

동원산업

(006040)

한유정

yujung.han@daishin.com

노희재

heejae.roh@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

300,000

하향

현재주가

(20.03.06)

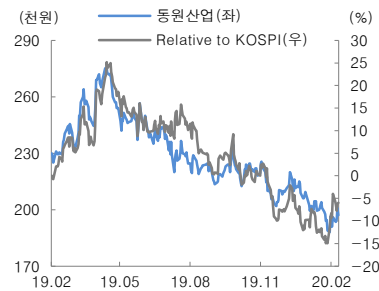
197,000

음식료업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2040.22
시가총액	724십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	275,500원 / 188,000원
120일 평균거래대금	5억원
외국인지분율	6.72%
주요주주	동원엔터프라이즈 외 6 인 63.37% KB자산운용 8.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7	-6.4	-10.0	-14.2
상대수익률	5.2	-4.5	-11.4	-8.5



Earnings Preview

원화 약세에 어가 반등까지

- 투자 의견 매수 유지, 목표주가 300,000원으로 하향 조정(-6%)
- 2020년 동원산업의 주요 연결회사인 미국 Starkist의 대손충당금 반영 예정 금액을 보수적으로 반영하여 당기순이익 8% 하향 조정
 - 2020년 방콕거래소 기준 참치어가(Skipjack)의 추가 반등 가능성이 낮더라도 1) 역사적 최저점 수준에 달했던 톤당 850불을 저점으로 최근 1,550불까지 어가가 반등한 점, 2) 2019년 S급 신규 어선 2척 투입으로 2019년에 이어 2020년에도 어획 호조가 이어질 것으로 예상된다는 점, 3) 최근 원화 약세 및 유가 약세 흐름은 동원산업에 긍정적인 환경

기대치를 하회한 4분기

- 2019년 4분기 동원산업의 연결 기준 매출액은 6,366억원(+2% yoy, -9% qoq), 영업이익은 200억원(-55% yoy, -66% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 443억원을 크게 하회하였음. 부진한 실적의 주 원인은 수산 부문의 주력 매출처인 참치(Skipjack) 어획량이 전년 동기 대비 9% 증가하였음에도 톤당 참치어가가 2019년 4분기 중 이례적으로 역사적 저점 수준인 850불까지 급락하며 전년 동기 대비 수익성 하락이 불가피 했던 것으로 판단

기대치를 상회할 1분기

- 2020년 1분기 동원산업의 연결 기준 매출액은 7,260억원(+8% yoy, +14% qoq), 영업이익은 553억원(-4% yoy, +176% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익을 608억원을 하회할 전망
- 어획 호조로 전년 동기 대비 어획량은 4% 증가할 것으로 예상되나 방콕거래소 기준 참치어가가 전년 동기 대비 22% 낮은 수준에서 거래되어 수산 부문의 감익은 불가피할 전망

기대 요인과 우려 요인

- 톤당 참치어가가 계절적 요인으로 반등할 가능성이 높다는 점, 신규 어선 투입에 따른 어획량 증가 및 생산성 향상 그리고 미국 Starkist의 제품 포트폴리오 확장에 따른 외형 성장이 기대되나
- 미국 Starkist의 소송 관련 불확실성은 우려 요인

(단위: 십억원, %)

구분	1Q19	4Q19	1Q20(F)					2Q20		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	674	637	718	726	7.7	14.0	NA	739	10.4	1.7
영업이익	58	20	60.8	55	-4.1	175.7	NA	62	8.0	13.0
순이익	32	-15	35	15	-52.9	흑전	NA	17	-42.6	12.7

자료: 동원산업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
매출액	2,381	2,445	2,682	2,926	3,222
영업이익	225	178	194	230	255
세전순이익	220	90	75	168	197
총당기순이익	168	71	52	124	146
지배지분순이익	167	69	49	120	142
EPS	49,609	20,549	13,873	32,735	38,502
PER	6.8	9.9	14.2	6.0	5.1
BPS	269,402	289,909	286,106	306,643	342,493
PBR	1.2	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	19.6	7.3	4.9	11.2	11.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	2,814	2,981	2,926	3,222	4.0	8.1
판매비와 관리비	241	255	250	275	3.8	7.9
영업이익	231	244	230	255	-0.4	4.3
영업이익률	8.2	8.2	7.9	7.9	-0.3	-0.3
영업외손익	-48	-51	-62	-58	적자유지	적자유지
세전순이익	183	193	168	197	-8.4	2.2
지배지분순이익	131	139	120	142	-8.4	2.2
순이익률	4.8	4.8	4.2	4.5	-0.6	-0.3
EPS(지배지분순이익)	35,724	37,667	32,735	38,502	-8.4	2.2

