

Inside Industry

Vol.1

2020. 06. 25

아선픽, 음료의 가치를 높이는 기술

대신 공부해 드립니다: 공부해 보고 싶은 분야인데 들인 노력에 비해 소득이 크지 않을까봐 망설이게 되는 경험을 누구나 한 번쯤 해 보았을 것이다. 궁금한 모든 것들을 각자 공부하기엔 주어진 시간과 자원이 한정돼 있다. 하지만 한 번 꽃히면 어떻게든 답을 찾아내는 오지랖 넓은 애널리스트가 여기 있으니 걱정하지 말자. 산업 규모가 애매하거나, 획득 가능한 정보가 제한돼 있거나, 성장성을 100% 자신하지 못하는 산업들을 대신 공부해 드리고자 한다. 첫 번째 순서는 용어조차 입에 잘 안 붙는 아선픽 음료충전 산업이다.

아선픽 시장에서는 공급이 수요를 창출한다: 일반적으로 대규모 투자가 요구되는 산업들은 사전에 수요를 확보하고 투자를 진행하는 경우가 많다. 반면 아선픽 사업을 영위하는 기업들은 음료회사의 위탁생산 수요가 있을지 확신하지 못하는 상태에서 많은 돈을 들여 제조 설비를 확보해야 한다. 이 때문에 아선픽 산업의 진입장벽은 매우 높으며, 잠재수요에 비해 공급능력 확장이 느리게 진행되는 경향이 나타난다. 지난해 삼양패키징과 동원시스템즈의 설비 신·증설이 완료된 이후 음료회사들의 아선픽 전환 수요가 촉발된 이유도 여기에서 찾을 수 있다.

기본적으로 스프레드 사업이 아니라 음료 사업이다: 음료 패키징 산업은 용기 판가가 핵심 원재료인 PET칩 가격에 연동하는 스프레드 사업의 속성을 갖고 있다. 반면 아선픽 사업은 패키징 기업의 역할이 단순한 용기 제조에서 제품 공동개발 및 원료 배합에까지 확장되므로 제조원가보다는 위탁 받은 제품을 빠르고 정확하게 생산하는 노하우가 훨씬 더 중요하다. 아선픽 매출비중이 확대될수록 패키징 기업은 무차별한 제품으로 경쟁하는 스프레드 사업적 특성에서 점점 더 멀어지게 된다.

아선픽 음료시장은 생각보다 빠르게 성장하고 있다: 2014~2019년 국내 아선픽 음료시장 연평균 성장률은 16%에 이른다. 적용 영역도 곡물음료에서 RTD커피, 냉장주스, 소프트드링크 등으로 확장되고 있다. 일반적인 핫필링 방식에 비해 유통기한이 길고 용기 디자인의 다양화를 꾀할 수 있다는 장점이 있기 때문이다. 연간 31억 병 규모의 국내 PET 용기 음료 시장에서 아선픽 음료 침투율은 아직 23%에 불과하다. 지난해 동원시스템즈의 신규 진입으로 삼양패키징의 독점 구도가 깨졌지만, 두 회사가 치열하게 경쟁하지 않더라도 동반 성장이 가능할 만큼 잠재력이 큰 시장이다.

아셉틱 충전(Aseptic Filling Process)이란?

제품의 맛과
향을 지키면서
유통기한을
늘린다

"Aseptic(무균 상태)"은 동식물이 썩어서 악취가 나는 상태를 의미하는 그리스어 "Septic"에서 유래한 용어이다. 사실 식품의 보존기한을 늘리는 기술은 유구한 역사를 자랑한다. 아주 오래 전부터 재료를 끓이거나 말리거나 염장하거나 산 처리하여 음식의 부패를 막는 기술들이 사용됐으며, 로마 시대에는 보존제를 첨가하거나 냉장 보관하는 현대적인 보존법도 개발됐다. 그러나 이런 기술들은 재료의 변형을 가져오므로 필연적으로 식품의 맛과 향을 변화시킨다는 한계가 존재한다. 오늘날 식품보존 기술은 제품의 유통기한(Shelf Life)을 늘리면서도 재료 본연의 맛과 향을 최대한 유지하는 것을 목표로 하고 있으며, 이는 제품의 관능 특성(organoleptic qualities)이 핵심인 음료 시장에서 특히 중시된다.

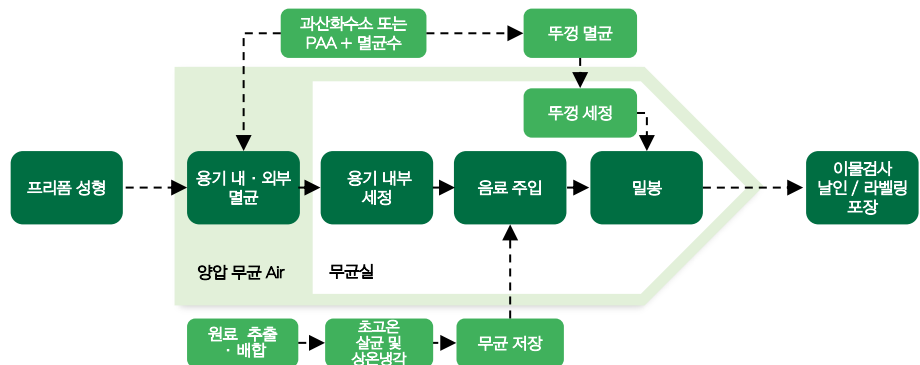
핫 필링,
울트라클린 필링,
아셉틱 필링
각각의 특징

음료 산업에서 미생물 증식을 막고 보존기한을 늘리는 기술에는 핫 필링(Hot fill), 울트라클린 필링(Ultra-clean filling), 아셉틱 필링(Aseptic filling) 등이 있다. 먼저 핫 필링은 살균되지 않은 용기에 고온 살균한 음료를 식히지 않고 충전, 밀봉해 용기와 뚜껑을 살균하는 방식이다. 충전과 밀봉이 이뤄진 후에도 음료 온도를 일정 시간 85℃~95℃로 유지하면서 음료의 변질과 부패를 일으키는 효모, 곰팡이 포자, 곰팡이 포자 등을 사멸시킨다. 다음으로 울트라클린 필링은 위생적인 환경에서 저온살균한 음료를 멸균 처리된 용기에 충전하고, 최종제품을 콜드체인으로 유통하는 방식이다. 고온에 오래 노출되면 단백질 변형이 일어나는 유음료에 주로 적용된다.

아셉틱 필링이
갖는 장점: 용기
두께가 얇고
유통기한이 길다

아셉틱 필링은 음료를 135℃ 내외의 고온으로 살균하고, 이를 상온(25℃)으로 급속 냉각해 무균 처리된 용기에 충전, 밀봉하는 방식이다. 용기와 뚜껑은 과산화수소 또는 과산화이세트산(PAA)을 이용해 멸균 처리하며, 충전과 밀봉은 양압이 걸려 있고 외부 공기의 유입이 단절된 무균 챔버에서 이뤄진다. 아셉틱 필링 방식은 핫 필링 방식에 비해 고온 노출 시간이 짧아 음료의 맛과 향이 잘 유지되며, 상온 충전하므로 용기가 열에 변형될 위험이 없어 용기 두께가 줄고 형태도 다양하게 만들 수 있다. 또한 제품을 상온으로 유통이 가능하고, 유통기한이 6~9개월 정도로 다른 보존방식에 비해 현저히 길다.

