



BUY(Maintain)

목표주가: 450,000원 (상향)

주가(11/2): 289,500원

시가총액: 9,736억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 김승우

02) 3787-4705 seungwoo@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/2)		2,546.36pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	369,000원	245,000원
등락률	-21.54%	18.16%
수익률	절대	상대
1M	3.9%	-2.3%
6M	-13.6%	-24.7%
1Y	-7.5%	-28.1%

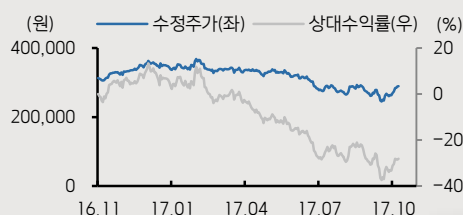
Company Data

발행주식수		3,363천주
일평균 거래량(3M)		5천주
외국인 지분율		6.36%
배당수익률(17E)		1.04%
BPS(17E)		279,192원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외	59.2%
	하나은행(KB자산운용)	5.8%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	13,597	15,764	23,571	25,240
보고영업이익	573	1,514	2,162	2,413
핵심영업이익	573	1,514	2,162	2,413
EBITDA	1,210	2,199	3,072	3,329
세전이익	211	1,469	2,128	2,320
순이익	70	774	1,582	1,680
지배주주지분순이익	116	750	1,566	1,680
EPS(원)	3,451	22,300	46,562	49,938
증감률(%YoY)	-80.9	546.2	108.8	7.3
PER(배)	76.6	16.3	6.2	5.8
PBR(배)	1.2	1.5	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	8.8	7.8	6.0	5.1
보고영업이익률(%)	4.2	9.6	9.2	9.6
핵심영업이익률(%)	4.2	9.6	9.2	9.6
ROE(%)	1.0	10.3	18.3	16.5
순부채비율(%)	74.4	57.0	93.0	65.7

Price Trend



동원산업 (006040)

Catch a big tuna



동원산업의 3Q17 연결기준 영업이익은 734억원으로 시장 컨센서스를 40% 상회하였다. 수산 시황 호조 속에 본사 유통 부문과 스타키스트의 호실적이 더해진 덕분이다. 참치어가가 비수기에도 강세를 보이는 가운데, 최근 들어 어획량이 회복되고 있고, 선망선의 부가가치 창출 범위가 넓어지고 있기 때문에, 4Q17 이후에도 실적 모멘텀이 강할 것으로 판단된다.

>>> 3Q17 영업이익 734억원으로 컨센서스 40% 상회

동원산업의 3Q17 연결기준 영업이익은 734억원(+63% YoY)으로 시장 컨센서스를 40% 상회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 283억원 개선된 이유는, 1) 동부익스프레스 인수 효과(130억), 2) Skipjack(가다랑어) 시황 호조와 선망선의 횡감용 참치 매출 확대에 따른 본사 영업이익 증가(+114억 YoY), 3) 고수익성 파우치 제품 확대와 제품 판가 조정에 따른 스타키스트 영업이익 증가(+76억 YoY)에 기인한다.

특히, 스타키스트의 달러기준 매출이 전년동기 대비 +13% 증가하면서, 영업이익률이 전년동기 대비 +1.6%p 개선되었고, 선망선 횡감용 참치(Super Tuna) 매출이 확대되면서, 유통 부문의 영업이익이 크게 증가한 것으로 추산된다.

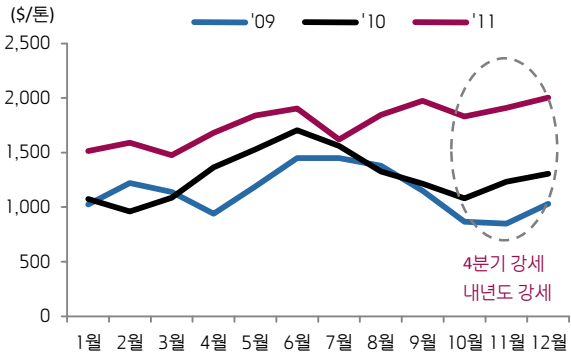
>>> 4Q17 영업이익 추정치 608억원으로 상향

동원산업의 4Q17 영업이익 추정치를 608억원으로 상향한다. 1) 참치어가가 비수기에도 강세를 보이는 가운데, 월별 참치 어획량이 10월부터 개선되고 있고(1.5만톤 수준), 2) 스타키스트의 고수익성 제품 비중이 확대되고 있으며, 3) 선망선의 횡감용 참치 생산으로 부가가치 창출 범위가 구조적으로 확대되고 있기 때문이다. 특히, 횡감용 참치 유통은 유럽 쪽으로 거래선을 다변화하고 있어, 수익성 레벨이 구조적으로 상향될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 45만원으로 상향

