

Analyst 김인필 · 02)6923-7351 · ipkim01@capefn.com

다원시스 (068240KQ | NR)

팔방미인

- 다원시스는 특수전원장치 전문 업체로 현대로템에 이어 전동차 제작이 가능한 국내 유일의 업체입니다. 전동차 수주 증가로 가파른 실적 성장이 기대되며, OLED 증착장비 등 신규 아이템 추가 가능성도 열려 있어 주목이 필요한 시점으로 판단합니다.

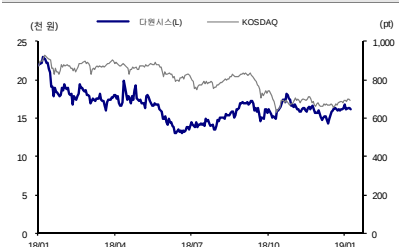
특수전원장치에서부터 전동차 제작까지

- 다원시스는 특수전원장치 공급업체로 일반 상용전원을 특수 목적의 기기 혹은 설비에 맞게 전원을 변환하는 장비를 제조하는 기업. 특수전원장치의 적용분야는 핵융합발전, 가속기, 전동차, IT 플라즈마, 환경 플라즈마, 전자유도가열장치 등 특수분야에 폭 넓게 사용
- 1996년 설립 이후 1998년 국내 핵융합발전 프로젝트 KSTAR 전원공급장치 개발에 참여. 이를 기반으로 전세계 7개국이 참여한 핵융합발전 사업 ITER에 전원공급장치 납품업체로 선정
- 2012년 지하철 5호선과 7호선의 인버터 수주를 시작으로 2017년 현대로템 하청업체였던 (주)로원(전동차제조업체) 합병을 통해 전동차 부품 납품 본격화. 열차종합제어장치를 비롯해 견인제어장치, 보조전원장치 등 15개 항목 납품
- 3Q18누적 기준 전방산업별 매출비중은 전동차 59%, 플라즈마 13%, 핵융합 9%, 전자유도 5%, 기타 14%로 구성

안정적 본업 성장과 전방시장 확대 가능성에 주목

- 전동차향 실적 가파른 성장 기대. 동사는 현대로템에 이어 전동차 제작이 가능한 국내 유일의 업체로 전동차 제작의 60% 내재화. 현대로템과 전동차 시장 과점화에 따른 안정적 실적 성장이 가능할 전망
- 국내 전동차 시장은 매년 1조원 규모로 형성. 노후 전동차 교체 시장은 전동차의 교체주기가 35년 -> 25년으로 단축됨에 따라 매년 5,000억원 규모. 신규 전동차 시장도 매년 5,000억원 규모로 생성
- 현재 전동차향 수주잔고 약 4,000억원 수준으로 올해 최소 700억원 이상이 매출로 인식. 향후 매년 1,000억원 이상의 매출 달성이 가능할 것으로 판단
- 핵융합발전과 플라즈마 전원 분야에서도 각각 연간 150억원 수준의 안정적 매출 시현 가능. 그 외 의료용 방사광 가속기(자회사 다원메딕스), OLED 증착장비 등 신규 아이템을 통한 사업영역 확장 가능성에 주목할 필요

Stock Data



주가(1/22)	16,100원		
액면가	500원		
시가총액	420십억원		
52주 최고/최저가	23,000원/ 13,050원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.9	14.2	-26.1
상대주가(%)	2.7	30.1	-7.2

경영실적 전망

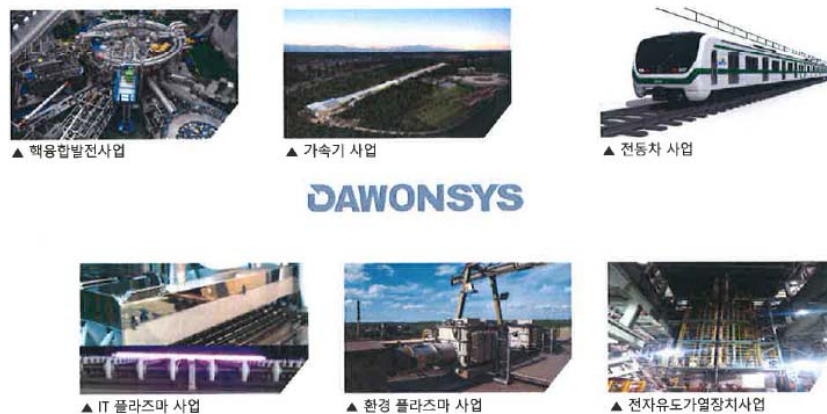
결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액	(억원)	670	742	1,115	1,200	1,450
영업이익	(억원)	79	92	88	92	115
영업이익률	(%)	11.8	12.5	7.9	7.7	7.9
지배주주순이익	(억원)	85	70	63	74	95
EPS	(원)	420	294	261	284	364
증감률	(%)	25.9	-29.9	-11.4	8.6	28.4
PER	(배)	47.3	44.0	63.5	56.8	44.2
PBR	(배)	3.6	2.3	2.3	2.3	2.2
ROE	(%)	8.4	5.0	3.4	4.1	5.0
EV/EBITDA	(배)	44.2	27.7	30.4	-	-
순차입금	(억원)	-247	241	777	-	-
부채비율	(%)	50.6	71.1	95.9	-	-

