



Buy(Maintain)

목표주가: 440,000원

주가(7/12): 291,500원

시가총액: 9,804억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/12)		1,991.23pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	380,500원	242,000원
등락률	-23.39%	20.45%
수익률	절대	상대
1W	0.3%	1.7%
1M	9.4%	3.9%
1Y	-13.0%	-11.2%

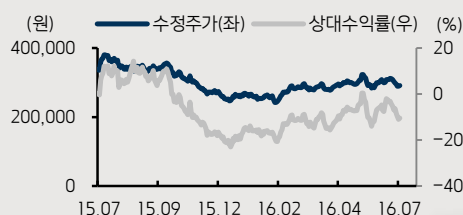
Company Data

발행주식수	3,363천주
일평균 거래량(3M)	3천주
외국인 지분율	4.61%
배당수익률(16E)	0.69%
BPS(16E)	234,938원
주요 주주	동원엔터프라이즈 59.24%
	하나은행(KB자산운용) 5.93%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,597	14,893	15,204	15,583
보고영업이익	573	1,245	1,308	1,406
핵심영업이익	573	1,245	1,308	1,406
EBITDA	1,210	1,907	1,968	2,064
세전이익	211	1,102	1,158	1,257
순이익	70	831	878	953
지배주주지분순이익	116	840	878	953
EPS(원)	3,451	24,975	26,095	28,329
증감률(%YoY)	-80.9	623.7	4.5	8.6
PER(배)	76.6	11.7	11.2	10.3
PBR(배)	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	8.8	7.5	7.0	6.3
보고영업이익률(%)	4.2	8.4	8.6	9.0
핵심영업이익률(%)	4.2	8.4	8.6	9.0
ROE(%)	1.0	11.1	10.6	10.5
순부채비율(%)	74.4	58.8	44.8	32.5

Price Trend



기업분석

동원산업 (006040)

남다른 Cycle



동원산업의 2분기 예상 영업이익을 410억원으로 상향한다. 동사는 어가 상승과 어선 믹스 개선에 힘입어, 수산 부문의 영업이익이 전년동기 대비 293억원 증가할 것으로 판단된다. 내년부터 미국의 중서부태평양 조업일 수가 40% 감소하기 때문에, 어가가 더욱 강세를 보일 가능성이 높고, 동사의 조업지역이 인도양으로 다각화 되는 점도 긍정적이다. 목표주가를 44만원으로 상향한다.

>>> 2분기 실적 예상치 상향 조정

동원산업의 2분기 예상 영업이익을 410억원으로 상향한다. 1) 선망참치의 원화 기준 판가가 YoY 44% 상승하고, 2) S급 어선 확대 효과에 힘입어 선망참치 어획량이 YoY 19% 증가할 것으로 판단된다. 본사 수산업이 흑자전환 하면서, 미국 자회사 스타키스트의 원가 상승 요인을 충분히 상쇄할 것으로 판단된다.

>>> 어가의 강세와 조업지역 다각화 효과 기대

올해에 이어 내년에도 참치어가가 강세를 보일 가능성이 높다. 그 이유는, 미국 ATA와 FFA간의 새로 체결된 Tuna Treaty에 따라, 내년부터 미국의 연간 중서부태평양 조업일 수가 40% 감소하기 때문이다. 이러한 조업일 수 축소로 인해, 글로벌 Skipjack 공급이 감소할 수 있기 때문에, 내년도 연평균 어가가 올해 보다 상승할 가능성이 높다.

또한, 동사는 기존의 중서부태평양 위주의 조업에서 벗어나, 인도양으로 조업지역을 확대해 나가고 있다. 올해 동사의 인도양 어획량은 전년 어획량의 2배 이상으로 증가할 것으로 추산되며, 이러한 조업지역 다각화는 중서부태평양 연안국에 대한 동사의 교섭력을 강화하는데 큰 도움이 될 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 44만원으로 상향

동원산업에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 44만원으로 상향한다. 올해 동원산업의 실적 개선 폭은 업종 내에서 가장 돋보일 것으로 전망된다. 어가, 어획량, 환율, 유가 등의 핵심 변수가 전년 대비 양호한 상황이기 때문이다. 더불어 인도양으로 조업지역이 다각화 되면서, 중서부태평양 조업 의존도가 하락하는 점도, 중장기적으로 긍정적인 요소이다.