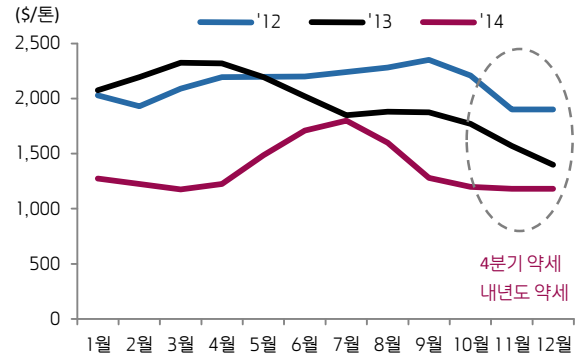
동원산업에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 45만원으로 상향한다. 동사는 **수산 시황 호조, 선망선의 부가가치 확대, 스타키스트의 구조적 성장**으로 인해, 실적이 구조적으로 Level-up 되고 있다. 더불어, 주가는 **내년 예상 PER과 PBR이 각각 5.8x, 0.9x로 밸류에이션 밴드 하단에 거래되고** 있어, 추가 상승 여지가 높은 것으로 판단된다.

월별 참치어가 추이(2009~11년)



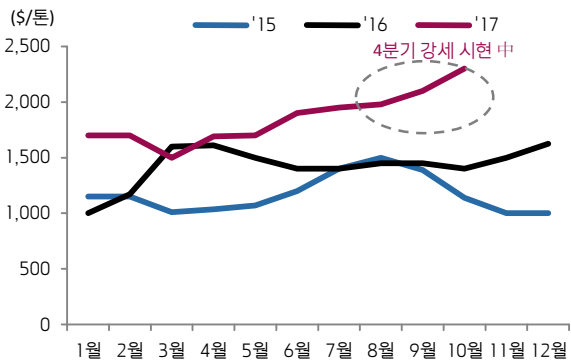
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

월별 참치어가 추이(2012~14년)



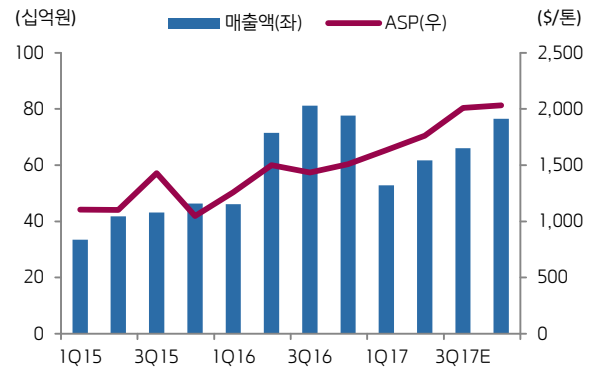
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

월별 참치어가 추이(2015~17년)



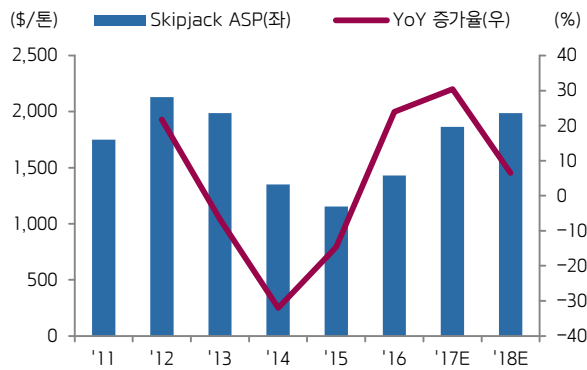
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

