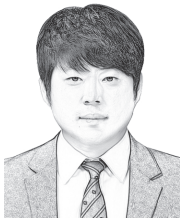


SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	121 억원
발행주식수	2,430 만주
자사주	22 만주
액면가	500 원
시가총액	4,228 억원
주요주주	
박선순(외5)	21.57%
미래에셋자산운용(외1)	10.76%
외국인지분률	4.10%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/07/11)	17,900 원
KOSDAQ	656.01 pt
52주 Beta	1.18
52주 최고가	19,573 원
52주 최저가	10,250 원
60일 평균 거래대금	32 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	27.0%	27.5%
6개월	33.9%	29.8%
12개월	-4.1%	0.6%

다원시스 (068240/KQ | Not Rated)

사업 다각화 성공스토리

- 핵융합발전, 중입자 가속기 등에서 주로 활용되는 초정밀 전력전자 제어기술 보유 기업
- 전력전자 기술 활용도가 높은 다양한 사업군(郡)으로의 외형 확장
- 2015 년 서울 지하철 2 호선 전동차 수주에 이서 지난달 7 호선 전동차 수주 성공
- 서울시 2022 년까지 지하철 2,3 호선 노후 전동차 610 량 교체 계획 발표
- 현재 1~4 호선 노후 전동차 약 1,200 량으로 추가 수주 가능성 매우 높음

초정밀 전력전자 제어기술 보유 기업

다원시스는 전력을 필요로 하는 곳에 맞춰 특수한 형태로 변환하거나 제어하는 기술을 중심으로 하는 '전력전자산업' 전문 기업이다. '전력전자산업' 기술은 주로 안정적인 전력 공급이 필요하거나 전력/전원 제어가 까다로운 분야에서 주로 활용되는데, 대표적으로 핵융합발전, 중입자 가속기 등에서 사용된다.

신규 사업군(郡)의 화려한 등장

지난 2015 년 서울 지하철 2 호선 전동차 200 대 수주에 성공하면서 전동차 사업분야 내 산홍 주자로 떠올랐다. 전동차 사업분야에 성공적인 진출을 할 수 있었던 이유는 전기를 사용하는 전동차의 특성상 기업의 핵심 역량인 전력전자 제어 기술과 밀접한 연관성이 있기 때문이다. 지난 달에는 약 200 억원 규모의 서울 지하철 7 호선 전동차 수주에도 성공하면서 확실히 자리잡는 모습이다. 지난해 기준 전체 매출액 742 억원(YoY +10.7%) 중 약 64%에 해당하는 471 억원이 전동차 부문에서 발생했다.

전동차 중심의 실적 개선은 당분간 계속

1Q17 매출액은 209 억원(YoY +65.9%), 영업이익 21 억원(YoY +52.1%)으로 실적 개선이 가속화 되는 모습이다. 서울시가 발표한 '지하철 안전보강대책'에 따르면 2022 년 까지 노후 전동차 교체가 이뤄질 예정이며, 특히 1~4 호선에서 운행 중인 노후 전동차의 비중이 높은 만큼 추가 발주는 꾸준히 나올 가능성이 높다. 이미 수주를 통해 인정받은 기술력과 가격경쟁력을 바탕으로 동사의 추가 수주 가능성이 높다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	476	514	530	670	742
yoy	%	20.4	7.8	3.2	26.4	10.7
영업이익	억원	71	72	70	79	92
yoy	%	44.9	1.3	-3.0	13.4	16.4
EBITDA	억원	89	90	89	102	122
세전이익	억원	55	63	72	91	74
순이익(지배주주)	억원	53	56	59	85	70
영업이익률%	%	15.0	14.0	13.2	11.9	12.5
EBITDA%	%	18.6	17.5	16.8	15.2	16.4
순이익률	%	11.2	11.0	11.3	12.3	9.1
EPS	원	345	344	335	422	294
PER	배	13.2	14.9	25.4	47.1	44.0
PBR	배	1.6	1.6	2.5	3.7	2.3
EV/EBITDA	배	8.9	10.4	19.4	44.4	27.9
ROE	%	12.9	11.8	10.2	8.8	5.3
순차입금	억원	80	81	127	-247	241
부채비율	%	93.6	67.5	93.1	50.6	71.1

전동차 수주로 인정받은 기술력

다원시스는 전통적으로 강했던 전력전자산업 기술을 바탕으로 전동차 분야의 신흥 강자로 떠올랐다.

