



Buy(Maintain)

목표주가: 410,000원

주가(4/26): 292,000원

시가총액: 9,821억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/26)		2,019.63pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	380,500원	242,000원
등락률	-23.26%	20.66%
수익률	절대	상대
1W	2.6%	0.8%
1M	-5.8%	-4.5%
1Y	-6.3%	0.2%

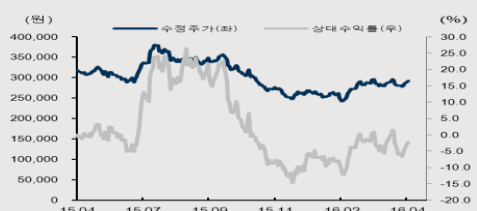
Company Data

발행주식수	3,363천주
일평균 거래량(3M)	2천주
외국인 지분율	4.40%
배당수익률(16E)	0.68%
BPS(16E)	232,438원
주요 주주	동원엔터프라이즈 59.24%
	하나은행(KB자산운용) 5.93%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,597	14,629	14,875	15,245
보고영업이익	573	1,122	1,149	1,240
핵심영업이익	573	1,122	1,149	1,240
EBITDA	1,210	1,785	1,809	1,898
세전이익	211	997	1,025	1,117
순이익	70	756	777	847
지배주주지분순이익	116	756	777	847
EPS(원)	3,451	22,475	23,101	25,176
증감률(%YoY)	-80.9	551.2	2.8	9.0
PER(배)	76.6	13.0	12.6	11.6
PBR(배)	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.8	8.1	7.6	6.9
보고영업이익률(%)	4.2	7.7	7.7	8.1
핵심영업이익률(%)	4.2	7.7	7.7	8.1
ROE(%)	1.0	10.2	9.6	9.5
순부채비율(%)	74.4	59.2	46.5	35.3

Price Trend



기업분석

동원산업 (006040)

영업이익 급증 구간 돌입



동원산업의 1분기 영업이익 증가율은 음식료 업종 내에서 가장 돋보일 전망이다. 1) 어가 상승, 2) S급 선박 투입에 따른 어획량 증가, 3) 스타키스트 기저효과 덕분에, 영업이익이 전년동기 대비 155억원 증가할 것으로 추정된다. 올해는 어가가 전년대비 높은 수준이고(YoY +15% 전망), 입어로 증가율이 5% 수준에 불과하며, S급 선박 2척이 추가 투입된 덕분에, 전사 수익성 개선이 가파를 것으로 판단된다.

>>> 1분기 영업이익 급증 전망

동원산업의 올해 1분기 영업이익과 지배주주순이익은 각각 196억원, 125억원 수준으로 전망된다(연결기준). 호실적의 주요원인은 1) 어가 상승, 2) S급 선박 2척 투입에 따른 어획량 증가, 3) 스타키스트 기저효과(미국 부활절 매출 일부 미반영, 소송관련 수수료)에 기인한다.

특히, 수산사업 부문의 턴어라운드가 돋보일 전망이다. 지난 해, 동사 수산사업 부문의 실적은, 어가 부진과 일회성 대손 219억원 발생으로 크게 부진했었다. 하지만, 올해는 미국 어선들의 조업일 수가 축소 되면서, 2월부터 어가가 반등하기 시작했다. 또한, 중서부태평양과 인도양에 투입된 S급 선박들의 어획량이 호조를 보이고, 원/달러 평균환율도 전년 대비 높은 수준이어서, 1분기 수산사업 부문의 영업적자는 전년동기 대비 84억원 정도 축소될 것으로 추정된다.

>>> 2분기도 우호적 업황 전망

4월 들어서도 어가의 강세기조는 이어지고 있다. 특히, 미국 어선들이 중서부태평양에서 조업을 재개하고 1개월 넘게 지났지만, Skipjack 방콕 시세는 여전히 \$1,650/톤 수준을 보이고 있다. 현재의 시세와 FAD 조업 금지구간에 따른 계절성을 감안했을 때, 2분기 수산사업 부문 실적은 BEP 이상 달성 가능하다고 판단된다. 지난 해까지 가파르게 상승했던 입어로도, 올해는 5% 상승에 그칠 전망이어서, 비용 측면에서의 상승 요인도 제한적이다.

