

동서(026960/KQ)

커피원두 가격 하락효과 반영시작

매수(유지)

T.P 53,000 원(유지)

Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	499 억원
발행주식수	9,970 만주
자사주	42 만주
액면가	500 원
시가총액	32,203 억원

주요주주

김상현(외24)	66.63%
FIDELITY(외3)	5.33%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(16/01/25)	32,300 원
KOSDAQ	681.43 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	47,000 원
52주 최저가	23,150 원
60일 평균 거래대금	46 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	-1.1%
6개월	-28.3%	-18.3%
12개월	39.8%	20.9%

4Q15 연결실적은 4Q14 와 비슷한 수준의 무난한 실적을 달성했다. 핵심 관계사 동서식품의 실적은 추후 사업보고서를 통해 확인 가능하지만 기타 관계사들의 실적에 큰 변동이 없다고 가정시 약 330 억원의 순이익을 기록한 것으로 추정된다. 실적 성장의 주요 원인은 커피원두, 원당 등 주요 원재료 가격 하락에 기인한 것으로 보인다. 믹스커피 시장 정체에도 불구하고 원가하락에 따른 이익성장이 가능한 만큼 동서는 여전히 투자가치가 높다고 판단된다.

4Q15, 무난한 실적 달성

4Q15 연결기준 실적은 매출 1,349 억원(+2.6% yoy), 영업이익 125 억원(YoY flat)으로 무난한 실적을 달성했다. 식품, 제조, 구매수출 등 주요 사업부 모두 큰 폭의 변동없이 전년도 수준의 실적이 유지된 것으로 추정된다. 연결실적 변동 공시만 나왔기 때문에 관계사 동서식품의 실적은 아직 정확히 알 수는 없으나 기타 관계사가 전년도 수준의 실적을 기록했다고 가정시 4Q15 순이익은 약 330 억원 수준일 것으로 추정된다. 이는 4Q14 동서식품의 순이익이 191 억원이었다는 점을 가정시 약 73% 가량 성장한 것으로 보인다. 추후 사업보고서를 통해 확인이 필요하나 커피원두, 원당 등 주요 원재료 가격하락으로 인한 원가절감이 가장 큰 역할을 했을 것으로 추정된다.

커피원두 가격하락효과 반영 시작

커피원두 가격 하락으로 인한 원가절감, 실적 개선이 본격적으로 나타날 것으로 전망된다. 15년 12월 기준 ICO composite indicator price는 114.63 cents/lbs로 전년 동기대비 약 23.9% 하락했다. 커피원두 가격은 약 6개월 가량의 시차를 두고 동서의 수입가격에 반영되며, 2015년은 2014년초부터 이어진 원두가격 상승에 따른 원가 상승으로 분기별로 실적이 하락하는 모습이었지만 15년초부터 원두커피 가격이 크게 하락함에 따라 올해 원가절감을 통한 이익 성장이 클 수 있을 것으로 전망된다. 커피원두 가격 외에 원당 가격도 하락 안정화되고 있으며, 주요 커피산지인 브라질, 콜롬비아 현지 화폐가 달러대비 약세를 보이고 있어 원두가격 하락세는 2016년에도 지속될 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 53,000 원 유지

믹스커피 소비 정체에도 불구하고 원가하락으로 이익 성장이 유효하다는 점에서 동서는 여전히 투자가치가 높다고 판단된다. 아직 연초이긴 하지만 배당도 꾸준히 증액(600 원 → 670 원)하고 있다는 점도 매력적이다. 동서에 대해 투자의견 매수, 목표주가 53,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	4,597	4,704	5,027	5,094	5,299	5,477
yoy	%	3.7	2.3	6.9	1.3	4.0	3.4
영업이익	억원	513	510	541	488	571	606
yoy	%	3.9	-0.7	6.3	-9.9	17.1	6.1
EBITDA	억원	585	574	602	549	637	673
세전이익	억원	1,570	1,604	1,636	1,560	1,803	1,856
순이익(지배주주)	억원	1,224	1,237	1,275	1,219	1,410	1,453
영업이익률%	%	11.2	10.8	10.8	9.6	10.8	11.1
EBITDA%	%	12.7	12.2	12.0	10.8	12.0	12.3
순이익률	%	27.3	26.9	26.1	24.6	27.3	27.2
EPS	원	1,228	1,240	1,279	1,223	1,414	1,457
PER	배	8.9	13.6	17.7	25.5	22.8	22.2
PBR	배	1.2	1.7	2.1	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	배	11.9	21.6	29.5	47.4	43.2	41.3
ROE	%	14.1	13.0	12.5	11.2	12.3	11.9
순차입금	억원	-4,089	-4,587	-4,986	-5,280	-4,976	-4,750
부채비율	%	11.1	10.9	9.5	9.7	11.0	12.6

