



BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(2/8): 276,500원

시가총액: 10,670억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/8)		2,177.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	332,000원	205,500원
등락률	-16.72%	34.55%
수익률	절대	상대
1M	-6.3%	-12.8%
6M	-6.4%	-1.1%
1Y	6.6%	17.8%

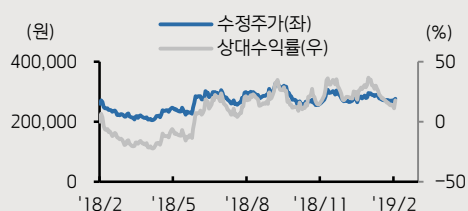
Company Data

발행주식수	3,859천주
일평균 거래량(3M)	8천주
외국인 지분율	4.94%
배당수익률(18E)	1.08%
BPS(18E)	165,722원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외
	국민연금공단
	71.3%
	7.1%

투자지표

(억원, IFRS **)	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	25,526	28,025	30,364	32,623
보고영업이익	724	872	1,109	1,204
핵심영업이익	724	872	1,109	1,204
EBITDA	1,153	1,326	1,590	1,714
세전이익	673	714	1,001	1,101
순이익	514	567	759	834
지배주주지분순이익	514	567	759	834
EPS(원)	13,313	14,697	19,668	21,622
증감률(%)YoY)	2.1	10.4	33.8	9.9
PER(배)	17.6	18.8	14.1	12.8
PBR(배)	1.5	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	10.9	11.1	9.3	8.6
보고영업이익률(%)	2.8	3.1	3.7	3.7
핵심영업이익률(%)	2.8	3.1	3.7	3.7
ROE(%)	9.0	9.2	11.3	11.3
순부채비율(%)	58.9	63.8	59.4	52.1

Price Trend



동원F&B (049770)

Level-up 을 증명한 실적



동원F&B의 4Q18 연결기준 영업이익은 129억원(+92억원 YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 참치어가 하락과 주요 제품(참치/HMR/유가공)의 매출 호조 덕분이다. 2019년에도 참치 원어투입단가가 -10% 이상 하락할 것으로 전망되고, HMR/유가공/B2B 소스 중심으로 외형이 성장하고 있기 때문에, 역대 최고 실적을 재차 갱신할 것으로 판단된다.

>>> 4Q18 영업이익 129억원으로 시장 컨센서스 상회

동원F&B의 4Q18 연결기준 영업이익은 129억원(+92억원 YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 인센티브와 광고비 증가에도 불구하고, 1) 참치 원어투입단가 하락, 2) 참치 제품 매출 호조(캔/파우치), 3) HMR/유가공 중심의 매출 성장으로(죽 +20% 이상, 유가공 +high single) 인해, 별도기준 영업이익이 전년동기 대비 84억원 개선되었다. 한편, 별도기준 매출액은 전년동기 대비 +3.5% 정도 증가하였는데, 회계기준 변경 효과를 제외하면 +7% 내외 성장한 것으로 추산된다.

식자재유통 법인인 동원홈푸드는 최저임금 인상에 따른 단체급식 수익성 악화로 어려움을 겪어왔으나, 단가 인상 효과가 나타나면서 자회사 부문의 수익성 개선을 이끈 것으로 추산된다. 사료 법인인 동원팜스는 사료 매출 확대와 축산물 유통 매출 확대로 매출 성장률이 +20%를 상회하였고, 비타민 관련 원가 부담이 해소되면서, 3Q18 대비 개선된 흐름을 보인 것으로 추산된다.

