



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(10/12): 254,000원

시가총액: 9,802억원



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

## Stock Data

KOSPI (10/12)	2,161.85pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	332,000원
등락률	-23.49%
수익률	절대
1M	-23.5%
6M	23.3%
1Y	32.3%
	-19.2%
	39.3%
	51.4%
	상대

## Company Data

발행주식수	3,859천주
일평균 거래량(3M)	7천주
외국인 지분율	5.14%
배당수익률(18E)	0.98%
BPS(18E)	165,496원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외 국민연금공단
	71.3%
	6.3%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	22,413	25,526	27,682	29,759
보고영업이익	733	724	827	1,055
핵심영업이익	733	724	827	1,055
EBITDA	1,120	1,153	1,275	1,503
세전이익	648	673	742	973
순이익	504	514	565	737
자체주주지분순이익	503	514	552	737
EPS(원)	13,044	13,313	14,313	19,109
증감률(%YoY)	-11.4	2.1	7.5	33.5
PER(배)	15.2	17.6	17.7	13.3
PBR(배)	1.4	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	7.9	10.9	10.6	8.7
보고영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.5
핵심영업이익률(%)	3.3	2.8	3.0	3.5
ROE(%)	9.4	9.0	9.2	11.0
순부채비율(%)	22.0	58.9	54.8	47.6

## Price Trend



## 실적 Preview

## 동원F&amp;B (049770)

## 참치어가, 4분기에 하락 전환 기대



동원F&B의 3분기 영업이익은 371억원(+24% YoY)으로 전망된다. 참치캔을 비롯한 주력 카테고리의 매출 호조와 원어투입단가 안정화, 가격 인상 효과 덕분이다. 위와 같은 실적 호조 기대에도 불구하고, 최근 주가는 참치어가의 단기적 반등과 주식 시장 약세로 인해, 고점 대비 크게 조정을 받았다. 하지만, 4분기에 어가가 재차 하락 할 가능성성이 높다는 점을 감안한다면, 現 주가는 저가 매수 기회로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 영업이익 371억원 전망

동원F&B의 3분기 연결기준 영업이익은 371억원(+24% YoY)으로 전망된다. 추석 시점 차이에 따른 영업일 수 감소에도 불구하고, 1) 신제품 '더참치' 호조에 따른 참치캔 판매량의 고성장(+10% 이상), 2) 원어투입단가 안정화, 3) 캔햄/냉동만두의 판가 인상 효과 반영, 4) 유가공/죽/김/안주 간편식 등의 고성장 덕분에 높은 이익 성장률을 시현할 것으로 기대된다. 3분기에 유가공은 +4~5%, 죽과 김은 +20% 이상의 매출 성장률이 기대되고, 안주 간편식은 연간 200억원 이상의 매출을 무난히 달성할 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 참치어가, 4분기에 하락 전환 기대

동사는 3분기 실적 호조 전망에도 불구하고, 참치어가가 8월말부터 반등하면서, 최근에 주가가 크게 조정을 받은 상황이다. 하지만, 4분기 참치어가는 3분기 대비 재차 하락할 가능성이 높다. 4분기는 통상 FAD(Fish Aggregate Device) Fishing이 재개되면서, 3분기 대비 참치의 어획량이 늘어나기 때문이다.

더불어, 과거 참치어가의 흐름을 분석해보면, “추세적 하락” 속에서도 계절적 성수기나 재고조정 영향으로, “단기 반등”이 나타났던 적은 빈번히 나타났었다. 하지만, 이러한 “단기 반등”이 2개월 이상 지속되었던 적은 거의 없다. 일부에서는 유가 상승으로 참치어가가 반등했다고 추산하지만, 참치 어획 원가에서 유류비가 차지하는 비중을 감안한다면(25%), 최근 유가 상승률(9%) 수준으로 참치어가를 급등시키기는 어렵다.

