

싱싱한 주식을 싼 가격에!

Buy

Valuation

Target Price: \ 160,191

Price: \ 81,300

Margin of Safety: 97%

MktCap.(100mn): 2,781

ROE: 23.08%

ROA: 7.70%

Op.Margin: 28.7%

PER: 4.17

PBR: 1.31

Dividend Yield: 2.75 %

Major Sh.Holder: (주)동원엔

터프라이즈 59.24%

● 국내원양어업 시장 점유율 1위

동사는 국내 원양어업 시장점유율 1위의 업체로 37척의 원양어선을 통해 연 매출액 3000억 원을 달성한 국내 최대의 수산기업이다. 전망이 밝은 선망사업을 중심으로 원양수산을 주력사업으로, 횡감참치를 가공, 유통시키는 유통사업을 포괄적으로 영위하면서 공급자 중심의 사업구조를 구축하고 있다.

● 참치 수요의 증가와 다량어가의 상승

장년층의 수요 부각, 웰빙에 대한 관심고조, 축산물의 악재 등으로 동사의 주요 생선제품인 참치는 그 수요가 꾸준히 증가하고 있다. 이와 더불어 참치 원어인 다량어의 가격이 꾸준히 상승하면서 향후 매출액과 순이익의 향상이 기대된다.

● 진입장벽 형성과 업계의 재편

대규모의 선박과 상당기간의 조업이 필요한 원양어업은 초기 투자 비용에 대한 부담이 크다. 최근 원해에서의 조업 규제가 심해짐에 따라 조업 환경이 악화되었고 이에 따라 영세 업체들이 점차 경쟁력을 상실하고 있다. 이러한 상황에서 사실상 신규업체의 진입이 어려우며, 기존의 영세업체들의 조업포기가 잇따르는 등 업계 전체가 재편되고 있는 과정에 있다. 동사는 국내 원양어업의 효시로 대규모의 선단을 보유하여 앞으로의 경쟁에서도 시장을 점유를 늘려갈 것으로 보인다.

● Starkist 인수를 통한 시너지 효과

동사는 세계적인 통조림용 참치 가공업체인 Starkist를 인수하면서 북미 시장으로의 공급 확대를 꾀하고 있다. 현재 단기적으로 손실을 보고 있으나 장기적으로 동원산업의 원양 어획과 효율적 시스템, Starkist의 넓은 유통망이 조화를 이루면서 상당한 시너지 효과가 있을 것으로 예상된다.



기업분석 5팀

정원호, 황지연

박상민, 윤상은

I. 사업의 개요

1. 세계적인 수산회사

동사의 사업 영역은 수산업, 유통사업 및 물류사업의 3가지

동사는 현재 세계적으로 경쟁력을 갖춘 수산회사로서 원양어업 기술에 있어서는 최첨단 장비를 갖추고 정보데이터의 활용이 세계적인 수준에 이르고 있다. 동사는 대표적 사업 영역인 수산사업 외에도 1982년, 참치 캔의 출시로 식품사업에 진입하였고 이를 바탕으로 유통분야에서도 전문성을 획득하여 시장에서의 지위를 확고히 해왔다. 더불어 2006년부터는 물류사업을 집중 육성함으로써 사업의 다각화 및 그에 따른 시너지 창출을 목표로 하고 있다. (그림 1)

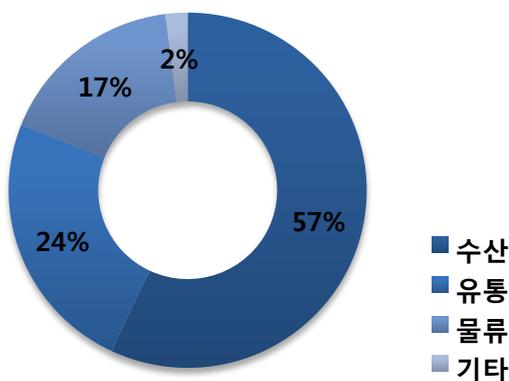
수출사업인 원양어업은 환율과 수출국의 경기에 영향을 받음

위와 같이 동사의 사업 영역은 크게 수산업, 유통사업 및 물류사업으로 나눌 수 있다. 이 중에서 대표적 수출사업인 수산업 부문은 원양어업에서 선진국 경기 추세와 국제금융시장의 영향을 많이 받는다. 최근 웰빙 열풍에 따라 선진국들의 소비 경기가 증가 추세에 있으며 환율 강세에 의한 수익성도 더해져 그에 따라 수산업 매출액에서의 수출비중이 점차 커지고 있다. (그림 2)

동사는 기존 인프라에 기반하여 안정적인 사업을 영위하고 있다

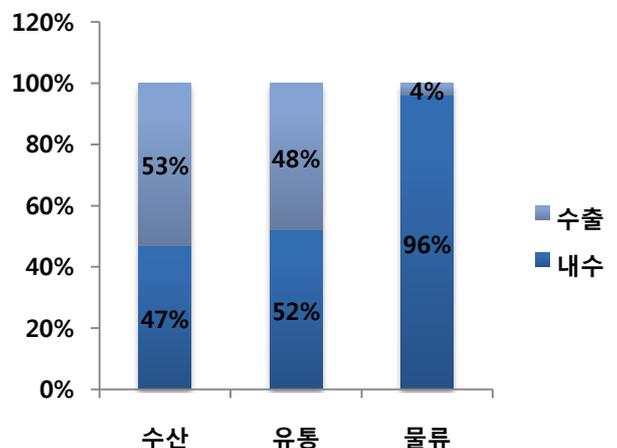
동사는 현재 주요 목적사업인 원양사업부문에서 다수의 선박을 보유하고 있으며 서울본사를 기반으로 부산, 성남 등 국내에 3곳, 그리고 인도네시아, LA, 동경 등에 각각 공장을 설립하여 안정적인 사업을 영위해 나가고 있다. 이러한 센터들은 각각 냉식센터, 할인점 전용센터, 상온센터 등으로 전문화해 운영되고 있으며 상온, 냉장, 냉동 등 복합적인 기능을 수행하는 센터들이 다수를 차지하고 있다.

그림 1. 사업부문별 매출 구성(2008년, 단위 %)



자료 : Research 5 Team

그림 2. 각 사업의 수출 내수 비중(2008년, 단위 %)



자료 : 공시자료

2. 동사의 주력엔진, 원양어업

동사는 주요 목적사업은 원양어업이며 다수의 선박을 보유하고 있다

동사의 주력사업은 수산업이며 먼 바다에서 참치를 주로 어획하는 참치 원양사업을 영위하고 있다. 현재 동사의 조업 지역은 태평양, 인도양, 남빙양으로 다양한 어장을 확보하고 있으며 현재 참치 어획에 사용되는 연승선 20 척, 선망선 15 척, 트롤선 1척, 운반선 1척 등 총 37 척의 선박을 보유하고 있다.

보유 선박은 어획 어종에 따라 구분된다

보유 선박은 어획 어종에 따라 그 용도와 명칭이 다르다. 독항선으로도 불리는 참치 연승선은 주로 남태평양과 인도양에서 횡감용 참치를 주로 어획하고 있으며 횡감용 참치의 신선도 유지를 위해 냉동 운반선 1 척을 동원하고 있다. 참치선망선의 경우, 통조림용 참치를 어획하며 주요 조업 지역은 중서부 태평양이다. 최근 남빙양에서 크릴 새우를 어획하기 시작한 트롤선 등이 있다.

원양업 국내 시장점유율 1위

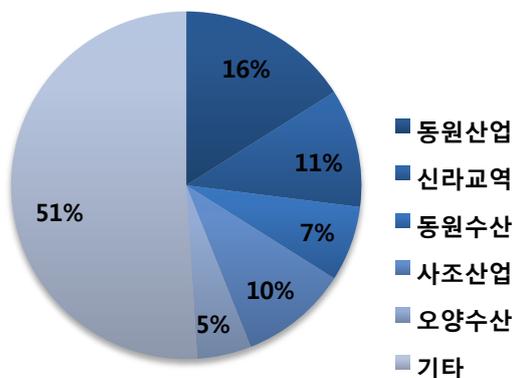
2008 년 기준, 동사의 국내 시장점유율은 약 16%로 가장 많은 비중을 차지하고 있고 그 뒤를 신라교역, 동원수산, 사조산업 그리고 오양산업 등이 있다.(그림 3) 안정적인 수익창출 능력과 더불어 견고한 재무구조가 동사와 2,3 위 기업간의 격차를 확대시켜 동사의 국내 시장 지배력을 더욱 확고하게 만들어주고 있다.

3. 가공을 통한 유통업

동사는 다양한 거래처에 참치를 납품하고 있다

동사는 참치횡감 가공과 수산물 유통에서 세계적으로 품질과 신뢰성을 인정받고 있다. 동사에서 직접 잡은 참치횡감을 초현대식 위생설비를 갖추고 가공하여 국내 유통은 물론 참치횡감의 본고장인 일본뿐만 아니라 미국, 유럽에도 수출하고 있다. 또한 국내 최대 할인점인 E-mart 와 직거래를 함으로써 중간 유통과정을 최소화 시켰다. 또한 관 공사, 기업체, 학교, 병원 등에 수산물식자재를 납품하고 있다.