도표 1. 아셉틱 충전 공정도



자료: GAA "Inside Aseptic", DB금융투자

세이의 법칙(Say's law)이 적용되는 아선틱 음료 시장

연평균 16%대
성장을 지속하는
아선틱 시장

국내 청량음료 출하량은 연간 약 60억 병으로 추정되며, 이 중 약 31억 병이 PET 용기 형태로 판매되고 있다. 청량음료 시장에서 PET 용기가 차지하는 비중은 2014년 약 44%에서 2019년 약 53%로 해마다 높아지는 추세이다. PET 재질이 유리병, 금속 캔, 카톤팩 등에 비해 무게가 가벼워 물류비용이 절감되는 장점을 갖고 있기 때문이다. PET 음료 시장은 다시 보존제와 내압병을 사용하는 탄산음료 시장, 고온살균 처리를 하는 핫 필링과 아선틱 필링 시장으로 나뉜다. 2019년 기준 아선틱 필링 음료 출하량은 약 7.1억병으로 전체 청량음료 시장에서 차지하는 비중은 약 12%에 불과하지만, 지난 5년간 연평균 16%에 이르는 고성장을 시현하고 있다.

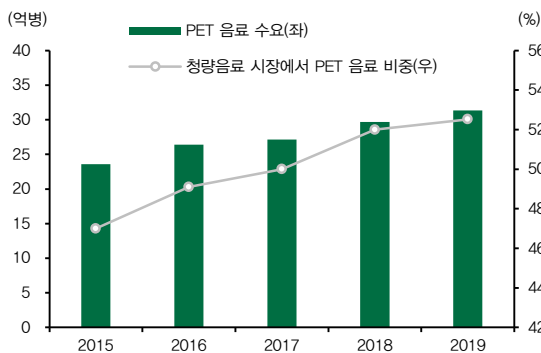
장점이 많지만
누구나 할 수
있는 사업은
아니다

최근 아선틱 음료시장이 빠르게 성장하는 것은 선도업체 삼양패키징과 후발업체 동원시스템즈의 설비 신·증설이 이뤄졌기 때문이다. 삼양패키징은 2019년 4월 광혜원공장 아선틱 4호기 증설을 완료했다. 동원시스템즈는 지난해 9월 아선틱 음료를 전문 생산하는 황성공장을 신설하고 아선틱 1호기 가동에 들어갔다. 아선틱 음료는 용기 디자인을 다양화할 수 있고 용기 제조에 필요한 PET칩 투입량을 20% 이상 절감할 수 있다. 반면 라인당 투자비용이 400억원을 상회해 중소 음료 OEM/ODM 업체의 시장 진입이 사실상 불가능하다. 또한 생산품목을 변경할 때마다 클리닝 작업에 5~6시간 정도가 소요돼 다품종 소량생산에 적합하지 않고 최소생산물량(MPQ) 문턱 값이 높은 편이다.

설비 신·증설이
전환수요를
촉진하고 있다

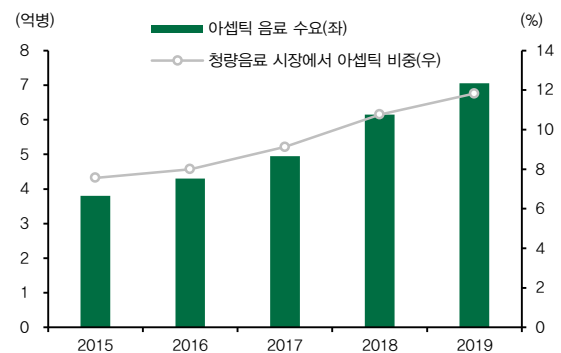
국내 아선틱 음료 제조라인 수는 8~9기 정도이며, 대형 음료사의 자가 제조라인을 제외한 외부 판매용 제조라인은 삼양패키징이 운영 중인 4기와 동원시스템즈가 신설한 1기에 불과하다. 24시간 가동을 가정하면 라인당 최대 생산능력은 1.7억 병에 이르지만, 생산 품목 변경에 소요되는 시간을 고려하면 라인당 실질 생산능력은 1.5억 병 내외일 것으로 추정한다. 올해 여름 삼양패키징은 아선틱 4호기를 완전가동에 가까운 수준으로 운영하고 있다. 동원시스템즈도 아선틱 1호기 가동률을 50% 이상으로 끌어올린 것으로 알려진다. 이는 아선틱 충전방식이 갖는 많은 장점들에도 불구하고 제조설비 구축의 어려움이 시장 활성화를 가로막는 요인으로 작용해 왔으며, 대형 패키징 업체들의 설비 신·증설로 인해 음료 제조사들의 아선틱 전환 수요가 촉발되고 있음을 시사한다.

도표 2. 청량음료 시장에서 PET 용기 비중은 해마다 상승



자료: 삼양패키징, 식품산업통계정보, DB금융투자

도표 3. 아선틱 음료 비중도 빠르게 상승 중



자료: 삼양패키징, 식품산업통계정보, DB금융투자

국내 아세트 음료 시장 현황은?

국물음료와
RTD커피에 주로
채용

국내 아세트 음료 시장은 상온에서 변질되기 쉬운 중성음료(국물음료, RTD커피 등)가 주종을 이루고 있다. 일반적으로 음료의 산성도가 낮을수록, 미생물 증식에 필요한 영양분을 많이 포함하고 있을수록 음료가 변질될 위험이 높아진다. 따라서 미생물이 이용할 수 있는 영양분이 거의 없는 생수, 산성도가 높은 탄산음료와 과채음료 등은 아세트 충전 방식을 많이 채용하지 않는다. 현재 시장에서 판매량이 많은 아세트 음료로는 광동제약 "옥수수수염차"와 "헛개차", 웅진식품 "하늘보리", 코카콜라음료 "토레타", "조지아", 롯데칠성음료 "칸타타", 빙그레 "아카페라" 등이 있다.

소프트드링크,
냉장주스 등으로
영역 확장

최근에는 아세트 충전방식의 적용영역이 소프트드링크, 냉장주스, 액상분유 등으로 넓어지는 추세다. 다양한 용기 디자인으로 소비자에게 시각적 자극을 줄 수 있는데다, 유통기한이 길어 반품을 줄일 수 있다는 장점 때문이다. 현재 빙그레가 프리미엄 냉장주스 "따옴"에 아세트 충전법을 적용하고 있으며, 롯데칠성 "델몬트 콜드"도 아세트 음료로 제조된다. 한편 RTD커피는 하루 종일 마실 수 있는 대용량 제품이 인기를 끌면서 컵과 알루마늄 캔 판매비중이 줄고 휴대가 편하고 가벼운 PET 용기 판매량이 늘어나고 있다. 자원의 "까페리얼" 브랜드가 1.1ℓ, 1.5ℓ 아세트 제품을 출시한 상태이고, 코카콜라도 "조지아 에메랄드마운틴" 0.9ℓ 아세트 제품을 판매 중이다.

