



동원F&B (049770)

꾸준히 나아가다.

▶Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Buy (유지)

목표주가(유지) : 260,000원

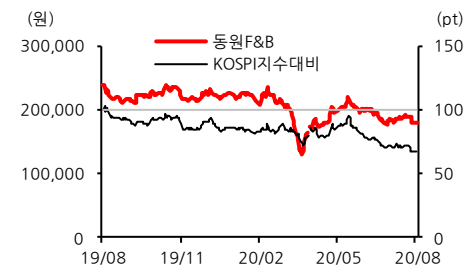
현재 주가(8/3)	181,000원
상승여력	▲43.6%
시가총액	6,985억원
발행주식수	3,859천주
52 주 최고가 / 최저가	239,500 / 131,500원
90 일 일평균 거래대금	14.43억원
외국인 지분율	6.7%
주주 구성	
동원엔터프라이즈 (외 2 인)	71.3%
국민연금공단 (외 1 인)	8.1%
김재욱 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.2	-8.1	-13.2	-24.1
상대수익률(KOSPI)	-6.7	-23.7	-19.4	-36.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,803	3,030	3,198	3,377
영업이익	87	101	112	125
EBITDA	133	161	175	192
지배주주순이익	57	66	70	82
EPS	14,699	17,015	18,177	21,233
순차입금	428	506	494	477
PER	19.6	13.3	10.0	8.5
PBR	1.8	1.3	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.6	8.5	6.8	6.1
배당수익률	1.0	1.3	1.7	1.7
ROE	9.3	10.0	9.9	10.6

주가 추이



동원 F&B 2Q20 실적은 시장 기대치를 소폭 상회하는 양호한 실적 성장을 기록했습니다. 상대적으로 이익 레버리지와 해외 성장 측면에서의 모멘텀은 경쟁사보다 약한 상황입니다. 그러나 가공식품 수요 증가 측면에서는 안정적인 성장세가 나타날 것으로 예상합니다.

꾸준한 성장은 지속 전망

동원F&B 2Q20 연결 기준 매출액 7,572억원(+6.8%, 이하 yoy 기준 성장률 동일), 영업이익 168억원(+16.1%)으로 시장기대치를 소폭 상회하는 양호한 실적을 기록하였다. 일반 식품 사업을 담당하는 별도 기준으로는 4,093억원(+5.8%), 영업이익 109억원(+57.5%)을 기록하였다. 가공식품 위주로 수요가 견조하게 유지되는 가운데 참치어가 하락에 따른 원가 개선 영향이 이번 상반기까지 이어졌으며, 냉장/냉동식품의 원가 개선 노력이 더해져 이익 성장세가 돋보였다. 조미유통 부문(홈푸드) 외형은 한자릿수 성장은 했으나, 코로나19에 따른 급식 수요 감소로 영업이익은 두자릿수 이상 빠진 것으로 추정된다. 사료 부문은 전반기에 이어 성장세가 지속된 것으로 추정된다.

참치어가 하락세 진정되며 하반기 이익 레버리지는 축소 예상

작년 참치어가 하락세가 지속되면서 원가부문에서 이익레버리지가 나타나며 작년 하반기 실적부터 긍정적으로 반영되었다. 올해 상반기까지도 참치어가 하락으로 인한 수익 개선은 지속되었다. 다만 최근 참치어가는 바닥을 다지고 상승을 보인 후 다시 소폭 하락한 뒤 진정되는 모습을 보이고 있다. 이에 하반기에는 참치어가 하락에 따른 이익 레버리지는 축소될 가능성이 존재한다. 동사는 참치어가 원가부문에서의 이익레버리지 축소를 냉장/냉동식품의 원가 개선 노력으로 일부 상쇄할 계획을 갖고 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 26만원 유지

동사의 경우 참치어가 하락세 둔화로 이익 레버리지 측면에서는 그동안 비용 확대로 실적이 부진했던 경쟁사 대비 모멘텀이 약할 것이다. 더불어 동사는 해외 사업 비중이 낮아 최근 확대되고 있는 해외 수출 성장에 대한 모멘텀도 상대적으로 낮을 것으로 예상된다. 다만 최근 가공식품 증가로 꾸준한 실적 성장이 예상되고, 12M FWD PER 9배로 밸류에이션 부담이 낮아 투자의견 Buy와 목표주가 26만원을 유지한다.

