



Buy(Maintain)

목표주가: 470,000원

주가(5/8): 338,500원

시가총액: 11,384억원



음식료
Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/8)	최고가	최저가
52주 주가동향		
최고/최저가 대비	369,000원	278,500원
등락률	-8.27%	21.54%
수익률	절대	상대
1M	-1.5%	-7.5%
6M	10.6%	-3.3%
1Y	12.8%	-2.7%

Company Data

발행주식수	3,363천주
일평균 거래량(3M)	2천주
외국인 지분율	6.81%
배당수익률(17E)	0.89%
BPS(17E)	273,576원
주요 주주	동원엔터프라이즈 외 하나은행(KB자산운용)
	59.9% 5.9%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	13,597	15,764	23,274	24,766
보고영업이익	573	1,514	2,016	2,103
핵심영업이익	573	1,514	2,016	2,103
EBITDA	1,210	2,199	2,926	3,020
세전이익	211	1,469	1,870	1,929
순이익	70	774	1,377	1,397
지배주주지분순이익	116	750	1,377	1,397
EPS(원)	3,451	22,300	40,946	41,527
증감률(%YoY)	-80.9	546.2	83.6	1.4
PER(배)	76.6	16.3	8.3	8.2
PBR(배)	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.8	7.8	6.9	6.3
보고영업이익률(%)	4.2	9.6	8.7	8.5
핵심영업이익률(%)	4.2	9.6	8.7	8.5
ROE(%)	1.0	10.3	16.1	14.2
순부채비율(%)	74.4	57.0	96.7	72.6

Price Trend



실적 Review

동원산업 (006040)

어가 반등과 실적 안정성 개선에 주목



동원산업의 1Q17 영업이익은 349억원으로, 당사 기대치를 상회하였다. 어획량 감소와 3월 이후 참치어가 하락을 감안한다면, 양호한 실적 레벨로 판단된다. 참치어 가가 다시 반등하는 가운데, 非 수산 부문의 이익 비중이 확대되고 있어, EPS 상향과 밸류에이션 리레이팅이 동시에 가능할 것으로 기대된다. 특히, 올해 예상 PER은 8.3배 수준으로, 절대적인 밸류에이션 레벨도 매력적인 수준으로 판단된다.

>>> 1Q17 영업이익 349억으로 당사 기대치 상회

동원산업의 1Q17 영업이익은 349억원으로, 당사 기대치를 상회하였다. 어획량 감소와 3월 이후 참치어가 하락을 감안한다면, 양호한 실적 레벨로 판단된다. 자회사는 스타키스트와 동부익스프레스의 실적이 호조를 보이며, 종속기업들의 영업이익이 120억원 내외 증가한 것으로 추산된다. 스타키스트는 원어 투입단가가 상승하였으나, 제품 판매가 인상과 일회성 판관비(소송비용) 감소로 이익이 증가한 것으로 판단된다.

>>> 참치어가 반등과 실적 안정성 개선에 주목

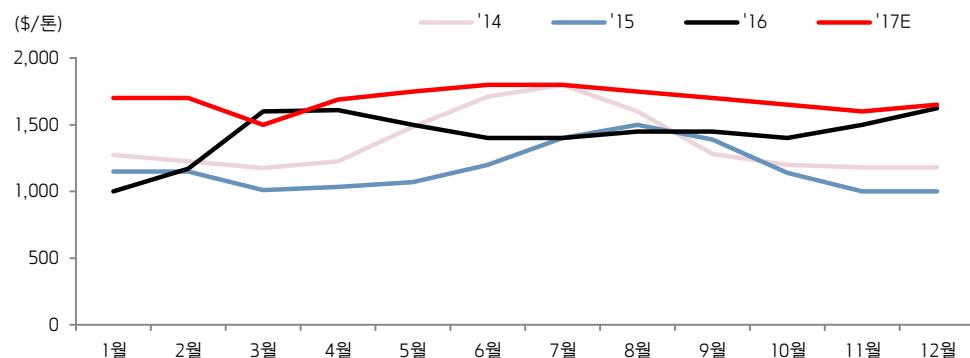
3월 이후 참치어가는 일시적으로 조정을 받았으나, 최근 10% 이상 반등하면서, 참치어가 상승에 대한 기대감이 점증될 것으로 판단된다(Atuna 기준 \$1650/톤, Thai Union 기준 \$1690/톤 수준). 통상 3분기에 FAD 조업이 금지 되기 때문에, 2~3분기 어가는 강한 모습을 보이고, 올해 미국의 연간 조업 일 수가 35% 정도 줄어드는 점도 긍정적이다. 또한, 선망어선 투자 Cycle을 감안한다면, 참치어가 강세는 내년도까지 이어질 가능성이 있다.

