



# 동원산업 (006040)

기대와 아쉬움이 공존하는 동원산업, 동원F&B 주식교환 결정

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

## Not Rated

현재 주가(4/14)	36,000원
상승여력	-
시가총액	14,265억원
발행주식수	39,624천주
52 주 최고가 / 최저가	38,000 / 26,643원
90 일 일평균 거래대금	6.58억원
외국인 지분율	2.1%

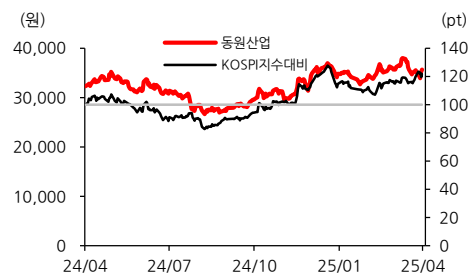
주주 구성	
김남정 (외 17 인)	87.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.6	2.9	20.2	11.4
상대수익률(KOSPI)	3.8	4.5	26.5	19.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023	2024
매출액	7,603	9,026	8,949	8,944
영업이익	509	494	465	501
EBITDA	783	793	758	806
지배주주순이익	233	186	225	75
EPS	11,534	3,392	4,400	2,581
순차입금	1,949	1,978	1,949	1,985
PER	3.6	13.2	6.9	14.3
PBR	0.1	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.6	5.6	4.6	4.3
배당수익률	2.2	2.2	3.3	2.7
ROE	15.0	8.5	8.6	2.7

### 주가 추이



### 완전모회사가 되는 동원산업, 완전자회사가 되는 동원F&B

전일 동원산업과 동원F&B는 동원F&B의 주주가 소유하고 있는 동원 F&B 주식을 동원산업에게 이전하고, 그 대가로 주식교환 대상 주주들에게 동원F&B 보통주 1주당 동원산업 보통주 0.915주를 교환하여 지급하기로 결정했다(동원산업이 보유한 동원F&B 주식은 제외). 취지는 동원산업의 국내외 식품사업을 글로벌 식품 Division으로 통합 재편하여 시너지 극대화해 사업 경쟁력을 강화하기 위함이다.

### 동원F&B는 상장 폐지

이번 주식 교환을 위해 동원산업은 교환대가로 동원F&B의 주주에게 동원산업의 신주 452만주를 교부할 예정이다. 현재 동원산업의 발행주식수는 3,602만주로 주식수는 12.6% 증가하며 희석율은 11.2%다. 컨센서스 기준 2025년 지배순이익은 동원산업 3,150억원, 동원F&B 1,290억원이다. 기존 동원산업의 동원F&B 보유 지분율은 74.4%였으나, 지분율 100%로 상승하면 동원산업의 지배주주 순이익은 약 330억원, 비율로는 약 10.5% 증가할 것으로 계산된다.

이번 주식교환 후 동원산업은 완전모회사, 동원F&B는 완전 자회사가 되며, 동원F&B는 상장 폐지된다. 이에 반대하는 동원F&B 주주는 32,131원(전일 종가 34,100원), 동원산업 주주는 35,024원(전일 종가 36,000원)에 주식매수청구권을 행사할 수 있다. 양측 모두 주주확정 기준일은 2025년 5월 12일이다. 본 계약 해제 논의가 가능한 유의미한 조건은 주식매수청구권의 행사로 인해 주주들에게 지급하여야 할 매수대금의 합이 동원산업이 500억원 혹은 동원F&B가 500억원을 초과하는 경우다. 계약 해제가 논의되지 않는 선에서 동원산업과 동원F&B가 매수하게 될 최대 자사주 수는 동원산업 142만주, 동원F&B 155만주(주식교환비율 0.915 적용 시 동원산업의 신주 기준 142만주)다. 비율로는 약 7.0%다. 추후 해당 자사주가 전량 소각되면 동원산업의 발행주식수는 3,769만주가 되고, 특관자 지분율은 83.9%가 된다.

