



Buy(Maintain)

목표주가: 430,000원
주가(10/12): 248,000원
시가총액: 8,341억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 김승우

02) 3787-4705 seungwoo@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/12)		2,474.76pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	369,000원	248,000원	
등락률	-32.79%	0.00%	
수익률	절대	상대	
	1M	-15.2%	-19.0%
	6M	-24.5%	-35.1%
	1Y	-16.8%	-31.6%

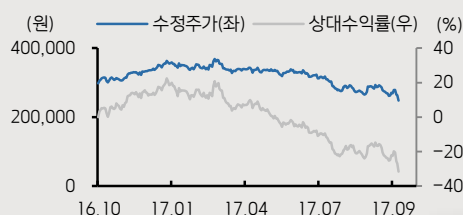
Company Data

발행주식수		3,363천주
일평균 거래량(3M)		4천주
외국인 지분율		6.59%
배당수익률(17E)		1.21%
BPS(17E)		266,883원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외	59.2%
	하나은행(KB자산운용)	5.8%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	13,597	15,764	23,031	24,413
보고영업이익	573	1,514	1,815	1,950
핵심영업이익	573	1,514	1,815	1,950
EBITDA	1,210	2,199	2,725	2,867
세전이익	211	1,469	1,642	1,828
순이익	70	774	1,147	1,324
지배주주지분순이익	116	750	1,152	1,324
EPS(원)	3,451	22,300	34,252	39,360
증감률(%YoY)	-80.9	546.2	53.6	14.9
PER(배)	76.6	16.3	7.2	6.3
PBR(배)	1.2	1.5	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	8.8	7.8	6.4	5.6
보고영업이익률(%)	4.2	9.6	7.9	8.0
핵심영업이익률(%)	4.2	9.6	7.9	8.0
ROE(%)	1.0	10.3	13.6	13.8
순부채비율(%)	74.4	57.0	101.1	77.0

Price Trend



동원산업 (006040)

참치어가, 내년에도 강세 가능



최근 Atuna의 Skipjack 방콕 시세가 지속 상승하며, 내년도 참치어가 강세 기대감이 커지고 있다. 동사의 주가는 어획량 부진으로 주춤하였으나, 내년도에 어획량이 추가로 악화될 가능성은 제한적이다. 동부익스프레스 인수를 통해 이익 레벨이 한단계 상승하였고, 밸류에이션 레벨도 역사적 하단에 닿았기 때문에, 저가 매수하기 매력적인 주가 레벨로 판단된다.

>>> 2018년도 참치어가, 강세 가능성이 높은 편

최근 Atuna의 Skipjack 방콕 시세가 상승한 것은 비교적 이례적인 상황이다 (9/30 \$2150/톤 -> 10/11 \$2350/톤). 통상, 참치어가는 FAD 조업 금지가 끝나면서, 비수기를 앞두고 9~10월에 하락 조짐이 보이기 때문이다.

하지만, 참치어가는 하늘 높은 줄 모르고 상승하고 있다. 통상 4분기에 참치어가가 강세를 보이면, 내년에도 강세를 보여왔었다. 비수기에 가격이 오르는 것은 그만큼 공급이 부족하다는 신호이기 때문이다. 따라서, 내년도 참치어가의 상승 가능성은 점차 높아지고 있으며, 이는 동원산업의 내년도 영업환경에 매우 유리하게 작용할 수 있다.

