

# [Team 으익] Regular Session Presentation

Dongwon F&B Sales Projection and DCF Valuation  
2013. 11. 21 Thu

**2013 Fall Semester**

13<sup>th</sup> Seungje Hank Woo

15<sup>th</sup> Minkyung Hong

16<sup>th</sup> Seho Kim

16<sup>th</sup> Yewon Lee

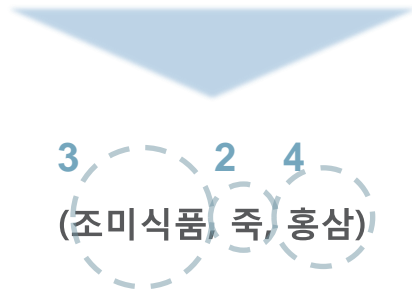
1. Introduction	2
2. Tuna, Rice Porridge Sales Projection Methodology	3
3. Food Seasonings Sales Projection Methodology	5
4. Red Ginseng Sales Projection Methodology	9
5. DCF Valuation	12
6. Conclusion	18

## I. 집중 사업 분야 선정

- **Growth Stage Key Success Factors**

: 증가하는 수요 흡수 및 제품다각화 역량 중시

- 1) Mass Production이 가능한 **생산 시스템**
- 2) 제품 **Diversification** 역량



- **Mature Stage Key Success Factors**

: 시장 성장률이 낮으므로, 기존 고객의 Lock-in이 관건

- 1) Brand Equity 확보
- 2) Price-War에 대비한 **Cost-efficiency** 역량



## I. Sales Projection Result

Item	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>Revenue</b>	<b>422,359</b>	<b>435,522</b>	<b>450,607</b>	<b>467,647</b>	<b>486,810</b>	<b>508,156</b>
내수	393,386	405,476	419,359	435,149	452,980	473,007
	93.1%	93.1%	93.1%	93.1%	93.1%	93.1%
수출	28,974	30,046	31,248	32,498	33,830	35,149
	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
가구수 증가율	1.68%	2.04%	2.39%	2.74%	3.07%	3.39%
소비자물가상승률	1.03%					
China Inflation Rate Forecast	3.3%	3.7%	4.0%	4.0%	4.1%	3.9%

- 내수 = 전년도 매출  $\times$  (1 + 가구수 증가율 + 소비자 물가 상승률)
- 수출 = 전년도 매출  $\times$  (1 + 예상 물가 상승률)

## I. Sales Projection Result

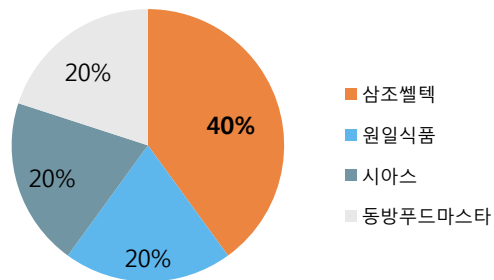
\* Unit : KRW Mn

Item	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Revenue	32,500	32,674	32,849	33,024	33,201	33,379

- 매출 = 전년도 매출  $\times$  (1 + 인구 증가율)

## I. Sales Projection Methodology; 삼조셀텍 내수

### • Order-Based B2B 조미식품 시장 현황



주문형 B2B 조미식품 시장의 Mkt. leader

### • 삼조셀텍 보유 프랜차이즈 고객 현황



주문형 B2B 조미식품이 주 사업 영역이므로  
프랜차이즈 고객 확장 및 관계 유지가 중요요소

## I. Sales Projection Methodology; 삼조셀텍 내수

- 2012년 기준 삼조셀텍 내수 비중: **97%**, 수출 비중: **3%**
  - 내수 비중 중 B2B 비중: 90+%
- 내수 매출이 계약 프랜차이즈 업체의 점포 수 증가와 밀접한 연관이 있다고 판단하여 매출 추산
  - 상권과 주거 지역이 적절히 혼재되어있는 **대전 지역을 Upper Bound**로 설정

지역	피자	치킨	베이커리	합계	인구 수	점포 수/ 인구 수 * 10,000	
전국	1,159	4,994	5,523	11,676	50,000,000	2.34	← A
대전	41	145	188	374	1,524,583	2.45	← B

- $\frac{B}{A} - 1 = 5.05\%$ 
  - 5%를 5년 성장률로 가정하여 연간 1.26% 성장률 적용

\* Source : Mr. Pizza, Pizza Hut, Papa Johns, Paris Baguette, Tous Les Jours, etc.

