



BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원
주가(8/2): 276,000원
시가총액: 10,651억원

음식료

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

Stock Data

KOSPI (8/2)		2,270.20pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	305,000원	177,000원
등락률	-9.51%	55.93%
수익률	절대	상대
1M	-7.8%	-7.8%
6M	8.4%	20.6%
1Y	24.6%	33.2%

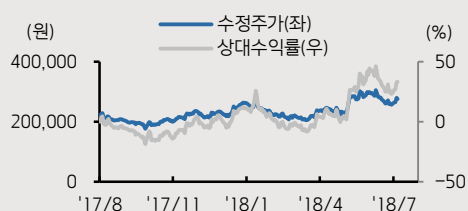
Company Data

발행주식수		3,859천주
일평균 거래량(3M)		9천주
외국인 지분율		5.00%
배당수익률(18E)		0.91%
BPS(18E)		166,253원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외	71.3%
	국민연금공단	6.3%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	22,413	25,526	27,780	30,214
보고영업이익	733	724	861	1,107
핵심영업이익	733	724	861	1,107
EBITDA	1,120	1,153	1,308	1,556
세전이익	648	673	780	1,031
순이익	504	514	594	781
지배주주지분순이익	503	514	582	781
EPS(원)	13,044	13,313	15,070	20,246
증감률(%YoY)	-11.4	2.1	13.2	34.4
PER(배)	15.2	17.6	18.3	13.6
PBR(배)	1.4	1.5	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	11.0	9.0
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	3.1	3.7
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	3.1	3.7
ROE(%)	9.4	9.0	9.6	11.5
순부채비율(%)	22.0	58.9	54.3	46.8

Price Trend



동원F&B (049770)

팔방미인(八方美人)으로 거듭나는 중



동원F&B의 2분기 연결기준 영업이익은 132억원(+51% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 상반기 인센티브 소급 반영에도 불구하고, 원어투입단가 안정화와 주력 제품의 판매량 성장으로, 비교적 높은 이익 성장률을 시현하였다. 당사는 Q, P, C가 모두 호조를 보이고 있어, 전사 실적 가시성이 높고, 업종 내에서 이익 성장률이 돋보일 전망이다. 음식료 업종 Top Pick 관점을 유지한다.

>>> 2분기 영업이익 132억원으로 시장 컨센서스 부합

동원F&B의 2분기 연결기준 영업이익은 132억원(+51% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 상반기 인센티브 소급 반영에도 불구하고(약 35억원), 영업이익이 전년동기 대비 증가한 이유는 1) 원어투입단가 안정화에 따른 원가율 개선, 2) 참치캔 신제품(더참치)을 비롯한 주요 제품의 판매량 성장에 기인한다. 특히, Cash Cow 제품인 참치캔(파우치 포함)의 매출이 10% 이상 성장하고 있고, 유가공/죽/김/안주 간편식 등 다양한 카테고리에 중장기 성장동력이 마련되는 점이 긍정적이다. 다만, 별도기준 매출 성장률이 +2.4%로 낮았던 이유는, 올해부터 IFRS 1115호가 적용되면서, 작년과 회계기준에 차이가 있기 때문이다(회계기준 변경효과 제외 시 약 +8% 성장 추산).

>>> Q, P, C가 모두 호조

Cash Cow 제품인 참치캔에 HMR Concept이 더해진 신제품이 출시되면서, 참치캔 매출이 10% 이상 성장하고 있고, 유가공(+7~8%), 죽(+20%), 김(+10% 이상), 안주 간편식(올해 100억원 이상 목표) 등 다양한 카테고리에서 중장기 성장동력이 마련되고 있다. 더불어, 2분기에 가격 인상이 있었던 냉동만두, 캔햄은 판가 인상 효과가 3분기부터 본격화 될 전망이다.