>>> 목표주가 41만원 유지

동원산업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 41만원을 유지한다. 동사는 1) 어가 상승, 2) S급 선박 2척 투입에 따른 어획량 증가, 3) 일회성 대손 축소 등을 통해, 올해 연간 영업이익이 전년 대비 96% 증가할 것으로 추정된다. 중기적으로는 미국 ATA와 FFA의 입어로 협상에 따라, 실적의 예측 가시성과 안정성이 개선될 가능성이 있다.

S급 선박 2척 투입, 어가는 상승

동원산업은 지난 해 신규 S급 선박 2척을 투입했었다. S급 선박의 연간 어획량은 1~2 만톤 수준으로, C급 선박 어획량의 2배 정도 가능하다. 작년 동사의 연간 선망참치 어획량이 12.6만톤이었고, A급 선박 1척(올해 3월에 좌초 후 수리 예정)과 C급 선박 1척(자회사로 넘어감)이 줄어든 점을 감안한다면, Capa 증가 효과는 YoY +8% 수준으로 추정된다.

미국 어선들이 지난 3월 중순부터 중서부태평양에 다시 투입되었음에도 불구하고, Skipjack 방콕 시세는 여전히 \$1,650/톤을 기록하고 있다. 3분기에는 FAD 조업이 금지되기 때문에, 2분기부터 계절적으로 어가는 상승한다. 따라서, 동사의 2분기 영업실적도 우호적인 상황에 힘입어 전년동기 대비 급격한 개선이 가능할 전망이다.

인도양 내 어획량 확대 전망

인도양 내 참치 어획량이 확대되는 점도 긍정적이다. 작년 인도양 참치 어획량은 연간 7~8천톤 수준이었으나, 올해는 S급 선박 1척을 투입하고, 연승선 1척을 조업 지원선으로 활용하면서, 연간 2만톤 수준의 참치 어획량이 기대된다. 인도양은 1) 중서부태평양에 비해 입어료가 절반 수준이고, 2) Skipjack 시세 보다 50% 정도 비싼 Yellowfin의 어획 비중이 10% 정도 높다. 따라서, 어획량이 정상궤도에 오르면, 중서부태평양 대비 상대적으로 높은 수익성이 가능할 전망이다.

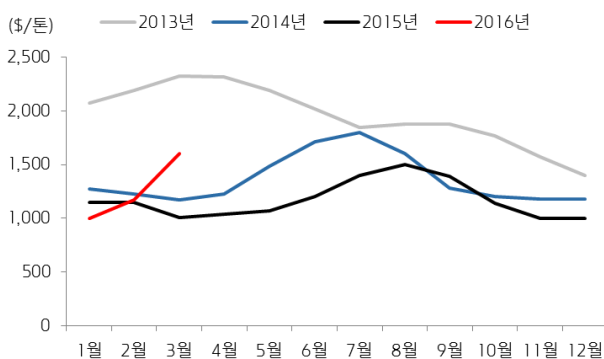
입어료 증가율은 과거대비 낮은 편

선망어선 원가의 13%를 차지하는 입어료의 증가율도, 올해에는 5% 수준에 그칠 전망이다. 2014년과 2015년에 증가율이 각각 33%, 25%였던 것에 비하면, 올해는 고정비 증가 부담이 크게 완화될 전망이다. 더불어, 미국 ATA가 FFA와의 협상을 통해 입어료 산정방식의 변화를 시도하고 있다. 만약, 입어료 산정방식이 원망어선 업체에 유리하게 바뀐다면, 동원산업도 수혜를 볼 가능성이 높다.

