

# 동원시스템즈

# NR

014820 기업분석 | 화학

목표주가 NR 현재주가(01/21) 36,600원 Up/Downside

2021. 01. 22

## 친환경 소재 기업으로의 첫 걸음

### News

**순품에 뜻을 단 듯:** 지난 3분기 연결 매출액 2,852억원(+5.7%YoY), 연결 영업이익 296억원(+83.9%YoY)으로 당사 기대치를 뛰어넘는 호실적을 시현했다. 수익성이 높은 스티렌 수출 증가세가 이어지며 이익을 상승에 공헌했다. 연포장은 수출이 다소 주춤했지만 국내 HMR/미용/위생 포장재 수요 확대에 만회했다. 음료 및 주류 용기 의존도가 높아 코로나19 수요충격 우려가 있었던 자회사 테크팩솔루션은 1천억원 이상의 분기 매출액을 기록하며 선전했다.

### Comment

**2021년, 얘기할 거리가 너무 많다:** 지난해 11월 2차전지 양극박 양산을 선언했다. 양극박 제조에 투입될 알루미늄 광폭 압연기 설치 및 시험가동은 이미 완료된 상태로, 2차전지 셀 제조사들의 납품 전 품질검사 통과를 기다리고 있다. 황성 아세트 공장 2호기는 오는 3월 분가동에 들어간다. 유연한 설비 운영이 가능한 복수 라인을 확보해 고객사 확보가 더 용이해질 것으로 판단한다. 지난해 판매를 개시한 햄 캔, 죽/밥 용기 등도 올해 본격적으로 매출에 가세한다.

### Action

**이제 포장재 거인이 아니라 친환경 소재 거인:** 2021년 매출액 전망치를 1조 1,920억원(+9.9%YoY), 영업이익 전망치를 1,051억원(+14.8%YoY)으로 제시한다. 지난 수 년 간 꾸준히 대규모 투자를 단행하고 연구개발을 진행하며 신시장을 두드려 온 노력이 결실을 맺고 있다. 이제는 2차전지용 소재, 생분해성 식품 파우치(에코 소브레), 초경량 유리병 등 친환경 제품 연구개발의 성과를 확인할 차례다. 올해 포장재 거인에서 친환경 소재 거인으로 두 번째 진화를 앞두고 있다.

### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	1,026	1,042	1,085	1,192	1,276
(증가율)	6.5	1.6	4.1	9.9	7.0
영업이익	79	75	92	105	118
(증가율)	-10.4	-4.6	21.7	14.8	12.4
지배주주순이익	53	38	52	62	71
EPS	2,080	1,484	2,036	2,411	2,778
PER (H/L)	26.3/11.1	30.5/18.0	17.5	15.2	13.2
PBR (H/L)	3.3/1.4	2.6/1.5	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA (H/L)	15.0/8.9	12.8/9.2	8.2	7.5	6.8
영업이익률	7.7	7.2	8.4	8.8	9.3
ROE	13.2	8.7	11.0	12.0	12.5

### Stock Data

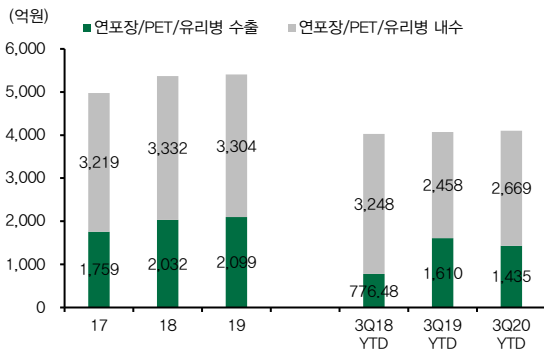
52주 최저/최고	13,200/40,250원		
KOSDAQ /KOSPI	981/3,161pt		
시가총액	9,376억원		
60일-평균거래량	125,297		
외국인지분율	1.5%		
60일-외국인지분율변동추이	0.0%p		
주요주주	동원인터프라이즈 외 4인 80.8%		
(천원)	(pt)		
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	15.8	58.1	32.6
상대기준	1.8	18.6	-6.0