## II. Sales Projection Methodology; 삼조셀텍 수출

- 2013년 기준 주요 중국 진출 프랜차이즈 업체 점포 확장 계획
  - CAGR: 93.1%

Franchise	2013E	2015F	2017F	CAGR
Mr.Pizza	22		400	93.1%
Paris Baguette	113	200	350	
Tous Les Jours	34		1,600	
<b>Total</b>	<b>169</b>		<b>2,350</b>	

- 국내 과거 프랜차이즈 점포 확장 추이
  - '00 - '05 CAGR: 27%

1990	2000	2005	2013	'00 - '05 CAGR
1	100	260	430	27%

- 프리미엄 가산: 5% (한국제품 선호 & 절대 시장 크기)

CAGR: 32%

\* Source : Mr. Pizza, Pizza Hut, Papa Johns, Paris Baguette, Tous Les Jours, etc.



## III. Sales Projection Result

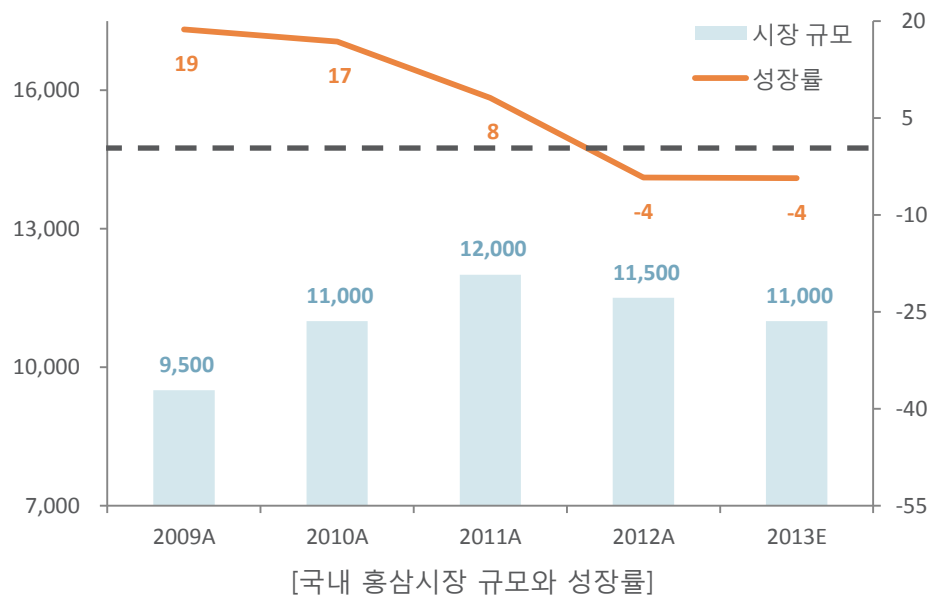
\* Unit : KRW Mn

Item	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>Revenue</b>	<b>111,209</b>	<b>113,627</b>	<b>116,401</b>	<b>119,636</b>	<b>123,478</b>	<b>128,113</b>
내수	107,910	109,273	110,654	112,052	113,468	114,901
전국 총 점포 수 (A)	11,676					
전국 인구 수 (B)	50,000,000					
A/B	2.33					
대전 총 점포 수 (C)	374					
대전 인구 수 (D)	1,524,583					
C/D	2.45					
(C/D)/(A/B) = (E)	105.2%					
<b>CAGR of E</b>	<b>1.26%</b>					
수출	3,299	4,354	5,747	7,585	10,010	13,212
	<b>1990</b>	<b>2000</b>	<b>2005</b>	<b>2013</b>	<b>00-'05 CAGR</b>	
국내 점포 수 증가추이	1	100	260	430	27%	
Premium	5%					
i) 한국제 품에 대한 선호도						
ii) 절대적 시장 크기						