양자구도로
전환되는 아세트
시장

국내 아세트 경쟁시장은 2018년까지 삼양패키징이 독점하고 있었으나, 동원시스템즈가 시장에 뛰어들면서 양자구도로 전환됐다. 동원시스템즈는 강원도 횡성에 5호기까지 증설이 가능하고 자동화 창고를 운영하기에 충분한 3.2만평 규모의 부지를 확보했다. 현재 동원F&B "보성녹차", 하이트진로 "새싹보리", 한국아쿠르트 "BTS by 바빈스키" 등을 생산 중이고, 연말까지 2호기 증설을 완료할 계획이다. 삼양패키징은 아세트 5호기 증설 결정으로 맛불을 놓은 상태다. 내년 하반기 상업생산을 목표로 하고 있다.

도표 4. 대표적인 국내 아세트 음료들

국물 음료	제품명	RTD커피	제품명	주스 및 기타	제품명
	광동제약 옥수수수염차		빙그레 아카페라		빙그레 따옴
	광동제약 헛개차		롯데칠성 칸타타		롯데칠성 델몬트 콜드 비타민플러스
	웅진식품 하늘보리		코카콜라음료 조지아 오리지널		LG생활건강 베비언스

자료: 삼양패키징, DB금융투자

아셉틱 매출 증가가 패키징 기업의 이익구조에 미치는 영향은?

스프레드 산업의
한계에서
벗어난다

PET 용기 제조사업은 원재료비 비중이 높고 제품 판가가 PET칩 가격에 연동하는 전형적인 스프레드 산업의 특성을 갖고 있다. 또한 전방시장인 음료시장의 수요 특성상 성수기와 비수기의 매출 편차가 크고 영업이익률도 5% 내외로 낮은 편이다. 일반적으로 생수 제조사에는 1차 가공품인 프리폼을 납품하고 대형 음료사와 OEM/ODM 음료 제조사에는 완제품 용기를 공급하는데, 둘 다 부가가치가 낮은 품목이다. 반면 PET 아셉틱 사업은 패키징 제조사가 용기 제조 외에 음료 제조 및 충전을 담당하므로 음료 제조사와 유사한 이익구조를 갖게 된다. 아셉틱 제조사는 PET 용기 제조마진 뿐만 아니라 음료 제조마진과 충전마진을 모두 향유하며, 이에 따라 총 영업이익률이 15%~20% 수준까지 높아진다.

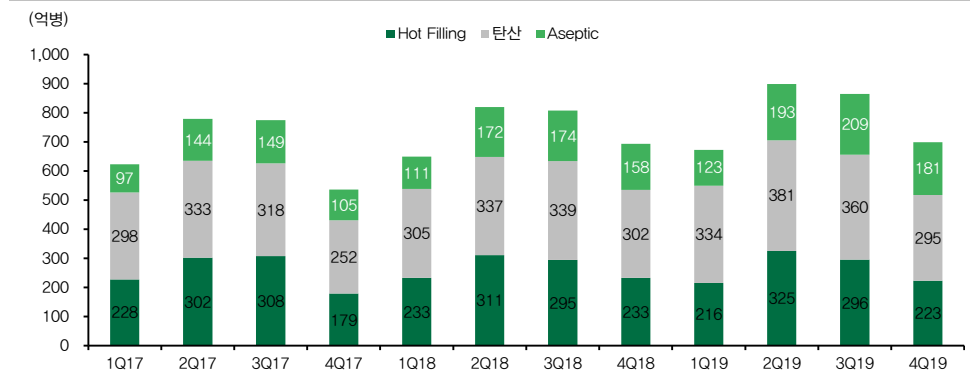
아셉틱 매출액
비중이 50%에
육박하는
삼양패키징

국내 선도기업인 삼양패키징의 경우 전사 매출액에서 아셉틱 사업이 차지하는 비중은 약 40% 수준인 반면, 전사 영업이익에서 아셉틱 사업이 차지하는 비중은 70% 내외에 달할 것으로 예상된다. 지난해 가동을 시작한 아셉틱 4호기가 안정화되면서 올해 아셉틱 사업의 매출 비중은 50%, 영업이익 비중은 80%에 육박하는 수준까지 높아질 전망이다. 2017년 상장 후 대부분의 분석가들이 삼양패키징의 이익구조를 PET 용기 판가와 PET칩 가격 간의 스프레드로 설명해 왔지만, 아셉틱 사업의 매출 기여도가 높아질수록 스프레드 산업 관점에서 동사 이익을 추정하기가 점점 더 어려워지게 될 것이다.

경쟁 심화
위험보다는 시장
확장에 대한
기대가 더 크다

한편으로 많은 투자자들이 동원시스템즈의 시장 진입에 따른 경쟁 심화와 판가 하락을 우려한다. 실제로 일부 음료 제조사들이 아셉틱 음료 공급채널 이원화를 검토 중인 것으로 알려져 있다. 그러나 지난해 양사의 신·증설이 완료된 후 경쟁 심화로 인한 부작용보다는 생산능력 증가로 아셉틱 적용영역이 넓어지는 효과가 더 크게 나타났다는 점을 상기해야 한다. 당초 삼양패키징은 4호기 완전가동 시점을 2021년으로 예상했지만, 올해 신규수주가 늘어나면서 이미 완전가동 상태에 가까워진 상태이다. 지난해 수율 문제와 고객사 심사 지연으로 고전했던 동원시스템즈도 올 들어 야쿠르트 "BTS by 바빈스키", 하이트진로 "새싹보리"와 "블랙보리", 코카콜라 "토레타" 등을 연이어 수주한 상태다.

도표 5. 국내 PET 용기 수요보다 아셉틱 음료 수요가 더 빠르게 증가 중



자료: 삼양패키징 DB금융투자

삼양패키징의 아선틱 사업 전략은?

메가히트 제품을
보유하고 안정적
매출 실현

삼양패키징은 국내 최대 식료품용 PET 용기 제조사이다. 일반 PET 용기는 연간 약 21.3억개, 아선틱 용기는 연간 약 6억개를 생산할 수 있다. 국내 아선틱 충전 사업은 2014년 동사와 합병한 아선틱시스템 글로벌(舊효성패키징PU)이 2007년 충북 진천(광혜원)에 제조설비를 구축한 것이 효시이다. 현재 동사는 국내 최대 아선틱 음료인 광동제약 "옥수수수염차" 생산을 전담하고 있으며, 웅진식품, 빙그레, 롯데칠성음료, 코카콜라음료 등의 곡물음료, RTD커피도 위탁생산 중이다. 다수의 히트제품들을 보유하고 안정적인 매출을 실현하고 있지만, 추가 생산능력 부족으로 신규고객 대응이 미진한 문제를 해결하기 위해 지난해 4월 광혜원공장에 아선틱 4호기를 증설하고 가동을 개시했다.

