

정다운 (208140)

외형 성장과 수익성 개선을 동시에

Mid-Small cap

심의섭



02 3770 5719
euiseob.shim@yuantakorea.com

투자의견: N/R

| | |
|-------------|--------------|
| 주가 (01/09) | 3,390원 |
| 자본금 | 21억원 |
| 시가총액 | 696억원 |
| 주당순자산 | 1,914원 |
| 부채비율 | 63.92 |
| 총발행주식수 | 20,529,824주 |
| 60일 평균 거래대금 | 9억원 |
| 60일 평균 거래량 | 314,233주 |
| 52주 고 | 4,900원 |
| 52주 저 | 2,450원 |
| 외인지분율 | 3.13% |
| 주요주주 | 이지바이오 33.64% |

주가수익률 (%)

| | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|----------|------|------|--------|
| 절대 | 15.1 | 7.6 | (5.8) |
| 상대 | 16.1 | 21.5 | 15.0 |
| 절대(달러환산) | 14.7 | 8.4 | (10.6) |



자료: Myresearch

버릴 게 없는 오리

- 오리 계열화 업체로 부화·사육·도입(도축)·신선육·가공육 판매·우모(오리털) 수출에 이르기까지 오리 관련 Value Chain 전체를 사업 영역으로 보유. 부문별 매출 및 비중은 3Q18 누적 기준 신선육 369억원(51%), 육가공 247억원(34%), 우모 75억원(10%), 기타 27억원(4%).
- 자회사로 부화·사육을 담당하는 아림부화장, 제이디팜과 신성푸드, 도입 업체 신선산오리와 유성농산을 보유하고 있으며, 동사 최대주주는 이지바이오(33.64%).

M&A, 휴지기제, 우모 가격 상승으로 외형성장과 수익성 개선을 동시에

- '18년 5월 신선산오리, 신성푸드, 아림부화장을 인수했으며, '18년 10월 유성농산을 인수. 이에 도입 부문은 월 80만 수→150만 수, 우모 부문은 월 100톤→150톤으로 증가 전망. 도입 지역 다변화(정다운-전남, 신선산오리-경남, 유성농산-전북)에 따른 AI 리스크 분산 또한 긍정적. 외형 및 M/S 확대와 더불어 그룹 내 원가절감 방식 도입으로 수익성 개선 또한 가능할 것.
- AI 방역을 위한 동절기 사육제한 조치인 '오리 사육 휴지기제'의 경우 '17-'18 동절기에 이어 '18-'19 동절기에도 시행 중. 학습 효과에 따른 농가 참여 감소 등으로 지난 해와 같은 급격한 변동은 없을 것으로 예상되나, 연초 오리 가격 상승 및 수급에 기여할 것으로 전망.
- 우모 사업부문의 경우, 1차 가공한 우모를 대만, 베트남 의류 업체 향으로 수출하고 있음. 전방 수요 증가와 더불어 최대 우모 수출국인 중국의 환경규제로 우모 공급이 감소하며 우모 가격은 가파른 상승세 지속 중. 수익성 개선 및 전사 이익에 크게 기여하고 있으며, 높은 수출단가 또한 상향 안정화 될 것으로 예상.

2019E P/E 3.5x. Valuation Re-rating 또한 가능할 것

- 상기 성장 요인 외에도 신규 유통채널 확보 및 육가공 부문 고성장으로 매출 증가 지속될 전망. 우호적인 사업환경과 더불어 추가적인 업체 인수 또한 가능할 것으로 전망되며, 그룹사와의 시너지 또한 가속화 될 전망.
- M&A를 통한 거점 다변화, 육가공 및 우모 매출 고성장 등으로 AI 및 오리 가격 급락에 따른 사업 Risk 또한 크게 감소. 이에 따른 할인 요인 완화로 Valuation Re-rating 또한 가능할 것으로 기대.

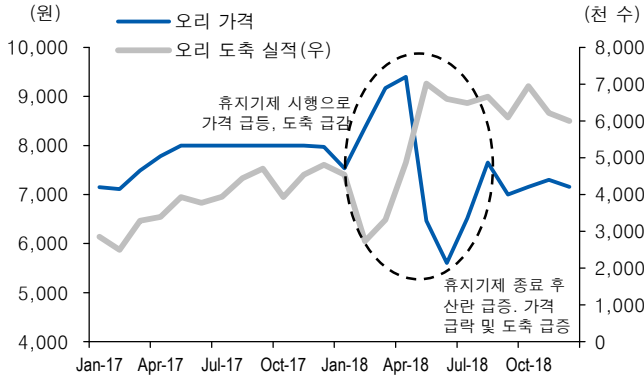
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

| | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 583 | 578 | 806 | 1,081 | 1,400 |
| 영업이익 | 51 | 33 | 111 | 175 | 230 |
| 지배주주순이익 | 28 | -11 | 99 | 152 | 200 |
| 영업이익률 | 8.8 | 5.6 | 13.7 | 16.2 | 16.4 |
| EPS | 161 | -55 | 482 | 739 | 974 |
| PER | - | -45.4 | 6.3 | 4.6 | 3.5 |
| PBR | - | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| ROE | 14.4 | -4.2 | 29.0 | 28.3 | 31.4 |

