



Not Rated

목표주가(12M) Not Rated  
현재주가(4.02) 6,280원

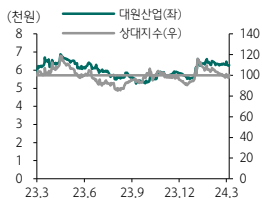
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	891.59
52주 최고/최저(원)	6,870/5,260
시가총액(십억원)	125.8
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	20,037.6
60일 평균 거래량(천주)	43.9
60일 평균 거래대금(십억원)	0.3
외국인지분율(%)	12.27
주요주주 지분율(%)	
어제건 외 17인	49.71
육천산업	8.22

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

#### Stock Price



#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	643	763	737	779
영업이익	28	30	31	47
세전이익	22	51	51	51
순이익	18	33	38	36
EPS	902	1,634	1,879	1,784
증감율	(53.7)	81.2	15.0	(5.1)
PER	6.1	4.2	2.8	3.3
PBR	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	5.4	8.8	9.0	8.0
BPS	16,584	18,556	20,844	22,246
DPS	125	125	175	175



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com  
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 04월 03일 | 기업분석

## 대원산업 (005710)

### 카니발이 잘 팔리면서 수혜를 받습니다

#### 러시아 법인의 부진을 한국 법인의 성장으로 만회

대원산업은 기아/현대차량 자동차 시트를 생산하는 업체로 한국(매출비중 93%)/베트남(4%)/중국(3%)/러시아(0%)에 공장을 가지고 있다. 2023년 매출액/영업이익은 6%/51% 증가한 7,786억원/473억원(영업이익률 6.1%, +1.8%p)을 기록했다. 매출 비중이 20% 전 후였던 러시아 법인이 지정학적 변수로 고객사의 생산이 급감하면서 2021년 매출액/영업이익 1,391억원/44억원에서 2022년 339억원/-21억원, 2023년 16억원/-8억원으로 부진했다. 해외 법인의 부진을 한국 본사에서 주요 공급 모델의 생산증가와 믹스 개선으로 만회하면서 연결 매출액이 증가했다. 특히, 한국 법인 내 비중이 40%에 이르는 카니발 생산이 2023년 34% 증가하면서 관련 수혜가 있었다. 영업이익률이 2019년~2022년 4% 초반에서 2023년 6% 이상으로 상승했는데, 외형 확대에 따른 고정비 부담 완화와 함께 러시아 구조조정에 따른 적자폭 축소, 그리고 판매보증비의 일회성 환입 등이 기여했다.

#### 2024년 한국에서는 카니발 효과가 이어지고, 러시아는 최악에서 회복될 가능성

2024년 예상 매출액/영업이익은 +3%/-6% 변동한 8,000억원/446억원(영업이익률 5.6%, -0.5%p)으로 예상한다. 2024년 자동차 산업수요 증가율이 하락하겠지만, 한국에서는 전년 11월 출시된 신형 카니발 및 최근 호조를 보이고 있는 카니발 하이브리드 모델의 수혜가 예상되고, 러시아에서는 고객사의 공장 매각 후 재가동 준비가 진행되고 있어 중순 이후 최악에서 회복되는 모습을 보일 것으로 기대한다. 중국/베트남에서는 고객사 생산에 연동하며 성장할 것이다. 외형 성장에도 영업이익률은 소폭 하락할 전망인데, 2023년 일회성 환입이 있었던 판매보증비가 정상화되고, 러시아 법인의 재가동 준비에 따른 초기 비용이 예상되기 때문이다.

#### P/E 3배 대와 P/B 0.2배 후반의 극히 낮은 Valuation을 기록 중

현재 주가는 2024년 예상 실적을 기준으로 P/E 3배 대, P/B 0.2배 후반의 극히 낮은 Valuation을 보이고 있다. 부채비율이 27%에 불과하고, 시가총액(1,200억원대)보다 많은 2,185억원의 순현금을 보유하고 있으며, 최근 3년 평균 Capex가 245억원(vs. 감가상각비 196억원, EBITDA 558억원)으로 현금흐름도 양호하다. 단일 제품군 및 주 고객사들에 대한 의존도가 높아 고객사들의 생산 사이클에 연동된다는 점과 배당수익률이 높지 않다는 점(최근 2년 주당배당금 175원 기준 2.8%)은 Valuation상 할인 요인이다. 하지만, 57년 업력을 기반으로 고객사와 함께 꾸준히 성장 중이고, 카니발 신차 효과가 이어지고 있으며, 2년간 부진했던 러시아 법인이 최악을 지나 회복할 가능성이 있다는 점 등을 감안할 때 현재 Valuation은 저평가된 상태라는 판단이다.

