유진투자증권

동원시스템즈(014820.KS)

전기차 배터리 성장 스토리 시작

2021.10.14

News Comment

투자의견: NR

현재주가: 57,700원(10/13)

시가총액: 1,487(십억원)

Green Industry 한병화_ 02)368-6171_ bhh1026@eugenefn.com

알루미늄박, 배터리 케이스 사업 본격화, 파우치 셀 소재 사업도 준비 중

동원시스템즈가 본격적으로 전기차 배터리 사업에 진입했다. 양극 집전체인 알루미늄박 사업은 기존의 식품 포장재용 라인 4 개 중 2 개를 배터리용으로 개조한 상태이다. 국내 배터리 셀 업체에게 인증을 받아서, 현재는 샘플물량 수준을 납품하고 있다. 내년부터 본격 매출이 시작되고, 안착되면 주기적인 증설을 할 것으로 판단된다. 동사의 식품 포장용 알루미늄박 매출액은 연간 약 1 천억원 수준인데, 전기차용 때문에 알루미늄 박 사업 전체 매출이 2025 년까지 3,690 억원까지 증가할 수 있을 것으로 추정된다. 원통형 배터리 케이스 사업에도 진출했다. 기존의 업체를 인수한 후 합병했다. 현재는 18650 라인만 있으나, 21700 제조라인 신설을 시작했다. 현재 약 100 억원의 수준의 매출이 2025 년에는 1 천억원에 육박할 것으로 판단된다. 또한 일본 업체들이 독점하고 있는 파우치 배터리 셀 소재 사업도 준비를 하고 있어서 확정시 전기차 배터리 관련 매출 비중은 더 늘어날 것으로 판단된다.

본업도 턴어라운드 시작

동사의 영업이익은 올 1 분기부터 역성장했다. 유가와 상품가격 상승에 따른 패키징 원가의 상승 때문이었다. 원가 상승을 판매가에 전가하고 있으나, 후행하기 때문에 이익의 개선도 시간이 지날수록 확연해진다. 내년도에는 올해와 같은 수준의 원재료가 상승이 지속될 가능성이 낮기 때문에, 본격적인 이익의 개선이 예상된다. 또한 동사는 연결 자회사(합병전 지분율 56%)인 테크팩 솔루션을 흡수합병해서 지배주주 순이익도 증가한다. 2022 년 동사의 매출액과 영업이익은 1.3 조원, 영업이익은 1,160 억원으로 올해 대비 7%, 22% 증가할 것으로 추정된다(도표 1 번 참조). 특히, 음료 위탁생산 패키징 사업인 아셉틱 사업의 활성화에 주목한다. 아셉틱 사업은 2020 년 매출액 217 억원에서 2021 년에는 520 억원, 내년에는 900 억원 수준으로 풀캐파 매출이 가능할 것으로 예상된다. 풀캐파 기준 마진율이 여타 사업대비 높아 이익성장에 기여도가 크다. 내년에는 아셉틱 라인 추가 증설 가능성도 있다.

배터리 사업가치 반영 전의 매력적인 가격

국내 최대의 식품 패키징 업체인 동사는 매년 1 천억원 수준의 영업이익을 기록하는 안정적인 사업구조를 가지고 있다. 따라서 신규 성장동력만 확보하면 기업가치 상승이 날개를 달 수 있다. 알루미늄박, 배터리 케이스, 파우치 셀 소재 사업이 순차적으로 성장모멘텀을 제공할 것으로 판단된다. 동사의 기업가치는 다양한 패키징 업체들을 인수하면서 2015 년에 PBR, PER 모두 피크를 기록하고 하락세였다(도표 2, 3 번 참조). 2022 년 실적 기준 PBR 2.5 배, PER 18.5 배 수준인 현재 주가는 매력적인 구간이라 판단된다. 현재 동사의 주가에는 배터리 사업의 가치가 반영되기 전인 것으로 판단된다.

