

DMS (068790)

풍력발전과 헬스케어 사업 확장으로 밸류에이션 리레이팅 전망

투자 의견 BUY, 목표주가 10,700원 제시

DMS에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 10,700원을 제시하며 커버리지를 개시한다. DMS는 디스플레이 Wet 장비 제조업체로, 17년 동안 시장점유율 1위를 굳건히 지키고 있다. 중국 디스플레이 투자 회복에 힘입어 2분기 매출액 582억원(YoY, +20.0%), 영업이익 78억원(YoY, +17.2%)을 달성할 것으로 예상된다. 현재 수주잔고가 약 3,000억원 수준이며, 하반기에는 상반기를 상회하는 물량이 납품될 예정이다. 연간 매출액과 영업이익은 각각 2,384억원(YoY, +21.5%)과 303억원(YoY, +33.5%)으로 전망한다. 최근에는 미용 의료기기 업체 비율을 인수해 헬스케어 사업에 진출했으며, 지속적으로 투자해온 풍력발전 사업도 그린뉴딜의 영향으로 빠르게 성장할 것으로 예상된다.

그린뉴딜과 함께 풍력발전 사업 재조명

풍력발전 사업은 크게 풍력발전단지 운영과 풍력발전기 제조로 나뉜다. 우선 풍력발전단지 운영은 2014년 전남 영광에 20MW급 풍력발전소(호남풍력발전, 지분율 30%)를 건설해 운영 중이며, 곧 경북 김천에 두번째 20MW급의 풍력발전소(김천풍력발전)를 착공할 예정이다(2021년 말 완공). 풍력발전기 제조는 한국전력연구원과 공동개발한 200KW급의 중형 발전기를 제조해 한국전력에 판매할 예정이다. 정부의 그린뉴딜 정책으로 풍력발전이 빠르게 확산될 전망으로, DMS의 풍력발전 사업도 탄력을 받을 것으로 예상된다.

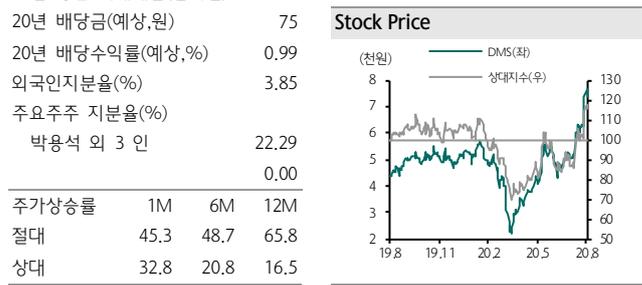
미용 의료기기 전문 기업 비율 인수로 헬스케어 사업 진출

DMS는 2019년 말 비율의 지분 32%(콜옵션 행사 시 40%)를 인수했다. DMS의 중국 사업장 등 현지 네트워크가 중국 시장 진출의 교두보 역할을 하며 양사 간 시너지효과가 날 것으로 기대된다. 최근 코로나19의 악재 속에서도 상반기 매출액 76억원과 영업이익 38억원(OPM 50.7%)을 기록했다. ①진입장벽이 높은 북미 지역 매출 비중 40%, ②장비를 판매할수록 고수익성의 소모품 매출의 지속적 발생, ③CFDA 인증 획득, DMS의 영업망 활용 등 중국 시장에서 높은 성장이 전망된다는 점에서 IPO 이후 기업가치가 더욱 상승할 것으로 예상된다.