한편, 주요 원재료인 참치원어(Skipjack)의 시세는 하락세가 심화되고 있다. 글로벌 참치캔 1위 업체인 Thai Union의 올해 7월 원어매입가격이 \$1,300/톤으로 하락하였는데(-19% MoM), 3분기가 FAD(Fish Aggregating Device) 조업 금지로 참치어가가 연중 가장 높다는 점을 감안한다면 매우 이례적인 상황으로 판단된다. 이러한 시세 하락의 주요 원인은 예상 보다 늘어난 어획량에 있을 것으로 추산된다. 작년 하반기 참치어가가 약 \$2,000/톤 수준이고, 비수기로 갈수록 시세가 더욱 하락할 수 있다는 점을 감안한다면, 동사의 원가율 개선 효과는 점차 강해질 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 36만원 유지

동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 36만원을 유지한다. 당사는 주력 제품의 판매량 성장 속에 원재료 투입단가가 안정화 되면서, 업종 내 이익 성장률이 돋보일 전망이다. 음식료 업종 Top Pick 관점을 유지한다.

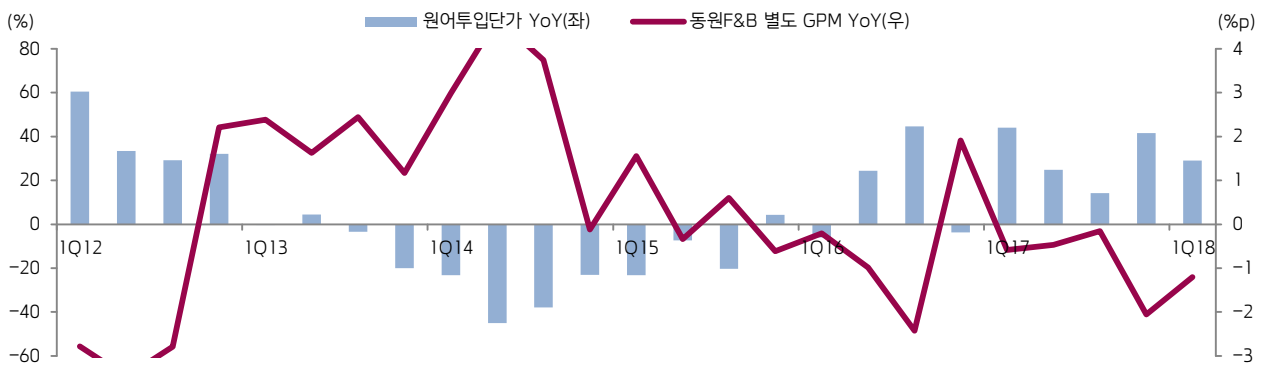
동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	632.7	588.8	732.3	598.8	704.9	633.5	786.0	653.6	2,552.6	2,778.0	3,021.4
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	11.4%	7.6%	7.3%	9.1%	13.9%	8.8%	8.8%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	445.6	356.6	488.1	350.8	1,577.2	1,641.1	1,747.4
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	4.9%	2.4%	5.7%	2.5%	7.1%	4.1%	6.5%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.5	237.2	255.7	262.3	835.3	971.7	1,105.2
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.4%	17.6%	11.6%	20.9%	21.1%	16.3%	13.7%
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
매출총이익	170.3	139.8	180.1	127.2	170.0	149.5	196.1	145.6	617.5	661.2	733.1
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	24.1%	23.6%	24.9%	22.3%	24.2%	23.8%	24.3%
판매비	140.3	131.1	150.3	123.5	147.2	136.3	159.3	132.3	545.2	575.1	622.3
(판매비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	20.9%	21.5%	20.3%	20.2%	21.4%	20.7%	20.6%
영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	22.9	13.2	36.8	13.3	72.4	86.1	110.7
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-23.9%	51.2%	23.2%	255.9%	-1.3%	19.0%	28.6%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.2%	2.1%	4.7%	2.0%	2.8%	3.1%	3.7%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.8	6.8	27.8	6.8	44.9	59.2	82.0
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.0%	1.9%	5.7%	1.9%	2.8%	3.6%	4.7%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	7.9	7.8	6.3	26.7	26.9	27.9
(OPM)	2.9%	3.4%	3.7%	2.7%	2.3%	3.3%	3.1%	2.4%	3.2%	2.8%	2.5%
사료	-0.2	-0.2	0.9	0.7	-0.5	-0.2	0.7	0.6	1.2	0.6	1.4
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	-1.2%	-0.5%	1.7%	1.5%	0.9%	0.4%	0.8%
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	8.1	36.5	12.9	67.3	78.0	103.1
당기순이익	23.7	2.6	20.9	4.1	15.7	6.3	27.6	9.8	51.4	59.4	78.1
지배주주순이익	23.7	2.5	20.9	4.2	15.7	6.3	27.6	8.5	51.4	58.2	78.1
(YoY)	16.9%	-68.4%	-6.4%	41.7%	-33.9%	148.2%	32.1%	104.1%	-4.2%	13.2%	34.4%