발행주식수	25,884천주
52주 최고가	71,900원
최저가	21,900원
52주 일간 Beta	1.15
90일 일평균거래대금	66.4억원
외국인 지분율	1.8%
배당수익률(2021F)	1.0%
주주구성	
동원엔터프라이즈 외 5인	80.8%
자사주	0.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-15.9	17.0	144.0

	현재	직전	변동
투자의견	NR	NR	-
목표주가	-	-	-
영업이익(20)	97.7	97.7	-
영업이익(21)	95.3	95.3	-

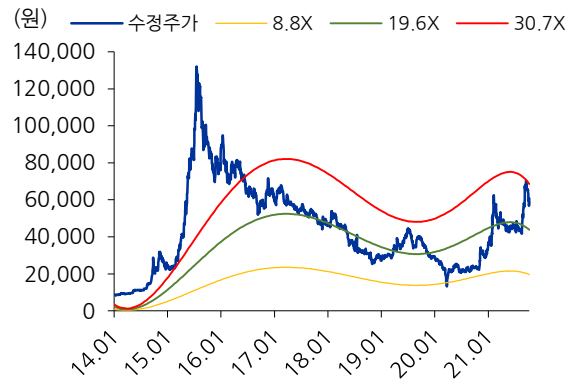
결산기(12월)	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	1,078.5	1,256.9	1,349.0
영업이익(십억원)	97.7	95.3	115.7
세전계속사업손익(십억원)	85.3	88.8	106.7
당기순이익(십억원)	61.6	69.4	80.1
EPS(원)	2,009	2,399	3,125
증감률(%)	34.9	19.4	30.3
PER(배)	17.8	24.1	18.5
ROE(%)	11.0	12.0	14.0
PBR(배)	1.9	2.8	2.5
EV/EBITDA(배)	8.2	11.5	10.0

도표 1. 동원시스템즈 연간실적 전망

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**1,042.4**	**1,078.5**	**1,256.9**	**1,349.0**	**1,469.0**	**1,597.0**	**1,746.0**
증감률	2%	3%	17%	7%	9%	9%	9%
연포장/PET/유리병	540.3	548.9	651.6	690.0	697.0	708.0	724.0
제관(CAN)	300.5	337.7	379.7	398.0	413.0	419.0	426.0
알미늄	93.7	87.9	98.9	121.0	199.0	289.0	369.0
수지	53.5	47.2	55.7	60.0	62.0	64.0	66.0
인쇄	35.2	35.9	39.3	42.0	43.0	44.0	43.0
배터리 부품/기타	19.2	21.0	31.7	38.0	55.0	73.0	118.0
매출원가	**911.7**	**925.6**	**1,094.6**	**1,163.3**	**1,259.3**	**1,364.3**	**1,483.8**
매출원가율	87%	86%	87%	86%	86%	85%	85%
매출총이익	130.7	152.9	162.3	185.7	209.7	232.7	262.2
판관비	55.5	55.2	67.0	70.0	74.0	78.0	83.0
판관비율	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
영업이익	**75.2**	**97.7**	**95.3**	**115.7**	**135.7**	**154.7**	**179.2**
증감률	-5%	30%	-2%	21%	17%	14%	16%
영업이익률	7%	9%	8%	9%	9%	10%	10%
영업외손익	-12.6	- 12.3	-6.4	-9.0	-8.0	-8.0	-9.0
세전이익	**62.6**	**85.3**	**88.8**	**106.7**	**127.7**	**146.7**	**170.2**
법인세	**15.8**	**23.7**	**19.5**	**26.7**	**31.9**	**36.7**	**42.5**
법인세율	25%	28%	22%	25%	25%	25%	25%
당기순이익	**46.8**	**61.6**	**69.4**	**80.1**	**95.8**	**110.0**	**127.6**

