

지주/유통/상사 R.A  
 박종렬 송지원  
 02)6260-2466 02)739-5935  
 jrpark@heungkuksec.co.kr bd21312@heungkuksec.co.kr

(006040)

# 동원산업

**BUY**(유지)

실적 향상, 주주환원 확대

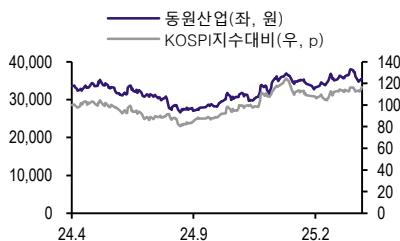
<b>목표주가</b>	<b>46,000원(유지)</b>
<b>현재주가(04/04)</b>	<b>35,550원</b>
<b>상승여력</b>	<b>29.4%</b>
시가총액	1,409십억원
발행주식수	39,624천주
52주 최고가 / 최저가	38,000 / 26,643원
3개월 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	2.1%
주요주주	
김남정 (외 17인)	87.8%
KB자산운용 (외 1인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.6	-2.1	26.5	5.7
상대수익률(KOSPI)	3.1	-3.0	30.6	15.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,949	8,944	9,344	9,667
영업이익	465	501	572	601
EBITDA	758	806	891	926
지배주주순이익	225	75	315	338
EPS	4,400	2,945	10,810	11,593
순차입금	1,949	1,985	1,903	1,751
PER	6.9	12.5	3.3	3.1
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.6	19.0	3.7	3.4
배당수익률	3.3	3.0	3.7	4.2
ROE	8.6	2.7	10.8	10.7
컨센서스 영업이익	-	-	597	628
컨센서스 EPS	-	-	9,540	10,171

**주가추이**



지난해 3분기부터 시작된 영업실적 개선 흐름은 올해도 지속 가능할 전망이다. 수산과 식품, 포장 등 주력 자회사들의 호조와 함께 물류와 기타 부분의 실적 개선도 연결 영업실적 향상에 기여할 것이기 때문이다. 강력한 밸류업 프로그램을 통해 신성장 동력 확보와 함께 SRR(주주환원율) 제고에 대한 노력까지 병행하고 있는 점을 매우 긍정적으로 평가함.

**2025년 영업실적은 순항할 전망, 매 분기별 양호한 성장**

1분기 연결기준 매출액 2.2조원(+0.1% YoY), 영업이익 1,228억원(+11.6% YoY)으로 전분기에 이어 양호한 실적을 기록할 전망이다. 별도 부문 영업이익의 증가(어가 회복에 따른 마진 개선)와 식품(동원F&B), 포장(동원시스템즈), 물류(동원로엑스) 등 대부분 자회사들의 고른 실적 개선 때문이다. 2025년 연간 연결기준 매출액 9.3조원(+4.5% YoY), 영업이익 5,720억원(+14.1% YoY)으로 수정 전망이다. 영업이익의 경우 지난해 3분기부터 호전된 실적 모멘텀을 바탕으로 올해 매 분기별 양호한 증가세를 기록할 전망이다. 식품사업, 포장 및 소재부문의 안정적인 성장과 함께 수산과 물류 등 전 부문의 고른 성장이 가능할 것이기 때문이다.

**착실한 밸류업 프로그램 진행, 주가 재평가로 연결**

지난 해 11월 27일 기업가치 제고 계획을 통해 1) Capa 증대 및 수익성 향상(수산: 신기술 및 신규 개척, 식품: 글로벌과 온라인, 소재: 기술력 및 M/S 확보, 물류: 스마트솔루션→ 중장기 ROE 15% 이상), 2) 적극적 주주환원 확대(반기 배당 실시, 순차적 배당 확대→ 중장기 TSR 40% Target), 3) 사업지주회사로서 기업가치 개선(중장기 PBR 1.0배 목표) 등을 공시함. 또한, 시장과의 소통 확대와 투명한 정보 공개를 통해 기업가치 및 신뢰 제고에 힘쓸 것임을 밝힘.