분기별 실적추이

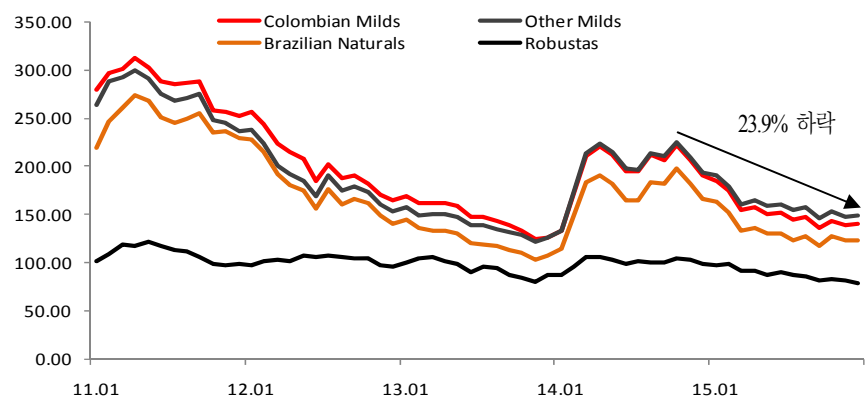
(단위: 억원 %)

	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	1,314	1,283	1,222	1,240	1,349	26	8.8	1,306	1,306	3.3
영업이익	126	147	118	97	125	-0.9	28.5	139	139	-10.1
세전이익	280	467	390	345	359	28.2	4.1	486	486	-26.1
지배주주순이익	216	362	305	273	279	28.9	2.2	389	389	-28.3
영업이익률	9.6	11.5	9.7	7.8	9.3	-0.3	1.4	10.6	10.6	-1.4
세전이익률	21.3	36.4	31.9	27.8	26.6	5.3	-1.2	37.2	37.2	-10.6
지배주주순이익률	16.5	28.2	24.9	22.0	20.7	4.2	-1.3	29.8	29.8	-9.1

자료: SK 증권 FN 가이드

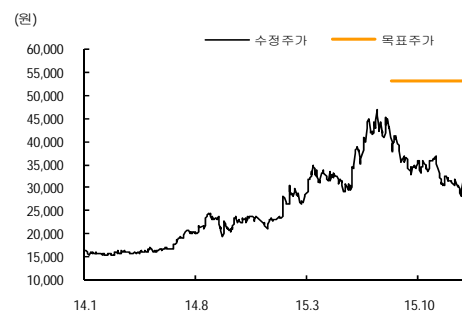
글로벌 커피원두 가격 추이

(단위: cents/lbs)



자료: ICO

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.01.26	매수	53,000원
	2015.11.17	매수	53,000원
	2015.09.08	매수	53,000원



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 1 월 26 일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	5,393	5,821	6,164	6,057	6,101
현금및현금성자산	977	530	480	356	370
매출채권및기타채권	488	506	534	548	567
재고자산	265	267	286	288	298
비유동자산	5,735	5,936	6,266	7,325	8,422
장기금융자산	35	6	6	6	6
유형자산	801	768	811	807	823
무형자산	26	24	27	29	31
자산총계	11,128	11,758	12,430	13,382	14,522
유동부채	559	420	420	407	410
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	394	240	235	220	216
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	531	595	681	921	1,221
장기금융부채	0	0	0	180	420
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,090	1,015	1,102	1,328	1,630
지배주주지분	9,874	10,559	11,130	11,823	12,628
자본금	499	499	499	499	499
자본잉여금	61	61	61	61	61
기타자본구성요소	-10	-10	-10	-10	-10
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	8,719	9,419	10,042	10,787	11,644
비지배주주지분	164	183	198	231	264
자본총계	10,038	10,743	11,328	12,054	12,892
부채외자본총계	11,128	11,758	12,430	13,382	14,522

