



동원F&B (049770)

밸류체인 전반에 대한 재평가 구간

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

Not Rated

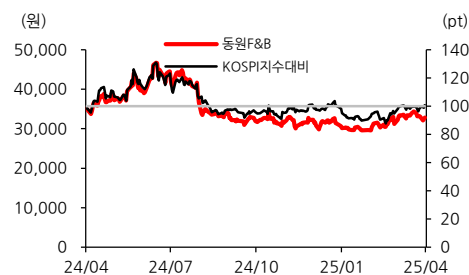
현재 주가(4/3)	32,050원
상승여력	-
시가총액	6,184억원
발행주식수	19,296천주
52 주 최고가 / 최저가	46,700 / 29,600원
90 일 일평균 거래대금	11.39억원
외국인 지분율	9.3%
주주 구성	
동원산업 (외 4인)	74.4%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%
김재욱 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.7	6.3	0.5	-8.9
상대수익률(KOSPI)	4.5	4.5	3.4	-0.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,361	4,484	4,649	4,828
영업이익	167	183	200	217
EBITDA	254	275	299	318
지배주주순이익	109	128	137	150
EPS	5,641	6,625	7,112	7,762
순차입금	444	491	401	293
PER	5.8	4.7	4.5	4.1
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.2	4.0	3.4	2.9
배당수익률	2.4	2.6	2.5	2.5
ROE	11.7	12.4	12.0	11.8

주가 추이



보수적인 포트폴리오 내에서도 가격 인상, 조미소스 사업의 구조적 성장, 유가공 업계 정상화라는 3 대 축이 동시에 작동하는 시점을 맞이하고 있습니다. 2025 년은 저평가된 밸류체인 전반에 대한 재평가가 이뤄질 것으로 기대합니다.

매크로 환경은 비우호적이나

투입여가가 하락했던 2024년과 달리 2025년은 참치여가 및 환율 상승 영향으로 2분기부터 투입여가가 전년 동기 대비 20% 이상 상승할 것으로 추정된다. 이에 연내 관련 제품 가격 인상이 불가피할 전망이다.

조미소스 부문의 구조적 성장

2024년 동원F&B의 조미소스 매출액은 2,750억원으로 꾸준한 성장세 ('20~'24 CAGR +12.3%)를 이어왔다. 코스닥 동종 업체 대비 매출은 2.4배 크지만 사업 구조 차이에 따른 마진 차이로 이익 규모는 유사하다. 하지만 동원F&B의 조미소스 사업의 경우 그간 B2B 중심의 비즈니스에서 2020년 B2C 브랜드 런칭을 통해 신규 매출처가 확대되고 있으며, 수출 성과도 보이기 시작했다. 조미소스 사업은 높은 마진율과 낮은 변동성이 특징인 구조였으나 향후에는 성장성과 수익성을 동시에 갖춘 사업 포트폴리오로 재평가 가능성이 높다.

유가공 정상화 기대

2024년 동원F&B의 유가공 매출액은 5,900억원으로 2020년 이후 연평균 7.3% 성장률을 기록 중이다. 유가공은 일반식품(별도) 사업부 내에서 단일 카테고리 기준 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 하지만 저출산, 고령화 영향으로 오랜 기간 유가공 업계 부진이 이어졌다. 현재는 업계 전반의 시유-발효유 판가 정상화 움직임과 더불어 과도한 판촉 활동을 축소하는 분위기다. 가격 회복과 판촉 축소는 수익성 개선의 전조로 해석된다. 그간 동원F&B의 유가공 사업부는 낮은 수익성으로 이익 기여가 제한적이었지만, 매출 규모가 큰 만큼 수익성만 개선된다면 이익 증가 속도도 빠르게 나타날 수 있다. 구조적으로는 성장이 정체된 산업이지만 가격 정상화에 따른 마진 회복과 리스크 해소가 점진적으로 가능할 전망이다.

[표1] 동원 F&B 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,119	1,062	1,220	1,083	1,157	1,102	1,266	1,123	4,361	4,484	4,649	4,828
일반식품	549	472	603	466	562	486	621	480	2,069	2,090	2,149	2,213
조미유통	516	532	559	560	542	559	587	588	2,037	2,168	2,276	2,390
사료	53	57	58	57	53	57	58	55	256	225	223	225
YoY (%)	3.5	0.9	1.1	6.1	3.4	3.8	3.8	3.7	8.4	2.8	3.7	3.9
일반식품	18.6	11.4	-0.2	3.5	2.3	2.9	3.0	3.0	6.5	1.0	2.8	3.0
조미유통	5.0	8.1	3.1	9.9	5.0	5.0	5.0	5.0	9.6	6.5	5.0	5.0
사료	-17.4	-17.7	-4.6	-6.6	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	14.9	-11.9	-0.8	0.5
영업이익	50	29	67	38	54	32	73	41	167	183	200	217
일반식품	33	15	49	18	35	16	53	20	97	114	124	134
조미유통	14	11	15	15	15	12	17	17	54	55	61	67
사료	4	3	4	4	4	4	4	5	14	16	16	17
YoY (%)	14.8	5.4	6.1	15.0	9.0	9.6	8.4	8.7	29.5	10.0	8.8	8.6
일반식품	13.6	28.1	18.1	21.0	7.4	8.0	8.1	8.1	17.1	16.7	8.8	8.2
조미유통	19.8	-8.4	-13.3	13.7	10.3	10.3	10.3	10.3	35.9	1.4	10.3	10.3
사료	84.9	4.2	17.2	-15.0	5.0	5.0	5.0	1.9	98.3	12.2	4.1	5.6
영업이익률 (%)	4.5	2.7	5.5	3.5	4.7	2.9	5.7	3.7	3.8	4.1	4.3	4.5
일반식품	5.9	3.1	8.1	3.9	6.2	3.3	8.5	4.1	4.7	5.4	5.8	6.0
조미유통	2.6	2.1	2.7	2.7	2.8	2.2	2.8	2.8	2.7	2.5	2.7	2.8
사료	7.4	6.1	6.4	7.9	7.8	6.5	6.7	8.3	5.5	6.9	7.3	7.7