**투자 의견 BUY, 목표주가 46,000원 유지**

양호한 실적 모멘텀을 바탕으로 동사의 주가는 지난해 8월을 저점으로 우상향 추세가 유지되고 있음. 최근 주가 상승에도 불구하고, 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 3.2배, 0.5배로 valuation 매력은 높음. 진정한 밸류업 기업으로 거듭나고 있는 점을 감안할 때 추가적인 주가 재평가 가능성은 충분함.

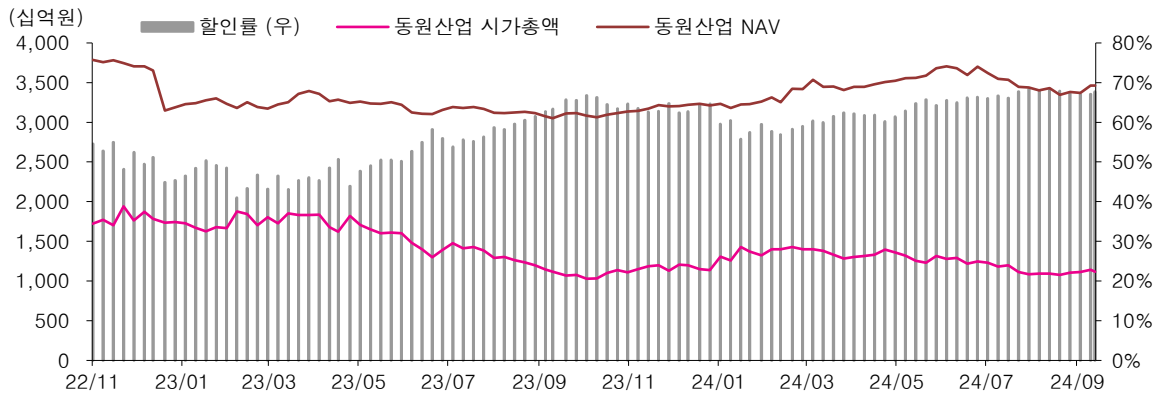
표 1 동원산업 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

내역	지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치			2,965	
상장사	동원시스템즈	70.70	674	공정가치 평가
	동원F&B	74.40	471	공정가치 평가
비상장사	StarKist Co.	100.00	1,170	25E EV/EBITDA 5.0배 적용
	동원로엑스	100.00	386	장부가액
	동원건설산업	100.00	141	장부가액
	동원부산컨테이너터미널	100.00	19	장부가액
	기타	100.00	104	장부가액
2. 별도 영업가치			1,268	25E EV/EBITDA 6.0배 적용
3. 기업가치(=1+2)			4,234	
4. 순차입금			583	별도 기준(24/4Q)
5. 적정시가총액(=3-4)			3,650	
발행주식수			39,624	자사주 전량 감자소각 반영
주당 NAV (원)			92,120	
<b>목표주가 (원)</b>			<b>46,000</b>	
NAV 대비 할인율			50.0%	실적, 주주환원, 신성장 동력 감안
현재주가 (원)			35,550	
<b>상승여력 (%)</b>			<b>29.4</b>	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 동원산업 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이