2분기 실적 예상치 상향 조정

동원산업의 2분기 영업이익은 전년동기 대비 178% 증가한 410억원으로 예상된다. 1) 참치어가 강세로 인해 선망참치의 원화 기준 판가가 전년동기 대비 44% 상승하고, 2) S급 어선 확대 효과로 인해 어획량이 전년동기 대비 19% 증가하기 때문이다. 동사의 자회사인 스타키스트(미국 참치캔 MS 1위)는 어가 상승에 따른 원가 상승 부담이 있으나, 본사의 수산업에서 영업이익이 전년동기 대비 293억원 정도 개선되면서, 해당 원가 상승분을 충분히 상쇄할 것으로 판단된다.

참치어가 내년에도 강세 가능

올해에 이어 내년에도 참치어가 강세를 보일 가능성이 높다. 최근에 발표된 미국 ATA(American Tunaboat Association)와 중서부태평양 연안국 FFA(Pacific Island Forum Fisheries Agency)간의 협상 결과에 따르면, 내년부터 미국의 중서부태평양 내 연간 조업일 수가 5,959일에서 3,500일로 감소한다(2017~23년까지 적용). 이에 따라, 연간 미국 조업일 수가 약 40% 축소되고, 전체 공급이 5% 내외 줄어드는 효과가 발생하기 때문에, 입어로 단가가 상승분을 어가 상승을 통해 충분히 상쇄할 것으로 판단된다. 이러한 미국의 조업일 수 축소는, 2009년부터 조업일 수 기반으로 입어료를 산정한 이래 처음 있는 일이라는 점에서 의의가 있다.

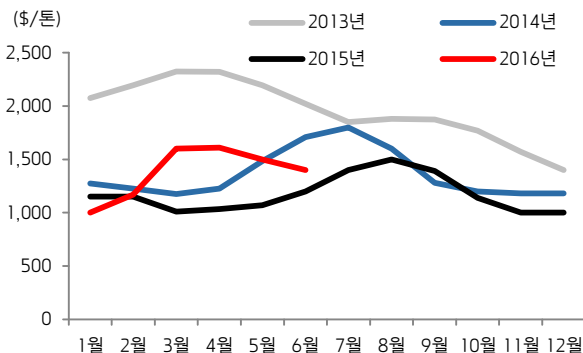
조업지역 다각화 효과 기대

구조적으로는 동원산업의 조업지역 다각화 효과가 기대된다. 현재 동사의 연간 Skipjack 어획량은 14만톤 수준인데, 이 중 인도양 어획량이 올해 2만톤까지 증가할 것으로 추산된다. 작년의 인도양 어획량은 7~8천톤 수준에 그쳤으나, 1) 선장 인력을 인도양 어장에 밝은 사람으로 교체하였고, 2) 인도양에도 S급 선박을 투입한 효과가 나타나면서, 올해 인도양 어획량이 전년 어획량의 2배 이상으로 증가할 것으로 판단된다. 인도양의 입어료는 중서부태평양과 비교하여 절반 정도 수준이고, 단가가 높은 Yellowfin 비중이 높기 때문에, 영업이익률이 중서부태평양 보다 10%pt 이상 높을 것으로 추산된다. 또한, 이러한 조업지역 다각화를 통해, 중서부태평양 연안국들에 대한 교섭력이 강화될 수 있다. 입어료를 무리하게 올려달라고 요구할 경우, 중서부태평양 조업 비중을 줄이고, 인도양 조업 비중을 늘려서 대응할 수 있기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 44만원으로 상향

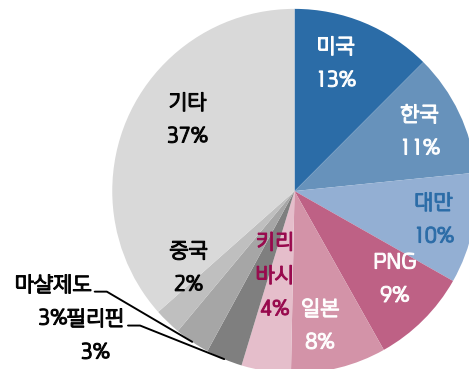
동원산업에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 44만원으로 상향한다. 동사는 1) 어가 상승, 2) S급 어선 확대에 의한 어획량 확대, 3) 조업지역 다각화를 통해, 중장기적으로 실적 레벨이 한 단계 상승할 것으로 판단된다.