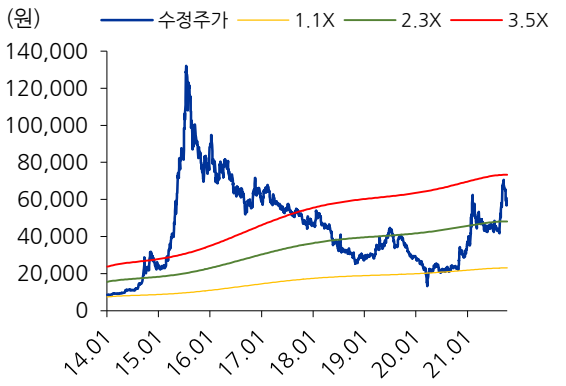
자료: 동원시스템즈, 유진투자증권

도표 2. PER 밴드



자료: Qauntiwise, 유진투자증권

도표 3. PBR 밴드



자료: Qunatiwise, 유진투자증권

도표 4. 국가별 전기차 판매 예상

(단위: 대)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
북미 전기차 판매량	**404,307**	**371,629**	**381,175**	**684,442**	**983,455**	**1,420,771**	**2,041,727**	**2,900,574**
미국 전기차 판매량	**361,307**	**316,000**	**328,000**	**612,981**	**887,233**	**1,294,615**	**1,879,035**	**2,693,977**
%YoY	80.8%	-12.5%	3.8%	86.9%	44.7%	45.9%	45.1%	43.4%
미국 자동차 판매량	17,047,725	16,858,705	14,574,350	16,031,786	16,512,739	17,008,121	17,518,365	18,043,916
%YoY	-1.3%	-1.1%	-13.6%	10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
미국 전기차 판매 비중	**2.1%**	**1.9%**	**2.3%**	**3.8%**	**5.4%**	**7.6%**	**10.7%**	**14.9%**
캐나다 전기차 판매량	43,000	55,629	53,175	71,461	96,222	126,156	162,692	206,598
아시아대양주전기차판매량	**1,188,388**	**1,270,000**	**1,367,870**	**2,524,572**	**3,321,473**	**4,199,727**	**5,260,104**	**6,509,555**
중국 전기차 판매량	**1,102,375**	**1,177,421**	**1,271,958**	**2,382,802**	**3,125,967**	**3,959,914**	**4,966,306**	**6,138,684**
%YoY	83.7%	6.8%	8.0%	87.3%	31.2%	26.7%	25.4%	23.6%
중국 자동차 판매량	28,080,577	25,768,677	22,676,436	25,397,608	26,667,488	27,467,513	28,291,539	29,140,285
%YoY	-2.8%	-8.2%	-12.0%	12.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
중국 전기차 판매 비중	**3.9%**	**4.6%**	**5.6%**	**9.4%**	**11.7%**	**14.4%**	**17.6%**	**21.1%**
일본 전기차 판매량	**52,103**	**43,867**	**31,000**	**40,090**	**50,526**	**63,596**	**80,243**	**104,272**
%YoY	-6.9%	-15.8%	-29.3%	29.3%	26.0%	25.9%	26.2%	29.9%
일본 자동차 판매량	5,264,024	5,191,245	4,775,945	5,110,262	5,314,672	5,420,965	5,529,385	5,639,972
%YoY	0.6%	-1.4%	-8.0%	7.0%	4.0%	2.0%	2.0%	2.0%
일본 전기차 판매 비중	**1.0%**	**0.8%**	**0.6%**	**0.8%**	**1.0%**	**1.2%**	**1.5%**	**1.8%**
한국 전기차 판매량	30,171	40,183	55,040	82,970	121,392	146,418	176,018	219,219
호주 전기차 판매량	2,216	6,718	6,900	15,068	19,105	24,265	30,680	38,854
뉴질랜드전기차판매량	1,523	1,811	2,972	3,642	4,481	5,534	6,858	8,526
기타 아시아 총합	33,910	48,712	64,912	101,680	144,979	176,217	213,555	266,599
유럽 전기차 판매량	**386,347**	**564,206**	**1,367,138**	**2,004,014**	**2,620,851**	**3,400,134**	**4,394,891**	**5,670,066**
%YoY	26.2%	46.0%	142.3%	46.6%	30.8%	29.7%	29.3%	29.0%
네덜란드	27,079	66,630	89,362	106,676	140,601	188,074	254,063	347,016
노르웨이	72,636	79,640	109,322	132,107	148,424	163,059	173,295	183,712
영국	59,911	72,584	175,084	236,919	306,984	396,036	508,032	651,121
프랑스	45,605	61,508	185,909	269,227	361,030	482,017	636,960	833,118
독일	67,504	108,629	394,632	642,308	848,642	1,111,936	1,448,572	1,876,384
스웨덴	28,674	40,399	93,938	132,288	170,010	213,776	269,392	339,526
스위스	9,437	17,176	30,547	40,115	53,222	68,597	89,173	117,155
덴마크	4,583	9,409	32,482	42,719	54,539	69,019	86,285	107,815
벨기에	13,478	17,766	47,058	60,537	79,379	104,584	136,994	181,293
스페인	11,639	17,852	43,516	53,746	71,048	93,765	124,264	164,650
오스트리아	8,848	11,398	23,613	30,754	38,978	49,820	64,039	81,659
이탈리아	9,454	17,050	59,049	134,413	188,067	250,097	327,716	420,640
포르투갈	8,241	12,703	19,631	25,266	32,308	40,885	51,835	65,840
핀란드	5,691	11,609	20,946	26,644	33,197	40,738	50,409	61,926
아일랜드	2,208	5,214	8,897	11,142	13,897	17,421	21,994	28,001
체코	976	1,235	4,351	5,878	7,883	10,729	14,832	20,841
아이슬랜드	3,439	3,703	5,228	6,275	7,456	8,916	10,569	12,424
폴란드	1,268	2,394	4,749	6,346	8,783	12,321	17,536	25,357
루마니아	732	877	1,930	2,492	3,066	3,781	4,669	5,778
에스토니아	132	149	521	506	617	755	927	1,143
기타	4,812	6,281	16,373	37,658	52,721	73,809	103,333	144,666
유럽 자동차 판매량	15,624,486	15,805,752	12,960,717	14,904,824	15,351,969	15,659,008	15,972,188	16,291,632
%YoY	0.0%	1.2%	-18.0%	15.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
유럽 전기차 판매 비중	**2.5%**	**3.6%**	**10.5%**	**13.4%**	**17.1%**	**21.7%**	**27.5%**	**34.8%**
전세계 자동차 판매량	92,654,055	87,528,024	76,149,381	83,764,319	87,952,535	90,591,111	93,308,844	96,108,110
%YoY	0.01%	0.1%	-13.0%	10.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
전세계 전기차 판매량	**2,018,247**	**2,209,831**	**3,116,183**	**5,213,028**	**6,925,779**	**9,020,632**	**11,696,722**	**15,080,195**
%YoY	64.9%	9.5%	41.0%	67.3%	32.9%	30.2%	29.7%	28.9%
전세계 전기차 판매 비중	**2.2%**	**2.5%**	**4.1%**	**6.2%**	**7.9%**	**10.0%**	**12.5%**	**15.7%**