非 수산 부문의 이익 비중 확대되며, 실적 안정성이 개선되는 점도 긍정적이다. 동부익스프레스 인수 효과로 인해, 물류 부문의 이익 비중이 크게 확대되면서, 참치어가에 대한 실적 민감도가 낮아지기 때문이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 47만원 유지

동원산업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 47만원을 유지한다. 동사는 참치어가 상승과 非 수산 부문의 이익 비중 확대를 통해, EPS와 밸류에이션 상향이 동시에 가능할 것으로 판단된다. 특히, 올해 예상 PER도 8.3배 수준에 불과하기 때문에, 절대적인 밸류에이션 레벨도 매력적인 수준으로 판단된다.

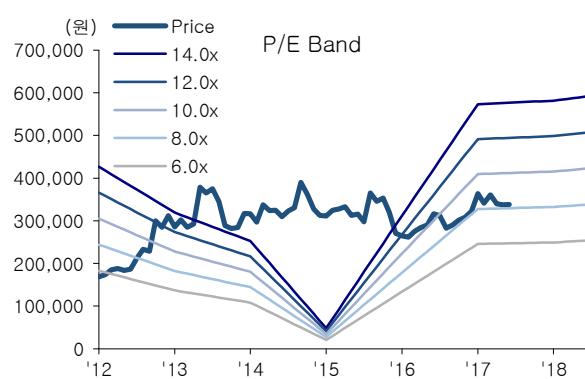
참치어가 추이 및 가정(Skipjack)



