

동원산업 (006040)

한유정 yujung.han@daishin.com 노희재 heejae.rh@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **270,000**

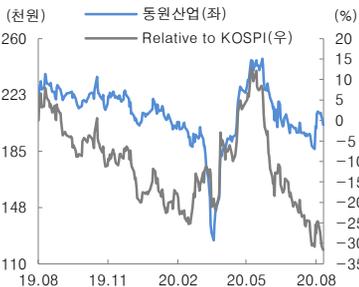
현재주가 **202,500**
(20.08.14)

음식료업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2407.49
시가총액	745십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	246,500원 / 125,500원
120일 평균거래대금	10억원
외국인지분율	7.30%
주요주주	동원인터프라이즈 외 6 인 63.30% KB자산운용 8.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	-15.1	0.7	-14.4
상대수익률	-10.0	-32.1	-6.1	-31.1



결국엔 반영될 기업가치

투자 의견 매수, 목표주가 270,000원 유지

부담 없는 수산, 기대 되는 유통

- 2020년 3분기 동원산업의 연결 기준 매출액은 7,741억원(+10% yoy, +7% qoq), 영업이익은 832억원(+43% yoy, -8% qoq) 예상. 방콕거래소 기준 톤당 참치어가는 2019년 11월 850불을 저점으로 지난 2020년 8월 15일 1,575불 까지 85% 상승. 어가 급락으로 수산 부문의 감익이 이어졌던 2019년 하반기와 상반되는 분위기로 큰 폭의 실적 개선 기대. 미국 수산 가공품 시장은 지난 3년간 대대적인 가격 담합 소송 진행으로 경쟁 강도는 약화된 반면 코로나19 영향으로 수요는 급증하고 있어 Starkist의 실적 호조는 지속될 전망

기대치를 상회한 2분기

- 2020년 2분기 동원산업의 연결 기준 매출액은 7,209억원(+8% yoy, -3% qoq), 영업이익은 908억원(+55% yoy, +44% qoq)으로 컨센서스 영업이익 692억원, 종전 대신증권 추정 영업이익 603억원 상회. 1) **[수산]** 어가 하락(-1% yoy) 및 어획량 감소(-12% yoy)에도 월 평균 어획량은 1.9만톤으로 평년 수준을 상회하여 수산 부문 영업이익은 -42% yoy으로 선방하였고, 2) **[유통]** Starkist 법인의 주력 제품 판매 호조로 유통 부문 매출액, 영업이익은 각각 +17%, +101% yoy로 실적 호조 주도. 3) **[물류]** 신규 거래처 확대 및 유가 하락 영향으로 물류 부문 매출액, 영업이익은 각각 +5%, +9% yoy 기록

(단위: 십억원 %)

구분	2Q19	1Q20	2Q20		YoY	QoQ	Consensus	3Q20		
			직전추정	잠정치				당사추정	YoY	QoQ
매출액	669	745	736	721	7.7	-3.2	744	774	10.2	7.4
영업이익	58	62	60	90	55.4	43.9	69	72	23.0	-20.2
순이익	30	24	37	84	180.8	252.9	40	44	2,220.0	-47.6

구분	3Q19	2Q20	3Q20(F)		YoY	QoQ	Consensus	4Q20		
			직전추정	당사추정				당사추정	YoY	QoQ
매출액	703	721	774	774	10.2	7.4	761	709	11.3	-8.4
영업이익	58	91	72	83	42.8	-8.4	69	52	159.3	-37.8
순이익	2	85	44	52	2,666.9	-38.0	38	7	흑전	-87.0

자료: 동원산업 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,445	2,683	2,949	3,218	3,452
영업이익	178	194	273	269	297
세전순이익	90	75	212	160	225
총당기순이익	71	51	161	120	167
지배지분순이익	69	45	156	116	159
EPS	20,549	12,632	45,797	34,013	46,718
PER	9.9	16.7	4.4	6.0	4.3
BPS	289,909	293,040	323,127	352,266	392,730
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	7.3	4.4	14.0	9.3	11.6