Initiate
BUY(신규)

| TP(12M): 10,700원(신규) | CP(8월 12일): 7,600원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSDAQ 지수 (pt)	845.60	매출액(십억원)	236.5	N/A
52주 최고/최저(원)	7,860/2,400	영업이익(십억원)	30.3	N/A
시가총액(십억원)	175.3	순이익(십억원)	26.0	N/A
시가총액비중(%)	0.06	EPS(원)	1,128	N/A
발행주식수(천주)	23,062.5	BPS(원)	N/A	N/A
60일 평균 거래량(천주)	673.8			
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2			
20년 배당금(예상, 원)	75			
20년 배당수익률(예상, %)	0.99			
외국인지분율(%)	3.85			
주요주주 지분율(%)				
박용석 외 3인	22.29			
	0.00			



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	298.7	196.2	238.4	285.8	304.3
영업이익	십억원	30.3	22.7	30.3	36.4	40.1
세전이익	십억원	21.9	21.5	31.0	33.4	37.0
순이익	십억원	15.2	17.3	24.7	26.0	28.8
EPS	원	661	749	1,069	1,126	1,250
증감률	%	286.5	13.3	42.7	5.3	11.0
PER	배	6.94	7.31	7.11	6.75	6.08
PBR	배	0.70	0.74	0.90	0.80	0.71
EV/EBITDA	배	5.51	7.66	7.30	6.12	5.14
ROE	%	10.61	10.87	13.89	12.91	12.71
BPS	원	6,585	7,430	8,421	9,475	10,653
DPS	원	100	75	75	75	75

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

실적 추정 및 Valuation

2020년 매출액 2,384억원, 영업이익 303억원 전망

목표주가는 10,700원으로 현 주가 대비 40.8%의 상승여력

연간 매출액과 영업이익은 각각 2,384억원(YoY, +21.5%)과 303억원(YoY, +33.5%)으로 전망한다. 중국 디스플레이 업체들의 투자가 3분기에 집중될 예정으로, 하반기 실적은 상반기를 상회할 전망이다.

DMS의 기업가치는 투자지분가치 456억원과 영업가치 2,004억원을 포함해 총 2,459억원으로 산정했다. 풍력발전기 사업은 올해 하반기부터 초도 물량 수주가 예상되나, 2021년부터 본격화 될 전망으로 2020년 영업가치 산정에서는 제외했다. 이를 제외하고도 목표주가는 10,700원으로 현 주가 대비 40.8%의 상승여력이 존재하며, 내년부터 풍력발전기 사업의 가치가 추가되면 전체 기업가치가 더욱 상승할 수 있을 것으로 판단한다.

표 1. DMS SOTP Valuation

(단위: 십억원)

		평가액	20F EBITDA	Valuation Method
1. 영업가치	디스플레이	200.4	33.4	2020F EBITDA에 6배수 적용
2. 투자지분가치	비율	44.5		기업가치 1,189억원, 상장 후 지분을 37.4%
	기타	1.1		
	소계	45.6		
총 기업가치 (1 + 2)		245.9		
	발행주식수(천주)	23,062		
	주당 기업가치(원)	10,664		
	목표주가(원)	10,700		
	현재가	7,600		8월 12일 종가
	상승여력	40.8%		

자료: 하나금융투자

표 2. DMS 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	47.8	48.5	48.3	51.5	50.2	58.2	66.4	63.4	298.7	196.2	238.4
YoY(%)	(36.7)	(33.0)	(42.4)	(22.9)	5.0	20.0	37.4	23.1	11.2	(34.3)	21.5
제조(디스플레이)	47.6	48.4	48.1	51.2	49.9	58.0	66.2	63.1	297.7	195.3	237.3
기타(임대, 에너지)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	1.0	0.9	1.1
영업이익	4.6	6.7	6.3	5.1	6.6	7.8	8.9	6.9	30.3	22.7	30.3
OPM(%)	9.7	13.7	13.1	9.9	13.2	13.4	13.4	10.9	10.1	11.6	12.7
(지배)순이익	5.1	5.4	7.6	(0.8)	13.3	3.9	4.4	3.0	15.2	17.3	24.7
NPM(%)	10.6	11.1	15.7	(1.6)	26.4	6.7	6.6	4.7	5.1	8.8	10.3