그림 3. 국내 시장점유율(2008년 단위 %)



자료 : 한국원양어업협회

그림 4. 동사의 유통 영업 현황

| | |
|-----|--|
| 관공서 | 정부대전청사, 국립현대미술관, 국립생물자원관, 전남도청 등 20여개 업장 |
| 기업체 | 팬택계열, 경향신문, 유한양행 등 120여개 업장 |
| 학교 | 서울대생활관, 서강대기숙사, 영파여고 등 30여개 업장 |
| 병원 | 일산그레이스병원, 상주병원 등 20여개 업장 |

자료 : 각 사 공시자료

4. 저운 물류의 선두주자, 물류업

동사는 다양한 물류 사업을 영위

동사의 물류사업 분야는 2006년 국내 최초 한일 합작 공동 물류 회사로 레스코를 설립하였다. 이후 동사는 일본 미쓰비시 그룹으로부터 다양한 선진물류기법을 국내에 도입했다. 전수받은 노하우를 토대로 동사는 TPL, 택배, 수송, 국제물류 등 다양한 물류 사업을 하고 있다.

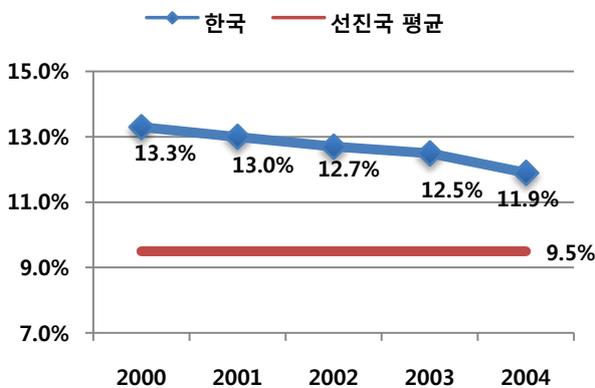
TPL 시장의 진출과 앞으로의 전망

특히나 TPL은 동사가 레스코와 합작하면서 신규로 진입한 영역이다. TPL(Third Party Logistics)이란 "3자 물류"를 뜻하는 말로, 화주가 전문물류업체에게 물류 작업을 맡기는 것을 뜻한다. 3자 물류는 기존의 1,2자 물류에 대해서 선진적인 시스템으로 간주된다. 주목할만한 부분은 우리나라의 GDP 대비 물류비 비중이 TPL화를 통한 효율성 제고에 의해서 서서히 감소하고 있는 추세에 있다는 것이다.(그림 5) 이와 같은 감소 추세가 이어지는 것은 전문물류 사업을 영위하는 동사에게 TPL화에 대한 수혜 가능성을 지속적으로 열어주고 있다.

동사는 저운 물류시장의 대표기업이다

또한 동사는 저운 물류시장의 대표기업으로 손꼽히고 있다. 특히나 16 개의 저운 창고 네트워크망을 가지고 있어 신선/냉장/냉동을 잘 유지할 수 있다. 이러한 네트워크는 타기업들과 달리 전국적인 물류망을 직접 보유/관리 함으로써 더 좋은 서비스를 제공할 수 있게 한다. 또한 동사는 04년부터 CS 활동을 통하여 대내외적인 서비스 마인드를 고취하는데 주안점을 두었다. 그리고 동사가 구축한 물류시스템(DLIS)은 차량 관제, RF 피킹 시스템, FIS, DPS, DAS 등 최상의 물류 시스템을 통해 고객의 특성에 맞는 물류 서비스를 추진하고 있다.

그림5 . GDP대비 물류비중



자료 : Reseach 5 team

그림6 . 동사의 물류 브랜드 로엑스



자료 : 한국원양산업협회, Research 5 team

II. 원양어업

1. 원양어업의 특성

수출 비중이 큰 원양어업

원양어업은 수산업에 속하는 것으로 농업, 축산업과 함께 1 차 산업으로 분류될 수 있다. 원양어업은 수산업 생산에서 21.7%의 비중을 가지며, 1 차 산업 중에서는 유일하게 수출을 통한 매출이 비중이 큰 산업이다. 때문에 외화 매출이 창출됨에 따라 환율과 수출국가의 경기에 일정부분 영향을 받는다. 원양어업에서의 수출 비중은 전체 생산량의 38.7%를 차지 하고 있으며, 특히 횡감이나 수산물에 대한 수요가 높은 일본에 대한 수출 비중이 높은 상황이다. 그러나 최근에 들어서는 일본에 대한 수출 편중이 점차 감소하고 있으며 태국, 스페인, 중국 등 다양한 국가에 원양 수산물을 수출하고 있다.(그림 8)

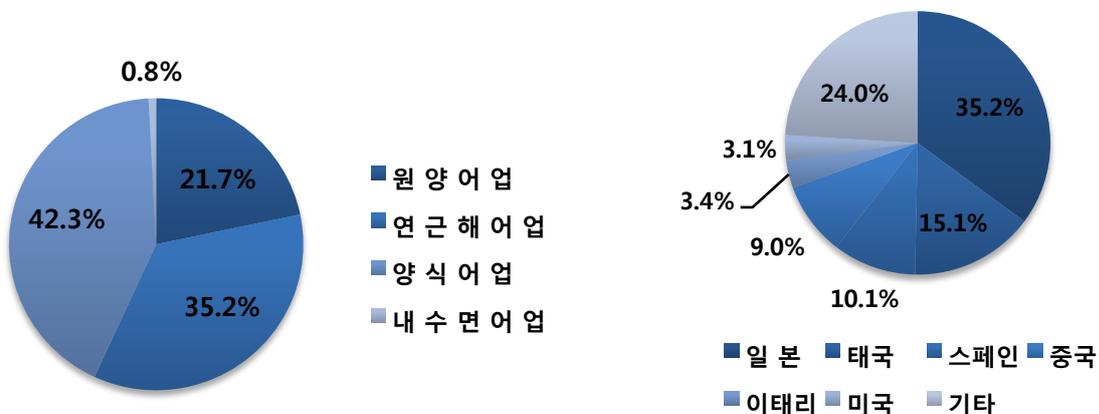
원양어업은 고정자산에 대한 투자 부담이 크다

원양어업은 대양(大洋)에서 주로 조업을 하기 때문에 조업 기간이 상당히 길게 소요되므로 대부분의 장비 및 소모품을 적재할 수 있는 선박이 필요하며, 획득한 수산물에 대한 운반 시설과 냉동 장비 등 고정 자산에 대한 투자 부담이 크다. 이에 따라 일찍이 설비투자를 실행하고 시장 진출을 선행한 기업이 조업에 대한 우위와 경쟁력을 갖출 수 있는 측면이 강하다.

노무비용과 유류비용이 원가의 대부분

이와 더불어 오랜 기간 선상이라는 악조건 속에서 작업을 진행해야 하는 선원들에 대한 의존도가 높아 노동집약적인 사업으로 생각할 수 있다. 따라서 선원들의 노

그림 7. 수산업에서 원양어업의 비중(2007년 단위 %) 그림 8. 원양어업 수출 국가 비중(2008년 단위 %)



자료 : 한국원양산업협회

자료 : 한국원양산업협회, Research 5 team

동에 대한 비교적 높은 노무비용이 발생하며, 조업장까지 선박을 운행함에 있어 필수적으로 발생하는 유류비용이 원가의 대부분을 차지한다. 결국, 저임금의 풍부한 노동력을 가진 연안국이 경쟁력을 가질 수 있으며, 원가에서 큰 비중을 차지하는 유류에 필연적으로 영향을 받게 된다.(그림 9)

2. 조업권 규제에 따른 시장의 변화

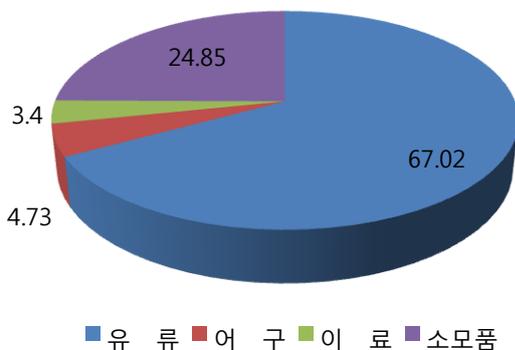
조업권 규제에 따라 조업여건이 악화

원양어업 시장은 2008 년 기준 전체 시장 규모 1 조 6 천억 원, 수출 시장 규모는 5 억 달러에 이른다. 시장 점유의 경우, 원양 어선 1-2 척으로 사업을 영위하고 있는 영세 원양업체의 비중이 전체의 65%(2008 년 기준)를 차지하고 있으며, 동사를 비롯하여 사조산업과 같은 중견기업들이 나머지 시장을 나누어 점유하고 있다. 그러나 전 세계적으로 불법적인 조업을 방지하고 수산 자원을 보호하기 위한 차원에서 연안국과 국제 수산기구가 조업규제를 강화함에 따라 조업 여건이 지속적으로 악화되어 왔다. 이와 더불어 원양어업의 원가에 대부분을 차지하는 유가가 지속적으로 상승함에 따라 영세 업체의 상황은 더욱 어려워져 점차 경쟁력을 상실하고 있다.