다원시스는 2015 년 서울 지하철 2 호선 전동차 200 대 수주에 성공하면서 전동차 사업분야 내 신흥 주자로 떠올랐다. 지난달에는 약 200 억원 규모의 서울 지하철 7 호선 전동차 수주에도 성공하면서 확실히 자리잡는 모습이다. 사실 동사는 전동차 제작사업과 관련하여 전통적인 강자라 칭하기 어렵다. 하지만 뛰어난 전력변환/제어 기술을 바탕으로 하는 '전력전자산업 내 전통 강자'로서, 전동차 추진제어장치/전력변환장치 등 전동차 내 핵심 기술 개발에 성공하며 전동차 자체 제작 사업까지 성공적으로 진출한 경우라고 할 수 있다. 지난해 기준 전동차 관련 매출은 약 471 억원으로 전체 매출의 약 63.5%를 기록했다.

서울 지하철 2,3 호선을 필두로 21 년 이상 노후 전동차의 신규 차량 교체가 이어질 전망이다.

노후 지하철 전동차 교체 수요 및 신규 수요는 꾸준할 것으로 예상된다. 서울시의 경우 지난 3 월에 발표한 '지하철 안전보강대책'을 통해 21 년 이상 사용된 노후 전동차 중 2, 3 호선 610 량에 대해 2022 년까지 신규 차량으로 교체할 계획을 밝혔다. 동사는 이미 서울 지하철 2 호선 전동차 200 대 수주에 성공한 바 있으므로, 향후 발주가 예정되어 있는 2 호선 214 량, 2/3 호선 196 량에 대한 추가 수주 기대가 높다. 그 밖에 1~4 호선 전동차 총 1,945 량 중 1,184 량이 21 년 이상 사용된 전동차기 때문에, 다른 호선에서 운행중인 노후 전동차 교체 수요는 얼마든지 추가 발생할 가능성이 크다.

장기사용 노후 전동차 교체 계획

구분	합계	1차	2차	3차
교체물량	610량 (2호선 460, 3호선 150)	200량 (2호선)	214량 (2호선)	196량 (2호선 46, 3호선 150)
사업기간	2014년 ~ 2022년	2014년 ~ 2018년	2016년 ~ 2020년	2018년 ~ 2022년

자료 : 서울특별시, SK 증권

전동차 교체 발주 계획

도입연도	량수	발주예정시기	예산금액(억원)	경과년수
1992년	426	2017년	3,952	24년
1993년	355	2018년	2,418	23년
1994년	505	2019년	4,615	22년
1995년	634	2020년	6,565	21년
1996년	680	2021년	8,242	20년
계	2,600		25,792	
연평균	520		5,158	

자료 : 다원시스, 국토교통부, SK 증권

핵심 역량에서 파생되는 사업군(郡)

다원시스의 핵심 사업은 전력/전원 제어가 까다로운 분야에서 주로 활용되는 '전력전자산업'이다.

다원시스의 핵심 사업은 '전력전자산업'이다. '전력전자산업'이란 앞서 잠깐 언급했던 바와 같이 전력을 필요로 하는 곳에 맞춰 특수한 형태로 변환하거나 제어하는 기술을 중심으로 하는 산업을 말한다. 예를 들어 생산한 전력을 전송 및 이용하기 위해 전압/전류 등을 변환하거나, 다양한 산업분야에서 활용되는 전기 형태로의 변환에 필요한 기술이다. 때문에 안정적인 전력 공급이 필요하거나, 전력/전원 제어가 까다로운 분야에서 주로 활용된다. 가장 대표적인 분야가 핵융합발전 분야로 동사는 세계에서 가장 오랜 시간 동안 플라스마 유지 기록을 세운 우리나라 차세대 초전도 핵융합 연구장치 'KSTAR'의 전원 장치 제어를 담당했다. 세계 7 개국이 참여하여 제 2 의 태양을 만들어내겠다는 ITER 프로젝트에도 핵융합 전원장치 공급자로도 선정되었다.