자료: DMS, 하나금융투자

투자포인트

1. 그린뉴딜과 함께 풍력발전 사업 재조명

1. 풍력발전단지 운영
호남풍력발전 7년 연속 흑자, 김천 풍력발전 2021년 말 완공 예정

DMS의 풍력발전 사업은 크게 풍력발전단지 운영과 풍력발전기 제조로 나뉜다. 우선 풍력발전단지 운영은 2014년 전남 영광에 20MW급 풍력발전소(호남풍력발전, 지분을 30%)를 건설해 운영 중이며, 곧 경북 김천에 두번째 20MW급의 풍력발전소(김천풍력발전)를 착공할 예정이다(2021년 말 완공). 호남풍력발전의 경우 지난 4년간 연평균 매출액 65억원과 영업이익 29억원을 기록했으며, 2014년에 운영을 시작한 이후 매년 흑자를 기록했다. 김천풍력발전도 완공 시 꾸준히 DMS의 이익에 기여할 것으로 판단한다.

2. 풍력발전기 제조
한국전력과 200KW급 중형 풍력발전기 공동개발, 한전 추산 국내 최소 2,000대(400MW) 설치 가능

최근 부각되고 있는 풍력발전기 제조는 한국전력연구원과 공동개발한 200KW급의 중형발전기를 제조해 한국전력에 판매할 예정이다. 중형 풍력발전기는 ①낮은 풍속에서도 정격 출력이 가능하고, ②대형 풍력발전기 사이의 공간에 설치가 가능하다는 장점이 있다. 풍력발전의 경우 바람의 속도에 따라 발전량이 달라진다. 풍속이 너무 느려서 시동 풍속(Cut-in wind speed)에 못 미치면 발전을 할 수가 없고, 반대로 너무 빨라서 정격 풍속(Rated wind speed)을 초과하면 작동을 중단해야 한다(그림 1 참조). 현재 국내에서 사용중인 중형급 풍력발전기는 풍속이 12m/s 이상에서 정격 출력이 가능한데, DMS의 발전기는 10m/s의 낮은 풍속에서도 정격 출력이 가능하도록 설계되었다. 한국전력은 국내에만 최소 2,000대(400MW) 설치가 가능하다고 추산했으며, 1차적으로 도서지역 디젤발전기 및 외국산 풍력기(105MW 규모)를 대체하는 방향으로 추진하고 있다. 이를 위해서 200KW급 풍력발전기 총 525대가 필요하며, 그린뉴딜 정책에 힘입어 빠르게 시행될 것으로 전망한다.

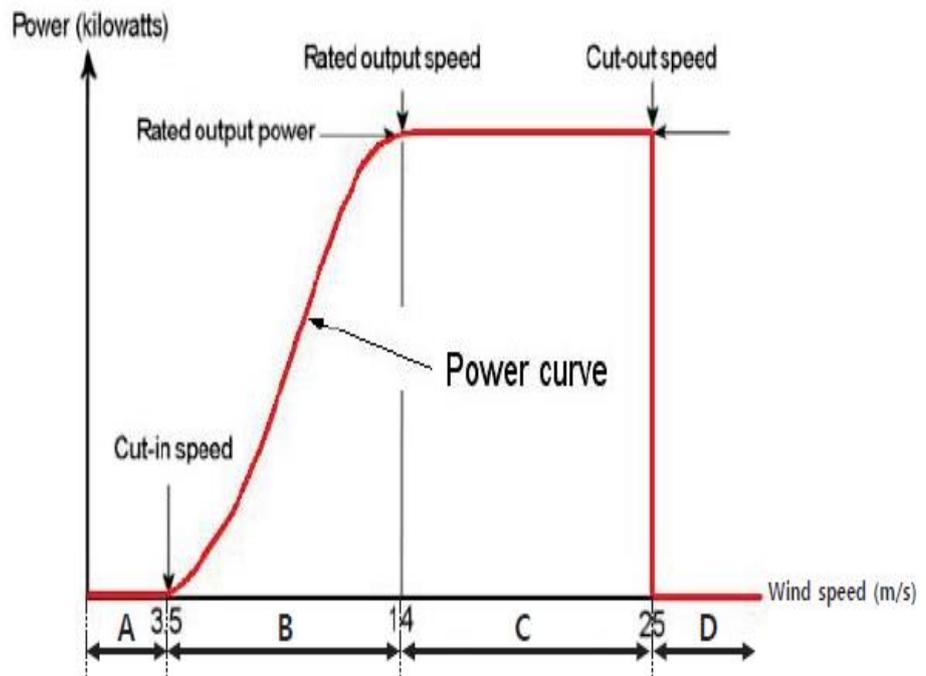
그림 1. 출력곡선: 풍속 구간별 발전량

구간 A: 풍속이 시동풍속보다 작아 발전하지 못함.

