



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원 (상향)

주가(7/17): 271,500원

시가총액: 10,478억원

## 음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/17)		2,297.92pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	305,000원	177,000원
등락률	-10.98%	53.39%
수익률	절대	상대
1M	-1.1%	3.5%
6M	10.8%	21.3%
1Y	26.3%	33.3%

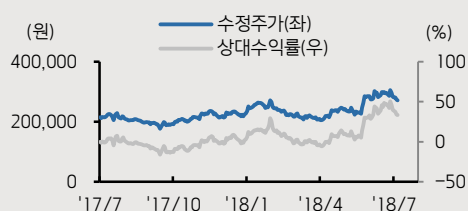
## Company Data

발행주식수	3,859천주
일평균 거래량(3M)	9천주
외국인 지분율	5.17%
배당수익률(18E)	0.92%
BPS(18E)	166,277원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외
	국민연금공단
	71.3%
	6.3%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	22,413	25,526	28,028	30,333
보고영업이익	733	724	852	1,080
핵심영업이익	733	724	852	1,080
EBITDA	1,120	1,153	1,299	1,529
세전이익	648	673	784	1,015
순이익	504	514	595	770
지배주주지분순이익	503	514	582	770
EPS(원)	13,044	13,313	15,094	19,945
증감률(%YoY)	-11.4	2.1	13.4	32.1
PER(배)	15.2	17.6	18.0	13.6
PBR(배)	1.4	1.5	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	10.9	9.0
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.6
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.6
ROE(%)	9.4	9.0	9.6	11.4
순부채비율(%)	22.0	58.9	54.7	47.1

## Price Trend



## 동원F&amp;B (049770)

## 판매량 성장과 어가 하락의 Harmony



동원F&B의 2분기 연결기준 영업이익은 118억원(+36% YoY)으로 전망된다. 인센티브 소급 반영에도 불구하고, 원어투입단가 하락 전환과 신제품 매출 호조가 수익성에 긍정적으로 작용하였다. 특히, Cash Cow 제품인 참치캔의 매출이 10% 이상 성장하고, 참치어가 하락세가 더욱 심화될 수 있는 점이 향후 실적 추정치를 더욱 끌어올릴 수 있는 변수이다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 연결기준 영업이익 118억원 전망

동원F&B의 2분기 연결기준 영업이익은 118억원(+36% YoY)으로 전망된다. 인센티브 소급 반영에도 불구하고, 원어투입단가 하락 전환, 신제품 매출 호조로 인해, 수익성 개선 흐름이 전망된다. 1) **참치캔**(年 매출 3천억)은 간편식 컨셉의 더참치와 더참치 투고의 호조로 10% 이상의 매출 성장이 기대된다. 2) **축산캔/냉동만두**(年 매출 1500억)는 판가 인상(+6~7%)으로 수익성 개선이 기대되고, 3) **유가공**(年 매출 5천억)은 가공유/발효유 제품의 판매 호조로 +7~8% 수준의 매출 성장이 기대된다. 4) **김**(年 매출 500억 이상)은 내수와 수출이 모두 호조를 보이며, 10% 이상 성장할 것으로 기대되고, 수출 비중이 25%까지 확대된 상황이다. 5) **죽**(年 매출 300~400억)은 경쟁사의 시장 진입으로 시장 규모가 확대되면서, 동사의 매출이 20% 이상 성장하고 있다. 또한, 6) 안주 간편식 **심야식당**도 올해 100억 이상의 매출이 가능할 전망이다. 이와 같은 Cash Cow 및 신제품의 판매량 성장과, 판가 인상 및 어가 하락 효과가 더해지면서 이익의 질적 성장세가 지속될 전망이다.

