

다우기술(023590)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 22,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/14)	1,894
주가(11/14)	15,400
시가총액(십억원)	691
발행주식수(백만)	45
52주 최고/최저가(원)	17,450/10,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,843
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.2/18.3
주요주주(%)	다우데이타 외 12인 41.1
	국민연금공단 8.1

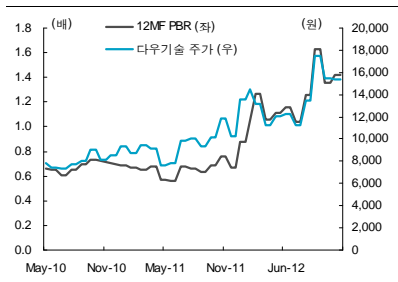
Valuation 지표

	2011A	2012F	2013F
PER(x)	7.2	8.2	7.6
PBR(x)	0.7	0.9	0.9
ROE(%)	10.6	11.9	11.5
EV/EBITDA(x)	12.0	18.8	16.1
EPS(원)	1,433	1,886	2,018
BPS(원)	14,547	16,220	18,032

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.5)	24.2	44.6
상대주가(%p)	(8.4)	25.2	45.1

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

긍정적인 실적모멘텀의 지속

What's new : 지속되는 성장

다우기술의 IFRS개별 재무제표 기준 3분기 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 12%와 27% 증가한 429억원과 90억원을 실현하였는데, 이러한 실적은 당사의 전망을 충족하는 양호한 수준이었다. IFRS 개별 재무제표의 특성상 영업이익에는 사람인에이치알 매각처분이익 40억원이 포함되어 있는데, 이를 제외한 실제 영업을 통한 자체 영업이익(K-GAAP기준 영업이익) 역시 전년대비 25% 증가한 53억원을 기록하여 실적모멘텀이 지속됨을 보여주었다. 한편, 전분기 대비 영업이익은 감소한 것으로 나타나지만, 계절적 영향이 뚜렷한 SI업종의 특성 및 키움증권으로부터의 배당금 인식시점으로 인해 전분기와 비교는 의미가 없다.

Positives : 사업부문의 고른 수익성 개선

3분기 자체 영업이익 증가에서 긍정적인 점은 동사의 3대 사업부(SI솔루션, 인터넷서비스, SM) 모두 견조한 성장을 이루어낸 점이다. 특히 2012년 들어 인터넷서비스 사업부의 이익 증가 추세가 빠르게 이루어지고 있는데, 문자서비스는 규모의 경제효과가 강화되면서 수익성 개선을 주도하고 있으며, 전자복권 사업 역시 견조한 이익창출에 기여하고 있다.

Negatives : 공공수주에 대한 기대감

일부에는 전반적인 경기부진에 따른 SI솔루션 사업부의 수익성 하락을 우려할 수 있지만 동사는 수익성 위주의 수주를 통해 안정적인 실적흐름이 이어지고 있다. 특히, 내년에는 대기업 SI업체들이 80억원 이하의 공공수주에 참여할 수 없게 됨에 따라 동사의 수혜가 기대되는데, 아직까지 우리의 이익추정에 포함하기는 어렵지만 동사는 기술력과 자금력을 기반으로 시장확대에 성공할 가능성이 충분히 있어 새로운 주가 모멘텀으로 자리잡을 수 있다.

결론 : 자체 실적 및 유가증권 가치 모두 부각될 전망이다

다우기술에 대해 긍정적인 시각을 유지하는 것은 향후에도 자체실적 모멘텀이 강화됨과 동시에 동사가 보유중인 유가증권 가치 모두 부각될 것으로 전망되기 때문이다. 첫째, 영업실적은 키움증권으로의 견조한 수주증가를 바탕으로 인터넷서비스 매출증가 및 공공수주 증가를 통해 성장모멘텀이 지속될 전망이다. 둘째, 유가증권 측면에서도 키움증권은 주식시장 약세에 따른 우려는 존재하지만 확고한 고객기반을 바탕으로 한 시장지배력 확대 및 모바일 서비스로의 성장이 강화되고 있다. 사람인에이치알 역시 온라인 고용시장에서 1위인 잡코리아를 빠르게 추격하고 있을 뿐 아니라 일자리창출이란 사회적 흐름의 수혜를 누릴 전망이다.