구간 B: 풍속이 시동풍속보다 크므로 발전 시작하나, 생산하는 출력이 정격출력보다 작음. 최대의 출력을 생산하도록 제어.

구간 C: 정격출력보다 더 많은 출력 가능하나, 설계에 적용된 정격 출력만 생산하도록 제어.

구간 D: 풍속이 중단풍속보다 크므로 작동을 중지하고 출력을 생산할 수 없는 상태.



자료: 한국에너지기술연구원, 하나금융투자

그림 2. 시험 가동 중인 중형 풍력발전기



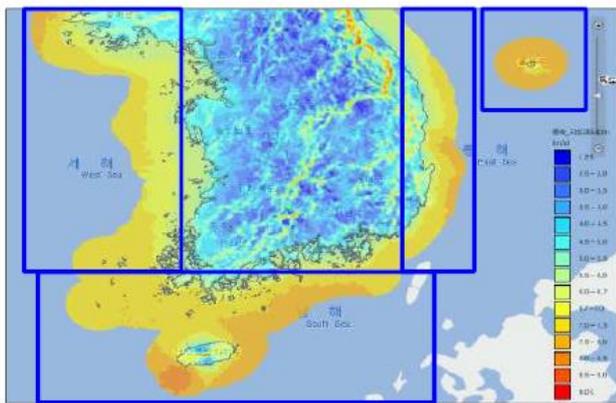
자료: 한국전력, 하나금융투자

그림 3. DMS 대불공장 전경



자료: DMS, 하나금융투자

그림 4. 신재생에너지 자원지도



자료: 한국에너지기술연구원, DMS, 하나금융투자

그림 5. 호남풍력단지 전경



자료: DMS, 하나금융투자

2. 미용 의료기기 전문 기업 비올 인수로 헬스케어 사업 진출

반기에 영업이익 38억원 (OPM 50.7%)을 기록하며 전년도 연간 영업이익 초과

DMS는 2019년 말 비올의 지분 32%(콜옵션 행사 시 40%)를 인수했다. DMS의 중국 사업장 등 현지 네트워크가 중국 시장 진출의 교두보 역할을 하며 양사 간 시너지효과가 날 것으로 기대된다. 최근 코로나19의 악재 속에서도 상반기 매출액 76억원과 영업이익 38억원(OPM 50.7%)을 기록하며 반기 만에 전년도 연간 영업이익을 넘어섰다. 비올은 ①진입장벽이 높은 북미 지역 매출 비중 40%, ②장비를 판매할수록 고수익성의 소모품 매출의 지속적 발생, ③CFDA 인증 획득, DMS의 영업망 활용 등 중국 시장에서 높은 성장기 전망된다는 점에서 IPO 이후 기업가치가 더욱 상승할 것으로 예상된다.

PER 20배로 Peer group 대비 낮음

비올과 동일한 Needle RF 장비를 판매하는 이루다(164060.KQ)는 상장 당일 공모가의 200%에서 거래가 개시되며 투자자들의 큰 관심을 받았다. 8월 12일 기준 이루다의 시가총액은 1,105억원으로, 2019년 순이익 29억원 기준 PER 38배에 달하며, 최근 4개 분기 순이익 42억원을 기준으로 해도 PER은 26배에 달하는 가치를 인정받고 있다. 비올은 오는 11월 IBKS제11호스팩과 합병을 통해 상장될 예정으로, 현재 주가를 기준으로 예상 시가총액은 1,480억원이며, 2020년 예상 순이익을 72억원(반기 순이익 × 2) 기준 PER은 20배로 상당히 저평가되어 있다. 비올의 기업가치 상승은 DMS의 주가에도 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 생각한다.