Capex도 Down

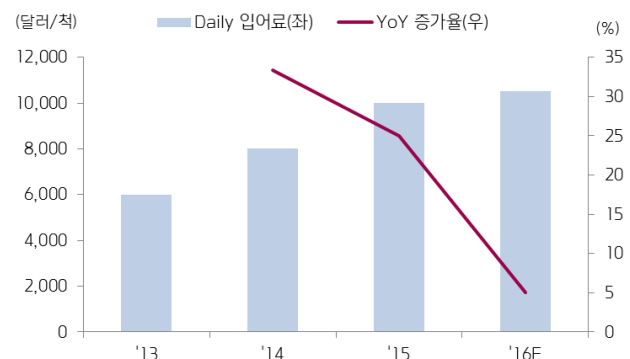
올해는 선망어선 쪽에 투자가 없어서, Capex도 전년 대비 250억원 정도 감소할 전망이다. 어가가 낮은 시기에 Capa를 지속적으로 늘리며, 시황 개선을 대비해 왔기 때문에, 올해 시황 개선에 따른 수혜가 커질 전망이다. 또한, 현금흐름도 좋아지기 때문에, M&A를 통한 추가적인 외형 확대도 기대할 수 있다.

월별 Skipjack 방콕 시세 추이



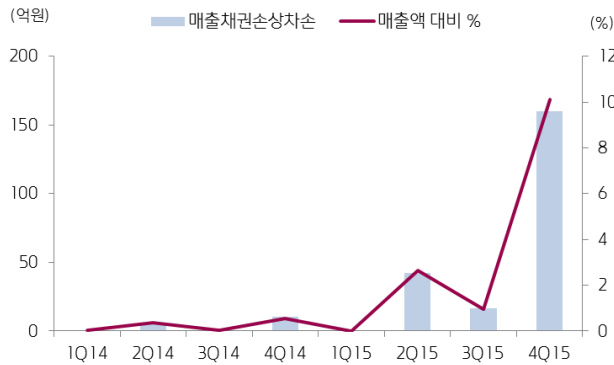
자료: Thai Union

입어료 추이 및 전망



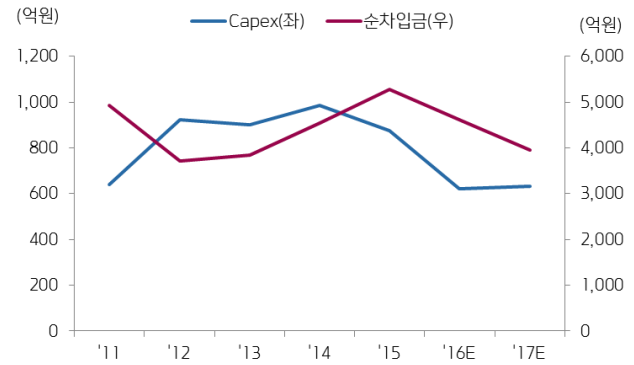
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

분기별 매출채권손상차손 추이(별도기준)



자료: 동원산업

Capex와 순차입금 추이 및 전망(연결기준)