- 내수 = 전년도 매출 × 1.0126
- 수출 = 전년도 매출 × 1.32

## I. Sales Projection Methodology

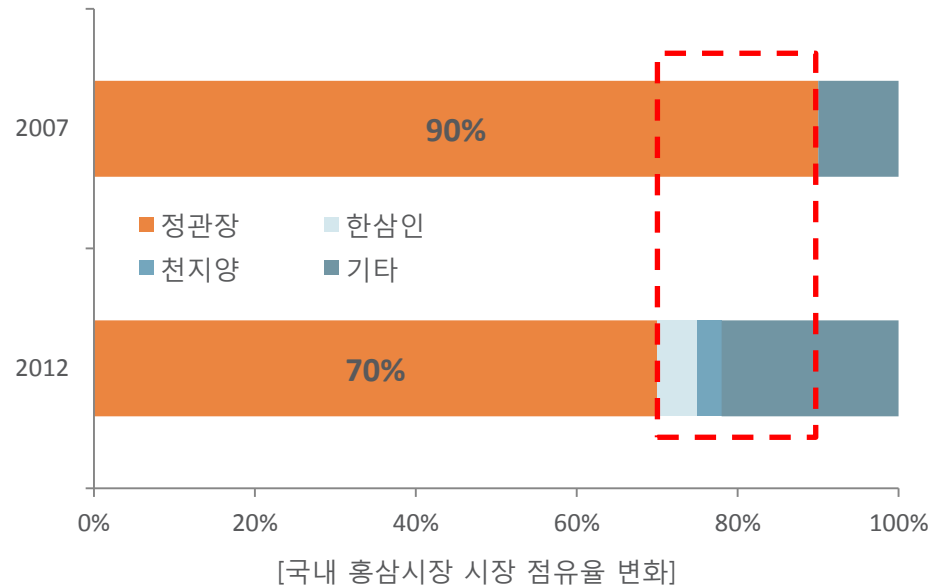
- 홍삼 시장의 성장 둔화
  - 2012년 성장률 - 4.2%



\* Source : 업계 추정

## I. Sales Projection Methodology

- 마케팅을 통한 후발 주자의 약진 및 PB의 적극적 시장 공략
  - 정관장 시장 점유율 90% → 70%



\* Source : 각 사 10-K 및 기사 종합

## II. Sales Projection Methodology & Result

- 동원 F&B의 천지인은 브랜드 인지도 측면에서 약세
- 향후 PB의 시장 공략에 대한 뚜렷한 대책 부재
- 향후 천지인의 **시장 점유율이 감소한다고 판단하여 매출액을 현상태로 유지**

\* Unit : KRW Mn

Item	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Revenue	71,502	71,502	71,502	71,502	71,502	71,502

- 매출 = 전년도 매출 × 1

## I. Pro Forma I/S; Revenue Projection (CAGR: 4.9%)

### Pro Forma Income Statement

\* Unit : KRW Mn

Item	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	CAGR
<b>Income Statement</b>							
<b>Revenue</b>	<b>1,662,832</b>	<b>1,737,669</b>	<b>1,817,196</b>	<b>1,905,530</b>	<b>2,003,849</b>	<b>2,113,401</b>	<b>4.9%</b>
<b>일반 식품</b>	<b>966,608</b>	<b>1,004,900</b>	<b>1,045,251</b>	<b>1,091,441</b>	<b>1,144,314</b>	<b>1,204,723</b>	
	58.1%	57.8%	57.5%	57.3%	57.1%	57.0%	
<b>참치</b>	<b>422,359</b>	<b>435,522</b>	<b>450,607</b>	<b>467,647</b>	<b>486,810</b>	<b>508,156</b>	
	25.4%	25.1%	24.8%	24.5%	24.3%	24.0%	
<b>캔햄</b>	<b>127,182</b>	<b>150,513</b>	<b>173,921</b>	<b>201,203</b>	<b>233,034</b>	<b>270,209</b>	
연지와 재희들 조 Data 사용	7.6%	8.7%	9.6%	10.6%	11.6%	12.8%	
<b>즉석죽</b>	<b>32,500</b>	<b>32,674</b>	<b>32,849</b>	<b>33,024</b>	<b>33,201</b>	<b>33,379</b>	
	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	
<b>홍삼</b>	<b>71,502</b>	<b>71,502</b>	<b>71,502</b>	<b>71,502</b>	<b>71,502</b>	<b>71,502</b>	
	4.3%	4.1%	3.9%	3.8%	3.6%	3.4%	
<b>기타</b>	<b>313,014</b>	<b>314,689</b>	<b>316,372</b>	<b>318,065</b>	<b>319,767</b>	<b>321,477</b>	
인구증가율(0.535%) 적용	18.8%	18.1%	17.4%	16.7%	16.0%	15.2%	
<b>유통</b>	<b>233,167</b>	<b>253,461</b>	<b>275,522</b>	<b>299,503</b>	<b>325,571</b>	<b>353,907</b>	
2010-2012 CAGR(8.7%) 적용	14.0%	14.6%	15.2%	15.7%	16.2%	16.7%	
<b>조미식품</b>	<b>111,209</b>	<b>113,627</b>	<b>116,401</b>	<b>119,636</b>	<b>123,478</b>	<b>128,113</b>	
	6.7%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%	
<b>유제품</b>	<b>233,393</b>	<b>241,250</b>	<b>249,371</b>	<b>257,765</b>	<b>266,442</b>	<b>275,411</b>	
2008-2012 CAGR(3.4%) 적용	14.0%	13.9%	13.7%	13.5%	13.3%	13.0%	
<b>사료</b>	<b>118,506</b>	<b>124,431</b>	<b>130,653</b>	<b>137,186</b>	<b>144,045</b>	<b>151,247</b>	
5% 적용	7.1%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	