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

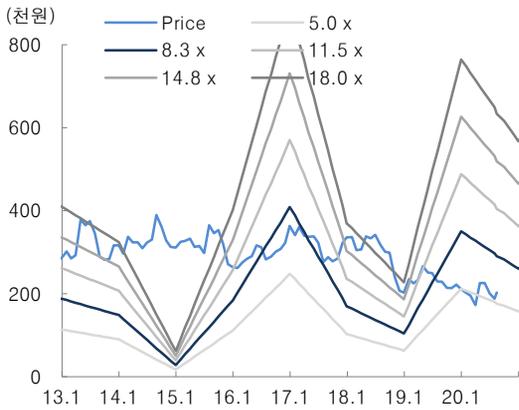
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	2,949	3,218	2,949	3,201	0.0	-0.5
판매비와 관리비	236	275	225	274	-4.8	-0.6
영업이익	273	269	288	278	5.7	3.2
영업이익률	9.2	8.4	9.8	8.7	0.5	0.3
영업외손익	-61	-109	-61	-116	적지유지	적지유지
세전순이익	212	160	227	162	7.3	1.1
지배지분순이익	156	116	168	117	7.3	1.1
순이익률	5.5	3.7	5.9	3.8	0.4	0.1
EPS(지배지분순이익)	45,797	34,013	49,140	34,404	7.3	1.1

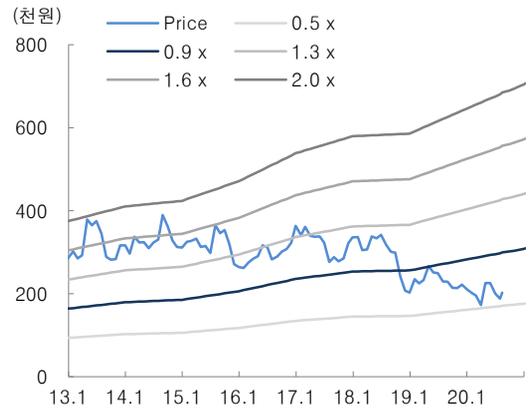
자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

