

동서(026960/KQ)

## 커피원두 가격하락으로 연결실적 개선 전망

매수(유지)

T.P 53,000 원(유지)

## Analyst

감승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

## Company Data

자본금	499 억원
발행주식수	9,970 만주
자사주	42 만주
액면가	500 원
시가총액	33,300 억원

## 주요주주

김상현(외24)	66.65%
FIDELITY (외3)	5.33%

외국인지분률	11.30%
배당수익률	2.00%

## Stock Data

주가(16/06/22)	33,400 원
KOSDAQ	688.18 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	47,000 원
52주 최저가	27,950 원
60일 평균 거래대금	26 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.2%	3.7%
6개월	5.9%	2.1%
12개월	11.0%	18.4%

동서의 2Q16 연결 실적은 1Q 와 유사하게 동서식품의 실적 개선에 따른 지분법이익 증가로 지배주주순이익 증가가 클 것으로 예상된다. 동서식품은 믹스커피 M/S 상승, 커피원두 가격 하락분 반영으로 인한 원가하락 효과로 실적 개선이 뚜렷할 전망이다. 최근 4 개월간 커피원두 가격이 상승했으나 향후 추가 상승은 제한적일 전망이다. 커피생산량 1 위인 브라질의 2016/17 커피원두 생산량이 15% 가량 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

## 1Q16 실적, 동서는 저조, 동서식품은 호조

동서의 1Q16 실적은 매출 1,269 억원(-1.1% yoy), 영업이익 123 억원(-16.4% yoy)으로 다소 부진했다. 수출/구매대행 매출 감소의 영향으로 전사 매출이 소폭 감소했으며, 원화약세에 따른 원재료 수입원가 상승으로 매출보다 영업이익 감소폭이 컸던 것으로 판단된다. 반면 지배주주순이익은 자회사 동서식품의 실적호조에 힘입어 420 억원(+16.1% yoy)으로 YoY 큰 폭 성장했다. 1Q16 동서의 믹스커피 M/S 는 약 86.2%로 YoY +2.8%p, QoQ 0.8%p 상승했고, 주력인 믹스커피 판매 호조에 힘입어 동서식품은 매출 3,971 억원(+4.1% yoy), 영업이익 853 억원(+24.1% yoy), 순이익 700 억원(+23.0% yoy)의 호실적을 기록했다.

## 2Q에도 동서식품의 실적호조 지속될 전망

2Q16 동서의 매출, 영업이익은 큰 폭의 변화는 없을 것으로 보이나 원달러 환율의 우호적인 흐름에 힘입어 1Q 보다는 다소 나아질 전망이다. 동서식품은 2Q에도 실적호조가 기대된다. M/S 상승 효과에 따른 믹스커피 매출 증가, 인스턴트 원두커피 매출 성장 등 탑라인 성장 가시성이 높고, 올해 초 커피원두 가격 하락에 따른 저가 원재료 투입으로 원가 하락도 기대된다. 6 월이 아직 끝나지 않아 아직 실적변동 가능성은 있으나 2Q16 동서의 연결 실적은 매출 1,273 억원(+4.2% yoy), 영업이익 120 억원(+9.9% yoy)으로 추정한다. 동서식품 실적 호조에 힘입어 지배주주순이익은 351 억원(+15.1% yoy)을 기록할 것으로 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,704	5,027	5,094	5,238	5,477	5,702
yoy	%	2.3	6.9	1.3	2.8	4.6	4.1
영업이익	억원	510	541	488	536	606	635
yoy	%	-0.7	6.3	-9.8	9.7	13.1	4.8
EBITDA	억원	574	602	550	604	675	699
세전이익	억원	1,604	1,636	1,560	1,875	1,840	1,905
순이익(지배주주)	억원	1,237	1,275	1,216	1,471	1,440	1,490
영업이익률%	%	10.8	10.8	9.6	10.2	11.1	11.1
EBITDA%	%	12.2	12.0	10.8	11.5	12.3	12.3
순이익률	%	26.9	26.1	24.5	28.8	26.9	26.7
EPS	원	1,240	1,279	1,220	1,475	1,444	1,495
PER	배	13.6	17.7	25.5	22.6	23.1	22.3
PBR	배	1.7	2.1	2.8	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	배	21.6	29.5	47.1	46.2	41.7	40.4
ROE	%	13.0	12.5	11.2	12.7	11.6	11.2
순차입금	억원	-4,587	-4,986	-5,363	-5,642	-5,449	-5,353
부채비율	%	10.9	9.5	10.2	8.9	10.6	11.8