자료: Thai Union, 키움증권 리서치

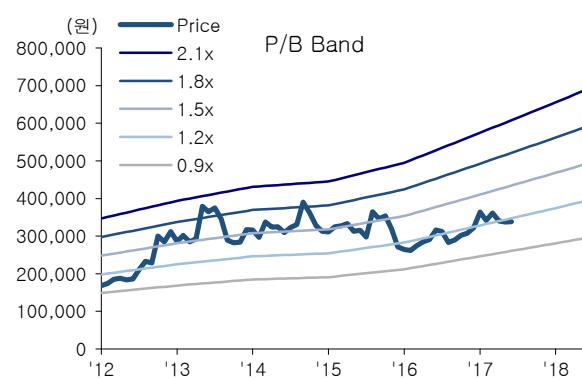
주: 1) 2017년 5월 이후 가격은 당사 가정치

동원산업 PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

동원산업 PBR 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

동원산업 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 실액원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	379.0	400.8	398.0	398.6	554.6	598.6	589.7	584.5	1,576.4	2,327.4	2,476.6
(YoY)	12.9%	17.4%	10.0%	24.3%	46.3%	49.3%	48.2%	46.6%	15.9%	47.6%	6.4%
수산	67.2	83.4	138.7	124.6	102.5	126.2	130.3	126.6	413.9	485.7	500.6
(YoY)	21.4%	24.8%	80.8%	86.5%	52.7%	51.4%	-6.0%	1.6%	55.8%	17.4%	3.1%
유통	259.8	267.2	204.1	224.6	277.7	237.9	219.3	223.8	955.7	958.7	971.1
(YoY)	12.9%	17.8%	-13.5%	4.1%	6.9%	-11.0%	7.5%	-0.4%	5.2%	0.3%	1.3%
물류	57.1	58.4	64.0	62.1	179.3	242.5	248.9	246.8	241.6	917.5	1,039.2
(YoY)	9.5%	13.7%	13.4%	19.8%	214.2%	315.5%	288.7%	297.1%	14.1%	279.7%	13.3%
기타	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	10.0	10.2	10.4
연결조정	-7.4	-10.6	-11.5	-15.2	-7.4	-10.6	-11.5	-15.2	-44.8	-44.8	-44.8
매출총이익	59.1	80.4	86.8	77.0	87.3	101.1	103.9	95.6	303.3	387.9	402.1
(GPM)	15.6%	20.0%	21.8%	19.3%	15.7%	16.9%	17.6%	16.4%	19.2%	16.7%	16.2%
판관비	40.4	35.2	41.7	34.6	52.4	43.9	47.3	42.9	151.8	186.4	191.8
(판관비율)	10.7%	8.8%	10.5%	8.7%	9.4%	7.3%	8.0%	7.3%	9.6%	8.0%	7.7%
영업이익	18.7	45.2	45.1	42.4	34.9	57.3	56.6	52.8	151.4	201.6	210.3
(YoY)	361.1%	206.4%	47.6%	431.5%	86.2%	26.8%	25.5%	24.4%	164.1%	33.1%	4.4%
(OPM)	4.9%	11.3%	11.3%	10.6%	6.3%	9.6%	9.6%	9.0%	9.6%	8.7%	8.5%
수산	-3.2	15.9	15.7	17.3	2.7	17.9	18.9	17.2	45.7	56.7	65.2
(OPM)	-4.7%	19.1%	11.3%	13.9%	2.6%	14.2%	14.5%	13.6%	11.1%	11.7%	13.0%
유통	19.7	22.6	26.4	21.0	22.0	20.8	23.3	20.1	89.8	86.3	82.1
(OPM)	7.6%	8.5%	12.9%	9.3%	7.9%	8.8%	10.6%	9.0%	9.4%	9.0%	8.5%
물류	2.9	3.1	2.9	2.5	10.8	15.0	14.3	13.8	11.3	53.9	58.3
(OPM)	5.0%	5.3%	4.6%	4.0%	6.0%	6.2%	5.7%	5.6%	4.7%	5.9%	5.6%
기타	0.9	0.7	1.0	0.4	0.9	0.7	1.0	0.5	3.0	3.1	3.2
연결조정	-1.5	2.8	-0.9	1.2	-1.5	2.8	-0.9	1.2	1.6	1.6	1.6
세전이익	17.6	39.8	52.1	37.5	36.5	51.6	51.3	47.6	146.9	187.0	192.9
당기순이익	13.0	21.5	31.3	11.7	28.7	37.4	37.1	34.5	77.4	137.7	139.7
지배주주순이익	13.8	19.7	30.8	10.6	28.7	37.4	37.1	34.5	75.0	137.7	139.7
(YoY)	흑전	229.8%	82.9%	흑전	107.6%	89.8%	20.4%	224.1%	546.2%	83.6%	1.4%
주요가정											
Skipjack Price(\$/톤)	1,257	1,500	1,433	1,508	1,633	1,747	1,750	1,633	1,430	1,693	1,777
원/달러 평균환율	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,135	1,135	1,135	1,161	1,140	1,140
어획량(천톤)	31	41	51	45	30	40	42	43	167	155	155

자료: 동원산업, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,597	15,764	23,274	24,766	25,112
매출원가	11,471	12,731	19,394	20,744	21,047
매출총이익	2,127	3,033	3,879	4,021	4,065
판매비및일반관리비	1,553	1,518	1,864	1,918	1,926
영업이익(보고)	573	1,514	2,016	2,103	2,139
영업이익(핵심)	573	1,514	2,016	2,103	2,139
영업외손익	-362	-45	-146	-174	-135
이자수익	54	60	32	34	34
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	149	195	0	0	0
이자비용	155	188	342	298	260
외환손실	208	221	0	0	0
관계기인지분법손익	53	125	90	90	90
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-5	-5	0	0	0
기타	-253	-11	74	0	0
법인세차감전이익	211	1,469	1,870	1,929	2,004
법인세비용	141	695	493	532	553
유효법인세율 (%)	66.8%	47.3%	26.4%	27.6%	27.6%
당기순이익	70	774	1,377	1,397	1,451
지배주주지분순이익(억원)	116	750	1,377	1,397	1,451
EBITDA	1,210	2,199	2,926	3,020	3,058
현금순이익(Cash Earnings)	707	1,459	2,287	2,314	2,369
수정당기순이익	71	777	1,377	1,397	1,451
증감율(% YoY)					
매출액	-1.7	15.9	47.6	6.4	1.4
영업이익(보고)	-29.3	164.1	33.1	4.4	1.7
영업이익(핵심)	-29.3	164.1	33.1	4.4	1.7
EBITDA	-14.5	81.8	33.0	3.2	1.2
지배주주지분 당기순이익	-80.9	546.2	83.6	1.4	3.9
EPS	-80.9	546.2	83.6	1.4	3.9
수정순이익	-86.2	987.9	77.3	1.4	3.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	7,801	10,554	9,923	9,972	10,120
현금및현금성자산	1,190	3,079	521	468	484
유동금융자산	449	622	628	669	678
매출채권및유동채권	2,018	2,788	4,119	4,162	4,220
재고자산	4,143	4,065	4,655	4,673	4,738
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,379	8,449	13,903	14,016	14,129
장기매출채권및기타비유동채권	266	234	345	367	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	23,826	23,988	24,249
유동부채	6,315	3,749	6,942	7,639	7,062
매입채무및기타유동채무	1,803	2,078	3,325	3,393	3,440
단기차입금	2,011	1,246	1,806	1,806	1,806
유동성장기차입금	2,447	267	1,579	2,193	1,566
기타유동부채	54	157	232	247	251
비유동부채	2,776	7,344	7,696	5,866	5,354
장기매입채무및비유동채무	94	48	71	75	76
사채및장기차입금	2,455	6,694	6,644	4,744	4,244
기타비유동부채	227	602	981	1,047	1,034
부채총계	9,091	11,092	14,639	13,505	12,416
자본금	168	168	168	168	168
주식발행초과금	373	373	373	373	373
이익잉여금	6,447	7,130	8,406	9,702	11,051
기타자본	141	254	254	254	254
지배주주지분자본총계	7,129	7,925	9,201	10,497	11,846
비지배주주지분자본총계	-40	-14	-14	-13	-13
자본총계	7,089	7,911	9,187	10,483	11,833
순차입금	5,273	4,507	8,880	7,606	6,454
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	1,110	2,228	2,203
당기순이익	70	774	1,377	1,397	1,451
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	-687	4	-77
기타	267	563	-400	0	0
투자활동현금흐름	-575	-1,182	-5,769	-959	-946
투자자산의 처분	232	-582	-1,339	-41	-9
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	2,101	-1,322	-1,241
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	380	66	-13
현금및현금성자산의순증가	729	1,889	-2,558	-53	16
기초현금및현금성자산	462	1,190	3,079	521	468
기말현금및현금성자산	1,190	3,079	521	468	484
Gross Cash Flow	948	2,067	1,797	2,224	2,279
Op Free Cash Flow	-436	782	-2,723	1,526	1,454