## II. Pro Forma I/S; ~ Net Income

\* Unit : KRW Mn

Item	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>Income Statement</b>						
<b>COGS</b>	1,275,007	1,295,541	1,354,834	1,420,692	1,493,995	1,575,673
<b>Gross Profit</b>	387,825	442,128	462,363	484,838	509,854	537,728
<b>SG&amp;A</b>	353,449	386,481	404,169	423,815	445,683	470,049
<b>EBITDA</b>	66,037	96,370	100,780	105,679	111,132	117,207
Dep. & Amo.	31,661	40,722	42,586	44,656	46,960	49,528
<b>EBIT</b>	34,376	55,647	58,194	61,023	64,171	67,680
Interest Income	2,461	2,463	2,463	2,463	2,463	2,463
Interest Expense	12,401	11,038	11,038	11,038	11,038	11,038
Other Income	8,530	12,425	12,425	12,425	12,425	12,425
Other Expenses	6,581	11,532	11,532	11,532	11,532	11,532
<b>EBT</b>	26,386	47,965	50,512	53,341	56,489	59,998
Tax	5,217	11,956	12,591	13,296	14,081	14,955
Tax rate	19.8%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
<b>Net Income</b>	21,165	36,009	37,921	40,045	42,409	45,042

- COGS: 매출액 대비 비중의 5년치 평균% 적용
- SG&A: 매출총이익 대비 비중의 5년치 평균% 적용
- 감가상각비: 유형자산의 평균 상각년수로 역산
- 영업외 수익&비용, 세율: 5년치 평균값 적용

## III. Free Cash Flow

### Cash Flow

\*Unit : KRW Mn

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	55,647	58,194	61,023	64,171	67,680
Taxes	11,956	12,591	13,296	14,081	14,955
<b>Unlevered Net Income</b>	43,691	45,603	47,727	50,090	52,724
D&A	40,722	42,586	44,656	46,960	49,528
CAPEX	45,984	45,984	45,984	45,984	45,984
Change in Working Capital		18,595	18,595	18,595	18,595
<b>FCF</b>	38,429	23,610	27,804	32,471	37,673

- CAPEX: 지분법 취득이 없기 때문에 밑의 계정 2개의 5년 치 평균을 더하여 적용

Account	2008	2009	2010	2011	2012	Average
보증금의증가	6,460	490	7,616	3,573	3,311	4,290
유·무형,리스자산의증가	27,813	50,461	37,557	38,936	53,704	41,694

- Change in Working Capital: '08 - '12의 4개년 평균치를 적용

Account	2008	2009	2010	2011	2012	Average
유동자산(계)	303,548	293,694	409,991	505,709	547,134	
유동부채(계)	217,108	231,576	363,222	382,350	369,252	
현금및현금등가물	8,949	38,890	15,189	19,792	26,434	
단기투자증권	423	706				
Working Capital	77,068	22,523	31,580	103,567	151,448	
Change in Working Capital		(54,545)	9,057	71,987	47,881	18,595

## IV. Terminal Value & Total Cash Flow

### Cash Flow

\*Unit : KRW Mn

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	55,647	58,194	61,023	64,171	67,680
Taxes	11,956	12,591	13,296	14,081	14,955
<b>Unlevered Net Income</b>	43,691	45,603	47,727	50,090	52,724
D&A	40,722	42,586	44,656	46,960	49,528
CAPEX	45,984	45,984	45,984	45,984	45,984
Change in Working Capital		18,595	18,595	18,595	18,595
<b>FCF</b>	38,429	23,610	27,804	32,471	37,673
<b>EBITDA</b>	96,370	100,780	105,679	111,132	117,207
<b>EV/EBITDA</b>					8.8x
<b>Terminal Value</b>					1,031,425
<b>Total Cash Flow / TCF</b>	38,429	23,610	27,804	32,471	1,069,098

- 동원 F&B와 오리온, CJ제일제당, 오뚜기, 롯데제과 EV/EBITDA를 종합적으로 고려하여 판단



## V. WACC

### WACC

#### Cost of Equity(CAPM)

Risk-free rate	3.59%
Market Return	13.0%
Beta	0.52
Cost of Equity	8.51%

#### Cost of Debt(COD)

Tax rate	24.93%
Pre-tax COD	3.40%
After-tax Cost of Debt	2.55%

#### Cost of Capital Assumptions

Risk-free rate	3.59%
Risk Premium	9.41%
Beta	0.52
Equity as % of Capitalization	50.0%
Debt as % of Capitalization	50.0%
Cost of Equity	8.51%
Cost of Debt(After Tax)	2.55%
WACC	5.53%