### 커피원두가격 상승영향 3Q 부터 일부 반영 예상

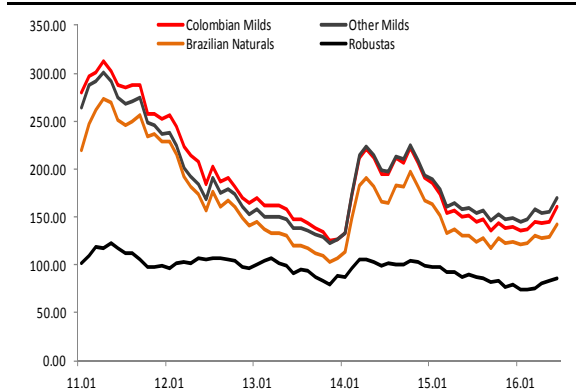
커피원두 가격이 16년 3월 이후 4개월간 상승세를 나타내고 있다. ICO composite indicator 는 올해 2월 117.83cents/lbs 에서 5월말 기준 119.91cents/lbs 로 약 7.3% 상승했으며, 6월 20일 기준으로는 129.47cents/lbs 로 약 15.8% 상승했다. 커피원두 가격 상승은 원자재 가격의 전반적인 상승 트렌드 및 전년도 재고 소진에 따른 브라질 원두 수출량 감소에 기인한다. 커피원두 가격 상승과 수입시점 사이에 약 3~6개월 가량의 시차가 존재한다는 점을 감안하면 커피원두 가격 상승 영향이 3Q16 후반부터 원가에 일부 반영될 것으로 예상된다.

### 커피원두 가격 상승폭은 제한적일 전망

최근 커피원두 가격이 상승하고 있으나 향후 추가 상승은 다소 제한적일 것으로 전망된다. 브라질 커피당국(Conab)은 올해 커피수확량을 49.7million bags 로 전망하고 있다. 올해 1월에 발표한 2016/17 커피 수확량 1차 예상치 하단이긴 하나, 전년도 수확량에 비하면 약 15% 가량 증가한 숫자이며, 2012/13 시즌 이후 최대 생산량이다. 49.7million bags 중 아라비카 생산량은 40.3million bags 로 전년 대비 약 25.6% 증가하고, 로부스타는 9.4million bags 로 전년 대비 16% 감소할 것으로 예상된다. 로부스타 생산량은 다소 감소하지만 아라비카 생산량이 증가한다면 올해 소진된 원두 재고 및 자국소비 물량을 충당하기에 충분하다고 생각된다. 무엇보다 2014년 극심한 가뭄으로 인한 생산량 감소의 여파에서 벗어나고 있는 것이 중요하다고 판단되며, 브라질이 전세계 커피 생산량의 30% 이상을 차지하고 있기 때문에 브라질 커피원두 생산량 증가와 함께 커피가격도 안정세를 나타낼 것으로 보인다.

국제 커피가격 추이

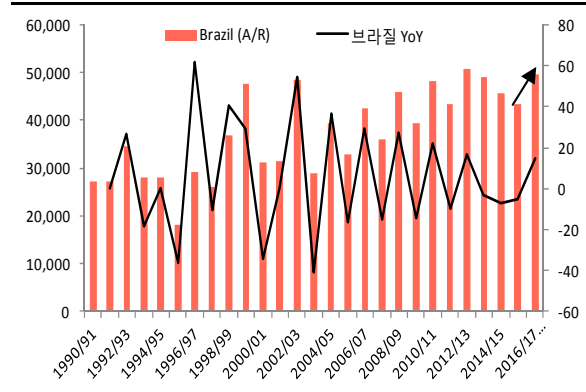
(단위 : Cents/lbs)



자료 : ICO

브라질 커피생산량 및 YoY 추이

(단위 : thousand 60kg bags, %)