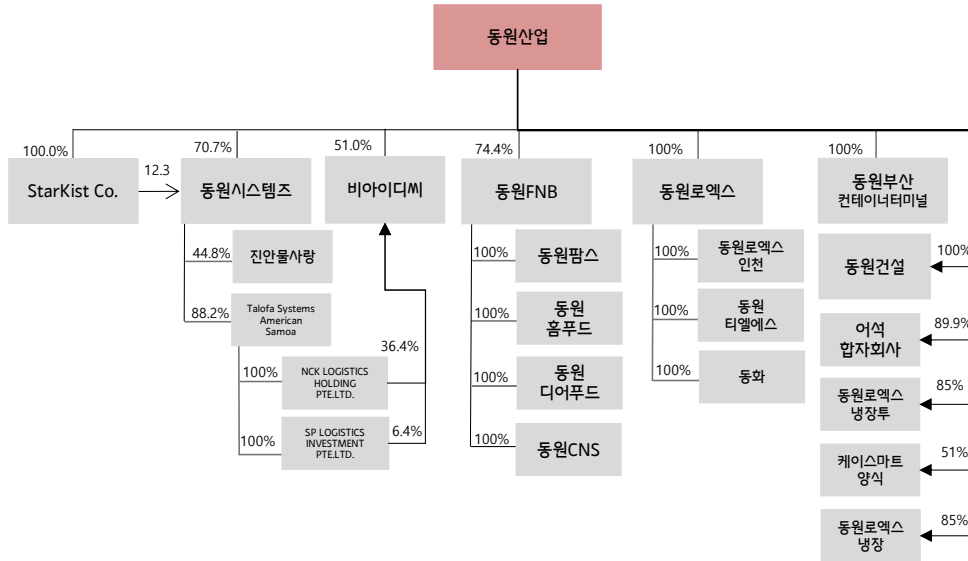
자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

표 2 동원그룹 주요 M&A

인수 시점	인수 기업	인수가	비고
2008년 6월	스타키스트	3억 6,300만 달러	미국 1등 참치캔 브랜드
2012년 5월	대한은박지	1,195억원	
2014년 1월	한진피앤씨	351억원	
2014년 10월	테크팩솔루션	2,750억원	전 두산테크팩
2014년 10월	아르다 사모아	2,600만 달러	
2015년 9월	TTP, MVP	9,600만 달러	베트남 포장재 기업
2017년 2월	동부익스프레스	4,200억원	현 동원로엑스
2019년 3월	BIDC	370억원	종합물류기업
2021년 4월	엠케이씨	150억원	
2023년 예정	한국맥도날드	5,000억원대	검토 중단
2023년 예정	보령바이오파마	5,000억원대	검토 중단

자료: The bell, 동원산업, 흥국증권 리서치센터

그림 2 동원산업 지배구조



자료: 동원산업, 흥국증권 리서치센터

표 3 동원산업 자회사 스타키스트 담합 관련 소송 타임라인

연도	내용
2008년	동원산업, 미국의 참치 가공업체 스타키스트 3억 6,300만 달러에 인수
2015년	미국 내 참치캔 제조사 3사(스타키스트, 범블비푸드, 치킨 오브 더 씨 인터내셔널) 미 법무부에 담합 혐의 조사
2016년	소매상연합 등 여러 소비자 단체와 소매업체들로부터 추가 민사 소송 제기
2017년	스타키스트 가격 담합 혐의 인정
2019년	미국 법원, 가격 담합에 대한 형사처벌 벌금으로 1억달러를 부과
2024년	약 2억 1,900만 달러의 합의금을 지급하기로 결정함으로써 소송에서 제기된 모든 민사 소송을 종결

자료: 언론 종합, 흥국증권 리서치센터

표 4 동원산업 미래 성장 사업

사업	친환경 스마트 육상연어양식	스마트 항만하역	2차전지 핵심 부품/소재
조감도			
상세 설명	- 국내 최대 소비 어종이자 전량 수입 어종인 대서양 연어의 국산화 - 2026년 완공 예정 - 국내 수요 대응&아시아 시장 진출	- 부산 신항 서컨테이너부두 운영 - 2024년 4월 2~5단계 개장(3선식) - 2026년 7월 2~6단계 개장(2선식) - 연간 355만 TEU 수준	- 알루미늄 양극박, 배터리캔 생산, 셀 파우치 외 신규 item 발굴 - 2차전지 배터리캔 공장 증설/준공 - 양극박 압연기 증설(총 3기) - 공주 셀파우치 전용라인 구축, 샘플대응 및 승인테스트 진행 중