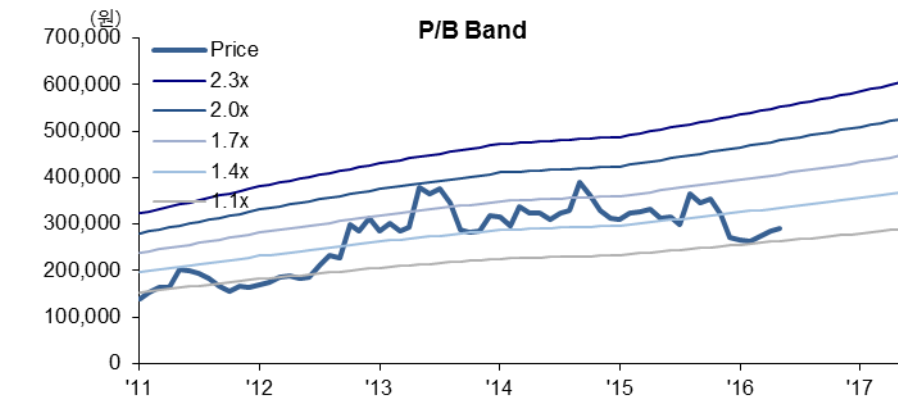
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	335.8	341.4	361.8	320.8	371.9	378.9	380.6	331.5	1,359.7	1,462.9	1,487.5
(YoY)	-11.1%	12.7%	-0.4%	-5.7%	10.8%	11.0%	5.2%	3.4%	-1.7%	7.6%	1.7%
수산	55.3	66.8	76.7	66.8	68.0	87.6	84.6	71.0	265.7	311.2	317.3
(YoY)	-18.9%	11.1%	-20.6%	36.9%	22.9%	31.2%	10.3%	6.3%	-3.0%	17.2%	2.0%
유통	230.1	226.8	236.1	215.7	250.8	240.8	244.1	219.7	908.6	955.4	962.7
(YoY)	-13.5%	15.7%	6.6%	-13.7%	9.0%	6.2%	3.4%	1.8%	-2.6%	5.2%	0.8%
물류	52.1	51.3	56.5	51.9	54.7	53.9	59.3	54.5	211.8	222.4	233.5
(YoY)	10.4%	9.0%	8.4%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	7.4%	5.0%	5.0%
기타	2.1	2.3	2.9	1.7	2.2	2.3	3.0	1.7	9.0	9.2	9.4
(YoY)	7.8%	3.2%	45.3%	-26.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	6.1%	2.0%	2.0%
연결조정	-3.8	-5.8	-10.4	-15.4	-3.8	-5.8	-10.4	-15.4	-35.3	-35.3	-35.3
매출총이익	41.8	51.8	64.3	54.8	56.6	70.5	64.5	56.8	212.7	248.5	252.0
(GPM)	12.5%	15.2%	17.8%	17.1%	15.2%	18.6%	17.0%	17.1%	15.6%	17.0%	16.9%
판매비	37.8	37.0	33.7	46.8	37.0	34.4	32.7	32.2	155.3	136.3	137.0
(판매비율)	11.2%	10.8%	9.3%	14.6%	10.0%	9.1%	8.6%	9.7%	11.4%	9.3%	9.2%
영업이익	4.1	14.7	30.6	8.0	19.6	36.2	31.8	24.7	57.3	112.2	114.9
(YoY)	-81.9%	185.2%	-7.1%	-61.4%	382.5%	145.2%	4.1%	208.8%	-29.3%	95.7%	2.4%
(OPM)	1.2%	4.3%	8.4%	2.5%	5.3%	9.5%	8.4%	7.4%	4.2%	7.7%	7.7%
수산	-17.3	-21.7	-8.3	-26.5	-9.0	3.0	0.0	-7.6	-73.8	-13.5	-13.0
(OPM)	-31.3%	-32.5%	-10.8%	-39.6%	-13.2%	3.5%	0.0%	-10.6%	-27.8%	-4.3%	-4.1%
유통	17.6	31.2	36.8	31.0	24.6	27.7	28.1	30.3	116.6	110.7	112.3
(OPM)	7.6%	13.8%	15.6%	14.4%	9.8%	11.5%	11.5%	13.8%	12.8%	11.6%	11.7%
물류	3.3	3.0	2.4	0.7	3.5	3.2	2.6	0.8	9.5	10.0	10.5
(OPM)	6.4%	5.9%	4.3%	1.4%	6.4%	5.9%	4.3%	1.4%	4.5%	4.5%	4.5%
기타	0.5	0.3	1.2	0.5	0.5	0.3	1.2	0.5	2.4	2.5	2.5
(OPM)	22.5%	13.0%	39.8%	29.8%	22.5%	13.0%	39.8%	29.8%	27.0%	27.0%	27.0%
연결조정	0.0	2.0	0.0	0.7	0.0	2.0	0.0	0.7	2.6	2.6	2.6
세전이익	-14.0	11.2	27.5	-3.7	16.5	33.0	28.7	21.6	21.1	99.7	102.5
당기순이익	-6.3	5.5	16.4	-8.6	12.5	25.0	21.7	16.4	7.0	75.6	77.7
지배주주순이익	-6.0	6.0	16.9	-5.2	12.5	25.0	21.7	16.4	11.6	75.6	77.7
(YoY)	적전	-50.7%	-9.1%	적전	흑전	318.8%	28.8%	흑전	-80.9%	551.2%	2.8%
주요가정											
Skipjack Price(\$/톤)	1,103	1,102	1,430	1,047	1,257	1,500	1,430	1,150	1,170	1,329	1,356
원/달러 평균환율	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,150	1,150	1,150	1,131	1,163	1,150
여획량(천톤)	28	35	26	38	31	36	31	38	126	136	139

