

다우기술(023590)

매수(유지)

목표주가: 22,000원(유지)

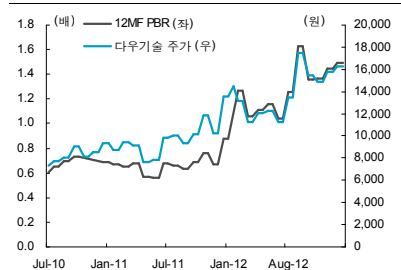
Stock Data

KOSPI(1/9)	1,992
주가(1/9)	16,250
시가총액(십억원)	729
발행주식수(백만)	45
52주 최고/최저가(원)	17,450/10,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,220
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.2/18.7
주요주주(%)	다우데이타외 12인 41.1
	국민연금공단 8.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.8	31.0	(1.5)
상대주가(%p)	11.1	22.6	(10.6)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

낮아질 변동성 & 높아질 기업가치

높은 주가 변동성이 낮아질 전망

다우기술은 시가총액이 7,290억원에 이르는 중형주임에도 불구하고 주가는 소형주와 같은 높은 변동성을 보여주며 증강기 투자의 걸림돌이 되어왔다. 일례로 2012년을 10,350원으로 시작한 주가는 16,500원(1/10)까지 상승 → 10,650원(4/26)으로 하락 → 17,450원(10/2) 상승 → 13,750원(12/12)으로 하락 등 상승과 하락이 반복되었다. 그러나 이러한 높은 변동성은 향후 축소될 전망이다. 주가 저점이 지속적으로 높아지고 있음에 주목할 필요가 있다. 그 이유는 첫째, 견조한 자체 영업성장 모멘텀을 통해 기업가치 안정성이 강화될 전망이다. 특히 자체 영업이익 증가율이 지난 4년간 35%에 이르고, 핵심 가치인 키움증권과의 주가상 관계수도 0.56에 그친 점을 고려할 때 그동안의 주가변동이 펀더멘탈보다는 공급상의 이슈였고, 둘째, 키움증권과 사람인에이치알로 대표되는 유가증권가치 역시 주식시장 저점확인고 일자리 창출 등을 통해 성장성이 부각될 전망이다.

당사 전망을 상회하는 견조한 4분기 실적

다우기술은 4분기중 주요 사업부문인 솔루션, 인터넷서비스, SM 모두 견조한 매출증가를 통해 매출과 자체영업이익은 각각 563억원과 67억원으로 당사의 기존 전망(535억원과 65억원)을 무난히 충족할 것으로 전망된다. 자체영업이익은 전분기 대비 26.3% 증가한 반면 전년 동기 대비로는 6.6% 하락한 수준이지만, 2011년 4분기는 SI업체의 사업특성상 정산문제 등으로 연간영업이익 기여도가 41% 이르는 예외적인 분기였음을(참고로 12년 4분기 기여도는 29%) 고려하면 동등비교는 적절치 않다. 오히려 4분기 실적 자체는 문자서비스 활성화에 따른 인터넷서비스의 성장과 키움증권으로부터의 안정적인 수주 등 견조한 매출증가를 통해 분기별로 사상최대 매출과 영업이익을 실현한 것으로 판단할 수 있다.

긍정적인 2013년 이슈: 공공SI 수주 확대 및 IFRS연결재무제표 도입

2013년 동사의 주요 이슈는 대기업의 공공SI수주제한에 따른 수혜와 IFRS연결재무제표 도입에 따른 회계제도 변화이다. 첫째, 올해부터 대기업들 SI업체들이 공공수주에 참여할 수 없게 됨에 따라 동사의 수혜가 기대된다. 아직 우리의 이익추정에 포함하지는 않았지만, 현재 동사는 기술력과 자금력을 기반으로 적극적으로 시장에 참여할 준비를 하고 있고, 시장확대에 성공할 가능성이 높아 새로운 주가 모멘텀으로 자리잡을 수 있다. 둘째, 그 동안 IFRS 개별재무제표를 사용하여 키움증권과 사람인에이치알 등 자회사 가치에 대해 배당금만 손익에 인식해왔으나 올해부터 IFRS연결재무제표를 사용하여 자회사의 손익을 모두 연결하게 된다. 특히, 이들 자회사 모두 양호한 수익성을 유지하고 있어 동사의 유가증권 매력력이 부각되는 계기가 될 전망이다.