>>> 2019년 영업이익 1,109억원(+27% YoY) 전망

2019년에도 원재료 투입단가 하락과 HMR 중심의 매출 성장으로 인해, 역대 최고 실적을 갱신할 전망이다. 올해 참치 원어투입단가는 1) 신규 어선에 따른 공급 증가, 2) 유가 하락, 3) 양호한 어획 환경으로 전년대비 -10% 이상 하락할 것으로 기대된다. 특히, WTI 유가가 고점 대비 -30% 정도 하락하면서, 어선 운영비의 25%를 차지하는 유류비가 감소하고 있기 때문에, 참치어가가 하락 압력을 받을 개연성이 높아졌다. 더불어, 올해는 해수면의 평균 온도가 평년 대비 높은 편이어서 참치 어선들의 생산성이 예년 보다 좋아질 가능성이 높다.

향후 외형 성장은 1) HMR, 2) 유가공, 3) B2B 소스 중심으로 관심을 가져야 한다. 참치캔/파우치 제품, 상품 죽, 치즈 카테고리 중심으로 본사 외형을 확대하고(별도기준 매출 성장률 +5.7% 전망), 삼조썬텍 소스 라인 증설을 통해 동원홈푸드의 매출과 OPM이 중장기적으로 상승할 것으로 기대되기 때문이다(19년 매출 증가 효과 +300~400억원 내외 전망).

투자의견 BUY 목표주가 36만원

동원F&B에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 36만원을 유지한다. 동사는 주력 제품의 판매량 성장 속에 참치 원어투입단가가 하락하면서, 2019년에도 역대 최고 실적을 재차 갱신할 것으로 기대된다.

동원F&B 4Q18 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	4Q18P	4Q17	(YoY)	3Q18	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	674.8	598.8	12.7%	789.4	-14.5%	651.2	3.6%	649.5	3.9%
영업이익 (OPM)	12.9	3.7	247.7%	38.3	-66.4%	9.1	41.4%	9.7	32.6%
지배주주순이익	1.9%	0.6%	1.3%p	4.9%	-2.9%p	1.4%	0.5%p	1.5%	0.4%p
	8.2	4.7	74.4%	26.5	-69.1%	7.5	9.3%	6.5	26.1%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

동원F&B 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	1Q19E	2019E	2020E	1Q19E	2019E	2020E	1Q19E	2019E	2020E
매출액	740.0	2,985.8	3,209.8	746.0	3,036.4	3,262.3	0.8%	1.7%	1.6%
영업이익 (OPM)	34.4	107.8	117.0	36.3	110.9	120.4	5.4%	2.9%	2.9%
지배주주순이익	4.6%	3.6%	3.6%	4.9%	3.7%	3.7%	0.2%p	0.0%p	0.0%p
	26.0	75.6	82.8	25.4	75.9	83.4	-2.5%	0.4%	0.8%