영세업체의 몰락에 따른 업계의 재편 가능성

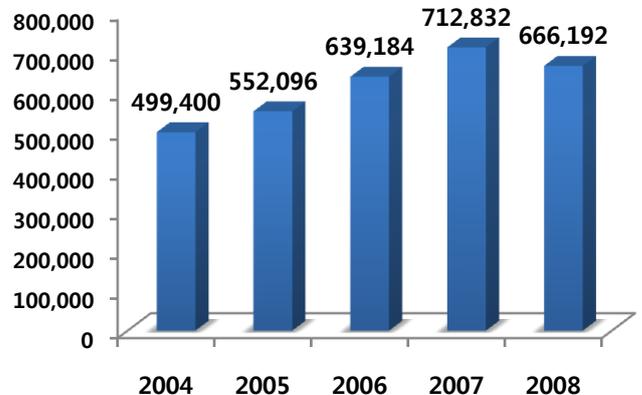
이러한 상황에서 세계적으로 대만과 일본의 원양업체들의 조업 중지가 잇달아 이어졌고, 곧 국내에도 이와 같은 상황이 전개 될 것으로 생각된다. 현재에도 영세업체들이 경영 난에 따른 부도로 지속적으로 감소하고 있는 추세에 있다. 결국, 일정 부분 동사와 같은 중견 기업들만이 외부적 경쟁상황에서 살아남아 지속적으로 조업 활동을 벌일 수 있을 것으로 생각된다. 2007 년 까지 증가해왔던 원양어업의 생산 실적이 조업권 규제 강화에 따라 2008 년 감소추세에 접어들었으며, 추후 업계 재편과 동시에 생산량의 감소는 불가피할 것으로 보인다. (그림 10)

그림 9. 유류비 비중(단위 : %)



자료 : 동원산업, Research 5 Team

그림 10. 원양어업 생산실적 추이(단위 : t)



자료 : 한국원양산업협회, Research 5 team

3. 참치 원양어업계

선망의 증가 연승의 감소

참치 원양어업은 크게 연승과 선망의 2 가지 종류로 나뉜다. 연승은 참다랑어, 눈다랑어, 황다랑어와 같은 횡감용 참치를 주로 어획하는 것으로 그물 낚시에 의한 방법이 사용된다. 이에 대해 선망은 가다랑어의 가공용 참치를 어획하며, 그물에 의한 어획 방법이다. 과거 원양업계는 고부가가치를 창출하는 연승어업에 주력했으나 최근 어종의 고갈로 인하여 선망어업의 비중이 커지고 있다. 특히나 연승어업에서 어획하는 다랑어의 경우 국제 수산기구와 EU 등이 종의 보호에 적극 나선 상태이다. 최근 국내 생산과 수출 규모에 있어서도 연승의 감소 추세에 대비한 선망의 증가 추세는 두드러지게 나타나고 있다. (그림 11,12)

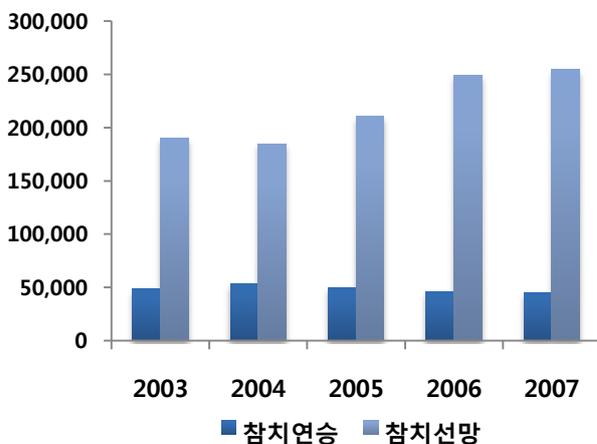
선망의 밝은 전망

선망 방식은 앞으로도 세계 시장에서의 입지가 탄탄하고 상대적으로 많은 량의 다랑어가 서식함으로 인해서 조업이 안정적이다. 또한 가공용 통조림의 유통으로 비교적 안정적인 수요를 창출하고 있기 때문에 연승선에 비해서 보다 밝은 전망을 가지고 있는 것으로 생각할 수 있다.

참치 원양업계의 포괄적 사업

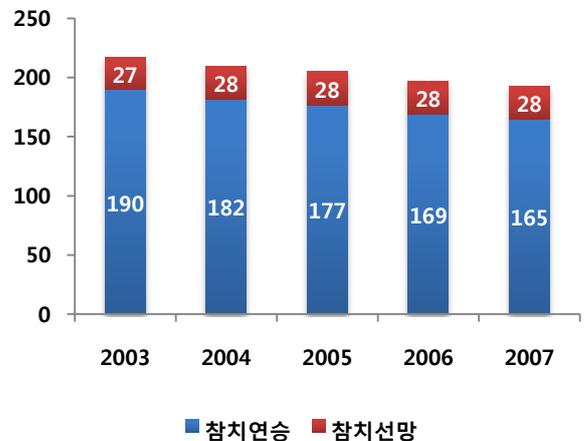
이와 더불어 국내 참치 원양업계의 경우 어획-가공의 과정을 하나의 업체가 담당하는 것이 대부분이다. 사업 다각화의 형태로 나타나는 이러한 업계적 특징은 참치원양어업의 특성이자 타 산업과 대비해 강점으로 부각될 수 있는 부분이다. 특히, 동사를 비롯한 몇몇 업체는 참치를 어획하는 것에서부터 참치를 가공, 판매처로의 유통에 이르기까지 공급과 수요를 잇는 포괄적인 사업을 영위하고 있다. 이를 통해서 공급에서 발생하는 가격 변동에 대한 사항을 소비자에게 전가 시킬 수 있는 공급자 우위의 사업구조를 가지게 되는 것이다.

그림11. 연승과 선망 생산실적 추이(단위 : t)



자료 : 한국원양산업협회

그림12. 국내 참치 원양어업 조업 선박 수(단위 : 대)



자료 : 한국원양산업협회, Research 5 team

Ⅲ. 투자 매력

1. 수요의 꾸준한 증가

참치에 대한 수요는 계속 증가하고 있다

최근 50 대 이후 장년층이 새로운 수요층으로 부각됨과 동시에 건강에 대한 관심이 높아지면서 참치에 대한 국내 수요가 늘어나고 있다. 또한 세계 2 위의 참치 소비 시장인 미국에서 광우병과 비만이 사회적 문제로 대두되면서, 이로 인해 소고기에 대한 수요가 감소하고 대체재인 참치회와 참치 반가공품에 대한 수요가 늘어나는 추세다. 또한 선진국을 중심으로 웰빙에 대한 관심이 집중되면서 어류에 대한 관심 또한 높아지고 있다. 참치가 1 인당 소득 2000 달러 이상의 고소득국가에서 주로 소비되는 점을 감안할 때, 참치에 대한 수요가 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있다.(그림 14) 동사가 미국으로 수출한 눈다랑어의 경우 경쟁국인 인도네시아나 필리핀보다 위생 안전도와 신선도에서 높은 평가를 받음으로써 선진국 소비자들의 눈높이에 맞는 경쟁력을 갖추고 있음을 보였다.

꾸준한 수요의 증가는 동사에게 안정성과 성장성을 줄 것이다

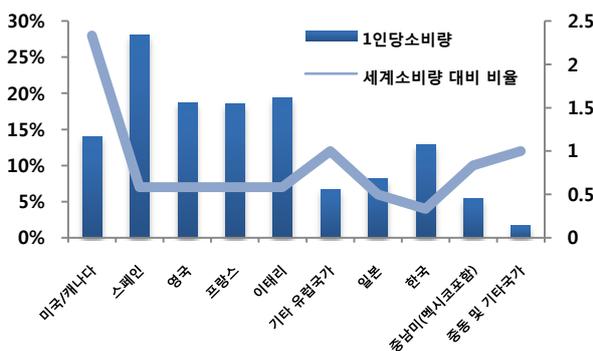
이러한 수요의 증가 추세는 최근의 경기 불황에도 꺾이지 않고 있으며, 신흥소비국들이 등장하면서 오히려 그 상승폭을 더욱 키워나가고 있다. 특히 날회를 즐기지 않던 중국에서도 최근 일식집과 참치 전문점이 크게 늘고 있다. 12 억의 인구를 가진 중국의 소비량 증가폭은 가공할 수준으로, 최고급 참치로 꼽히는 참다랑어의 경우 2006 년의 경우에는 소비량이 전년보다 1,270%나 증가하기도 했다. 러시아에서도 가공식품 형태로 참치 수입이 늘고 있다. 탄탄한 수요에 따른 성장세는 동사에게 향후 사업의 안정성과 성장성을 동시에 가져다 줄 것으로 보인다.