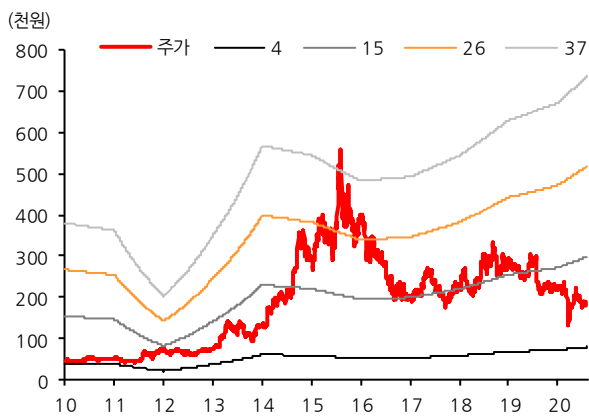
[표1] 동원 F&B 2Q20 실적 당사 잠정치와 당사 추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P (a)	yy	q-q	한화추정치(b)	컨센서스	차이(a/b-1)
매출액	709.2	825.0	747.9	783.6	757.2	6.8	-3.4	739.4	746.7	2.4
영업이익	14.4	35.5	16.6	36.5	16.8	16.1	-54.1	15.5	15.5	8.1
순이익	8.4	23.5	8.7	23.9	8.2	-2.6	-65.8	9.5	9.1	-14.0
영업이익률(%)	2.0	4.3	2.2	4.7	2.2			2.1	2.1	
순이익률(%)	1.2	2.9	1.2	3.0	1.1			1.3	1.2	

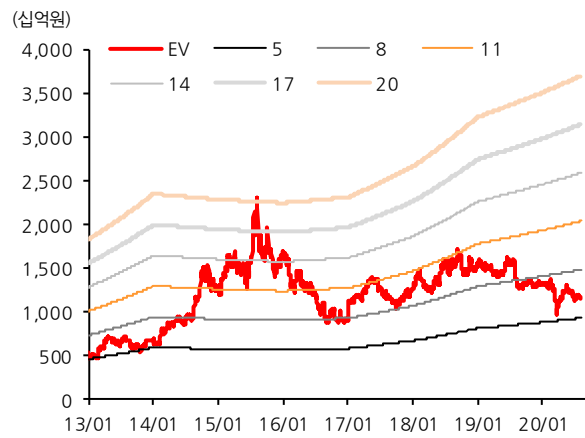
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M FWD PER 밴드 추이



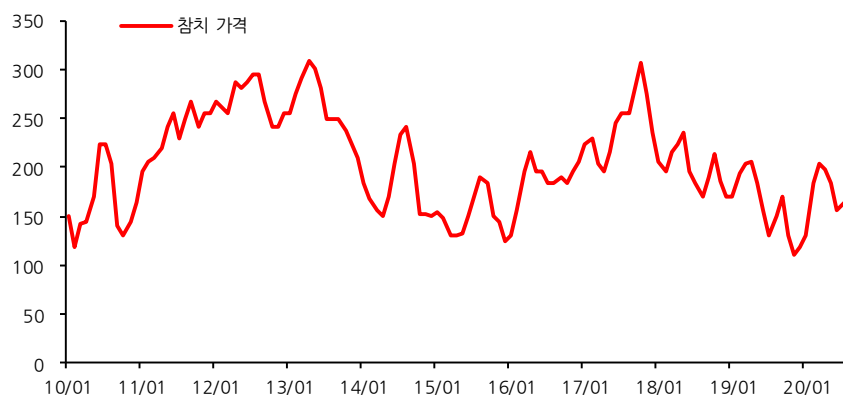
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M FWD EV/EBITDA 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 참치가격 추이