자료: 키움증권 리서치

동원F&B 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	632.7	588.8	732.3	598.8	691.8	646.6	789.4	674.8	746.0	704.9	837.5	748.0	2,552.6	2,802.5	3,036.4
(YoY)	12.2%	15.4%	15.3%	12.5%	9.4%	9.8%	7.8%	12.7%	7.8%	9.0%	6.1%	10.9%	13.9%	9.8%	8.3%
일반식품	424.7	348.3	461.9	342.3	445.6	356.4	483.7	354.4	472.7	381.1	493.3	386.1	1,577.2	1,640.1	1,733.2
(YoY)	7.3%	7.4%	7.6%	5.9%	4.9%	2.3%	4.7%	3.5%	6.1%	6.9%	2.0%	9.0%	7.1%	4.0%	5.7%
조미유통	187.6	201.7	229.2	216.9	216.5	233.6	258.5	269.0	223.4	273.2	292.0	307.8	835.3	977.6	1,096.4
(YoY)	21.8%	22.3%	24.8%	15.9%	15.4%	15.8%	12.8%	24.0%	3.2%	17.0%	12.9%	14.4%	21.1%	17.0%	12.2%
사료	20.3	38.8	40.9	39.3	42.5	43.1	46.8	51.0	49.5	50.2	51.9	53.7	139.3	183.4	205.4
(YoY)	47.3%	83.6%	84.3%	79.1%	109.1%	11.0%	14.5%	29.9%	16.5%	16.5%	10.8%	5.4%	76.2%	31.7%	12.0%
기타	0.0	0.0	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.8	1.4	1.4
매출총이익	170.3	139.8	180.1	127.2	157.0	138.1	185.0	139.4	181.1	155.6	198.1	153.4	617.5	619.5	688.2
(GPM)	26.9%	23.7%	24.6%	21.2%	22.7%	21.4%	23.4%	20.7%	24.3%	22.1%	23.7%	20.5%	24.2%	22.1%	22.7%
판매비	140.3	131.1	150.3	123.5	134.1	125.0	146.7	126.5	144.8	136.2	156.8	139.4	545.2	532.3	577.2
(판매비율)	22.2%	22.3%	20.5%	20.6%	19.4%	19.3%	18.6%	18.7%	19.4%	19.3%	18.7%	18.6%	21.4%	19.0%	19.0%
영업이익	30.1	8.7	29.8	3.7	22.9	13.2	38.3	12.9	36.3	19.3	41.3	14.0	72.4	87.2	110.9
(YoY)	8.4%	-25.5%	5.7%	-33.7%	-23.9%	51.2%	28.4%	244.4%	58.5%	46.9%	7.8%	9.1%	-1.3%	20.5%	27.2%
(OPM)	4.8%	1.5%	4.1%	0.6%	3.3%	2.0%	4.9%	1.9%	4.9%	2.7%	4.9%	1.9%	2.8%	3.1%	3.7%
일반식품	24.0	3.3	20.2	-2.6	17.8	6.6	32.9	5.9	29.7	12.2	35.2	7.3	44.9	63.2	84.5
(OPM)	5.7%	0.9%	4.4%	-0.8%	4.0%	1.8%	6.8%	1.7%	6.3%	3.2%	7.1%	1.9%	2.8%	3.9%	4.9%
조미유통	5.5	6.9	8.4	5.9	4.9	6.2	5.7	6.9	5.9	6.6	5.7	6.7	26.7	23.7	25.0
(OPM)	2.9%	3.4%	3.7%	2.7%	2.3%	2.7%	2.2%	2.6%	2.6%	2.4%	2.0%	2.2%	3.2%	2.4%	2.3%
사료	-0.2	-0.2	0.9	0.7	-0.5	-0.1	-0.6	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	1.2	-1.0	0.2
(OPM)	-1.0%	-0.4%	2.1%	1.8%	-1.2%	-0.1%	-1.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.9%	-0.6%	0.1%
기타	0.0	0.0	0.3	-0.5	0.6	0.3	0.3	-0.5	0.6	0.3	0.3	-0.5	-0.2	0.8	0.8
연결조정 등	0.8	-1.3	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.3	-0.2	0.5	0.5
세전이익	30.6	3.8	27.2	5.8	20.6	8.1	35.4	7.2	33.4	16.5	38.5	11.7	67.3	71.4	100.1
당기순이익	23.7	2.1	20.9	4.6	15.7	6.3	26.5	8.2	25.4	12.5	29.2	8.9	51.4	56.7	75.9
지배주주순이익	23.7	2.0	20.9	4.7	15.7	6.3	26.5	8.2	25.4	12.5	29.2	8.9	51.4	56.7	75.9
(YoY)	16.9%	-74.8%	-6.4%	59.1%	-33.9%	211.2%	26.8%	74.7%	61.7%	98.1%	9.9%	8.5%	-4.2%	10.4%	33.8%

자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

월별 Skipjack 방콕시세 추이 및 가정: 2018년부터 추세 하락 전환. 2019년에도 하락 지속 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
'18	1,550	1,480	1,700	1,800	1,600	1,600	1,300	1,450	1,650	1,525	1,400	1,300
'19E	1,280	1,250	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(2019년 2월 이후 수치는 당사 가정치)

원/달러 환율과 Skipjack 방콕시세의 분기 평균 추이 및 가정

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
환율(원/달러)	1,154	1,129	1,132	1,108	1,073	1,078	1,126	1,128	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	1,408	1,277	1,500	1,550	1,250
(YoY)	30%	17%	40%	35%	-3%	-5%	-27%	-31%	-19%	-10%	6%	-12%

자료: 한국은행, Thai Union, 키움증권 리서치(1Q19E 이후는 당사 가정치)

주: 1) 위의 가정은 매입시세 기준임. 실제 원어투입단가는 3개월 정도 래깅해서 반영됨(3Q18 매입단가가 4Q18의 원가로 반영).