한편, 선망어선 신규 투자 이후, 조업 매출이 발생할 때까지는 통상 2~3년 정도가 소요된다. 따라서, 참치어가의 중장기적 상승과 하락은 통상 2~3년 정도의 Cycle를 보인다. 또한, 선망어선의 단기적 공급 증가가 작년 하반기의 가격 상승에서 비롯되었고, 동원산업 수산 부문의 올해 상반기 OPM이 12%였던 점을 감안한다면, 선망어선의 공급이 올해 들어서 다시 감소했을 가능성도 낮다. 따라서, 완전경쟁시장이라는 참치 어획 시장의 특성을 감안한다면, 참치 어가의 “추세적 하락”이 지속될 것으로 기대된다.

**투자의견 BUY**  
**목표주가 36만원**

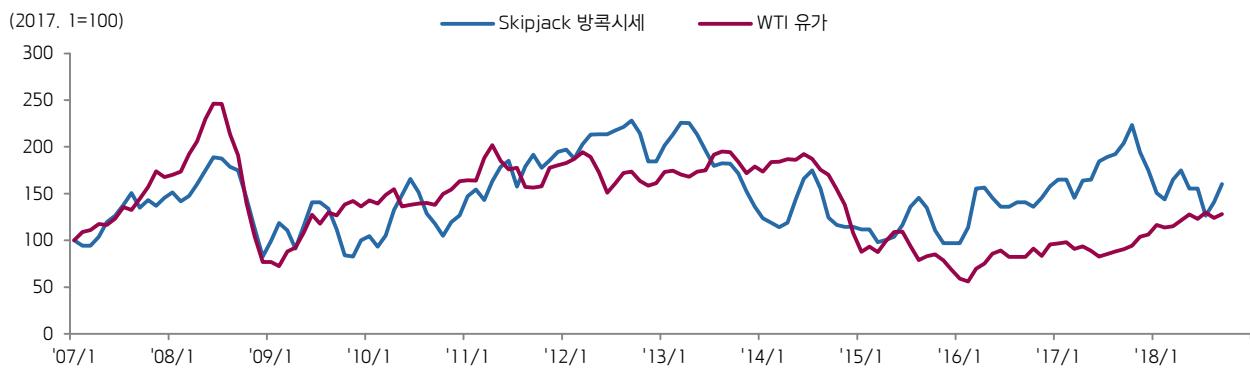
동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 36만원을 유지한다. 동사는 주력 제품의 판매량 성장 속에 원어투입단가가 안정화 되면서, 업종 내 이익 성장률이 돌보일 전망이다. 최근 주가 하락으로 내년도 예상 PER도 13배 수준으로 하락하였다. 음식료 중소형 주에서 Top Pick 으로 추천한다.