자료: Atuna, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동원 F&B 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	748.2	709.2	825.0	747.9	783.6	757.2	866.2	791.1	3030.3	3198.0	3376.7
growth %	6.1	9.7	4.5	13.0	4.7	6.8	5.0	5.8	8.1	5.5	5.6
일반식품	451.7	390.2	492.3	386.8	467.9	413.6	517.9	397.7	1721.1	1797.1	1842.4
growth %	1.4	9.5	1.8	8.9	3.6	6.0	5.2	2.8	4.9	4.4	2.5
sales %	60.4	55.0	59.7	51.7	59.7	54.6	59.8	50.3	56.8	56.2	54.6
조미유통	254.1	266.3	279.3	307.6	265.9	279.6	293.3	338.3	1107.3	1177.2	1305.8
growth %	17.4	14.0	8.1	14.5	4.7	5.0	5.0	10.0	13.3	6.3	10.9
sales %	34.0	37.6	33.9	41.1	33.9	36.9	33.9	42.8	36.5	36.8	38.7
사료	42.1	52.2	53.0	53.2	49.4	57.4	54.6	54.8	200.4	216.2	227.0
growth %	-1.1	21.2	13.2	5.2	17.4	10.0	3.0	3.0	9.6	7.8	5.0
sales %	5.6	7.4	6.4	7.1	6.3	7.6	6.3	6.9	6.6	6.8	6.7
영업이익	34.9	14.4	35.5	16.6	36.5	16.8	41.2	17.8	101.4	112.2	125.1
growth %	52.6	9.7	-7.4	28.9	4.5	16.1	16.0	7.1	16.3	10.6	11.5
margin %	4.7	2.0	4.3	2.2	4.7	2.2	4.8	2.2	3.3	3.5	3.7
일반식품	28.7	7.5	28.9	7.6	29.8	11.2	35.2	8.0	72.7	84.1	91.2
growth %	60.7	14.8	-12.1	26.2	4.0	48.3	21.8	4.5	14.8	15.7	8.4
margin %	6.3	1.9	5.9	2.0	6.4	2.7	6.8	2.0	2.4	2.6	2.7
조미유통	5.4	6.7	6.4	8.9	5.5	5.1	5.3	9.8	27.3	25.7	31.7
growth %	9.1	7.9	12.2	30.7	1.8	-24.1	-16.3	10.3	15.7	-6.0	23.6
margin %	2.1	2.5	2.3	2.9	2.1	1.8	1.8	2.9	0.9	0.8	0.9
사료	-0.2	0.2	0.4	0.6	0.4	0.5	0.4	0.6	1.0	1.9	2.2
growth %	-64.5	흑전	흑전	45.8	흑전	102.0	17.6	1.3	흑전	87.0	17.0
margin %	-0.4	0.4	0.7	1.1	0.8	0.8	0.8	1.1	0.0	0.1	0.1
세전이익	31.6	10.9	31.0	13.5	31.9	11.3	37.8	14.4	87.0	95.4	111.6
growth %	53.5	34.6	-12.5	87.2	1.1	3.1	22.0	6.5	22.0	9.6	17.0
margin %	4.2	1.5	3.8	1.8	4.1	1.5	4.4	1.8	2.9	3.0	3.3
지배주주 순이익	25.0	8.4	23.5	8.7	23.9	8.2	28.7	9.3	65.7	70.1	81.8
growth %	59.4	33.0	-11.3	6.5	-4.5	-2.6	22.0	6.5	15.8	6.7	16.8
margin %	3.3	1.2	2.9	1.2	3.0	1.1	3.3	1.2	2.2	2.2	2.4

자료: 동원F&B, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,553	2,803	3,030	3,198	3,377
매출총이익	618	613	682	721	761
영업이익	72	87	101	112	125
EBITDA	115	133	161	175	192
순이자손익	-6	-11	-13	-13	-13
외화관련손익	2	-2	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	67	71	87	96	112
당기순이익	51	57	66	70	82
지배주주순이익	51	57	66	70	82
증가율(%)					
매출액	13.9	9.8	8.1	5.5	5.6
영업이익	-1.3	20.5	16.3	10.6	11.5
EBITDA	2.9	15.2	21.4	8.7	9.4
순이익	1.9	10.5	15.7	6.8	16.8
이익률(%)					
매출총이익률	24.2	21.9	22.5	22.5	22.5
영업이익률	2.8	3.1	3.3	3.5	3.7
EBITDA 이익률	4.5	4.7	5.3	5.5	5.7
세전이익률	2.6	2.5	2.9	3.0	3.3
순이익률	2.0	2.0	2.2	2.2	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	50	26	134	132	147
당기순이익	51	57	66	70	82
자산상각비	43	46	60	63	67
운전자본증감	-66	-103	-28	-3	-3
매출채권 감소(증가)	-5	2	-25	-3	-3
재고자산 감소(증가)	-15	-45	-7	-4	-4
매입채무 증가(감소)	-32	-47	18	3	3
투자현금흐름	-233	-84	-160	-108	-119
유형자산처분(취득)	-88	-86	-176	-100	-110
무형자산 감소(증가)	-2	-7	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
재무현금흐름	180	16	39	-17	-18
차입금의 증가(감소)	199	39	65	-5	-7
자본의 증가(감소)	-10	-10	-12	-12	-12
배당금의 지급	10	10	12	12	12
총현금흐름	130	145	176	134	150
(-)운전자본증가(감소)	54	84	-3	3	3
(-)설비투자	90	90	178	100	110
(+)자산매각	1	-3	0	-3	-3
Free Cash Flow	-13	-32	2	28	34
(-)기타투자	157	10	13	5	6
잉여현금	-169	-42	-11	23	28
NOPLAT	55	69	76	82	92
(+) Dep	43	46	60	63	67
(-)운전자본투자	54	84	-3	3	3
(-)Capex	90	90	178	100	110
OpFCF	-46	-59	-39	42	46

