



BUY(Maintain)

목표주가: 420,000원 (하향)

주가(2/7): 317,500원

시가총액: 10,678억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/7)		2,396.56pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	369,000원	245,000원
등락률	-13.96%	29.59%
수익률	절대	상대
1M	-2.3%	1.8%
6M	10.8%	10.9%
1Y	-9.8%	-21.9%

Company Data

발행주식수		3,363천주
일평균 거래량(3M)		6천주
외국인 지분율		7.44%
배당수익률(17P)		1.19%
BPS(17P)		279,509원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외	59.2%
	하나은행(KB자산운용)	5.8%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	15,764	24,110	25,242	26,046
보고영업이익	1,514	2,232	2,441	2,573
핵심영업이익	1,514	2,232	2,441	2,573
EBITDA	2,199	3,143	3,357	3,492
세전이익	1,469	2,132	2,384	2,566
순이익	774	1,582	1,838	1,978
지배주주지분순이익	750	1,577	1,838	1,978
EPS(원)	22,300	46,878	54,647	58,825
증감률(%YoY)	546.2	110.2	16.6	7.6
PER(배)	16.3	7.2	5.8	5.4
PBR(배)	1.5	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	7.8	6.4	5.3	4.7
보고영업이익률(%)	9.6	9.3	9.7	9.9
핵심영업이익률(%)	9.6	9.3	9.7	9.9
ROE(%)	10.3	18.3	17.9	16.5
순부채비율(%)	57.0	95.0	65.3	44.5

Price Trend



동원산업 (006040)

선망선의 부가가치가 확대되는 중



동원산업의 4Q17 연결기준 영업이익은 654억원으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 가다랑어 가격 상승, 어획 Mix 개선, 어획량 호조에 동부익스프레스 인수효과가 더해진 덕분이다. 올해 1분기에도 어획량 회복과 Super Tuna 매출 확대로 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 기대된다.

>>> 4Q17 영업이익 654억원으로 컨센서스 부합

동원산업의 4Q17 연결기준 영업이익은 654억원(+54% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합하였다. 영업이익이 전년동기 대비 230억원 개선된 이유는, 1) 동부익스프레스 인수 효과(106억), 2) 가다랑어(Skipjack) 가격 상승과 어획 Mix 개선에 따른 수산부문 ASP 증가, 3) 어획량 호조에 기인한다.

다만, 스타키스트는 연말 비용 집행 등의 영향으로, 영업이익이 전년동기 대비 감소한 것으로 추산된다(-70억원 YoY).

>>> 1Q18 영업이익 437억원 전망

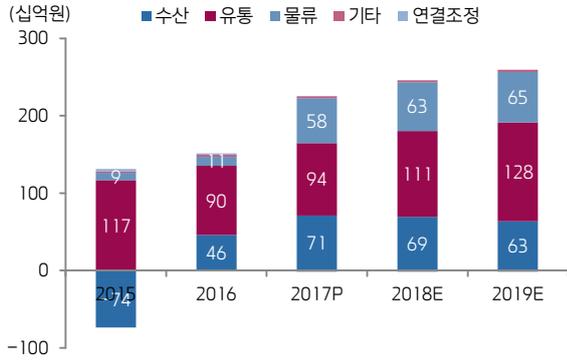
동원산업의 1Q18 영업이익은 437억원(+25% YoY)으로 전망된다. 1) 동부익스프레스가 작년과 달리 3개월 분기 모두 실적에 반영되고, 2) 어획량 회복으로 가다랑어 매출액이 88억원 정도 증가할 것으로 추산되며, 3) Super Tuna 매출액이 증가하면서 선망선의 부가가치 창출 범위가 확대되고 있기 때문이다.