도표 1. 대원산업의 실적 추이

(단위: 십억원, %)

구분	분기								연간				
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2019	2020	2021	2022	2023
<b>매출액</b>	169.6	179.1	159.7	228.6	195.7	209.1	186.1	187.7	661.0	642.6	762.6	737.0	778.6
한국	130.7	165.5	137.8	196.9	186.1	198.9	169.5	166.6	474.6	468.0	556.8	630.9	721.2
중국	10.5	3.2	5.8	18.2	0.9	3.3	10.2	12.1	34.8	22.1	35.5	37.7	26.5
러시아	22.2	4.2	5.1	2.5	0.3	0.8	0.5	(0.0)	139.5	119.8	139.1	33.9	1.6
베트남	6.2	6.3	11.0	11.1	8.4	6.1	5.9	9.0	12.1	32.7	31.3	34.5	29.4
매출총이익	12.8	17.5	4.0	26.0	13.3	19.3	17.9	17.7	46.5	49.2	60.3	60.2	68.2
영업이익	4.0	11.1	(3.2)	19.5	7.1	16.0	12.6	11.6	26.3	28.1	30.1	31.4	47.3
세전이익	2.0	45.6	7.2	(4.0)	7.6	15.4	14.7	13.7	49.7	22.3	50.8	50.8	51.3
지배주주순이익	0.8	35.1	4.4	(2.6)	4.8	10.6	11.3	8.9	40.4	18.1	32.7	37.7	35.7
<b>증가율 (YoY)</b>													
매출액	(12.8)	(14.3)	(5.9)	20.6	15.4	16.7	16.5	(17.9)		(2.8)	18.7	(3.4)	5.6
매출총이익	43.4	5.3	(75.1)	38.2	4.3	9.9	347.5	(31.7)		5.8	22.7	(0.2)	13.2
영업이익	242.1	37.7	적전	67.3	76.8	43.5	(488.8)	(40.2)		6.8	7.4	4.2	50.7
세전이익	(67.0)	238.7	(48.4)	적전	276.7	(66.3)	102.7	흑전		(55.1)	127.7	0.1	0.8
지배주주순이익	(84.1)	1521.9	(58.9)	적전	537.6	(69.7)	157.2	흑전		(55.3)	81.2	15.0	(5.1)
<b>Margin</b>													
매출총이익률	7.5	9.8	2.5	11.4	6.8	9.2	9.6	9.4	7.0	7.7	7.9	8.2	8.8
영업이익률	2.4	6.2	(2.0)	8.5	3.6	7.6	6.8	6.2	4.0	4.4	3.9	4.3	6.1
세전이익률	1.2	25.4	4.5	(1.7)	3.9	7.3	7.9	7.3	7.5	3.5	6.7	6.9	6.6
지배주주순이익률	0.4	19.6	2.8	(1.1)	2.5	5.1	6.1	4.8	6.1	2.8	4.3	5.1	4.6