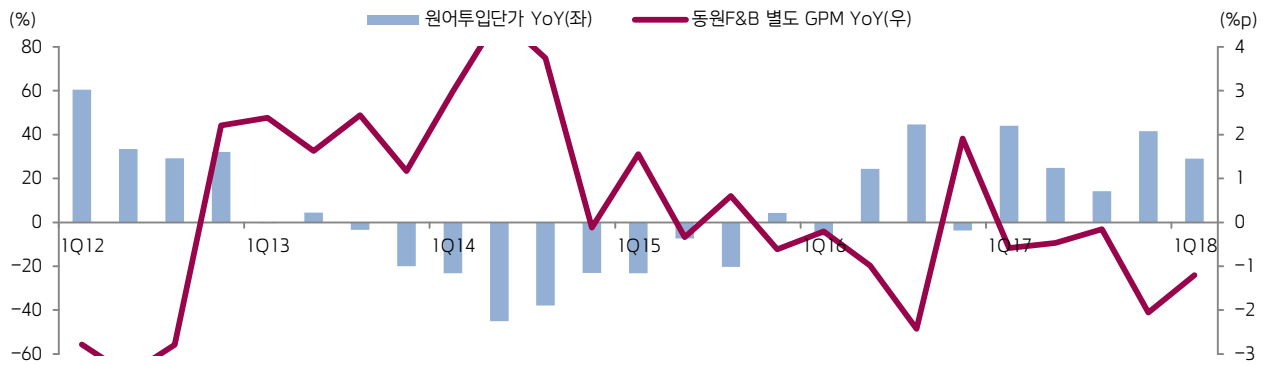
## &gt;&gt;&gt; 참치어가 하락세 더욱 심화될 것으로 판단

또한, 참치어가 하락세는 더욱 심화될 가능성이 높다. 7월에 참치어가 방콕시세는 \$1,400/톤으로 하락하였는데, FAD 조업 금지 구간에 진입하면서 단기 반등이 나올 수는 있다. 하지만, **성수기의 어가 레벨을 감안한다면, 비수기(1분기/4분기)의 어가는 지금 보다 더 낮은 레벨에 위치할 가능성이 높다.** 참치 어획시장이 **완전경쟁시장**에 가깝다는 점을 감안한다면, **2018년 어가 흐름은 2013년처럼 하락세를 지속하고, 2019년에는 경쟁력이 열위한 수산업체들이 적자로 전환할 가능성까지 고려해야 할 것이다.** 따라서, 내년도 연평균 참치어가는 올해 연평균 참치어가 대비 -10% 이상 하락할 가능성이 높다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 36만원으로 상향

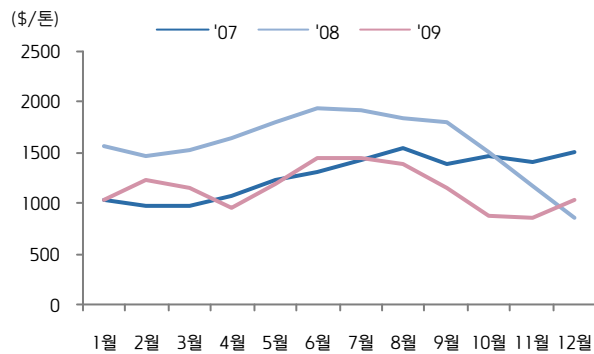
동원F&B에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 실적 추정치 상향에 따라 목표주가를 36만원으로 상향한다(2019E EPS에 Target PER 18x 적용). Cash Cow 및 신제품의 판매량 성장세와 참치어가 추가 하락을 가정하여, 올해와 내년도 실적 추정치를 상향하였다.