자료: 동원산업, 흥국증권 리서치센터

**표 5 동원산업 연간/분기 실적 추이**

(단위: 십억원, % YoY, \$/bbl)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>2,242</b>	<b>2,143</b>	<b>2,339</b>	<b>2,220</b>	<b>2,243</b>	<b>2,257</b>	<b>2,469</b>	<b>2,374</b>	<b>8,944</b>	<b>9,344</b>	<b>9,667</b>
수산	342	272	264	294	338	263	245	278	1,171	1,124	1,137
동원산업(별도)	328	247	237	269	324	235	216	252	1,080	1,026	1,034
캡센	14	26	27	25	15	27	29	26	92	97	103
식품가공유통	1,453	1,346	1,560	1,372	1,410	1,439	1,680	1,522	5,731	6,052	6,276
동원F&B	1,119	1,061	1,220	1,083	1,066	1,128	1,292	1,209	4,483	4,695	4,891
스타키스트	299	252	302	251	309	277	348	274	1,104	1,208	1,232
스카사	34	33	38	38	36	34	39	39	144	148	153
포장	309	344	349	332	319	358	363	348	1,334	1,389	1,458
동원시스템즈	309	344	349	332	319	358	363	348	1,334	1,389	1,458
물류	284	390	364	342	319	420	388	352	1,380	1,480	1,483
동원로엑스	269	374	348	326	303	404	372	336	1,317	1,415	1,417
동원부산컨테	15	16	16	16	15	16	17	17	63	65	67
기타	99	110	104	102	102	98	97	97	415	394	412
동원건설산업	99	110	104	102	102	98	97	97	415	394	412
연결조정	-244	-319	-302	-222	-245	-321	-304	-223	-1,087	-1,094	-1,100
<b>영업이익</b>	<b>110</b>	<b>85</b>	<b>174</b>	<b>133</b>	<b>123</b>	<b>126</b>	<b>176</b>	<b>147</b>	<b>501</b>	<b>572</b>	<b>601</b>
수산	74	15	30	32	79	44	28	35	151	186	190
동원산업(별도)	75	5	24	25	80	33	22	27	129	162	166
캡센	-1	10	6	7	-1	11	6	7	23	23	24
식품가공유통	82	59	96	80	88	67	97	91	317	343	362
동원F&B	50	29	67	38	54	33	63	44	183	194	208
스타키스트	31	29	28	41	33	33	33	46	130	144	149
스카사	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4
포장	16	30	28	17	17	32	30	19	92	98	105
동원시스템즈	16	30	28	17	17	32	30	19	92	98	105
물류	8	14	8	9	9	15	9	10	39	42	43
동원로엑스	6	11	7	6	7	12	8	6	30	32	33
동원부산컨테	2	2	1	4	2	2	1	4	9	10	10
기타	-2	-1	2	7	1	2	2	7	7	12	13
동원건설산업	-2	-1	2	7	1	2	2	7	7	12	13
연결조정	-69	-32	10	-14	-71	-33	10	-14	-105	-108	-112
세전이익	115	70	-67	78	107	106	135	106	196	455	488
<b>지배주주순이익</b>	<b>68</b>	<b>38</b>	<b>-85</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>94</b>	<b>74</b>	<b>75</b>	<b>315</b>	<b>338</b>
수익성(%)											
GPM	17.4	17.0	19.4	14.0	19.2	17.0	17.5	14.1	17.0	16.9	17.0
OPM	4.9	4.0	7.4	6.0	5.5	5.6	7.1	6.2	5.6	6.1	6.2
RPM	5.2	3.3	-2.9	3.5	4.8	4.7	5.5	4.5	2.2	4.9	5.0
NPM	3.0	1.8	-3.6	2.5	3.3	3.3	3.8	3.1	0.8	3.4	3.5
성장성(% YoY)											
매출액	-1.0	-2.5	-1.9	5.6	0.1	5.3	5.6	6.9	0.0	4.5	3.5
영업이익	-6.2	-17.1	12.9	45.8	11.6	49.2	1.1	10.6	7.9	14.1	5.0
세전이익	14.4	4.7	적전	109.1	-7.3	52.0	흑전	36.4	-43.8	132.3	7.2
지배주주순이익	10.8	2.2	적전	52.5	9.0	93.7	흑전	35.0	-66.5	318.8	7.2
기본가정											
세계GDP	2.3	2.6	2.8	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	2.6	3.0	3.1
국제유가	76.9	80.7	75.3	70.0	71.0	67.0	66.0	65.0	75.7	67.3	71.0
한국GDP	3.3	2.3	1.5	1.2	1.1	1.6	1.7	2.1	2.1	1.6	2.1
민간소비	1.0	0.9	1.4	1.2	1.1	1.5	1.6	1.8	1.1	1.5	2.0
소비자물가	3.0	2.7	2.1	1.6	2.2	2.0	2.0	2.1	2.4	2.1	2.0
원/달러(평균)	1,329	1,371	1,359	1,397	1,450	1,430	1,400	1,380	1,364	1,415	1,360
WTIXFX	5.3	14.1	-5.0	-5.8	0.7	-13.4	-9.7	-8.3	2.2	-7.7	1.7

