

동원산업 (006040)

일시 조정 vs. 구조적 성장

음식료

Results Comment
2013. 8. 26

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	410,000
현재주가(13/08/23, 원)	319,000
상승여력	29%

영업이익(13F, 십억원)	128
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	146
EPS 성장률(13F, %)	-10.6
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.1
P/E(13F, x)	11.7
MKT P/E(13F, x)	9.3
KOSPI	1,870.16
시가총액(십억원)	1,073
발행주식수(백만주)	3
유동주식비율(%)	40.2
외국인 보유비중(%)	3.9
베타(12M, 일간수익률)	0.30
52주 최저가(원)	227,000
52주 최고가(원)	419,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.2	12.7	35.2
상대주가	-6.4	20.1	38.9



음식료/담배

백운목

02-768-4158
wm.baek@dwsec.com

2분기 실적, 어획 부진과 스타키스트 호조

2분기 연결 매출액은 8.5% 감소, 영업이익은 16.9% 감소했다. 역기지효과(逆基底效果, base effect)를 고려해도 영업이익이 예상치(10.5% 감소)보다 부진했다.

실적은 동원산업(본사)과 계열사인 스타키스트로 구분할 수 있다. 2분기 동원산업은 매출액 10.0% 감소, 영업이익 48.4% 감소하여 예상보다 부진했다. 참치캔용 참치의 어획량이 3만 9천톤으로 4.9% 감소했고, 횡감용 참치도 원/엔 환율이 하락하면서 매출이 부진했다. 또, 선박 수리(정비) 비용 발생과 입어료 상승도 이익 감소에 영향을 주었다.

계열사인 스타키스트(지분율 82.5%, 미국 참치캔 점유율 40%, 1위)는 순이익이 1분기에 급증(10억에서 230억원)한데 이어 2분기에도 353% 증가(29억원에서 130억원으로 증가)하며 호조세를 이어갔다. 제품가격 인상, 경영 체질 개선(미국식이 아닌 한국식 경영 도입), 참치원어를 동원산업에서 공급받음에 따른 불필요한 수수료 절감 효과 때문이다.

3분기, 어획량 감소와 어가 하락으로 고전 예상

3분기 영업이익은 수산부문의 부진으로 16.2% 감소할 전망이다. 7~8월 참치 어획량과 어가가 예상보다 부진하다. 어획량은 지난해 3분기(3만 6천톤)보다 10% 이상 감소하고 있다. 참치 어가도 현재 톤당 1,900달러로 지난해 3분기 2,280달러보다 크게 하락해 있다.

어획량이 부진하면 어가는 상승해야 하지만 7~8월에는 그렇지 못했다. 참치에 대한 유럽의 위생 강화로 방콕에서의 유럽 수출이 지연(제고량 증가)되면서 태국 최대 참치캔업체인 Thai Union의 참치 구매가 정상적으로 이루어지지 않고 있기 때문이다.

수산부문과는 달리 3분기 스타키스트의 실적은 적자에서 흑자로 돌아설 전망이다.

어가 하락은 일시적, 구조적으로 상승 예상, 투자의견 매수, 목표주가 410,000원

동원산업의 이익에 영향을 주는 중요한 변수는 스타키스트, 어획량(Q), 참치어가(P)이다. 스타키스트는 체질 개선이 진행되고 있고 효과도 나타나고 있다.

어획량은 예측이 어렵다. 하지만, 기후 변화와 참치 어장 보호 등으로 획기적인 증가는 어렵다. 반면, 소비는 중국, 남미, 동남아시아 등을 중심으로 꾸준히 증가하는 추세이다. 3분기에는 수급 불균형으로 가격이 일시적으로 하락할 것으로 예상되지만, 구조적으로 수요가 공급을 초과할 수 밖에 없어 참치어가는 장기로 상승할 전망이다.

어획 부진과 어가 하락을 반영하여 주가는 조정 중이다. 어획이 감소하고 있어 어가 하락이 오랫동안 진행되지 않을 것으로 본다. 구조적 성장이 가능하여 투자의견 매수를 유지한다. 목표 주가는 수익예상 하향 조정을 반영하여 410,000원(기존 460,000원)으로 조정한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,299	1,327	1,544	1,474	1,592	1,683
영업이익(십억원)	176	97	140	128	140	158
영업이익률 (%)	13.6	7.3	9.1	8.7	8.8	9.4
순이익(십억원)	106	68	103	92	94	110
EPS (원)	31,586	20,331	30,497	27,277	27,861	32,776
ROE (%)	28.6	15.3	20.0	15.3	13.7	14.1
P/E (배)	4.4	8.3	9.4	11.7	11.5	9.7
P/B (배)	1.5	1.5	2.0	1.9	1.6	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 동원산업의 2013년 2분기 실적

