

# 동원F&B (049770 KS)

## 4Q18 Review: 어닝 서프라이즈 시현

[필수소비재]

김혜미 Equity Analyst

hmkim@barofn.com

+822-6099-8664

BUY(TP 상향)	
Target Price	350,000원
현재주가	276,500원
목표수익률	26.6%

Key Data	2019년 02월 08일
산업분류	음식료
KOSPI	2,177.05

Trading Data	
시가총액 (십억원)	1,067.0
발행주식수 (백만주)	3.9
외국인 지분율 (%)	4.9
52 주 고가 (원)	334,500
52 주 저가 (원)	202,000
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.1

주요주주	(%)
(주)동원 엔터프라이즈외 1인	71.3
국민연금	7.1

### 4Q18P 매출액 yoy +12.7%, 영업이익 yoy +244.4% 시현

동원F&B의 4Q18P 연결실적은 매출액 6,748억원, 영업이익 129억원으로 당사 추정치 및 컨센서스를 대폭 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. (당사 추정치 괴리율: 매출액 2.0%, 영업이익 41.8%) 부문 및 법인 별로는 우선, 동원F&B의 별도 실적이 매출액 3,529억원(yoy +3.5%)과 영업이익 58억원(흑자전환)을 시현하였다. 그러나, 회계조정 이슈를 고려하면 동일기준 매출 성장이 yoy +7% 수준으로 더욱 견조하였으며, 영업이익 또한 광고비 증가에도 불구하고 어가 하락으로 인한 원가율 개선 등으로 전년동기대비 85억원 증가하였다. 한편, 동원홈푸드(조미유통) 및 동원팜스(사료)의 매출도 10% 이상의 성장률을 시현했으며, 이에 따라 영업이익도 호실적을 달성하였다. 동원홈푸드의 경우 단체 급식 사업 수익성이 최저임금 인상 요인으로 하락했으나, 단가 인상 및 인력 효율화를 통해 개선되었다. 동원팜스 역시 원재료 가격 인상에 따라 연중 적자를 지속해 왔으나, 당분기 원가가 안정되며 qoq 흑자로 전환하였다.

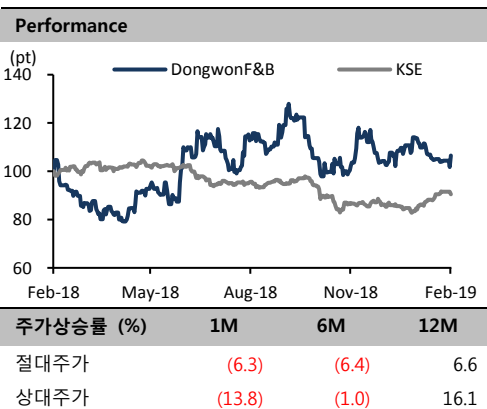
### 2019년에도 매출 및 영업이익 모두 견조한 성장세 전망

당사는 동원F&B의 2019년 연결실적으로 매출액 3조476억원(yoy +8.7%) 영업이익 1,041억원(yoy +19.4%)를 예상한다. 일반식품 부문(동원F&B)에서는 기존 카테고리 및 HMR 카테고리에서의 신제품 출시 등으로 외형 성장을 이끄는 한편, 참치제품의 원가 하락이 지속되어 마진 상승에 긍정적인 전망이다.(투입 어가: 2018년 1,700달러→2019년 1,600달러) 또한, 조미유통 부문에서는 올해 하반기 예정되었던 삼조셀렉트의 증설 효과가 2Q19부터 가동이 시작됨에 따라 조기 반영될 전망이며, 더 반찬 역시 3Q18부터 진출한 유통 전문점의 온라인몰(코스트코, 이마트몰 등) 입점 효과가 4Q18에 두자리 외형 성장으로 본격 반영되기 시작해 2019년에는 실적 성장세가 더욱 가속화 될 전망이다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 350,000원으로 상향

동원F&B에 대해 투자의견 매수를 유지하나 2019년 실적 전망치 수정으로 목표주가를 기존의 340,000원에서 350,000원으로 소폭 상향한다. (Target PER은 EPS 성장률 고려해 20x 유지)

### Financial and Valuation Summary



Fiscal Year	2016	2017	2018P	2019F
매출액 (십억원)	2,241.3	2,552.6	2,815.6	3,047.6
증감률 YoY (%)	16.1	13.9	10.3	8.2
영업이익 (십억원)	73.3	72.4	87.2	104.1
영업이익률 (%)	3.3	2.8	3.1	3.4
순이익 (십억원)	50.3	51.4	56.7	68.3
EPS (원)	13,044.1	13,312.6	14,699.8	17,695.6
EPS 증감률 (%)	(11.4)	2.1	10.4	20.4
P/E (x)	15.2	17.6	18.8	15.6
EV/EBITDA (x)	7.9	10.9	10.5	9.0
ROE (%)	9.4	9.0	9.2	10.2
P/B (x)	1.4	1.5	1.7	1.5