### 동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	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>691.8</b>	<b>646.6</b>	<b>782.1</b>	<b>647.8</b>	<b>2,552.6</b>	<b>2,768.2</b>	<b>2,975.9</b>
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	9.4%	9.8%	6.8%	8.2%	13.9%	8.4%	7.5%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	445.6	356.4	489.5	350.1	1,577.2	1,641.6	1,734.6
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	4.9%	2.3%	6.0%	2.3%	7.1%	4.1%	5.7%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.5	233.6	250.4	257.1	835.3	957.6	1,068.7
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.4%	15.8%	9.3%	18.5%	21.1%	14.6%	11.6%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	42.5	43.1	41.8	40.1	139.3	167.5	171.2
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	109.1%	11.0%	2.2%	2.2%	76.2%	20.2%	2.2%
기타	0.0	0.0	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.8	1.5	1.5
<b>매출총이익</b>	<b>170.3</b>	<b>139.8</b>	<b>180.1</b>	<b>127.2</b>	<b>157.0</b>	<b>138.1</b>	<b>189.0</b>	<b>134.3</b>	<b>617.5</b>	<b>618.4</b>	<b>683.4</b>
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	22.7%	21.4%	24.2%	20.7%	24.2%	22.3%	23.0%
<b>판관비</b>	<b>140.3</b>	<b>131.1</b>	<b>150.3</b>	<b>123.5</b>	<b>134.1</b>	<b>125.0</b>	<b>151.9</b>	<b>124.7</b>	<b>545.2</b>	<b>535.7</b>	<b>577.9</b>
(판관비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	19.4%	19.3%	19.4%	19.2%	21.4%	19.4%	19.4%
<b>영업이익</b>	<b>30.1</b>	<b>8.7</b>	<b>29.8</b>	<b>3.7</b>	<b>22.9</b>	<b>13.2</b>	<b>37.1</b>	<b>9.6</b>	<b>72.4</b>	<b>82.7</b>	<b>105.5</b>
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-23.9%	51.2%	24.3%	156.8%	-1.3%	14.3%	27.5%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.3%	2.0%	4.7%	1.5%	2.8%	3.0%	3.5%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.8	6.6	29.6	3.3	44.9	57.3	78.8
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.0%	1.8%	6.1%	0.9%	2.8%	3.5%	4.5%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	6.2	7.1	6.7	26.7	24.9	25.5
(OPM)	2.9%	3.4%	3.7%	2.7%	2.3%	2.7%	2.8%	2.6%	3.2%	2.6%	2.4%
사료	-0.2	-0.2	0.9	0.7	-0.5	-0.1	-0.1	0.0	1.2	-0.6	0.0
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.9%	-0.4%	0.0%
기타	0.0	0.0	0.3	-0.5	0.6	0.3	0.3	-0.5	-0.2	0.7	0.7
연결조정 등	0.8	-1.3	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.2	0.4	0.4
세전이익	30.6	3.8	27.2	5.8	20.6	8.1	36.6	8.9	67.3	74.2	97.3
당기순이익	23.7	2.1	20.9	4.6	15.7	6.3	27.7	6.7	51.4	56.5	73.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>23.7</b>	<b>2.0</b>	<b>20.9</b>	<b>4.7</b>	<b>15.7</b>	<b>6.3</b>	<b>27.7</b>	<b>5.5</b>	<b>51.4</b>	<b>55.2</b>	<b>73.7</b>
(YoY)	16.9%	-74.8%	-6.4%	59.1%	-33.9%	211.2%	32.5%	17.4%	-4.2%	7.5%	33.5%

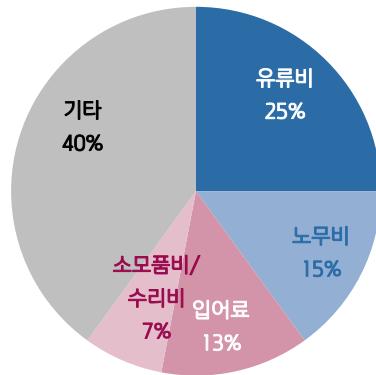
자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

### 참치어가 vs 유가 추이: 중장기적 동행성 있으나, 단기적 상관관계는 낮은 편



자료: Thai Union, Bloomberg, 키움증권 리서치

### 선망선단 운영비에서 유류비 비중은 25% 수준



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

### 최근 유가 상승률이 어가 상승에 영향을 주긴 어려움



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 위의 시계열은 월평균 WTI 유가 기준임

### 월별 Skipjack 방콕시세 추이 및 가정: 올해부터 추세 하락 전환. 내년은 안정적 하락 흐름 전망

연도/월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
'07	1,030	970	970	1,070	1,230	1,300	1,420	1,550	1,390	1,475	1,410	1,500
'08	1,560	1,460	1,520	1,650	1,800	1,945	1,930	1,840	1,800	1,500	1,170	850
'09	1,025	1,220	1,140	940	1,190	1,450	1,450	1,380	1,150	865	850	1,030
'10	1,075	960	1,085	1,365	1,530	1,705	1,560	1,326	1,215	1,080	1,232	1,305
'11	1,515	1,590	1,475	1,680	1,840	1,905	1,620	1,845	1,975	1,830	1,910	2,005
'12	2,030	1,930	2,090	2,195	2,198	2,200	2,240	2,280	2,350	2,210	1,900	1,900
'13	2,075	2,195	2,325	2,320	2,195	2,020	1,850	1,880	1,875	1,770	1,570	1,400
'14	1,275	1,225	1,175	1,225	1,485	1,710	1,800	1,600	1,280	1,200	1,180	1,180
'15	1,150	1,150	1,010	1,035	1,070	1,200	1,400	1,500	1,390	1,140	1,000	1,000
'16	1,000	1,170	1,600	1,610	1,500	1,400	1,400	1,450	1,450	1,400	1,500	1,625
'17	1,700	1,700	1,500	1,690	1,700	1,900	1,950	1,980	2,100	2,300	2,000	1,800
'18E	1,550	1,480	1,700	1,800	1,600	1,600	1,300	1,450	1,650	1,650	1,500	1,350
'19E	1,400	1,300	1,300	1,400	1,500	1,600	1,650	1,550	1,450	1,350	1,250	1,150