2. 어가의 꾸준한 상승

참치의 가격은 꾸준히 상승하고 있다

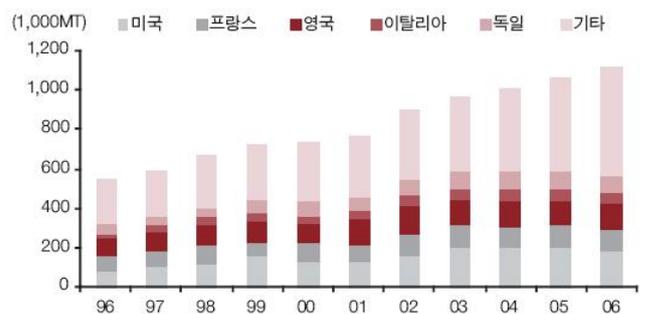
참치의 가격은 최근 몇 년간 뚜렷한 상승세를 보여왔다. 2000 년대 이후로 2008 년까지 참치 종류별로 각각 2~4 배정도로 값이 올랐다. 어획량이 가장 많은 가다랑

그림 13. 세계 참치캔 소비현황(단위: kg, %)



자료: Research 5 Team

그림14. 전세계 참치캔 수요 추이(단위 : t)



자료: Globefish, Research 5 Team

어를 기준으로 최근의 가격 변동을 살펴보면, 2000 년에 톤당 500 달러 대에서 2008 년 1600 달러 대로 약 세 배 가량 상승한 것을 볼 수 있다. 또한 가격의 계단식 상승 패턴을 통해 한 번 상승한 가격이 좀처럼 떨어지지 않음을 알 수 있다. 이는 참치의 직접 판매 및 가공 판매가 수입의 주를 이루는 동사의 시각에서 볼 때 매출액에 긍정적인 효과를 준다.

3. 진입 장벽

원양 어업은 진입 초기에 큰 비용이 든다

원양 어업 분야는 대규모의 선박과 함께 한정되어 있는 어장에 대한 어업권을 얻어낼 수 있는 협상력이 필요하다. 원양 어업의 가장 큰 특징 중에 하나는 초기에는 대형 특수 선박을 구입하는 과정에서 큰 비용이 발생하고 이후에는 큰 비용이 들어가지 않는다는 점이다. 이는 시장에 먼저 진입했으며, 이미 세계 최대의 선단을 보유하고 있는 동사에게 큰 이점으로 작용한다.

어획량 확보에 대한 진입장벽이 존재한다

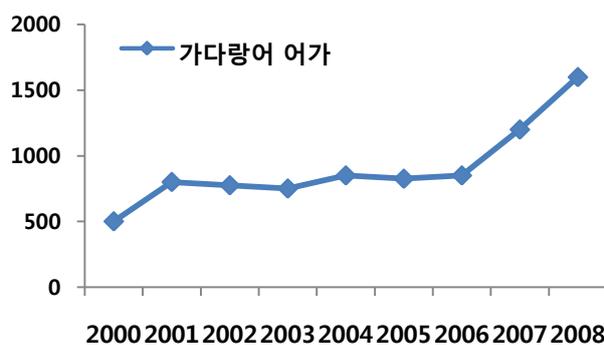
그리고 최근에 이루어지고 있는 어획량의 지속적인 축소와 불법 어획에 대한 감시 확대는 세계의 참치 공급량을 감소시키고 동시에 기존 조업 기업들의 경쟁력을 상승시켜주는 역할을 하고 있다. 어획 구역과 어획량이 점차 감소함에 따라 추가 어획량을 확보하기 힘든 이 시점에서 대규모의 초기 비용을 들여 원양 사업에 진출하기에는 큰 진입장벽이 따른다.

4. 산업의 구조조정

어획량 감소 계획에 따라 원양 산업의 구조조정이 이루어지고 있다

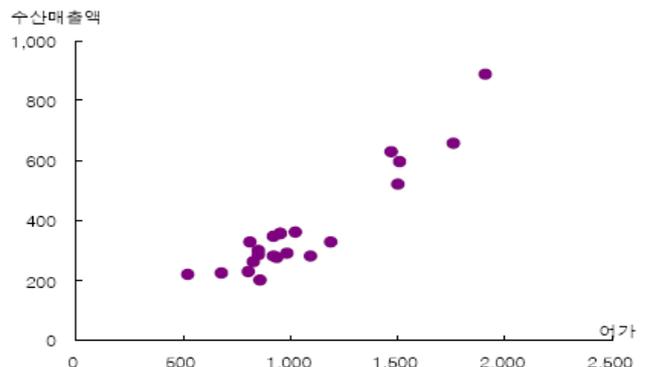
최근 전세계적인 어획량 감소 계획에 따라 각 국가의 원양 어업 산업적 구조조정을 시행하고 있다. 세계 참치 생산량 1 위인 일본에서도 대규모 구조조정이 계획되고 있으며, 이는 생산량 2 위의 대만도 마찬가지이다. 일본의 경우, 원양 및 근해에서 조업활동을 하는 참치잡이 어선의 10~20%인 90~130 척 가량을 감축하기로 하고 감축 대상 어선 소유주들에 대한 지원방안을 준비하고 있다. 예상 구조조정

그림15. 가다랑어 어가 추이 (단위:USD/톤)



자료: Research 5 Team

그림16. 어가와 수산사업 매출액간 상관성 (달러/톤, 억원)



자료: Atuna, Research 5 Team

대상은 1~2 척 규모의 소규모 기업들로, 이들은 환율, 유가, 어획량 협상 등의 외부적 요인에 대해 유동성이 떨어진다. 또한 국가적인 규모를 가지고 있는 기업들의 경쟁력을 훼손하지 않음과 동시에 영세한 상대를 대상으로 구조조정을 진행하여 협상 과정에서의 부담을 줄이려는 의도로 보인다.

원양 사업의 구조조정은 동사의 경쟁력을 상승시켜줄 것이다

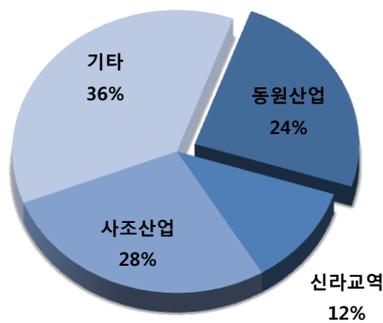
중장기적으로 어획량의 제한이 더욱 강화될 것이 자명한 지금 우리나라에서도 구조조정의 필요성이 제기되고 있다. 우리나라에는 100 여 개의 원양 업체가 존재하고 있으며, 이 중 65% 정도가 1~2 선의 원양 어선을 보유한 영세 업체다. (그림 19) 원양 어선의 63%는 상위 3 개사(동사, 신라교역, 사조산업)가 보유하고 있으며, 이들이 전체 생산량에서 차지하는 비율이 매우 높다. 앞으로 우리나라의 원양 업계 역시 구조조정이 일어난다면, 외부 요인에 적응력이 떨어지는 영세 업체부터 조정에 들어가는 일본의 선례를 따를 확률이 매우 높다. 이러한 구조 조정은 시장에서 큰 비중을 차지하고 있는 동사의 점유율을 더욱 상승시켜주는 효과가 있을 것이다. 이러한 구조조정은 세계 곳곳에서 이루어질 것이므로 세계를 무대로 활동하는 동사의 시각에서 볼 때, 장기적으로 세계 시장에서의 경쟁력 및 점유율의 제고 효과를 가져올 것이다.

그림 17. 생산실적: 상위 3개사 점유율, 선망89%, 연승63%



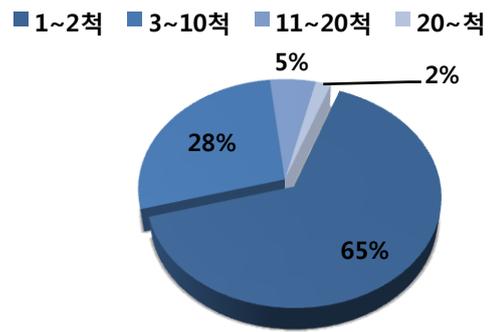
자료: 현대 증권, 각 사 공시자료

그림 18. 상위 3개사 원양 어선 비율(단위 %)



자료: Research 5 Team

그림 19. 영세 원양 업체 비중(단위 %)



자료: Research 5 Team

IV. 세계 참치시장의 선두주자, Starkist

1. 캔 참치의 대표 브랜드, Starkist

2008년 6월, starkist 를 인수

지난 6 월 동사는 미국 델몬트사로부터 캔참치 사업분야의 Starkist 를 약 3 억 6 천 달러에 인수하였다. Starkist 는 매년 약 5 억 5 천 달러 정도의 매출실적을 내고 있는 세계적인 기업이다. 북미 캔참치 시장에서 약 37%, 세계 캔참치 시장에선 약 28% 정도의 시장점유율을 가지고 있는 Starkist 는 앞으로 동사를 세계 넘버원 참치기업으로 발돋움하게 만들어 줄 것이라 기대된다.

2. 동원산업의 유통망 확대

Starkist를 통하여 유통망이 확대 기대

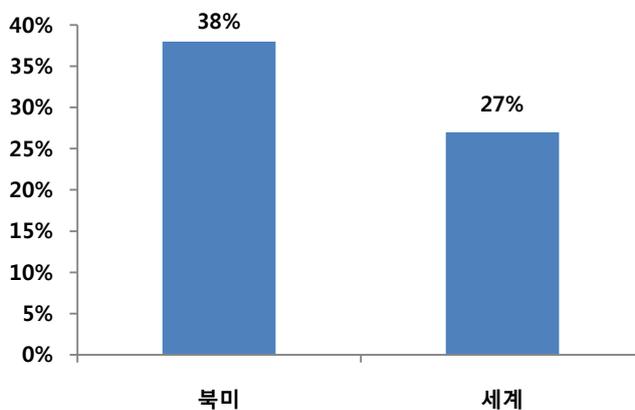
Starkist 는 북미, 남미, 중미 지역에 대한 생산 및 판매권을 소유하고 있으며 해외 시장 내에서도 인지도가 높기 때문에, 동사가 Starkist 를 인수함으로써 해외 유통망을 확대시킬 수 있을 것이라 예상된다. 특히나 세계 캔 참치 시장의 40%를 차지하고 있는 유럽 시장에 진출할 수 있다는 점은 큰 이점으로 판단된다. 유럽의 경우에는 곡물의 대체재가 참치일 정도로 참치의 수요가 많은 지역이기 때문에 Starkist 를 통하여 동사가 유럽시장에 진출한다면 새로운 매출처를 확보하면서 매출 실적의 향상을 기대할 수 있다.