 주: 24/3Q 스타키스트 법인의 2,244억원의 잡손실에 따른 일회성 비용 발생  
 자료: 동원산업, 흥국증권 리서치센터

표 6 동원산업 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총차입금	2,785	2,611	3,129	2,513	2,433	2,353	2,273
순차입금	1,949	1,978	1,949	1,985	1,903	1,751	1,589
부채비율(%)	154.5%	142.8%	146.4%	120.5%	111.7%	102.3%	94.0%
차입금의존도 (%)	41.7%	37.0%	40.5%	35.1%	33.2%	30.9%	28.7%
순차입금의존도 (%)	29.2%	28.0%	25.2%	27.7%	25.9%	23.0%	20.1%
총차입금/EBITDA (배)	3.6	3.3	4.1	3.1	2.7	2.5	2.4
순차입금/EBITDA (배)	2.5	2.5	2.6	2.5	2.1	1.9	1.7
단기유동성	1.3	0.8	1.6	0.7	0.7	0.7	0.8
당좌비율	80.1%	78.2%	90.1%	87.5%	92.0%	96.8%	102.0%
유동비율	137.5%	126.6%	122.8%	130.9%	135.2%	142.2%	149.4%
자기자본비율	39.3%	41.2%	40.6%	45.4%	47.2%	49.4%	51.5%
현금성자산 (A)	836	633	1,181	528	529	601	684
단기성차입금 (B)	1,134	1,278	1,746	1,203	1,163	1,123	1,083
A/B (%)	73.7	49.5	67.6	43.8	45.5	53.6	63.1
단기성차입금/총차입금 (%)	40.7	49.0	55.8	47.9	47.8	47.7	47.7
영업이익	509	494	465	501	572	601	623
EBITDA	783	793	758	806	891	926	954
순이자비용	61	69	84	89	87	83	79
이자보상배율 (영업이익 대비)	8.4	7.1	5.5	5.6	6.6	7.2	7.9
이자보상배율 (EBITDA 대비)	12.9	11.5	9.0	9.0	10.2	11.1	12.0