자료 : ICO

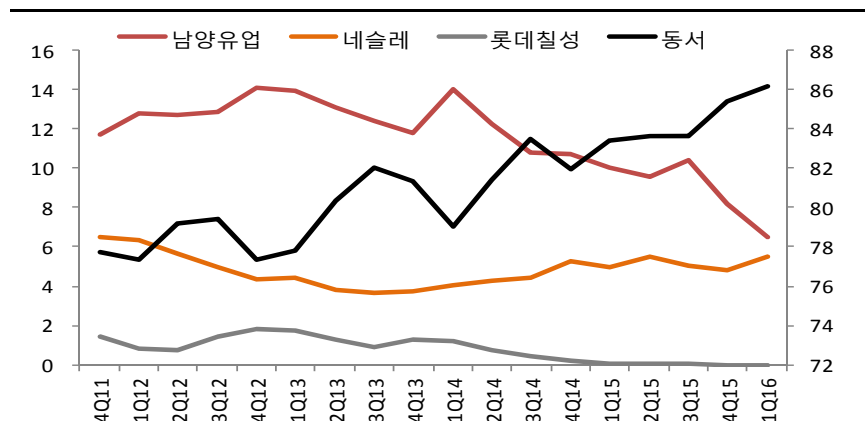
주: YoY는 우측

### 투자의견 매수, 목표주가 53,000 원 유지

1Q 에 이어 2Q 에도 동서식품 실적 성장에 따른 연결실적 호조가 기대된다. 적극적인 관측으로 동서식품의 믹스커피시장 M/S 가 상승하고 있으며, 커피소비 트렌드 변화와 함께 인스턴트 원두커피 라인도 강화하고 있다는 점도 긍정적이다. 커피원두 가격 또한 추가상승이 제한될 것으로 예상된다. 동서에 대한 투자의견 매수, 목표주가 53,000 원을 유지한다.

믹스커피 M/S 추이

(단위 : %)



자료 : 식품산업통계

주: 오프라인 소매채널 판매금액으로 M/S 산출. 동서는 우측 나머지는 좌측

분기별 실적 추이

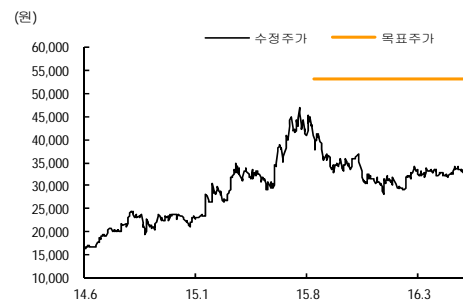
(단위: 억원, %)

	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,222	1,240	1,349	1,269	1,273	4.2	0.3	1,283	-0.8
영업이익	118	97	126	123	120	1.4	-2.4	130	-7.7
세전이익	390	345	359	532	448	15.0	-15.8	415	7.9
지배주주순이익	305	273	276	420	351	15.1	-16.6	325	8.1
영업이익률	9.7	7.8	9.3	9.7	9.4	-0.3	-0.3	10.1	-0.7
세전이익률	31.9	27.8	26.6	41.9	35.2	3.3	-6.7	32.4	2.8
지배주주순이익률	24.9	22.0	20.5	33.1	27.6	2.6	-5.6	25.3	2.3

자료: SK 증권 FN 가이드

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.06.22	매수	53,000원
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 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 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 6 월 24 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	5,821	6,262	6,487	6,563	6,690
현금및현금성자산	530	363	537	584	676
매출채권및기타채권	566	596	538	556	579
재고자산	267	302	304	315	328
<b>비유동자산</b>	5,936	6,302	6,840	7,960	9,040
장기금융자산	6	6	6	6	6
유형자산	768	809	792	805	743
무형자산	24	21	20	20	19
<b>자산총계</b>	11,758	12,564	13,327	14,522	15,731
<b>유동부채</b>	420	513	377	378	394
단기금융부채	0	0	2	2	2
매입채무 및 기타채무	240	354	215	211	220
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	595	650	713	1,017	1,269
장기금융부채	0	0	0	240	428
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,015	1,163	1,090	1,395	1,663
<b>지배주주지분</b>	10,559	11,200	12,017	12,873	13,780
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	9,419	10,055	10,860	11,704	12,599
비지배주주지분	183	201	219	254	288
<b>자본총계</b>	10,743	11,401	12,237	13,127	14,068
<b>부채외자본총계</b>	11,758	12,564	13,327	14,522	15,731