그림 28. 동원산업 PER Band Chart



자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

그림 29. 동원산업 PBR Band Chart



자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

표 25. 동원산업 분기/연간 추정

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	6,738	6,692	7,025	6,371	7,445	7,209	7,741	7,092	23,811	24,446	26,826	29,488	32,010
수산	830	1,017	865	843	806	905	1,045	1,164	4,703	3,453	3,555	3,921	4,471
유통	3,339	3,004	3,464	2,780	4,012	3,507	3,834	3,016	10,621	11,336	12,587	14,369	15,602
물류	2,548	2,649	2,674	2,713	2,604	2,773	2,837	2,873	9,452	9,562	10,584	11,087	11,814
기타	21	22	22	35	24	24	25	39	100	95	101	111	122
내부거래(조정)	-	-	-	-	-	0	-	-	-1,067	-1	-	-	-
YoY (%)	11.3	12.1	14.0	1.8	10.5	7.7	10.2	11.3	51.0	2.7	9.7	9.9	8.6
수산	-9.2	9.3	-1.8	16.0	-2.9	-11.0	20.8	38.1	13.6	-26.6	3.0	10.3	14.0
유통	14.1	4.7	9.7	16.6	20.2	16.7	10.7	8.5	11.1	6.7	11.0	14.2	8.6
물류	6.6	8.9	9.0	18.7	2.2	4.7	6.1	5.9	291.2	1.2	10.7	4.8	6.6
기타	-24.6	-22.4	-21.0	227.9	13.0	8.3	9.7	10.7	0.5	-4.8	5.7	10.4	9.7
매출액 비중 (%)													
수산	12.3	15.2	12.3	13.2	10.8	12.6	13.5	16.4	19.8	14.1	13.3	13.3	14.0
유통	49.5	44.9	49.3	43.6	53.9	48.6	49.5	42.5	44.6	46.4	46.9	48.7	48.7
물류	37.8	39.6	38.1	42.6	35.0	38.5	36.7	40.5	39.7	39.1	39.5	37.6	36.9
기타	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
영업이익	576	578	582	199	624	898	832	517	2,246	1,777	1,936	2,872	2,778
수산	123	177	-18	-203	20	103	78	51	710	316	79	252	318
유통	284	211	407	256	436	592	527	293	908	916	1,158	1,848	1,616
물류	160	184	183	134	153	201	217	164	568	511	661	736	808
기타	9	6	10	13	15	2	9	9	22	34	38	36	36
내부거래(조정)	0	-0	-	-0	0	-	-	-	37	-62	-0	0	-
YoY (%)	16.0	15.0	45.6	-47.2	8.4	55.4	42.8	159.3	48.3	-20.9	8.9	48.3	-3.3
수산	13.0	62.1	적지	적전	-83.9	-41.6	흑전	흑전	55.3	-55.5	-75.1	219.2	26.3
유통	21.8	-20.7	48.5	79.9	53.5	180.6	29.5	14.4	1.2	0.8	26.5	59.6	-12.6
물류	22.9	30.8	52.0	12.1	-4.0	8.8	18.5	23.1	400.8	-10.1	29.4	11.3	9.9
기타	-0.4	-9.9	1.7	46.0	63.2	-57.5	-5.3	-32.2	-25.6	52.8	10.8	-5.3	0.6
영업이익률(%)	8.5	8.6	8.3	3.1	8.4	12.5	10.7	7.3	9.4	7.3	7.2	9.7	8.7
수산	14.8	17.4	-2.0	-24.1	2.5	11.4	7.5	4.4	15.1	9.2	2.2	6.4	7.1
유통	8.5	7.0	11.8	9.2	10.9	16.9	13.8	9.7	8.6	8.1	9.2	12.9	10.4
물류	6.3	7.0	6.9	4.9	5.9	7.2	7.7	5.7	6.0	5.3	6.2	6.6	6.8
기타	45.0	25.3	42.4	37.4	64.9	9.9	36.6	22.9	22.3	35.7	37.5	32.1	29.5

자료: 대신증권 Research Center

표 26. Global Peer

회사명 코드		동원산업 006040 KS Equity	Thai Union TU TB Equity	SAJO Industries 007160 KS Equity	CJ Logistics Corporation 000120 KS Equity
주가(2020.08.14 기준) (USD)		171	0.45	27	130
시가총액 (USDmn)		628	2,095	137	2,961
매출액 (USDmn)	19A	2,303	4,069	631	8,940
	20F	2,425	4,171	N/A	9,196
	21F	2,522	4,248	N/A	9,864
매출액 yoy (%)	19A	3.6	-1.4	-11.2	6.7
	20F	5.3	2.5	N/A	2.9
	21F	4.0	1.9	N/A	7.3
영업이익 (USDmn)	19A	166	178	16	264
	20F	201	217	N/A	289
	21F	212	214	N/A	339
영업이익 yoy (%)	19A	2.9	36.1	-68.3	19.5
	20F	21.1	22.2	N/A	9.7
	21F	5.3	-1.6	N/A	17.2
OPM (%)	19A	7.2	4.4	2.5	2.9
	20F	8.3	5.2	N/A	3.1
	21F	8.4	5.0	N/A	3.4
PER (배)	19A	16.7	16.5	N/A	114.9
	20F	5.7	14.5	N/A	32.1
	21F	5.3	13.0	N/A	24.4
PBR (배)	19A	0.7	1.3	0.5	0.9
	20F	0.6	1.3	N/A	1.1
	21F	0.5	1.2	N/A	1.1
EV/EBITDA (배)	19A	5.8	13.1	14.5	8.6
	20F	5.0	11.3	N/A	10.5
	21F	4.9	11.1	N/A	9.4
ROE (%)	19A	4.4	8.3	-3.1	0.9
	20F	10.8	9.3	N/A	3.4
	21F	10.6	9.8	N/A	4.4
ROA (%)	19A	1.6	2.7	-1.1	0.5
	20F	3.9	3.3	N/A	1.1
	21F	4.0	3.7	N/A	2.0
EPS (USD)	19A	10.4	0.028	-2.2	-0.2
	20F	29.6	0.031	N/A	4.0
	21F	32.3	0.035	N/A	5.3