3. Starkist, 득과 실

Starkist 인수 당시 지불 금액은 예상을 초과

Starkist 인수 당시, 인수 자금의 40%가량인 1 억 5 천만 달러(1 천 6 백억원)를 동원 계열사에서 투자했다. 이에 대해 동원은 50%의 자금을 투자했고, 나머지 약 8 백 억 원 규모의 투자금액은 대부분 차입을 통해 조달된 것으로 추정된다. 이로 인해 2008 년 동사의 차입금 의존도와 부채비율이 2007 년 에 비해 각각 10.4%, 80.5%

그림 20. Starkist 시장 점유율 (단위 %)



자료: Research 5팀

그림21. 세계 참치 캔 소비 현황(단위 : 천명, 백만 kg,kg,%)

| 국가명 | 인구 | 소비량 | 1인당 소비량 | 비율 | 비고 |
|------------|-----------|-------|---------|------|----------------|
| 미국 / 캐나다 | 338,702 | 397 | 1.17 | 28% | |
| 스페인 | 44,279 | 104 | 2.34 | 7% | |
| 영국 | 60,769 | 95 | 1.56 | 7% | |
| 프랑스 | 61,647 | 95 | 1.54 | 7% | 유럽 전체: 561백만kg |
| 이탈리 | 58,877 | 95 | 1.61 | 7% | |
| 기타 유럽국가 | 307,429 | 173 | 0.56 | 12% | |
| 일본 | 127,967 | 86 | 0.68 | 6% | |
| 한국 | 48,456 | 52 | 1.07 | 4% | |
| 중남미(멕시코포함) | 325,000 | 147 | 0.45 | 10% | |
| 중동 및 기타국가 | 1,201,763 | 173 | 0.14 | 12% | 참치캔 소비가 적은 지역 |
| 합계 | 2,574,889 | 1,417 | 0.55 | 100% | |

자료 : Research 5팀

증가했다. 동사에게 Starkist 의 인수자금이 부담되는 이유는 Starkist 인수계약을 했던 당시 환율은 980 원이었으나, 인수자금을 지불했던 10 월에는 환율이 1200 원으로 예상보다 큰 금액을 지불하고 인수했기 때문이다.

적자를 보고 있는 Starkist

Starkist 는 몇 년째 550 억달러 정도의 매출액을 유지하고 있고 영업이익률은 떨어지고 있는 추세이다.(그림 22) 특히나 작년 약 100 억원 정도의 당기 순손실을 기록했다. 모회사인 동사는 이로 인해 고스란히 손실을 입었다. 이처럼 세계적인 캔참치 기업으로 명성이 자자한 Starkist 의 영업실적이 부진한 이유는 생산성에 있다.

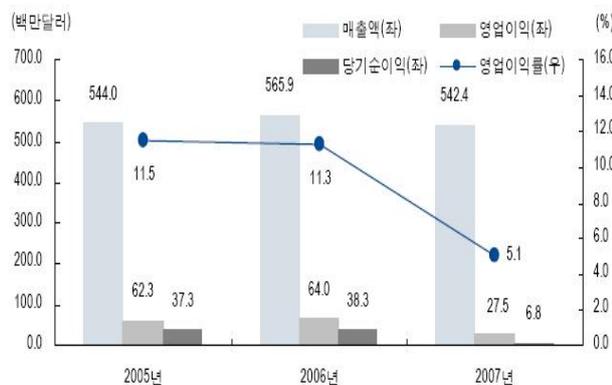
Starkist의 생산성에 문제

Starkist 는 동사와 같은 계열사인 동원 F&B 와 같은 사업을 영위하고 있는데, 동원 F&B 비해 생산능력이 현저히 떨어짐을 확인할 수 있다. Ton 당 살코기 생산능력이 동원 F&B 는 420kg 인 것에 비해 Starkist 는 390kg 정도로 생산능력이 떨어진다. 뿐만 아니라 Starkist 는 동원 F&B 에 비해 4 배 이상의 인력이 운용되고 있는 것으로 나타났다.(그림 23)

Starkist에 대한 구조 조정 계획

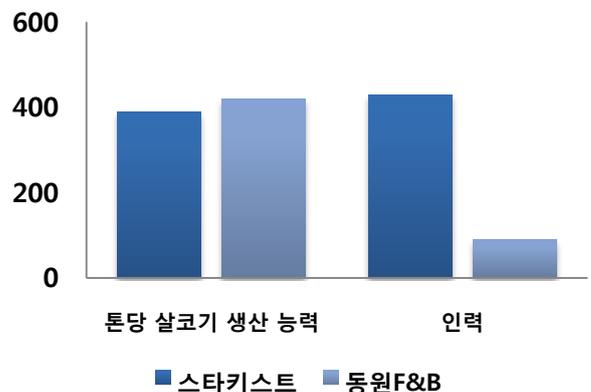
이러한 문제점을 파악한 동사는 현재 Starkist 의 구조조정을 계획하고 있다. 구조조정이 성공적으로 이루어질 경우 동사의 세계적 입지와 함께 엄청난 시너지 효과를 불러 일으킬 것이라 기대된다. 그러나 이것이 성공적으로 이뤄질지는 미지수이다.

그림 22. Starkist 수익성 추이



자료: 우리투자 리서치 센터

그림 23. 동원 F&B와 비교, Starkist 수익성



자료: 우리투자 리서치 센터

V. 경쟁사 비교

1. 선망어업 중심

작은 규모의 다수 경쟁사

동사의 경쟁사로 생각될 수 있는 업체는 동사와 어느 정도 비슷한 사업 규모를 가지고 있는 신라교역과 사조산업을 들 수 있다. 이외 원양어업계는 수많은 업체가 작은 규모로 시장경쟁에 참여하고 있다. 생산하는 원양 수산물도 각 업체별로 다르고, 가공과 유통과정에서 판매처를 달리하기 때문에 객관적인 비교가 쉽지 않은 것이 사실이다.

선망선 다수 보유로 생산 실적 1위

동사와 같이 '참치' 선망과 '연승'으로 조업하는 업체는 신라교역과 사조산업 외 다수의 업체가 있다. 생산실적을 비교해보았을 때, 선망에서는 동사가 단연 1위에 있으나 연승에서는 사조산업이 동사를 조금 앞서 있는 상황이다. 이는 사조 산업이 동사에 비해 연승선 보유대수가 많으나 조업일수가 비슷하기 때문이다. 그러나 앞으로 선망어업이 연승어업에 비해 밝은 전망을 보이고 있어 선망선을 가장 많이 보유하고 있는 동사의 입지는 시장에서 더욱 공고해질 것으로 보인다.

2. 매출 및 수출실적 우위 높은 가동률

매출과 수출 실적에서 타사에 비해 압도적

생산 실적이나 매출실적에 있어서도 동사가 타사에 비해서 우위에 있다.(그림 24) 2008 년기준 매출액은 3000 억 수준으로 1000 억에 미치지 못하는 타사에 비해 월등한 매출 실적을 보이고 있다. 더불어, 2008 년 수출 실적에서 경쟁사인 신라교역이나 사조산업에 비해 2 배 가량 많은 수출 실적을 올림으로써 동사가 시장에서 확고한 위치에 있음을 확인할 수 있다.(그림 25) Starkist 인수와 동시에 해외 시장 공략에 중점을 두고 있는 동사는 수출시장에서 다양한 수출처와 유통채널을 확보

그림 24. 생산실적(단위 : t)

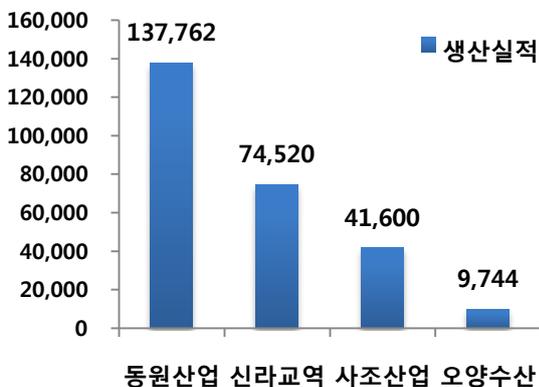
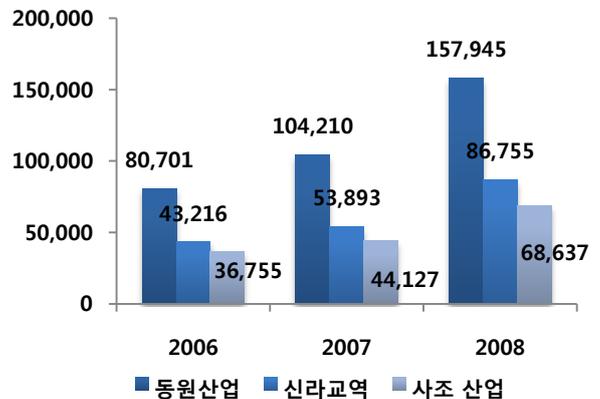


그림 25. 수출 실적(단위 : 백만원)



자료: Research 5팀

자료 : 각 사 공시자료, Research 5팀

함으로써 경쟁사에 비해 한발 앞서 있는 모습이다.