자료: EV-Sales, 유진투자증권 추정

동원시스템즈(014820.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	**1,154.6**	**1,255.8**	**1,435.3**	**1,545.8**	**1,679.0**
유동자산	421.8	453.8	566.7	669.2	789.2
현금성자산	66.0	96.8	174.0	243.5	314.7
매출채권	193.7	195.1	226.5	245.8	274.5
재고자산	152.4	154.2	158.5	172.0	192.1
비유동자산	732.8	802.0	868.6	876.6	889.8
투자자산	26.5	33.7	64.5	67.1	69.8
유형자산	520.0	590.2	612.7	622.0	636.2
기타	186.3	178.1	191.4	187.5	183.7
부채총계	**580.8**	**639.4**	**760.9**	**806.9**	**859.8**
유동부채	216.5	450.7	450.4	465.1	486.6
매입채무	129.5	136.0	167.5	181.8	203.0
유동성이자부채	60.5	280.5	249.1	249.1	249.1
기타	26.5	34.3	33.8	34.2	34.5
비유동부채	364.3	188.7	310.4	341.8	373.2
비유동이자부채	330.2	155.8	277.1	307.1	337.1
기타	34.1	32.9	33.4	34.7	36.1
자본총계	**573.8**	**616.5**	**674.4**	**738.9**	**819.1**
지배지분	453.7	484.5	537.6	602.1	682.3
자본금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
자본잉여금	87.5	87.5	87.5	87.5	87.5
이익잉여금	216.2	254.8	300.8	365.3	445.6
기타	20.7	12.8	19.9	19.9	19.9
비지배지분	120.0	132.0	136.8	136.8	136.8
자본총계	**573.8**	**616.5**	**674.4**	**738.9**	**819.1**
총차입금	390.7	436.3	526.2	556.2	586.2
순차입금	324.7	339.5	352.2	312.7	271.5