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,024	4,361	4,484	4,649	4,828
매출총이익	865	943	970	1,018	1,067
영업이익	129	167	183	200	217
EBITDA	210	254	275	299	318
순이자손익	-16	-22	-21	-18	-16
외화관련손익	-3	-1	-5	-3	-4
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	119	147	168	182	197
당기순이익	91	109	128	137	150
지배주주순이익	91	109	128	137	150
증가율(%)					
매출액	124.2	8.4	2.8	3.7	3.9
영업이익	56.4	29.5	10.0	8.8	8.6
EBITDA	79.1	20.9	8.3	8.7	6.5
순이익	53.5	19.8	17.5	7.4	9.1
이익률(%)					
매출총이익률	21.5	21.6	21.6	21.9	22.1
영업이익률	3.2	3.8	4.1	4.3	4.5
EBITDA 이익률	5.2	5.8	6.1	6.4	6.6
세전이익률	2.9	3.4	3.7	3.9	4.1
순이익률	2.3	2.5	2.9	3.0	3.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	127	264	72	238	242
당기순이익	91	109	128	137	150
자산상각비	81	87	91	99	101
운전자본증감	-70	23	-184	4	-7
매출채권 감소(증가)	-61	-29	-3	-2	-15
재고자산 감소(증가)	-147	61	-58	-4	-9
매입채무 증가(감소)	144	-18	-67	9	17
투자현금흐름	65	-214	13	-134	-120
유형자산처분(취득)	-56	-155	-103	-117	-111
무형자산 감소(증가)	-6	-1	-16	-1	-1
투자자산 감소(증가)	129	-55	90	0	-1
재무현금흐름	-168	-12	-172	-40	-24
차입금의 증가(감소)	-277	27	-128	-25	-9
자본의 증가(감소)	-14	-14	-15	-15	-15
배당금의 지급	-14	-14	-15	-15	-15
총현금흐름	224	270	289	234	248
(-)운전자본증감(감소)	-99	5	100	-4	7
(-)설비투자	58	157	106	120	114
(+)자산매각	-3	1	-13	2	2
Free Cash Flow	261	109	70	120	130
(-)기타투자	171	-25	42	16	7
잉여현금	90	134	29	105	123
NOPLAT	99	124	140	151	165
(+) Dep	81	87	91	99	101
(-)운전자본투자	-99	5	100	-4	7
(-)Capex	58	157	106	120	114
OpFCF	220	49	25	134	146

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,038	1,148	1,030	1,103	1,227
현금성자산	126	231	85	151	250
매출채권	342	373	379	382	397
재고자산	546	486	550	554	563
비유동자산	1,034	1,058	1,116	1,155	1,176
투자자산	256	252	259	274	282
유형자산	695	728	767	796	815
무형자산	82	78	90	85	80
자산총계	2,072	2,206	2,146	2,258	2,403
유동부채	841	960	881	879	889
매입채무	486	485	408	417	434
유동성이자부채	316	436	429	415	407
비유동부채	347	273	181	172	172
비유동이자부채	323	240	148	137	136
부채총계	1,188	1,233	1,063	1,050	1,061
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	111	110	101	101	101
이익잉여금	780	877	998	1,119	1,254
자본조정	-26	-32	-35	-32	-32
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	884	973	1,083	1,207	1,342

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,707	5,641	6,625	7,112	7,762
BPS	229,017	50,436	56,123	62,574	69,536
DPS	700	800	800	800	800
CFPS	11,601	14,008	14,965	12,149	12,866
ROA(%)	4.5	5.1	5.9	6.2	6.4
ROE(%)	10.8	11.7	12.4	12.0	11.8
ROIC(%)	7.0	8.9	9.5	9.6	10.3
Multiples(x, %)					
PER	6.7	5.8	4.7	4.5	4.1
PBR	0.1	0.6	0.6	0.5	0.5
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	2.7	2.3	2.1	2.6	2.5
EV/EBITDA	5.3	4.2	4.0	3.4	2.9
배당수익률	2.2	2.4	2.6	2.5	2.5
안정성(%)					
부채비율	134.4	126.7	98.1	87.0	79.1
Net debt/Equity	58.1	45.7	45.4	33.2	21.8
Net debt/EBITDA	244.4	175.1	178.7	134.2	92.1
유동비율	123.4	119.6	116.8	125.5	138.0
이자보상배율(배)	7.3	6.2	7.4	8.7	10.5
자산구조(%)					
투하자본	78.3	74.2	81.9	78.9	75.2
현금+투자자산	21.7	25.8	18.1	21.1	24.8
자본구조(%)					
차입금	42.0	41.0	34.7	31.4	28.8
자기자본	58.0	59.0	65.3	68.6	71.2

[Compliance Notice]

(공표일: 2025 년 04 월 04 일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2025 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%