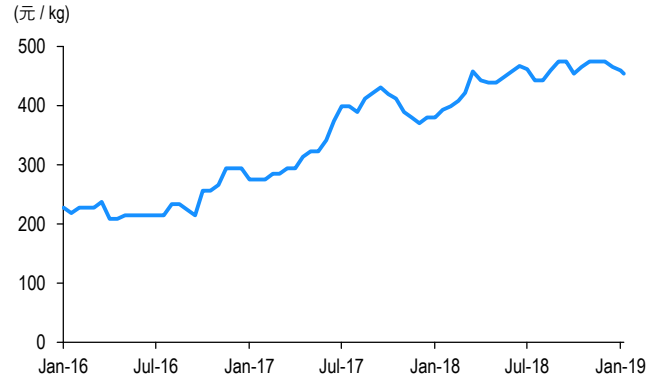
자료: 유안타증권 리서치센터

오리 가격 및 국내 오리 도축 실적 추이



자료: 한국오리협회, 축산물안전관리시스템, 유안타증권 리서치센터

중국 우모 가격 추이



주: 흰 오리털 우모 함량 95% 기준

자료: 차이나다운닷컴, 유안타증권 리서치센터

정다운 (208140) 재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | (단위: 억원) | | | | |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A |
| 매출액 | 781 | 551 | 583 | 578 | 806 |
| 매출원가 | 632 | 445 | 464 | 462 | 610 |
| 매출총이익 | 149 | 106 | 118 | 115 | 195 |
| 판매비 | 84 | 60 | 67 | 83 | 84 |
| 영업이익 | 65 | 45 | 51 | 33 | 111 |
| EBITDA | 65 | 66 | 71 | 56 | 131 |
| 영업외손익 | -31 | -23 | -17 | -33 | 19 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이자손익 | -12 | -18 | -10 | -7 | -2 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 2 | 0 | -20 | 9 |
| 기타 | -19 | -8 | -7 | -5 | 12 |
| 법인세비용차감전순손익 | 34 | 22 | 34 | 0 | 130 |
| 법인세비용 | 8 | 5 | 6 | 10 | 31 |
| 계속사업순손익 | 26 | 18 | 28 | -10 | 99 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 26 | 18 | 28 | -10 | 99 |
| 지배지분순이익 | 0 | 18 | 28 | -11 | 99 |
| 포괄순이익 | 0 | 14 | 26 | -11 | 99 |
| 지배지분포괄이익 | 0 | 14 | 27 | -11 | 99 |

| 현금흐름표 | (단위: 억원) | | | | |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A |
| 영업활동 현금흐름 | 44 | 67 | -1 | -18 | 197 |
| 당기순이익 | 26 | 18 | 28 | -10 | 99 |
| 감가상각비 | 19 | 20 | 20 | 23 | 20 |
| 외환손익 | 1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 0 | -2 | 0 | 20 | -9 |
| 자산부채의 증감 | -39 | 27 | -57 | -69 | 72 |
| 기타현금흐름 | 37 | 6 | 8 | 17 | 15 |
| 투자활동 현금흐름 | -78 | 16 | 33 | -19 | -130 |
| 투자자산 | -30 | 0 | 0 | -1 | 14 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -17 | -6 | -4 | -7 | -49 |
| 유형자산 감소 | 1 | 1 | 0 | 11 | 1 |
| 기타현금흐름 | -33 | 21 | 37 | -22 | -96 |
| 재무활동 현금흐름 | 58 | -82 | -22 | -11 | -52 |
| 당기차입금 | 32 | -92 | 47 | -7 | -16 |
| 사채 및 장기차입금 | 24 | 13 | -53 | -17 | -37 |
| 자본 | 0 | 0 | 0 | 5 | 6 |
| 현금배당 | 0 | -3 | -3 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 3 | 0 | -14 | 9 | -5 |
| 연결범위변동 등 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증감 | 24 | 1 | 10 | -48 | 15 |
| 기초 현금 | 31 | 56 | 56 | 66 | 19 |
| 기말 현금 | 55 | 56 | 66 | 19 | 34 |
| NOPLAT | 53 | 36 | 42 | 3,509 | 84 |
| FCF | 15 | 0 | 5 | 3,610 | 129 |

