

다우기술(023590)

매수(유지)

목표주가: 24,200원(상향)

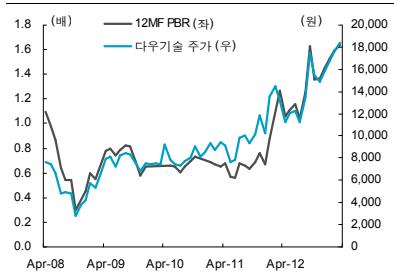
Stock Data

| | |
|-------------------|---------------|
| KOSPI(3/19) | 1,979 |
| 주가(3/19) | 18,350 |
| 시가총액(십억원) | 823 |
| 발행주식수(백만) | 45 |
| 52주 최고/최저가(원) | 18,600/10,650 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 5,065 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 55.2/19.5 |
| 주요주주(%) | 다우데이타 외 11인 |
| | 41.1 |
| | 국민연금공단 |
| | 8.1 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|-----|------|------|
| 절대주가(%) | 6.1 | 17.6 | 31.1 |
| 상대주가(%p) | 6.4 | 19.1 | 34.4 |

12MF PBR 추이



자료: WISEIn 컨센서스

목표주가 상향 조정

다우기술의 목표주가를 기준 22,000원에서 24,200원으로 상향조정하는데, 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 성장 모멘텀이 강화되고 있는 영업가치 산정에서 있어 기준 연도를 2012년에서 2013년으로 변경하였고, 연평균(2012~2013년) 영업이익 성장률이 22%에 이르는 점을 고려하여 EBITDA배수를 기준 7.5배에서 8.5배로 적용하였고, 둘째, 자회사인 키움증권 등의 주가상승에 따른 유가증권 가치 상승분 617억원을 반영하였기 때문이다. 다우기술 주가는 52주 신고가 경신에 따른 부담은 존재하지만 동사의 성장성과 안정성을 고려할 경우 비중 확대 전략이 여전히 유효한 것으로 판단된다.

성장성과 안정성 모두를 겸비한 주식

다우기술이 지닌 가장 큰 매력은 이익의 안정성과 성장성 모두를 갖고 있는 점이다. 첫째, 동사의 영업이익은 2005년 이후 연평균 32% 증가하였을 뿐만 아니라 한차례도マイ너스 성장을 실현한 적이 없다. 특히, 대부분 국내기업들이 실적하락을 경험하였던 금융위기 직후인 2008년과 2009년에도 각각 전년대비 31%와 29% 성장하였다. 이러한 안정적인 흐름은 내부고객인 키움증권으로의 매출증가를 통해 이익 안정성을 확보한 이후 수익성 위주의 수주를 통해 적정마진을 확보한데 기인한다.

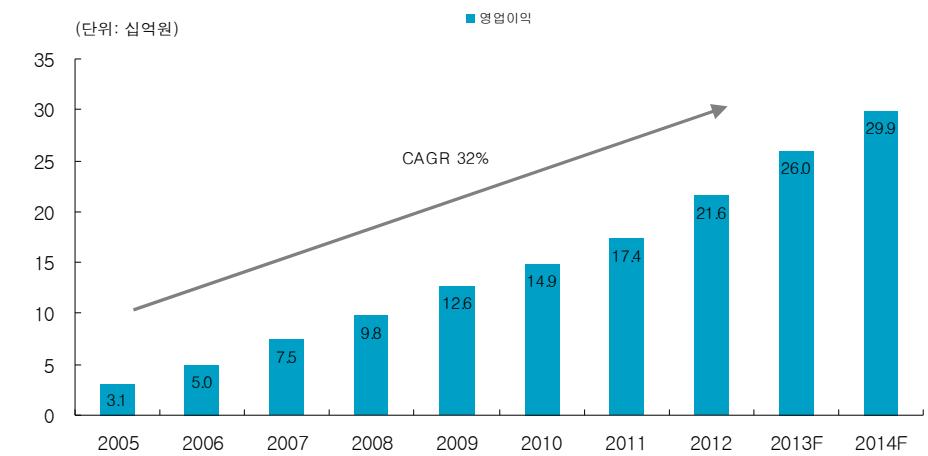
둘째, 2005년 31억원에 불과하였던 영업이익은 신규사업을 통한 성장동력 강화로 2012년 216억원에 이르렀는데, 향후 적극적인 사업진출을 통한 기업가치 상승은 지속될 전망이다. 지난 4년간을 볼 때, ①2008년 삼성유니텔로부터 인수 당시 영업이익이 10억원선에 그쳤던 문자서비스사업은 60억원을 상회하고, ② 2009~2010년 신규로 진입한 인터넷복권과 PG사업은 연간 25~30억원 이상의 이익을 창출하고, ③ 2012년 씨네21아이 인수를 통해 기존 사업과 컨텐츠와의 결합을 통해 시너지를 창출하며, ④ 특히, 올해는 대기업의 공공SI수주 금지에 따른 혜택이 5~6월 이후 기시화되어 이익성장 모멘텀이 지속될 전망인데, 기존 사업부의 견조한 성장과 함께 영업이익은 전년대비 21% 증가한 260억원에 이를 전망이다.