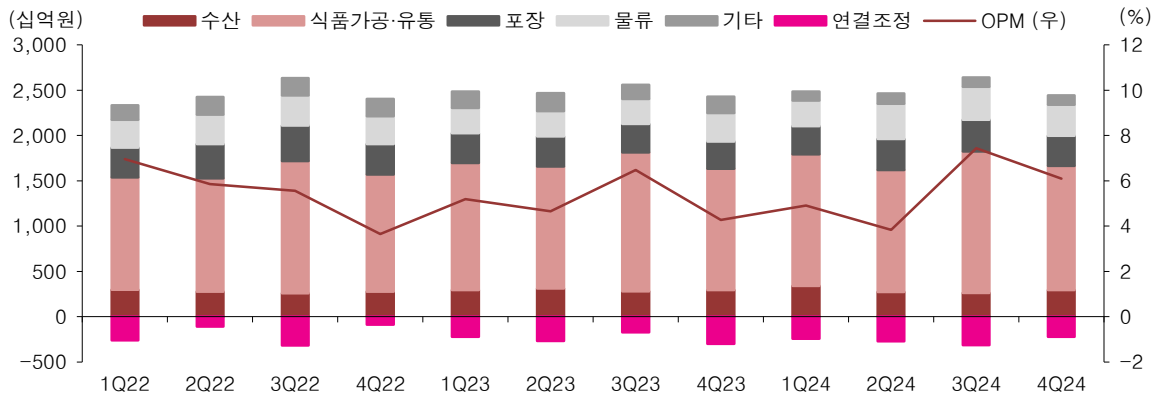
자료: 동원산업, 흥국증권 리서치센터

그림 3 동원산업 TSR 추이



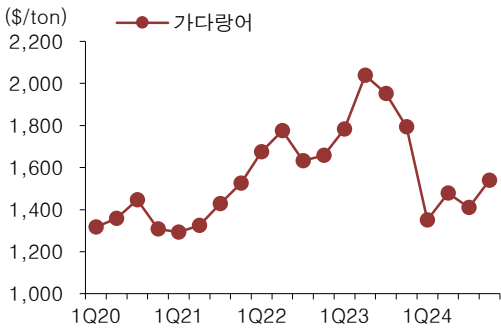
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 4 부문별 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



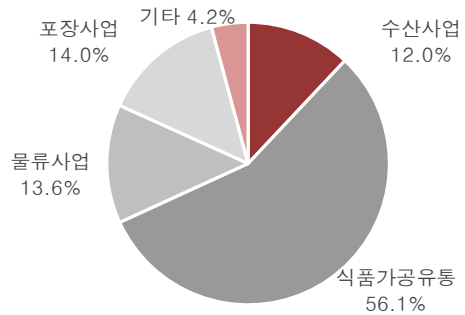
자료: 동원산업, 흥국증권 리서치센터

그림 5 어가 추이 및 전망 (가다랑어 1.8kg 기준)



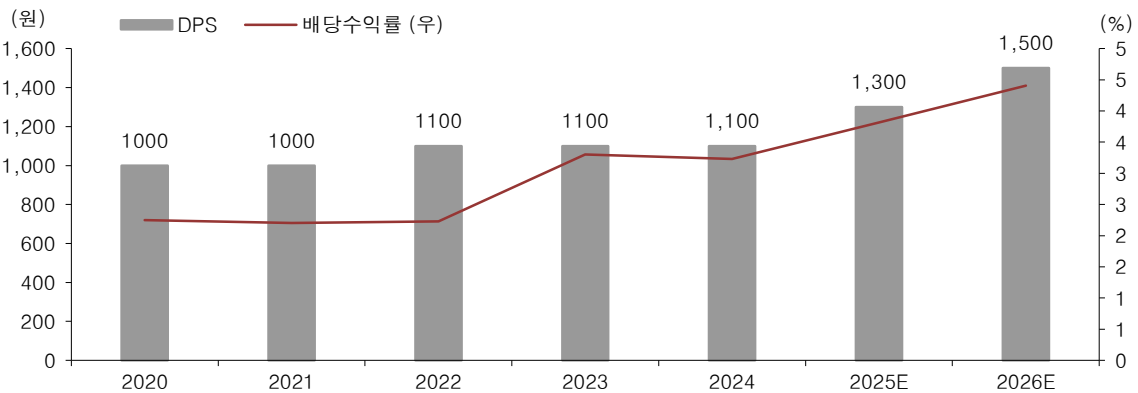
자료: 동원산업, 흥국증권 리서치센터

그림 6 동원산업 부문별 매출액 구성 (2024년 4분기 기준)