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. 동원 F&B 4Q18P 실적 요약

(십억원)	4Q18F	4Q18P	차이	4Q17	증가율	3Q18	증가율
	(당사추정)	(회사잠정)	(%)	(실제치)	(yoy %)	(실제치)	(qoq %)
매출액	661.5	674.8	2.0	598.8	12.7	789.4	-14.5
영업이익	9.1	12.9	41.8	3.7	248.6	38.3	-66.3
영업이익률(%)	1.4	1.9	0.5%p	0.6	1.3%p	4.9	-2.9%p
당기순이익	4.1	8.2	100.0	4.6	78.3	26.5	-69.1
당기순이익률(%)	0.6	1.2	0.6%p	0.8	0.4%p	3.4	-2.1%p

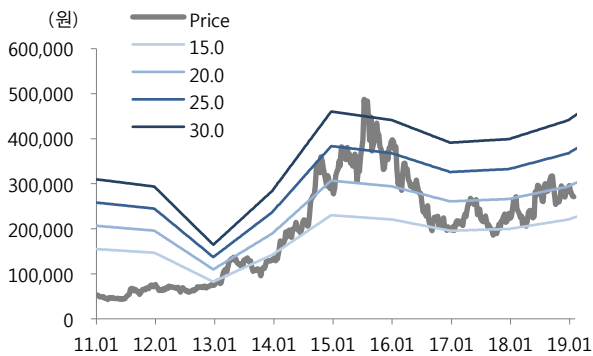
Source: 동원 F&B, Baro Research Center

Exhibit 2. 동원 F&B 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	3,047.6	3,375.5	3,020.4	3,337.7	0.9	1.1
영업이익	104.1	119.4	97.1	113.9	7.2	4.9
당기순이익	68.3	79.5	63.1	75.3	8.3	5.6
EPS(지배주주)	17,695.6	20,596.2	16,340.9	19,507.5	8.3	5.6
영업이익률 (%)	3.4	3.5	3.2	3.4	0.2%p	0.1%p
당기순이익률 (%)	2.2	2.4	2.1	2.3	0.2%p	0.1%p