Valuation

Multiple 하락은 시간 문제

2019년 예상 실적은 매출액 1,450억원(+20.8%, YoY), 영업이익 115억원(+25.0%, YoY), 지배주주순이익 95억원(+28.4%, YoY) 달성이 가능할 것으로 판단. 현 주가는 올해 예상실적 기준 P/E 44.2X에서 거래중. Valuation 부담 다소 존재하나 1) 국내 전동차 제작 수주 증가에 따른 안정적 매출 성장이 기대된다는 점, 2) 신규 사업분야(의료용 가속기, OLED증착장비 등)로의 확장 가능성 열려 있다는 점을 고려할 때 긍정적 접근 가능. 추가적으로 국내 전동차 제작 시장 과점 사업자로서 철도분야 남북 경협 구제화 시 수혜 유력. 실제 투자 본격화 시 Multiple은 빠르게 하락할 전망

그림1. 다원시스 사업영역



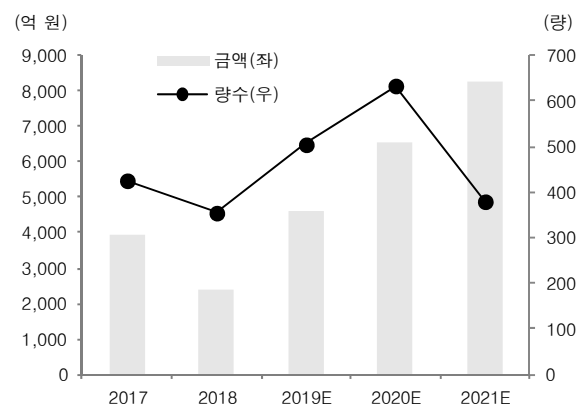
자료: 다원시스, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 전동차 주요 부품 내재화



자료: 다원시스, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 국내 노후전동차 교체 발주 계획



자료: 국토교통부, 케이프투자증권

표1. 전동차 신규 발주계획(신설 라인)

구분	량 수	발주예정시기	예산금액(억원)	발주처
동해선	28량	2016년	479억원	한국철도공사
원주~제천 외 6개	1,165량	2017년~	1조 5,146억원	한국철도공사 외
우이~신설 외 3개	120량	2017년~	1,800억원	서울시
판교지구~정자역	30량	2017년~2021년	450억원	경기도
서부선 외 3개	120량	2017년~2021년	1,800억원	서울시
광명시흥선 외 7개	484량	2017년~2021년	6,292억원	경기도
국철 41개 노선	미정	2017년~2021년	미정	한국철도공사 외

자료: 국토교통부, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 다원시스 주요 전동차 제작 수주 건

구분	수주 시기	수주금액(억원)	공급완료 시기	발주처
서울 지하철 7호선 석남연장	2017년	198억원	2020년	인천광역시
대곡~소사 복선전철	2018년	520억원	2021년	한국철도시설공단
서울 지하철 2, 3호선	2018년	1,408억원	2022년	서울교통공사
미안마 철도 현대화 사업	2018년	430억원	2020년	미안마 철도청
간선형전기동차(EMU-150)	2019년	2,460억원	2021년	한국철도공사

자료: Dart, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 핵융합발전 전원장치

[ITER 공사현장]



[ITER핵융합 전원장치]



자료: 다원시스, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 방사광 가속기 전원장치

[방사광 가속기]



[방사광 가속기 전원장치]