투자지표

(단위: 원, 배, %)

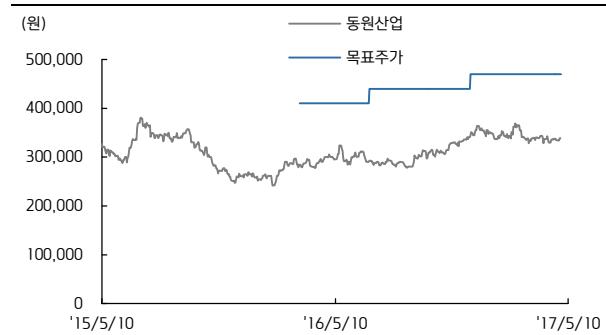
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,451	22,300	40,946	41,527	43,130
BPS	211,974	235,636	273,576	312,099	352,226
주당EBITDA	35,975	65,387	86,989	89,806	90,921
CFPS	21,009	43,375	68,006	68,791	70,452
DPS	2,000	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	76.6	16.3	8.3	8.2	7.8
PBR	1.2	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.8	7.8	6.9	6.3	5.8
PCFR	12.6	8.4	5.0	4.9	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	9.6	8.7	8.5	8.5
영업이익률(핵심)	4.2	9.6	8.7	8.5	8.5
EBITDA margin	8.9	14.0	12.6	12.2	12.2
순이익률	0.5	4.9	5.9	5.6	5.8
자기자본이익률(ROE)	1.0	10.3	16.1	14.2	13.0
투하자본이익률(ROIC)	1.8	7.2	11.1	9.8	9.9
안정성(%)					
부채비율	128.2	140.2	159.3	128.8	104.9
순차입금비율	74.4	57.0	96.7	72.6	54.5
이자보상배율(배)	3.7	8.0	5.9	7.1	8.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.6	6.7	6.0	6.0
재고자산회전율	3.6	3.8	5.3	5.3	5.3
매입채무회전율	8.9	8.1	8.6	7.4	7.4

- 당사는 5월 8일 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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
	2016/08/02	BUY (Maintain)	440,000원
	2016/11/01	BUY (Maintain)	440,000원
	2016/11/29	BUY (Maintain)	440,000원
	2016/12/19	BUY (Maintain)	470,000원
	2017/01/17	BUY (Maintain)	470,000원
	2017/01/31	BUY (Maintain)	470,000원
	2017/02/10	BUY (Maintain)	470,000원
	2017/04/12	BUY (Maintain)	470,000원
	2017/05/10	BUY (Maintain)	470,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률을 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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%