순이익(억원)	503	514	571	709	780
EBITDA	1,120	1,153	1,284	1,448	1,524
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,032	1,157	1,213
수정당기순이익	491	508	584	709	780
증감율(%, YoY)					
매출액	16.1	13.9	9.8	8.0	8.0
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	15.7	19.4	9.2
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	15.7	19.4	9.2
EBITDA	-1.7	2.9	11.4	12.7	5.2
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	11.2	24.0	10.1
EPS	-11.4	2.1	11.2	24.0	10.1
수정순이익	-14.4	3.4	15.0	21.3	10.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	7,008	7,608	8,278
현금및현금성자산	684	650	816	919	1,057
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	14,738	15,663	16,679
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	5,264	5,877	6,561
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,406	7,018	7,702
비지배주주지분자본총계	2	2	15	14	14
자본총계	5,519	5,932	6,420	7,032	7,716
순차입금	1,216	3,493	3,526	3,415	3,269
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	763	911	949
당기순이익	504	514	584	709	780
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	166	103	138
기초현금및현금성자산	354	684	650	816	919
기말현금및현금성자산	684	650	816	919	1,057
Gross Cash Flow	977	1,154	1,009	1,133	1,187
Op Free Cash Flow	600	-594	137	284	322

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,044	13,313	14,802	18,361	20,219
BPS	142,964	153,682	165,985	181,851	199,576
주당EBITDA	29,034	29,871	33,283	37,526	39,492
CFPS	23,103	24,431	26,734	29,990	31,442
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	15.3	12.4	11.2
PBR	1.4	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	10.9	9.7	8.4	7.9
PCFR	8.6	9.6	8.5	7.6	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	3.0	3.3	3.3
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	3.0	3.3	3.3
EBITDA margin	5.0	4.5	4.6	4.8	4.7
순이익률	2.2	2.0	2.1	2.3	2.4
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.5	10.5	10.6
투하자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	8.2	9.2	9.5
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	129.6	122.7	116.2
순차입금비율	22.0	58.9	54.9	48.6	42.4
이자보상배율(배)	11.9	7.5	8.2	9.8	10.7
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

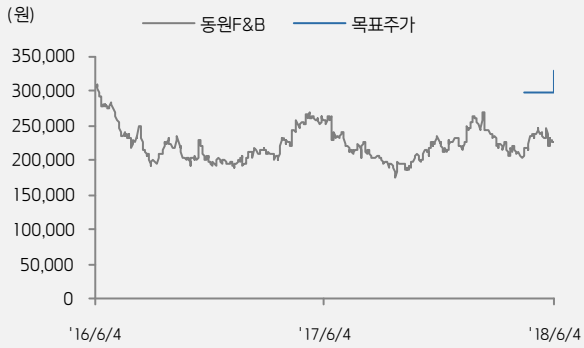
- 당사는 6월 1일 현재 '동원F&B' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
동원F&B (049770)	2018/04/17	BUY (Initiate)	300,000원	6개월	-23.10	-19.83
	2018/05/08	BUY (Maintain)	300,000원	6개월	-22.01	-17.50
	2018/05/28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-22.14	-17.50
	2018/06/04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	적용기준(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%