즉, 주식교환 후 예상되는 동원산업의 특관자 지분율은 최소 78.0%에서 최대 83.9%로 계산된다. 현재보다 특관자 지분율이 낮아지겠지만 이를 기업가치 제고라 평가할 수는 없다.

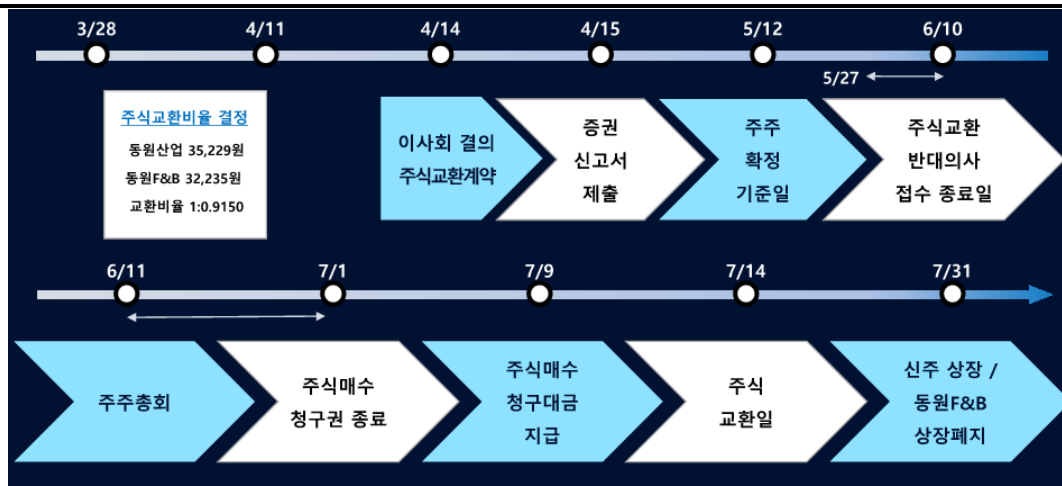
## 자사주를 활용했다면 좋았을 걸

2022년 11월, 비상장 지주사였던 동원엔터프라이즈가 소멸회사, 상장 사업회사였던 동원산업이 존속회사가 되는 흡수합병을 진행했다. 당시 합병으로 인해 취득하게 된 자사주는 1,381만주(지분율 27.7%)였고, 2024년 5월까지 주식감자 등을 통해 자기주식을 소각했다. 현재 동원산업은 자사주를 단 1주도 보유하고 있지 않다. 만약 동원산업의 자사주 1,381만주를 소각하지 않고 보유하고 있었다면, 동원F&B와의 주식교환에 필요한 신주 452만주를 자사주로 충당할 수 있어 동원산업 신주 발행 없이 동원F&B 지분 100% 확보가 가능했을 수 있다. 동원산업의 기존 주주의 지분을 희석 없이, 동원산업 매수청구권 대상 물량도 지금의 계획보다 축소되게 자사주를 활용한 주주친화적 구조 개편이 가능했을 것이다.