자료: 동원산업, 흥국증권 리서치센터

그림 7 동원산업 DPS와 배당수익률 추이



자료: 동원산업, 흥국증권 리서치센터

## 동원산업(006040) 요약 재무제표

포괄손익계산서		(단위:십억원)				
결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>매출액</b>	<b>8,949</b>	<b>8,944</b>	<b>9,344</b>	<b>9,667</b>	<b>10,015</b>	
증가율 (Y-Y,%)	(0.9)	(0.0)	4.5	3.5	3.6	
<b>영업이익</b>	<b>465</b>	<b>501</b>	<b>572</b>	<b>601</b>	<b>623</b>	
증가율 (Y-Y,%)	(6.0)	7.9	14.1	5.0	3.7	
EBITDA	758	806	891	926	954	
영업외손익	(116)	(305)	(117)	(113)	(109)	
순이자수익	(84)	(89)	(87)	(83)	(79)	
외화관련손익	(2)	(1)	0	0	0	
지분법손익	2	(39)	(63)	(63)	(63)	
세전계속사업손익	349	196	455	488	515	
<b>당기순이익</b>	<b>272</b>	<b>114</b>	<b>350</b>	<b>376</b>	<b>396</b>	
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>225</b>	<b>75</b>	<b>315</b>	<b>338</b>	<b>357</b>	
증가율 (Y-Y,%)	20.6	(66.5)	318.8	7.2	5.5	
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>						
매출액증가율(3Yr)	46.3	5.6	1.2	2.6	3.8	
영업이익증가율(3Yr)	14.9	(0.5)	5.0	8.9	7.5	
EBITDA증가율(3Yr)	20.3	1.0	4.0	6.9	5.8	
순이익증가율(3Yr)	3.8	(28.8)	5.7	11.3	51.7	
영업이익률(%)	5.2	5.6	6.1	6.2	6.2	
EBITDA마진(%)	8.5	9.0	9.5	9.6	9.5	
순이익률 (%)	3.0	1.3	3.7	3.9	4.0	
<b>NOPLAT</b>	<b>363</b>	<b>291</b>	<b>440</b>	<b>463</b>	<b>480</b>	
(+) Dep	293	305	320	325	331	
(-) 운전자본투자	(93)	157	60	64	60	
(-) Capex	577	321	327	338	351	
OpFCF	171	117	373	385	400	

재무상태표		(단위:십억원)				
결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>유동자산</b>	<b>3,771</b>	<b>3,168</b>	<b>3,262</b>	<b>3,455</b>	<b>3,651</b>	
현금성자산	1,181	528	529	601	684	
매출채권	1,095	1,103	1,196	1,251	1,303	
재고자산	1,302	1,372	1,367	1,430	1,489	
비유동자산	3,954	3,990	4,075	4,165	4,262	
투자자산	1,051	1,091	1,105	1,118	1,131	
유형자산	2,512	2,487	2,512	2,544	2,584	
무형자산	391	412	458	503	546	
<b>자산총계</b>	<b>7,725</b>	<b>7,158</b>	<b>7,337</b>	<b>7,620</b>	<b>7,913</b>	
유동부채	3,071	2,421	2,413	2,430	2,444	
매입채무	1,142	1,106	1,135	1,187	1,236	
유동성이자부채	1,746	1,203	1,163	1,123	1,083	
비유동부채	1,519	1,491	1,457	1,424	1,391	
비유동이자부채	1,383	1,310	1,270	1,230	1,190	
<b>부채총계</b>	<b>4,589</b>	<b>3,912</b>	<b>3,871</b>	<b>3,854</b>	<b>3,834</b>	
자본금	46	36	40	40	40	
자본잉여금	1,621	1,625	1,625	1,625	1,625	
이익잉여금	2,103	2,138	2,422	2,722	3,035	
자본조정	(1,074)	(1,003)	(1,071)	(1,071)	(1,071)	
자기주식	(481)	0	0	0	0	
<b>자본총계</b>	<b>3,136</b>	<b>3,246</b>	<b>3,466</b>	<b>3,766</b>	<b>4,079</b>	
투하자본	4,593	4,744	4,875	5,018	5,162	
순차입금	1,949	1,985	1,903	1,751	1,589	
ROA	3.0	1.0	4.3	4.5	4.6	
ROE	8.6	2.7	10.8	10.7	10.3	
ROIC	8.1	6.2	9.2	9.4	9.4	