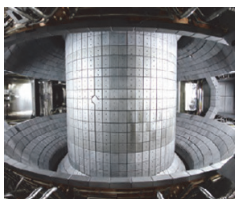
핵심 역량을 바탕으로 한 의료용 가속기 BNCT 사업과 OLED 증착 장비 사업은 Rising Star 로써 손색이 없다.

이러한 핵심 역량을 바탕으로 사업군(郡)을 조금씩 확장하고 있다. 2015 년부터 본격적으로 매출이 발생한 전동차 사업도 관련 기술을 활용한 사업 확장의 일환이었으며, 현재도 사업 다각화를 위한 준비가 착실히 진행되고 있다. 암 세포에 중성자를 조사하여 핵 분열을 일으킨 뒤 암 세포를 사멸하는 BNCT 치료 기술의 국산화, JIES 유기막 증착 기술을 토대로 한 OLED 증착 장비 사업 등을 준비 중이다. 아직까지 유의미한 실적이 발생하고 있지는 않지만, 전동차 제작 사업이라는 새로운 Cash-cow 와 함께 미래를 이끌어 나갈 Rising Star 로써 손색이 없다는 판단이다.

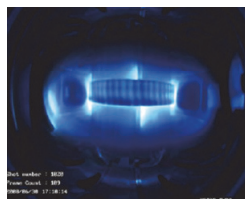
핵융합발전 전원장치 사업 KSTAR



KSTAR 주요 설비 TOKAMAK



진공용기 내부

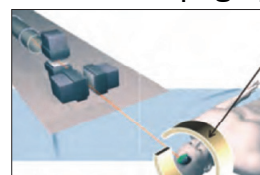


플라스마 발생모습

자료 : 다원시스, SK 증권

다원시스 신규 사업군(郡)

<의료용 가속기 BNCT>



Scanning MPS



Pulse Modulator

<JIES 유기막 증착>



자료 : 다원시스, SK 증권

투자의견변경

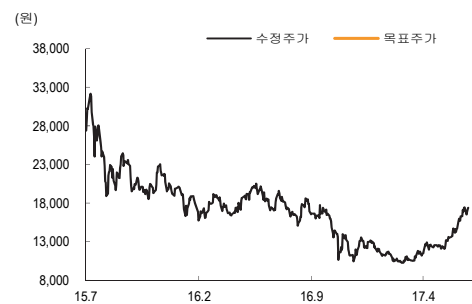
일시

투자의견

목표주가

2017.07.12

Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 12일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	502	476	665	1,197	1,380
현금및현금성자산	27	29	82	138	170
매출채권및기타채권	200	247	214	310	636
재고자산	14	6	15	28	40
비유동자산	336	403	565	793	1,000
장기금융자산	11	10	12	89	110
유형자산	224	283	431	542	578
무형자산	83	92	99	139	285
자산총계	838	880	1,230	1,990	2,380
유동부채	307	177	301	296	608
단기금융부채	228	110	182	188	423
매입채무 및 기타채무	35	57	91	97	141
단기충당부채				0	0
비유동부채	98	177	292	373	381
장기금융부채	88	162	270	353	355
장기매입채무 및 기타채무	3	4	5	3	5
장기충당부채				0	0
부채총계	405	354	593	668	989
지배주주지분	433	525	632	1,291	1,364
자본금	50	54	60	79	120
자본잉여금	182	224	275	837	806
기타자본구성요소	-3	-7	-7	-7	-7
자기주식	-3	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	204	254	304	382	445
비지배주주지분			4	31	27
자본총계	433	525	637	1,322	1,391
부채외자본총계	838	880	1,230	1,990	2,380