나쁜 일이 겹쳐서 오듯, 좋은 일도 겹쳐서 온다

제관 사업 약진  
테크팩솔루션  
선방

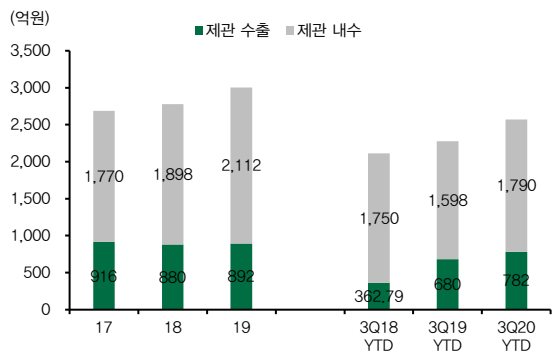
지난 3분기 연결 매출액 2,852억원(+5.7%YoY), 연결 영업이익 296억원(+83.9%YoY), 영업이익률 10.4%(+4.4%p)를 시현했다. 지난 수 년 동안 반복됐던 하반기 실적부진 경향을 털어낸 호실적이다. 수익성이 높은 스틸캔의 수출 호조가 이익률 상승에 크게 공헌했다. 매출액 비중이 가장 큰 연포장은 고객사 재고조정으로 수출이 다소 주춤했지만, 국내 HMR, 미용, 위생 포장재 수요가 확대돼 전분기와 비슷한 수준의 매출액(715억원)을 기록했다. 음료 및 주류 용기가 주력이어서 코로나19 수요충격이 우려됐던 자회사 테크팩솔루션은 1천억원 이상의 분기 매출액을 기록하며 선전했다. 혼술 트렌드와 국산 맥주 점유율 확대 등으로 알루미늄 캔 판매량이 견고하게 유지된 데다, 수거율이 떨어지는 가정용 맥주/소주 판매량 증가로 유리병 신병 수요가 늘어난 영향이다.

도표 1. 연포장, 주춤했던 수출을 내수에서 만회



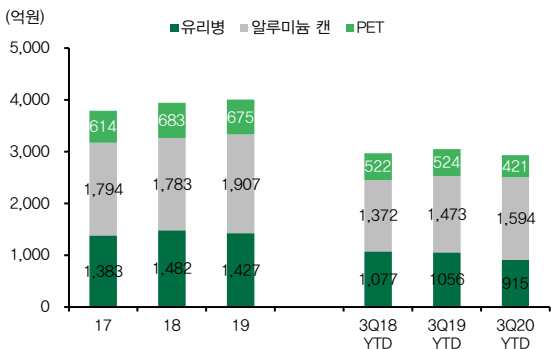
자료: 동원시스템즈, DB금융투자

도표 2. 제관, 복미와 동남아향 스틸 캔 수출 호조



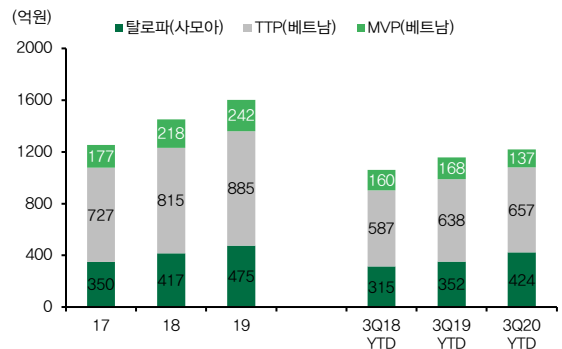
자료: 동원시스템즈, DB금융투자

도표 3. 테크팩솔루션, 혼술 유행으로 코로나19 타격 최소화



자료: 동원시스템즈, DB금융투자  
주: 2020년 3월 PET 사출기 설비 일부 동원시스템즈에 양도

도표 4. 해외법인, 꾸준히 성장 중



자료: 동원시스템즈, DB금융투자

### 포장재 거인에서 친환경 소재 거인으로

아셈틱, 햄 캔, 죽/밥 용기 등 본격적인 성장궤도 진입

기대치를 상회한 3Q20 실적을 반영해 2020년 영업이익 전망치를 881억원에서 915억원으로 소폭 상향 조정한다. 4Q20은 계절적 비수기 진입, 원달러 환율 급락에 따른 수출 수익성 하락, 유리병 용해로 보수 등으로 인해 실적 모멘텀이 다소 약하다. 그러나 아셈틱 신규가동 비용이 반영되고 수출 판매가 부진했던 4Q19보다는 양호한 실적이 예상된다. 국내외 영업환경은 여전히 우호적이며, 신규사업 역시 순항 중이다. 아셈틱은 물량 확보가 순조롭게 이어지며 손익분기점에 근접하고 있다. 2호기가 본 생산에 들어가는 올해 3월부터는 보다 유연한 운영이 가능해져 매출액과 이익 증가 속도가 더욱 빨라질 것이다. 지난해 생산을 개시한 햄 캔과 죽/밥 용기도 올해 본격적으로 매출에 가세한다. 아셈틱은 라인당 연 300억원 이상, 햄 캔과 죽/밥 용기는 각각 연 150억원 이상의 매출액 창출이 목표이다.