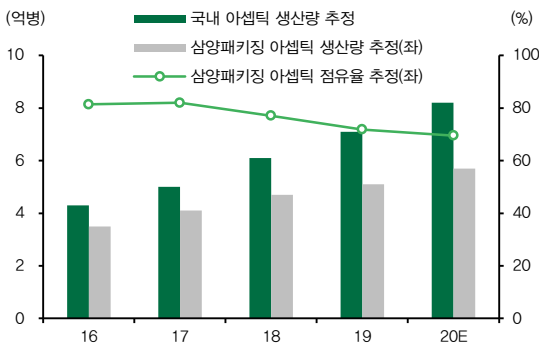
사업 상의
불확실성을
기회로 활용

아선틱 충전사업을 추진함에 있어 가장 큰 장애물은 불확실성이다. 미리 생산물량을 확보하고 투자를 개시하는 것이 아니라, 일단 설비를 확보해 놓고 나중에 고객사 수요를 확보해야 한다. 2017년 IPO를 진행할 때 동사 공모 가격이 2017년 순이익의 12.2배라는 낮은 가격에 결정된 것도 이런 이유 때문이다. 그러나 동사는 과감한 투자 판단으로 사업상의 불확실성을 기회요인으로 탈바꿈시켰다. 2014년 매물로 나온 시장 선도기업 효성패키징PU에 대해 다른 인수희망자들보다 약 1천억원 높은 가격을 써 내면서 인수를 결정지었고, 상장 직후 바로 아선틱 4호기 투자를 단행하며 시장 지배력을 강화했다. 삼양패키징은 2019년 기준 아선틱 시장점유율 약 72%를 확보한 상태이다. 동원시스템즈의 시장 참여에도 불구하고 동사의 지배력은 앞으로도 오랫동안 유지될 가능성이 크다.

증설을 통해
집토끼는 지키고
외연을 확장한다

동원시스템즈와 아선틱 시장을 양분할 것으로 예상되는 상황에서 삼양패키징의 과제는 기존 고객들을 최대한 지키면서 신규고객들을 확보해 매출처를 다변화하는 것이다. 아선틱 사업의 특성상 생산품목 확대와 고객 다변화가 이뤄지면 생산효율은 낮아질 수밖에 없지만, 동사는 아선틱 1호기와 2호기의 감가상각비가 빠지고 수십여 종의 금형을 이미 확보해두고 있어 동원시스템즈보다 제조원가가 현저히 낮다는 강점이 있다. 기존 고객들이 이원화를 선택하더라도 선제적인 설비 증설로 고객 저변을 확대해 나가면 시장지배력을 계속 유지할 수 있을 것으로 본다. 수익성이 높은 아선틱 사업 매출 비중이 확대되면서 전사 영업이익률도 지속적으로 높아질 전망이다.

도표 6. 삼양패키징 국내 아선틱 시장 점유율 추정



자료: DB금융투자

도표 7. 삼양패키징 OEM 음료시장 내 점유 현황

		삼양 패키징 공급 품목				
남양 17차	코카 토레타	기타	기타	웅진 빅토리아	기타	코카 파워에이드
CJ 핫개수	웅진 가야농장	팔도 뿌로로	기타	기타	빙그레	기타 (조제유, 두유 등)
기타	기타 (롯데 델몬트 등)					
웅진 하늘보리	코카 미닛메이드					
기타 (동서 보리차, 웅진 옥수수차 등)	코카 홈스타일					
광동 핫개차	롯데 델몬트	기타	코카 자몽소다	아카페라	기타	
광동 옥수수수염차	기타					
수요 (억 개)	차류 (3.1)	주스 (1.6)	어린이 (0.9)	탄산 (0.6)	커피 (0.5)	기타 (0.8)

자료: 삼양패키징 DB금융투자

동원시스템즈의 아선픽 사업 전략은?

대규모 투자로 선도업체 추격

동원시스템즈는 국내 PET 용기 시장 점유율 2위 업체이자 국내 최대 종합 패키징 기업이다. 연간 약 7억개의 PET 용기 생산능력을 갖추고 특히 주류 시장에서 강력한 위상을 차지하고 있다. 아선픽 시장에서는 후발주자이나, 유리병, 알루미늄 캔 사업 등을 통해 주요 음료 제조사들과 오랫동안 거래관계를 쌓아온 상태다. 지난해 약 850억원을 들여 강원도 횡성에 아선픽 생산기지를 갖추고 일본 시부야의 최신식 설비를 도입했다. 횡성공장은 음료 배합에서 충전, 밀봉, 포장에 이르는 거의 모든 공정이 자동화되어 있으며, 총 5개 라인(연간 7.5억병 생산능력)과 자동화 창고를 운영할 수 있는 대지 면적을 갖췄다. 현재 동원F&B "보성녹차", 하이트진로 "새싹보리", 한국아쿠르트 "BTS by 바빈스키" 등을 위탁 생산하고 있다. 올해 2호기 증설을 진행하고 있으며, 내년 1분기 중 상업생산을 시작할 계획이다.

운영 효율을 높이려면 볼륨 품목 확보가 필수적

동원시스템즈의 과제는 볼륨 품목을 확보해 운영 효율을 높이는 것이다. 1위 업체 삼양패키징은 광동 "옥수수수염차", 웅진 "하늘보리"라는 메가히트 제품을 전담 생산하며 안정적인 가동률을 유지하고 있다. 이에 동사는 메이저 음료 제조사의 공급업체 이원화 니즈에 부응하는 한편, 업계 최고 수준의 파일럿 생산설비를 활용해 고객사와 신규제품 공동개발을 진행 중이다. 올해 상반기 하이트진로 "블랙보리", 코카콜라 "토레타" 수주에 성공하며 동사 아선픽 사업은 6월 중 손익분기점을 넘어설 것으로 기대된다. 볼륨 품목 부재, 파일럿 설비 운영, 금형 확보, 감가상각비 부담 등으로 단기간에 삼양패키징의 아선픽 사업 수익성을 따라잡기는 어렵다. 그러나 2호기 증설이 완료되면 한 가는 볼륨 품목을, 다른 한 가는 신제품을 담당하는 식으로 설비를 보다 효율적으로 운영할 수 있게 된다.

2026년까지 5개 라인 가동 목표

아선픽 1호기와 2호기, 자동화 창고를 구축하는데 1,200억원 이상이 투입된 것으로 추정한다. 인프라 구축이 완료됨에 따라 3호기부터는 라인당 투자비가 400억원 내외로 낮아질 전망이다. 그럼에도 오는 2026년까지 5호기 증설 목표를 완료하려면 약 1천억원의 추가 투자가 필요하다. 현재 아선픽 전환이 이뤄지지 않은 히트 제품으로는 남양 "17차", HK이노엔 "햇개수" 등이 있으며, 자딩, 오케이에프 등 OEM/ODM 시장의 숨은 강호들도 자사 핫필링 음료의 아선픽 전환에 큰 관심을 갖고 있다. 이런 수요들을 끌어들인다면 대규모 투자 부담에도 불구하고 아선픽 사업을 조기에 안정시킬 수 있을 것이다.

도표 8. 3.2만평 규모의 동원시스템즈 횡성 공장 전경



자료: 동원시스템즈, DB금융투자

도표 9. 동원시스템즈가 위탁 생산 중인 "BTS by 바빈스키"



자료: 한국아쿠르트, DB금융투자

NR

목표주가: -

현재주가: 17,750원(06/24)

삼양패키징(272550)

화학회사 아닙니다. 음료회사입니다

국내 아선텍 음료시장 선도기업: 삼양패키징은 2014년 삼양사 패키징BU의 인적분할로 설립된 국내 최대 PET 용기 제조사이자 아선텍 음료 제조사이다. 연 60억병 규모의 국내 음료 PET 용기 시장에서 30% 중반대의 시장점유율을 유지하고 있다. 아선텍 음료시장에서는 2014년 아선텍시스템글로벌 인수를 통해 지배적 사업자로 발돋움했다.