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

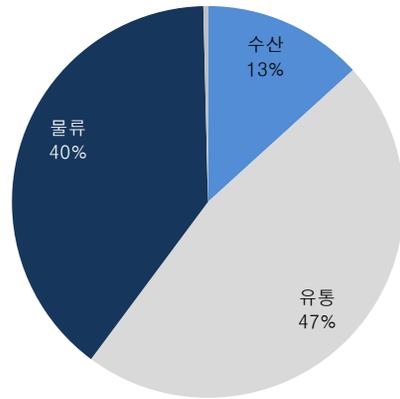
- 참치 등 수산물 여획, 수산물 가공 및 판매, 제 3자 물류 사업, 냉장/생동 보관사업, 임대 사업 영위
- 자산 3조 1,365억원, 부채 1조 9435억원, 자본 1조 1,931억원
- 발행주식 수: 3,677,641 주 / 자기주식수: -

주가 변동요인

- 어가/유가/환율 변동
- 미국 Starkist 가격 담합 민사 합의 관련 불확실성 제거
- CAPEX 계획 변동

주: 주식의 수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2020년 6월 기준
 자료: 동원산업, 대신증권 Research Center

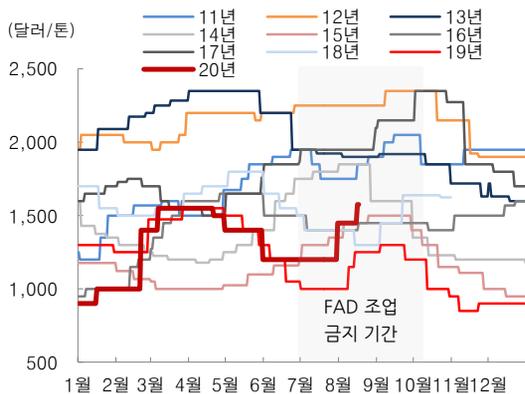
매출 비중



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

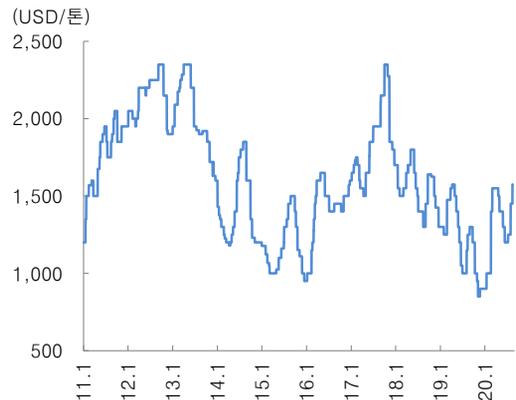
2. Earnings Driver

방콕거래소 기준 참치어가(Skipjack)(1)



자료: 동원산업, Atuna, 대신증권 Research Center

방콕거래소 기준 참치어가(Skipjack)(2)



자료: 동원산업, Atuna, 대신증권 Research Center

WTI 유가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,445	2,683	2,949	3,201	3,432
매출원가	2,082	2,274	2,436	2,650	2,843
매출총이익	362	408	513	551	589
판매비와판매비	185	215	225	274	294
영업이익	178	194	288	278	295
영업외수익	7.3	7.2	9.8	8.7	8.6
EBITDA	260	324	414	383	383
영업외손익	-87	-119	-61	-116	-59
관계기업손익	12	11	12	13	13
금융수익	7	7	5	5	5
외환평가이익	11	12	12	12	13
금융비용	-35	-48	-59	-57	-55
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-71	-89	-19	-78	-22
법인세비용차감전순이익	90	75	227	162	236
법인세비용	-19	-23	-55	-40	-61
계속사업순이익	71	51	173	121	175
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	71	51	173	121	175
당기순이익	29	1.9	5.9	3.8	5.1
비재계분순이익	2	7	5	4	8
재계분순이익	69	45	168	117	167
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	17	19	21	23
포괄순이익	90	68	191	142	198
비재계분포괄이익	2	6	6	5	9
재계분포괄이익	88	62	186	137	189