주요투자지표		(단위:십억원, 원)				
결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>Per share Data</b>						
EPS	4,400	2,945	10,810	11,593	12,227	
BPS	58,018	77,623	76,109	83,685	91,580	
DPS	1,000	1,100	1,300	1,500	1,700	
<b>Multiples(x,%)</b>						
PER	6.9	12.5	3.3	3.1	2.9	
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	
EV/ EBITDA	4.6	19.0	3.7	3.4	3.1	
배당수익률	3.3	3.0	3.7	4.2	4.8	
PCR	1.9	1.7	2.2	1.9	1.9	
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	
<b>재무건전성 (%)</b>						
부채비율	146.4	120.5	111.7	102.3	94.0	
Net debt/Equity	62.1	61.2	54.9	46.5	38.9	
Net debt/EBITDA	257.1	246.3	213.5	189.2	166.5	
유동비율	122.8	130.9	135.2	142.2	149.4	
이자보상배율	5.5	5.6	6.6	7.2	7.9	
이자비용/매출액	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	
<b>자산구조</b>						
투하자본(%)	67.3	74.6	74.9	74.5	74.0	
현금+투자자산(%)	32.7	25.4	25.1	25.5	26.0	
<b>자본구조</b>						
차입금(%)	49.9	43.6	41.2	38.5	35.8	
자기자본(%)	50.1	56.4	58.8	61.5	64.2	

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표		(단위:십억원)				
결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>영업현금</b>	<b>661</b>	<b>421</b>	<b>573</b>	<b>668</b>	<b>697</b>	
당기순이익	272	114	350	376	396	
자산상각비	293	305	320	325	331	
운전자본증감	(65)	(338)	(60)	(64)	(60)	
매출채권감소(증가)	(133)	38	(94)	(55)	(52)	
재고자산감소(증가)	143	(41)	5	(63)	(59)	
매입채무증가(감소)	(8)	(141)	28	52	49	
<b>투자현금</b>	<b>(882)</b>	<b>135</b>	<b>(470)</b>	<b>(482)</b>	<b>(494)</b>	
단기투자자산감소	(441)	374	(3)	(4)	(4)	
장기투자증권감소	1	(5)	(69)	(69)	(69)	
설비투자	(577)	(321)	(327)	(338)	(351)	
유무형자산감소	(1)	1	(64)	(64)	(64)	
<b>재무현금</b>	<b>316</b>	<b>(858)</b>	<b>(105)</b>	<b>(118)</b>	<b>(124)</b>	
차입금증가	465	(685)	(80)	(80)	(80)	
자본증가	0	0	4	0	0	
배당금지급	(46)	(40)	(28)	(38)	(44)	
현금 증감	97	(282)	(2)	68	79	
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>						
(-) 운전자본증가(감소)	(93)	157	60	64	60	
(-) 설비투자	577	321	327	338	351	
(+) 자산매각	(1)	1	(64)	(64)	(64)	
Free Cash Flow	333	369	182	266	283	
(-) 기타투자	(1)	5	69	69	69	
잉여현금	333	364	114	197	214	