매출액이 아니라 영업이익률에 주목해야: 1Q20 매출액 816억원(+5.2%), 영업이익 40억원(+66.7%), 영업이익률 4.9%(+1.8%p)를 시현했다. 지난해 4월 상업생산을 시작한 아선텍 4호기의 가동률이 예상보다 조기에 올라오면서 영업이익률이 크게 개선됐다. 2020년 실적은 매출액 3,644억원(-3.0%), 영업이익 451억원(+6.1%)으로 추정한다. 유가 하락에 연동한 PET 용기 가격 하락으로 매출성장은 둔화될 것으로 보이지만, 두자릿수 영업이익률을 시현 중인 아선텍 사업의 매출비중이 빠르게 상승하며 수익성 향상에 일조할 전망이다.

스프레드 관점에서의 접근은 이제 그만: PET칩 가격 하락에 따른 이익 개선 효과는 3분기까지 이어진다. 그러나 동사의 핵심 투자 포인트는 원재료 스프레드에 크게 연동하지 않는 아선텍 매출액 비중 확대이다. 동사는 내년 3분기 중 아선텍 5호기 상업생산을 계획하고 있다. 5호기 정상가동이 이뤄지면 아선텍 매출이 PET 용기 매출을 넘어서고, 동사의 수익구조는 화학회사보다 음료회사에 한층 더 가까워질 것이다. 음료 사업에 8~9배 수준의 P/E를 적용하는 것은 타당치 않아 보인다

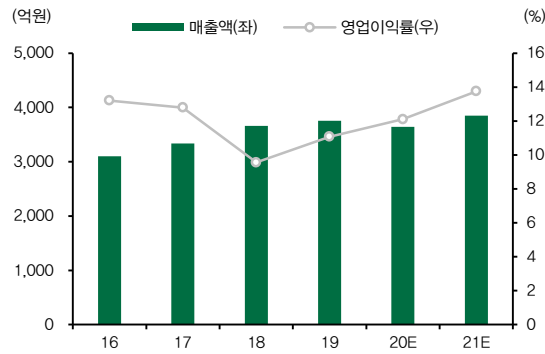
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

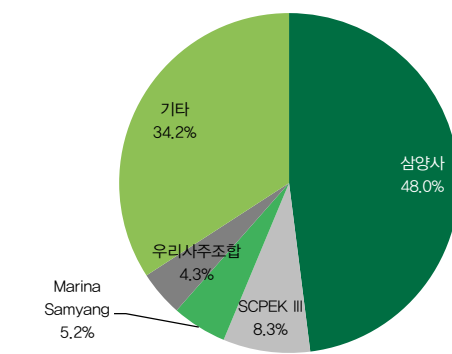
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	11,900/19,200원
매출액	366	375	364	385	412	KOSDAQ /KOSPI	760/2,162pt
(증가율)	9.9	2.5	-3.0	5.6	7.0	시가총액	2,522억원
영업이익	35	42	45	48	54	60일-평균거래량	38,288
(증가율)	-17.9	18.8	8.3	7.5	12.2	외국인지분율	9.6%
순이익	21	28	27	35	40	60일-외국인지분율변동주이	+0.5%p
EPS	1,507	1,998	1,920	2,431	2,839	주요주주	삼양사 외 1인 57.2%
PER (H/L)	16.6/9.9	10.1/7.7	9.1	7.2	6.2	(천원)	
PBR (H/L)	1.3/0.8	1.0/0.8	0.8	0.8	0.7	삼양패키징(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	9.5/7.2	6.6/5.7	4.7	4.2	3.6	KOSPI지수대비(우)	(pt)
영업이익률	9.6	11.1	12.4	12.6	13.2	주가상승률	1M 3M 12M
ROE	8.4	10.3	9.3	11.0	11.8	절대기준	1.4 42.0 1.1
						상대기준	-7.6 5.8 -0.5

도표 10. 삼양패키징 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 삼양패키징 DB금융투자
주: 2020~21년은 당사 추정

도표 11. 삼양패키징 주주 구성



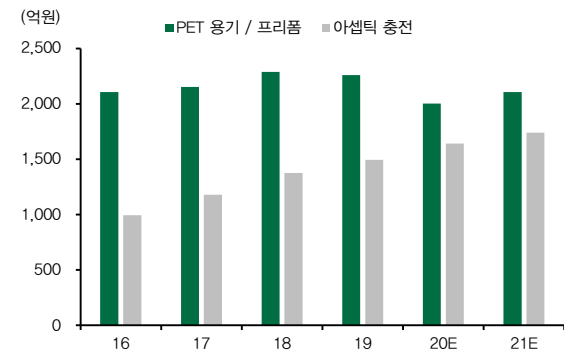
자료: 삼양패키징 DB금융투자

도표 12. 삼양패키징 주요 연혁

일자	내용
1979	국내 최초 PET병 생산
1983	국내 최초 내압용기 개발
1988	국내 최초 내열용기 개발
2002	국내 최초 멀티 레이어 PET병 개발
2007	아셈텍 음료 사업 개시
2014.11	삼양사 용기 BU 물적 분할. 삼양패키징 출범
2014.12	SCPE (주)호성 사업인수. 아셈시스글로벌 출범
2015.07	삼양패키징과 아셈시스글로벌 합병
2017.11	코스피 상장
2019.04	아셈텍 4호기 삼업운전 개시