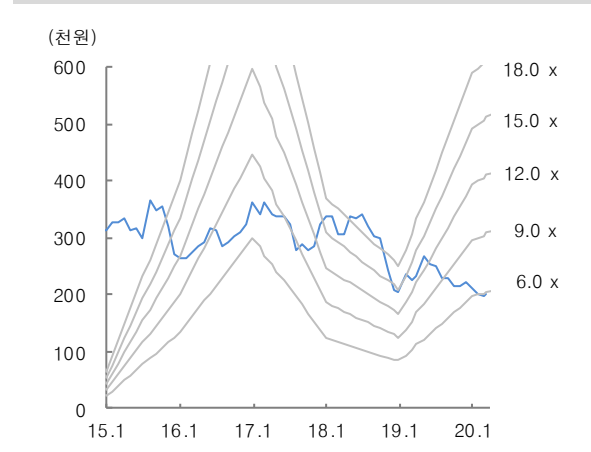
자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

표 17. 동원산업 분기/연간 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	6,738	6,692	7,025	6,366	7,260	7,385	7,784	6,830	23,811	24,446	26,822	29,259	32,219
수산	830	1,017	865	807	760	1,154	1,088	953	4,703	3,453	3,519	3,955	4,440
유통	3,339	3,004	3,464	2,889	3,666	3,410	3,834	3,048	10,621	11,336	12,696	13,958	15,292
물류	2,548	2,649	2,674	2,647	2,811	2,797	2,837	2,803	9,452	9,562	10,518	11,248	12,377
기타	21	22	22	24	23	24	25	26	100	95	89	98	110
내부거래(조정)	-	-	-	-	0	0	0	0	-1,067	-1	-	-	-
YoY (%)	11.3	12.1	14.0	1.8	7.7	10.4	10.8	7.3	51.0	2.7	9.7	9.1	10.1
수산	-9.2	9.3	-1.8	11.0	-8.5	13.5	25.8	18.1	13.6	-26.6	1.9	12.4	12.3
유통	14.1	4.7	9.7	21.2	9.8	13.5	10.7	5.5	11.1	6.7	12.0	9.9	9.6
물류	6.6	8.9	9.0	15.8	10.3	5.6	6.1	5.9	291.2	1.2	10.0	6.9	10.0
기타	-24.6	-22.4	-21.0	118.6	11.5	8.8	9.7	10.7	0.5	-4.8	-6.7	10.2	12.2
매출액 비중 (%)													
수산	12.3	15.2	12.3	12.7	10.5	15.6	14.0	13.9	19.8	14.1	13.1	13.5	13.8
유통	49.5	44.9	49.3	45.4	50.5	46.2	49.3	44.6	44.6	46.4	47.3	47.7	47.5
물류	37.8	39.6	38.1	41.6	38.7	37.9	36.4	41.0	39.7	39.1	39.2	38.4	38.4
기타	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
영업이익	576	578	582	200	553	625	770	355	2,246	1,777	1,937	2,302	2,550
수산	123	177	-18	-25	59	178	119	113	710	316	257	470	551
유통	284	211	407	84	308	243	447	86	908	916	986	1,083	1,171
물류	160	184	183	132	176	195	195	147	568	511	660	713	791
기타	9	6	10	9	9	9	9	9	22	34	34	36	36
내부거래(조정)	0	0	0	0	0	0	0	0	37	-62	0	0	0
YoY (%)	16.0	15.0	45.6	-47.0	-4.1	8.0	32.2	77.2	48.3	-20.9	9.0	18.9	10.8
수산	13.0	62.1	적지	적전	-51.8	0.5	흑전	흑전	55.3	-55.5	-18.7	82.6	17.3
유통	21.8	-20.7	48.5	-40.9	8.5	15.1	9.8	1.9	1.2	0.8	7.7	9.9	8.1
물류	22.9	30.8	52.0	11.1	10.3	5.6	6.1	11.2	400.8	-10.1	29.2	8.0	11.1
기타	-0.4	-9.9	1.7	-1.0	-4.8	62.2	-5.3	0.0	-25.6	52.8	-1.7	7.5	0.0
영업이익률(%)	8.5	8.6	8.3	3.1	7.6	8.5	9.9	5.2	9.4	7.3	7.2	7.9	7.9
수산	14.8	17.4	-2.0	-3.1	7.8	15.4	11.0	11.9	15.1	9.2	7.3	11.9	12.4
유통	8.5	7.0	11.8	2.9	8.4	7.1	11.7	2.8	8.6	8.1	7.8	7.8	7.7
물류	6.3	7.0	6.9	5.0	6.3	7.0	6.9	5.3	6.0	5.3	6.3	6.3	6.4
기타	45.0	25.3	42.4	38.1	38.4	37.6	36.6	34.4	22.3	35.7	37.6	36.7	32.7