자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

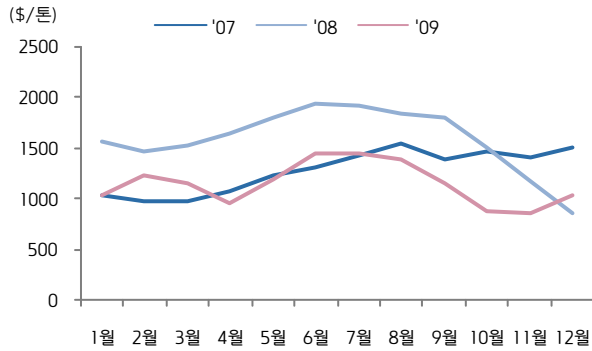
주: 1) 2Q18의 부문별 매출액/영업이익과, 전사 매출총이익/판매비는 당사 추정치

원어투입단가 vs 동원F&B 별도기준 GPM



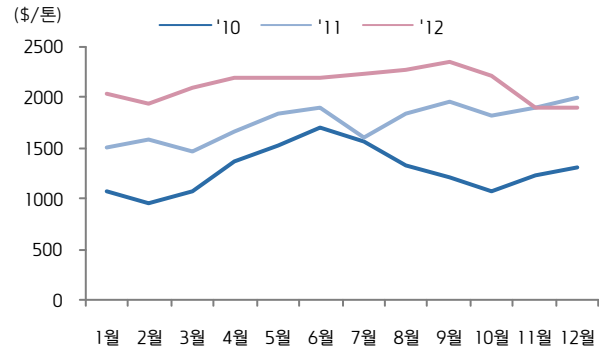
자료: Thai Union, 동원F&B, 키움증권 리서치

Skipjack 방콕시세 추이(2007~09년)



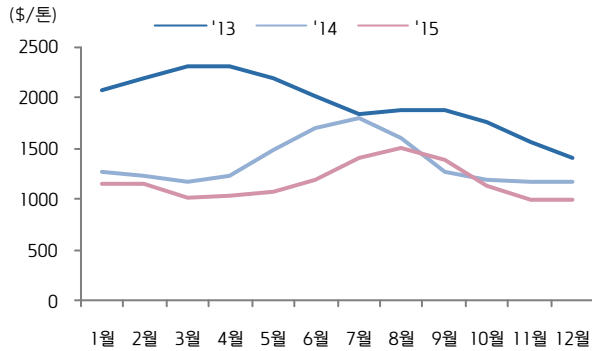
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



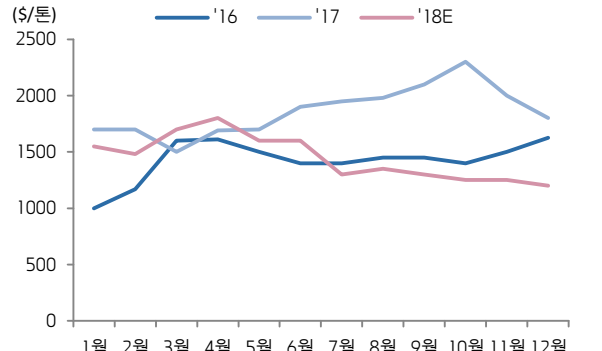
자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

Skipjack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치

주: 1) 2018년 8월 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	1,130	1,130
(YoY)	9%	6%	-4%	-0%	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-0%	2%
선망참치(\$/MT)	1,257	1,503	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,667	1,317	1,233
(YoY)	14%	36%	0%	44%	30%	17%	40%	35%	-3%	-5%	-34%	-39%

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

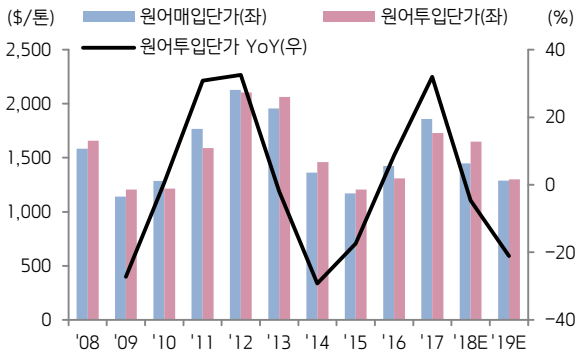
주: 1) 위의 가정은 매입시세 기준임. 실제 원어투입단가는 3개월 정도 래깅해서 반영됨(2Q18 매입단가가 3Q18의 원가로 반영).