## 원어투입단가 vs 동원F&amp;B 별도기준 GPM



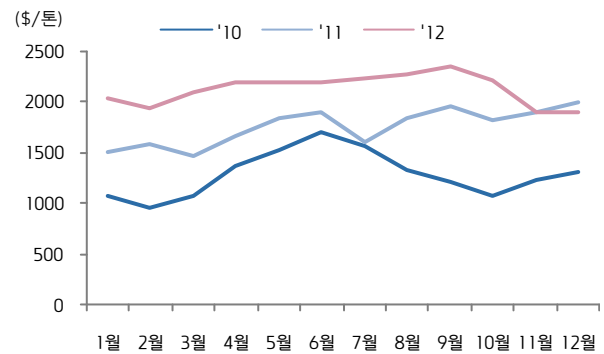
자료: Thai Union, 동원F&amp;B, 키움증권 리서치

## Skipjack 방콕시세 추이(2007~09년)



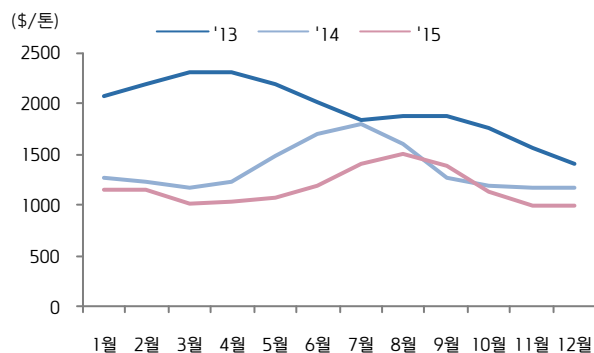
자료: Thai Union

## Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



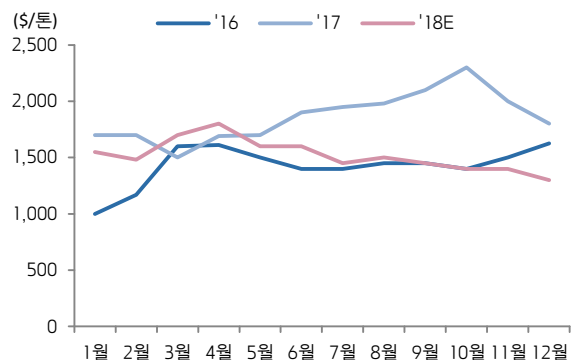
자료: Thai Union

## Skipjack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

## Skipjack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치

주: 1) 2018년 7월 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	2Q18	3Q18E	4Q18E
환율(원/달러)	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,078	1,120	1,120
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-1%	1%
선망참치(\$/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,667	1,467	1,367
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	-5%	-27%	-33%

자료: 한국은행, Thai Union, 키움증권 리서치(3Q18E 이후는 당사 가정치)

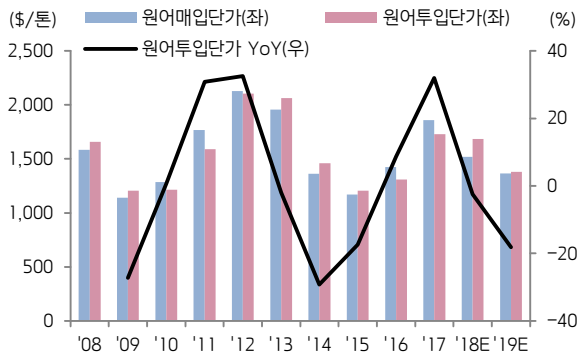
주: 1) 위의 가정은 매입시세 기준임. 실제 원어투입단가는 3개월 정도 래깅해서 반영됨(2Q18 매입단가가 3Q18의 원가로 반영).

## 참치어가 하락에 따른 동원F&amp;B 원재료비 절감액 추정

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

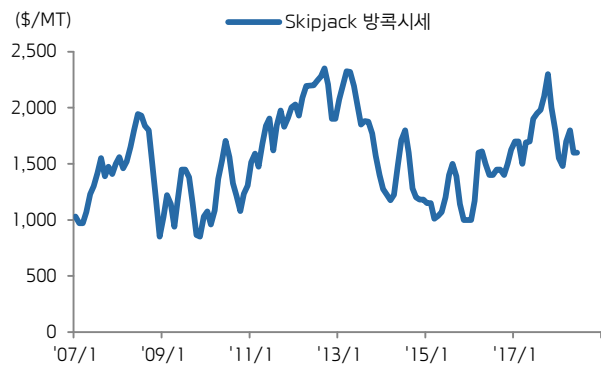
자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

## 연도별 원어매입/투입단가 추이 및 가정



자료: Thai Union, 키움증권 리서치

## Skipjack 방콕시세 추이



자료: Thai Union

## 참치 신제품: 더참치 / 더참치투고



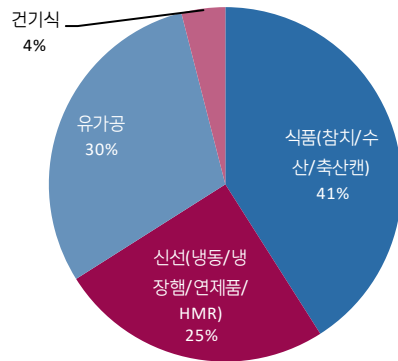
자료: 동원F&B

## 안주 간편식 신제품: 심야식당



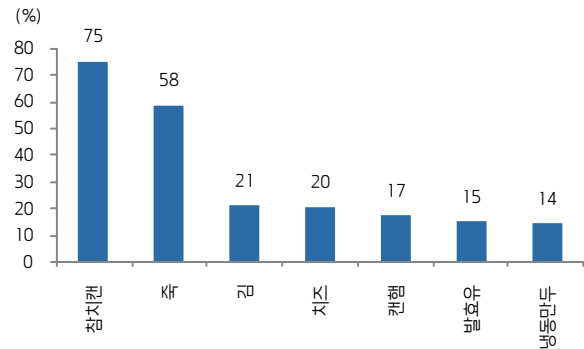
자료: 동원F&B

## 동원F&amp;B 별도기준 매출 비중



자료: 동원F&amp;B(2017년 기준)