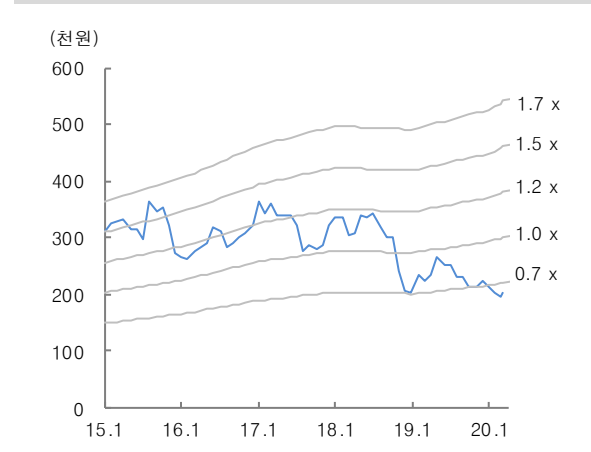
자료: 대신증권 Research Center

그림 23. 동원산업 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 24. 동원산업 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 18. Global Peer

회사명 코드		Thai Union TU TB Equity	SAJO Industries 007160 KS Equity	CJ Logistics Corporation 000120 KS Equity
주가(2020.03.06 기준) (USD)		0.49	24	118
시가총액 (USDmn)		2,331	122	2,696
매출액 (USDmn)	18A	4,126	711	8,382
	19F	4,069	673	8,940
	20F	4,146	N/A	9,301
매출액 yoy (%)	18A	3.7	-1.5	33.2
	19F	-1.4	-5.3	6.7
	20F	1.9	N/A	4.0
영업이익 (USDmn)	18A	131	50	221
	19F	178	16	264
	20F	222	N/A	307
영업이익 yoy (%)	18A	-26.5	-5.1	5.8
	19F	36.1	-68.5	19.5
	20F	24.9	N/A	16.5
OPM (%)	18A	3.2	7.0	2.6
	19F	4.4	2.3	2.9
	20F	5.4	N/A	3.3
PER (배)	18A	19.5	6.9	59.3
	19F	16.5	N/A	29.3
	20F	13.7	N/A	22.0
PBR (배)	18A	1.8	0.6	1.1
	19F	1.3	N/A	1.0
	20F	1.4	N/A	0.9
EV/EBITDA (배)	18A	13.1	9.8	13.7
	19F	13.1	N/A	10.8
	20F	12.1	N/A	9.9
ROE (%)	18A	7.4	N/A	2.0
	19F	8.3	N/A	3.5
	20F	11.0	N/A	4.5
ROA (%)	18A	2.3	3.2	0.7
	19F	2.7	N/A	1.7
	20F	4.0	N/A	2.3
EPS (USD)	18A	0.027	6.6	1.1
	19F	0.028	N/A	4.0
	20F	0.036	N/A	5.3

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

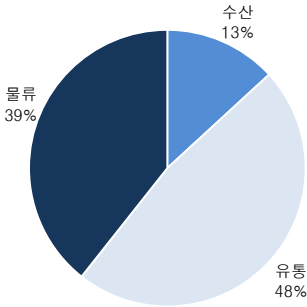
- 참치 등 수산물 어획, 수산물 가공 및 판매, 제 3자 물류 사업, 냉장/생동 보관사업, 임대 사업 영위
- 자산 3조 2,528억원, 부채 2조 903억원, 자본 1조 1,625억원
- 발행주식 수: 3,377,641 주 / 자기주식수: -

