



DM테크놀로지(A065345)

투자 분석 동아리의 새로운 형태 창조.

BUY

Valuation

Target Price: 6,920

Price: 5,510

Margin of Safety: 25.5%

MktCap.(100mn): 442

ROE: 79%

Op.Magin: 9.44%

PER: 4.65

PBR: 0.5

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

이장원 17.58%

Foreign Shr.: 0.79%

52weeks Beta: 1.043

52weeks High/Low:

7,150 / 2,950

기업분석 4팀

김재균, 황준호, 박준범,

정준모, 김희수

◆ 국내 최고의 투자 분석 동아리!

A. 턴어라운드에 성공한 DM 테크놀로지

- 외면 당하는 산업 속에 기회가 있다.

B. DM 테크놀로지

1. LCD TV 전문업체 DM테크놀로지
2. 차별화된 제품 - 복합TV로 유럽의 틈새시장을 공략
3. 생산과 유통 경로

C. 투자 포인트

1. 저원가 생산
2. 유통채널 확보
3. 브랜드화 성공한 중소기업
4. 패널가격 하락

D. Risk

1. LCD 패널 가격 상승 Risk
2. 불완전한 진입장벽

E. Valuation

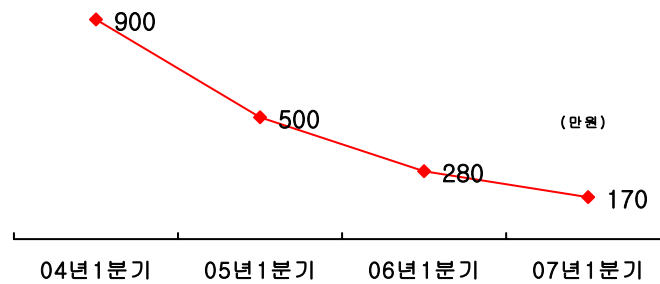


A. 턴어라운드 성공한 DM 테크놀로지

- 외면 당하는 산업 속에 기회가 있다.

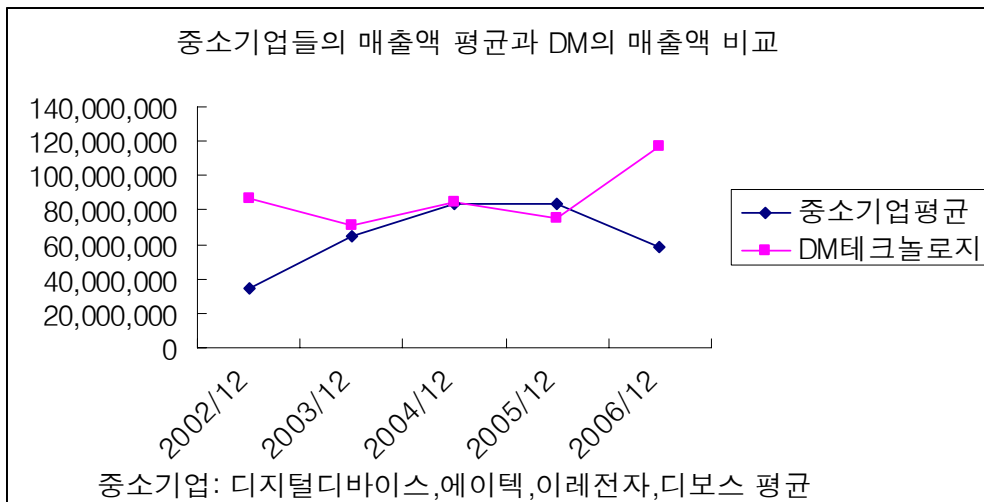
본격적으로 LCD TV산업의 규모가 증가하면서, 중소기업들을 포함하여 많은 업체들이 LCD TV산업으로 뛰어들었다. 그러나 과잉 공급으로 인해 과다한 경쟁이 시작되면서 LCD TV의 가격은 크게 떨어졌고, 대기업 대비 낮은 가격을 경쟁력으로 하던 중소기업체들은 큰 위기를 겪고 있다.

LCD TV 가격 추세



이러한 가격 경쟁으로 인해 대부분의 중소 LCD TV 업체의 영업이익은 크게 악화되었고, 자본잠식으로 이어져 이레전자의 경우 상장폐지 되는 상황까지 발생하였다. 이런 시장 환경 속에서 2003년에 처음으로 LCD TV를 수출했던 DM테크놀로지는 초기 시장진입 3년간 영업적자를 내며 고전하였으나, 다른 중소기업체들의 수익이 크게 악화되었던 2006년 오히려 흑자전환을 하며, 매출액이 크게 증가하였다. 이것은 niche market에 선두 진입, 브랜드화, 유통 채널 확보, 패널가격 하락이 가져다 준 결과이다.