이훈, CFA 3276-6158
hoon.lee@truefriend.com박선영 3276-6195
sunyoung.park@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자체영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	155	65	15	51	1,672	61.5	68	5.1	5.6	0.7	15.0
2011A	168	36	17	26	1,433	(14.3)	40	7.2	12.0	0.7	10.6
2012F	195	39	23	31	1,738	21.2	44	8.1	16.7	1.0	11.0
2013F	216	43	27	33	2,092	20.4	48	7.8	15.3	0.9	12.0
2014F	239	49	31	38	2,500	19.5	54	6.5	13.2	0.8	12.8

〈표 1〉 분기별 실적추이

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	4Q11	YoY	QoQ
매출	44.5	51.0	42.9	56.3	51.3	9.9	31.2
자체영업이익	4.6	6.5	5.3	6.7	7.1	(6.6)	26.3
순이익	5.7	12.8	5.9	7.0	3.1	126.3	19.9

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 주가 상관관계

다우기술과 키움증권 주가의 지난 5년간 상관계수

0.57

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 NAV

투자자산 가치 (A - 십억원)	828	현재가 적용
유형자산가치 (B - 십억원)	252	부동산 가치 반영
무형자산 가치 (C - 십억원)	0	브랜드 로열티 없음
영업가치 (D - 십억원)	225	EBITDA 7.0배 적용
전체자산가치 (E= A+B+C+D, 십억원)	1,305	
순부채 (F, 십억원)	44	2012년 9월말 기준
NAV (G=E-F, 십억원)	1,261	
주식수(H, 백만주)	45	보통주 및 우선주
주당 NAV(I=G/H, 원)	28,096	
현재가격(원)	16,250	
목표주가 (원)	22,000	유가증권에는 30% 할인율 적용
상승여력(%)	35.4%	
NAV 할인율(%)	42.2%	

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

- 다우기술은 SI, 솔루션 등의 서비스를 제공하는 영업지주회사 형태의 복합기업으로 투자자산가치가 전체자산가치의 63%에 이르는 IT서비스 전문 기업이다. SM(Solution map) 솔루션, SI(Server integration), 서비스 사업을 영위하고 있으며 각 자체사업부의 비중은 전체 매출의 55%, 15%, 30%를 차지한다. SM 솔루션 사업은 공개 소프트웨어, 보안 등 e-business관련 total solution을 제공하는 사업으로 주요 고객으로 IBM 등이 있다. SI 사업은 각 기업 환경에 적합한 정보시스템 구축, 컨설팅, 운영, 유지보수 기능을 종합적으로 수행하고 있고, 주요 고객은 키움증권이다. 2012년 들어 강한 성장모멘텀을 보이는 서비스 사업부는 인터넷 서비스, 안전거래 등을 온라인으로 제공한다. 기존사업 간의 시너지를 창출하는 Ppurio(문자서비스), enFax(인터넷 팩스), 연금 복권 등이 최근 자체사업부의 실적 모멘텀을 이끌고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	186	126	139	153	169
현금성자산	102	16	19	21	24
매출채권및기타채권	45	47	55	61	67
재고자산	12	12	13	13	14
비유동자산	416	456	467	475	487
투자자산	168	182	185	194	206
유형자산	52	85	265	265	264
무형자산	9	9	8	7	6
자산총계	602	581	606	628	656
유동부채	151	113	158	153	150
매입채무및기타채무	28	32	30	33	37
단기차입금및단기사채	106	67	58	48	35
유동성장기부채	5	5	4	3	3
비유동부채	50	46	45	46	46
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	19	15	12	10	8
부채총계	200	160	158	153	150
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	175	175	175	175	175
자본조정	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
이익잉여금	217	237	263	290	321
자본총계	401	422	448	475	506
조정자본총계	513	640	719	804	902