## 주주가치는 어디에

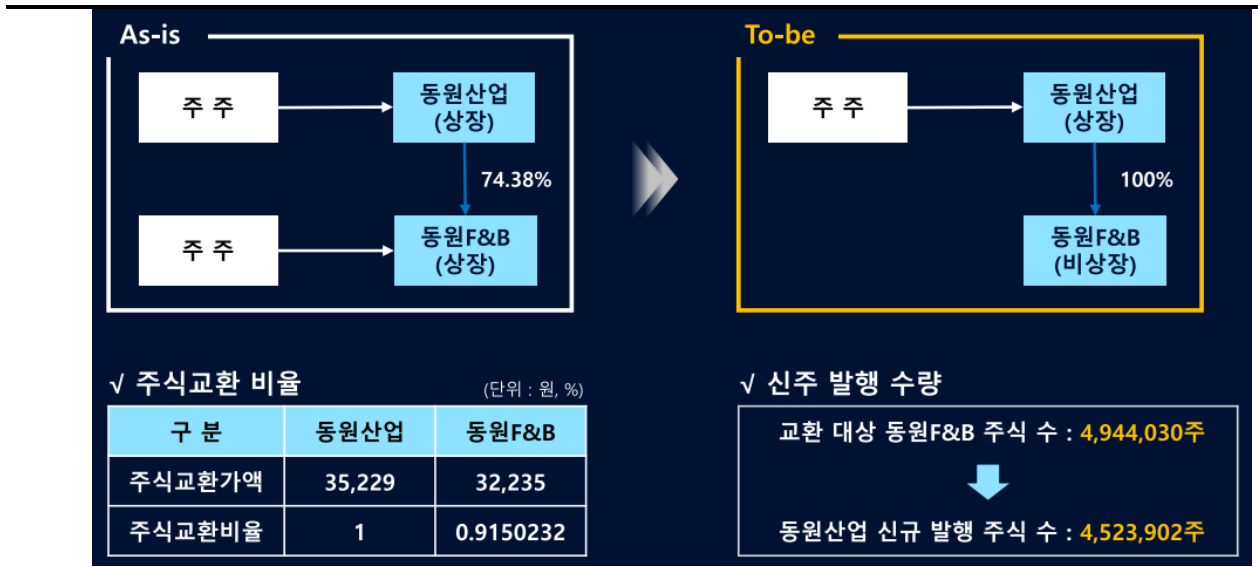
동원산업은 2024년 11월 27일 자율공시를 통해 1) 무상증자 및 주식배당 정기·지속 실행(주식 수 증가로 유통 물량 확대), 2) 연 2회 정기 배당 실시, 3) 배당성향 순차적 확대 실시(20%→25%→30%), 4) 총주주수익률(TSR) 40% 등의 2030 Value-Up 장기 계획을 발표한 바 있다. 위 내용 외에 이번 주식교환 발표에 추가적인 주주가치 제고를 위한 내용은 없다. 기존 동원산업 주주 입장에서는 신주 발행에 따른 희석율과 지배순이익 증가에 따른 이익 증가율이 유사하며, 동원산업-동원F&B 중복 상장에도 동원F&B의 주주가 되었던 기존 동원F&B의 주주 입장에서 뜻하지 않은 동원산업 주식을 보유하게 된다. 주식매수권 행사에 따른 매수 예정 가격도 양사 모두 전일 종가보다도 낮다. 양측 주주 모두 현재의 상황을 납득할 만한 이유가 크지 않은 상황임에도, 현재 가격이라면 이번 주식 교환 결정에 따를 수밖에 없다. 현재 회사 측이 계획하는 국내외 식품 사업 통합 및 M&A에 대한 성과는 단기간에 시현될 수 없다. 주주에게 기다림을 바래야 하는 상황에서, 주주 가치 제고를 위한 결정이 추가적으로 이루어져야만 한다.