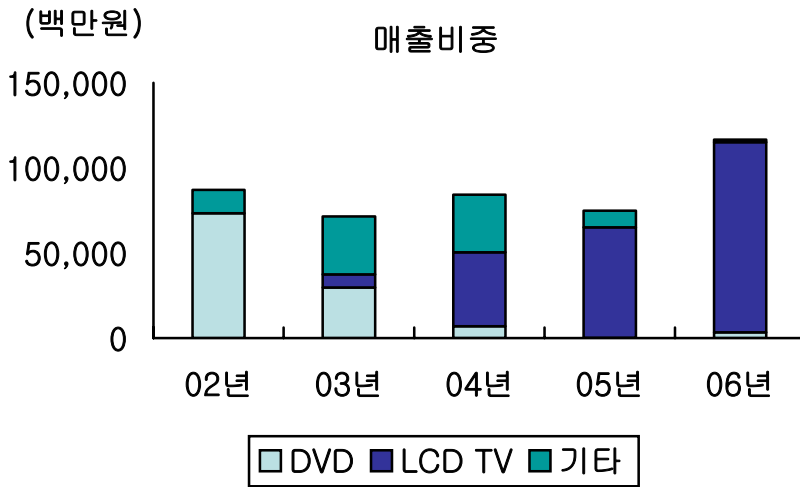
중소기업들의 매출액 평균과 DM의 매출액 비교



B. DM 테크놀로지

1. LCD TV 전문업체 DM테크놀로지

DM테크놀로지는 본래 2000년 OEM/ODM 방식의 DVD전문업체로 설립하였으나, 2003년 LCD TV제조를 주력으로 전환하였으며, 현재는 LCD TV가 매출의 95%이상을 차지하고 있는 LCD TV 전문업체이다.



2. 차별화된 제품 - 복합TV로 유럽의 틈새시장을 공략

2.1. 복합 TV

수많은 LCD TV업체들의 치열한 경쟁 속에서 DM테크놀로지가 계속해서 매출액을 늘리며 성장하고 있는 가장 큰 특징은 바로 복합TV라는 차별화된 제품으로, 대기업들이 들어오지 않는 틈새시장을 잘 공략한 것에 있다.



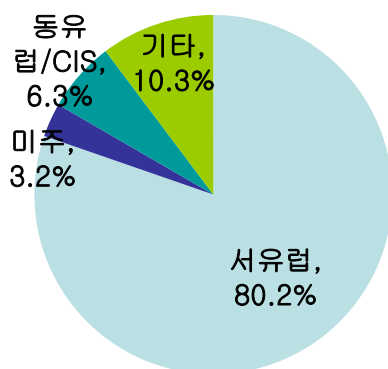
예전 DVD전문 업체로서의 경험을 살려, DM 테크놀로지는 DVD가 내장된 제품으로 시장을 공략하고 있다. 즉 3 in 1 제품으로 디지털 셋톱박스, DVD, LCD TV 3가지를 하나의 전자제품으로 만든 것이다. 어떻게 보면 단순한 아이디어 일 수도 있음에도 불구하고 현재 복합 TV시장에서의 뚜렷한 경쟁기업은 없는데, 이것은 대기업의 경우 DVD사업부와 TV사업부가

나뉘어져 있어 굳이 이들을 합침으로써 스스로 마진을 낮출만한 요인이 되지 않을 만큼 복합TV시장은 아직 매우 작으며, 중소기업이 뛰어들기에는, 다기능화, 복합화에 따른 불량률 우려에도 불구하고 불량률이 0.5% 이하인 DM테크놀로지의 기술력을 따라오기가 힘들기 때문이다. 따라서 현재 대기업들의 진출은 없으며, 영국에서 DM테크놀로지를 모방한 로컬 브랜드들이 생겼음에도 영국의 복합 TV시장에서의 점유율은 75%가 될 만큼 DM테크놀로지의 위치가 압도적이라고 할 수 있다. DM테크놀로지는 이러한 틈새시장에서의 성공을 바탕으로 2007년에도 4 in 1 LCD TV, 즉 LCD TV안에 HDD PVR, DVD 및 디지털 셋톱박스가 내장된 복합 LCD TV기기를 출시하고 있으며, DVD뿐 아니라 PVR복합(PVR SD/HD), 디지털STB 복합(ATSC/DVB SD/HD), 네트워크 기능 복합(IP STB) TV의 기능을 첨가한 3in1 TV출시를 계획하는 등, 계속해서 복합 TV시장에 주력하고 있다.

2.2. 유럽의 틈새시장 - 수출현황

DM 테크놀로지는 2003년 3월 첫 해외진출을 시작하여, 처음 3년간은 다른 중소 LCD TV 업체들과의 경쟁 속에 큰 성과를 내지 못했으나, 2006년부터 복합TV가 인정받기 시작하면서 특히 유럽을 중심으로 복합TV전문 업체로 인지도를 높여가고 있다. 현재는 내수비중이 거의 없이 전량을 수출하고 있는데, 전체 매출 비중이 유럽 80%, 미주 및 기타가 20%로 유럽에 주력하고 있다. 하지만 멕시코 및 캐나다 지사의 법인화를 진행 중이기 때문에 법인화가 완료되면 직접 납입을 통해 해외 영업을 확장시킬 수 있고, 멕시코 공장이 5월초부터 가동되므로, 멕시코와 미국을 본격 공략하여 유럽 50% 미주30% 기타20%의 지역 포트폴리오를 계획하고 있다.