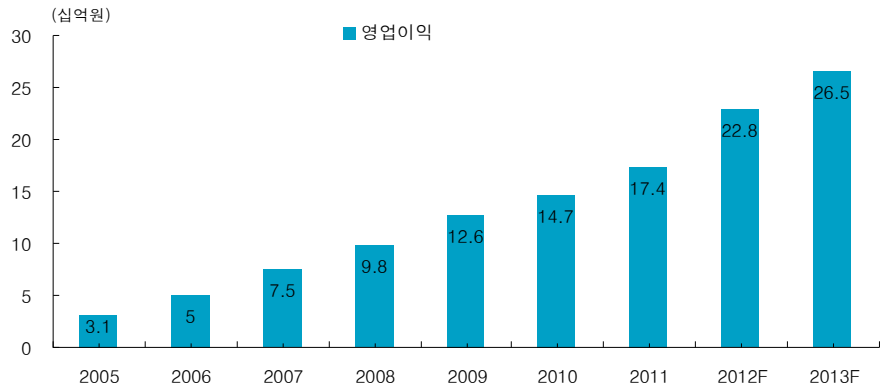
(단위: 십억원, %, %p)

	3Q12P				증감률		2012F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	45.5	42.9	(5.7)	n/a	(15.8)	11.8	195.9	n/a
자체 영업이익	5.3	5.3	-	n/a	(18.6)	24.6	22.8	n/a
영업이익률(%)	11.7	12.2	-	n/a	-	-	11.6	n/a
영업이익	8.4	9.0	(7.1)	n/a	(43.3)	26.8	36.4	n/a
순이익	6.4	5.9	(7.8)	n/a	(54.1)	10.6	30.3	n/a

이훈, CFA 3276-6158
hoon.lee@truefriend.com

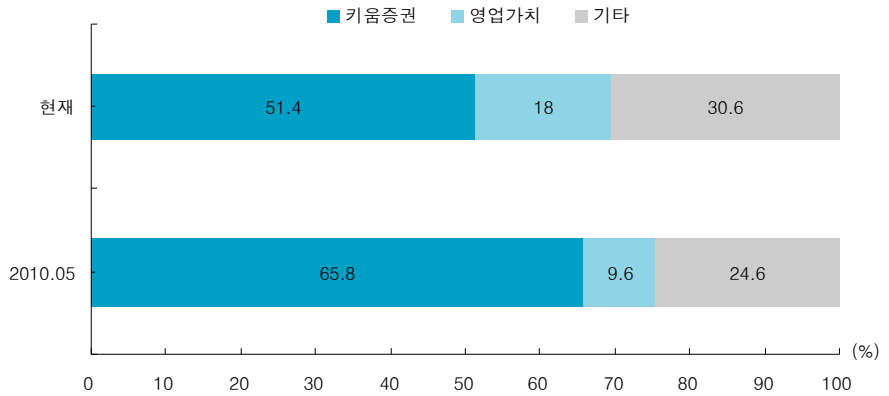
박선영 3276-6195
sunyoung.park@truefriend.com

[그림 1] 자체영업이익 추이



자료: 한국투자증권

[그림 2] NAV 기여도 추이



자료: 한국투자증권

<표 2> NAV

투자자산 가치 (A - 십억원)	781	현재가 적용
유형자산가치 (B - 십억원)	251	부동산 가치 반영
무형자산 가치 (C - 십억원)	0	브랜드 로열티 없음
영업가치 (D - 십억원)	219	EBITDA 7.5배 적용
전체자산가치 (E= A+B+C+D, 십억원)	1,251	
순부채 (F, 십억원)	35	2012년 6월말 기준
NAV (G=E-F, 십억원)	1,216	
주식수(H, 백만주)	45	보통주 및 우선주
주당 NAV(I=G/H, 원)	27,108	
현재가격(원)	15,400	
목표주가 (원)	22,000	유가증권에는 30% 할인을 적용
상승여력(%)	42.9%	
NAV 할인율(%)	43.2%	