다만, 최근 어가 하락과 원화 강세 흐름을 반영하여, 실적 전망치는 다소 하향 조정하였다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 42만원 제시

동원산업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 42만원을 제시한다(실적 추정치 및 Target Valuation 하향 조정). 당사는 Super Tuna 매출액 증가로 선망선의 부가가치 창출 범위가 확대되고('18년 +200억 YoY), 가다랑어 어획량이 회복하면서, 올해 상반기에 실적 모멘텀이 비교적 강할 것으로 추산된다. 올해 예상 기준 PER도 5.8배 수준으로 업종 내에서 비교적 낮은 편이다.

사업부별 영업이익 추이 및 전망



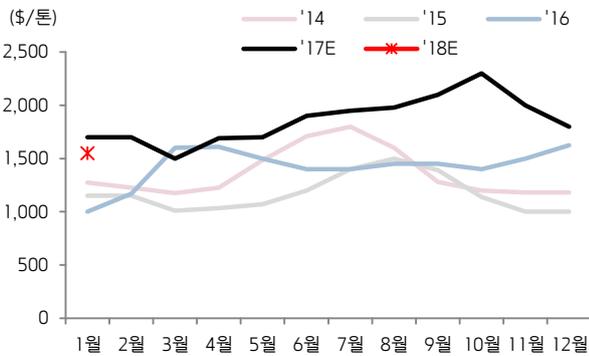
자료: Thai Union, 키움증권 리서치(Skipjack 기준)

별도기준 매출액 및 영업이익의 YoY 증감액 추이



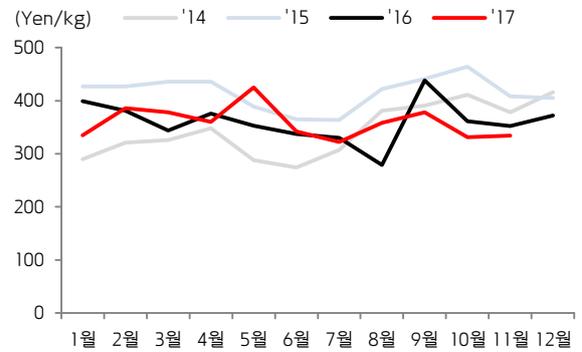
자료: 동원산업

월별 Skipjack 시세 추이(2014~18년)



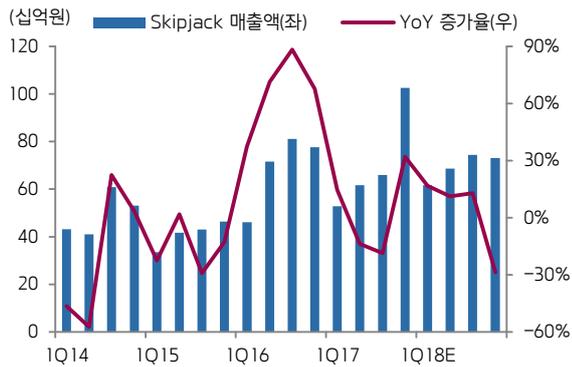
자료: Thai Union, 키움증권 리서치

월별 Albacore 시세 추이(2014~17년)



자료: OPRT, 키움증권 리서치(냉동시세 기준)

동원산업 Skipjack 매출액 추이 및 전망



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업 Skipjack ASP 추이 및 가정



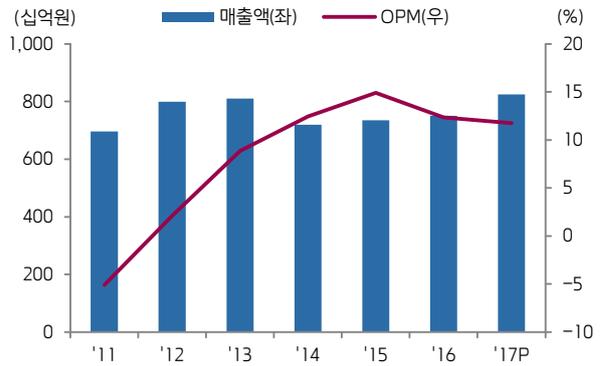
자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업 어획량 추이 및 가정