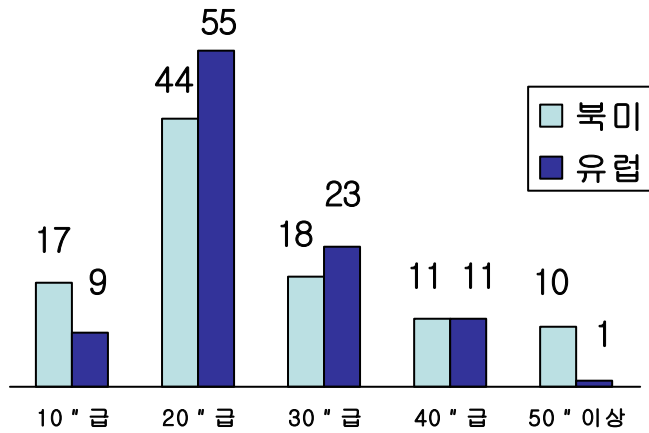
2006년 지역별 매출비중



DM 테크놀로지는 제품 모두가 복합 타입으로서, 가장 작은 17인치에서 대형 42인치까지 7개 제품군을 라인업으로 하고 있으며, 2006년 10월 매출 기준으로 32인치 이하 제품이 90%를 차지하고 있다. 이것은 중소형 인치를 선호하는 유럽인의 특성에 잘 대응한 것으로

보이며, 앞으로 진출할 북미 시장에서도 중소형 인치에 대한 선호가 크다는 점은 DM에게도 플러스 요인이 될 것으로 보인다.

북미 vs 유럽의 인치별 TV 시장 비중 (%)



자료: DisplaySearch('06.4Q)

40인치 이상의 제품이 인기를 끌고 있는 우리나라와는 달리, 유럽과 북미에서는 큰 TV와는 별도로 소형 TV에 대한 니즈가 굉장히 큰 것이 특징인데, 이것은 몇 가지 문화적 차이 때문이다. 우선, 유럽은 넓은 거실형태가 아닌, 15평 17평 크기의 작고 높은 복층 구조의 집이 일반적이다. 따라서 TV를 공동시청 하는 것이 아니라 개인위주로 독립적 공간에서 시청하기 때문에 각각의 방에 작은 크기의 TV를 놓고자 하는 수요가 많다. 또한 우리나라에 비해 요리 시간이 길다는 점도, 주방에 세컨드 TV를 설치하는 요인이 된다. 이에 비해 우리나라는 큰 TV를 공동시청하며, 자녀가 있는 가정의 경우 학업상의 이유로 자녀의 방에는 TV를 놓지 않는다는 것도 차이가 있다. 이에 따라 DM 테크놀로지는 국내 보다는 국외에서 더 경쟁력이 있다고 할 수 있다.

최근 시장조사기관의 서베이 결과 미국은 현재 총 가구의 50%가 3대 이상의 TV를 보유하고 있고, 2010년에는 평균 TV 보유대수가 3대로 늘어날 것이라고 발표하였는데, 이것은 중 소형 TV생산에 주력하고 있는 DM이 앞으로도 성장할 수 있는 발판이 될 것이다.

3. 생산과 유통 경로

유럽지역: 중국생산법인에서 반제품 생산 -> 네덜란드 생산법인에서 조립 -> 판매

비 유럽지역: 중국생산법인에서 완제품 생산 -> 홍콩 물류센터 -> 판매

DM 테크놀로지는 DVD생산업체였기 때문에 초기 LCD TV는 외주개발(위탁개발)형태로 제조되었으나, 현재는 M&A를 통해 외주개발 회사를 흡수합병 하여 LCD TV를 자체생산하고 있다. 따라서 LCD 복합TV에 들어가는 부품 중 DVD를 제외한 LCD패널 및, 셋탑박스 등의 부품은 구입하여 완제품을 생산하고 있다. DM 테크놀로지의 제품은 우선 중국생산법인에서

모두 생산되는데, 이 중 미주, 중동, 아시아 등 비 유럽지역은 중국법인에서 완제품을 생산하여 홍콩을 거쳐서 판매하고, 유럽으로 가는 물량은 중국 생산법인에서 반제품을 생산하여 네덜란드 생산법인으로 보내지고, 단순 조립과정을 거쳐 유럽지역의 백화점 등에 납품 하고 있다.

C. 투자 포인트

1. 저원가 생산

1.1 중국에서 전량생산

품목	사업소	제 7기	제 6기	제 5기
LCD TV	중국 광주	281,642	149,278	94,555
DVD Receiver	중국 광주	46,641	64,688	215,798
DVD Player	중국 광주	-	4,446	125,857
PMP	중국 광주	673	18,015	22,392
합계		328,956	236,427	458,602

공장부지나 인건비가 저렴한 중국에서 제품 전량 생산하므로 매출원가를 줄일 수 있다. 이것은 반제품 형태로 네덜란드 생산법인으로 보냄으로써 14%의 고율 관세를 면제 받고, LG 필립스LCD 독일 생산법인으로부터 LCD패널을 직접 공급받음에 따라 빠른 수주 대응을 하고, 패널 운송비를 절감하기 위해서이다.

이러한 과정으로 DM 테크놀로지는 주문 받으면 열흘 내에 납품할 수 있도록 노력하고 있으며, 5월초 멕시코 공장이 가동되면 유럽은 네덜란드공장, 동남아는 중국공장, 미주는 멕시코공장 등 3대 공장에서 생산하는 효율적인 체제를 구축할 수 있다.

1.2 짧은 리드타임

리드타임이란 일반적으로 최종 소비자에게 제품이 전달되기까지의 각 설정범위간 소요시간으로 주문준비부터 대기, 공정, 운반/운송, 입고, 검사 등 모든 활동들을 하는데 걸리는 시간을 의미한다. DM 테크놀로지는 리드 타임이 짧아서 소비자의 수요에 다른 업체보다 비교적 빠르게 대처할 수 있다.

DM테크놀로지는 제품 종류가 적다. 그래서 네덜란드 조립공장에서 자재 재고만 적정수준으로 유지하면 빠르게 수주에 대응할 수 있다. 그리고 현지 법인을 두어서 제품 판매 상황 체크를 통해 예측발주가 가능하다. 그래서 DM 테크놀로지의 리드 타임이 짧은 것이다.