대규모 설비와 높은 가동률

매출액에서 우위를 보이는 것은 구축된 설비가 이미 타사에 비해 대규모임에도 조업 선박과 유통부문의 가공공장에서 높은 가동률을 보이고 있기 때문이다. 원양선박의 해외 조업 일수는 360 일에 이르며, 조업권 확보에 따라 2 위 업체인 신라교역에 비해서 20% 이상의 높은 가동률을 보이고 있다. 3 위인 사조산업과 비슷한 가동률을 보이고 있으나 선망 참치의 생산과 가공에서 동사가 압도적인 우위에 있어 매출 실적에 큰 차이를 보이는 것이다. (그림 26)

3. 수산주 수혜는 공통적

수산주 수혜는 공통적 현상

곡물 가격의 지속적인 상승과 원화약세에 따른 수출 부문의 호조는 수산업을 영위하는 모든 업체에 공통적인 호재로 작용하고 있다. 또한 최근 웰빙 트렌드에 의해서 수산물 소비도 지속적으로 늘어나고 있는 상황이며, (그림 27) 수산물을 대체할 수 있는 축산물의 경우 미국 소고기 파동과 조류독감 등의 악영향이 계속적으로 반복됨에 따라 소비 추세가 고르지 못하다. 축산과 곡물을 대체할 수 있는 수산물의 가능성은 해외에서 지속적으로 나타나고 있어서 매출과 영업이익의 측면에서 수산업체 모두가 이득을 보고 있는 상황이다.

다랑어의 가격 상승으로 인한 안정적 실적 예상

이와 더불어 원양어업의 대표적 어종인 다랑어류의 공급 감소는 필연적이며, 이로 인한 가격 상승이 지속될 것으로 보여 각 업체의 이익에는 어느 정도 향상이 있을 것으로 보인다. 이와 같은 수산주 수혜가 더해져 동사는 1 위의 시장 점유와 설비를 바탕으로 앞으로도 안정적인 매출과 이익을 창출할 것으로 보인다.

그림 26. 가동률 및 조업 일수

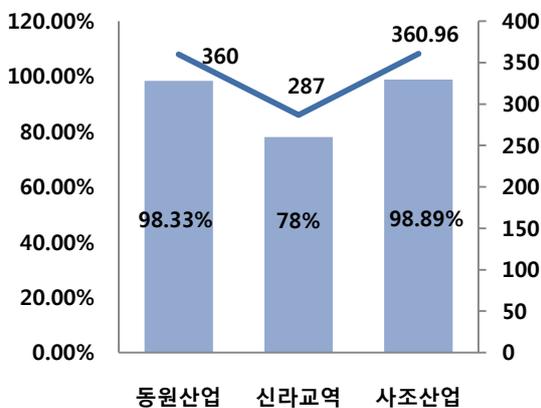
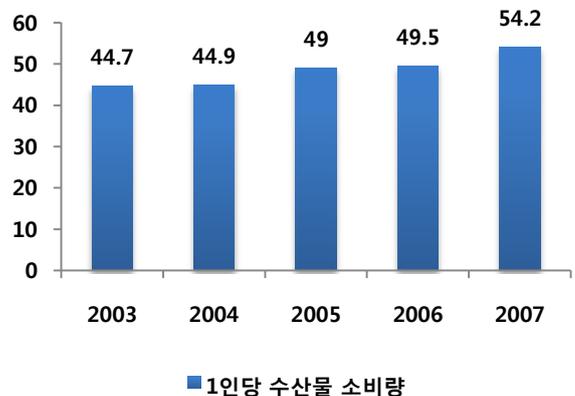


그림 27. 연간 1인당 수산물 소비 (단위 : kg)



자료: Research 5팀

자료 : 농림수산식품부, Research 5팀

VI. 장단기 Risk

1. 파생상품거래 손실

동사는 수출환변동보
험에서 손실을 입었다

동사는 환율의 변동성에 대비하고자 수출 환변동 보험에 가입하였다. 2009 년 12 월이 만기인 이 계약은 만기 시에 2800 만 달러를 1 달러 당 937.4 원으로 매도하 기로 되어있다. 2008 년부터 고 환율이 유지되면서 위험 회피를 목적으로 가입한 이 상품에서 손실이 발생하였다. 2008 년 사업보고서 작성기준으로는 85 억 가량이 며, 2009 년 4 월 7 일 기준 환율로 계산해보면 105 억 정도의 손실이다.

기업의 가치에 큰 영
향을 지속적으로 주지
는 못할 것이다

환율이 10 원 상승할 때마다 2 억 8 천의 손실이 예상되는데, 동사의 연 매출액이 6 천억 원에 달하는 것과 당기 순이익이 400 억 대에 달하는 것으로 볼 때, 손실이 감당하기 힘든 수준은 아니라 판단되며, 다른 수출환변동보험 가입 기업에 비해 그 규모가 상당히 적은 편이다. 또한 올 12 월에 계약이 만료되기 때문에 중장기 적인 시각에서 동사의 가치에 큰 영향을 미치지 못할 것이다.(그림 28)

2. 중서부 태평양 눈다랑어 보존

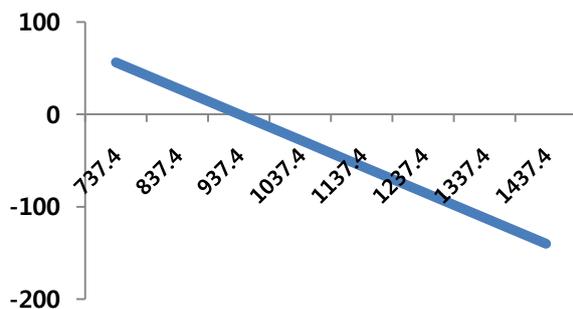
태평양 수산위원회의
눈다랑어 어획노력량
감축 결정

지난 2008 년 9 월 중서부 태평양 수산위원회(WC-PCF)는 횡감용 참치인 눈다랑어 자원의 어획 강도가 높다는 판단 하에 조업의 어획노력을 30% 감축할 것을 권고 했다. 권고안은 12 월 5 차 연례회의 때까지 미국, 캐나다, 유럽 등의 선진국과 태 평양 연안국, 한국, 일본 등의 조업국 사이의 합의에서 진통을 겪었다. 결국 5 차 연례회의에서 30% 어획노력량 감축이 결정됨에 따라 국내 참치 원양업계에 타격 이 예상된다.

생산 실적에 상당한
타격 예상

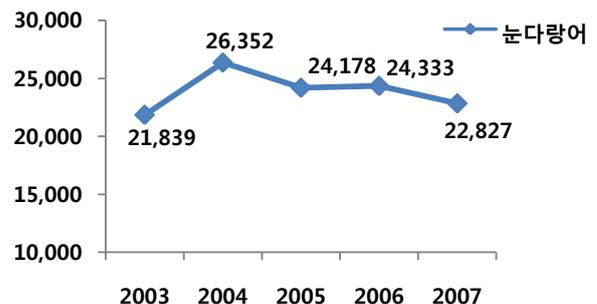
어획 노력량 감축이라고 하는 것은 어선의 수나 어망의 종류와 수, 조업 횟수 등 고기를 잡기 위해 투입되는 수단과 방법을 줄이는 것을 의미한다. 중서부 태평양 은 우리나라 다랑어 연간 어획량의 90% 이상을 차지하는 어장이다. 결국 어획 노

그림28. 환율 변화에 따른 파생거래 손실 규모 (단위:억)



자료: Research 5 Team

그림29. 눈다랑어 생산 추이(단위 : t)



자료: Research 5 Team

력량이 감축될 경우, 생산 실적에 타격이 불가피하게 된 것이다. 옆친데 뎡친격으로 2010년부터는 연안국들의 배타적 경제수역으로 둘러싸인 공해상에서의 눈다랑어 조업이 금지됨으로 인해서 향후 국내 참치 원양업계의 전망은 불투명해졌다.