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	10	17	23	26	29
당기순이익	51	26	31	33	38
유형자산감가상각비	2	3	3	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(9)	(3)	(12)	(11)	(14)
기타	(35)	(10)	0	(1)	0
투자활동현금흐름	(37)	(50)	(15)	(17)	(20)
유형자산투자	(12)	(9)	(3)	(3)	(4)
유형자산매각	10	0	0	0	0
투자자산순증	(15)	(25)	4	0	0
무형자산순증	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	(17)	(15)	(15)	(13)	(15)
재무활동현금흐름	49	(53)	(6)	(6)	(6)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	55	(44)	0	0	0
배당금지급	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)
기타	(2)	(3)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	22	(86)	2	3	3

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

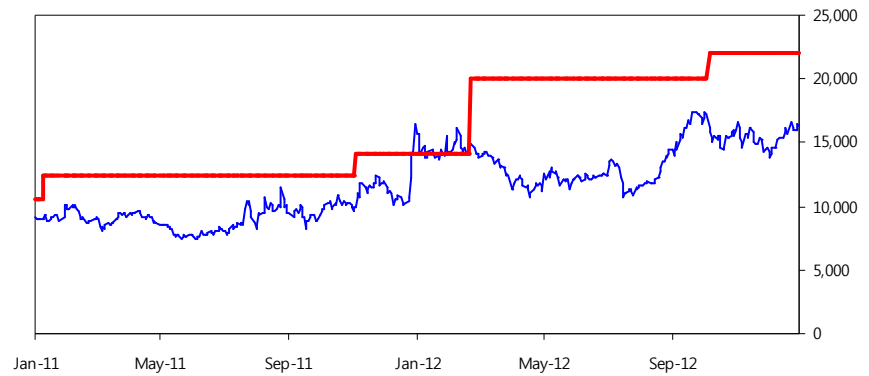
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	155	168	195	216	239
매출총이익	32	34	43	50	56
판매관리비	17	16	20	23	25
기타영업손익	50	19	16	17	18
영업이익	65	36	39	43	49
자세영업이익	15	17	23	27	31
금융수익	1	1	4	2	2
이자수익	1	1	4	2	2
금융비용	1	3	3	3	2
이자비용	1	3	3	3	2
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	66	34	40	42	48
법인세비용	15	8	9	9	11
당기순이익	51	26	31	33	38
기타포괄이익	0	(0)	0	0	0
총포괄이익	51	26	32	33	38
EBITDA	68	40	44	48	54
조정당기순이익	71	61	74	91	108

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,672	1,433	1,955	2,111	2,406
BPS	11,718	14,547	16,293	18,195	20,372
DPS	130	130	130	130	130
성장성(%, YoY)					
매출증가율	29.1	8.0	16.2	11.0	10.7
영업이익증가율	416.5	(44.8)	8.7	10.1	12.5
순이익증가율	61.5	(14.3)	21.4	21.9	19.5
EPS증가율	61.5	(14.3)	21.4	20.8	19.5
EBITDA증가율	379.6	(41.6)	9.4	9.7	11.9
수익성(%)					
영업이익률	42.1	21.5	20.1	20.0	20.3
순이익률	46.0	36.5	43.1	42.3	43.5
EBITDA Margin	44.0	23.8	22.4	22.2	22.4
ROA	8.7	4.4	5.3	5.3	5.9
ROE	15.0	10.6	12.3	12.0	12.2
배당수익률	1.5	1.3	0.8	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	8	31	34	16	(6)
차입금/자본총계비율(%)	32.5	20.6	16.7	13.1	9.3
Valuation(X)					
PER	5.1	7.2	8.1	7.8	6.5
PBR	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
PSR	2.5	2.8	3.6	3.4	3.0
EV/EBITDA	5.6	12.0	16.7	15.3	13.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
다우기술(023590)	2011.01.18	매수	12,500 원
	2011.11.13	매수	14,100 원
	2012.03.02	매수	20,000 원
	2012.10.15	매수	22,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 1월 9일 현재 다우기술 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.