중소 LCD TV 생산업체의 매출원가율 비교

	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12	2006/12
디지털디바이스	77%	83%	84%	85%	145%
에이텍	87%	83%	85%	84%	81%
이레전자	84%	86%	90%	117%	114%
디보스	86%	87%	86%	83%	88%
DM 테크놀로지	85%	93%	88%	95%	83%

위의 표는 중소 LCD TV 생산업체의 매출원가율을 비교한 표이다. DM 테크놀로지의 매출원가율이 다른 중소기업에 비해 상대적으로 낮다는 것을 알 수 있다.

2. 유통채널 확보



- 스웨덴, 독일, 영국, 프랑스, 스페인, 그리스, 헝가리, 우루과이, 칠레, 아르헨티나, 멕시코, 캐나다, 미국, 이스라엘, 요르단, 사우디, 싱가포르, 남아공, 일본, 홍콩, 중국
-이상 21개국 2001년 신규시장 개척
- 이태리, 스위스, 파나마, 루마니아, 터키, 러시아, 호주, 덴마크, 태국, 쿠웨이트, UAE
-이상 11개국 2002년 신규시장 개척
- 폴란드, 체코, 네덜란드, 핀란드, 벨기에, 노르웨이, 포르투갈, 아일랜드, 이란, 모로코, 레바논, 인도네시아, 슬로베니아, 에콰도르, 불가리아
-이상 15개국 2003년 신규시장 개척
- 말레이시아, 필리핀
-이상 2개국 2004년 신규시장 개척
- 2005년 유럽 현지 생산체계 구축 (네덜란드 생산기지 및 물류, AS센터 구축)
- 2006년 중남미지역 현지 생산기반 구축완료 (멕시코 TIJUANA)

초기에는 삼성물산과 조인트 런칭, 삼성물산의 기존 영업망을 통해 영국 시장에서 Dixons, Comet 등 대형 유통채널을 확보하였다. 그로 인해 복합제품(LCD TV, DVD player, 셋탑박스 등을 일체화한 제품) 시장에서의 포지셔닝에 성공하였다. 그 뒤로는 품질과 가격 경쟁력을 인정받아 가전제품 관련 잡지에 우수제품으로 여러 번 실리면서 브랜드가 알려지기 시작했다. 즉 마케팅 비용에 의한 푸싱방식이 아닌 제품 경쟁력을 바탕으로 한 mouth-to-mouth 효과로 인해 브랜드 자산을 가지게 된 매우 긍정적인 형태인 것이다.



2005년 8월에는 영국 최고의 명품 백화점인 Harrods 백화점에 입점하였는데, 역사와 전통을 가진 귀족 백화점 Harrods 입점은 영국 내에서 상징적인 의미를 갖고 있으며 DM테크놀로지의 우수한 제품력과 영국 시장 내 높은 인지도가 반영된 것으로 볼 수 있다.

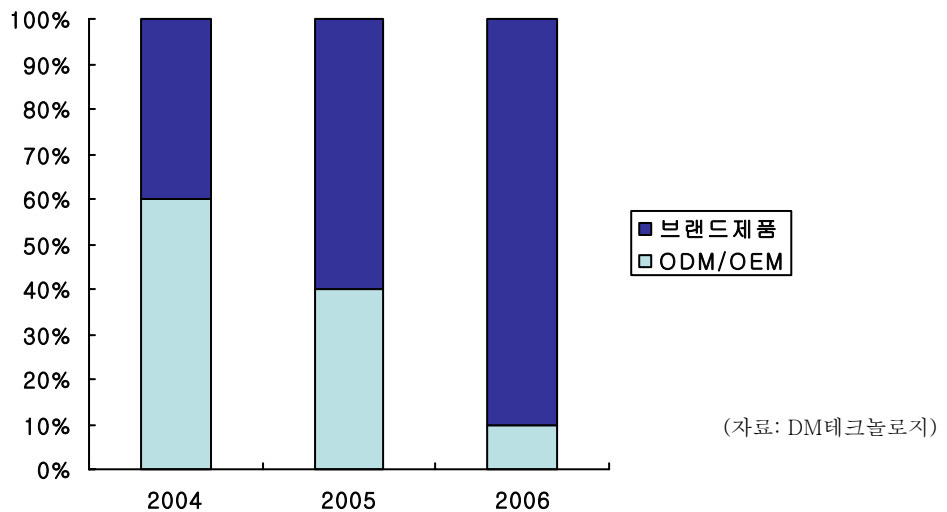
게다가 최근 영국, 네덜란드, 스페인의 가전제품업체에서는 DM테크놀로지의 제품에 대한 OEM 생산 허가를

요청할 정도로 유럽 전체에서 브랜드 인지도가 높아져 있다. 스페인에서는 DM테크놀로지의 제품인 복합 TV 뿐만 아니라 포터블 TV, MP3 플레이어 등의 제품에도 브랜드가 부착되어 하나의 부스가 설치될 만큼 인지도를 빠르게 확장하고 있다.

3. 브랜드화 성공한 중소기업.

2006년 디지털TV원가의 70%의 비중을 차지하는 LCD패널 가격이 떨어져 LCD TV가격이 하락함에 따라 중소 디지털TV 업체의 영업이익이 급감했다. 대기업과의 가격차이가 좁혀졌을 뿐 아니라 대기업들은 디자인과 기능 등으로 제품을 차별화하고 있기 때문이다. 이러한 가운데 DM테크놀로지는 전년대비 영업이익이 271% 급증하면서 턴어라운드 성공했다. 이런 일이 어떻게 가능했을까?