- Risk-Free Rate; 10년 만기 국고채 수익률 (131118 기준)
- Market Return; KOSPI 5년 CAGR
- Pre-tax COD; 동원 F&B 회사채 수익률
- Equity/Debt Structure; 50% : 50%

동원 F&B	2008	2009	2010	2011	2012	Average
Debt / Cap.	56.8%	49.8%	58.3%	57.6%	58.9%	56.3%
Equity / Cap.	43.2%	50.2%	41.7%	42.4%	41.1%	43.7%
유동부채비율	69.2%	73.1%	77.8%	72.9%	64.8%	71.5%

오뚜기	CJ제일제당
39.3%	54.5%
60.7%	45.5%
23.8%	59.7%

## VI. Target Price

### Cash Flow

\*Unit : KRW Mn

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	55,647	58,194	61,023	64,171	67,680
Taxes	11,956	12,591	13,296	14,081	14,955
<b>Unlevered Net Income</b>	43,691	45,603	47,727	50,090	52,724
D&A	40,722	42,586	44,656	46,960	49,528
CAPEX	45,984	45,984	45,984	45,984	45,984
Change in Working Capital		18,595	18,595	18,595	18,595
<b>FCF</b>	38,429	23,610	27,804	32,471	37,673
<b>EBITDA</b>	96,370	100,780	105,679	111,132	117,207
<b>EV/EBITDA</b>					8.8x
<b>Terminal Value</b>					1,031,425
<b>Total Cash Flow / TCF</b>	38,429	23,610	27,804	32,471	1,069,098
<b>EV as NPV</b>	924,224				
<b>Market Capitalization</b>	514,993				
<b>Outstanding Shares</b>	3,859,124				
<b>Price per Share</b>	<b>133,448</b>				

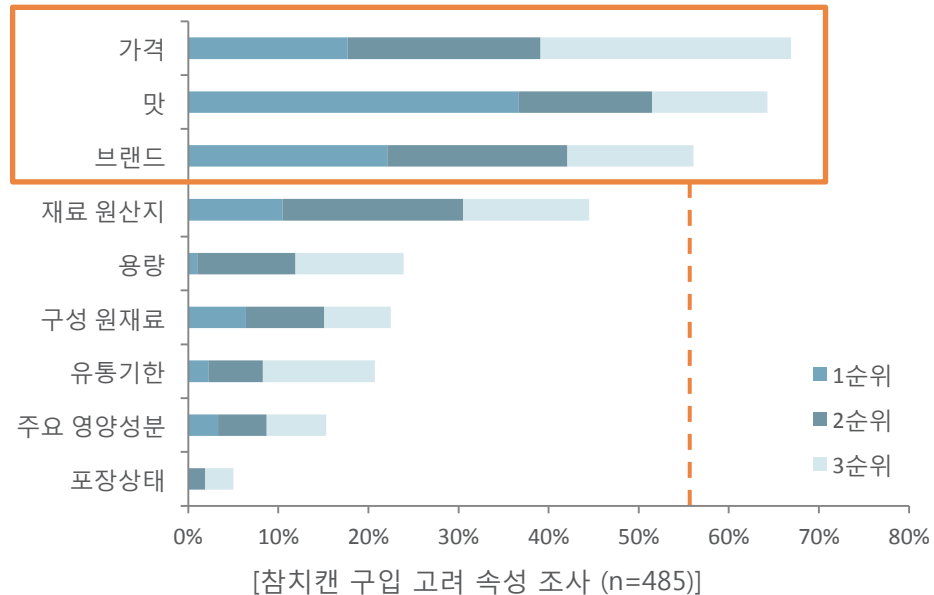
- Target Price: KRW 133,448
  - Market Price: KRW 126,500 (as of 20<sup>th</sup>, Nov., 2013)
  - Upside Potential: 5.49%