동원산업 Skipjack 매출액/ASP 추이 및 전망



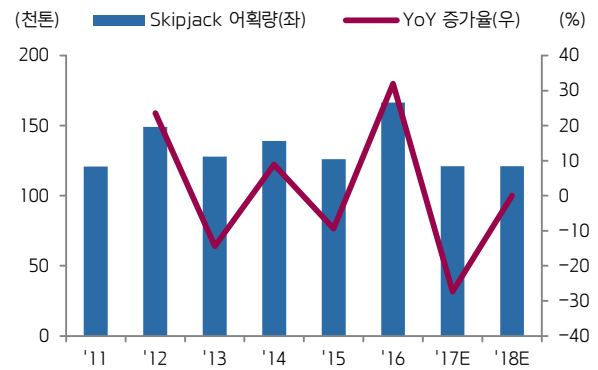
자료: 동원산업, Thai Union, 키움증권 리서치

동원산업 Skipjack ASP 추이 및 가정



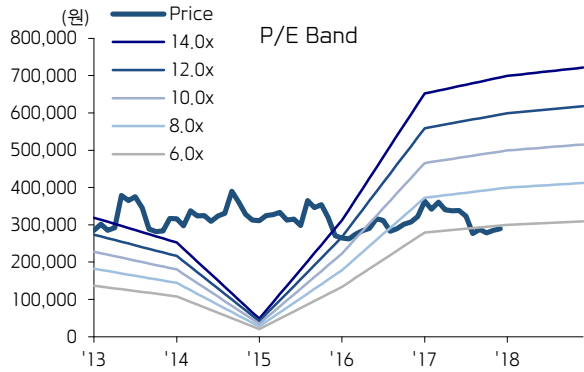
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업 Skipjack 어획량 추이 및 가정



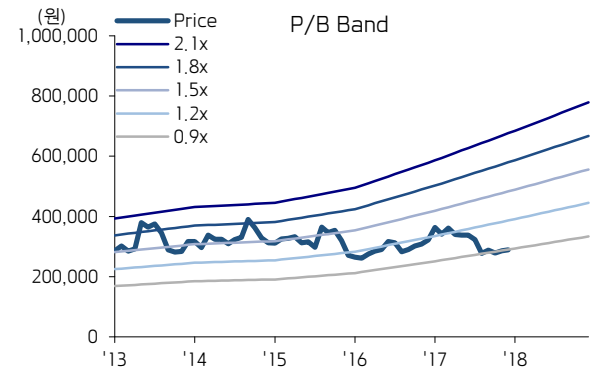
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

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	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	379.0	400.8	398.0	398.6	554.6	587.2	617.6	597.7	1,576.4	2,357.1	2,524.0
(YoY)	12.9%	17.4%	10.0%	24.3%	46.3%	46.5%	55.2%	49.9%	15.9%	49.5%	7.1%
수산	67.2	83.4	138.7	124.6	95.9	101.3	105.6	116.1	413.9	419.0	432.5
(YoY)	21.4%	24.8%	80.8%	86.5%	42.8%	21.6%	-23.9%	-6.8%	55.8%	1.2%	3.2%
유통	259.8	267.2	204.1	224.6	283.2	241.3	268.3	243.8	955.7	1,036.5	1,085.2
(YoY)	12.9%	17.8%	-13.5%	4.1%	9.0%	-9.7%	31.4%	8.5%	5.2%	8.5%	4.7%
물류	57.1	58.4	64.0	62.1	186.1	257.8	252.5	250.5	241.6	947.0	1,051.4
(YoY)	9.5%	13.7%	13.4%	19.8%	226.0%	341.7%	294.3%	303.2%	14.1%	291.9%	11.0%
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	123.9	106.5	303.3	409.6	447.7
(GPM)	15.6%	20.0%	21.8%	19.3%	15.8%	15.6%	20.1%	17.8%	19.2%	17.4%	17.7%
판매비	40.4	35.2	41.7	34.6	52.5	44.8	50.5	45.7	151.8	193.5	206.4
(판매비율)	10.7%	8.8%	10.5%	8.7%	9.5%	7.6%	8.2%	7.7%	9.6%	8.2%	8.2%
영업이익	18.7	45.2	45.1	42.4	34.9	47.1	73.4	60.8	151.4	216.2	241.3
(OPM)	4.9%	11.3%	11.3%	10.6%	6.3%	8.0%	11.9%	10.2%	9.6%	9.2%	9.6%
수산	-3.2	15.9	15.7	17.3	3.6	7.6	15.8	18.2	45.7	45.3	53.1
(OPM)	-4.7%	19.1%	11.3%	13.9%	3.8%	7.5%	15.0%	15.7%	11.1%	10.8%	12.3%
유통	19.7	22.6	26.4	21.0	20.0	22.0	41.5	26.7	89.8	110.1	120.9
(OPM)	7.6%	8.5%	12.9%	9.3%	7.1%	9.1%	15.5%	11.0%	9.4%	10.6%	11.1%
물류	2.9	3.1	2.9	2.5	10.7	17.4	16.1	14.1	11.3	58.3	64.7
(OPM)	5.0%	5.3%	4.6%	4.0%	5.7%	6.7%	6.4%	5.6%	4.7%	6.2%	6.2%
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	73.1	57.7	146.9	212.8	232.0
당기순이익	13.0	21.5	31.3	11.7	28.7	26.2	61.4	41.8	77.4	158.2	168.0
지배주주순이익	13.8	19.7	30.8	10.6	28.7	26.7	59.4	41.8	75.0	156.6	168.0
(YoY)	흑전	229.8%	82.9%	흑전	107.4%	35.7%	92.5%	293.0%	546.2%	108.8%	7.3%
주요가정											
Skipjack Price(\$/톤)	1,257	1,500	1,433	1,508	1,633	1,763	2,010	2,033	1,430	1,865	1,987
원/달러 평균환율	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,129	1,132	1,140	1,161	1,139	1,140
어획량(천톤)	31	41	51	45	28	31	29	33	167	121	121