DM테크놀로지는 앞서 언급했듯이 내수를 포기하고 브랜드 의존이 덜한 해외시장에 주력했다. 주력제품도 사업부가 분리된 대기업들이 쉽게 진입하기 어려운 틈새 품목인 복합LCD TV이다. 특히 마진이 낮은 OEM(주문자상표부착생산) 비중을 축소시키고 마진이 높은 자가 브랜드 비중을 90%가까이 끌어올려 온 점이 주목할 만하다.



중소 LCD TV 생산업체의 영업이익률 비교

	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12	2006/12
디지털디바이스	10.90%	10.21%	8.06%	6.33%	-87.55%
에이텍	0.89%	4.40%	2.27%	4.43%	2.46%
이레 전자	5.99%	5.28%	2.36%	-30.62%	-31.05%
디보스	2.78%	5.96%	6.96%	6.28%	-10.00%
DM 테크놀로지	8.39%	-5.27%	1.47%	-8.61%	9.44%

위의 표는 LCD TV를 생산하는 중소기업의 영업이익률을 비교한 것이다. 브랜드화에 성공

한 DM 테크놀로지의 영업이익률이 다른 기업에 비해 훨씬 높은 것을 확인할 수 있다.

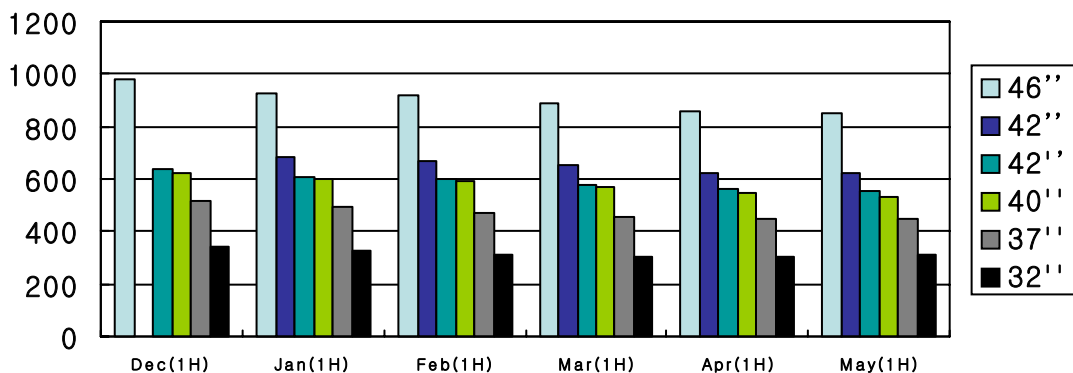
4. 패널가격 하락

DM 테크놀로지는 LCD 패널을 구입하여 자체 생산한 DVD를 부착하여 판매하는 구조를 가지고 있다. 따라서 매출원가는 LCD 패널가격과 DVD 가격으로 구성된다. 이 중에서 패널 가격은 2006년 들어서 하락하면서 DM 테크놀로지에 호재로 작용하였다.

2003년부터 2004년까지 모니터/노트북시장의 급팽창으로 호황기를 구가했던 TFT-LCD 산업은 LCD-TV 시장의 본격적인 형성에 앞서 업체간 과잉투자와 경쟁심화 등으로 어려움을 겪었다. 호황기 동안 실적이 크게 호전을 보였던 대부분의 패널업체들은 차세대투자에 집중하였고, 특히 선두업체인 국내의 삼성전자와 LG필립스LCD, 일본의 Sharp, 대만의 AUO(AU Optronics), CMO(ChiMei Optoelectronics) 등은 LCD-TV의 높은 성장성에 주목하여 04년 이후 7/8세대라인 투자를 시작하였다. 패널업체들의 실적은 대형 LCD-TV시장이 형성되기 전에 업체간 경쟁심화와 공급과잉 전환에 따른 패널가격 급락 등으로 극도로 악화됨에 따라, 05년 이후 투자규모가 빠른 속도로 축소되었다. 결국 공정단계의 발달에 따른 원가 하락이 수요와 공급곡선의 균형에 의한 가격 상승으로 연결되는데 시간이 걸리면서 수익성이 악화된 것이다.

하지만 패널 가격이 하락된 것은 패널을 구입하여 원재료로 사용하는 DM에는 수익성을 확보하는 계기가 되었다. 2006년 턴어라운드의 이유 중 하나가 바로 패널 가격의 하락이다.

LCD TV 패널 가격 동향



D. Risk

1. LCD 패널 가격 상승 Risk

1.1. 지속적으로 하락해 왔던 LCD 패널의 가격상승 Risk

노트북과 모니터생산을 위한 20인치 이하의 IT용 LCD패널이 수요증가에 따른 공급부족으로 가격이 상승함에 따라 TV용 LCD패널까지 가격하락세가 멈추면서 일부 제품에서 상승이 시작되고 있다. 2007년 4월부터 모니터와 노트북용 LCD 패널 가격이 반등하였으며 32인치 TV용 패널 가격도 4월보다 1~2% 인상한 가격에 공급하고 있다.

