

9. 동원F&B (049770) / BUY (유지) / TP 340,000원 (상향)

2Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

동원F&B의 1Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 6,530억원 (+10.9% YoY), 120억원 (38.1% YoY)으로, 건조한 외형성장세가 지속되는 동시에 원가 및 환율하락에 따른 이익개선이 예상된다. 영업호조로 인한 일부 성과급지급 가능성이 존재하나, 이를 제외시 시장기대치에 부합할 전망이다.

참치어가 하락이 원가개선으로 이어짐에 따른 이익규모 확대가 예상된다. 참치 투입어가는 2Q18 1,750달러/톤으로 전년동기와 유사한 수준이나 환율효과를 감안할 경우 원가부담이 완화된다. 최근 급격한 어가 하락 흐름을 감안할 때 참치 투입량이 확대되는 3분기 원가하락이 빠르게 완화될 전망으로, 향후 낮은 어가수준이 지속될 경우 추가적인 이익개선 가능성을 열어둘 필요가 있다. 유가공 등 여타 건조한 카테고리의 성장 및 향후 일부제품에 대한 가격인상효과까지 고려할 경우 하반기까지 기저효과가 두드러질 전망이다.

조미유통은 조미부문 수익성 안정과 더반찬, 금천을 포함한 유통사업의 매출성장 중심의 흐름이 이어질 전망이다. 외형확대를 통한 이익개선 선순환 가능성 및 향후 조미부문 캐파 확대시 이익기여 확대에 대해 긍정적으로 판단한다. 최저임금 상승 이슈의 경우 전분기와 동일한 흐름으로 외형확대에 따른 이익개선분과 상쇄 가능하다.

2Q18부터 베이스효과, 추가 이익개선에 대한 기대감도 열어둘 필요

참치어가에 대한 부담이 낮아진 상황에서 주요 제품가격 인상효과까지 감안한다면 2Q18부터 가시화될 영업실적 베이스효과가 주가상승을 지속적으로 견인할 가능성이 높다. 또한 동원홈푸드의 일부 인건비 상승우려는 외형확대 및 조미부문의 마진레벨로 해소할 수 있다는 측면에서 접근한다면 여타 동종업체대비 우려 정도 또한 낮을 전망이다. 영업실적 추정치 및 밸류에이션 조정에 따라 목표주가를 기존 30만원에서 34만원으로 상향조정한다. 주가의 제한적인 하방리스크 및 업종 내 상대적으로 건조한 우상향 흐름 가능성에 무게를 신는다.

〈표1〉 동원F&B 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)				
	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	2Q18C diff (% , %p)
매출액	653.0	588.8	10.9	646.6 1.0
영업이익	120	8.7	38.1	13.6 (11.7)
영업이익률 %	1.8	1.5	0.4	2.1 (0.3)
세전이익	11.0	4.3	157.9	10.8 1.7
세전이익률 %	1.7	0.7	1.0	1.7 0.0

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 07월 03일 기준

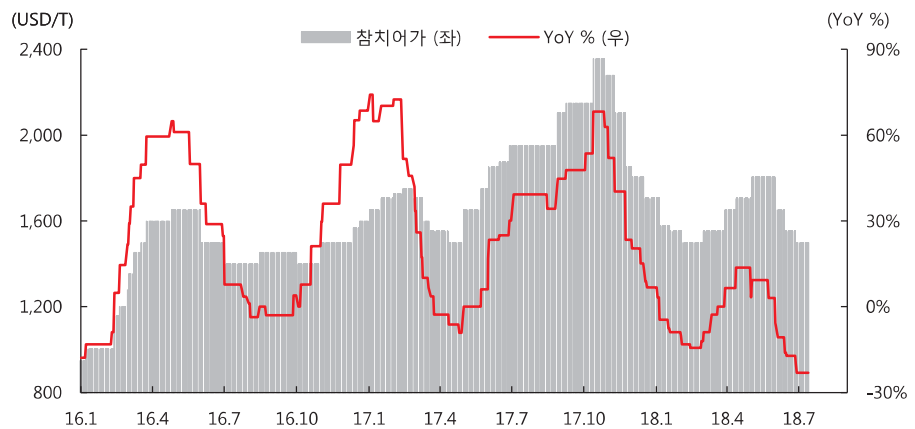
〈표2〉 동원F&B 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	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	3,009.1
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	251.5	275.9	311.3	291.1	981.5	1,129.8	1,276.6
사료	23.1	42.2	51.5	36.4	46.7	57.0	52.5	37.2	153.2	193.4	197.2
adj.	(46.5)	(45.7)	(55.8)	(39.6)	(46.5)	(49.2)	(60.1)	(48.5)	(187.6)	(204.3)	(226.5)
YoY %	12.2	15.4	15.3	12.5	11.4	10.9	9.1	7.5	13.9	9.7	7.4
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	11.6	16.5	16.5	15.5	18.1	15.1	13.0
사료	67.4	80.8	108.1	46.4	102.2	35.0	2.0	2.0	76.6	26.2	2.0
연결영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	22.9	12.0	39.7	8.1	72.4	82.7	87.9
일반식품	24.0	3.3	20.2	(2.6)	17.8	3.7	24.3	(0.7)	44.9	45.1	55.4
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	7.7	10.6	7.9	26.7	31.1	37.3
사료	(0.2)	(0.2)	1.2	0.4	(0.5)	0.2	0.8	0.4	1.2	0.8	2.1
adj.	0.8	(1.3)	0.1	(0.0)	0.6	0.4	4.0	0.6	(0.5)	5.7	(6.9)
YoY %	8.4	(25.5)	5.7	(33.7)	(23.9)	38.1	33.0	116.2	(1.3)	14.2	6.4
OPM %	4.8	1.5	4.1	0.6	3.2	1.8	5.0	1.3	2.8	3.0	2.9
일반식품	5.6	0.9	4.3	(0.7)	3.9	1.0	4.9	(0.2)	2.8	2.7	3.1
조미유통	2.4	2.9	3.1	2.4	2.0	2.8	3.4	2.7	2.7	2.8	2.9
사료	(0.9)	(0.4)	2.3	1.0	(1.1)	0.3	1.5	1.0	0.8	0.4	1.0