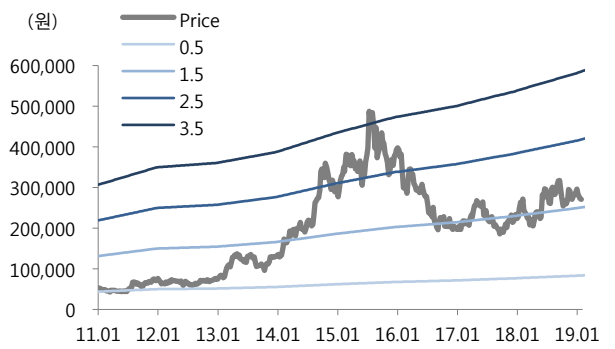
Source: Baro Research Center

Exhibit 3. 동원 F&B Trailing PER Band Chart



Source: 동원 F&B, Baro Research Center

Exhibit 4. 동원 F&B Trailing PBR Band Chart



Source: 동원 F&B, Baro Research Center

Exhibit 5. 동원 F&B 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
매출액(억원)	<b>TOTAL</b>	<b>6,918</b>	<b>6,466</b>	<b>7,894</b>	<b>6,748</b>	<b>7,589</b>	<b>6,938</b>	<b>8,428</b>	<b>7,520</b>	<b>25,526</b>	<b>28,025</b>	<b>30,476</b>
	일반식품	4,547	3,654	4,924	3,836	4,888	3,921	5,226	4,027	16,055	16,960	18,062
	조미유통	2,515	2,704	2,943	2,933	2,773	3,014	3,287	3,524	9,815	11,095	12,597
	사료	467	474	506	491	505	521	542	530	1,532	1,938	2,098
	기타 및 연결조정	(480)	(480)	(496)	(480)	(512)	(576)	(518)	(626)	(561)	(1,876)	(1,968)
yoy %	<b>TOTAL</b>	9.4	9.8	7.8	12.7	9.7	7.3	6.8	11.4	13.9	9.8	8.7
	일반식품	5.6	2.8	4.9	9.6	7.5	7.3	6.1	5.0	6.7	5.6	6.5
	조미유통	11.6	14.2	10.2	16.4	10.3	11.5	11.7	20.1	18.1	13.0	13.5
	사료	102.2	12.2	13.9	13.0	8.0	10.0	7.0	8.0	76.6	26.5	8.2
	기타 및 연결조정	3.4	3.4	8.6	(1.6)	9.7	19.8	4.4	30.6	9.6	3.8	4.9
Sales portion %	<b>일반식품</b>	65.7	56.5	62.4	56.8	64.4	56.5	62.0	53.6	62.9	60.5	59.3
	조미유통	36.4	41.8	37.3	43.5	36.5	43.4	39.0	46.9	38.4	39.6	41.3
	사료	6.8	7.3	6.4	7.3	6.7	7.5	6.4	7.1	6.0	6.9	6.9
	기타 및 연결조정	(6.8)	(6.9)	(7.7)	(6.1)	(7.6)	(7.6)	(7.5)	(7.4)	(7.5)	(7.3)	(7.0)
	<b>TOTAL</b>	<b>229</b>	<b>132</b>	<b>383</b>	<b>129</b>	<b>302</b>	<b>157</b>	<b>422</b>	<b>159</b>	<b>724</b>	<b>872</b>	<b>1,041</b>
영업이익 (억원)	일반식품	178	66	329	53	241	78	344	64	449	626	727
	조미유통	49	62	57	67	57	72	72	85	267	235	285
	사료	(5)	(1)	(6)	5	2	5	4	8	12	(7)	18
	기타 및 연결조정	6	6	5	4	3	3	2	3	3	(5)	18
	yoy %	<b>TOTAL</b>	(23.9)	51.2	28.4	244.4	32.1	19.7	10.2	23.7	(1.3)	20.5
일반식품	(25.7)	99.8	62.8	흑전	34.9	19.2	4.6	20.1	(1.8)	39.5	16.1	
조미유통	(10.4)	(10.4)	(32.2)	13.5	15.9	16.3	26.2	25.4	(4.5)	(11.9)	21.2	
사료	적지	적지	적전	(30.3)	흑전	흑전	흑전	62.0	14.7	적전	흑전	
기타 및 연결조정	(19.9)	(19.9)	흑전	(4.0)	흑전	(59.4)	(44.5)	(29.7)	(8.8)	적지	흑전	
OP portion %	<b>일반식품</b>	78.0	49.9	85.9	41.4	79.7	49.7	81.5	40.2	62.1	71.8	69.8
	조미유통	21.5	47.1	14.8	52.4	18.8	45.8	16.9	53.1	36.9	27.0	27.4
	사료	(2.3)	(0.5)	(1.7)	3.8	0.6	2.9	0.9	5.0	1.6	(0.8)	1.8
	기타 및 연결조정	2.8	2.8	3.4	1.0	2.2	0.9	1.6	0.6	1.7	(0.6)	2.0
	<b>OPM (%)</b>	<b>3.3</b>	<b>2.0</b>	<b>4.9</b>	<b>1.9</b>	<b>4.0</b>	<b>2.3</b>	<b>5.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.8</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>
yoy %p	일반식품	3.9	1.8	6.7	1.4	4.9	2.0	6.6	1.6	2.8	3.7	4.0
	조미유통	2.0	2.3	1.9	2.3	2.1	2.4	2.2	2.4	2.7	2.1	2.3
	사료	(1.1)	(0.1)	(1.3)	1.0	0.4	0.9	0.7	1.5	0.8	(0.4)	0.9
	기타 및 연결조정	(1.3)	(1.3)	(0.9)	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	0.2	(0.9)
	<b>TOTAL</b>	(1.4)	0.6	0.8	1.3	0.7	0.2	0.2	0.2	(0.4)	0.3	0.3
일반식품	(1.7)	0.9	2.4	2.1	1.0	0.2	(0.1)	0.2	(0.2)	0.9	0.3	
조미유통	(0.5)	(0.6)	(1.2)	(0.1)	0.1	0.1	0.3	0.1	(0.6)	(0.6)	0.1	
사료	(0.2)	0.3	(3.2)	(0.6)	1.5	1.0	2.0	0.5	(0.4)	(1.2)	1.3	
기타 및 연결조정	0.4	0.4	(3.8)	0.0	(1.3)	0.9	0.4	0.4	0.1	(0.6)	(1.1)	