TV용 LCD패널까지 상승하게 된 것은 앞서 언급한 원가 하락, 공급 과잉에서 수요 증가로 연결되는 시점이 왔기 때문이다. 또한 IT제품용 패널 생산량이 늘어 상대적으로 TV패널의 수급도 빠듯해지면서 상대적으로 공급이 줄어들었으며 LCD패널의 급격한 가격하락에 따른 수익성악화로 LG필립스 LCD 및 AUO 등 주요 패널업체들의 설비 투자 지연 등 양산규모 확대경쟁보다 수급안정성에 초점을 맞추면서 공급을 조절한 면도 작용한 것으로 보인다.

20인치(VGA급) TV용 LCD패널 가격은 1월 160달러에서 2-4월 155달러로 제자리 걸음을 하다 이달 160달러로 5달러 상승했다. 또 26, 27인치(WXGA+ 급) 가격은 2월 270달러에서 3, 4월 263달러에 머물렀다가 이달 268달러로 5달러 올랐다. 특히 32인치(WXGA+ 급) TV용 LCD 패널 가격은 2월 315달러에서 3, 4월 305달러를 유지하다 이달 315달러로 10달러나 인상됐다. 이 밖에 이달 37인치(WXGA+ 급) TV용 LCD패널 가격은 450달러, 42인치(WXGA+ 급) 는 590달러로 지난달과 같은 가격 수준을 유지하고 있다. 가격이 상승하고 있는 TV용 LCD 패널은 32인치이며 이는 32인치 패널 가격은 올해 초 제조 원가 수준으로 떨어져 LCD 패널 업체들이 생산량을 대폭 줄이거나 다른 사이즈로 전환했다. 공급이 줄면서 자연스럽게 가격이 오른 것이다.

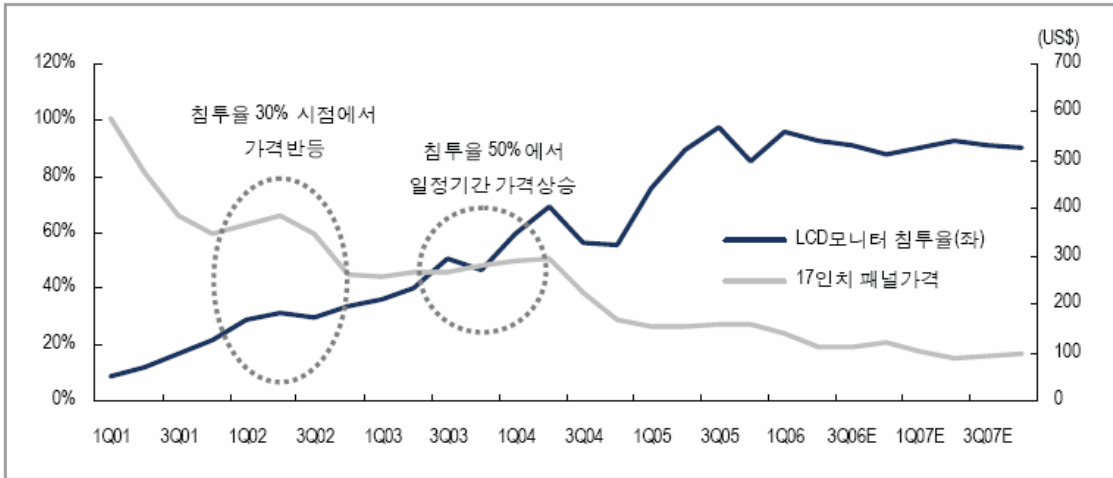
하지만 지금까지 LCD 패널의 가격은 26, 30, 32인치에서 상승하고 40인치 이상의 LCD 패널은 아직 가격이 상승하지 않고 있으며 20인치의 LCD 패널 가격은 단기적으로는 상승하지 않을 것이라는 전망이 강하다. 그리고 LCD 패널 가격 상승은 LCD TV의 가격 상승으로 연결될 가능성이 있으며 그렇다면 LCD TV 가격 하락 때문에 구매를 연기하고 있던 소비자들의 구입 증가가 예상되어 오히려 호재로 작용할 가능성도 있다.

1.2. 장기적인 LCD 패널 가격 전망

장기적으로는 LCD 패널 가격은 어떻게 될까? DM 테크놀로지가 주력으로 생산하고 있는 20인치 LCD-TV세트의 미래를 전망하기에 앞서 비슷한 크기의 과거 17인치 모니터 세트 가격이 얼마나 하락하였을 때 수요를 견인하였는지 검토할 필요가 있을 것이다.

과거 2000년 이후 17인치 패널가격은 LCD모니터 시장 확대를 위하여 지속적으로 하락하다가, 모니터시장대비 침투율이 30%를 넘어서는 시점부터 패널가격이 반등하는 모습을 보이고 있으며, 침투율이 50%에 이른 시점에서는 또다시 일정기간 시장수요여건에 따라 패널 가격이 반등하는 모습을 보였다.

17인치 모니터가격 동향과 LCD모니터 침투율



따라서 17인치 모니터가격 동향에서 유추해본다면 LCD-TV의 TV시장 침투율이 30%에 도달하는 시점부터 TV용 패널가격이 안정세를 보이거나 소폭 상승할 가능성이 있으며, 시장 수요의 절대적인 주류가 되는 50% 시점에서는 패널가격이 상승할 것이다. 현재 LCD-TV의 침투율이 25% 수준이며, 앞으로 침투율은 증가할 것으로 전망된다. 따라서 패널가격은 장기적인 관점에서 지금보다는 높은 수준에서 형성될 것이다.