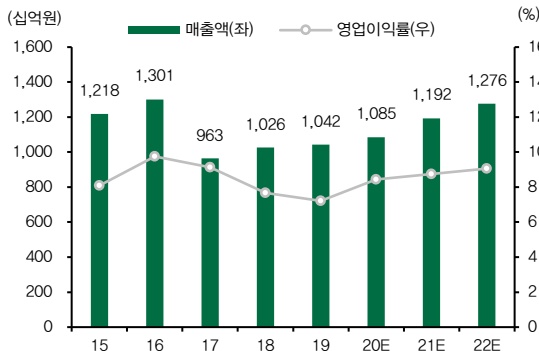
오랫동안 준비한 2차전지 소재 분야

시장의 관심이 가장 큰 2차전지 소재 분야도 사업화 속도를 높이고 있다. 동사는 지난해 약 300억원을 들여 2차전지 양극박 전용라인으로 사용할 광폭 압연기 설치와 시험가동을 마쳤다. 현재 고객사의 납품 전 품질검사가 진행 중이며, 2022년까지 연 8천톤 생산체제를 갖출 계획이다. 2차전지 셀 업체들의 급격한 생산능력 확대에 따라 향후 양극박 수요는 빠르게 증가할 것으로 예상된다. SNE리서치는 전세계 알루미늄 양극박 수요가 2020년 9.2만톤에서 2025년 47.5만톤까지 증가할 것으로 전망한 바 있다. 한편으로 동사는 셀 파우치, 방열 테이프 등의 신제품 개발과 양산 테스트를 진행하며 2차전지 소재 라인업을 확대하고 있다.

2021년 영업이익 1천억원 상회 예상

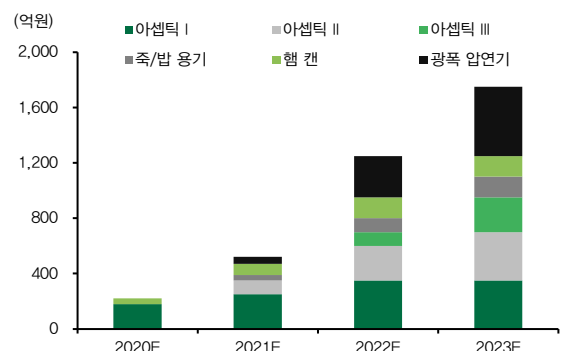
2021년 매출액과 영업이익 전망치를 각각 1조 1,920억원(+9.9%YoY), 1,051억원(+14.8%YoY)로 제시한다. 2021년 예상 지배주주순이익 기준 P/E는 15배 내외로 국내 포장재 기업 중 율촌화학 다음으로 높은 밸류에이션을 받고 있다. 그러나 40%에 육박하는 해외 매출액 비중과 다각화된 사업 포트폴리오, 친환경 기조에 부합하는 다채로운 신사업 등을 감안하면, 18배 내외의 배수를 받고 있는 해외 포장재 기업들과 밸류에이션을 비교하는 것이 온당하다고 본다. 사업 범위가 넓어 회사의 매력력이 한 눈에 들어오지 않지만, 영위하는 모든 분야에서 미래에 대한 준비가 차곡차곡 이뤄지고 있다는 점이 동사의 강점이다. 자연 상태에서 빠르게 분해되는 생분해성 식품 파우치 '에코 소브레', 재활용이 어려운 갈색 페트병을 대체하는 '초경량 유리병'도 필(必)환경 시대를 맞아 주목받는 시기가 곧 도래할 것이다.

도표 5. 동원시스템즈 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 동원시스템즈, DB금융투자 주: 2017년부터 건설 매출액 중단사업 분류