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

스타키스트 실적 추이



자료: 동원산업, 키움증권 리서치

동원산업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	554.6	587.2	617.6	651.7	635.5	613.0	644.5	631.2	1,576.4	2,411.1	2,524.2	2,604.6
(YoY)	46.3%	46.5%	55.2%	63.5%	14.6%	4.4%	4.4%	-3.1%	15.9%	52.9%	4.7%	3.2%
수산	95.9	101.3	111.9	148.5	107.6	114.6	120.4	119.0	413.9	457.7	461.6	461.6
(YoY)	42.8%	21.6%	-19.3%	19.2%	12.1%	13.1%	7.6%	-19.9%	55.8%	10.6%	0.9%	0.0%
유통	283.2	241.3	278.6	265.4	281.3	245.4	291.4	261.8	955.7	1,068.4	1,079.9	1,107.4
(YoY)	9.0%	-9.7%	36.5%	18.1%	-0.6%	1.7%	4.6%	-1.3%	5.2%	11.8%	1.1%	2.5%
물류	186.1	257.8	263.5	250.5	257.1	266.1	269.1	263.1	241.6	957.9	1,055.4	1,108.1
(YoY)	226.0%	341.7%	311.4%	303.2%	38.2%	3.2%	2.1%	5.0%	14.1%	296.4%	10.2%	5.0%
기타	2.5	2.5	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5	2.6	10.0	10.0	10.2	10.4
연결조정	-13.1	-15.7	-38.9	-15.2	-13.1	-15.7	-38.9	-15.2	-44.8	-82.9	-82.9	-82.9
영업이익	34.9	47.1	75.9	65.4	43.7	60.9	72.8	66.7	151.4	223.2	244.1	257.3
(YoY)	86.2%	4.2%	68.3%	54.1%	25.2%	29.3%	-4.1%	2.0%	164.1%	47.4%	9.3%	5.4%
(OPM)	6.3%	8.0%	12.3%	10.0%	6.9%	9.9%	11.3%	10.6%	9.6%	9.3%	9.7%	9.9%
수산	3.6	7.6	23.8	36.0	9.8	16.0	23.5	20.2	45.7	71.1	69.5	63.4
(OPM)	3.8%	7.5%	21.3%	24.2%	9.1%	14.0%	19.5%	16.9%	11.1%	15.5%	15.1%	13.7%
유통	20.0	22.0	37.1	14.5	18.6	27.4	34.0	30.9	89.8	93.5	110.9	128.1
(OPM)	7.1%	9.1%	13.3%	5.5%	6.6%	11.2%	11.7%	11.8%	9.4%	8.8%	10.3%	11.6%
물류	10.7	17.4	16.8	13.2	14.7	17.3	17.1	13.9	11.3	58.1	63.0	65.1
(OPM)	5.7%	6.7%	6.4%	5.3%	5.7%	6.5%	6.4%	5.3%	4.7%	6.1%	6.0%	5.9%
기타	0.9	0.4	0.8	0.5	1.0	0.4	0.8	0.5	3.0	2.6	2.6	2.7
연결조정	-0.4	-0.3	-2.6	1.2	-0.4	-0.3	-2.6	1.2	1.6	-2.0	-2.0	-2.0
세전이익	36.5	45.5	75.5	55.7	41.1	59.9	72.9	64.5	146.9	213.2	238.4	256.6
당기순이익	28.7	26.2	63.9	39.3	31.7	46.2	56.2	49.7	77.4	158.2	183.8	197.8
지배주순이익	28.7	26.7	62.9	39.3	31.7	46.2	56.2	49.7	75.0	157.7	183.8	197.8
(YoY)	107.4%	35.7%	104.0%	269.7%	10.5%	72.7%	-10.6%	26.3%	546.2%	110.2%	16.6%	7.6%
주요가정												
Skipjack Price(\$/톤)	1,633	1,763	2,010	2,033	1,600	1,783	1,933	1,750	1,430	1,875	1,766	1,766
원/달러 평균환율	1,154	1,129	1,132	1,108	1,070	1,070	1,070	1,070	1,161	1,131	1,070	1,070
어획량(천톤)	28	31	29	46	36	36	36	39	167	134	147	147