>>> 2018년도 어획량, 올해보다 더 악화되기 어려워

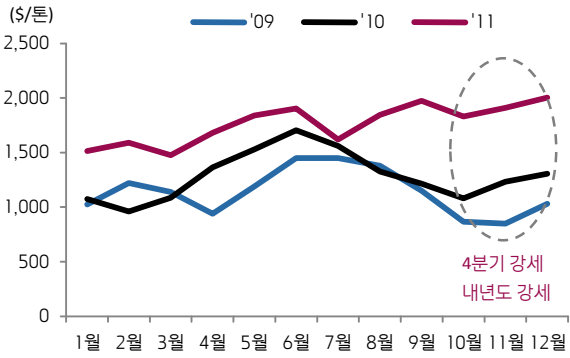
동원산업의 내년도 어획량도 올해보다 더 악화되긴 어렵다. 올해 어획량은 경제성 있는 어장 형성의 어려움으로, 월평균 어획량이 2011년 이후 가장 낮은 수준인 1만톤에 불과하다. 하지만, 동사는 지난 해 어선 Capa가 늘어나면서, 월평균 어획량이 1.4~1.5만톤 수준으로 Level-up 되었다. 따라서, 평년 수준의 어획량으로만 돌아오더라도 내년도 어획량은 증가할 개연성이 높다.

한편, 3Q17 어획량은 전분기 대비 -6% 감소했으나, 어가는 9월달의 가파른 상승으로 전분기 대비 +14% 증가한 것으로 추산된다. 따라서, 3Q17 OP는 2Q17대비 67억원 개선된 538억원으로 추산된다.

>>> 2018E 예상 PER 6.3x 수준으로 매력적인 주가 레벨

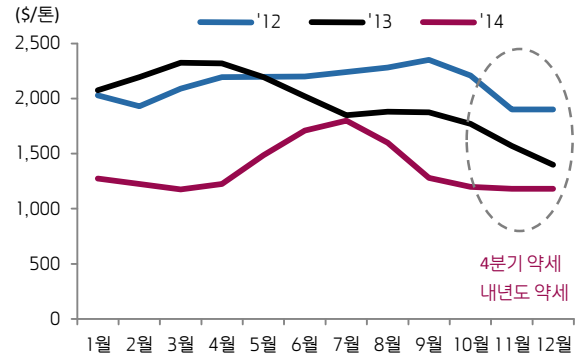
현 시점에서, 당사 내년도 실적 추정치의 어가 및 어획량 증가율의 가정은 각각 +9%, +0%에 불과하다. 그럼에도 불구하고 내년도 예상 PER은 6.3배, PBR은 0.8배 수준으로 밸류에이션 하단에 닿아있다. 동사는 연초 동부익스프레스 인수를 통해, 이미 이익 레벨이 한 단계 상승하였고, 내년도 Skipjack 시황도 양호할 것으로 판단된다. 따라서, 現 주가는 매력적인 저가 매수 기회로 판단된다.

월별 참치어가 추이(2009~11년)



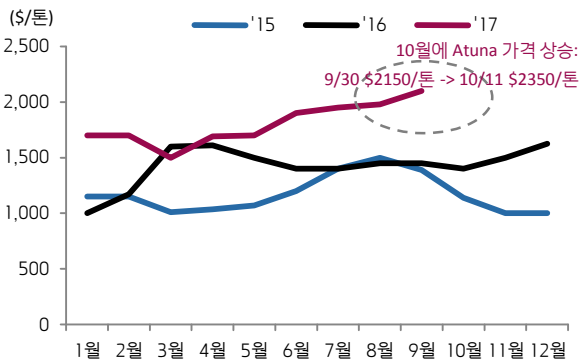
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

월별 참치어가 추이(2012~14년)



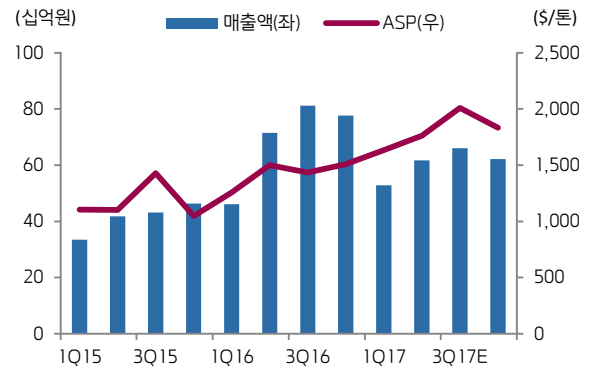
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

월별 참치어가 추이(2015~17년)