표 3. 주요 미용 의료기기 업체 실적 및 투자지표

	클래시스	리메드	이루다
시가총액(십억원)	928.6	174.1	110.5
매출액(십억원)	81.1	18.6	21.4
영업이익(십억원)	41.7	4.3	3.5
순이익(십억원)	33.4	4.4	2.9
EPS(원)	534	832	444
PER(x)	26.9	34.4	38.0

자료: 하나금융투자

그림 6. 비올 스칼렛



자료: 비올, 하나금융투자

그림 7. 시술 후 팁 교체 필수



자료: 비올, 하나금융투자

추정 재무제표

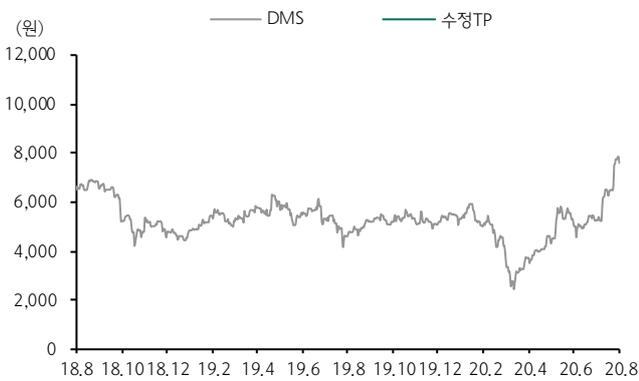
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	298.7	196.2	238.4	285.8	304.3	
매출원가	222.8	130.9	158.2	197.5	212.1	
매출총이익	75.9	65.3	80.2	88.3	92.2	
판매비	45.6	42.6	49.9	51.9	52.1	
영업이익	30.3	22.7	30.3	36.4	40.1	
금융손익	(3.5)	(2.9)	(2.6)	(2.4)	(2.3)	
종속/관계기업손익	1.2	0.2	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(6.2)	1.5	3.3	(0.6)	(0.8)	
세전이익	21.9	21.5	31.0	33.4	37.0	
법인세	6.7	4.3	6.4	7.4	8.3	
계속사업이익	15.2	17.2	24.6	25.9	28.8	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	15.2	17.2	24.6	25.9	28.8	
비배주주지분 손익	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	
지배주주순이익	15.2	17.3	24.7	26.0	28.8	
지배주주지분포괄이익	17.0	21.8	24.6	25.9	28.8	
NOPAT	21.1	18.2	24.0	28.3	31.2	
EBITDA	33.3	26.2	33.4	39.1	42.5	
성장성(%)						
매출액증가율	11.2	(34.3)	21.5	19.9	6.5	
NOPAT증가율	58.6	(13.7)	31.9	17.9	10.2	
EBITDA증가율	73.4	(21.3)	27.5	17.1	8.7	
영업이익증가율	82.5	(25.1)	33.5	20.1	10.2	
(지배주주)순이익증가율	289.7	13.8	42.8	5.3	10.8	
EPS증가율	286.5	13.3	42.7	5.3	11.0	
수익성(%)						
매출총이익률	25.4	33.3	33.6	30.9	30.3	
EBITDA이익률	11.1	13.4	14.0	13.7	14.0	
영업이익률	10.1	11.6	12.7	12.7	13.2	
계속사업이익률	5.1	8.8	10.3	9.1	9.5	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	661	749	1,069	1,126	1,250	
BPS	6,585	7,430	8,421	9,475	10,653	
CFPS	2,134	1,684	1,556	1,637	1,778	
EBITDAPS	1,447	1,136	1,447	1,695	1,844	
SPS	12,984	8,517	10,338	12,393	13,194	
DPS	100	75	75	75	75	
주가지표(배)						
PER	6.9	7.3	7.1	6.7	6.1	
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7	
PCFR	2.2	3.3	4.9	4.6	4.3	
EV/EBITDA	5.5	7.7	7.3	6.1	5.1	
PSR	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	
재무비율(%)						
ROE	10.6	10.9	13.9	12.9	12.7	
ROA	4.9	5.6	7.8	7.5	7.6	
ROIC	13.9	10.3	13.0	14.0	14.6	
부채비율	109.5	82.2	73.7	70.8	64.7	
순부채비율	51.2	44.7	36.2	30.1	18.1	
이자보상배율(배)	8.5	7.2	11.0	13.8	15.1	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	159.9	134.5	159.0	192.7	224.9	
금융자산	29.5	14.8	13.5	18.4	39.2	
현금성자산	12.4	10.7	8.6	12.4	32.9	
매출채권 등	47.1	26.4	32.1	38.5	41.0	
재고자산	14.6	14.5	17.6	21.1	22.5	