자료: 동원산업, 키움증권 리서치

주: 1) 4Q17 및 2017년 연간 실적 중에, 회색으로 표시된 수치는 당사 추정치

동원산업 목표주가 산출 내역

PER Valuation		PBR Valuation	
'18E EPS(원)	54,647	'18E BPS(원)	330,153
Target PER(배)	8.0	Target PBR(배)	1.2
적정주가(A)(원)	437,176	적정주가(B)(원)	396,183

목표주가 **420,000** (A)와 (B)의 평균 값. 만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치(최근 어가 하락 및 원화 강세 흐름을 반영하여, Target PER을 10배에서 8배로 하향)

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	13,597	15,764	24,110	25,242	26,046
매출원가	11,471	12,731	19,822	20,698	21,211
매출총이익	2,127	3,033	4,288	4,544	4,836
판매비및일반관리비	1,553	1,518	2,056	2,103	2,262
영업이익(보고)	573	1,514	2,232	2,441	2,573
영업이익(핵심)	573	1,514	2,232	2,441	2,573
영업외손익	-362	-45	-100	-57	-7
이자수익	54	60	25	25	26
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	149	195	0	0	0
이자비용	155	188	353	353	308
외환손실	208	221	0	0	0
관계기업지분법손익	53	125	170	170	170
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-5	-206	0	0
기타	-253	-11	264	101	104
법인세차감전이익	211	1,469	2,132	2,384	2,566
법인세비용	141	695	550	546	588
유효법인세율 (%)	66.8%	47.3%	25.8%	22.9%	22.9%
당기순이익	70	774	1,582	1,838	1,978
지배주주지분순이익(억원)	116	750	1,577	1,838	1,978
EBITDA	1,210	2,199	3,143	3,357	3,492
현금순이익(Cash Earnings)	707	1,459	2,492	2,755	2,897
수정당기순이익	71	777	1,735	1,838	1,978
증감율(% , YoY)					
매출액	-1.7	15.9	52.9	4.7	3.2
영업이익(보고)	-29.3	164.1	47.4	9.3	5.4
영업이익(핵심)	-29.3	164.1	47.4	9.3	5.4
EBITDA	-14.5	81.8	42.9	6.8	4.0
지배주주지분 당기순이익	-80.9	546.2	110.2	16.6	7.6
EPS	-80.9	546.2	110.2	16.6	7.6
수정순이익	-86.2	987.9	123.4	5.9	7.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	560	2,100	1,037	2,681	2,549
당기순이익	70	774	1,582	1,838	1,978
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	-170	-170	-170
영업활동자산부채 증감	-388	33	-885	96	-178
기타	267	563	-400	0	0
투자활동현금흐름	-575	-1,182	-5,791	-949	-958
투자자산의 처분	232	-582	-1,361	-31	-22
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	2,128	-1,367	-1,260
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	-135	-135
기타	-155	-162	407	54	1
현금및현금성자산의순증가	729	1,889	-2,626	365	331
기초현금및현금성자산	462	1,190	3,079	453	818
기말현금및현금성자산	1,190	3,079	453	818	1,148
Gross Cash Flow	948	2,067	1,922	2,585	2,727
Op Free Cash Flow	-436	782	-2,748	1,977	1,788