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	18	58	167	-73	-241
당기순이익(손실)	53	56	60	82	68
비현금성항목등	39	56	51	45	56
유형자산감가상각비	5	5	6	9	12
무형자산감가상각비	12	13	14	13	18
기타	22	38	32	12	5
운전자본감소(증가)	-74	-48	72	-183	-355
매출채권및기타채권의 감소(증가)	72	-60	24	-106	-314
재고자산감소(증가)	-3	7	-5	-13	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	22	28	8	38
기타	2	-137	74	-73	-66
법인세납부	-4	-5	-8	-17	-11
투자활동현금흐름	-118	-39	-350	-557	22
금융자산감소(증가)	-44	47	-85	-483	255
유형자산감소(증가)	-68	-59	-240	-15	-47
무형자산감소(증가)	-7	-28	-21	-63	-192
기타				5	6
재무활동현금흐름	54	-14	239	665	252
단기금융부채증가(감소)	0	65	52	1	140
장기금융부채증가(감소)	61	-102	115	83	104
자본의증가(감소)		30	57	581	8
배당금의 지급	6	6	6	-7	-8
기타	2	5	22	8	8
현금의 증가(감소)	-47	3	59	66	30
기초현금	73	27	29	88	154
기말현금	27	29	88	154	185
FCF	-58	-35	-8	-169	-500

자료 : 다원시스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	476	514	530	670	742
매출원가	304	326	344	443	512
매출총이익	173	187	186	227	230
매출총이익률 (%)	36.3	36.5	35.2	33.9	31.0
판매비와관리비	101	115	116	148	137
영업이익	71	72	70	79	92
영업이익률 (%)	15.0	14.0	13.2	11.9	12.5
비영업손익	-16	-9	2	12	-18
순금융비용	14	5	0	5	14
외환관련손익	-3	-3	3	6	-2
관계기업투자등 관련손익				0	0
세전계속사업이익	55	63	72	91	74
세전계속사업이익률 (%)	11.5	12.3	13.7	13.6	10.0
계속사업법인세	2	7	12	9	7
계속사업이익	53	56	60	82	68
중단사업이익				0	0
*법인세효과				0	0
당기순이익	53	56	60	82	68
순이익률 (%)	11.2	11.0	11.3	12.3	9.1
지배주주	53	56	59	85	70
지배주주귀속 순이익률(%)	11.15	10.97	11.14	12.68	9.5
비지배주주			1	-2	-3
총포괄이익	55	56	58	83	69
지배주주	55	56	58	85	72
비지배주주			0	-2	-3
EBITDA	89	90	89	102	122

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	204	7.8	3.2	264	10.7
영업이익	449	1.3	-3.0	134	164
세전계속사업이익	306	14.9	14.7	262	-18.5
EBITDA	373	1.6	-0.8	139	20.0
EPS(계속사업)	45.3	-0.3	-2.6	25.9	-30.2
수익성 (%)					
ROE	12.9	11.8	10.2	8.8	5.3
ROA	6.4	6.6	5.7	5.1	3.1
EBITDA마진	18.6	17.5	16.8	15.2	16.4
안정성 (%)					
유동비율	163.6	268.9	221.3	404.8	226.9
부채비율	93.6	67.5	93.1	50.6	71.1
순차입금/자기자본	18.6	15.5	20.0	-18.7	17.3
EBITDA/이자비용(배)	4.3	8.8	21.0	9.1	6.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	345	344	335	422	294
BPS	2,833	3,174	3,458	5,438	5,675
CFPS	457	452	444	532	418
주당 현금배당금	60	60	60	50	50
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	16.0	30.0	76.2	69.7
PER(최저)	8.7	12.0	13.7	21.0	35.5
PBR(최고)	1.8	1.7	2.9	5.9	3.6
PBR(최저)	1.1	1.3	1.3	1.6	1.8
PCR	10.0	11.3	19.2	37.3	31.0
EV/EBITDA(최고)	9.9	11.3	22.0	62.6	42.8
EV/EBITDA(최저)	6.2	8.7	10.5	14.2	23.0