지배구조에 대한 우려는 크게 완화됨

일부에서는 최대주주가 다우데이터를 그리고 다우데이터가 다우기술을 소유하는데 따른 지배구조의 문제를 우려하고 있지만 이러한 우려는 과도한 것으로 판단된다. 과거에는 키움증권과 다우기술의 기업가치 증가로 인한 다우데이터의 지주회사 편입 우려로 지배구조의 개편 필요성이 존재할 수 있었다. 그러나, IFRS 별도재무제표상 유가증권 평가에서 원가법을 적용함에 따라 이러한 우려는 크게 완화되어 더 이상 지배구조 관련한 우려는 주가상승에 걸림돌이 되지 않을 것으로 판단된다.

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA (십억원) | PER (x) | EV/EBITDA (x) | PBR (x) | ROE (%) |
|-------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|
| 2010A | 155 | 65 | 66 | 71 | 1,672 | 61.5 | 68 | 5.1 | 5.6 | 0.7 | 15.0 |
| 2011A | 168 | 36 | 34 | 61 | 1,433 | (14.3) | 40 | 7.2 | 22.6 | 0.7 | 10.6 |
| 2012A | 200 | 22 | 37 | 65 | 1,505 | 5.0 | 26 | 10.5 | 27.4 | 1.5 | 11.8 |
| 2013F | 220 | 26 | 33 | 88 | 2,029 | 34.8 | 31 | 9.0 | 27.1 | 1.5 | 17.8 |
| 2014F | 246 | 30 | 38 | 101 | 2,334 | 15.0 | 35 | 7.9 | 23.2 | 1.3 | 17.3 |

[그림 1] 연도별 자체영업이익 성장률



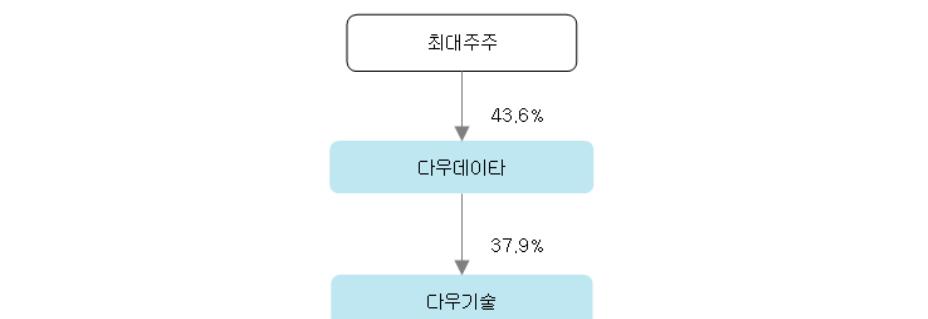
자료: 한국투자증권

<표 1> 신규 사업 추이

| 연도 | 사업 내용 |
|-------|--------------------|
| 2008년 | 삼성 유니텔로부터 문자사업부 인수 |
| 2009년 | 자체사업부로 PG 사업 시작 |
| 2010년 | 자체 사업부로 전자복권 사업 시작 |
| 2011년 | 씨네 21 판권사업 인수 |

자료: 한국투자증권

[그림 2] 다우그룹의 지배 구조



자료: 한국투자증권

<표 2> 유가증권 가치평가 내역

| | 사업 내용 | 지분율(%) | 장부가(십억원) | 현재가(십억원) | 비고 |
|---------|----------|--------|----------|----------|--------|
| 카움증권(주) | 온라인 증권 | 47.7 | 111.4 | 633.6 | 원가법 적용 |
| ㈜사람인 HR | 온라인 취업포털 | 32.3 | 2.3 | 45.2 | 원가법 적용 |