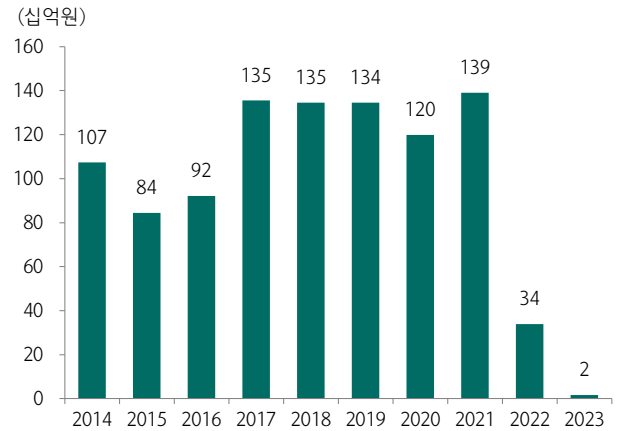
자료: 대원산업, 하나증권

도표 2. 대원산업의 주요 제품



자료: 대원산업, 하나증권

도표 3. 대원산업 러시아법인의 연간 매출액 추이



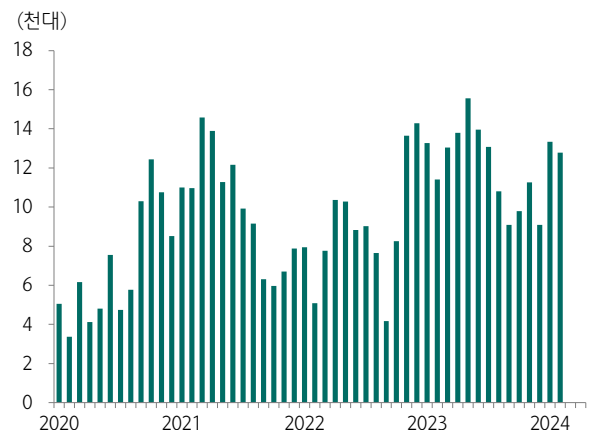
자료: 대원산업, 하나증권

도표 4. 신형 기아 카니발의 사진



자료: 기아, 하나증권

도표 5. 기아의 카니발 생산대수 추이



자료: 기아, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	661	643	763	737	779
매출원가	615	593	702	677	710
매출총이익	46	50	61	60	69
판매비	20	21	30	29	21
영업이익	26	28	30	31	47
금융손익	4	3	2	7	11
종속/관계기업손익	1	0	1	1	1
기타영업외손익	18	(9)	18	11	(7)
세전이익	50	22	51	51	51
법인세	9	4	18	13	16
계속사업이익	40	18	33	38	36
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	40	18	33	38	36
비배주주지분 순이익	1	0	0	0	0
지배주주순이익	39	18	33	38	36
지배주주지분포괄이익	37	23	42	48	32
NOPAT	21	23	19	23	33
EBITDA	37	43	50	52	66
성장성(%)					
매출액증가율	(5.2)	(2.7)	18.7	(3.4)	5.7
NOPAT증가율	(8.7)	9.5	(17.4)	21.1	43.5
EBITDA증가율	(7.5)	16.2	16.3	4.0	26.9
영업이익증가율	(13.3)	7.7	7.1	3.3	51.6
(지배주주)순이익증가율	39.3	(53.8)	83.3	15.2	(5.3)
EPS증가율	38.9	(53.7)	81.2	15.0	(5.1)
수익성(%)					
매출총이익률	7.0	7.8	8.0	8.1	8.9
EBITDA이익률	5.6	6.7	6.6	7.1	8.5
영업이익률	3.9	4.4	3.9	4.2	6.0
계속사업이익률	6.1	2.8	4.3	5.2	4.6

투자지표	2019	2020	2021	2022	2023
주당지표(원)					
EPS	1,950	902	1,634	1,879	1,784
BPS	15,540	16,584	18,556	20,844	22,246
CFPS	2,667	2,556	3,764	3,414	3,749
EBITDAPS	1,863	2,169	2,483	2,571	3,313
SPS	32,986	32,072	38,060	36,783	38,859
DPS	125	125	125	175	175
주가지표(배)					
PER	3.0	6.1	4.2	2.8	3.3
PBR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
PCFR	2.2	2.2	1.8	1.6	1.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
재무비율(%)					
ROE	12.6	5.4	8.8	9.0	8.0
ROA	8.1	3.5	5.9	6.7	6.3
ROIC	20.2	18.5	13.4	13.9	21.6
부채비율	55.1	53.1	48.2	33.9	26.7
순부채비율	(57.1)	(50.0)	(52.1)	(39.0)	(45.1)
이자보상배율(배)	30.8	114.7	155.5	111.5	46.4

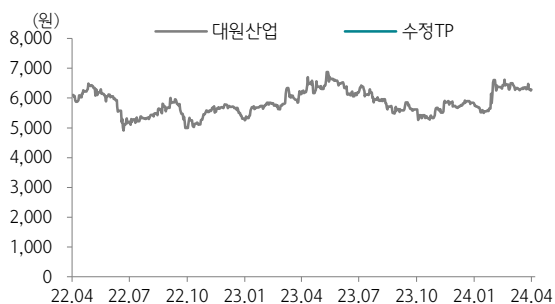
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	341	351	391	397	400
금융자산	210	195	221	188	230
현금성자산	76	40	160	104	66
매출채권	104	130	121	144	116
재고자산	21	21	42	56	46
기타유동자산	6	5	7	9	8
비유동자산	142	158	160	162	164
투자자산	30	27	28	26	31
금융자산	13	13	14	11	15
유형자산	92	111	111	114	115
무형자산	2	1	1	1	1
기타비유동자산	18	19	20	21	17
자산총계	483	509	551	559	565
유동부채	139	144	152	127	105
금융부채	31	26	25	23	25
매입채무	92	101	103	80	53
기타유동부채	16	17	24	24	27
비유동부채	33	33	27	15	14
금융부채	2	3	2	2	3
기타비유동부채	31	30	25	13	11
부채총계	172	177	179	142	119
지배주주지분	311	332	372	418	446
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	0	0	0	0	0
자본조정	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	(5)	1	8	13	12
이익잉여금	306	321	353	395	424
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	311	332	372	418	446
순금융부채	(178)	(166)	(194)	(163)	(201)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	35	29	48	(3)	78
당기순이익	40	18	33	38	36
조정	5	34	30	23	35
감가상각비	11	15	20	20	19
외환거래손익	8	14	4	12	11
지분법손익	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	(13)	5	7	(8)	6
영업활동 자산부채 변동	(10)	(23)	(15)	(64)	7
투자활동 현금흐름	(114)	(53)	76	(49)	(111)
투자자산감소(증가)	(1)	3	(0)	3	(4)
자본증가(감소)	(19)	(35)	(20)	(24)	(22)
기타	(94)	(21)	96	(28)	(85)
재무활동 현금흐름	(0)	(9)	(4)	(4)	(4)
금융부채증가(감소)	(7)	(9)	(7)	(7)	(3)
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
기타재무활동	10	3	6	6	3
배당지급	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
현금의 증감	(80)	(36)	121	(57)	(38)
Unlevered CFO	53	51	75	68	75
Free Cash Flow	16	(21)	27	(31)	53

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 대원산업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.16	Not Rated	-		

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 4월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 4월 2일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.93%	5.61%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 04월 2일