자료: Thai Union, 키움증권 리서치(2018년 10월 이후 수치는 당사 가정치)

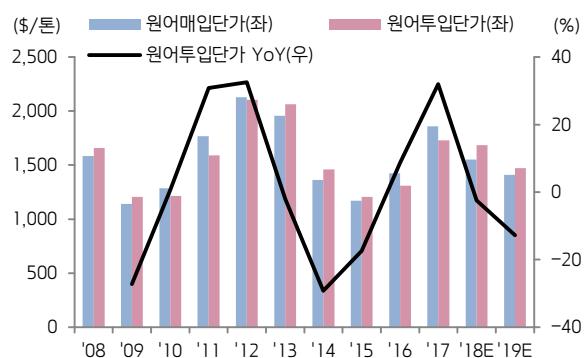
### 원/달러 환율과 Skipjack 방콕시세의 분기 평균 추이 및 가정

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,078	1,126	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
(YoY)	-4%	-3%	1%	-4%	-7%	-5%	-1%	2%	5%	5%	0%	0%
선망참치(\$/MT)	1,633	1,763	2,010	2,033	1,577	1,667	1,467	1,500	1,333	1,500	1,550	1,250
(YoY)	30%	17%	40%	35%	-3%	-5%	-27%	-26%	-15%	-10%	6%	-17%

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).