Skipjack 어가 추이







자료: Thai Union

중서부태평양 선적별 Skipjack 어획량 비중



자료: WCPFC(2014년 기준)

참치의 종류

어종	설명
Skipjack (가다랑어) 	<ul style="list-style-type: none"> - 참치캔에 흔히 사용되는 참치 어종. 4~6 월에 신선도가 좋음. - 전 세계적으로 가장 많이 잡히고, 특히 중서부태평양에서의 어획이 좋음
Albacore (날개다랑어) 	<ul style="list-style-type: none"> - 참치캔 혹은 횡감으로 쓰임. 5~11 월에 신선도가 좋음. - 4 대 어종 중에서 어획 비중은 가장 낮은 편 - 가다랑어 보다는 단가가 비싸고 품질이 좋지만, 황다랑어 보다는 낮은 편
Yellowfin (황다랑어) 	<ul style="list-style-type: none"> - 참치캔 혹은 횡감으로 쓰임. 6~9 월에 신선도가 좋음. - 주로 유럽 지역에서 참치 캔의 재료로 사용됨 - 품질이 좋은 황다랑어는 주로 일본으로 수출됨
Bigeye (눈다랑어) 	<ul style="list-style-type: none"> - 참치 횡감으로 쓰임. 7~10 월에 신선도가 좋음. - 참다랑어 다음의 퀄리티로, 단가도 4 대 참치 어종 중에 가장 높은 편.

자료: 키움증권 리서치

동원산업 연결기준 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	335.8	341.4	361.8	320.8	379.0	390.0	384.9	335.4	1,359.7	1,489.3	1,520.4
(YoY)	-11.1%	12.7%	-0.4%	-5.7%	12.9%	14.2%	6.4%	4.6%	-1.7%	9.5%	2.1%
수산	55.3	66.8	76.7	66.8	67.2	96.5	85.5	71.9	265.7	321.1	328.8
(YoY)	-18.9%	11.1%	-20.6%	36.9%	21.4%	44.5%	11.4%	7.6%	-3.0%	20.9%	2.4%
유통	230.1	226.8	236.1	215.7	259.8	243.1	247.5	222.6	908.6	973.0	985.0
(YoY)	-13.5%	15.7%	6.6%	-13.7%	12.9%	7.2%	4.8%	3.2%	-2.6%	7.1%	1.2%
물류	52.1	51.3	56.5	51.9	57.1	53.9	59.3	54.5	211.8	224.7	236.0
(YoY)	10.4%	9.0%	8.4%	2.3%	9.5%	5.0%	5.0%	5.0%	7.4%	6.1%	5.0%
기타	2.1	2.3	2.9	1.7	2.4	2.3	3.0	1.7	9.0	9.4	9.6
(YoY)	7.8%	3.2%	45.3%	-26.2%	12.3%	2.0%	2.0%	2.0%	6.1%	4.4%	2.0%
연결조정	-3.8	-5.8	-10.4	-15.4	-7.4	-5.8	-10.4	-15.4	-35.3	-38.9	-38.9
매출총이익	41.8	51.8	64.3	54.8	59.1	75.6	69.1	61.3	212.7	265.2	273.0
(GPM)	12.5%	15.2%	17.8%	17.1%	15.6%	19.4%	17.9%	18.3%	15.6%	17.8%	18.0%
판매비	37.8	37.0	33.7	46.8	40.4	34.7	33.1	32.5	155.3	140.7	142.1
(판매비율)	11.2%	10.8%	9.3%	14.6%	10.7%	8.9%	8.6%	9.7%	11.4%	9.4%	9.3%
영업이익	4.1	14.7	30.6	8.0	18.7	41.0	36.0	28.8	57.3	124.5	130.8
(YoY)	-81.9%	185.2%	-7.1%	-61.4%	361.1%	177.9%	17.7%	260.2%	-29.3%	117.0%	5.1%
(OPM)	1.2%	4.3%	8.4%	2.5%	4.9%	10.5%	9.3%	8.6%	4.2%	8.4%	8.6%
수산	-17.3	-21.7	-8.3	-26.5	-3.2	7.5	3.5	-3.9	-73.8	4.0	6.0
(OPM)	-31.3%	-32.5%	-10.8%	-39.6%	-4.7%	7.8%	4.1%	-5.5%	-27.8%	1.2%	1.8%
유통	17.6	31.2	36.8	31.0	19.7	28.0	28.7	30.8	116.6	107.2	111.1
(OPM)	7.6%	13.8%	15.6%	14.4%	7.6%	11.5%	11.6%	13.8%	12.8%	11.0%	11.3%
물류	3.3	3.0	2.4	0.7	0.9	3.2	2.6	0.8	9.5	7.3	7.7
(OPM)	6.4%	5.9%	4.3%	1.4%	1.5%	5.9%	4.3%	1.4%	4.5%	3.3%	3.3%
기타	0.5	0.3	1.2	0.5	2.9	0.3	1.2	0.5	2.4	4.9	5.0
(OPM)	22.5%	13.0%	39.8%	29.8%	118.8%	13.0%	39.8%	29.8%	27.0%	51.5%	51.5%
연결조정	0.0	2.0	0.0	0.7	-1.5	2.0	0.0	0.7	2.6	1.1	1.1
세전이익	-14.0	11.2	27.5	-3.7	17.6	36.8	30.0	22.2	21.1	110.2	115.8
당기순이익	-6.3	5.5	16.4	-8.6	13.0	27.9	22.7	16.8	7.0	83.1	87.8
지배주주순이익	-6.0	6.0	16.9	-5.2	13.8	27.9	22.7	16.8	11.6	84.0	87.8
(YoY)	적전	-50.7%	-9.1%	적전	흑전	366.8%	34.7%	흑전	-80.9%	623.7%	4.5%
주요가정											
Skipjack Price(\$/톤)	1,103	1,102	1,430	1,047	1,257	1,500	1,430	1,150	1,170	1,335	1,362
원/달러 평균환율	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,170	1,170	1,131	1,176	1,170
어획량(천톤)	28	35	26	38	31	41	31	38	126	141	144