참치어가 하락에 따른 동원F&B 원재료비 절감액 추정

참치어가 하락률 (%)	원재료 절감액 (십억원)	'18년 OP 대비 (%)
-5	7	8
-10	14	16
-15	20	23
-20	27	31

자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	22,413	25,526	28,025	30,364	32,623
매출원가	16,554	19,351	21,830	23,483	25,204
매출총이익	5,859	6,175	6,195	6,882	7,419
판매비및일반관리비	5,126	5,452	5,323	5,772	6,215
영업이익(보고)	733	724	872	1,109	1,204
영업이익(핵심)	733	724	872	1,109	1,204
영업외손익	-85	-50	-159	-108	-104
이자수익	12	13	17	18	19
배당금수익	1	22	5	5	6
외환이익	31	40	20	30	30
이자비용	62	96	133	131	129
외환손실	40	24	40	30	30
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	17	9	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	0	0	0
기타	-43	-15	-28	0	0
법인세차감전이익	648	673	714	1,001	1,101
법인세비용	144	159	146	242	266
유효법인세율 (%)	22.2%	23.7%	20.5%	24.2%	24.2%
당기순이익	504	514	567	759	834
지배주주지분순이익(억원)	503	514	567	759	834
EBITDA	1,120	1,153	1,326	1,590	1,714
현금순이익(Cash Earnings)	892	943	1,021	1,240	1,344
수정당기순이익	491	508	567	759	834
증감율(% YoY)					
매출액	16.1	13.9	9.8	8.3	7.4
영업이익(보고)	-4.9	-1.3	20.5	27.2	8.6
영업이익(핵심)	-4.9	-1.3	20.5	27.2	8.6
EBITDA	-1.7	2.9	15.0	19.9	7.8
지배주주지분 당기순이익	-11.4	2.1	10.4	33.8	9.9
EPS	-11.4	2.1	10.4	33.8	9.9
수정순이익	-14.4	3.4	11.7	33.8	9.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,046	497	-341	824	1,060
당기순이익	504	514	567	759	834
감가상각비	369	408	432	459	488
무형자산상각비	19	21	22	22	22
외환손익	7	1	20	0	0
자산처분손익	31	20	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	69	-657	-814	-412	-279
기타	46	190	-568	-4	-5
투자활동현금흐름	-544	-2,329	-657	-810	-837
투자자산의 처분	6	-1,186	143	-10	-37
유형자산의 처분	54	25	0	0	0
유형자산의 취득	-394	-903	-800	-800	-800
무형자산의 처분	-33	-15	0	0	0
기타	-177	-251	0	0	0
재무활동현금흐름	-174	1,801	908	5	-193
단기차입금의 증가	-186	51	4	0	0
장기차입금의 증가	170	1,936	881	93	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-96	-96	-96	-116	-116
기타	-61	-89	119	28	23
현금및현금성자산의순증가	330	-34	-90	19	31
기초현금및현금성자산	354	684	650	561	579
기말현금및현금성자산	684	650	561	579	610
Gross Cash Flow	977	1,154	473	1,236	1,339
Op Free Cash Flow	600	-594	-467	109	344