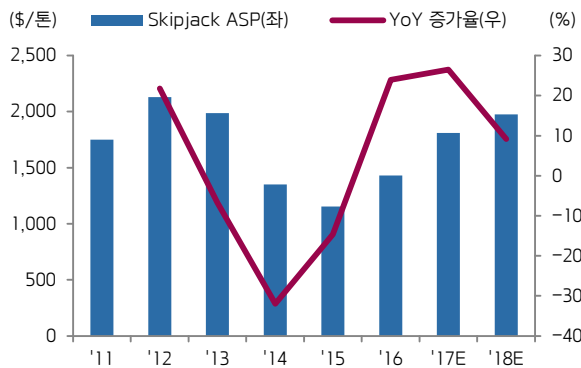
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

동원산업 Skipjack 매출액/ASP 추이 및 전망



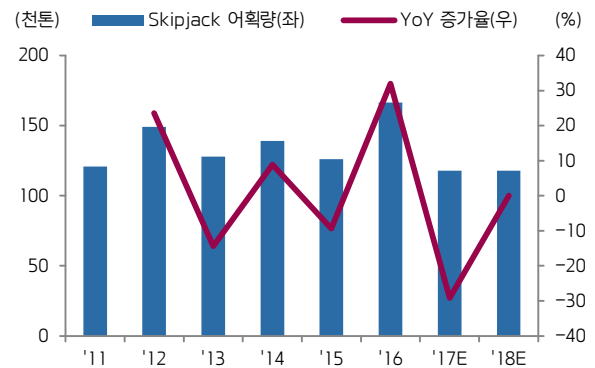
자료: 동원산업, Thai Union, 키움증권 리서치

동원산업 Skipjack ASP 추이 및 가정



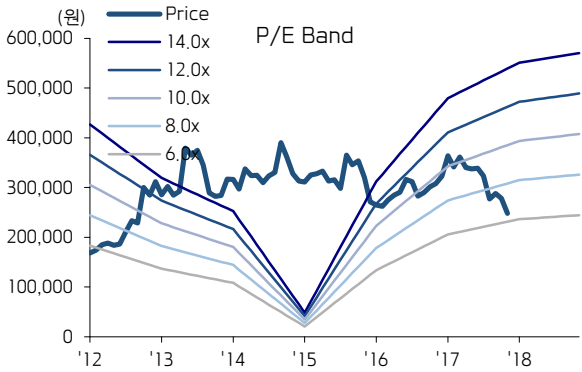
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업 Skipjack 어획량 추이 및 가정



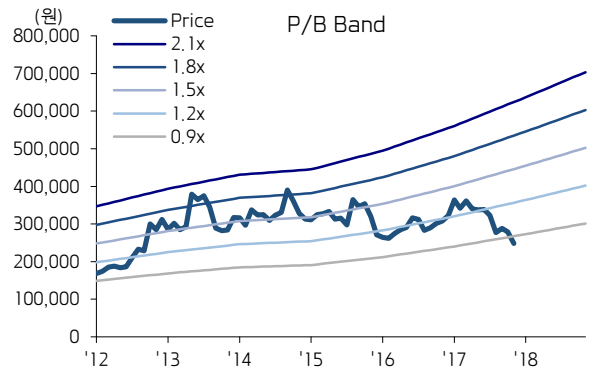
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업 PER 밴드 추이