자료: 동원산업, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,839	13,597	14,893	15,204	15,583
매출원가	11,804	11,471	12,241	12,474	12,736
매출총이익	2,036	2,127	2,652	2,730	2,847
판매비및일반관리비	1,224	1,553	1,407	1,421	1,441
영업이익(보고)	812	573	1,245	1,308	1,406
영업이익(핵심)	812	573	1,245	1,308	1,406
영업외손익	-35	-362	-143	-151	-149
이자수익	54	54	56	57	58
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	157	149	90	90	90
이자비용	127	155	173	173	173
외환손실	205	208	125	125	125
관계기업지분손익	-1	53	9	0	0
투자및기타자산처분손익	92	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1	-5	0	0	0
기타	-4	-253	0	0	0
법인세차감전이익	777	211	1,102	1,158	1,257
법인세비용	191	141	271	280	304
유효법인세율 (%)	24.5%	66.8%	24.6%	24.2%	24.2%
당기순이익	586	70	831	878	953
지배주주지분순이익(억원)	607	116	840	878	953
EBITDA	1,415	1,210	1,907	1,968	2,064
현금순이익(Cash Earnings)	1,190	707	1,494	1,537	1,611
수정당기순이익	517	71	831	878	953
증감율(% YoY)					
매출액	-4.1	-1.7	9.5	2.1	2.5
영업이익(보고)	-27.1	-29.3	117.0	5.1	7.5
영업이익(핵심)	-27.1	-29.3	117.0	5.1	7.5
EBITDA	-18.9	-14.5	57.6	3.2	4.9
지배주주지분 당기순이익	-20.9	-80.9	623.7	4.5	8.6
EPS	-20.9	-80.9	623.7	4.5	8.6
수정순이익	-32.3	-86.2	1,063.9	5.6	8.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	6,916	7,801	8,676	9,547	10,488
현금및현금성자산	462	1,190	1,831	2,559	3,327
유동금융자산	797	449	462	471	483
매출채권및유동채권	2,267	2,018	2,128	2,172	2,226
재고자산	3,389	4,143	4,255	4,344	4,452
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,733	8,379	8,381	8,371	8,376
장기매출채권및기타비유동채권	296	266	291	298	305
투자자산	1,017	1,261	1,270	1,270	1,270
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	17,057	17,918	18,865
유동부채	3,668	6,315	6,403	6,443	6,493
매입채무및기타유동채무	1,258	1,803	1,885	1,925	1,973
단기차입금	1,980	2,011	2,011	2,011	2,011
유동성장기차입금	393	2,447	2,447	2,447	2,447
기타유동부채	38	54	59	61	62
비유동부채	4,086	2,776	2,802	2,812	2,824
장기매입채무및비유동채무	398	94	103	105	108
사채및장기차입금	3,422	2,455	2,455	2,455	2,455
기타비유동부채	266	227	244	251	261
부채총계	7,754	9,091	9,204	9,255	9,316
자본금	168	168	168	168	168
주식발행초과금	373	373	373	373	373
이익잉여금	6,398	6,447	7,220	8,030	8,915
이외자산	-36	141	141	141	141
지배주주지분자본총계	6,904	7,129	7,901	8,711	9,596
비지배주주지분자본총계	-9	-40	-49	-49	-48
자본총계	6,895	7,089	7,852	8,663	9,548
순차입금	4,536	5,273	4,620	3,882	3,103
총차입금	5,795	6,913	6,913	6,913	6,913