자료: 다원시스, 케이프투자증권 리서치본부

다원시스 | 팔방미인

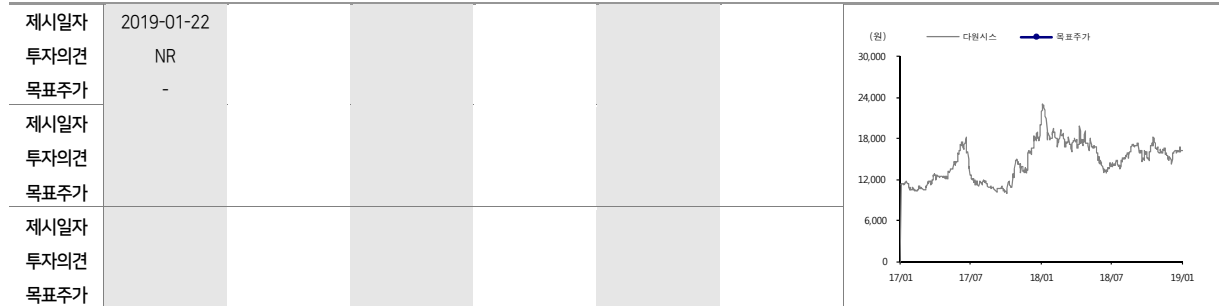
재무상태표					포괄손익계산서				
(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A	(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	665	1,197	1,380	1,715	매출액	530	670	742	1,115
현금및현금성자산	82	138	170	174	증가율(%)	N/A	26.4	10.7	50.2
매출채권 및 기타채권	215	313	638	809	매출원가	344	443	512	751
재고자산	15	28	40	101	매출총이익	186	227	230	363
비유동자산	565	793	1,000	1,794	매출총이익률(%)	35.2	33.9	31.0	32.6
투자자산	20	95	120	156	판매비와 관리비	116	148	137	275
유형자산	431	542	578	1,033	영업이익	70	79	92	88
무형자산	99	139	285	602	영업이익률(%)	13.2	11.8	12.5	7.9
자산총계	1,230	1,990	2,380	3,509	EBITDA	89	102	122	160
유동부채	301	296	624	1,047	EBITDA M%	16.8	15.2	16.4	14.3
매입채무 및 기타채무	97	101	147	162	영업외손익	2	12	-18	-22
단기차입금	179	186	319	372	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	2	1	104	397	금융손익	0	-5	-13	-29
비유동부채	292	373	365	670	기타영업외손익	3	17	-5	7
사채 및 장기차입금	257	338	339	394	세전이익	72	91	74	66
부채총계	593	668	989	1,718	법인세비용	12	9	7	12
지배기업소유지분	632	1,291	1,364	1,736	당기순이익	60	82	68	54
자본금	60	79	120	121	지배주주순이익	59	85	70	63
자본잉여금	275	837	806	932	지배주주순이익률(%)	11.3	12.3	9.1	4.8
이익잉여금	304	382	445	498	비지배주주순이익	1	-2	-3	-9
기타자본	-7	-7	-7	184	기타포괄이익	-2	0	1	221
비지배지분	4	31	27	55	총포괄이익	58	83	69	275
자본총계	637	1,322	1,391	1,791	EPS 증가율(% , 지배)	N/A	25.9	-29.9	-11.4
총차입금	451	540	778	1,302	이자손익	0	-5	-14	-31
순차입금	127	-247	241	777	총외화관련손익	3	6	-2	0

현금흐름표					주요지표				
(억원)	2014A	2015A	2016A	2017A		2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	172	-83	-245	-187	총발행주식수(천주)	12,021	15,854	24,037	24,297
영업에서 창출된 현금흐름	188	-60	-224	-146	시가총액(십억원)	1,575	4,709	3,113	4,021
이자 수취	4	5	6	5	주가(원)	8,511	19,874	12,950	16,550
이자 지급	-12	-11	-17	-45	EPS(원)	334	420	294	261
배당금 수입	0	0	1	2	BPS(원)	3,443	5,467	5,705	7,305
법인세부담액	-8	-17	-11	-4	DPS(원)	60	50	50	50
투자활동 현금흐름	-350	-561	17	-213	PER(X)	25.5	47.3	44.0	63.5
유동자산의 감소(증가)	-242	-408	283	16	PBR(X)	2.5	3.6	2.3	2.3
투자자산의 감소(증가)	-20	-75	-25	-36	EV/EBITDA(X)	19.1	44.2	27.7	30.4
유형자산 감소(증가)	-240	-15	-47	-48	ROE(%)	9.4	8.4	5.0	3.4
무형자산 감소(증가)	-113	-53	-163	-366	ROA(%)	4.9	5.1	3.1	1.8
재무활동 현금흐름	234	679	262	396	ROIC(%)	N/A	8.3	6.7	6.3
사채및차입금증가(감소)	451	89	238	524	배당수익률(%)	0.7	0.3	0.4	0.3
자본금및자본잉여금 증감	335	581	10	128	부채비율(%)	93.1	50.6	71.1	95.9
배당금 지급	-6	-7	-8	-12	순차입금(자기자본(%))	20.0	-18.7	17.3	43.4
외환환산으로 인한 현금변동	1	2	-3	3	유동비율(%)	221.3	404.8	221.2	163.7
연결범위변동으로 인한 현금증감	2	29	0	0	이자보상배율(X)	16.4	7.1	5.0	2.6
현금증감	59	66	30	8	총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.4
기초현금	29	88	154	185	매출채권 회전율	2.5	2.5	1.6	1.5
기말현금	88	154	185	192	재고자산 회전율	36.1	31.7	22.0	15.8
FCF	-69	-205	-293	-247	매입채무 회전율	3.5	4.5	4.1	4.9

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

다원시스(068240) 주가 및 목표주가 추이



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2019-01-22	NR	-		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2018.12.31까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.75%) · 매도(0.00%) · 중립(6.25%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.