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	629	631	679	693	712
현금성자산	73	35	44	51	61
매출채권	244	241	265	268	272
재고자산	304	349	356	360	365
비유동자산	740	772	895	940	992
투자자산	181	163	138	144	150
유형자산	484	542	677	716	763
무형자산	75	80	79	79	79
자산총계	1,369	1,404	1,574	1,633	1,704
유동부채	403	342	516	518	519
매입채무	270	227	255	258	261
유동성이자부채	89	71	204	201	197
비유동부채	372	429	376	375	374
비유동이자부채	333	392	345	343	341
부채총계	776	771	892	893	893
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	110	110	111	111	111
이익잉여금	479	526	580	639	709
자본조정	-15	-23	-29	-29	-29
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	593	632	681	740	810

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	13,313	14,699	17,015	18,177	21,233
BPS	153,682	163,896	176,519	191,696	209,929
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
CFPS	33,763	37,610	45,721	34,768	38,820
ROA(%)	4.2	4.1	4.4	4.4	4.9
ROE(%)	9.0	9.3	10.0	9.9	10.6
ROIC(%)	7.0	7.0	6.8	6.9	7.3
Multiples(x, %)					
PER	17.6	19.6	13.3	10.0	8.5
PBR	1.5	1.8	1.3	0.9	0.9
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
PCR	6.9	7.6	4.9	5.2	4.7
EV/EBITDA	10.9	11.6	8.5	6.8	6.1
배당수익률	1.1	1.0	1.3	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	130.8	121.9	131.0	120.7	110.3
Net debt/Equity	58.9	67.7	74.2	66.8	58.9
Net debt/EBITDA	303.0	322.3	313.6	281.9	249.0
유동비율	155.9	184.8	131.5	133.8	137.0
이자보상배율(배)	7.5	6.6	7.0	7.9	8.8
자산구조(%)					
투하자본	78.5	84.3	86.6	86.3	85.8
현금+투자자산	21.5	15.7	13.4	13.7	14.2
자본구조(%)					
차입금	41.6	42.3	44.7	42.4	39.9
자기자본	58.4	57.7	55.3	57.6	60.1

[Compliance Notice]

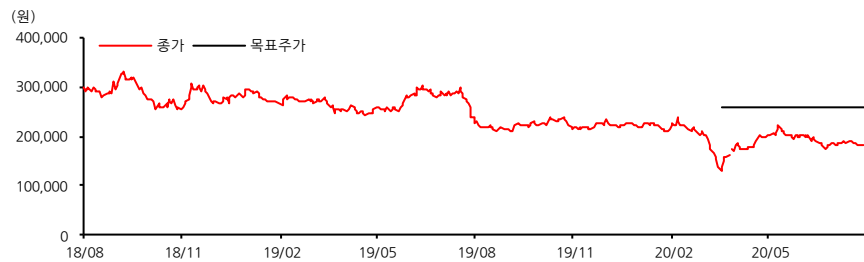
(공표일: 2020년 8월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[동원F&B 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.03.24	2020.03.24	2020.08.04			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	손호주	260,000	260,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.03.24	Buy	260,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%