

동원 F&B (049770)

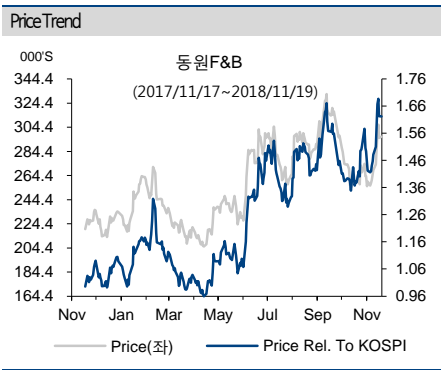
호실적 지속요건 충족, 외형성장+어가안정+조미 capa 확대

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	340,000 원(유지)
증가(2018/11/19)	296,500 원

Stock Indicator	
자본금	19십억원
발행주식수	386만주
시가총액	1,144십억원
외국인지분율	4.8%
52 주 주가	205,500~332,000 원
60 일평균거래량	7,362 주
60 일평균거래대금	2.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	1.7	26.4	34.8
상대수익률	17.1	8.2	41.1	51.9



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	2,553	2,792	2,972	3,159
영업이익(십억원)	72	85	96	101
순이익(십억원)	51	56	72	76
EPS(원)	13,313	14,537	18,680	19,636
BPS(원)	153,682	165,169	180,298	196,084
PER(배)	17.6	20.4	15.9	15.1
PBR(배)	1.5	1.8	1.6	1.5
ROE(%)	9.0	9.1	10.8	10.4
배당수익률(%)	1.1	1.0	1.2	1.3
EV/EBITDA(배)	16.8	11.7	10.5	9.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[음식료·담배] 이경신
(2122-9211)
ks.lee@hi-ib.com

호실적 지속요건 충족, 외형성장 + 어가안정 + 조미식품 Capa 확대

2018 년 동원 F&B 의 영업실적 개선에 따른 높은 베이스에도 불구하고 2019 년 개별부문의 외형성장과 어가안정에 따른 원가하락, 2H19 가동을 시작하는 조미소스부문의 capa 확대를 통해 추가성장이 가능할 전망이다.

개별 식품부문의 경우 죽, 김, 캔류 등 높은 시장지배력을 보유한 주요 제품들의 외형확대가 가동률 개선으로 이어져 고정비 부담을 완화하는 흐름이 지속될 전망이다. 고마진제품의 매출기여는 영업이익 추가개선으로 이어질 수 있다는 측면이 고무적이다. 유가공의 경우에도 3Q18 저수익 PB 제품의 디마케팅 등을 통해 수익개선을 선행한 상황으로, 향후 음용류 등 신제품 출시에 따라 영업실적 개선을 시험할 것으로 판단한다. 참치어가의 본격적인 부담하락은 3Q18 부터 이어진 상황이다. 재고분 및 최근 어가의 투입시점을 감안할 때 1H19 까지 무난한 원가하락세가 예상된다.

조미유통부문의 경우 외식경기에 일부 영향을 미치는 사업부임을 감안, 2019 년 추가적으로 인상되는 최저임금 및 52 시간근무제 영향에 따른 식수하락이 일부 지속될 가능성이 존재한다. 다만 여타부문으로의 외형확대 및 조미부문의 이익에 따른 부담상쇄가 이어질 전망이며, 2H19 부터는 조미소스 capa 확대분이 반영됨에 따라 이익개선을 시험할 것으로 판단한다. 조미소스 시장특성을 감안할 때 capa 증설에 따른 고정비부담 보다는 기존 및 신규고객 계약확대를 베이스로 가동 확대가 두드러질 가능성에 무게를 실는다.

실적개선 가시성과 밸류에이션 매력도, 두 마리 토끼를 모두 잡은 상황

주요제품의 판매호조가 지속되는 상황에서 참치어가에 대한 부담축소 흐름까지 감안한다면 일반식품에서의 영업실적 개선흐름 지속가능성이 2019 년까지 이어질 공산이 크다. 최근 여타업체의 HMR 생산 capa 투자에도 불구하고, 동원 F&B 의 주력제품이 겹치지 않는다는 점을 감안한다면 경쟁비용에 대한 부담도 낮다. 외형성장 견인 시 영업이익 확대가 가능한 최적의 상황이다.