**BUY Dongwon F&B Stocks**

**End of Document**

## I. Sales Projection Methodology; 참치 내수

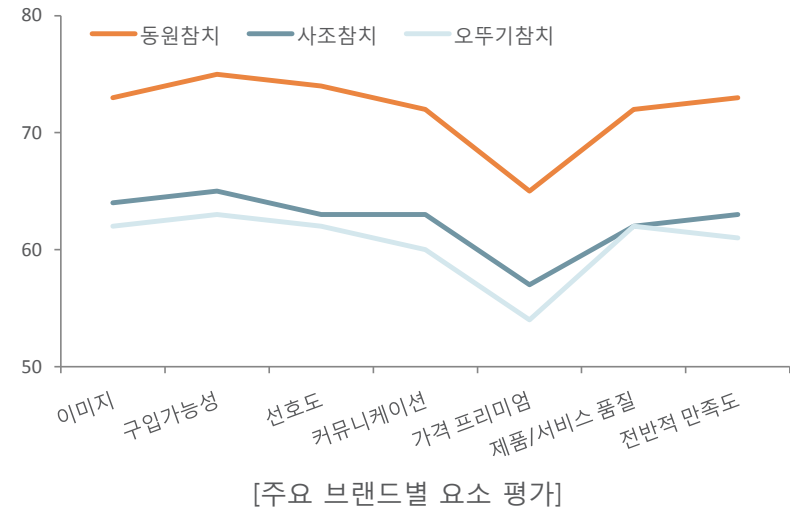
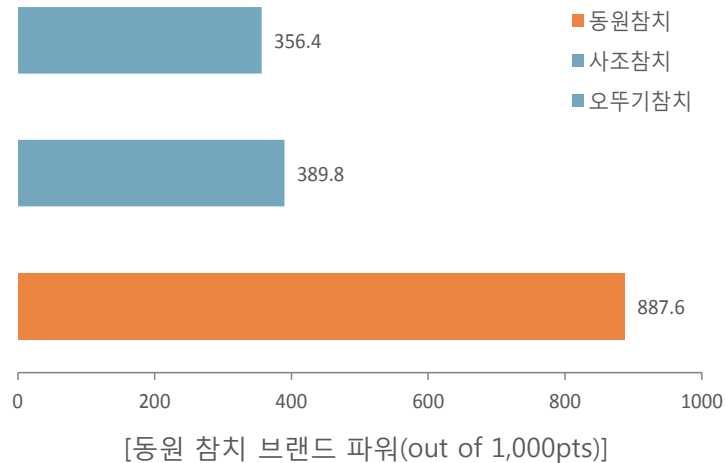
- 참치캔 구입 고려 속성
  - Top 3 Factors; 가격 / 맛 / 브랜드