자료: 동원산업, Thain Union, 키움증권 리서치

PBR 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,839	13,597	14,629	14,875	15,245
매출원가	11,804	11,471	12,144	12,356	12,616
매출총이익	2,036	2,127	2,485	2,520	2,630
판매비및일반관리비	1,224	1,553	1,363	1,370	1,390
영업이익(보고)	812	573	1,122	1,149	1,240
영업이익(핵심)	812	573	1,122	1,149	1,240
영업외손익	-35	-362	-125	-124	-123
이자수익	54	54	55	56	57
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	157	149	90	90	90
이자비용	127	155	145	145	145
외환손실	205	208	125	125	125
관계기업지분법손익	-1	53	0	0	0
투자및기타자산처분손익	92	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1	-5	0	0	0
기타	-4	-253	0	0	0
법인세차감전이익	777	211	997	1,025	1,117
법인세비용	191	141	241	248	270
유효법인세율 (%)	24.5%	66.8%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	586	70	756	777	847
지배주주지분순이익(억원)	607	116	756	777	847
EBITDA	1,415	1,210	1,785	1,809	1,898
현금순이익(Cash Earnings)	1,190	707	1,419	1,436	1,504
수정당기순이익	517	71	756	777	847
증감율(% YoY)					
매출액	-4.1	-1.7	7.6	1.7	2.5
영업이익(보고)	-27.1	-29.3	95.7	2.4	7.9
영업이익(핵심)	-27.1	-29.3	95.7	2.4	7.9
EBITDA	-18.9	-14.5	47.5	1.3	4.9
지배주주지분 당기순이익	-20.9	-80.9	551.2	2.8	9.0
EPS	-20.9	-80.9	551.2	2.8	9.0
수정순이익	-32.3	-86.2	959.0	2.8	9.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,180	560	1,350	1,360	1,389
당기순이익	586	70	756	777	847
감가상각비	589	620	647	644	643
무형자산상각비	15	16	16	16	15
외환손익	51	-28	35	35	35
자산처분손익	92	2	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-177	-421	-69	-76	-115
기타	24	300	-35	-35	-35
투자활동현금흐름	-1,709	-575	-634	-650	-667
투자자산의 처분	-841	232	-4	-8	-12
유형자산의 처분	47	12	0	0	0
유형자산의 취득	-984	-875	-620	-632	-645
무형자산의 처분	0	0	0	0	0
기타	69	57	-10	-10	-11
재무활동현금흐름	684	732	-53	-60	-58
단기차입금의 증가	-28	-373	0	0	0
장기차입금의 증가	947	1,327	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-101	-67	-67	-67	-67
기타	-134	-155	14	7	9
현금및현금성자산의순증가	150	729	662	649	664
기초현금및현금성자산	312	462	1,190	1,852	2,502
기말현금및현금성자산	462	1,190	1,852	2,502	3,166
Gross Cash Flow	1,357	981	1,419	1,436	1,504
Op Free Cash Flow	56	-469	825	822	838