주가 변동요인

- 어가 추가 상승
- 유가 변동
- 추가 M&A

주: 주식의 수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2019년 9월 기준
자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

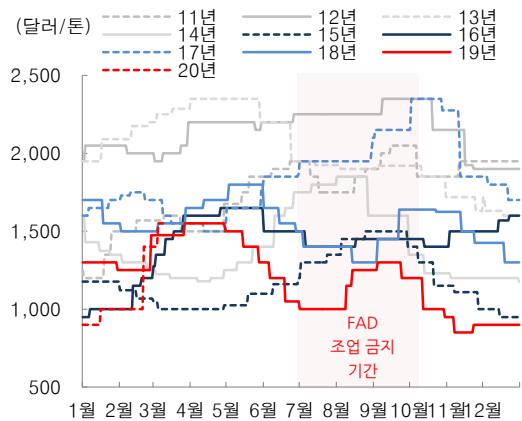
매출 비중



주: 2019년 매출액 잠정치 기준
자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

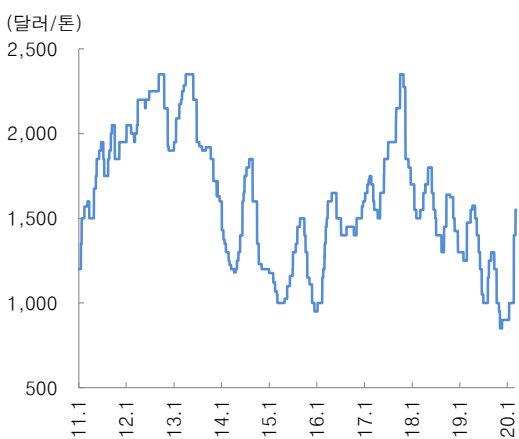
2. Earnings Driver

방콕거래소 기준 참치어가(Skipjack)(1)



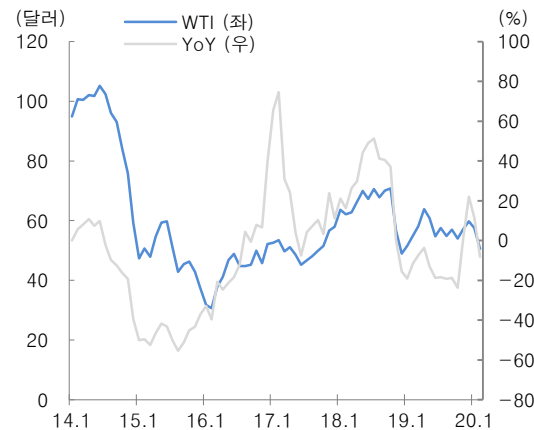
자료: 동원산업, Aluna, 대신증권 Research Center

방콕거래소 기준 참치어가(Skipjack)(2)