자료: 키움증권 리서치

동원산업 PBR 밴드 추이



자료: 키움증권 리서치

동원산업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	379.0	400.8	398.0	398.6	554.6	587.2	583.8	577.5	1,576.4	2,303.1	2,441.3
(YoY)	12.9%	17.4%	10.0%	24.3%	46.3%	46.5%	46.7%	44.9%	15.9%	46.1%	6.0%
수산	67.2	83.4	138.7	124.6	95.9	101.3	105.6	101.8	413.9	404.6	421.9
(YoY)	21.4%	24.8%	80.8%	86.5%	42.8%	21.6%	-23.9%	-18.3%	55.8%	-2.2%	4.3%
유통	259.8	267.2	204.1	224.6	283.2	241.3	231.1	234.5	955.7	990.0	1,002.5
(YoY)	12.9%	17.8%	-13.5%	4.1%	9.0%	-9.7%	13.2%	4.4%	5.2%	3.6%	1.3%
물류	57.1	58.4	64.0	62.1	186.1	257.8	255.9	253.9	241.6	953.8	1,062.0
(YoY)	9.5%	13.7%	13.4%	19.8%	226.0%	341.7%	299.6%	308.7%	14.1%	294.7%	11.3%
기타	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.5	10.0	10.2	10.4
연결조정	-7.4	-10.6	-11.5	-15.2	-13.1	-15.7	-11.5	-15.2	-44.8	-55.5	-55.5
매출총이익	59.1	80.4	86.8	77.0	87.4	91.9	98.5	86.0	303.3	363.7	378.4
(GPM)	15.6%	20.0%	21.8%	19.3%	15.8%	15.6%	16.9%	14.9%	19.2%	15.8%	15.5%
판매비	40.4	35.2	41.7	34.6	52.5	44.8	44.7	40.2	151.8	182.2	183.3
(판매비율)	10.7%	8.8%	10.5%	8.7%	9.5%	7.6%	7.7%	7.0%	9.6%	7.9%	7.5%
영업이익	18.7	45.2	45.1	42.4	34.9	47.1	53.8	45.8	151.4	181.5	195.0
(OPM)	4.9%	11.3%	11.3%	10.6%	6.3%	8.0%	9.2%	7.9%	9.6%	7.9%	8.0%
수산	-3.2	15.9	15.7	17.3	3.6	7.6	12.1	7.1	45.7	30.4	38.4
(OPM)	-4.7%	19.1%	11.3%	13.9%	3.8%	7.5%	11.5%	7.0%	11.1%	7.5%	9.1%
유통	19.7	22.6	26.4	21.0	20.0	22.0	24.1	19.9	89.8	86.0	80.5
(OPM)	7.6%	8.5%	12.9%	9.3%	7.1%	9.1%	10.4%	8.5%	9.4%	8.7%	8.0%
물류	2.9	3.1	2.9	2.5	10.7	17.4	17.5	17.0	11.3	62.6	73.6
(OPM)	5.0%	5.3%	4.6%	4.0%	5.7%	6.7%	6.8%	6.7%	4.7%	6.6%	6.9%
기타	0.9	0.7	1.0	0.4	0.9	0.4	1.0	0.5	3.0	2.8	2.9
연결조정	-1.5	2.8	-0.9	1.2	-0.4	-0.3	-0.9	1.2	1.6	-0.4	-0.4
세전이익	17.6	39.8	52.1	37.5	36.5	45.5	45.2	37.0	146.9	164.2	182.8
당기순이익	13.0	21.5	31.3	11.7	28.7	26.2	32.7	27.1	77.4	114.7	132.4
지배주주순이익	13.8	19.7	30.8	10.6	28.7	26.7	32.7	27.1	75.0	115.2	132.4
(YoY)	흑전	229.8%	82.9%	흑전	107.4%	35.7%	6.2%	154.2%	546.2%	53.6%	14.9%
주요가정											
Skipjack Price(\$/톤)	1,257	1,500	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	1,833	1,430	1,810	1,976
원/달러 평균환율	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,129	1,132	1,130	1,161	1,136	1,130
어획량(천톤)	31	41	51	45	28	31	29	30	167	118	118