자료: 한국투자증권

<표 3> NAV 분석

| | | |
|--------------------------|---------|---|
| 투자자산 가치 (A – 십억원) | 840.7 | 현재가 적용 |
| 유형자산가치 (B – 십억원) | 238.7 | 부동산 가치 반영 |
| 무형자산 가치 (C – 십억원) | 0 | 브랜드 로열티 없음 |
| 영업가치 (D – 십억원) | 261.8 | EBITDA 8.5 배 적용 |
| 전체자산가치 (E= A+B+C+D, 십억원) | 1,341.2 | |
| 순부채 (F, 십억원) | 41.2 | |
| NAV (G=E-F, 십억원) | 1,300.0 | |
| 주식수 (H, 백만주) | 44.9 | 보통주 및 우선주 |
| 주당 NAV (I=G/H, 원) | 28,975 | |
| 현재가격 (원) | 18,350 | |
| NAV 할인율 (%) | 36.7% | |
| 목표주가 (원) | 24,200 | 영업지주회사임을 고려하여 목표주가 산정시 유가증권 가치에 25%의 할인율을 적용함 |

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-business 관련 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 Ppuro(문자서비스), enFax(인터넷 팩스), 연금 복권 등이 최근 자체사업부의 실적 모멘텀을 이끌고 있다.

재무상태표

| | (단위: 십억원) | | | | |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
| 유동자산 | 186 | 126 | 198 | 195 | 212 |
| 현금성자산 | 102 | 16 | 48 | 51 | 54 |
| 매출채권및기타채권 | 45 | 47 | 57 | 62 | 69 |
| 재고자산 | 12 | 12 | 11 | 13 | 14 |
| 비유동자산 | 416 | 456 | 455 | 476 | 480 |
| 투자자산 | 168 | 182 | 186 | 194 | 198 |
| 유형자산 | 52 | 85 | 125 | 125 | 125 |
| 무형자산 | 9 | 9 | 11 | 10 | 10 |
| 자산총계 | 602 | 581 | 653 | 670 | 692 |
| 유동부채 | 151 | 113 | 153 | 198 | 195 |
| 매입채무및기타채무 | 28 | 32 | 40 | 36 | 40 |
| 단기차입금및단기사채 | 106 | 67 | 98 | 87 | 74 |
| 유동성장기부채 | 5 | 5 | 5 | 4 | 3 |
| 비유동부채 | 50 | 46 | 47 | 49 | 47 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금및금융부채 | 19 | 15 | 20 | 17 | 15 |
| 부채총계 | 200 | 160 | 200 | 198 | 195 |
| 자본금 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 자본잉여금 | 175 | 175 | 179 | 179 | 179 |
| 자본조정 | (12) | (12) | (9) | (9) | (9) |
| 이익잉여금 | 217 | 237 | 261 | 281 | 305 |
| 자본총계 | 401 | 422 | 453 | 473 | 497 |
| 조정자본총계 | 581 | 640 | 453 | 535 | 630 |

현금흐름표

| | (단위: 십억원) | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
| 영업활동현금흐름 | 10 | 17 | 22 | 27 | 34 |
| 당기순이익 | 51 | 26 | 29 | 25 | 30 |
| 유형자산감가상각비 | 2 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 무형자산상각비 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자산부채변동 | (9) | (3) | (10) | (5) | (4) |
| 기타 | (35) | (10) | (1) | 2 | 3 |
| 투자활동현금흐름 | (37) | (50) | (25) | (19) | (25) |
| 유형자산투자 | (12) | (9) | (3) | (3) | (4) |
| 유형자산매각 | 10 | 0 | 10 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | (15) | (25) | (20) | 0 | 0 |
| 무형자산순증 | (3) | (1) | (0) | (1) | (1) |
| 기타 | (17) | (15) | (12) | (15) | (20) |
| 재무활동현금흐름 | 49 | (53) | 34 | (6) | (6) |
| 자본의증가 | 0 | 0 | 7 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | 55 | (44) | 36 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | (4) | (6) | (6) | (6) | (6) |
| 기타 | (2) | (3) | (3) | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | (0) | 0 | (0) | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 22 | (86) | 32 | 3 | 3 |