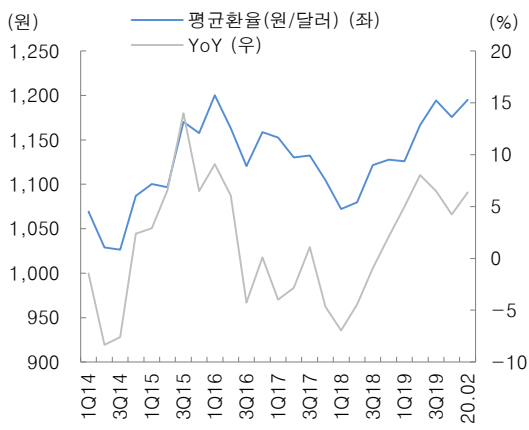
자료: 동원산업, Aluna, 대신증권 Research Center

WTI 유가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
매출액	2,381	2,445	2,682	2,926	3,222
매출원가	1,972	2,082	2,279	2,446	2,692
매출총이익	409	362	403	480	530
판매비와관리비	184	185	209	250	275
영업이익	225	178	194	230	255
영업이익률	9.4	7.3	7.2	7.9	7.9
EBITDA	315	260	266	297	316
영업외손익	-4	-87	-119	-62	-58
관계기업손익	18	12	11	12	12
금융수익	8	7	5	5	5
외환관련이익	25	11	11	11	12
금융비용	-39	-35	-48	-51	-55
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	8	-71	-87	-28	-20
법인세비용차감전순이익	220	90	75	168	197
법인세비용	52	19	23	44	51
계속사업순이익	168	71	52	124	146
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	168	71	52	124	146
당기순이익률	7.0	2.9	2.0	4.2	4.5
비지배지분순이익	1	2	3	4	4
지배지분순이익	167	69	49	120	142
매도가능금융자산평가	5	0	0	0	0
기타포괄이익	-52	19	-5	-5	-5
포괄순이익	121	90	47	119	141
비지배지분포괄이익	-3	2	3	4	4
지배지분포괄이익	124	88	45	116	137

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
EPS	49,609	20,549	13,873	32,735	38,502
PER	6.8	9.9	14.2	6.0	5.1
BPS	269,402	289,909	286,106	306,643	342,493
PBR	1.2	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	93,705	77,175	74,996	80,642	85,934
EV/EBITDA	6.5	6.5	6.5	5.8	5.1
SPS	707,977	726,870	755,875	795,590	876,090
PSR	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
CFPS	98,864	77,462	70,932	92,920	99,413
DPS	4,000	3,000	2,000	2,500	3,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	51.0	2.7	9.7	9.1	10.1
영업이익 증가율	48.3	-20.9	9.0	18.9	10.8
순이익 증가율	116.8	-57.7	-26.2	137.0	17.6
수익성					
ROIC	12.8	9.1	8.4	10.4	11.3
ROA	10.1	6.9	7.2	8.0	8.2
ROE	19.6	7.3	4.9	11.2	11.9
안정성					
부채비율	183.3	166.2	174.5	162.9	158.3
순차입금비율	103.1	102.2	98.6	89.0	71.8
이자보상배율	6.2	5.1	4.1	4.5	4.7

자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
유동자산	1,008	1,009	1,206	1,426	1,749
현금및현금성자산	163	63	183	325	554
매출채권 및 기타채권	353	341	365	390	422
재고자산	396	493	540	590	649
기타유동자산	95	113	118	121	124
비유동자산	1,553	1,583	1,577	1,535	1,499
유형자산	773	766	760	718	682
관계기업투자금	195	212	217	222	227
기타비유동자산	585	605	600	595	590
자산총계	2,560	2,592	2,783	2,961	3,248
유동부채	851	856	987	1,073	1,149
매입채무 및 기타채무	372	317	331	347	365
차입금	243	230	200	210	220
유동성채무	208	237	380	437	481
기타유동부채	28	72	76	79	83
비유동부채	806	763	782	762	842
차입금	688	641	660	740	820
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	118	122	122	22	22
부채총계	1,657	1,619	1,769	1,835	1,991
자배지분	906	975	1,015	1,128	1,260
자본금	17	17	18	18	18
자본잉여금	50	50	50	50	50
이익잉여금	870	920	960	1,073	1,205
기타자본변동	-30	-12	-12	-13	-14
비지배지분	-2	-1	-1	-2	-2
자본총계	904	974	1,014	1,126	1,258
순차입금	932	995	1,000	1,002	904

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	281	53	100	164	163
당기순이익	168	71	52	124	146
비현금항목의 가감	165	190	199	218	220
감가상각비	91	82	72	66	61
외환손익	-3	-1	4	4	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	77	108	123	148	159
자산부채의 증감	8	-161	-87	-88	-102
기타현금흐름	-59	-46	-65	-90	-101
투자활동 현금흐름	-417	-66	-63	-19	-19
투자자산	6	-3	-5	-5	-5
유형자산					-129
기타	-295	-3	2	6	6
재무활동 현금흐름	-17	-90	87	103	88
단기차입금	-52	-18	-30	10	10
사채	0	80	80	80	80
장기차입금	167	257	-60	0	0
유상증자	0	0	2	0	0
현금배당	-10	-14	-10	-7	-9
기타	-123	-394	106	20	7
현금의 증감	-145	-101	121	142	229
기초 현금	308	163	63	183	325
기말 현금	163	63	183	325	554
NOPLAT	171	140	135	170	189
FCF	105	145	137	207	220