기타유동자산	68.7	78.8	95.8	114.7	122.2	
비유동자산	157.4	168.0	169.2	171.3	170.8	
투자자산	11.2	20.0	24.3	29.1	31.0	
금융자산	2.8	0.9	1.0	1.3	1.3	
유형자산	42.3	40.4	37.6	35.1	33.0	
무형자산	2.6	2.5	2.3	2.0	1.8	
기타비유동자산	101.3	105.1	105.0	105.1	105.0	
자산총계	317.3	302.5	328.2	364.0	395.7	
유동부채	162.4	135.3	138.0	149.5	154.0	
금융부채	104.1	88.2	81.2	81.7	82.0	
매입채무 등	40.1	32.2	39.1	46.9	49.9	
기타유동부채	18.2	14.9	17.7	20.9	22.1	
비유동부채	3.4	1.2	1.3	1.4	1.4	
금융부채	3.0	0.7	0.7	0.7	0.7	
기타비유동부채	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	
부채총계	165.8	136.5	139.3	150.9	155.4	
지배주주지분	151.5	166.0	189.0	213.3	240.5	
자본금	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	
자본잉여금	45.9	45.9	45.9	45.9	45.9	
자본조정	0.1	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	
기타포괄이익누계액	4.7	7.5	7.5	7.5	7.5	
이익잉여금	89.2	105.9	128.9	153.2	180.4	
비지배주주지분	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	
자본총계	151.5	166.0	188.9	213.2	240.3	
순금융부채	77.6	74.1	68.4	64.1	43.5	
현금흐름표						
					(단위: 십억원)	
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	(22.7)	19.7	11.7	10.7	24.2	
당기순이익	15.2	17.2	24.6	25.9	28.8	
조정	29.9	17.3	3.0	2.7	2.4	
감가상각비	2.9	3.5	3.1	2.7	2.4	
외환거래손익	(2.1)	(2.0)	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(1.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0	
기타	30.3	16.0	(0.1)	0.0	0.0	
영업활동 자산부채 변동	(67.8)	(14.8)	(15.9)	(17.9)	(7.0)	
투자활동 현금흐름	(3.8)	3.3	(5.2)	(5.8)	(2.3)	
투자자산감소(증가)	0.9	(8.5)	(4.3)	(4.8)	(1.9)	
유형자산감소(증가)	(2.7)	(0.8)	0.0	0.0	0.0	
기타	(2.0)	12.6	(0.9)	(1.0)	(0.4)	
재무활동 현금흐름	22.8	(28.5)	(8.7)	(1.1)	(1.4)	
금융부채증가(감소)	23.8	(18.1)	(7.0)	0.6	0.2	
자본증가(감소)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(0.3)	(8.1)	0.0	(0.0)	0.1	
배당지급	(1.1)	(2.3)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	
현금의 증감	(3.6)	(1.7)	(2.2)	3.8	20.5	
Unlevered CFO	49.1	38.8	35.9	37.7	41.0	
Free Cash Flow	(25.5)	18.8	11.7	10.7	24.2	

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

DMS



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.13	BUY	10,700		
20.8.11				-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.9%	8.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 08월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 08월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2020년 08월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.