\* Source : 농림축산식품부 2013 가공식품 세분 시장 현황

## I. Sales Projection Methodology; 참치의 가격 / 맛 (내수)

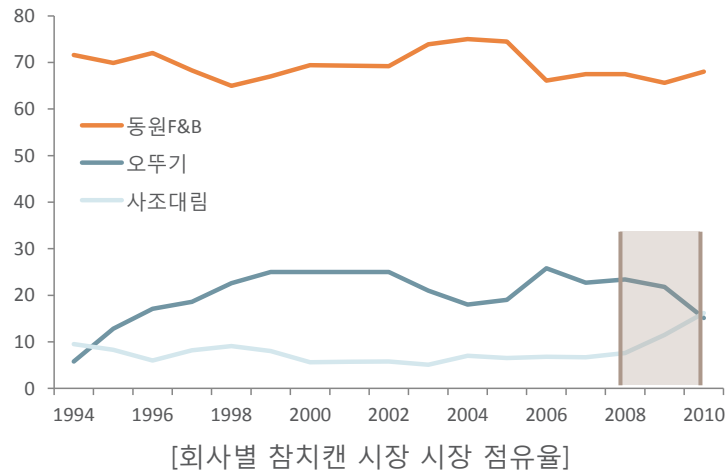
- 가격; 근소한 차이를 보임
- 맛; 사실상 구분이 불가능함



\* Source : KMAC K-BPI, 농림축산식품부 2013 가공식품 세분 시장 현황

## I. Sales Projection Methodology; 참치 내수

- 참치 광고비 = 광고선전비 ÷ 당해 TV CF 개수



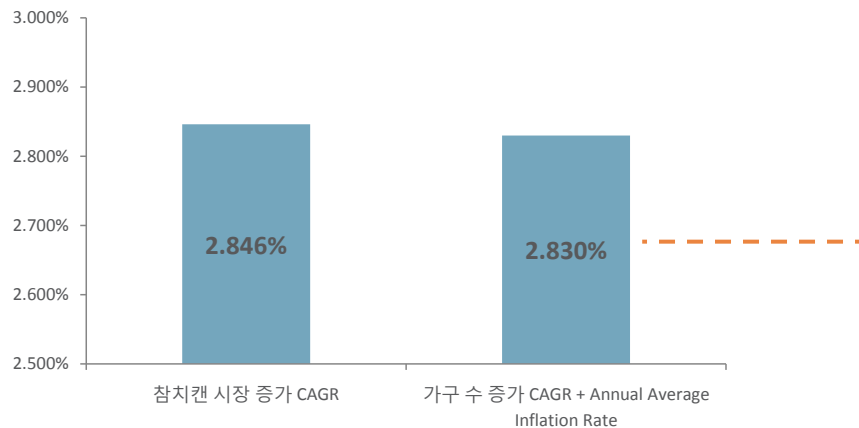
	2008	2009	2010	2011	2012
동원	4.3%	1.1%	1.6%	2.3%	0.9%
오뚜기	2.7%	0.2%	-	-	-
사조대림	-	1.5%	1.9%	1.4%	1.5%

[각 사별 참치 광고비]

\* Source : 각 사별 10-K, (주)애드크림 TV CF

## I. Sales Projection Methodology; 참치 내수

- 참치캔 시장 증가율 = 가구수 증가율 + Inflation Rate



1) 가구수 증가 CAGR; 1.67%

2) Annual Average Inflation Rate; 1.16%

[참치캔 시장 증가율 Breakdown]

\* Source : IBK 투자증권 추정, KOSIS

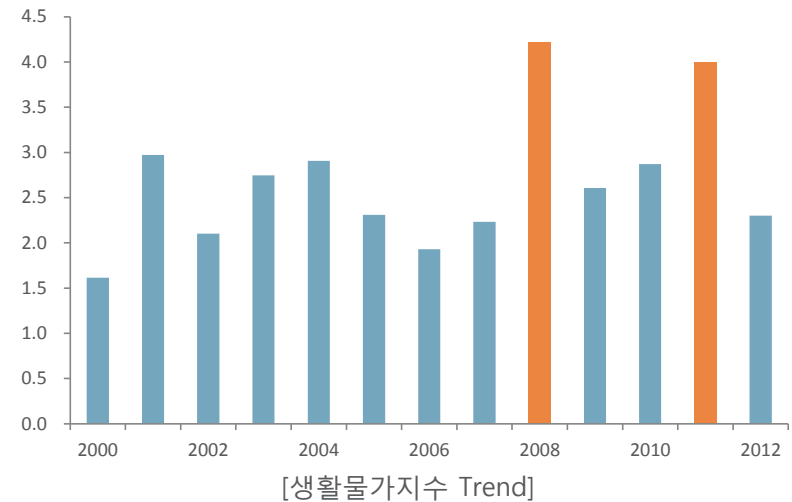


## I. Sales Projection Methodology; 참치 내수

- 참치캔 시장 증가율 = 가구수 증가율 + Inflation Rate

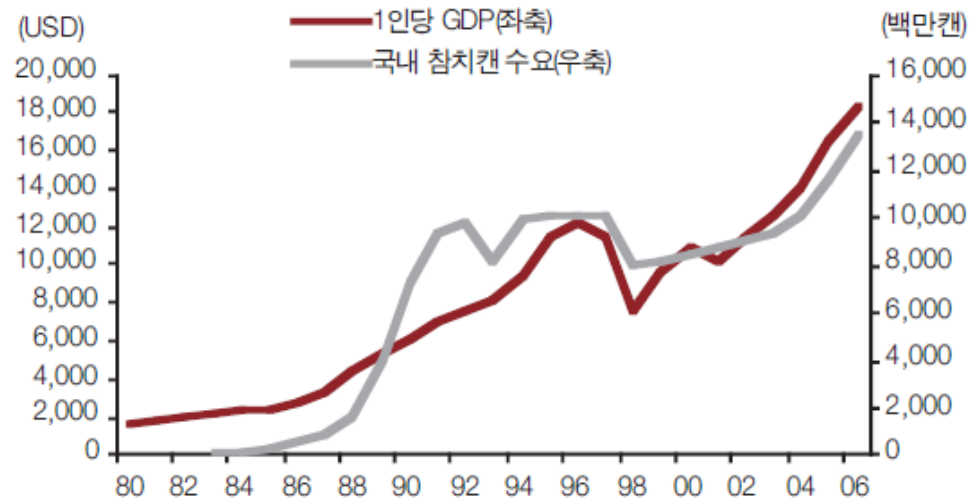
	2009	2010	2011	2012
참치캔 시장 증가율	2.6%	2.6%	1.3%	4.9%
가구수 증가율	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
Inflation Rate	1.1%	1.3%	1.3%	1.0%
체감 물가 증가율	2.6%	2.9%	4.0%	2.3%

[참치캔 시장 증가율 Breakdown]