참치어가 하락에 따른 동원F&B 원재료비 절감액 추정

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

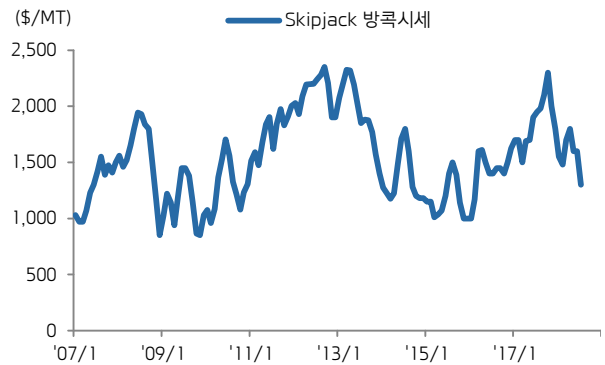
자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

연도별 원어매입/투입단가 추이 및 가정



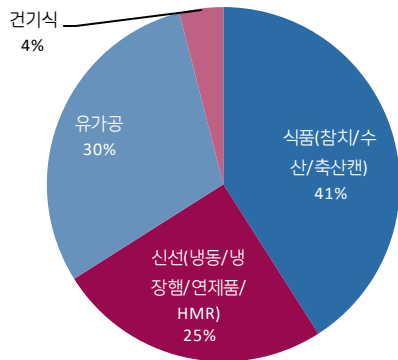
자료: Thai Union, 키움증권 리서치

Skipjack 방콕시세 추이



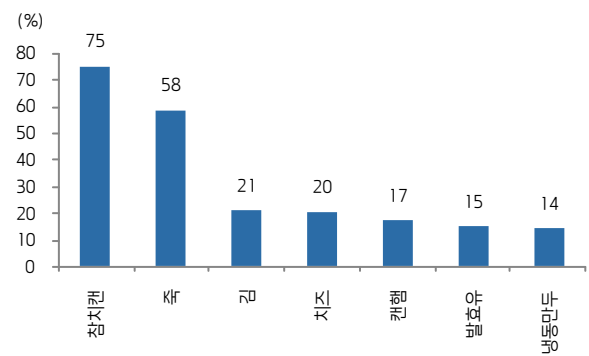
자료: Thai Union

동원F&B 별도기준 매출 비중



자료: 동원F&B(2017년 기준)

동원F&B 주요 품목 MS 현황(2017년 기준)



자료: 동원F&B

참치 신제품: 더참치 / 더참치투고



자료: 동원F&B

안주 간편식 신제품: 심야식당



자료: 동원F&B

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	27,780	30,214	32,485
매출원가	16,554	19,351	21,168	22,883	24,633
매출총이익	5,859	6,175	6,612	7,331	7,852
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,751	6,223	6,658
영업이익(보고)	733	724	861	1,107	1,194
영업이익(핵심)	733	724	861	1,107	1,194
영업외손익	-85	-50	-81	-77	-73
이자수익	12	13	20	21	23
배당금수익	1	22	24	27	29
외환이익	31	40	32	32	32
이자비용	62	96	124	124	124
외환손실	40	24	32	32	32
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	780	1,031	1,121
법인세비용	144	159	186	249	271
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	23.9%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	594	781	849
지배주주지분순이익(억원)	503	514	582	781	849
EBITDA	1,120	1,153	1,308	1,556	1,627
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,042	1,230	1,282
수정당기순이익	491	508	594	781	849
증감율(% YoY)					
매출액	16.1	13.9	8.8	8.8	7.5
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	19.0	28.6	7.8
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	19.0	28.6	7.8
EBITDA	-1.7	2.9	13.5	18.9	4.5
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	13.2	34.4	8.7
EPS	-11.4	2.1	13.2	34.4	8.7
수정순이익	-14.4	3.4	17.0	31.5	8.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,046	497	797	966	1,032
당기순이익	504	514	594	781	849
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	-222	-240	-224
기타	46	190	-23	-25	-27
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-739	-742	-739
투자자산의 처분	6	-1,186	-39	-42	-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	144	-67	-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	34	29	26
현금및현금성자산의순증가	330	-34	201	156	222
기초현금및현금성자산	354	684	650	852	1,008
기말현금및현금성자산	684	650	852	1,008	1,230
Gross Cash Flow	977	1,154	1,019	1,206	1,256
Op Free Cash Flow	600	-594	181	348	414