자료: 동원산업, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,597	15,764	23,031	24,413	25,097
매출원가	11,471	12,731	19,394	20,629	21,258
매출총이익	2,127	3,033	3,637	3,784	3,839
판매비및일반관리비	1,553	1,518	1,822	1,833	1,858
영업이익(보고)	573	1,514	1,815	1,950	1,981
영업이익(핵심)	573	1,514	1,815	1,950	1,981
영업외손익	-362	-45	-174	-122	-76
이자수익	54	60	46	49	50
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	149	195	0	0	0
이자비용	155	188	383	334	291
외환손실	208	221	0	0	0
관계기업지분법손익	53	125	90	90	90
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-5	0	0	0
기타	-253	-11	74	73	75
법인세차감전이익	211	1,469	1,642	1,828	1,905
법인세비용	141	695	494	505	526
유효법인세율 (%)	66.8%	47.3%	30.1%	27.6%	27.6%
당기순이익	70	774	1,147	1,324	1,379
지배주주지분순이익(억원)	116	750	1,152	1,324	1,379
EBITDA	1,210	2,199	2,725	2,867	2,900
현금순이익(Cash Earnings)	707	1,459	2,057	2,241	2,298
수정당기순이익	71	777	1,147	1,324	1,379
증감율(% YoY)					
매출액	-1.7	15.9	46.1	6.0	2.8
영업이익(보고)	-29.3	164.1	19.9	7.4	1.6
영업이익(핵심)	-29.3	164.1	19.9	7.4	1.6
EBITDA	-14.5	81.8	23.9	5.2	1.1
지배주주지분 당기순이익	-80.9	546.2	53.6	14.9	4.2
EPS	-80.9	546.2	53.6	14.9	4.2
수정순이익	-86.2	987.9	47.8	15.4	4.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,801	10,554	9,651	9,610	9,744
현금및현금성자산	1,190	3,079	347	242	113
유동금융자산	449	622	622	659	678
매출채권및유동채권	2,018	2,788	4,076	4,103	4,218
재고자산	4,143	4,065	4,606	4,606	4,735
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,379	8,449	13,899	14,011	14,129
장기매출채권및기타비유동채권	266	234	341	362	372
투자자산	1,261	1,355	2,777	2,867	2,957
유형자산	5,775	5,766	7,893	7,911	7,945
무형자산	744	753	2,547	2,530	2,513
기타비유동자산	334	342	342	342	342
자산총계	16,180	19,003	23,550	23,621	23,873
유동부채	6,315	3,749	6,905	7,587	7,060
매입채무및기타유동채무	1,803	2,078	3,290	3,344	3,438
단기차입금	2,011	1,246	1,806	1,806	1,806
유동성장기차입금	2,447	267	1,579	2,193	1,566
기타유동부채	54	157	230	244	251
비유동부채	2,776	7,344	7,688	5,854	5,353
장기매입채무및비유동채무	94	48	70	74	76
사채및장기차입금	2,455	6,694	6,644	4,744	4,244
기타비유동부채	227	602	974	1,036	1,033
부채총계	9,091	11,092	14,593	13,440	12,414
자본금	168	168	168	168	168
주식발행초과금	373	373	373	373	373
이익잉여금	6,447	7,130	8,181	9,404	10,682
기타자본	141	254	254	254	254
지배주주지분자본총계	7,129	7,925	8,976	10,198	11,477
비지배주주지분자본총계	-40	-14	-18	-18	-18
자본총계	7,089	7,911	8,958	10,180	11,459
순차입금	5,273	4,507	9,060	7,842	6,825
총차입금	6,913	8,208	10,029	8,743	7,616

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	560	2,100	937	2,176	2,057
당기순이익	70	774	1,147	1,324	1,379
감가상각비	620	668	894	900	902
무형자산상각비	16	17	16	17	17
외환손익	-28	45	0	0	0
자산처분손익	2	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-90	-90	-90
영업활동자산부채 증감	-388	33	-630	25	-152
기타	267	563	-400	0	0
투자활동현금흐름	-575	-1,182	-5,762	-956	-955
투자자산의 처분	232	-582	-1,332	-38	-19
유형자산의 처분	12	72	0	0	0
유형자산의 취득	-875	-729	-3,020	-918	-936
무형자산의 처분	0	-4	-1,410	0	0
기타	57	61	0	0	0
재무활동현금흐름	732	945	2,093	-1,325	-1,230
단기차입금의 증가	-373	-2,998	560	0	0
장기차입금의 증가	1,327	4,172	1,262	-1,287	-1,127
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-67	-67	-101	-101	-101
기타	-155	-162	372	62	-2
현금및현금성자산의순증가	729	1,889	-2,732	-106	-129
기초현금및현금성자산	462	1,190	3,079	347	242
기말현금및현금성자산	1,190	3,079	347	242	113
Gross Cash Flow	948	2,067	1,567	2,151	2,208
Op Free Cash Flow	-436	782	-2,881	1,436	1,265