[표1] 동원산업 주식교환 일정



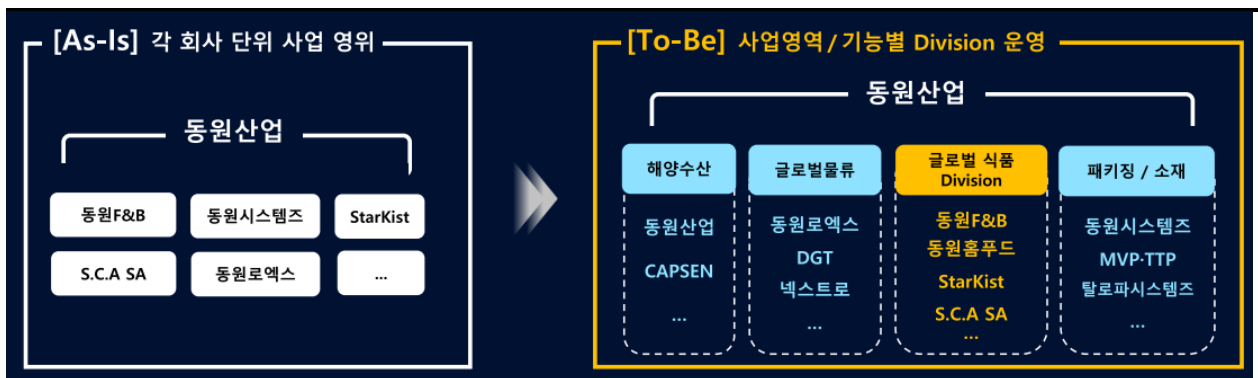
자료: 동원산업, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 동원산업 포괄적 주식교환 개요



자료: 동원산업, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 동원산업 지배구조 변화



자료: 동원산업, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 동원산업 2030 기업가치 제고 방안

Dual Listing 해소	배당 확대 지속	유통 주식수 확대
<p>✓ 기업가치 저평가 개선 (주가 할인 요소 제거)</p> <p>✓ 글로벌 스탠다드 달성</p> <p>✓ 투자자 신뢰 증대 (정보 제공 및 소통 강화 예정)</p>	<p>✓ 25년 중간배당 예정 (연2회 배당 실시)</p> <div style="text-align: center;"> <p>7/31      '25.08      '25.09</p> <p>신주 상장      중간배당 기준일      중간배당 배당금 지급</p> </div> <p>✓ 배당성향 지속 확대 (20% → 25% → 30%)</p> <p>✓ 배당 가시성 확보 중장기 배당 정책 공시</p>	<p>✓ 유통 주식수 부족에 따른 주가 디스카운트 해소 (기존 주식수 比 10% 증가)</p> <p>✓ 소액주주 지분율 상승 (12.11% → 21.11%)</p> <p>✓ 거래 활성화 및 투자자 적극유치</p>

자료: 동원산업, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

### 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	2,857	7,603	9,026	8,949	8,944
매출총이익	494	1,447	1,492	1,519	1,606
영업이익	306	509	494	465	501
EBITDA	435	783	793	758	806
순이자손익	-40	-61	-69	-84	-89
외화관련손익	-5	5	5	-2	-1
지분법손익	12	7	5	2	-39
세전계속사업손익	307	401	406	349	196
당기순이익	244	315	297	272	114
지배주주순이익	241	233	186	225	75
증가율(%)					
매출액	n/a	166.1	18.7	-0.9	0.0
영업이익	n/a	66.0	-2.8	-6.0	7.9
EBITDA	n/a	79.9	1.4	-4.5	6.4
순이익	n/a	29.3	-5.9	-8.2	-58.3
이익률(%)					
매출총이익률	17.3	19.0	16.5	17.0	18.0
영업이익률	10.7	6.7	5.5	5.2	5.6
EBITDA 이익률	15.2	10.3	8.8	8.5	9.0
세전이익률	10.7	5.3	4.5	3.9	2.2
순이익률	8.5	4.1	3.3	3.0	1.3