(십억원, %)

	2Q12	1Q13	2Q13			증감률	
			발표치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	393	405	359	411	409	-8.5	-11.1
영업이익	53	34	44	47	54	-16.9	31.0
세전이익	47	27	40	43	48	-14.5	49.8
순이익	35	29	28	31	34	-20.7	-2.7
영업이익률	13.5	8.3	12.3	11.4	13.2	-	-
순이익률	9.0	7.1	7.8	7.5	8.3	-	-

주: 영업이익은 조정영업이익, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 동원산업의 2013~2015년 수익예상 변경

(십억원, %)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	
매출액	1565	1665	1763	1,474	1,592	1,683	-5.8	-4.3	-4.6	참치 어가 하향 조정
영업이익	141	148	167	128	140	158	-9.4	-5.4	-5.1	참치 어획량 하향 조정
세전이익	126	139	159	115	132	151	-9.0	-5.5	-5.3	
순이익	101	99	117	92	94	110	-9.5	-5.7	-5.5	
영업이익률	9.0	8.9	9.5	8.7	8.8	9.4	-	-	-	
순이익률	6.5	6.0	6.6	6.2	5.9	6.6	-	-	-	

주: 영업이익은 조정영업이익, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 동원산업의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	402	393	395	353	405	359	355	355	1,544	1,474	1,592
영업이익	36	53	36	15	34	44	30	19	140	128	140
세전이익	32	47	36	18	27	40	28	20	133	115	132
순이익	22	35	29	16	29	28	20	15	103	92	94
매출액증가율	9.0	31.5	27.0	1.4	0.5	-8.5	-10.2	0.6	16.3	-4.5	8.0
영업이익증가율	-2.9	174.6	203.0	-48.9	-5.3	-16.9	-16.2	30.7	44.4	-8.8	9.9
세전이익증가율	-17.0	167.2	흑전	390.5	-16.2	-14.5	-21.2	10.5	131.8	-13.3	14.5
순이익증가율	-20.5	139.0	흑전	-39.9	28.9	-20.7	-30.7	-7.0	50.0	-10.6	2.1
영업이익률	8.9	13.5	9.2	4.2	8.3	12.3	8.5	5.4	9.1	8.7	8.8
순이익률	5.6	9.0	7.3	4.5	7.1	7.8	5.6	4.2	6.6	6.2	5.9

주: 영업이익은 조정영업이익, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 해외 유사기업과 비교 시(PER) 동원산업 매력 높음

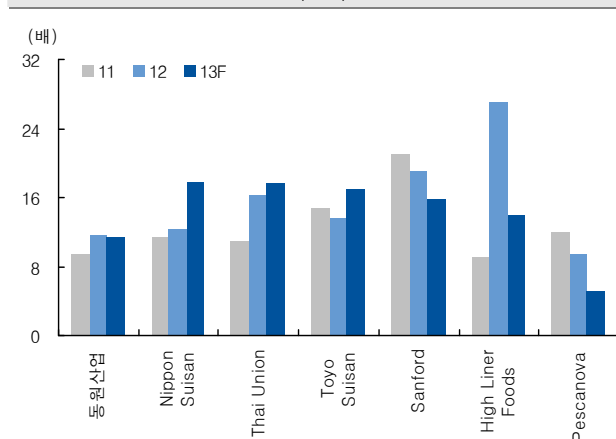
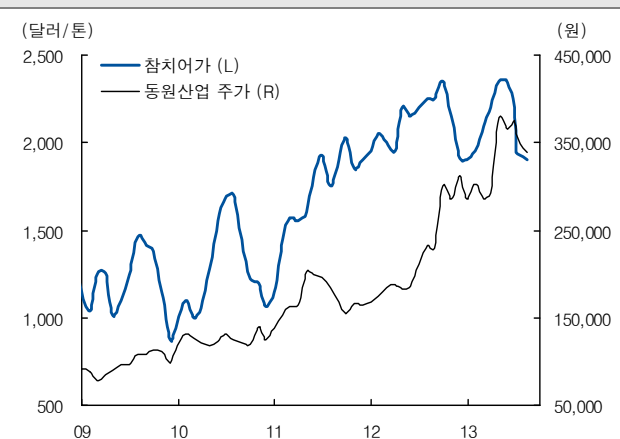