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	5,687	6,291	7,209	7,908	8,484
현금및현금성자산	684	650	561	579	610
유동금융자산	41	83	129	98	106
매출채권및유동채권	2,162	2,519	3,209	3,572	3,838
재고자산	2,800	3,039	3,309	3,658	3,931
기타유동비금융자산	0	0	2	0	0
비유동자산	5,167	7,401	7,743	8,130	8,470
장기매출채권및기타비유동채권	209	195	185	206	222
투자자산	326	1,611	1,422	1,468	1,503
유형자산	3,880	4,842	5,333	5,675	5,987
무형자산	752	747	798	776	754
기타비유동자산	0	5	5	5	5
자산총계	10,854	13,691	14,952	16,038	16,955
유동부채	4,535	4,034	4,376	4,769	5,035
매입채무및기타유동채무	2,991	3,032	3,081	3,451	3,707
단기차입금	333	674	678	678	678
유동성장기차입금	1,118	219	419	511	511
기타유동부채	93	109	198	129	138
비유동부채	800	3,725	4,181	4,229	4,161
장기매입채무및기타유동채무	16	100	99	119	128
사채및장기차입금	490	3,333	3,670	3,670	3,570
기타비유동부채	294	292	411	439	462
부채총계	5,335	7,759	8,557	8,998	9,196
자본금	193	193	193	193	193
주식발행초과금	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
이익잉여금	4,372	4,790	5,260	5,904	6,622
기타자본	-49	-53	-59	-59	-59
지배주주지분자본총계	5,517	5,931	6,395	7,039	7,757
비지배주주지분자본총계	2	2	0	2	2
자본총계	5,519	5,932	6,395	7,040	7,759
순차입금	1,216	3,493	4,078	4,182	4,044
총차입금	1,941	4,226	4,767	4,860	4,760

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,044	13,313	14,697	19,668	21,622
BPS	142,964	153,682	165,722	182,390	201,013
주당EBITDA	29,034	29,871	34,361	41,200	44,421
CFPS	23,103	24,431	26,463	32,121	34,832
DPS	2,500	2,500	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	15.2	17.6	18.8	14.1	12.8
PBR	1.4	1.5	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.9	10.9	11.1	9.3	8.6
PCFR	8.6	9.6	10.4	8.6	7.9
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	5.3
순이익률	2.2	2.0	2.0	2.5	2.6
자기자본이익률(ROE)	9.4	9.0	9.2	11.3	11.3
투자자본이익률(ROIC)	9.3	8.1	8.5	9.1	9.2
안정성(%)					
부채비율	96.7	130.8	133.8	127.8	118.5
순차입금비율	22.0	58.9	63.8	59.4	52.1
이자보상배율(배)	11.9	7.5	6.5	8.5	9.4
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	10.9	9.8	9.0	8.8
재고자산회전율	8.3	8.7	8.8	8.7	8.6
매입채무회전율	8.9	8.5	9.2	9.3	9.1

Compliance Notice

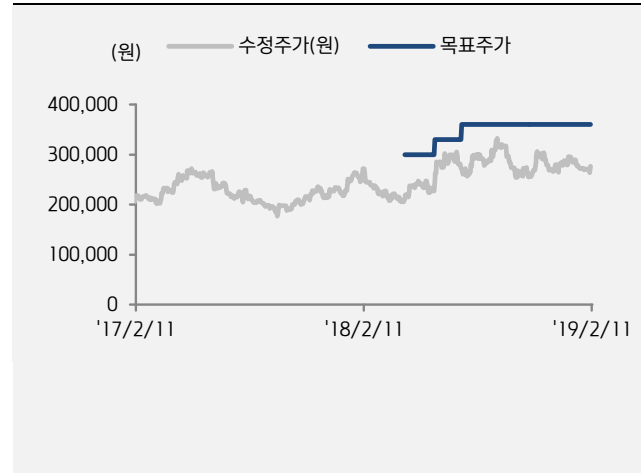
- 당사는 2월 8일 현재 '동원F&B' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	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	-19.51	-7.78
	2018/10/15	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-20.93	-7.78
	2018/11/05	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.17	-7.78
	2019/02/11	BUY(Maintain)	360,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%