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	20,549	12,632	49,140	34,404	48,963
PER	9.9	16.7	4.1	5.9	4.1
BPS	289,909	293,040	326,227	355,729	398,275
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	77,175	91,358	112,488	104,024	104,237
EV/EBITDA	6.5	5.8	3.9	3.8	3.3
SPS	726,870	755,997	801,809	870,384	933,292
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
CFPS	77,462	95,889	137,793	113,577	129,005
DPS	3,000	2,000	2,500	3,000	3,000

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증감률	27	9.7	9.9	8.6	7.2
영업이익 증감률	-20.9	8.9	48.8	-3.6	6.3
순이익 증감률	-57.7	-27.6	236.2	-29.8	44.3
수익성					
ROIC	9.1	8.3	13.8	13.8	15.2
ROA	6.9	6.9	9.0	8.0	8.2
ROE	7.3	4.4	15.0	9.4	12.0
안정성					
부채비율	166.2	176.9	174.8	161.1	143.4
순차입금비율	102.2	98.7	66.8	49.1	30.3
이자보상비율	5.1	4.0	4.9	4.9	5.3

자료: 동원산업 대신증권 Research Center

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,009	1,202	1,733	1,932	2,145
현금및현금성자산	63	109	561	682	815
매출채권 및 기타채권	341	345	376	406	433
재고자산	493	506	557	604	648
기타유동자산	113	241	239	241	248
비유동자산	1,583	1,784	1,687	1,611	1,552
유형자산	766	890	786	703	637
관계기업투자지분	212	221	221	221	221
기타비유동자산	605	674	680	687	695
자산총계	2,592	2,986	3,420	3,543	3,697
유동부채	856	952	1,020	1,089	1,168
매입채무 및 기타채무	317	360	377	393	408
차입금	230	226	236	226	216
유동상채무	237	154	177	195	214
기타유동부채	72	212	230	276	330
비유동부채	763	956	1,155	1,097	1,009
차입금	641	751	1,008	958	878
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	122	204	147	139	131
부채총계	1,619	1,908	2,175	2,187	2,178
자본	975	1,040	1,200	1,308	1,465
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	37	108	108	108	108
이익잉여금	920	955	1,115	1,224	1,381
기타자본변동	0	-42	-42	-42	-43
비자본	-1	39	45	49	54
자본총계	974	1,078	1,244	1,357	1,519
순차입금	995	1,065	832	666	460

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	53	193	207	138	180
당기순이익	71	51	173	121	175
비유동항목의 기감	190	289	334	296	300
감가상각비	82	131	126	105	88
외환손익	-1	-1	5	5	5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	108	159	203	187	207
자산부채의 증감	-161	-127	-191	-188	-183
기타현금흐름	-46	-20	-108	-91	-111
투자활동 현금흐름	-66	-50	-20	-20	-20
투자자산	-3	2	0	0	0
유형자산	-61	-76	-19	-19	-19
기타	-3	24	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-90	-90	119	-215	-245
단기차입금	-18	-5	10	-10	-10
사채	80	199	199	-50	-50
장기차입금	257	58	58	0	-30
유상증자	0	72	0	0	0
현금배당	-14	-10	-7	-9	-10
기타	-394	-404	-141	-146	-145
현금의 증감	-101	47	452	121	133
기초 현금	163	63	109	561	682
기말 현금	63	109	561	682	815
NOPLAT	140	133	219	208	219
FCF	145	173	315	283	277