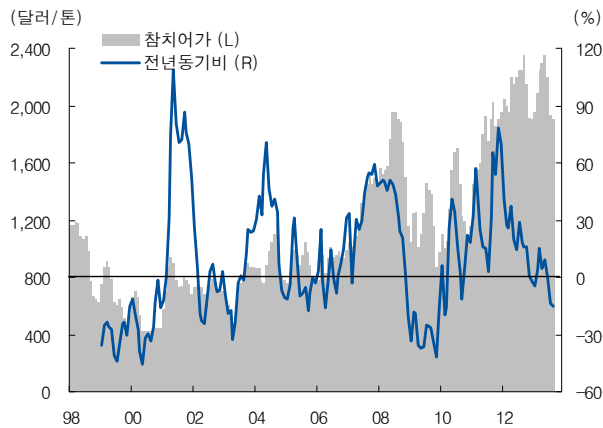
그림 2. 동원산업의 주가와 참치 어가는 동행



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

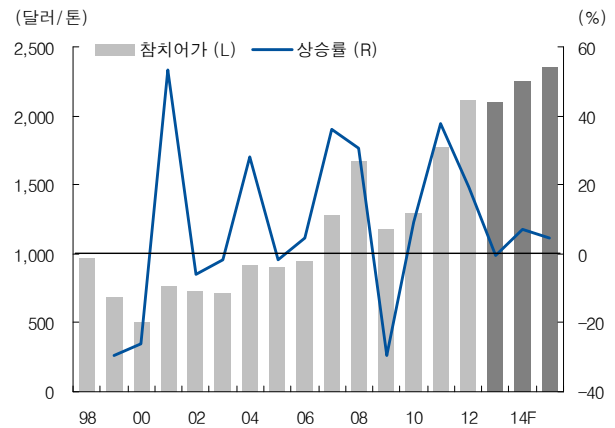
자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 참치어가 2013년 6월 이후 하락세



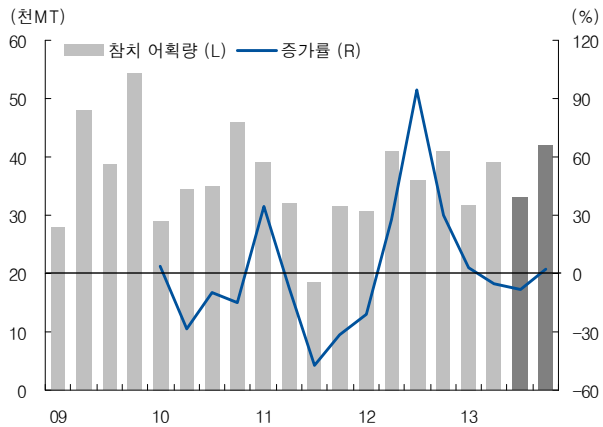
자료: Atuna, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 참치어가 2013년에 정체, 2014년은 상승



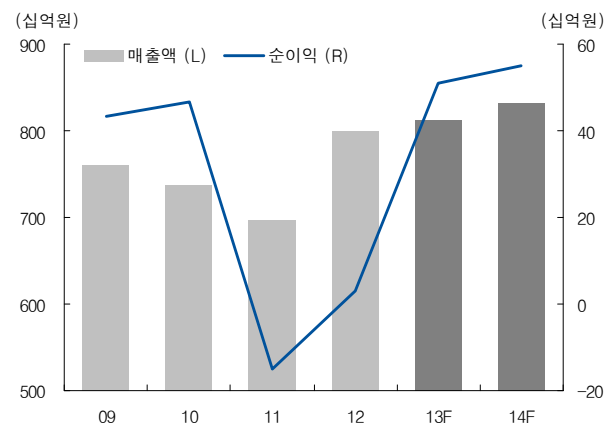
자료: Atuna, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 참치 어획량 2~3분기 연속 감소 예상



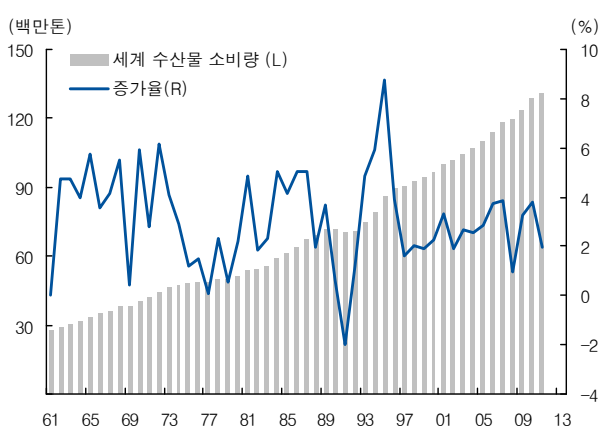
자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. Starkist(스타키스트) 실적은 정상 수준 회복