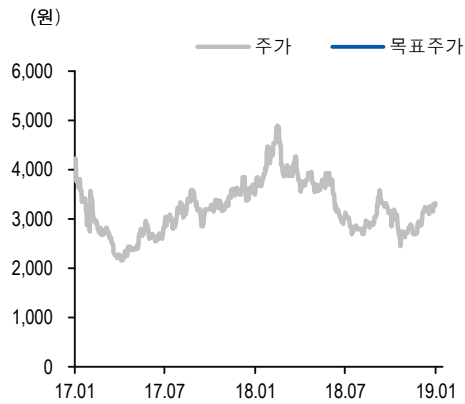
자료: 유안타증권 리서치센터

| 재무상태표 | (단위: 억원) | | | | |
|--------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A |
| 유동자산 | 187 | 182 | 206 | 309 | 374 |
| 현금및현금성자산 | 55 | 56 | 66 | 19 | 34 |
| 매출채권 및 기타채권 | 46 | 38 | 58 | 76 | 53 |
| 재고자산 | 48 | 21 | 30 | 57 | 18 |
| 비유동자산 | 425 | 386 | 341 | 298 | 299 |
| 유형자산 | 312 | 282 | 265 | 239 | 265 |
| 관계기업등 지분관련자산 | 0 | 27 | 27 | 6 | 0 |
| 기타투자자산 | 87 | 9 | 10 | 11 | 14 |
| 자산총계 | 612 | 568 | 547 | 607 | 674 |
| 유동부채 | 266 | 199 | 197 | 227 | 200 |
| 매입채무 및 기타채무 | 69 | 57 | 40 | 46 | 54 |
| 단기차입금 | 183 | 92 | 139 | 131 | 115 |
| 유동성장기부채 | 0 | 32 | 17 | 49 | 17 |
| 비유동부채 | 174 | 197 | 135 | 90 | 79 |
| 장기차입금 | 141 | 158 | 123 | 75 | 69 |
| 부채총계 | 440 | 395 | 332 | 318 | 279 |
| 지배지분 | 172 | 172 | 214 | 288 | 393 |
| 자본금 | 20 | 20 | 22 | 20 | 21 |
| 자본잉여금 | 18 | 16 | 33 | 115 | 125 |
| 이익잉여금 | 134 | 136 | 159 | 148 | 246 |
| 비지배지분 | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 자본총계 | 172 | 173 | 215 | 290 | 395 |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배, %) | | | | |
|--------------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A |
| EPS | 151 | 103 | 161 | -55 | 482 |
| BPS | 1,003 | 1,003 | 1,140 | 1,439 | 1,914 |
| DPS | 16 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| PER | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -45.4 | 6.3 |
| PBR | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.7 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 8.8 | 5.9 |
| PSR | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.8 | 0.8 |

| 재무비율 | (단위: 배, %) | | | | |
|-------------------|------------|-------|-------|--------|-------|
| 결산 (12월) | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A |
| 매출액 증가율 (% YoY) | -3.2 | -29.5 | 5.8 | -0.8 | 39.4 |
| 영업이익 증가율 (% YoY) | 182.0 | -30.2 | 12.7 | -36.2 | 239.8 |
| 지배순이익 증가율 (% YoY) | 441.3 | -32.0 | 56.8 | 적전 | 적전 |
| 매출총이익률 (%) | 19.1 | 19.2 | 20.3 | 20.0 | 24.2 |
| 영업이익률 (%) | 8.3 | 8.2 | 8.8 | 5.6 | 13.8 |
| 지배순이익률 (%) | 0.0 | 3.2 | 4.8 | -1.8 | 12.3 |
| ROIC | 15.8 | 0.0 | 13.9 | 1001.7 | 27.9 |
| ROA | 0.0 | 3.1 | 5.1 | -1.7 | 14.7 |
| ROE | 16.4 | 0.0 | 14.4 | -4.2 | 29.0 |
| 부채비율 (%) | 256.2 | 229.0 | 154.2 | 109.7 | 70.7 |
| 영업이익/이자비용 (배) | 5.0 | 2.3 | 4.1 | 3.6 | 15.5 |

정다운 (208140) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2019-01-10 | Not Rated | - | 1년 | | |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.6 |
| Buy(매수) | 85.3 |
| Hold(중립) | 12.6 |
| Sell(비중축소) | 0.5 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2019-01-09

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 심의섭)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.