자료: 동원F&B, 하이투자증권

〈그림1〉 참치어가 추이



자료: Atuna, 하이투자증권

〈표3〉 동원F&B 목표주가 - 기존 300,000원 → 340,000원으로 변경

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
지배주주순이익	59.2	56.8	50.3	51.4	60.0	65.5
EPS (원)	15,350	14,731	13,044	13,313	15,541	16,965
EPS Growth (%)	62.1	(4.0)	(11.4)	2.1	16.7	9.2
PER (X)						
High	23.7	38.0	30.6	20.4	14.9	0.0
Avg	15.1	25.3	20.6	16.6	14.6	0.0
Low	8.3	18.2	14.9	13.3	14.4	0.0
End	19.0	26.7	15.2	17.6	14.4	0.0
target PER (X)						19.5
Fair Price (원)						330,814
목표주가 (원)						340,000

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	629	709	782	863	매출액	2,553	2,801	3,009	3,208
현금 및 현금성자산	65	92	120	157	증가율(%)	13.9	9.7	7.4	6.6
단기금융자산	8	8	8	8	매출원가	1,935	2,121	2,271	2,420
매출채권	244	266	286	305	매출총이익	618	680	738	788
재고자산	304	336	361	385	판매비와관리비	545	597	650	691
비유동자산	740	732	734	733	연구개발비	1	2	2	2
유형자산	484	476	478	477	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	75	75	75	75	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,369	1,442	1,516	1,595	영업이익	72	83	88	96
유동부채	403	427	450	472	증가율(%)	-1.3	14.2	6.4	9.6
매입채무	168	186	202	218	영업이익률(%)	2.8	3.0	2.9	3.0
단기차입금	67	67	67	67	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	22	22	22	22	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	372	373	373	373	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	150	150	150	150	기타영업외손익	1	3	4	4
장기차입금	184	184	184	184	세전계속사업이익	67	77	84	92
부채총계	776	800	823	845	법인세비용	16	17	18	20
지배주주지분	593	641	693	750	세전계속이익률(%)	2.6	2.8	2.8	2.9
자본금	19	19	19	19	당기순이익	51	60	65	72
자본잉여금	110	110	110	110	순이익률(%)	2.0	2.1	2.2	2.2
이익잉여금	479	527	579	637	지배주주귀속 순이익	51	60	65	72
기타자본항목	-1	-1	-1	-1	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	총포괄이익	51	60	65	72
자본총계	593	641	693	750	지배주주귀속총포괄이익	51	60	65	72

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	50	70	88	98	주당지표(원)				
당기순이익	51	60	65	72	EPS	13,313	15,541	16,965	18,679
유형자산감가상각비	-	41	41	41	BPS	153,682	166,172	179,587	194,415
무형자산상각비	2	2	3	3	CFPS	13,864	26,715	28,184	29,941
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	2,500	3,000	3,500	3,800
투자활동 현금흐름	-233	-161	-161	-161	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-90	-40	-40	-40	PER	17.6	19.3	17.7	16.0
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	1.5	1.8	1.7	1.5
금융상품의 증감	-4	-	-	-	PCR	16.9	11.2	10.6	10.0
재무활동 현금흐름	180	-17	-19	-21	EV/EBITDA	16.8	11.8	11.1	10.1
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	40	0	-	-	ROE	9.0	9.7	9.8	10.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	2.9	4.5	4.4	4.4
배당금지급	-10	-10	-12	-14	부채비율	130.8	124.7	118.7	112.6
현금및현금성자산의증감	-3	27	28	38	순부채비율	58.9	50.4	42.6	34.3
기초현금및현금성자산	68	65	92	120	매출채권회전율(x)	11.3	11.0	10.9	10.9
기말현금및현금성자산	65	92	120	157	재고자산회전율(x)	8.7	8.8	8.6	8.6

자료 : 동원F&B, 하이투자증권 리서치센터