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,180	560	1,334	1,440	1,493
당기순이익	586	70	831	878	953
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	-9	0	0
영업활동자산부채 증감	-177	-421	-150	-97	-118
기타	24	300	-35	-35	-35
투자활동현금흐름	-1,709	-575	-643	-652	-668
투자자산의 처분	-841	232	-13	-10	-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	-50	-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	17	8	9
현금및현금성자산의순증가	150	729	641	728	767
기초현금및현금성자산	312	462	1,190	1,831	2,559
기말현금및현금성자산	462	1,190	1,831	2,559	3,327
Gross Cash Flow	1,357	981	1,485	1,537	1,611
Op Free Cash Flow	56	-469	831	922	961

투자지표

(단위: 원, 배, %)

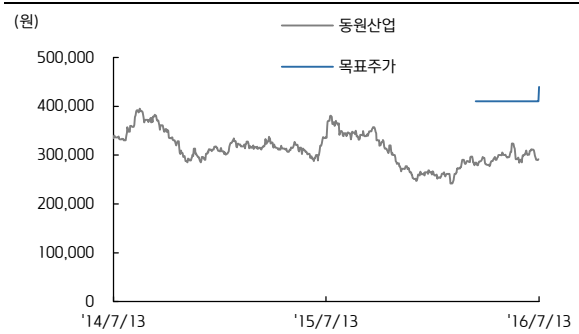
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	18,034	3,451	24,975	26,095	28,329
BPS	205,268	211,974	234,938	259,020	285,338
주당EBITDA	42,087	35,975	56,710	58,510	61,367
CFPS	35,389	21,009	44,408	45,700	47,886
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	17.2	76.6	11.7	11.2	10.3
PBR	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.3	8.8	7.5	7.0	6.3
PCFR	8.8	12.6	6.6	6.4	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.9	4.2	8.4	8.6	9.0
영업이익률(핵심)	5.9	4.2	8.4	8.6	9.0
EBITDA margin	10.2	8.9	12.8	12.9	13.2
순이익률	4.2	0.5	5.6	5.8	6.1
자기자본이익률(ROE)	8.9	1.0	11.1	10.6	10.5
투자자본이익률(ROIC)	6.1	1.8	8.5	8.9	9.5
안정성(%)					
부채비율	112.5	128.2	117.2	106.8	97.6
순차입금비율	65.8	74.4	58.8	44.8	32.5
이자보상배율(배)	6.4	3.7	7.2	7.6	8.1
활동성(배)					
매출채권회전율	7.2	6.3	7.2	7.1	7.1
재고자산회전율	3.9	3.6	3.5	3.5	3.5
매입채무회전율	12.2	8.9	8.1	8.0	8.0

- 당사는 7월 12일 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 (006040)	2016/04/05	BUY (Initiate)	410,000원
	2016/04/27	BUY (Maintain)	410,000원
	2016/05/09	BUY (Maintain)	410,000원
	2016/07/13	BUY (Maintain)	440,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%