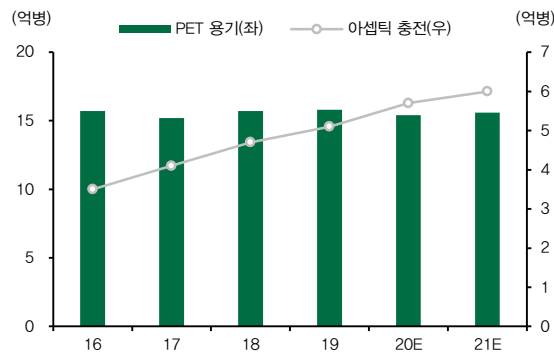
자료: 삼양패키징

도표 13. 삼양패키징 부문별 매출액 추이 및 전망



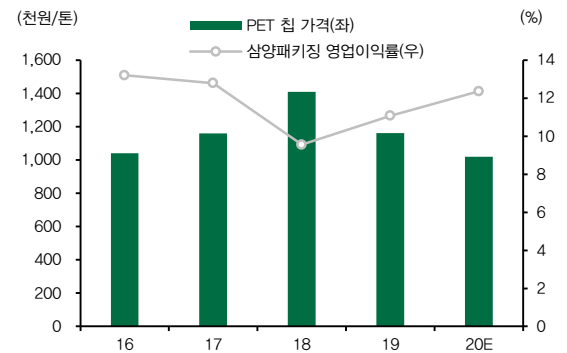
자료: 삼양패키징 DB금융투자
주: 부문별 매출액은 당사 추정

도표 14. 삼양패키징 생산량 추이 및 전망



자료: 삼양패키징 DB금융투자
주: 2020~21년은 당사 추정

도표 15. 삼양패키징 PET 칩 구매가격과 영업이익률 추이



자료: 삼양패키징 DB금융투자
주: 2020년은 당사 추정

도표 16. 삼양패키징 주요 재무지표

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	775	1,033	1,066	880	816	3,334	3,663	3,754	3,644	3,846
(%YoY)	2.6	4.6	2.8	-0.4	5.2	7.5	9.9	2.5	-3.0	5.6
- PET 용기/프리폼						2,154	2,287	2,259	2,002	2,106
- 아세트릭 충전						1,181	1,376	1,494	1,642	1,740
생산량(억개)	3.6	6.7	4.2	6.4	4.9	19.3	20.4	20.9	21.1	21.6
(%YoY)						0.5	5.7	2.5	1.0	2.4
- PET 용기/프리폼						15.2	15.7	15.8	15.4	15.6
- 아세트릭 충전						4.1	4.7	5.1	5.7	6.0
매출원가	666	792	805	701	683	2,581	2,947	2,964	2,807	2,952
- 원재료비	426	456	396	282	n/a	1,383	1,734	1,560	1,435	1,521
- 종업원 급여	42	47	54	56	n/a	271	269	298	298	310
- 상각비	66	74	75	76	n/a	244	229	290	310	310
- 기타	132	215	281	287	n/a	682	716	719	740	773
매출총이익	110	241	260	179	132	754	716	790	836	894
(%매출총이익률)	14.1	23.3	24.4	20.4	16.2	22.6	19.5	21.0	22.9	23.2
판매비	86	98	94	96	93	327	365	374	385	409
영업이익	24	143	166	83	40	427	350	416	451	484
(%YoY)	31.0	10.1	35.9	3.8	68.0	4.1	-17.9	18.8	8.3	7.5
(%영업이익률)	3.1	13.8	15.6	9.5	4.9	12.8	9.6	11.1	12.4	12.6
영업외손익	-18	-21	-11	-5	-14	-65	-75	-55	-101	-41
세전이익	6	122	155	78	25	361	275	360	350	443
법인세	0	24	23	13	1	82	61	77	77	97
당기순이익	6	97	132	65	24	279	214	284	273	345
EBITDA	24	282	241	159	40	671	579	706	893	907
CAPEX	41	103	32	83	8	159	704	259	450	300
배당금	0	71	0	0	0	0	0	71	107	107
순차입금	2,352	2,389	2,176	1,827	1,843	1,712	2,005	1,827	1,691	1,357
매출채권	760	878	851	574	662	596	567	574	593	619
재고자산	315	303	266	202	219	169	195	202	200	215
매입채무/미지급금	595	549	503	436	522	438	499	436	440	457
순운전자본	480	633	615	340	359	327	263	340	354	377

자료: 삼양패키징 DB금융투자

주1: 2020~2021년은 당사 추정치

주2: PET 용기/프리폼과 아세트릭 충전 매출액은 당사 추정치

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	94	115	110	128	137
현금및현금성자산	17	36	29	43	45
매출채권및기타채권	57	58	59	62	66
재고자산	20	20	20	22	23
비유동자산	452	448	449	437	414
유형자산	269	269	272	261	240
무형자산	179	177	175	173	172
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	546	564	561	566	552
유동부채	68	78	79	80	81
매입채무및기타채무	50	44	44	46	48
단기차입금및단기차입	10	8	8	8	7
유동상장기부채	5	20	20	20	20
비유동부채	213	199	179	159	115
사채및장기차입금	203	184	164	144	100
부채총계	281	278	258	240	197
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	116	116	116	116	116
이익잉여금	79	99	116	140	169
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	265	286	303	327	356

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	43	62	78	80	79
당기순이익	21	28	27	35	40
현금유출이없는비용및수익	39	48	59	58	55
유형및무형자산상각비	23	29	44	42	39
영업관련자산부채변동	-7	-3	-1	-3	-5
매출채권및기타채권의감소	3	-1	-1	-3	-4
재고자산의감소	-3	-1	0	-1	-2
매입채무및기타채무의증가	-2	1	0	2	2
투자활동현금흐름	-71	-26	-45	-30	-16
CAPEX	-70	-26	-45	-30	-16
투자자산의손증	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	20	-17	-38	-37	-61
사채및차입금의 증가	21	1	-20	-20	-45
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-7	-11	-11	-11
기타현금흐름	0	0	-1	0	0
현금의증가	-8	19	-6	13	2
기초현금	25	17	36	29	43
기말현금	17	36	29	43	45

자료: 삼양패키징 DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	366	375	364	385	412
매출원가	295	296	281	295	314
매출총이익	72	79	84	89	97
판매비	37	37	39	41	43
영업이익	35	42	45	48	54
EBITDA	58	71	89	91	93
영업외손익	-7	-6	-10	-4	-3
금융손익	-7	-8	-7	-6	-5
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	2	-3	2	2
세전이익	27	36	35	44	52
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	28	27	35	40
지배주주지분순이익	21	28	27	35	40
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	20	28	27	35	40
증감률(%YoY)					
매출액	9.9	2.5	-3.0	5.6	7.0
영업이익	-17.9	18.8	8.3	7.5	12.2
EPS	-23.3	32.5	-3.9	26.7	16.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(십 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,507	1,998	1,920	2,431	2,839
BPS	18,679	20,142	21,312	22,993	25,033
DPS	500	750	750	750	800
Multiple(배)					
P/E	11.1	7.9	9.1	7.2	6.2
P/B	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.6	5.8	4.7	4.2	3.6
수익성(%)					
영업이익률	9.6	11.1	12.4	12.6	13.2
EBITDA마진	15.8	18.8	24.5	23.6	22.6
순이익률	5.8	7.6	7.5	9.0	9.8
ROE	8.4	10.3	9.3	11.0	11.8
ROA	4.1	5.1	4.9	6.1	7.2
ROIC	6.2	6.8	7.3	7.9	9.1
안정성및기타					
부채비율(%)	105.7	97.0	85.2	73.4	55.3
이자보상배율(배)	4.8	5.2	6.0	7.3	10.5
배당성향(배)	33.2	37.5	39.1	30.8	28.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼양패키징 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
19/07/30	NR		- -				
20/06/24	NR		- -				

NR

목표주가: -

현재주가: 21,050원(06/24)

동원시스템즈(014820)

새로운 것을 과감히!

영업환경은 여전히 생각보다 괜찮다: 1Q20 연결기준 매출액 2,511억원(+2.0%), 영업이익 181억원 (-16.5%), 영업이익률 7.2%(-1.6%)를 기록했다. 당초 기대했던 200억원대 영업이익에는 미치지 못했지만, 코로나-19로 알루미늄, 수지 등의 영업에 큰 어려움을 겪었다는 점을 감안하면 비교적 선방한 실적이다. 2분기 영업상황도 나쁘지 않다. 고수익 아이템인 수출용 레토르트 파우치와 참치캔은 여전히 순항 중이고, 이른 무더위에 알루미늄캔 판매도 호조이다. 유통주점 의존도가 높은 유리병과 산업재 성격의 수지 매출은 부진하지만, 2분기에도 200억원 전후의 영업이익 실현이 가능해 보인다.