도표 6. 동원시스템즈 주요 신사업의 미래 매출액 기여 추정



자료: 동원시스템즈, DB금융투자 주: 당사 추정치

도표 7. 동원시스템즈 주요 재무지표 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>2,462</b>	<b>2,724</b>	<b>2,698</b>	<b>2,539</b>	<b>2,511</b>	<b>2,742</b>	<b>2,852</b>	<b>10,424</b>	<b>10,850</b>	<b>11,920</b>
(%YoY)	-0.8	3.2	3.5	0.2	2.0	0.7	5.7	1.6	4.1	9.9
<b>본사</b>	<b>1,323</b>	<b>1,352</b>	<b>1,306</b>	<b>1,212</b>	<b>1,315</b>	<b>1,485</b>	<b>1,568</b>	<b>5,131</b>	<b>5,730</b>	<b>6,460</b>
(%YoY)	0.0	-2.4	0.5	-1.4	-0.6	9.8	20.1	-2.0	11.7	12.7
- 연포장	549	609	563	513	576	704	715	2,234	2,600	2,850
- 제관	296	268	268	252	312	299	354	1,085	1,230	1,270
- 알루미늄	247	262	232	221	234	226	217	900	880	1,200
- 인쇄	78	75	98	103	75	77	117	354	380	400
- 수지	152	137	144	122	117	126	117	555	480	500
- PET병						52	46		140	220
- 기타	1	1	1	1	1	1	2	3	20	20
<b>테크팩솔루션</b>	<b>896</b>	<b>1,086</b>	<b>1,071</b>	<b>957</b>	<b>935</b>	<b>976</b>	<b>1,019</b>	<b>4,010</b>	<b>3,870</b>	<b>4,100</b>
(%YoY)	-6.0	8.0	5.8	-2.1	4.4	-10.1	-4.9	1.6	-3.5	5.9
- 유리병	327	369	360	372	344	271	300	1,427	1,200	1,300
- 알루미늄 캔	424	522	527	434	450	566	578	1,907	2,150	2,300
- PET병	145	195	184	151	141	139	141	675	500	480
<b>베트남</b>	<b>247</b>	<b>262</b>	<b>297</b>	<b>323</b>	<b>265</b>	<b>263</b>	<b>266</b>	<b>1,127</b>	<b>1,080</b>	<b>1,230</b>
(%YoY)	7.4	7.8	8.4	12.9	7.3	0.4	-10.4	9.1	-4.2	13.9
<b>TALOFA</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>119</b>	<b>148</b>	<b>157</b>	<b>475</b>	<b>570</b>	<b>550</b>
(%YoY)	45.0	12.7	-10.4	8.7	2.6	19.4	40.2	13.9	20.0	-3.5
중단사업/조정	-120	-100	-88	-65	-123	-130	-158	-373	-400	-420
<b>영업이익</b>	<b>217</b>	<b>258</b>	<b>161</b>	<b>116</b>	<b>181</b>	<b>275</b>	<b>296</b>	<b>752</b>	<b>915</b>	<b>1,051</b>
(%YoY)	20.7	31.5	-12.7	-49.0	-16.5	6.6	83.9	-4.6	21.7	14.8
(%영업이익률)	8.8	9.5	6.0	4.6	7.2	10.0	10.4	7.2	8.4	8.8
<b>본사</b>	<b>136</b>	<b>141</b>	<b>77</b>	<b>3</b>	<b>94</b>	<b>147</b>	<b>145</b>	<b>356</b>	<b>483</b>	<b>589</b>
(%YoY)	41.7	18.5	-11.5	-96.7	-30.9	4.3	88.3	-9.4	35.7	21.9
(%영업이익률)	10.3	10.4	5.9	0.2	7.1	9.9	9.2	6.9	8.7	9.5
<b>테크팩솔루션</b>	<b>65</b>	<b>92</b>	<b>76</b>	<b>67</b>	<b>72</b>	<b>88</b>	<b>109</b>	<b>301</b>	<b>323</b>	<b>351</b>
(%YoY)	-9.7	-3.2	-7.3	-31.6	10.8	-4.3	43.4	-13.4	7.1	8.9
(%영업이익률)	7.3	8.5	7.1	7.0	7.7	9.0	10.7	7.5	8.3	8.6
<b>베트남</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>87</b>
(%YoY)	-25.0	112.5	150.0	150.0	144.4	17.6	10.0	86.8	6.5	15.5
(%영업이익률)	3.6	6.5	6.7	7.7	8.3	7.6	8.3	6.3	7.0	7.1
<b>TALOFA</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>74</b>	<b>94</b>	<b>88</b>
(%YoY)	20.0	11.1	-19.0	26.7	0.0	10.0	70.6	7.2	27.1	-6.4
(%영업이익률)	15.5	16.1	15.2	17.0	15.1	14.9	18.5	15.6	16.5	16.0
중단사업/조정	-11	-11	-29	2	-26	-2	-9	-50	-60	-65
영업외손익	-30	-31	-33	-32	1	-30	-24	-126	-102	-105
세전이익	187	226	128	84	183	245	272	626	813	946
당기순이익	142	167	95	64	133	188	176	468	618	728
<b>지배주주순이익</b>	<b>125</b>	<b>140</b>	<b>74</b>	<b>43</b>	<b>113</b>	<b>156</b>	<b>144</b>	<b>382</b>	<b>523</b>	<b>619</b>
(%YoY)	-32.0	35.3	-37.4	-66.9	-9.0	11.2	93.6	-28.6	37.1	18.4
EBITDA	327	372	292	254	304	411	432	1,246	1,690	1,875
CAPEX	208	426	372	272	163	309	293	1,277	1,153	949
순차입금	2,807	3,126	3,386	3,245	3,162	3,379	3,341	3,247	3,396	3,176

자료: 동원시스템즈, DB금융투자

주: 부문별 매출액은 관리회계 기준, 추정치는 당사 추정