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

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

손익계산서

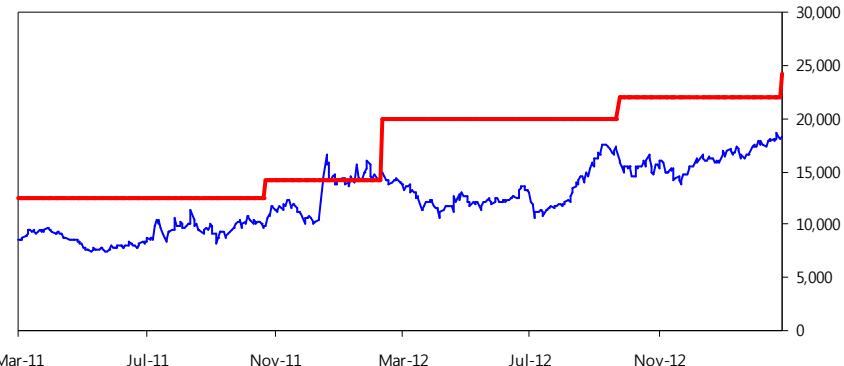
| | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 155 | 168 | 200 | 220 | 246 |
| 매출원가 | 123 | 134 | 161 | 171 | 190 |
| 매출총이익 | 32 | 34 | 40 | 49 | 55 |
| 판매관리비 | 17 | 16 | 18 | 23 | 25 |
| 영업이익 | 65 | 36 | 22 | 26 | 30 |
| 금융수익 | 1 | 1 | 5 | 4 | 4 |
| 이자수익 | 1 | 1 | 5 | 4 | 4 |
| 금융비용 | 1 | 3 | 3 | 5 | 4 |
| 이자비용 | 1 | 3 | 3 | 5 | 4 |
| 기타영업외손익 | 0 | 19 | 14 | 0 | 0 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 66 | 34 | 37 | 33 | 38 |
| 법인세비용 | 15 | 8 | 8 | 7 | 8 |
| 당기순이익 | 51 | 26 | 29 | 25 | 30 |
| 기타포괄이익 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 51 | 26 | 29 | 26 | 30 |
| EBITDA | 68 | 21 | 26 | 31 | 35 |
| 조정당기순이익 | 71 | 61 | 65 | 88 | 101 |

주요 투자지표

| | 2010A | 2011A | 2012A | 2013F | 2014F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,672 | 1,433 | 1,505 | 2,029 | 2,334 |
| BPS | 11,718 | 14,547 | 10,291 | 12,124 | 14,251 |
| DPS | 130 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| 성장성(% YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 29.1 | 8.0 | 19.6 | 9.7 | 11.7 |
| 영업이익증가율 | 416.5 | 17.0 | 24.0 | 20.6 | 14.9 |
| 순이익증가율 | 61.5 | (14.3) | 5.7 | 35.9 | 15.0 |
| EPS증가율 | 61.5 | (14.3) | 5.0 | 34.8 | 15.0 |
| EBITDA증가율 | 379.6 | 18.9 | 21.7 | 19.0 | 13.6 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 42.1 | 10.4 | 10.8 | 11.8 | 12.2 |
| 순이익률 | 46.0 | 36.5 | 32.2 | 39.9 | 41.1 |
| EBITDA Margin | 44.0 | 12.7 | 12.9 | 14.0 | 14.2 |
| ROA | 8.7 | 4.4 | 4.7 | 3.8 | 4.4 |
| ROE | 15.0 | 10.6 | 11.8 | 17.8 | 17.3 |
| 배당수익률 | 1.5 | 1.3 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 8 | 31 | 11 | 21 | (1) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 32.5 | 20.6 | 27.1 | 22.9 | 18.7 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 5.1 | 7.2 | 10.5 | 9.0 | 7.9 |
| PBR | 0.7 | 0.7 | 1.5 | 1.5 | 1.3 |
| PSR | 2.5 | 2.8 | 3.5 | 3.7 | 3.4 |
| EV/EBITDA | 5.6 | 22.6 | 27.4 | 27.1 | 23.2 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------------|------------|------|----------|
| 다우기술(023590) | 2011.07.21 | 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 |
| | 2013.03.19 | 매수 | 24,200 원 |



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 3월 19일 현재 다우기술 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 중 립 : 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
- 중 립 : 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 돋기 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.