\* Source : IBK 투자증권 추정, KOSIS, ECOS

## II. Sales Projection Methodology (Tuna Export)

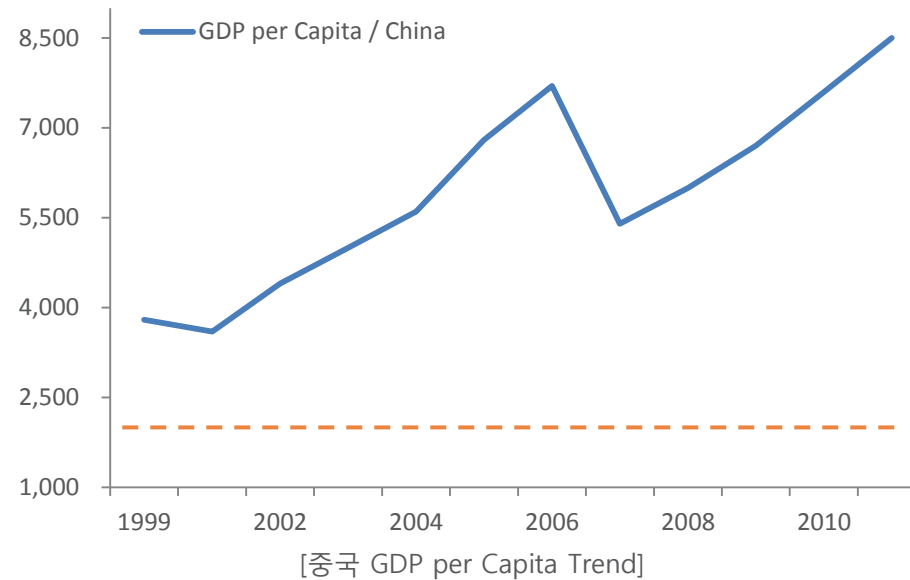


[국내 1인당 GDP와 참치캔 수요의 추이]

- 러시아, 중동, 브라질, 동부유럽 등 타국에서도 GDP  $\geq$  2,000 과 더불어 참치캔 수요가 증가하기 시작함

\* Source : Thomson DataStream, 동원산업

## II. Sales Projection Methodology (Tuna Export)



- 중국의 현재 시장 규모; 약 KRW 50bn
- 중국에서의 참치캔 시장의 성장이 더딘 이유는 상당 부분 '기호'에 기인한다

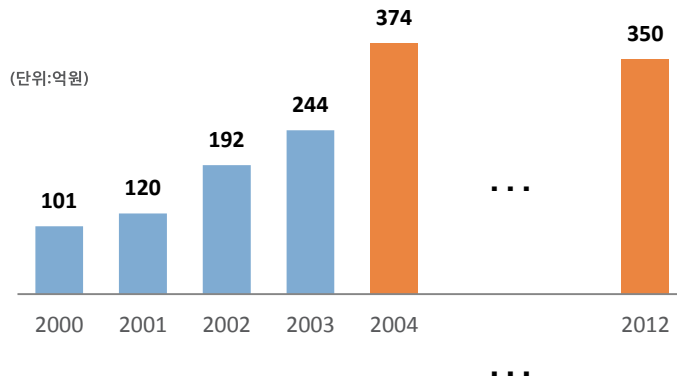
\* Source : World Bank

## II. Sales Projection Methodology (Tuna Export)

- 동원 F&B의 중국 진출과 맞물려 시장이 다소 급격히 확장 (appx. KRW 15bn)
- ; 한인의 자국 상품 구매와 홈쇼핑 마케팅의 일시적 효과로 보는 것이 타당
- 중국향 매출은 중국의 Inflation Rate를 적용하여 산출

## I. Sales Projection Methodology

- 연도별 즉석 죽 시장규모 현황



즉석 죽을 아침 대용, 간식으로 원하는 수요층이 생기면서 2004년여까지 300억 규모의 시장으로 성장하였으나, 현재까지 **시장 PIE의 변화가 없음**

아침/간식의 substitute의 의미로 도입되었으므로, 소비자들이 공유하고 영위할 수 있는 **culture를 만들어주는 것이 관건**

- 양반죽 광고, 마케팅 현황



2005년 초 이후, 양반죽의 TVCF는 전무하며, 특이한 오프라인 마케팅 프로모션도 존재하지 않음

앞으로 flagship product promotion등의 적극적인 마케팅이 부재하다면, **정체 상태 유지**한다고 판단

■ 향후 Sales Projection 시 가장 보수적인 지표인 **인구증가율 예측치**를 사용하여 진행