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 정보 시스템 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	466	472	481
투자자산	168	182	184	190	200
유형자산	52	85	265	265	264
무형자산	9	9	8	7	6
자산총계	602	581	605	625	651
유동부채	151	113	158	154	151
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	20	15	13	10	8
부채총계	200	160	158	154	151
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	175	175	175	175	175
자본조정	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
이익잉여금	217	237	262	287	316
자본총계	401	422	446	471	500
조정자본총계	513	640	717	801	896

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	10	17	20	24	27
당기순이익	51	26	30	31	35
유형자산감가상각비	2	3	3	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(9)	(3)	(12)	(11)	(14)
기타	(36)	(10)	(3)	(1)	1
투자활동현금흐름	(37)	(50)	(12)	(15)	(17)
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)	(13)	(11)	(13)
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	(1)	(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)

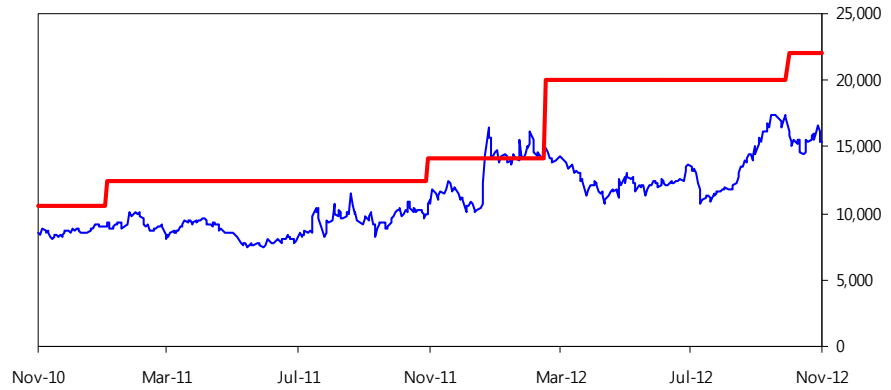
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	155	168	196	217	241
매출총이익	32	34	41	50	56
판매관리비	17	16	18	23	25
기타영업손익	50	19	14	14	15
조정영업이익	15	17	23	27	31
영업이익	65	36	36	40	46
금융수익	1	1	4	2	2
이자수익	1	1	4	2	2
금융비용	1	3	3	3	2
이자비용	1	3	3	3	2
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	66	34	37	39	45
법인세비용	15	8	7	9	10
당기순이익	51	26	30	31	35
기타포괄이익	0	(0)	(0)	0	0
총포괄이익	51	26	30	31	35
EBITDA	68	40	41	45	51
조정당기순이익	71	61	83	89	102

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,672	1,433	1,935	2,063	2,355
BPS	11,718	14,547	16,266	18,122	20,250
DPS	130	130	130	130	130
성장성(% YoY)					
매출증가율	29.1	8.0	16.9	11.0	10.7
영업이익증가율	416.5	(44.8)	1.1	11.2	12.9
순이익증가율	61.5	(14.3)	35.2	8.0	14.1
EPS증가율	61.5	(14.3)	35.0	6.6	14.1
EBITDA증가율	379.6	(41.6)	2.5	10.7	12.2
수익성(%)					
영업이익률	42.1	21.5	18.6	18.6	19.0
순이익률	46.0	36.5	42.2	41.0	42.3
EBITDA Margin	44.0	23.8	20.9	20.8	21.1
ROA	8.7	4.4	5.1	5.0	5.6
ROE	15.0	10.6	12.2	11.8	12.0
배당수익률	1.5	1.3	0.8	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	8	31	35	16	(6)
차입금/자본총계비율(%)	32.5	20.6	16.8	13.2	9.5
Valuation(X)					
PER	5.1	7.2	8.0	7.5	6.5
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
PSR	2.5	2.8	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	5.6	12.0	17.4	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 2012년 11월 15일 현재 다우기술 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 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 높게 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.