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,451	22,300	34,252	39,360	41,015
BPS	211,974	235,636	266,883	303,237	341,247
주당EBITDA	35,975	65,387	81,035	85,259	86,222
CFPS	21,009	43,375	61,176	66,624	68,337
DPS	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	76.6	16.3	7.2	6.3	6.0
PBR	1.2	1.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.8	7.8	6.4	5.6	5.2
PCFR	12.6	8.4	4.1	3.7	3.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	9.6	7.9	8.0	7.9
영업이익률(핵심)	4.2	9.6	7.9	8.0	7.9
EBITDA margin	8.9	14.0	11.8	11.7	11.6
순이익률	0.5	4.9	5.0	5.4	5.5
자기자본이익률(ROE)	1.0	10.3	13.6	13.8	12.7
투하자본이익률(ROIC)	1.8	7.2	9.5	9.1	9.2
안정성(%)					
부채비율	128.2	140.2	162.9	132.0	108.3
순차입금비율	74.4	57.0	101.1	77.0	59.6
이자보상배율(배)	3.7	8.0	4.7	5.8	6.8
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.6	6.7	6.0	6.0
재고자산회전율	3.6	3.8	5.3	5.3	5.4
매입채무회전율	8.9	8.1	8.6	7.4	7.4

Compliance Notice

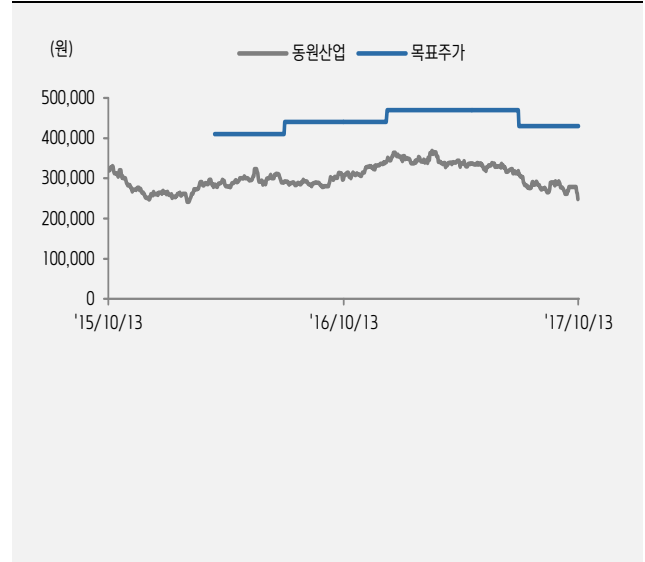
- 당사는 10월 12일 현재 '동원산업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
동원산업 (006040)	2016/04/05	BUY (Initiate)	410,000원	6개월	-30.22	-27.68
	2016/04/27	BUY (Maintain)	410,000원	6개월	-29.37	-26.83
	2016/05/09	BUY (Maintain)	410,000원	6개월	-27.57	-21.10
	2016/07/13	BUY (Maintain)	440,000원	6개월	-34.45	-33.41
	2016/08/02	BUY (Maintain)	440,000원	6개월	-33.19	-28.41
	2016/11/01	BUY (Maintain)	440,000원	6개월	-32.03	-24.89
	2016/11/29	BUY (Maintain)	440,000원	6개월	-31.01	-22.61
	2016/12/19	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-24.83	-22.66
	2017/01/17	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-25.50	-22.66
	2017/01/31	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-25.67	-22.66
	2017/02/10	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-26.19	-21.49
	2017/04/12	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-26.67	-21.49
	2017/05/10	BUY (Maintain)	470,000원	6개월	-27.31	-21.49
	2017/07/12	BUY (Maintain)	430,000원	6개월	-32.69	-27.91
	2017/08/01	BUY (Maintain)	430,000원	6개월	-34.73	-27.91
	2017/10/13	BUY (Maintain)	430,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

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

업종	적용기준(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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%