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	337	207	234	292	321
당기순이익(손실)	1,265	1,310	1,250	1,444	1,487
비현금성항목등	-623	-646	-653	-808	-814
유형자산감가상각비	63	59	59	63	64
무형자산감가상각비	2	2	2	2	3
기타	41	19	12	-41	-41
운전자본감소(증가)	-12	-196	-44	-20	-16
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-18	-18	14	-14	-19
재고자산감소(증가)	1	-5	-22	-2	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	-158	-16	-15	-4
기타	-22	-15	-19	11	16
법인세납부	-293	-262	-320	-325	-336
투자활동현금흐름	-67	-92	328	69	49
금융자산감소(증가)	-715	-815	-344	0	0
유형자산감소(증가)	-83	-17	-89	-60	-80
무형자산감소(증가)	-1	-1	-4	-4	-4
기타	732	741	765	134	133
재무활동현금흐름	-486	-561	-613	-485	-356
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	180	240
자본의증가(감소)	-1	0	0	0	0
배당금의 지급	-485	-561	-596	-665	-596
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-216	-447	-50	-124	14
기초현금	1,193	977	530	480	356
기말현금	977	530	480	356	370
FCF	369	309	311	428	441

자료 : 동서, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	4,704	5,027	5,094	5,299	5,477
매출원가	3,830	4,098	4,213	4,315	4,453
매출총이익	873	929	881	984	1,024
매출총이익률 (%)	18.6	18.5	17.3	18.6	18.7
판매비와관리비	364	387	394	413	418
영업이익	510	541	488	571	606
영업이익률 (%)	10.8	10.8	9.6	10.8	11.1
비영업손익	1,094	1,095	1,073	1,232	1,250
순금융비용	-134	-131	-123	-133	-132
외환관련손익	-4	-3	-3	-3	-3
관계기업투자등 관련손익	933	920	910	1,061	1,080
세전계속사업이익	1,604	1,636	1,560	1,803	1,856
세전계속사업이익률 (%)	34.1	32.6	30.6	34.0	33.9
계속사업법인세	339	326	310	359	369
계속사업이익	1,265	1,310	1,250	1,444	1,487
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,265	1,310	1,250	1,444	1,487
순이익률 (%)	26.9	26.1	24.6	27.3	27.2
지배주주	1,237	1,275	1,219	1,410	1,453
지배주주귀속 순이익률(%)	26.29	25.37	23.93	26.61	26.53
비지배주주	28	35	32	34	34
총포괄이익	1,263	1,266	1,198	1,391	1,434
지배주주	1,235	1,231	1,167	1,358	1,401
비지배주주	28	35	31	33	33
EBITDA	574	602	549	637	673

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	23	6.9	1.3	4.0	3.4
영업이익	-0.7	6.3	-9.9	17.1	6.1
세전계속사업이익	2.2	2.0	-4.7	15.6	3.0
EBITDA	-1.9	4.9	-8.9	16.0	5.7
EPS(계속사업)	1.0	3.1	-4.4	15.7	3.0
수익성 (%)					
ROE	13.0	12.5	11.2	12.3	11.9
ROA	11.8	11.5	10.3	11.2	10.7
EBITDA마진	12.2	12.0	10.8	12.0	12.3
안정성 (%)					
유동비율	964.8	1,384.6	1,466.0	1,488.2	1,489.7
부채비율	10.9	9.5	9.7	11.0	12.6
순차입금/자기자본	-45.7	-46.4	-46.6	-41.3	-36.8
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	64.105.4	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,240	1,279	1,223	1,414	1,457
BPS	9,904	10,591	11,164	11,858	12,666
CFPS	1,305	1,340	1,284	1,480	1,525
주당 현금배당금	550	600	670	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.3	19.2	38.4	22.8	22.2
PER(최저)	8.6	11.9	17.2	19.8	19.2
PBR(최고)	1.9	2.3	4.2	2.7	2.6
PBR(최저)	1.1	1.4	1.9	2.4	2.2
PCR	12.9	16.9	24.3	21.8	21.2
EV/EBITDA(최고)	25.3	32.6	76.2	43.2	41.3
EV/EBITDA(최저)	10.9	17.2	29.0	36.4	34.8