## 동원F&amp;B 주요 품목 MS 현황(2017년 기준)



자료: 동원F&amp;B

## 동원F&amp;B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>632.7</b>	<b>588.8</b>	<b>732.3</b>	<b>598.8</b>	<b>704.9</b>	<b>645.3</b>	<b>787.4</b>	<b>665.2</b>	<b>2,552.6</b>	<b>2,802.8</b>	<b>3,033.3</b>
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	11.4%	9.6%	7.5%	11.1%	13.9%	9.8%	8.2%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	445.6	370.4	489.5	362.4	1,577.2	1,667.9	1,759.4
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	4.9%	6.4%	6.0%	5.9%	7.1%	5.8%	5.5%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.5	235.2	255.7	262.3	835.3	969.6	1,105.2
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.4%	16.6%	11.6%	20.9%	21.1%	16.1%	14.0%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	42.5	39.7	41.8	40.1	139.3	164.1	167.7
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	109.1%	2.2%	2.2%	2.2%	76.2%	17.8%	2.2%
기타	0.0	0.0	0.4	0.4	0.3	0.0	0.4	0.4	0.8	1.1	1.1
<b>매출총이익</b>	<b>170.3</b>	<b>139.8</b>	<b>180.1</b>	<b>127.2</b>	<b>170.0</b>	<b>150.7</b>	<b>195.8</b>	<b>148.9</b>	<b>617.5</b>	<b>665.5</b>	<b>733.9</b>
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	24.1%	23.4%	24.9%	22.4%	24.2%	23.7%	24.2%
<b>판매비</b>	<b>140.3</b>	<b>131.1</b>	<b>150.3</b>	<b>123.5</b>	<b>147.2</b>	<b>138.9</b>	<b>158.5</b>	<b>135.8</b>	<b>545.2</b>	<b>580.3</b>	<b>625.9</b>
(판매비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	20.9%	21.5%	20.1%	20.4%	21.4%	20.7%	20.6%
<b>영업이익</b>	<b>30.1</b>	<b>8.7</b>	<b>29.8</b>	<b>3.7</b>	<b>22.9</b>	<b>11.8</b>	<b>37.4</b>	<b>13.1</b>	<b>72.4</b>	<b>85.2</b>	<b>108.0</b>
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-24.0%	35.7%	25.3%	251.2%	-1.3%	17.7%	26.8%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.2%	1.8%	4.7%	2.0%	2.8%	3.0%	3.6%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.8	6.3	28.2	5.6	44.9	58.0	78.6
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.0%	1.7%	5.8%	1.5%	2.8%	3.5%	4.5%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	6.8	7.8	6.9	26.7	26.4	27.4
(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	2.7
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	-1.2%	0.0%	2.2%	2.5%	0.9%	0.8%	1.6%
기타	0.0	0.0	0.3	-0.5	0.6	0.0	0.3	-0.5	-0.2	0.4	0.4
연결조정 등	0.8	-1.3	0.1	0.2	0.0	-1.3	0.1	0.2	-0.2	-1.0	-1.0
세전이익	30.6	4.3	27.2	5.3	20.6	10.2	35.9	11.8	67.3	78.4	101.5
당기순이익	23.7	2.6	20.9	4.1	15.7	7.7	27.2	9.0	51.4	59.5	77.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>23.7</b>	<b>2.5</b>	<b>20.9</b>	<b>4.2</b>	<b>15.7</b>	<b>7.7</b>	<b>27.2</b>	<b>7.7</b>	<b>51.4</b>	<b>58.2</b>	<b>77.0</b>
(YoY)	16.9%	-68.4%	-6.4%	41.6%	-33.9%	203.0%	29.8%	84.4%	-4.2%	13.4%	32.1%