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	7,801	10,554	10,193	10,504	11,143
현금및현금성자산	1,190	3,079	453	818	1,148
유동금융자산	449	622	651	682	703
매출채권및유동채권	2,018	2,788	4,267	4,242	4,377
재고자산	4,143	4,065	4,822	4,763	4,914
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,379	8,449	13,995	14,183	14,383
장기매출채권및기타비유동채권	266	234	357	374	386
투자자산	1,261	1,355	2,857	3,027	3,197
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	24,188	24,687	25,526
유동부채	6,315	3,749	7,070	7,708	7,200
매입채무및기타유동채무	1,803	2,078	3,444	3,458	3,568
단기차입금	2,011	1,246	1,806	1,806	1,806
유동성장기차입금	2,447	267	1,579	2,193	1,566
기타유동부채	54	157	241	252	260
비유동부채	2,776	7,344	7,726	5,883	5,387
장기매입채무및비유동채무	94	48	73	77	79
사채및장기차입금	2,455	6,694	6,644	4,744	4,244
기타비유동부채	227	602	1,009	1,063	1,064
부채총계	9,091	11,092	14,796	13,592	12,587
자본금	168	168	168	168	168
주식발행초과금	373	373	373	373	373
이익잉여금	6,447	7,130	8,606	10,309	12,153
기타자본	141	254	254	254	254
자배주주지분자본총계	7,129	7,925	9,400	11,104	12,947
비지배주주지분자본총계	-40	-14	-8	-8	-8
자본총계	7,089	7,911	9,392	11,095	12,939
순차입금	5,273	4,507	8,925	7,244	5,764
총차입금	6,913	8,208	10,029	8,743	7,616

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,451	22,300	46,878	54,647	58,825
BPS	211,974	235,636	279,509	330,153	384,975
주당EBITDA	35,975	65,387	93,438	99,829	103,832
CFPS	21,009	43,375	74,094	81,911	86,146
DPS	2,000	3,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	76.6	16.3	7.2	5.8	5.4
PBR	1.2	1.5	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	8.8	7.8	6.4	5.3	4.7
PCFR	12.6	8.4	4.5	3.9	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	9.6	9.3	9.7	9.9
영업이익률(핵심)	4.2	9.6	9.3	9.7	9.9
EBITDA margin	8.9	14.0	13.0	13.3	13.4
순이익률	0.5	4.9	6.6	7.3	7.6
자기자본이익률(ROE)	1.0	10.3	18.3	17.9	16.5
투자자본이익률(ROIC)	1.8	7.2	12.2	12.0	12.6
안정성(%)					
부채비율	128.2	140.2	157.5	122.5	97.3
순차입금비율	74.4	57.0	95.0	65.3	44.5
이자보상배율(배)	3.7	8.0	6.3	6.9	8.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.6	6.8	5.9	6.0
재고자산회전율	3.6	3.8	5.4	5.3	5.4
매입채무회전율	8.9	8.1	8.7	7.3	7.4

Compliance Notice

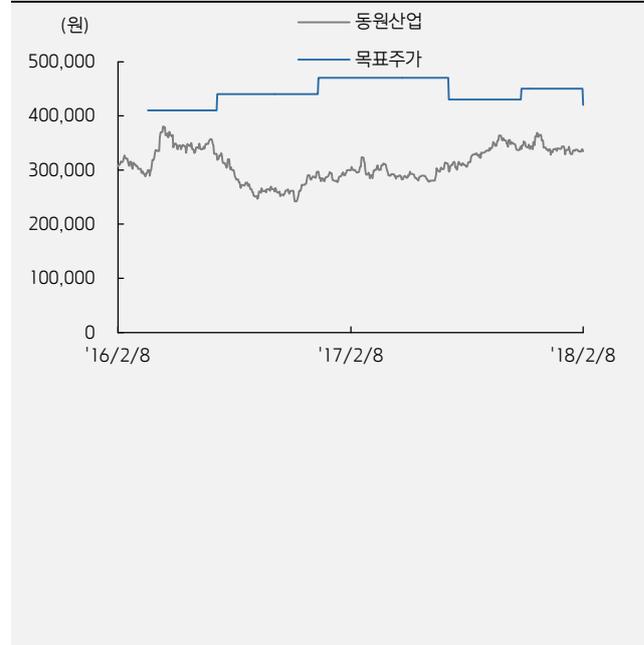
- 당사는 2월 7일 현재 '동원산업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-29.36	-27.56
	2017/11/20	BUY (Maintain)	450,000원	6개월	-27.62	-24.00
2018/02/08	BUY (Maintain)	420,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%