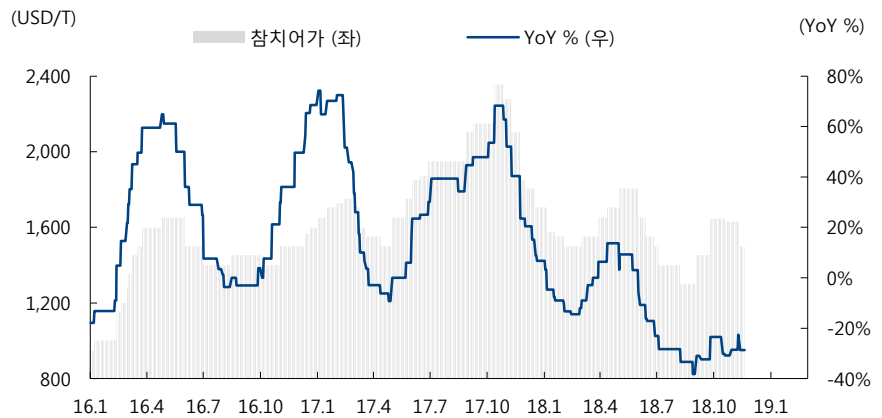
추가적으로 1H19 조미부문의 Capa 증설분을 통한 이익기여도 증가 등 안정적인 cash cow 를 통한 식자재유통 저변확대 기조 및 최저임금 상승효과를 상쇄는 이익의 선순환구조가 지속될 가능성에 무게를 실는다. 따라서 여타 동종업체들의 다소 불확실성이 높은 이익레벨대비 안정적인 실적개선 가시성 및 밸류에이션 매력도가 두드러진다는 측면에서 부담없는 매수접근이 가능하다는 판단이다.

표 1. 동원 F&B 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	704.9	646.6	789.4	651.5	753.5	680.9	838.7	698.9	2,552.6	2,792.3	2,972.0
일반식품	454.7	365.4	492.4	367.6	478.4	378.3	517.6	379.2	1,605.5	1,680.0	1,753.6
조미유통	251.5	270.4	294.3	296.2	284.2	305.5	332.6	334.7	981.5	1,112.3	1,256.9
사료	46.7	47.4	50.6	36.8	47.7	48.3	51.7	37.5	153.2	181.6	185.2
adj.	(48.0)	(36.6)	(48.0)	(49.0)	(56.7)	(51.2)	(63.1)	(52.6)	(187.6)	(181.6)	(223.7)
YoY %	11.4	9.8	7.8	8.8	6.9	5.3	6.3	7.3	13.9	9.4	6.4
일반식품	5.6	2.8	4.9	5.0	5.2	3.5	5.1	3.2	6.7	4.6	4.4
조미유통	11.6	14.2	10.2	17.5	13.0	13.0	13.0	13.0	18.1	13.3	13.0
사료	102.2	12.2	(1.6)	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	76.6	18.5	2.0
연결 영업이익	22.9	13.2	38.3	10.7	30.7	14.2	40.1	11.4	72.4	85.1	96.4
일반식품	17.8	6.6	32.9	3.7	23.9	7.2	31.1	3.8	44.9	61.0	66.0
조미유통	4.9	6.2	5.7	7.1	6.1	7.3	8.3	8.4	26.7	23.9	30.1
사료	(0.5)	(0.1)	(0.6)	0.3	0.0	0.1	0.4	0.3	1.2	(0.9)	0.9
adj.	0.6	0.5	0.4	(0.4)	0.6	(0.5)	0.4	(1.0)	(0.5)	1.1	(0.5)
YoY %	(23.9)	51.2	28.4	186.7	34.2	7.6	4.8	6.8	(1.3)	17.5	13.4
일반식품	3.9	1.8	6.7	1.0	5.0	1.9	6.0	1.0	2.8	3.6	3.8
조미유통	2.0	2.3	1.9	2.4	2.2	2.4	2.5	2.5	2.7	2.1	2.4
사료	(1.1)	(0.1)	(1.3)	0.8	0.1	0.3	0.7	0.8	0.8	(0.5)	0.5
OPM %	3.2	2.0	4.9	1.6	4.1	2.1	4.8	1.6	2.8	3.0	3.2
일반식품	3.9	1.8	6.7	1.0	5.0	1.9	6.0	1.0	2.8	3.6	3.8
조미유통	2.0	2.3	1.9	2.4	2.2	2.4	2.5	2.5	2.7	2.1	2.4
사료	(1.1)	(0.1)	(1.3)	0.8	0.1	0.3	0.7	0.8	0.8	(0.5)	0.5