1.3. 마진을 감소 분석

(단위: 천원)

계정과목명	2006/12	2007/12
매출액(*)	116,632,865	116,632,865
매출원가(*)	96,458,473	100,177,853
LCD Panel	53,134,000	56,853,380
기타	43,324,473	43,324,473
마진율	17%	14%
매출총이익	20,174,392	16,455,012

위에서는 20인치의 LCD 패널 가격이 증가하지 않을 것으로 예상하였으나 보수적으로 20인치 LCD 패널 가격이 32인치 LCD 패널 가격의 상승률인 7%로 2007년에 상승한 것으로 가정하여 마진을 계산해보았다. 매출액은 동일하며 매출원가를 구성하는 요소 중 LCD 패널을 제외한 다른 부분은 지난 3년간 감소하는 추세이나 보수적으로 동일하다고 가정하여 계산한 결과 마진율이 17%에서 14%로 감소하였다. 이는 동종업계의 마진율보다는 여전히 높은 편이지만 수익성 악화를 피할 수는 없다.

2. 불완전한 진입장벽

- 복합기능을 가진 LCD-TV에 대한 경쟁업체 등장 Risk

2.1. 중소기업들의 진입가능성.

결론부터 말하면, DM Tech의 DVD와 LCD-TV가 복합된 제품에 대한 중소기업의 신규업체의 진입은 쉽지 않을 것으로 보인다. LCD-TV의 생산의 경우에는 진입장벽이 낮은 것이 사실이나, DVD 생산기술에 있어서는 DM Tech와 같은 원가경쟁력을 가질 만큼의 기술확보는 쉽지 않다.

DVD의 경우 Loader라는 핵심부품을 자체 개발하느냐가 원가경쟁력에 영향을 미치는데, 이러한 Loader 개발기술력을 가진 기업은 DM Tech를 제외하고 LG, Samsung과 같은 메이저급의 기업뿐이기 때문에 중소기업의 경우 DVD부품을 외주로 해결해야 한다. 따라서 DVD의 원가경쟁력확보를 위한 기술장벽은 높다고 할 수 있다.

설사 기술력을 확보하더라도 생산비용절감을 위한 중국공장증설 그리고 대형유통채널 등의 확보를 위해서는 신규자본이 많이 필요하다. 또한 유럽시장에서 구축된 DM Tech라는 브랜드이미지와 유통채널 확보는 단기간에 얻을 수 없는 경쟁력이기 때문에 DM 테크놀로지는 이 부분에서 다른 중소기업에 비해 경쟁력을 가지고 있다.

2.2. 대기업들의 진입가능성.

중소규모의 업체에 비해 기존에 DVD와 LCD-TV를 생산하고 있는 삼성 또는 LG와 같은 대기업의 경우 기술력과 자본력을 가지고 있기 때문에 중소기업에 비해 시장 진입이 어렵지 않다.

하지만 앞서 언급했듯이 대형가전사의 경우 DVD player과 Digital Display 사업부가 분리되어 있는 경우가 많아서 복합제품을 생산하기에는 비용이 많이 든다. 그리고 새로운 라인 증설, 마케팅, 새로운 부서 창출 등의 추가적인 비용에 비해 시장규모가 작아 대형업체가 진입하기에는 비효율적인 시장이다.

오히려 대기업이 진입한다면 시장 규모가 커지는 효과가 발생할 수 있다. 이렇게 된다면 품질과 기술력, 유통채널에서 뒤지지 않는 DM 테크놀로지는 매출 증가를 예상할 수도 있다.

2.3. 대기업 진입 효과 분석

DM Tech가 전 세계 TV시장의 40%에 해당하는 유럽의 LCD TV 시장 내 복합 TV시장의 대부분을 차지하고 있음에도 불구하고 2006년 기준으로 LCD-TV 세계시장의 1% 미만의 시장점유율밖에 해당하지 않는다는 점을 알 수 있다. (DM Tech 유럽 LCD-TV 시장점유율

5%를 확보.)

따라서 대기업의 세계 LCD-TV시장 점유율과 비교했을 때 DM Tech의 Target Market은 정말 작은 규모의 Niche Market 이라는 것을 다시 한번 확인 할 수 있다.

<2006년 세계 LCD TV점유율 순위(출고량기준)>

업체	2006년 1Q		2006년 2Q		2006년 3Q		2006년 4Q		2006년 Total	
	점유율	순위	점유율	순위	점유율	순위	점유율	순위	점유율	순위
삼성	12.40%	2	14.20%	2	13.50%	2	16.80%	1	14.60%	1
필립스	12.10%	4	12.40%	4	12.60%	3	15.10%	2	13.40%	2
소니	12.30%	3	13.80%	3	11.60%	4	13.10%	3	12.70%	3
샤프	15.20%	1	14.50%	1	13.90%	1	11.40%	4	13.30%	4
LG	6.70%	5	8.40%	5	7.40%	5	7.80%	5	7.60%	5
기타	41.30%		36.80%		40.90%		35.80%		38.20%	

자료: Kbench, 2007. 2

또한 대기업에서 DVD와 LCD-TV에 해당하는 사업부와 DM Tech의 연 매출액을 단순 비교해보더라도 LG전자의 DM과 DD사업부 2006년 총 매출액이 약 8조원인 점을 감안했을 때 매출액 1000억의 DM Tech의 틈새시장을 굳이 대기업이 진입하기에는 매우 작은 규모임을 알 수 있다.