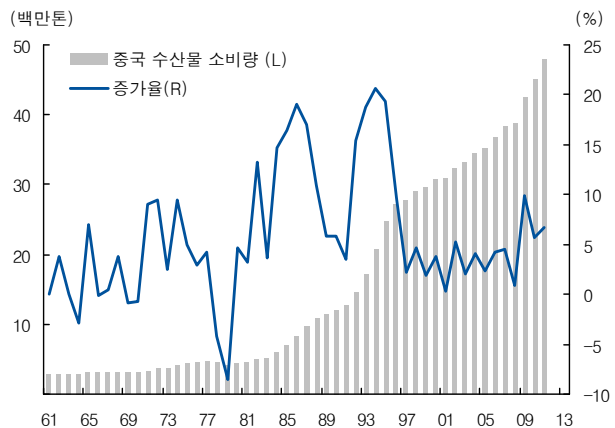
자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 세계 수산물 소비는 지속 증가



자료: FAO, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 중국 수산물 소비 증가는 전세계 평균 상회



자료: FAO, KDB대우증권 리서치센터

동원산업 (006040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	1,544	1,474	1,592	1,683
매출원가	1,295	1,242	1,339	1,407
매출총이익	249	232	253	276
판매비와관리비	109	105	113	118
조정영업이익	140	128	140	158
영업이익	140	128	140	158
비영업손익	-7	-13	-9	-8
순금융비용	15	13	11	10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	133	115	132	151
계속사업법인세비용	30	16	33	35
계속사업이익	103	99	99	115
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	103	99	99	115
지배주주	103	92	94	110
비지배주주	0	8	5	5
총포괄이익	93	105	105	121
지배주주	95	97	98	115
비지배주주	-2	9	6	6
EBITDA	203	182	200	222
FCF	136	72	43	75
EBITDA마진율 (%)	13.1	12.3	12.6	13.2
영업이익률 (%)	9.1	8.7	8.8	9.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	6.2	5.9	6.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	229	223	140	166
당기순이익	103	99	99	115
비현금수익비용가감	103	83	102	107
유형자산감가상각비	61	53	59	63
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	-4	5	-1	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	29	55	-28	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	13	16	-7	-6
재고자산 감소(증가)	37	27	-30	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-39	6	5
법인세납부	-6	-14	-33	-35
투자활동으로 인한 현금흐름	-193	-87	-85	-78
유형자산처분(취득)	-91	-108	-95	-90
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-109	13	0	0
기타투자활동	7	8	10	11
재무활동으로 인한 현금흐름	-69	-85	-16	-16
장단기금융부채의 증가(감소)	-35	-23	15	15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-10	-10	-10	-10
기타재무활동	-24	-62	-21	-21
현금의증가	-30	51	39	72
기초현금	50	20	71	110
기말현금	20	71	110	182

자료: 동원산업, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	738	753	832	935
현금 및 현금성자산	20	71	110	182
매출채권 및 기타채권	96	92	99	105
재고자산	391	373	403	426
기타유동자산	39	37	40	43
비유동자산	643	706	749	783
관계기업투자등	13	13	13	13
유형자산	496	555	592	619
무형자산	73	74	72	70
자산총계	1,381	1,459	1,581	1,718
유동부채	427	419	445	469
매입채무 및 기타채무	84	80	87	91
단기금융부채	282	281	296	311
기타유동부채	61	58	63	66
비유동부채	372	363	365	367
장기금융부채	302	296	296	296
기타비유동부채	65	62	64	66
부채총계	799	782	810	836
지배주주지분	556	642	731	836
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	37	37	37	37
이익잉여금	521	604	688	788
비지배주주지분	26	34	40	46
자본총계	582	677	771	882

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	9.4	11.7	11.5	9.7
P/CF (x)	5.8	7.4	7.0	6.2
P/B (x)	2.0	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	6.7	7.9	7.1	6.2
EPS (원)	30,497	27,277	27,861	32,776
CFPS (원)	49,155	43,423	45,751	51,802
BPS (원)	143,557	169,009	195,826	227,547
DPS (원)	3,000	3,000	3,000	3,000
배당성향 (%)	9.8	11.0	10.8	9.2
배당수익률 (%)	1.1	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	16.3	-4.5	8.0	5.7
EBITDA증가율 (%)	36.6	-10.2	10.2	10.9
영업이익증가율 (%)	44.4	-8.8	9.9	12.9
EPS증가율 (%)	50.0	-10.6	2.1	17.6
매출채권 회전율 (회)	16.2	16.5	17.6	17.4
재고자산 회전율 (회)	3.9	3.9	4.1	4.1
매입채무 회전율 (회)	31.7	30.0	31.9	31.6
ROA (%)	7.6	7.0	6.5	7.0
ROE (%)	20.0	15.3	13.7	14.1
ROIC (%)	11.5	11.7	10.6	11.5
부채비율 (%)	137.4	115.6	105.1	94.8
유동비율 (%)	172.9	179.6	186.9	199.3
순차입금/자기자본 (%)	64.0	48.2	39.2	27.8
영업이익/금융비용 (x)	6.5	6.1	6.7	7.4

동원산업

일시 조정 vs. 구조적 성장

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(⊠))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