자료: 동원 F&B, 하이투자증권

그림 1. 참치어가 하향안정세 지속, 투입시기 감안시 1H19 까지 원가안정 가능



자료: Atuna, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	629	656	720	826	매출액	2,553	2,792	2,972	3,159
현금 및 현금성자산	65	41	66	131	증가율(%)	13.9	9.4	6.4	6.3
단기금융자산	8	8	8	8	매출원가	1,935	2,147	2,243	2,389
매출채권	244	267	284	302	매출총이익	618	645	729	771
재고자산	304	332	354	376	판매비와관리비	545	560	632	670
비유동자산	740	802	810	788	연구개발비	1	2	2	2
유형자산	484	546	555	532	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	75	75	75	75	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,369	1,458	1,531	1,613	영업이익	72	85	96	101
유동부채	403	431	445	467	증가율(%)	-1.3	17.5	13.4	4.9
매입채무	168	190	198	213	영업이익률(%)	2.8	3.0	3.2	3.2
단기차입금	67	67	67	67	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	22	22	22	22	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	372	389	389	389	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	150	150	150	150	기타영업외손익	1	-2	4	4
장기차입금	184	200	200	200	세전계속사업이익	67	74	92	97
부채총계	776	820	835	856	법인세비용	16	18	20	21
자배주주지분	593	637	696	757	세전계속이익률(%)	2.6	2.6	3.1	3.1
자본금	19	19	19	19	당기순이익	51	56	72	76
자본잉여금	110	110	110	110	순이익률(%)	2.0	2.0	2.4	2.4
이익잉여금	479	523	582	643	지배주주귀속 순이익	51	56	72	76
기타자본항목	-1	-1	-1	-1	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	총포괄이익	51	56	72	76
자본총계	593	638	696	757	지배주주귀속총포괄이익	51	56	72	76

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	50	85	104	115	주당지표(원)				
당기순이익	51	56	72	76	EPS	13,313	14,537	18,680	19,636
유형자산감가상각비	-	43	45	48	BPS	153,682	165,169	180,298	196,084
무형자산상각비	2	2	2	3	CFPS	13,864	26,365	31,108	32,694
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	2,500	3,000	3,500	3,800
투자활동 현금흐름	-233	-206	-191	-161	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-90	-85	-70	-40	PER	17.6	20.4	15.9	15.1
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	1.5	1.8	1.6	1.5
금융상품의 증감	-4	-	-	-	PCR	16.9	11.2	9.5	9.1
재무활동 현금흐름	180	-1	-19	-21	EV/EBITDA	16.8	11.7	10.5	9.5
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	40	0	-	-	ROE	9.0	9.1	10.8	10.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	2.9	4.7	4.9	4.8
배당금지급	-10	-10	-12	-14	부채비율	130.8	128.6	119.9	113.2
현금및현금성자산의증감	-3	-24	25	65	순부채비율	58.9	61.2	52.4	39.6
기초현금및현금성자산	68	65	41	66	매출채권회전율(x)	11.3	10.9	10.8	10.8
기말현금및현금성자산	65	41	66	131	재고자산회전율(x)	8.7	8.8	8.7	8.7

자료 : 동원 F&B, 하이투자증권 리서치센터