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	6,916	7,801	8,576	9,338	10,172
현금및현금성자산	462	1,190	1,852	2,502	3,166
유동금융자산	797	449	454	461	473
매출채권및유동채권	2,267	2,018	2,090	2,125	2,178
재고자산	3,389	4,143	4,180	4,250	4,356
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,733	8,379	8,367	8,355	8,361
장기매출채권및기타비유동채권	296	266	286	291	298
투자자산	1,017	1,261	1,261	1,261	1,261
유형자산	5,416	5,775	5,748	5,737	5,739
무형자산	714	744	728	712	697
기타비유동자산	289	334	344	354	365
자산총계	14,649	16,180	16,943	17,693	18,533
유동부채	3,668	6,315	6,368	6,400	6,449
매입채무및기타유동채무	1,258	1,803	1,852	1,883	1,930
단기차입금	1,980	2,011	2,011	2,011	2,011
유동성장기차입금	393	2,447	2,447	2,447	2,447
기타유동부채	38	54	58	59	61
비유동부채	4,086	2,776	2,797	2,806	2,818
장기매입채무및비유동채무	398	94	101	103	105
사채및장기차입금	3,422	2,455	2,455	2,455	2,455
기타비유동부채	266	227	241	248	257
부채총계	7,754	9,091	9,165	9,206	9,266
자본금	168	168	168	168	168
주식발행초과금	373	373	373	373	373
이익잉여금	6,398	6,447	7,136	7,845	8,624
이타자본	-36	141	141	141	141
지배주주지분자본총계	6,904	7,129	7,817	8,527	9,306
비지배주주지분자본총계	-9	-40	-40	-39	-39
자본총계	6,895	7,089	7,778	8,487	9,267
순차입금	4,536	5,273	4,607	3,950	3,275
총차입금	5,795	6,913	6,913	6,913	6,913

투자지표

(단위: 원, 배, %)

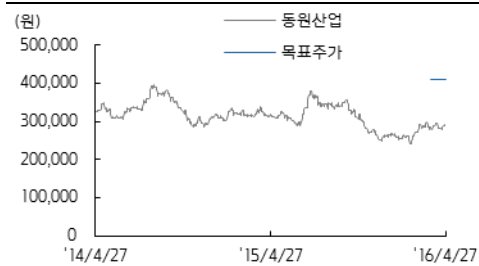
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	18,034	3,451	22,475	23,101	25,176
BPS	205,268	211,974	232,438	253,528	276,695
주당EBITDA	42,087	35,975	53,076	53,775	56,423
CFPS	35,389	21,009	42,180	42,706	44,733
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	17.2	76.6	13.0	12.6	11.6
PBR	1.5	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.3	8.8	8.1	7.6	6.9
PCFR	8.8	12.6	6.9	6.8	6.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.9	4.2	7.7	7.7	8.1
영업이익률(핵심)	5.9	4.2	7.7	7.7	8.1
EBITDA margin	10.2	8.9	12.2	12.2	12.4
순이익률	4.2	0.5	5.2	5.2	5.6
자기자본이익률(ROE)	8.9	1.0	10.2	9.6	9.5
투자자본이익률(ROIC)	6.1	1.8	7.7	7.9	8.5
안정성(%)					
부채비율	112.5	128.2	117.8	108.5	100.0
순차입금비율	65.8	74.4	59.2	46.5	35.3
이자보상배율(배)	6.4	3.7	7.7	7.9	8.5
활동성(배)					
매출채권회전율	7.2	6.3	7.1	7.1	7.1
재고자산회전율	3.9	3.6	3.5	3.5	3.5
매입채무회전율	12.2	8.9	8.0	8.0	8.0

- 당사는 4월 26일 현재 '동원산업 (006040)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
동원산업	2016/04/05	BUY (Initiate)	410,000원
(006040)	2016/04/27	BUY (Maintain)	410,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/4/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%