자료: 동원산업, 키움증권 리서치

주: 1) 3Q17 실적 중예, 회색으로 표시된 수치는 당사 추정치

동원산업 목표주가 변경 내역

PER Valuation		PBR Valuation	
'18E EPS(원)	49,938	'18E BPS(원)	326,131
Target PER(배)	10	Target PBR(배)	1.2
적정주가(A)(원)	499,383	적정주가(B)(원)	391,358
목표주가	450,000	(A)와 (B)의 평균 값. 만원 이하 반올림	

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,597	15,764	23,571	25,240	25,926
매출원가	11,471	12,731	19,475	20,763	21,387
매출총이익	2,127	3,033	4,096	4,477	4,539
판매비및일반관리비	1,553	1,518	1,935	2,064	2,093
영업이익(보고)	573	1,514	2,162	2,413	2,446
영업이익(핵심)	573	1,514	2,162	2,413	2,446
영업외손익	-362	-45	-34	-93	-46
이자수익	54	60	47	50	52
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	212	101	104
법인세차감전이익	211	1,469	2,128	2,320	2,400
법인세비용	141	695	546	640	662
유효법인세율 (%)	66.8%	47.3%	25.6%	27.6%	27.6%
당기순이익	70	774	1,582	1,680	1,738
지배주주지분순이익(억원)	116	750	1,566	1,680	1,738
EBITDA	1,210	2,199	3,072	3,329	3,365
현금순이익(Cash Earnings)	707	1,459	2,492	2,596	2,657
수정당기순이익	71	777	1,582	1,680	1,738
증감율(% YoY)					
매출액	-1.7	15.9	49.5	7.1	2.7
영업이익(보고)	-29.3	164.1	42.7	11.6	1.4
영업이익(핵심)	-29.3	164.1	42.7	11.6	1.4
EBITDA	-14.5	81.8	39.7	8.4	1.1
지배주주지분 당기순이익	-80.9	546.2	108.8	7.3	3.5
EPS	-80.9	546.2	108.8	7.3	3.5
수정순이익	-86.2	987.9	103.7	6.2	3.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,801	10,554	10,180	10,539	11,031
현금및현금성자산	1,190	3,079	657	853	1,082
유동금융자산	449	622	636	681	700
매출채권및유동채권	2,018	2,788	4,172	4,242	4,357
재고자산	4,143	4,065	4,714	4,762	4,892
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,379	8,449	13,907	14,023	14,141
장기매출채권및기타비유동채권	266	234	349	374	384
투자자산	1,261	1,355	2,777	2,867	2,958
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	24,087	24,562	25,173
유동부채	6,315	3,749	6,988	7,708	7,182
매입채무및기타유동채무	1,803	2,078	3,367	3,457	3,552
단기차입금	2,011	1,246	1,806	1,806	1,806
유동성장기차입금	2,447	267	1,579	2,193	1,566
기타유동부채	54	157	235	252	259
비유동부채	2,776	7,344	7,707	5,883	5,383
장기매입채무및비유동채무	94	48	72	77	79
사채및장기차입금	2,455	6,694	6,644	4,744	4,244
기타비유동부채	227	602	991	1,062	1,060
부채총계	9,091	11,092	14,695	13,591	12,565
자본금	168	168	168	168	168
주식발행초과금	373	373	373	373	373
이익잉여금	6,447	7,130	8,595	10,174	11,810
기타자본	141	254	254	254	254
지배주주지분자본총계	7,129	7,925	9,390	10,968	12,605
비지배주주지분자본총계	-40	-14	2	2	2
자본총계	7,089	7,911	9,392	10,971	12,608
순차입금	5,273	4,507	8,736	7,208	5,833
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	1,245	2,476	2,415
당기순이익	70	774	1,582	1,680	1,738
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	-757	-31	-152
기타	267	563	-400	0	0
투자활동현금흐름	-575	-1,182	-5,777	-964	-955
투자자산의 처분	232	-582	-1,347	-46	-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	2,110	-1,316	-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	390	71	-2
현금및현금성자산의순증가	729	1,889	-2,422	196	229
기초현금및현금성자산	462	1,190	3,079	657	853
기말현금및현금성자산	1,190	3,079	657	853	1,082
Gross Cash Flow	948	2,067	2,002	2,506	2,567
Op Free Cash Flow	-436	782	-2,670	1,715	1,601