3. 참다랑어 쿼터량 제한

대서양 참치위원회의 참다랑어 쿼터량 감축 결정

중서부 태평양 수산 위원회에 이어 대서양 참치위원회(ICCAT)는 자원 상태가 악화되고 있는 참다랑어의 2009년 총어획량을 전년 대비 23% 감축한 22,000톤으로 합의하고 오는 2010년에는 19,950톤까지 감축하기로 결정했다. 이 결정으로 우리나라에 할당된 참다랑어 쿼터는 131.26톤으로 전년 대비 40톤 가량 줄었다.(그림 30) 참다랑어의 경우 고급 횡감용 참치이나 우리나라 참치 생산에서 차지하는 비중은 작기 때문에 실제적인 큰 영향은 없을 것으로 생각된다. 그러나 대서양 참치 위원회 이외에 다른 국제 수산기구에서 최근 조업 척수 제한 등의 규제 조치를 강화함에 따라 조업에 대한 어려움은 가중되고 있다.(그림 31)

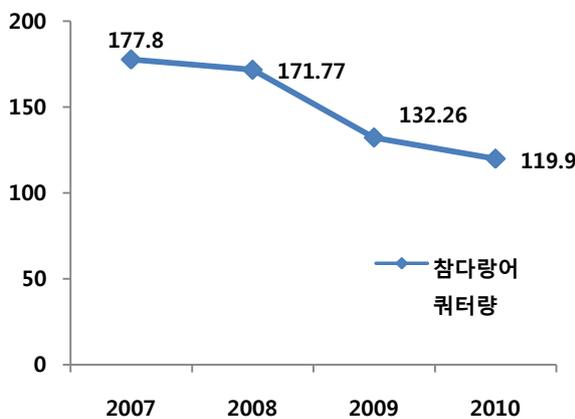
가격 상승 전가로 위기 극복의 가능성

조업과 쿼터량 제한으로 인한 생산실적의 감소는 매출과 이익의 감소로 이어질 수 있으나 참치 수요가 증가하는 상황에서 어획-가공-유통의 포괄적 사업영역을 갖추고 있는 참치원양업계는 가격 상승을 소비자에게 전가 시킴으로써 이러한 상황을 극복할 수 있는 가능성을 열어두고 있다. 또한 어종 보존 차원에서 진행되는 제한이므로 어종의 양이 다시 제자리를 찾을 경우 장기적으로 이러한 조치는 완화될 수 있다

동사가 주력하고 있는 선망 참치의 공급량은 증가하고 있다

또한 동사의 생산은 선망 참치에 의존하고 있다. 실제적으로 횡감용 참치인 눈다랑어와 참다랑어의 조업에 대한 제한이 크게 이루어지고 있으나 가공용참치인 가다랑어에 대한 제한은 크지 않다. 이에 따라 전체적인 참치의 공급은 꾸준히 감소

그림 30. 참다랑어 쿼터량 추이(단위 : t)



자료: 한국 원양수산 협회

그림31. 국제수산기구의 쿼터 설정

| 기구명 | 쿼터제 관련 |
|------------------------|--|
| 중서부태평양수산위원회 WCPFC | - 연승: 눈다랑어 국별쿼터 설정 ('08 한국: 21,449톤) - 선망: 어획노력 제한 ('04 또는 '01-'04 평균) |
| 대서양 참치보존위원회 ICCAT | * '08 우리나라 어종별 쿼터 - 참다랑어: 339톤 (이월분 167톤 포함) - 눈다랑어: 2,100톤 - 황새치: 100톤 |
| 인도양 참치위원회 IOTC | - '07-'09년간 조업척수 제한 ('08년 수준) |
| 남방 참다랑어 보존위원회 CCSBT | * '08 우리나라 쿼터: 1,140톤 |
| 전미 열대참치위원회 IATTC | * 선망: 조업척수 제한 및 42일간 금어기 실시 * 연승: 눈다랑어 국별쿼터 ('08 우리나라: 12,576톤) |

자료 : 한국원양수산협회, 현대증권

하고 있지만 그 안에서 가공용 선망 참치의 생산량은 오히려 증가하고 있는 것을 볼 수 있다.(그림 32,33) 결국, 동사가 주력하고 있는 선망 참치의 경우 어획 자원의 감소 현상이 크지 않은 것이다. 때문에 참치의 조업 제한 강화 추세가 동사의 매출에 큰 악영향을 주지는 못할 것으로 생각된다.

참치 가격의 큰 상승 폭은 동사의 이익에 긍정적

또한 참치에 대한 수요는 꾸준히 증가하고 있는데, 공급이 감소한다면 이는 필연적으로 가격의 상승으로 이어지게 된다. 그런데 참치 가격의 경우, 참치의 공급량이 감소하는 해에는 큰 폭으로 상승하고, 추후 공급량이 다시 증가하더라도 그 가격을 꾸준히 유지한다.(그림 34) 이는 참치 수요 증가에 기인한 것으로 가격 상승 폭이 공급 감소의 수급적 상황보다 크기 때문이다. 당분간 이러한 추세가 유지된다고 가정할 때, 오히려 동사의 매출과 이익에 긍정적인 영향을 기대할 수 있다.

그림32. 선망방식의 급격한 증가

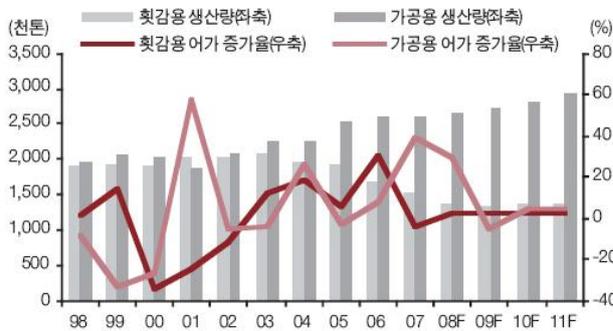
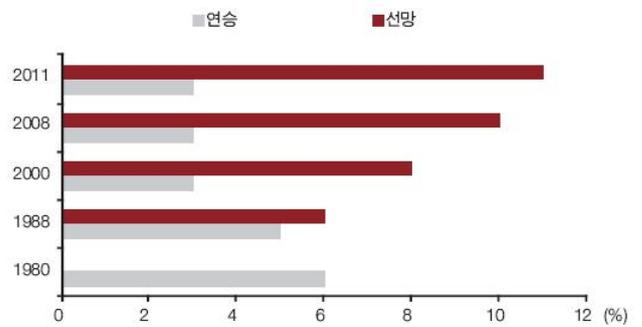


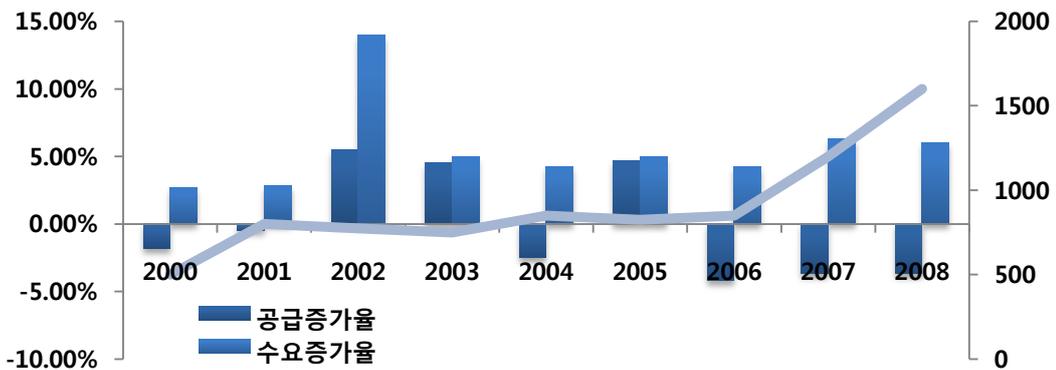
그림33. 선망의 세계시장 점유율 추이



자료: 현대증권, Research 5 Team

자료: 현대증권, Research 5 Team

그림34. 공급 및 수요 증가율과 어가 변동 추이



자료: 현대증권, Research 5 Team

VII. Valuation

1. Scenario - 매출액 성장률

동사의 매출액은 어가의 영향을 크게 받는다. 어가는 횡감용 참치와 가공용 참치에 따라 상이하게 변동하고 있다. 2008 년에 동사의 매출액 실적이 향상된 것은 어가의 영향이 크다. 현재는 2007 년 수준 이하의 가격 수준을 보이고 있는 상황에서 당사의 2009 년 수산부문 매출액 성장률을 0%로 잡았다.

이 후, 쿼터 제한과 공급감소가 이어지나 수요가 지속적으로 상승하고 있으므로 참치 어가의 상승이 예상되어 2010 년에 매출액이 20% 정도 성장한 후, 보수적 접근으로 점차 성장세가 둔화될 것이라고 가정하였다.

유통부문의 매출액 성장률은 과거치를 고려할 때, 수산부문과 밀접하게 연계되어 있다. 이에 따라 수산 부문의 매출액 성장률에 3/4 내지 3/5 의 수치를 고려하여 매출액 성장률을 반영하였다.

물류부문은 물류업계의 다양성 때문에 실질적인 성장치를 예측하기 힘들다. 그러나 2006 년 합병 이후 2 년 정도 고성장했으나 현재 택배부문이 사업에서 퇴출된 상태이며, 물류업계 내의 경쟁상황에 따라 성장률이 둔화되고 있다. 이에 따라 물류업의 매출액 성장률을 5%에서 추후 둔화 추이를 반영하여 적용하였다.