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	6,990	7,684	8,408
현금및현금성자산	684	650	852	1,008	1,230
유동금융자산	41	83	90	98	105
매출채권및유동채권	2,162	2,519	2,741	2,981	3,205
재고자산	2,800	3,039	3,308	3,598	3,868
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,724	8,053	8,396
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	213	231	249
투자자산	326	1,611	1,666	1,724	1,783
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	14,715	15,737	16,804
유동부채	4,535	4,034	4,517	4,816	5,095
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,299	3,588	3,858
단기차입금	333	674	0	0	0
유동성장기차입금	1,118	219	1,100	1,100	1,100
기타유동부채	93	109	118	128	137
비유동부채	800	3,725	3,767	3,806	3,841
장기매입채무및비유동채무	16	100	109	118	127
사채및장기차입금	490	3,333	3,333	3,333	3,333
기타비유동부채	294	292	326	355	381
부채총계	5,335	7,759	8,285	8,622	8,936
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,275	5,960	6,713
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,416	7,101	7,854
비지배주주지분자본총계	2	2	14	14	14
자본총계	5,519	5,932	6,430	7,115	7,868
순차입금	1,216	3,493	3,491	3,327	3,097
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	15,070	20,246	22,010
BPS	142,964	153,682	166,253	184,005	203,519
주당EBITDA	29,034	29,871	33,906	40,326	42,153
CFPS	23,103	24,431	26,991	31,875	33,232
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	18.3	13.6	12.5
PBR	1.4	1.5	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.9	10.9	11.0	9.0	8.5
PCFR	8.6	9.6	10.2	8.7	8.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	3.1	3.7	3.7
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	3.1	3.7	3.7
EBITDA margin	5.0	4.5	4.7	5.2	5.0
순이익률	2.2	2.0	2.1	2.6	2.6
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.6	11.5	11.3
투하자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	8.5	10.2	10.4
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	128.8	121.2	113.6
순차입금비율	22.0	58.9	54.3	46.8	39.4
이자보상배율(배)	11.9	7.5	6.9	8.9	9.6
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	10.9	10.6	10.6	10.5
재고자산회전율	8.3	8.7	8.8	8.8	8.7
매입채무회전율	8.9	8.5	8.8	8.8	8.7

Compliance Notice

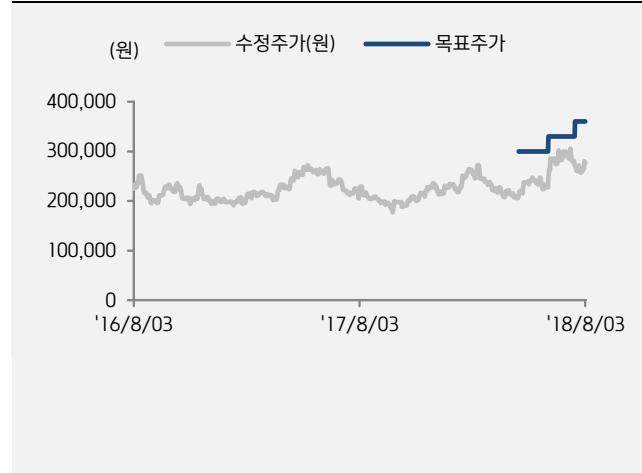
- 당사는 8월 2일 현재 '동원F&B' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-23.10	-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	-26.81	-24.58
	2018/07/25	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-26.56	-22.22
	2018/08/03	BUY(Maintain)	360,000원	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 (2017/07/01~2018/06/30)

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