DM TECH의 매출액. (단위: 천원)

	2006년 12월
DM 테크놀로지	116,632,865

LG 전자 2006년 경영실적(단위: 억 원)

사업부	매출액
DM (디지털미디어: DVD player 포함)	27,210
DD (디지털디스플레이: LCD TV 포함)	57,507

실사 대기업에서 이 시장을 공략하기 위해 진출하더라도 기존 작은 규모의 Market의 규모를 키워줄 것으로 예상되기 때문에 시장점유율을 빼앗기더라도 매출 면에서는 DM Tech에게 유리하게 작용할 것으로 보인다.

E. Valuation

Turn around 형 기업인 DM테크놀로지의 경우 과거 데이터를 기준으로 장기적인 미래 현금흐름을 예측하는 DCF 법을 사용하기에 무리가 있다고 판단하여 PM 법을 사용하였다. 당사가 속한 복합 LCD TV 시장은 전체 LCD TV 시장에서 차지하는 포션은 극소하나 상대적으로 높은 성장이 예상된다. 2006년 턴어라운드 성공한 당사는 05년 기준, 06년 매출이 YoY 54% 증가했다. 이는 보고서에 명시된 제품경쟁력을 기반으로 한 유통망확보, 브랜드 자산 등이 시간이 지남에 따라 시장에서 의미 있는 경쟁력을 가지게 되었기 때문이며 이제 자리를 잡은 당사의 Business는 복합 LCD 시장의 성장에 따라 동반 성장할 가능성이 높다고 예상된다. 2007년 공시된 자료에 의하면 올해 복합 LCD 시장은 작년에 이어 YoY 최소 30% 최고 50%의 고성장을 지속할 것이며 향후 2009년까지 30%의 성장을 유지할 것이다. 또한 복합 LCD 시장에서의 강한 경쟁력은 보고서에 명시한 근거들로 인해 유지가 될 것이고 적어도 현재의 시장 점유율을 유지할 것이라고 생각한다.

이에 근거하여 2007년 매출액은 06년 기준 1151억원에 최소 시장 성장률인 30%를 계산하여 1496억으로 예상할 수 있다. 매출 원가율은 06년 기준 83%이며 우리 팀은 이것이 유지될 확률이 높다고 생각한다. 하지만 보수적으로 20인치 LCD 패널 가격이 32인치 LCD 패널 가격의 상승률인 7%로 2007년에 상승한 것으로 가정하여 마진을 계산해 보았다. 매출액은 동일하며 매출원가를 구성하는 요소 중 LCD 패널을 제외한 다른 부분은 지난 3년간 감소하는 추세이나 보수적으로 동일하다고 가정하여 계산한 결과 마진율이 17%에서 14%로 감소하였다. 그러므로 3% 포인트 상승한 86%를 매출 원가율로 계산할 수 있다. 그 외에 근본적인 변화가 예상되지 않는 여타 원가에 대해서는 동일한 비율을 06년과 동일한 비율을 유지한다고 가정한다.

4가지의 Valuation 시나리오로 가격의 범위를 산정할 것인데 두 가지 기준은 다음과 같다. 시장 점유율을 유지한다고 했을 때 시장의 성장에 따라 매출이 성장하는데 시장 성장률을 보수적으로 30%, 긍정적으로 50%로 예상한다. 또한 매출원가율에 의미 있는 변화는 LCD 패널의 가격상승인데 우리의 관점은 가격 상승이 없어 기존의 17%마진율을 유지할 것이라고 보지만 보수적으로 산정한다면 14%의 마진율을 예상하는 것이다. 다시 말해서 시장의 성장률과 매출원가의 변화를 주요 변수로 계산하여 2007년 예상 EPS를 산정하였다.

당사의 EPS를 고려할 때 중요한 변수 중 하나는 잔여 신주인수권과 전환사채 물량이다. 신주인수권 잔여물량의 경우 75%가 대표이사의 것이므로 행사가능성이 낮다고 생각하여 25%만 계산하였고 전환사채는 전량 고려하여 EPS를 산정하였다.

2007년 적정 PER는 업계 평균 6.8를 적용하였는데 이의 근거로는 그간 당사가 PER 5정도로 저 평가를 받아 왔는데 우리는 이것이 LCD 업계에서 차별화 되고 있는 당사에 적절한 PER가 아니라고 생각하며, 순 이익률, ROE 등의 비율과 매출액 규모를 봤을 때 코스타 하드웨어 IT업종 평균 PER인 6.8을 적용하는 것이 합당하다고 판단하였다.

예상매출 성장률	30%		50%	
예상 매출 (억원)	1496	1496	1726	1726
매출총이익률 (억원)	14%	17%	14%	17%
매출총이익 (억원)	209.44	254.32	241.64	293.42
당기순이익 (억원)	87.53	106.28	100.98	122.62
EPS (원)	1,089원	1,323원	1,257원	1,526원
유통주식수 (803.5만주)				
신주인수권 16.6만주 고려 EPS (Diluted)	1,067원	1,296원	1,231원	1,495원
전환사채 39만 3천주 고려 EPS (Diluted)	1,018원	1,237원	1,175원	1,427원
적정 PER	6.8			
목표주가	6,920원	8,410원	7,990원	9,720원
안전마진	25.5% ~ 76%			

이러한 Valuation의 결과로 DM테크놀로지의 연말 목표주가는 6920원 ~ 9700원으로 산정되었고 이는 현재 주가인 5510원에 비해 25.5% ~ 76%의 안전마진이 존재하는 것으로 판단된다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.