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,451	22,300	46,562	49,938	51,671
BPS	211,974	235,636	279,192	326,131	374,803
주당EBITDA	35,975	65,387	91,331	98,997	100,045
CFPS	21,009	43,375	74,096	77,202	78,992
DPS	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	76.6	16.3	6.2	5.8	5.6
PBR	1.2	1.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.8	7.8	6.0	5.1	4.6
PCFR	12.6	8.4	3.9	3.7	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	9.6	9.2	9.6	9.4
영업이익률(핵심)	4.2	9.6	9.2	9.6	9.4
EBITDA margin	8.9	14.0	13.0	13.2	13.0
순이익률	0.5	4.9	6.7	6.7	6.7
자기자본이익률(ROE)	1.0	10.3	18.3	16.5	14.7
투하자본이익률(ROIC)	1.8	7.2	11.9	11.2	11.3
안정성(%)					
부채비율	128.2	140.2	156.5	123.9	99.7
순차입금비율	74.4	57.0	93.0	65.7	46.3
이자보상배율(배)	3.7	8.0	5.6	7.2	8.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.6	6.8	6.0	6.0
재고자산회전율	3.6	3.8	5.4	5.3	5.4
매입채무회전율	8.9	8.1	8.7	7.4	7.4

Compliance Notice

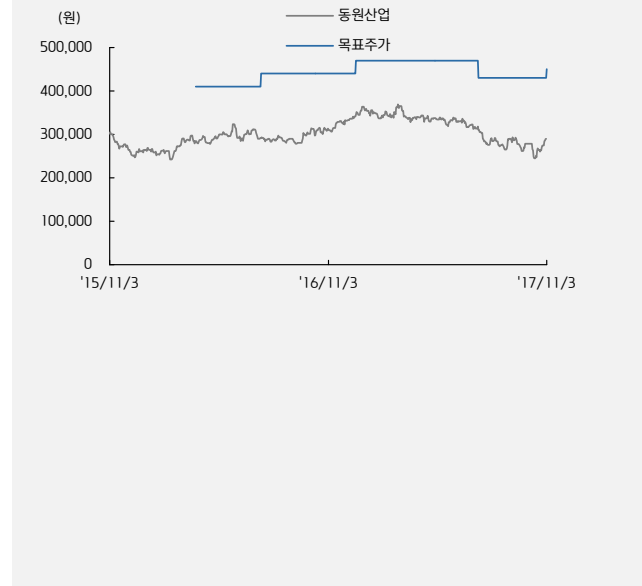
- 당사는 11월 2일 현재 '동원산업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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	-35.36	-27.91
	2017/11/03	BUY (Maintain)	450,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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%