### 연도별 원어매입/투입단가 추이 및 가정



자료: Thai Union, 키움증권 리서치

### Skipjack 방콕시세 추이



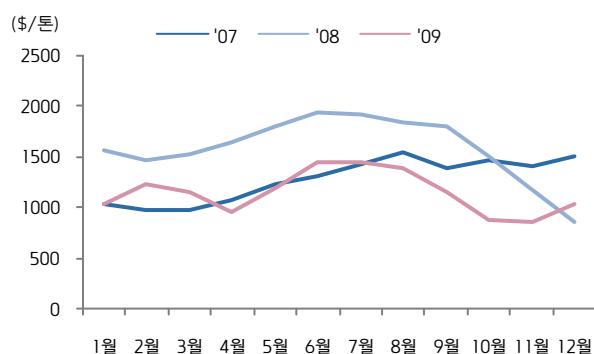
자료: Thai Union, 키움증권 리서치

### 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

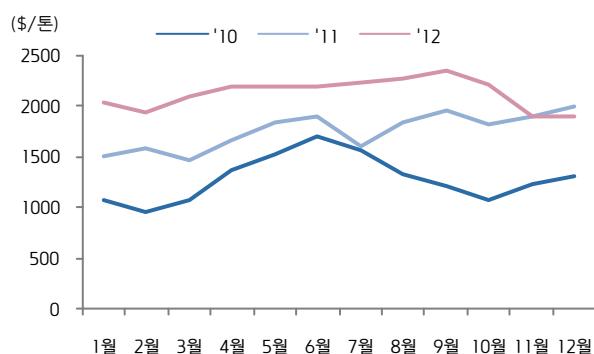
자료: 동원F&amp;B, 키움증권 리서치

### Skipjack 방콕시세 추이(2007~09년)



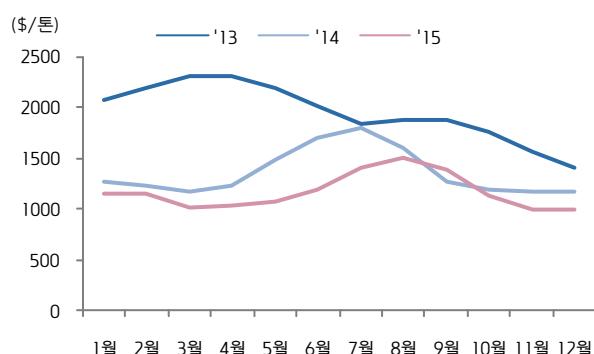
자료: Thai Union

### Skipjack 방콕시세 추이(2010~12년)



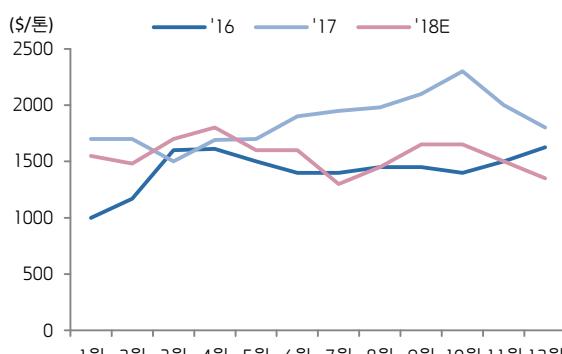
자료: Thai Union

### Skipjack 방콕시세 추이(2013~15년)



자료: Thai Union

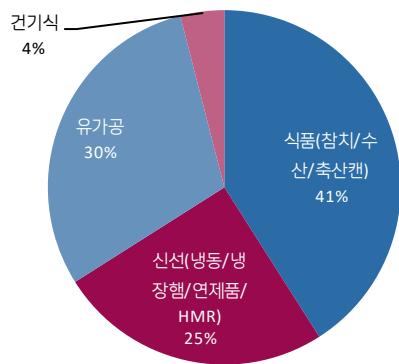
### Skipjack 방콕시세 추이(2016~18년)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치

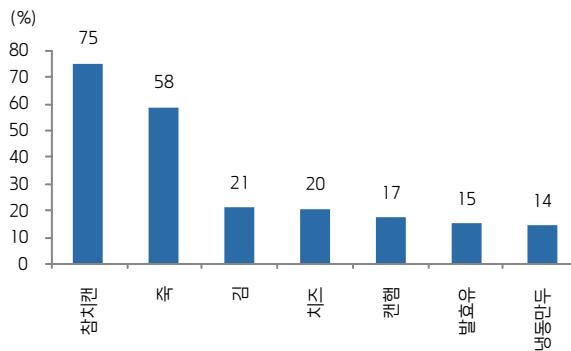
주: 1) 2018년 10월 이후 수치는 당사 가정치

## 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

## 참치 신제품: 더참치 / 더참치투고



자료: 동원F&amp;B

## 안주 간편식 신제품: 심야식당



자료: 동원F&amp;B

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	27,682	29,759	31,991
매출원가	16,554	19,351	21,499	22,925	24,643
매출총이익	5,859	6,175	6,184	6,834	7,348
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,357	5,779	6,201
영업이익(보고)	733	724	827	1,055	1,147
영업이익(핵심)	733	724	827	1,055	1,147
영업외손익	-85	-50	-85	-82	-78
이자수익	12	13	20	21	23
배당금수익	1	22	24	26	28
외환이익	31	40	32	32	32
이자비용	62	96	129	129	129
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	742	973	1,069
법인세비용	144	159	177	235	259
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	23.9%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	565	737	810
지배주주지분순이익(억원)	503	514	552	737	810
EBITDA	1,120	1,153	1,275	1,503	1,580
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,012	1,186	1,243
수정당기순이익	491	508	565	737	810
증감율(% YoY)					
매출액	16.1	13.9	8.4	7.5	7.5
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	14.3	27.5	8.8
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	14.3	27.5	8.8
EBITDA	-1.7	2.9	10.6	18.0	5.1
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	7.5	33.5	9.9
EPS	-11.4	2.1	7.5	33.5	9.9
수정순이익	-14.4	3.4	11.2	30.5	9.9