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 예상매출액 | 602,751,310 | 604,640,935 | 699,380,422 | 779,496,789 | 812,173,430 | 814,675,974 |
| 매출액성장률(수산) | | 0.0% | 20.0% | 15.0% | 5.0% | 0.0% |
| 매출액(수산) | 341,157,241 | 341,157,241 | 409,388,690 | 470,796,993 | 494,336,843 | 494,336,843 |
| 매출액성장률(유통) | | 0.0% | 15.0% | 9.0% | 3.0% | 0.0% |
| 매출액(유통) | 146,830,219 | 146,830,219 | 168,854,752 | 184,051,680 | 189,573,230 | 189,573,230 |
| 매출액성장률(물류) | | 5.0% | 4.0% | 3.0% | 3.0% | 2.0% |
| 매출액(물류) | 105,300,654 | 110,565,687 | 114,988,314 | 118,437,963 | 121,991,102 | 124,430,924 |
| 매출액 성장률(기타) | | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 매출액 (기타) | 6,027,513 | 6,087,788 | 6,148,666 | 6,210,153 | 6,272,254 | 6,334,977 |

2. 적용 수치

2008 년 영업이익률은 19.08%를 기록했으나 원양어업의 특성상 어가에 따라 이익률 추이 변동이 심하다. 그러나 과거에 비해 참치가 공급 감소로 인하여 가격이 상승할 것으로 예측되고 있는 가운데, 수요 상황이 동사에 호재로 작용하므로 향후 영업이익률을 9%로 가정하였다. 순유형 고정자산에 대해서는 최근 물류업과 선박에 대한 초기 투자가 이미 진행된 것으로 생각할 수 있고 최근 3 년 동안 매출액 대비 순유형 고정 자산의 비중이 높으므로 3 년 평균치를 적용하였다.

| 매출액대비비율 | 2008 | 적용 |
|------------|--------|--------|
| 영업이익률 | 19.03% | 9.00% |
| 유,무형자산 상각비 | 1.93% | 2.63% |
| 영업용운전자본 | 8.97% | 9.85% |
| 순유형고정자산 | 45.23% | 45.40% |
| 순무형고정자산 | 0.13% | 0.22% |
| 기타영업용순자산 | -5.36% | -7.29% |

3. WACC

자기자본 비용의 경우, 한국 시장 프리미엄 7.31%, 3 년 만기 국고채 수익률 3.88%, 베타는 일년치 일별베타를 적용하여 구하였다. 타인자본 비용의 경우 신용 등급 BBB+ 기준, 한계 조달 금리 9.54%를 적용하였다.

| | |
|-----------------|--------------|
| 자기자본비용 | 9.86% |
| 1 년치일별베타 | 0.81758 |
| 한국시장프리미엄 | 7.31% |
| 3 년만기국채수익률(연평균) | 3.88% |
| WACC | 8.46% |
| 차입금가치(이자발생부채) | 376,988,315 |
| 주주지분가치(시가총액) | 273,428,160 |
| 한계조달금리 | 9.54% |

4. WACC 수익률 스프레드

| WACC | 기대수익률 |
|------|-------|
| 8% | 116% |
| 9% | 78% |
| 10% | 49% |
| 11% | 27% |
| 12% | 9% |

VIII. Appendix

손익계산서

| (100Mn.) | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,500 | 3,275 | 4,098 | 6,028 |
| 매출원가 | 1,979 | 2,711 | 3,042 | 4,128 |
| 매출총이익 | 521 | 563 | 1,056 | 1,899 |
| 판매비및 일반관리비 | 362 | 401 | 470 | 752 |
| 인건비 | 45 | 65 | 82 | 87 |
| 감가상각비 | 1 | 2 | 6 | 11 |
| 무형자산상각비 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 기타판매비및 일반관리비 | 279 | 287 | 321 | 482 |
| 영업이익 | 158 | 162 | 585 | 1,147 |
| 영업외손익 | 17 | 165 | -1 | -547 |
| 이자수익 | 19 | 32 | 31 | 54 |
| 이자비용 | 44 | 59 | 64 | 101 |
| 외환차손익 | 0 | 30 | 31 | -67 |
| 외화환산손익 | 12 | 16 | -10 | -229 |
| 지분법이익 | 8 | 2 | 2 | 7 |
| 기타영업외손익 | -5 | 1 | 22 | 15 |
| 세전계속사업이익 | 176 | 328 | 584 | 600 |
| 법인세비용 | 50 | 86 | 149 | 170 |
| 계속사업이익 | 125 | 241 | 435 | 430 |
| 중단사업이익 | | | | |
| 당기순이익 | 125 | 241 | 435 | 430 |
| EPS (원) | 4,865 | 7,179 | 12,932 | 12,784 |
| 수정EPS | | | | |

대차대조표

| (100Mn.) | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 1,303 | 1,506 | 1,652 | 2,464 |
| 현금등가물 및 단기금융상 | 516 | 632 | 715 | 919 |
| 시장성유가증권 | 50 | 29 | 1 | 0 |
| 매출채권 | 101 | 186 | 246 | 542 |
| 재고자산 | 568 | 564 | 594 | 779 |
| 비유동자산 | 968 | 1,904 | 2,280 | 4,765 |
| 투자자산 | 121 | 111 | 163 | 1,921 |
| 유형자산 | 810 | 1,747 | 2,074 | 2,726 |
| 무형자산 | 6 | 14 | 11 | 8 |
| 자산총계 | 2,271 | 3,410 | 3,932 | 7,229 |
| 유동부채 | 1,355 | 1,545 | 1,585 | 2,912 |
| 매입채무 | 91 | 114 | 157 | 264 |
| 단기차입금 | 1,117 | 1,131 | 1,050 | 1,912 |
| 유동성장기차입금 | | 19 | 24 | 19 |
| 비유동부채 | 110 | 570 | 718 | 2,220 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 497 |
| 장기차입금 | 69 | 236 | 389 | 1,291 |
| 부채총계 | 1,466 | 2,114 | 2,303 | 5,133 |
| 자본금 | 129 | 168 | 168 | 168 |
| 자본잉여금 | 354 | 588 | 588 | 588 |
| 이익잉여금 | 308 | 524 | 858 | 1,204 |
| 자본조정 | | | | |
| 자본총계 | 806 | 1,295 | 1,629 | 2,096 |



현금흐름표

| (100Mn.) | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 202 | 263 | 579 | 776 |
| 당기순이익 | 125 | 241 | 435 | 430 |
| 비현금수익비용가감 | 41 | -22 | 146 | 662 |
| 유형자산감가상각비 | 69 | 101 | 97 | 113 |
| 무형자산상각비 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| 퇴직급여 | 15 | 22 | 23 | 23 |
| 외화환산손익 | -12 | -16 | 10 | 229 |
| 지분법평가손익 | -8 | 263 | 579 | 776 |
| 기타 | -23 | -395 | -565 | -482 |
| 영업활동으로인한자산부채 | 36 | 43 | -2 | -316 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -307 | -714 | -578 | -2,686 |
| 유형자산 투자 | -185 | -857 | -424 | -766 |
| 유형자산 처분 | 20 | 75 | 1 | 61 |
| 무형자산 증감 | -0 | 0 | -0 | 0 |
| 투자자산 증감 | 1 | 112 | -66 | -1,762 |
| 기타 | -143 | -44 | -89 | -220 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 174 | 394 | -33 | 2,009 |
| 장단기차입금증가 | 200 | 150 | 86 | 1,613 |
| 사채증감 | 0 | 0 | 0 | 497 |
| 자본증감 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의지급 | -15 | -26 | -101 | -84 |
| 기타 | -11 | 269 | -18 | -18 |
| 영업투자재무활동기타현금 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 순현금흐름 | 70 | -57 | -33 | 98 |
| 기초현금 | 62 | 131 | 74 | 41 |
| 기말현금 | 131 | 74 | 41 | 140 |

주요투자지표

| (₩,%) | 2005.12 | 2006.12 | 2007.12 | 2008.12 |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Growth Ratios | | | | |
| 매출액성장률 % | -8.1% | 31.0% | 25.1% | 47.1% |
| EBITDA성장률 % | 2.8% | 16.7% | 157.4% | 84.4% |
| EBIT성장률 % | 0.5% | 2.3% | 261.0% | 96.0% |
| 총자산성장률 % | 12.4% | 50.1% | 15.3% | 83.9% |
| Profitability Ratios | | | | |
| 매출총이익률 % | 20.8% | 17.2% | 25.8% | 31.5% |
| EBITDA마진률 % | 9.1% | 8.1% | 16.7% | 21.0% |
| EBIT마진률 % | 6.3% | 5.0% | 14.3% | 19.0% |
| 세전계속사업이익률 % | 7.0% | 10.0% | 14.3% | 10.0% |
| 당기순이익률 % | 5.0% | 7.4% | 10.6% | 7.1% |
| Stability Ratios | | | | |
| 부채비율 % | 181.9% | 163.3% | 141.4% | 244.9% |
| 순부채비율 % | 76.9% | 56.1% | 45.8% | 136.0% |
| 유동비율 % | 96.1% | 97.5% | 104.2% | 84.6% |
| 당좌비율 % | 54.2% | 61.0% | 66.8% | 57.8% |
| 이자보상배율 | 3.6 | 2.8 | 9.1 | 11.4 |
| Performance Ratios | | | | |
| ROE % | 16.6% | 23.0% | 29.7% | 23.1% |
| ROA % | 5.8% | 8.5% | 11.8% | 7.7% |
| ROIC % | 10.4% | 6.7% | 18.3% | 28.5% |
| Per Share Ratios | | | | |
| 수정EPS | 4,865 | 7,193 | 12,932 | 12,784 |
| 주당순자산 | 31,320 | 38,511 | 48,434 | 62,327 |
| 주당현금흐름 | 7,572 | 10,291 | 15,900 | 16,241 |
| 주당배당금 | 1,000 | 3,000 | 2,500 | 2,500 |