자료: 동원F&amp;B, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	28,028	30,333	32,610
매출원가	16,554	19,351	21,373	22,994	24,747
매출총이익	5,859	6,175	6,655	7,339	7,863
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,803	6,259	6,696
영업이익(보고)	733	724	852	1,080	1,167
영업이익(핵심)	733	724	852	1,080	1,167
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	784	1,015	1,106
법인세비용	144	159	189	246	268
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	24.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	595	770	838
지배주주지분순이익(억원)	503	514	582	770	838
EBITDA	1,120	1,153	1,299	1,529	1,600
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,043	1,218	1,271
수정당기순이익	491	508	595	770	838
증감율(% YoY)					
매출액	16.1	13.9	9.8	8.2	7.5
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	17.7	26.8	8.1
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	17.7	26.8	8.1
EBITDA	-1.7	2.9	12.7	17.7	4.7
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	13.4	32.1	8.9
EPS	-11.4	2.1	13.4	32.1	8.9
수정순이익	-14.4	3.4	17.2	29.3	8.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,046	497	774	966	1,020
당기순이익	504	514	595	770	838
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	-247	-228	-225
기타	46	190	-23	-25	-27
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-743	-740	-739
투자자산의 처분	6	-1,186	-43	-40	-39
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	-68	-71
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	26
현금및현금성자산의순증가	330	-34	176	158	210
기초현금및현금성자산	354	684	650	827	985
기말현금및현금성자산	684	650	827	985	1,195
Gross Cash Flow	977	1,154	1,021	1,194	1,244
Op Free Cash Flow	600	-594	147	340	393

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	7,020	7,688	8,400
현금및현금성자산	684	650	827	985	1,195
유동금융자산	41	83	91	98	105
매출채권및유동채권	2,162	2,519	2,765	2,993	3,217
재고자산	2,800	3,039	3,337	3,612	3,883
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,730	8,056	8,399
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	215	232	250
투자자산	326	1,611	1,669	1,726	1,785
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	14,750	15,743	16,799
유동부채	4,535	4,034	4,548	4,831	5,111
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,329	3,602	3,873
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	3,808	3,843
장기매입채무및비유동채무	16	100	110	119	128
사채및장기차입금	490	3,333	3,333	3,333	3,333
기타비유동부채	294	292	328	356	382
부채총계	5,335	7,759	8,318	8,639	8,953
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,276	5,949	6,691
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,417	7,090	7,832
비지배주주지분자본총계	2	2	15	14	14
자본총계	5,519	5,932	6,432	7,105	7,846
순차입금	1,216	3,493	3,515	3,349	3,132
총차입금	1,941	4,226	4,432	4,432	4,432

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,044	13,313	15,094	19,945	21,716
BPS	142,964	153,682	166,277	183,728	202,948
주당EBITDA	29,034	29,871	33,668	39,614	41,469
CFPS	23,103	24,431	27,026	31,574	32,938
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	18.0	13.6	12.5
PBR	1.4	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.9	10.9	10.9	9.0	8.5
PCFR	8.6	9.6	10.0	8.6	8.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	3.0	3.6	3.6
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	3.0	3.6	3.6
EBITDA margin	5.0	4.5	4.6	5.0	4.9
순이익률	2.2	2.0	2.1	2.5	2.6
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.6	11.4	11.2
투자자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	8.3	9.9	10.1
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	129.3	121.6	114.1
순차입금비율	22.0	58.9	54.7	47.1	39.9
이자보상배율(배)	11.9	7.5	8.4	10.6	11.5
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	8.8	8.7

## Compliance Notice

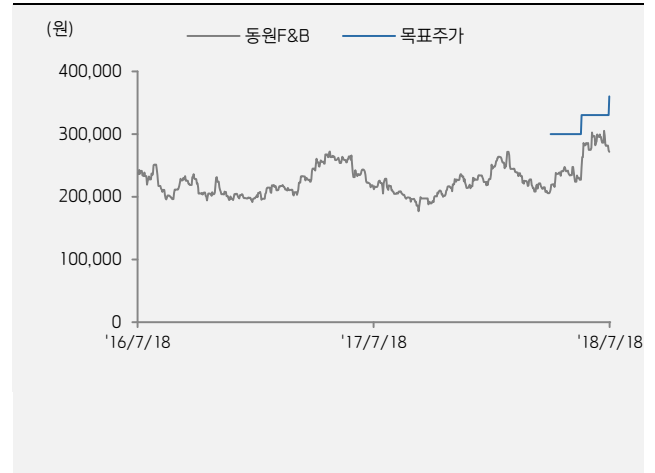
- 당사는 7월 17일 현재 '동원F&B' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
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	-22.24	-17.50
	2018/06/04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-13.58	-7.58
	2018/07/18	BUY(Maintain)	360,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%