Source: 동원 F&B, Baro Research Center

동원 F&B(049770) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산	568.7	629.1	727.5	766.7	810.6
현금성자산	71.5	67.1	142.1	115.8	95.9
매출채권	204.8	244.3	273.5	304.8	335.2
재고자산	280.0	303.9	291.9	325.3	357.8
비유동자산	516.7	740.1	777.2	829.4	887.5
투자자산	53.5	181.2	164.1	170.8	177.7
유형자산	388.0	484.2	530.8	569.2	613.3
무형자산	75.2	74.7	82.2	89.4	96.5
<b>자산총계</b>	<b>1,085.4</b>	<b>1,369.1</b>	<b>1,504.6</b>	<b>1,596.1</b>	<b>1,698.1</b>
유동부채	453.5	403.4	445.8	478.4	510.3
매입채무	267.9	269.8	263.0	293.1	322.4
유동성이자부채	145.4	89.3	120.8	120.8	120.8
비유동부채	80.0	372.5	418.8	420.9	423.1
비유동이자부채	49.6	333.3	367.0	367.0	367.0
<b>부채총계</b>	<b>533.5</b>	<b>775.9</b>	<b>864.6</b>	<b>899.3</b>	<b>933.4</b>
자본금	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
자본잉여금	110.2	110.1	110.0	110.0	110.0
이익잉여금	437.2	479.0	526.0	582.8	650.7
자본조정	(15.1)	(15.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>551.9</b>	<b>593.2</b>	<b>640.1</b>	<b>696.8</b>	<b>764.7</b>
투하자본	660.9	934.5	974.5	1,057.1	1,144.4
순차입금	123.6	355.5	345.7	372.0	391.9
ROA	4.9	4.2	3.9	4.4	4.8
ROE	9.4	9.0	9.2	10.2	10.9
ROIC	8.7	6.9	7.3	7.8	8.2

현금흐름표

결산기(십억원)	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>영업현금</b>	<b>104.6</b>	<b>49.7</b>	<b>125.3</b>	<b>93.1</b>	<b>109.6</b>
당기순이익	50.4	51.4	56.7	68.3	79.5
자산상각비	38.7	42.9	47.2	55.6	59.8
운전자본증감	6.9	(65.7)	(1.4)	(32.9)	(31.9)
매출채권감소(증가)	(40.7)	(4.7)	(30.5)	(31.3)	(30.5)
재고자산감소(증가)	(29.0)	(14.5)	12.1	(33.4)	(32.5)
매입채무증가(감소)	85.4	(32.0)	(30.7)	30.1	29.3
<b>투자현금</b>	<b>(54.4)</b>	<b>(232.9)</b>	<b>(91.0)</b>	<b>(107.9)</b>	<b>(118.0)</b>
단기투자자산감소	(1.5)	(0.4)	(2.3)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.7	1.5	(0.1)	(0.5)	(0.5)
설비투자	(39.4)	(90.3)	(79.3)	(91.4)	(101.3)
유무형자산감소	2.1	1.0	(6.3)	(9.7)	(9.7)
<b>재무현금</b>	<b>(17.4)</b>	<b>180.1</b>	<b>40.7</b>	<b>(11.6)</b>	<b>(11.6)</b>
차입금증가	(1.6)	198.7	60.2	0.0	0.0
자본증가	(9.6)	(9.6)	(9.6)	(11.6)	(11.6)
배당금지급	9.6	9.6	9.6	11.6	11.6
현금 증감	33.0	(3.4)	75.0	(26.4)	(20.0)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>119.8</b>	<b>130.3</b>	<b>140.5</b>	<b>126.0</b>	<b>141.5</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(18.5)	58.8	12.5	32.9	31.9
(-) 설비투자	39.4	90.3	79.3	91.4	101.3
(+) 자산매각	2.1	1.0	(6.3)	(9.7)	(9.7)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>101.0</b>	<b>(17.8)</b>	<b>42.5</b>	<b>(8.1)</b>	<b>(1.4)</b>
(-) 기타투자	(0.7)	(1.5)	0.1	0.5	0.5
잉여현금	101.7	(16.3)	42.3	(8.5)	(1.9)