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	6,950	7,559	8,240
현금및현금성자산	684	650	833	984	1,171
유동금융자산	41	83	90	96	103
매출채권및유동채권	2,162	2,519	2,731	2,936	3,156
재고자산	2,800	3,039	3,296	3,543	3,809
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,722	8,043	8,385
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	212	228	245
투자자산	326	1,611	1,664	1,718	1,775
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	14,672	15,603	16,625
유동부채	4,535	4,034	4,505	4,760	5,035
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,288	3,534	3,799
단기차입금	333	674	0	0	0
유동성장기차입금	1,118	219	1,100	1,100	1,100
기타유동부채	93	109	118	126	135
비유동부채	800	3,725	3,766	3,800	3,834
장기매입채무및비유동채무	16	100	109	117	125
사채및장기차입금	490	3,333	3,333	3,333	3,333
기타비유동부채	294	292	325	351	376
부채총계	5,335	7,759	8,271	8,561	8,869
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,246	5,887	6,601
기타자본	-49	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,387	7,028	7,742
비지배주주지분자본총계	2	2	14	14	14
자본총계	5,519	5,932	6,401	7,042	7,756
순차입금	1,216	3,493	3,510	3,352	3,158
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	777	957	997
당기순이익	504	514	565	737	810
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	-213	-205	-220
기타	46	190	-23	-25	-27
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-737	-736	-739
투자자산의 처분	6	-1,186	-37	-36	-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	143	-70	-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	33	26	26
현금및현금성자산의순증가	330	-34	183	151	187
기초현금및현금성자산	354	684	650	833	984
기말현금및현금성자산	684	650	833	984	1,171
Gross Cash Flow	977	1,154	990	1,162	1,217
Op Free Cash Flow	600	-594	165	343	382

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,044	13,313	14,313	19,109	20,992
BPS	142,964	153,682	165,496	182,110	200,608
주당EBITDA	29,034	29,871	33,026	38,960	40,945
CFPS	23,103	24,431	26,234	30,738	32,215
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	17.7	13.3	12.1
PBR	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.9	10.9	10.6	8.7	8.2
PCFR	8.6	9.6	9.7	8.3	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.8	3.0	3.5	3.6
영업이익률(핵심)	3.3	2.8	3.0	3.5	3.6
EBITDA margin	5.0	4.5	4.6	5.1	4.9
순이익률	2.2	2.0	2.0	2.5	2.5
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.2	11.0	10.9
투하자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	8.1	9.8	10.0
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	129.2	121.6	114.4
순차입금비율	22.0	58.9	54.8	47.6	40.7
이자보상배율(배)	11.9	7.5	6.4	8.2	8.9
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	10.9	10.5	10.5	10.5
재고자산회전율	8.3	8.7	8.7	8.7	8.7
매입채무회전율	8.9	8.5	8.8	8.7	8.7

## Compliance Notice

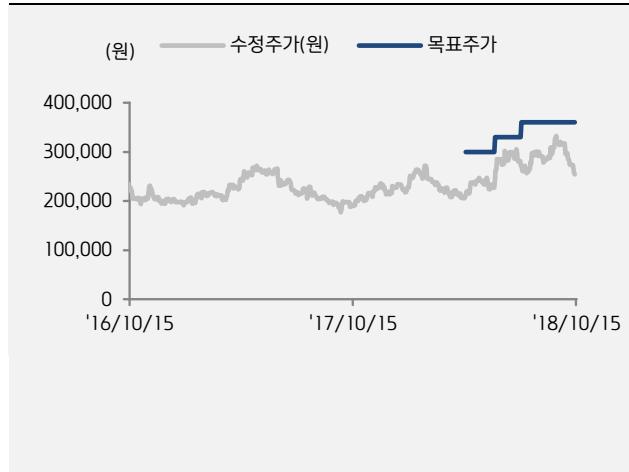
- 당사는 10월 12일 현재 '동원F&B' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점			괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	평균	최고
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	-19.17	-7.78		
	2018/10/15	BUY(Maintain)	360,000원	6개월				

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기입	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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%