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	207	357	189	346	361
당기순이익(손실)	1,310	1,250	1,506	1,474	1,524
비현금성항목등	-646	-640	-884	-799	-826
유형자산감가상각비	59	60	66	67	62
무형자산감가상각비	2	2	2	2	2
기타	19	34	-15	-36	-36
운전자본감소(증가)	-196	23	-230	-26	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-18	-34	19	-18	-23
재고자산감소(증가)	-5	-40	-8	-10	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-158	114	-136	-4	9
기타	-15	-17	-104	7	8
법인세납부	-262	-276	-204	-303	-318
<b>투자활동현금흐름</b>	-92	88	666	57	138
금융자산감소(증가)	-815	-544	-107	0	0
유형자산감소(증가)	-17	-101	-49	-80	0
무형자산감소(증가)	-1	-4	-1	-1	-1
기타	741	736	824	138	139
<b>재무활동현금흐름</b>	-561	-613	-682	-356	-408
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	240	188
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-561	-613	-665	-596	-596
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-447	-167	174	47	92
기초현금	977	530	363	537	584
기말현금	530	363	537	584	676
FCF	309	377	366	447	551

자료 : 동서, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	5,027	5,094	5,238	5,477	5,702
<b>매출원가</b>	4,098	4,204	4,287	4,453	4,639
<b>매출총이익</b>	929	890	951	1,024	1,063
매출총이익률 (%)	18.5	17.5	18.2	18.7	18.6
<b>판매비와관리비</b>	387	402	415	418	428
영업이익	541	488	536	606	635
영업이익률 (%)	10.8	9.6	10.2	11.1	11.1
비영업손익	1,095	1,072	1,339	1,234	1,270
<b>순금융비용</b>	-131	-109	-135	-137	-139
외환관련손익	-3	-5	-5	-5	-5
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	920	937	1,172	1,066	1,101
세전계속사업이익	1,636	1,560	1,875	1,840	1,905
세전계속사업이익률 (%)	32.6	30.6	35.8	33.6	33.4
계속사업법인세	326	310	368	366	381
<b>계속사업이익</b>	1,310	1,250	1,506	1,474	1,524
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,310	1,250	1,506	1,474	1,524
<b>순이익률 (%)</b>	26.1	24.5	28.8	26.9	26.7
지배주주	1,275	1,216	1,471	1,440	1,490
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	25.37	23.87	28.07	26.29	26.14
비지배주주	35	34	36	34	34
<b>총포괄이익</b>	1,266	1,271	1,518	1,486	1,536
<b>지배주주</b>	1,231	1,237	1,482	1,452	1,502
<b>비지배주주</b>	35	34	36	34	34
EBITDA	602	550	604	675	699

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.9	1.3	2.8	4.6	4.1
영업이익	6.3	-9.8	9.7	13.1	4.8
세전계속사업이익	2.0	-4.7	20.2	-1.8	3.6
EBITDA	4.9	-8.6	9.8	11.7	3.5
EPS(계속사업)	3.1	-4.7	21.0	-2.1	3.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	12.5	11.2	12.7	11.6	11.2
ROA	11.5	10.3	11.6	10.6	10.1
EBITDA마진	12.0	10.8	11.5	12.3	12.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	1,384.6	1,220.3	1,720.8	1,734.0	1,698.0
부채비율	9.5	10.2	8.9	10.6	11.8
순차입금/자기자본	-46.4	-47.0	-46.1	-41.5	-38.1
EBITDA/이자비용(배)	0.0	64,285.9	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,279	1,220	1,475	1,444	1,495
BPS	10,591	11,234	12,054	12,912	13,821
CFPS	1,340	1,282	1,543	1,513	1,559
주당 현금배당금	600	670	600	600	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	19.2	38.5	23.2	23.7	22.9
PER(최저)	11.9	17.2	19.0	19.4	18.7
PBR(최고)	2.3	4.2	2.8	2.7	2.5
PBR(최저)	1.4	1.9	2.3	2.2	2.0
PCR	16.9	24.3	21.6	22.1	21.4
EV/EBITDA(최고)	32.6	75.8	47.5	42.9	41.6
EV/EBITDA(최저)	17.2	28.7	37.2	33.6	32.7