Source: Company Data, Baro Research Center

손익계산서

결산기(십억원)	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>2,241.3</b>	<b>2,552.6</b>	<b>2,815.6</b>	<b>3,047.6</b>	<b>3,375.5</b>
증가율 (Y-Y,%)	16.1	13.9	10.3	8.2	10.8
<b>영업이익</b>	<b>73.3</b>	<b>72.4</b>	<b>87.2</b>	<b>104.1</b>	<b>119.4</b>
증가율 (Y-Y,%)	(4.9)	(1.3)	20.5	19.4	14.7
EBITDA	112.0	115.3	134.4	159.7	179.2
<b>영업외손익</b>	<b>(8.5)</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(15.8)</b>	<b>(14.0)</b>	<b>(14.5)</b>
순이자수익	(4.9)	(6.0)	(11.6)	(11.2)	(12.0)
외화관련손익	(0.9)	1.7	(1.8)	(1.1)	(0.7)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>64.8</b>	<b>67.3</b>	<b>71.4</b>	<b>90.1</b>	<b>104.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>50.4</b>	<b>51.4</b>	<b>56.7</b>	<b>68.3</b>	<b>79.5</b>
지배기업당기순이익	50.3	51.4	56.7	68.3	79.5
증가율 (Y-Y,%)	(11.3)	1.9	10.5	20.4	16.4
<b>NOPLAT</b>	<b>57.0</b>	<b>55.2</b>	<b>69.3</b>	<b>78.9</b>	<b>90.5</b>
(+) Dep	38.7	42.9	47.2	55.6	59.8
(-) 운전자본투자	(18.5)	58.8	12.5	32.9	31.9
(-) Capex	39.4	90.3	79.3	91.4	101.3
OpFCF	74.8	(51.0)	24.8	10.2	17.2
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	9.9	12.5	13.4	10.8	9.8
영업이익증가율(3Yr)	7.8	(4.2)	4.2	12.4	18.2
EBITDA증가율(3Yr)	7.0	(0.6)	5.6	12.5	15.9
순이익증가율(3Yr)	11.3	(4.6)	(0.1)	10.6	15.7
영업이익률(%)	3.3	2.8	3.1	3.4	3.5
EBITDA마진(%)	5.0	4.5	4.8	5.2	5.3
순이익률(%)	2.2	2.0	2.0	2.2	2.4

주요투자지표

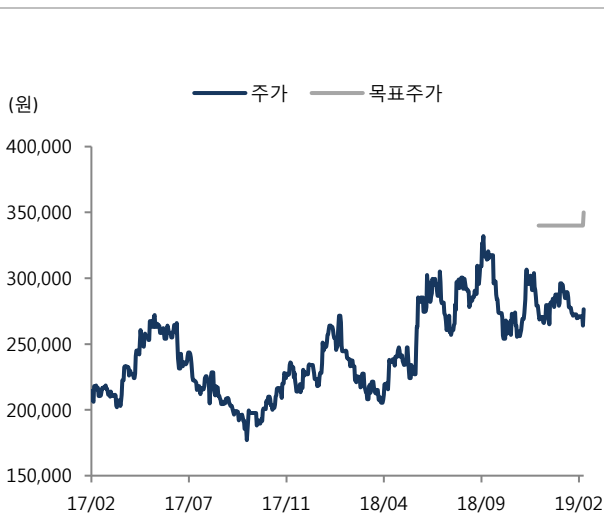
결산기	2016	2017	2018P	2019F	2020F
<b>Per share Data</b>					
EPS	13,044	13,313	14,700	17,696	20,596
BPS	142,964	153,682	165,860	180,556	198,152
DPS	2,500	2,500	3,000	3,000	3,000
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	15.2	17.6	18.8	15.6	13.4
PBR	1.4	1.5	1.7	1.5	1.4
EV/ EBITDA	7.9	10.9	10.5	9.0	8.1
배당수익률	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
PCR	6.4	6.9	7.6	8.5	7.5
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	96.7	130.8	135.1	129.1	122.1
Net debt/Equity	22.4	59.9	54.0	53.4	51.3
Net debt/EBITDA	110.3	308.4	257.2	233.0	218.7
유동비율	125.4	155.9	163.2	160.3	158.8
이자보상배율	14.9	12.0	7.5	9.3	10.0
이자비용/매출액	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	84.1	79.0	76.1	78.7	80.7
현금+투자자산(%)	15.9	21.0	23.9	21.3	19.3
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	26.1	41.6	43.3	41.2	38.9
자기자본(%)	73.9	58.4	56.7	58.8	61.1

Note: EPS 는 완전회석 EPS

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.  
 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.  
 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.  
 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.  
 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.  
 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 동원 F&B 최근 2 년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2018-12-03	BUY	340,000	1년	-18.5	-12.9
2019-02-11	BUY	350,000	1년		

■ 투자의견 분류 및 적용기준

- 기업 (향후 12 개월 기준)
  - 매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상
  - 중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외
  - 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
- 산업 (향후 12 개월 기준)
  - 비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
  - 중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준
  - 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

■ 투자등급 비율 (기준일: 2018.12.31)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
91.3%	8.7%	0.0%