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	**1,042.4**	**1,078.5**	**1,256.9**	**1,349.0**	**1,469.0**
증가율(%)	1.6	3.5	16.5	7.3	8.9
매출원가	911.7	925.6	1,094.6	1,163.3	1,259.3
매출총이익	**130.7**	**152.9**	**162.3**	**185.7**	**209.7**
판매 및 일반관리비	55.5	55.2	67.0	70.0	74.0
기타영업손익	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	**75.2**	**97.7**	**95.3**	**115.7**	**135.7**
증가율(%)	(4.6)	29.9	(2.5)	21.5	17.3
EBITDA	**124.6**	**153.9**	**160.1**	**179.5**	**200.4**
증가율(%)	4.0	23.6	4.0	12.1	11.7
영업외손익	**(12.6)**	**(12.3)**	**(6.4)**	**(9.0)**	**(8.0)**
이자수익	2.3	2.2	2.5	3.2	3.5
이자비용	11.7	10.1	11.6	12.1	12.8
지분법손익	0.0	0.0	5.8	4.0	4.0
기타영업손익	(3.3)	(4.4)	(3.2)	(4.1)	(2.7)
세전순이익	**62.6**	**85.3**	**88.8**	**106.7**	**127.7**
증가율(%)	(3.9)	36.3	4.1	20.1	19.6
법인세비용	15.8	23.7	19.5	26.7	31.9
당기순이익	**46.8**	**61.6**	**69.4**	**80.1**	**95.8**
증가율(%)	(26.4)	31.7	12.6	15.4	19.6
지배주주지분	38.2	51.5	61.5	80.1	95.8
증가율(%)	(28.6)	34.9	19.4	30.3	19.6
비지배지분	8.6	10.2	7.9	0.0	0.0
EPS(원)	**1,489**	**2,009**	**2,399**	**3,125**	**3,739**
증가율(%)	(28.6)	34.9	19.4	30.3	19.6
수정EPS(원)	1,489	2,009	2,392	3,118	3,732
증가율(%)	(28.6)	34.9	19.0	30.4	19.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	**122.7**	**133.6**	**126.5**	**122.8**	**130.7**
당기순이익	46.8	61.6	69.4	80.1	95.8
자산상각비	49.4	56.2	64.8	63.7	64.7
기타비현금성손익	0.4	1.7	8.8	(2.6)	(2.6)
운전자본증감	14.2	(9.9)	(2.7)	(18.3)	(27.3)
매출채권감소(증가)	5.5	(3.4)	(31.1)	(19.4)	(28.7)
재고자산감소(증가)	12.5	(4.7)	(2.4)	(13.5)	(20.1)
매입채무증가(감소)	3.6	3.4	25.3	14.3	21.2
기타	(7.4)	(5.2)	5.6	0.3	0.3
투자현금	**(122.7)**	**(142.6)**	**(165.3)**	**(71.5)**	**(77.7)**
단기투자자산감소	(6.1)	(26.8)	(43.2)	(3.7)	(3.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	1.4	2.7	2.7
설비투자	(127.7)	(120.5)	(77.7)	(67.5)	(73.5)
유형자산처분	0.2	4.3	0.9	0.0	0.0
무형자산처분	(0.9)	(2.0)	(1.3)	(1.7)	(1.7)
재무현금	**(31.1)**	**15.6**	**65.4**	**14.5**	**14.5**
차입금증가	(7.1)	38.2	85.3	30.0	30.0
자본증가	(12.9)	(12.9)	(15.4)	(15.5)	(15.5)
배당금지급	12.9	12.9	15.4	15.5	15.5
현금 증감	**(30.4)**	**5.6**	**27.1**	**65.8**	**67.4**
기초현금	80.2	49.8	55.5	82.5	148.3
기말현금	49.8	55.5	82.5	148.3	215.7
Gross Cash flow	127.6	161.1	143.0	141.1	157.9
Gross Investment	102.4	125.7	124.8	86.1	101.1
Free Cash Flow	**25.2**	**35.3**	**18.1**	**55.0**	**56.8**

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	1,489	2,009	2,399	3,125	3,739
BPS	17,529	18,717	20,769	23,262	26,362
DPS	500	600	600	600	600
밸류에이션(배,%)					
PER	19.7	17.8	24.1	18.5	15.4
PBR	1.7	1.9	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	8.7	8.2	11.5	10.0	8.8
배당수익율	1.7	1.7	1.0	1.0	1.0
PCR	6.0	5.7	10.4	10.6	9.5
수익성(%)					
영업이익율	7.2	9.1	7.6	8.6	9.2
EBITDA이익율	12.0	14.3	12.7	13.3	13.6
순이익율	4.5	5.7	5.5	5.9	6.5
ROE	8.7	11.0	12.0	14.0	14.9
ROIC	6.5	7.6	7.6	8.6	9.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	56.6	55.1	52.2	42.3	33.1
유동비율	194.8	100.7	125.8	143.9	162.2
이자보상배율	6.4	9.7	8.2	9.6	10.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	5.3	5.5	6.0	5.7	5.6
재고자산회전율	6.6	7.0	8.0	8.2	8.1
매입채무회전율	8.1	8.1	8.3	7.7	7.6

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)