2020년의 동원시스템즈를 기억하라: 의욕적으로 추진 중인 신사업들이 2020년과 2021년에 결실을 본다. 1분기까지 물량 확보에 어려움을 겪었던 아세트 사업은 잇단 신규수주로 3분기에 BEP를 넘어설 것으로 기대된다. 150억원을 투입한 햄 캔은 3분기부터 매출이 붙을 예정이고, 300억원을 투자한 알루미늄 광폭압연기와 100억원을 들인 죽/밥 용기는 내년 본격적인 영업에 들어간다.

새로운 것을 하는데 주저함이 없다: 독보적 국내 1위 패키징 기업이라는 위상에 안주하지 않고 거침없이 사업영역을 확대해 가는 것이 동사의 매력이다. 올해 예상실적만 놓고 보면 여전히 밸류에이션 매력은 크지 않다. 단기 실적보다는 신사업과 해외사업들이 가져오는 성장잠재력을 믿고 가야 한다. 글로벌 패키징 기업으로 자리매김하기만 하면 P/E 15배 이상을 부여해도 그리 부담스럽지 않다.

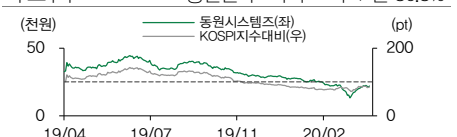
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

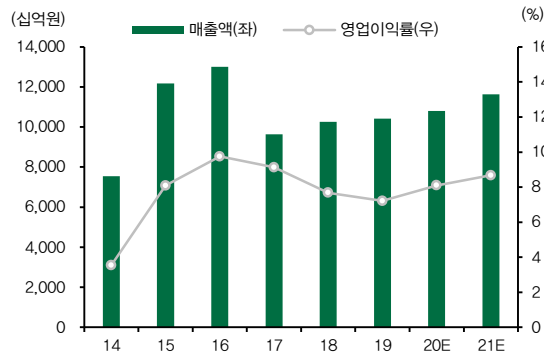
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	1,026	1,042	1,081	1,164	1,221
(증가율)	6.5	1.6	3.7	7.7	4.9
영업이익	79	75	88	101	111
(증가율)	-10.4	-4.6	16.6	15.3	10.2
지배주주순이익	53	38	50	59	67
EPS	2,080	1,484	1,936	2,285	2,597
PER (H/L)	26.3/11.1	30.5/18.0	10.9	9.2	8.1
PBR (H/L)	3.3/1.4	2.6/1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (H/L)	15.0/8.9	12.8/9.2	6.1	5.4	4.9
영업이익률	7.7	7.2	8.1	8.7	9.1
ROE	13.2	8.7	10.5	11.4	11.8

52주 최저/최고	13,200/44,700원
KOSDAQ /KOSPI	753/2,131pt
시가총액	5,393억원
60일-평균거래량	31,819
외국인지분율	1.4%
60일-외국인지분율변동주이	-0.3%p
주요주주	동원인터프라이즈 외 4인 80.8%



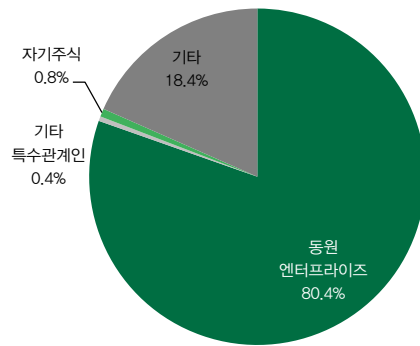
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-12.3	59.5	-48.0
상대기준	-18.9	10.9	-48.2

도표 17. 동원시스템즈 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 동원시스템즈, DB금융투자
주: 2020~21년은 당사 추정

도표 18. 동원시스템즈 주주 구성



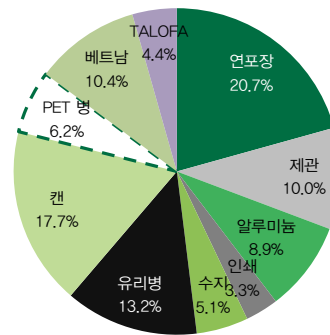
자료: 동원시스템즈, DB금융투자

도표 19. 동원시스템즈 주요 연혁

일자	내용
1977	회사 설립(오리온광학)
1993	포장재산업 진출
1994.03	증권거래소 상장
2013.01	대한은박지 흡수합병, 동원건설산업, 동원티앤아이 분할
2014.01	한진피앤씨 자회사 편입
2014.10	테크팩솔루션, TALOFA Systems 자회사 편입
2015.10	TTP, MVP 자회사 편입
2017.09	한진피앤씨 흡수합병
2018.03	동원건설산업 매각
2019.09	형성 아셀텍 공장 상업운전 개시