### 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023	2024
영업현금흐름	402	587	499	661	421
당기순이익	244	315	297	272	114
자산상각비	129	274	299	293	305
운전자본증감	33	-147	-255	-65	-338
매출채권 감소(증가)	5	-82	-113	-133	38
재고자산 감소(증가)	27	-115	-350	143	-41
매입채무 증가(감소)	-14	163	118	-8	-141
투자현금흐름	-131	-478	7	-882	135
유형자산처분(취득)	-67	-179	-229	-574	-299
무형자산 감소(증가)	-1	-5	-9	-3	-20
투자자산 감소(증가)	-109	-106	27	-441	374
재무현금흐름	-213	-88	-287	316	-858
차입금의 증가(감소)	-112	30	-158	465	-685
자본의 증가(감소)	-67	-24	-67	-48	-40
배당금의 지급	-7	-24	-26	-46	-40
총현금흐름	431	841	867	818	846
(-)운전자본증가(감소)	103	517	229	-93	157
(-)설비투자	71	186	238	577	321
(+)자산매각	3	2	0	-1	1
Free Cash Flow	261	139	400	333	369
(-)기타투자	-182	-182	-191	21	101
잉여현금	443	321	591	311	268
NOPLAT	244	400	361	363	291
(+) Dep	129	274	299	293	305
(-)운전자본투자	103	517	229	-93	157
(-)Capex	71	186	238	577	321
OpFCF	199	-30	194	171	117

주1: IFRS 연결 기준,

주2: 2022년 11월, 비상장 지주사였던 동원엔터프라이즈가 소멸회사, 동원산업이 존속회사가 되는 흡수합병 진행. 당시 합병 등으로 인한 자사주 1,381만주(지분율 27.75%)는 2024년 5월까지 주식감자 등을 통해 자기주식 소각

### 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,183	3,047	3,396	3,771	3,168
현금성자산	185	836	633	1,181	528
매출채권	325	882	977	1,095	1,103
재고자산	466	1,101	1,479	1,302	1,372
비유동자산	1,923	3,638	3,665	3,954	3,990
투자자산	952	706	1,056	1,051	1,091
유형자산	868	2,172	2,209	2,512	2,487
무형자산	103	402	401	391	412
자산총계	3,106	6,685	7,061	7,725	7,158
유동부채	1,061	2,216	2,683	3,071	2,421
매입채무	311	924	1,207	1,142	1,106
유동성이자부채	674	1,134	1,278	1,746	1,203
비유동부채	750	1,842	1,470	1,519	1,491
비유동이자부채	603	1,651	1,333	1,383	1,310
부채총계	1,811	4,058	4,153	4,589	3,912
자본금	18	58	50	46	36
자본잉여금	108	85	1,614	1,621	1,625
이익잉여금	1,188	1,742	1,916	2,103	2,138
자본조정	-64	-34	-1,060	-1,074	-1,003
자기주식	-60	0	-635	-481	0
자본총계	1,295	2,627	2,908	3,136	3,246

### 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표					
EPS	11,896	11,534	3,392	4,400	2,581
BPS	340,108	503,333	50,429	58,018	77,623
DPS	909	909	1,100	1,100	1,100
CFPS	21,327	41,560	15,764	15,997	21,355
ROA(%)	7.9	4.8	2.7	3.0	1.0
ROE(%)	21.0	15.0	8.5	8.6	2.7
ROIC(%)	13.4	13.1	8.4	8.1	6.2
Multiples(x, %)					
PER	3.4	3.6	13.2	6.9	14.3
PBR	0.1	0.1	0.9	0.5	0.5
PSR	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2
PCR	1.9	1.0	2.8	1.9	1.7
EV/EBITDA	4.4	3.6	5.6	4.6	4.3
배당수익률	2.2	2.2	2.2	3.3	2.7
안정성(%)					
부채비율	139.8	154.5	142.8	146.4	120.5
Net debt/Equity	84.4	74.2	68.0	62.1	61.2
Net debt/EBITDA	251.1	249.0	249.3	257.1	246.3
유동비율	111.6	137.5	126.6	122.8	130.9
이자보상배율(배)	6.9	7.2	5.8	3.9	4.2
자산구조(%)					
투하자본	62.9	73.0	72.2	67.3	74.6
현금+투자자산	37.1	27.0	27.8	32.7	25.4
자본구조(%)					
차입금	49.6	51.5	47.3	49.9	43.6
자기자본	50.4	48.5	52.7	50.1	56.4

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2025 년 04 월 15 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2025 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%