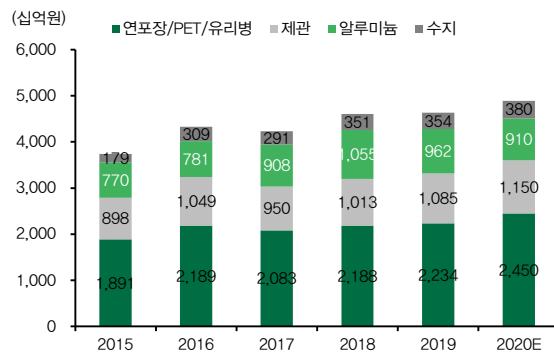
자료: 동원시스템즈, DB금융투자

도표 20. 동원시스템즈 2019년 사업부문별 매출액 비중



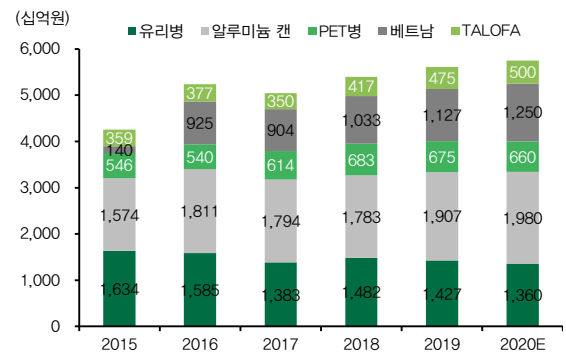
자료: 동원시스템즈, DB금융투자

도표 21. 동원시스템즈 본사 사업부문별 매출액 추이



자료: 동원시스템즈, DB금융투자
주: 2020년은 당사 추정

도표 22. 동원시스템즈 종속법인 사업부문별 매출액 추이



자료: 동원시스템즈, DB금융투자
주: 2020년은 당사 추정

도표 23. 동원시스템즈 주요 재무지표

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,462	2,724	2,698	2,539	2,511	9,633	10,263	10,424	10,810	11,640
(%YoY)	-0.8	3.2	3.5	0.2	2.0	-25.9	6.5	1.6	3.7	7.7
본사	1,323	1,352	1,306	1,212	1,315	4,925	5,234	5,194	5,440	5,970
(%YoY)	0.0	-2.4	0.5	-1.4	-0.6	-1.1	6.3	-0.8	4.7	9.7
- 연포장	549	609	563	513	576	2,083	2,188	2,234	2,450	2,600
- 제관	296	268	268	252	312	950	1,013	1,085	1,150	1,300
- 알루미늄	247	262	232	221	234	908	1,055	962	910	1,100
- 인쇄	78	75	98	103	75	291	351	354	380	400
- 수지	152	137	144	122	117	655	589	555	550	570
- PET병									660	650
- 기타	1	1	1	1	1	38	38	3	20	20
테크팩솔루션	896	1,086	1,071	957	935	3,791	3,948	4,010	4,000	4,200
(%YoY)	-6.0	8.0	5.8	-2.1	4.4	-3.7	4.1	1.6	-0.2	5.0
- 유리병	327	369	360	372	344	1,383	1,482	1,427	1,360	1,450
- 알루미늄 캔	424	522	527	434	450	1,794	1,783	1,907	1,980	2,100
- PET병	145	195	184	151	141	614	683	675	660	650
베트남	247	262	297	323	265	904	1,033	1,127	1,250	1,370
(%YoY)	7.4	7.8	8.4	12.9	7.3	-2.3	14.3	9.1	10.9	9.6
TALOFA	116	124	112	112	119	350	417	475	500	500
(%YoY)	45.0	12.7	-10.4	8.7	2.6	-7.2	19.1	13.9	5.3	0.0
중단사업/조정	-120	-100	-88	-65	-123	-337	-369	-373	-400	-420
매출원가	2,175	2,418	2,482	2,286	2,342	8,209	8,907	9,117	9,361	10,022
판관비	148	134	144	129	139	545	569	555	573	608
영업이익	217	258	161	116	181	880	788	752	876	1,011
(%YoY)	20.7	31.5	-12.7	-49.0	-16.5	-30.7	-10.4	-4.6	16.6	15.3
(%영업이익률)	8.8	9.5	6.0	4.6	7.2	9.1	7.7	7.2	8.1	8.7
본사	136	141	77	4	94	370	393	357	470	556
(%영업이익률)	10.3	10.4	5.9	0.3	7.1	7.5	7.5	6.9	8.6	9.3
테크팩솔루션	65	92	76	67	72	461	348	301	260	301
(%영업이익률)	7.3	8.5	7.1	7.0	7.7	12.2	8.8	7.5	6.5	7.2
베트남	9	17	20	25	22	39	38	71	95	110
(%영업이익률)	3.6	6.5	6.6	7.7	7.3	4.3	3.7	6.3	7.6	8.0
TALOFA	18	20	17	17	18	55	69	74	85	85
(%영업이익률)	15.5	16.1	15.3	15.4	15.1	15.7	16.5	15.6	17.0	17.0
중단사업/조정	-11	-12	-29	3	-25	-45	-60	-30	-35	-40
영업외손익	-30	-31	-33	-32	1	8	-136	-126	-103	-102
세전이익	187	226	128	84	183	888	652	626	774	908
지배주주순이익	125	140	74	43	113	684	534	382	497	587
(%YoY)	-32.0	35.3	-37.4	-66.9	-9.0	18.2	-21.9	-28.6	29.8	17.7
EBITDA	327	372	292	254	304	1,291	1,197	1,246	1,624	1,790
CAPEX	208	426	372	272	163	361	865	1,277	961	796
순차입금	2,807	3,126	3,386	3,245	3,162	3,064	3,020	3,247	3,214	2,875

자료: 동원시스템즈, DB금융투자

주: 2020~21년은 당사 추정

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	465	422	577	495	534
현금및현금성자산	80	50	182	68	88
매출채권및기타채권	201	196	207	227	238
재고자산	165	152	164	176	182
비유동자산	659	733	754	756	758
유형자산	445	520	547	554	560
무형자산	189	186	181	176	171
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,124	1,155	1,339	1,259	1,299
유동부채	369	216	235	238	244
매입채무및기타채무	145	145	153	163	171
단기차입금및단기차입	80	59	70	63	61
유동상장기부채	133	0	0	0	0
비유동부채	219	364	484	344	314
시차및장기차입금	180	329	449	309	279
부채총계	588	581	719	583	558
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	87	87	87	87	87
이익잉여금	191	216	253	299	353
비지배주주지분	112	120	129	139	151
자본총계	537	574	620	676	741

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	75	123	130	137	158
당기순이익	64	47	59	69	78
현금유출이없는비용및수익	70	81	104	110	114
유형및무형자산상각비	41	49	75	78	80
영업관련자산부채변동	-59	14	-13	-21	-9
매출채권및기타채권의감소	13	6	-11	-20	-11
재고자산의감소	-16	13	-12	-12	-6
매입채무및기타채무의증가	-49	4	8	10	7
투자활동현금흐름	-36	-123	-94	-78	-82
CAPEX	-87	-128	-96	-80	-82
투자자산의손증	30	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-12	-31	104	-174	-56
시차및차입금의 증가	14	-2	131	-147	-32
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-13	-13	-13	-13	-13
기타현금흐름	0	1	-8	0	0
현금의증가	26	-30	133	-115	21
기초현금	54	80	50	182	68
기말현금	80	50	182	68	88

자료: 동원시스템즈, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,026	1,042	1,081	1,164	1,221
매출원가	891	912	936	1,002	1,046
매출총이익	136	131	145	162	175
판매비	57	55	57	61	63
영업이익	79	75	88	101	111
EBITDA	120	125	162	179	192
영업외손익	-14	-12	-10	-10	-9
금융손익	-10	-9	-10	-10	-9
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-3	0	0	0
세전이익	65	63	77	91	103
중단사업이익	8	0	0	0	0
당기순이익	64	47	59	69	78
지배주주지분순이익	53	38	50	59	67
비지배주주지분순이익	10	9	9	10	11
총포괄이익	66	50	59	69	78
증감률(%YoY)					
매출액	6.5	1.6	3.7	7.7	4.9
영업이익	-10.4	-4.6	16.6	15.3	10.2
EPS	-25.1	-28.7	30.5	18.0	13.6

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당주요지표(원)					
EPS	2,080	1,484	1,936	2,285	2,597
BPS	16,402	17,529	18,954	20,725	22,804
DPS	500	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	13.2	19.8	10.9	9.2	8.1
P/B	1.7	1.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.4	9.7	6.1	5.4	4.9
수익성(%)					
영업이익률	7.7	7.2	8.1	8.7	9.1
EBITDA마진	11.7	12.0	15.0	15.4	15.7
순이익률	6.2	4.5	5.4	5.9	6.4
ROE	13.2	8.7	10.5	11.4	11.8
ROA	5.5	4.1	4.7	5.3	6.1
ROIC	8.0	6.3	7.1	7.9	8.6
안정성및기타					
부채비율(%)	109.5	101.2	116.1	86.2	75.3
이자보상배율(배)	7.0	6.4	6.4	7.3	10.0
배당성향(배)	20.0	27.2	21.6	18.4	16.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%), 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

동원시스템즈 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/09/04	NR		-	-					
20/04/22	NR		-	-					
20/06/25	NR		-	-					



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
율지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 홍산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.