

## 더존디지털 (045380) – 매력적인 BM의 독점기업

SMIC 기업분석 5팀 (기성민, 김지원, 박봉휘, 부은영, 이종욱)

### 1. 소프트웨어 산업 소개

#### 1.1 산업의 일반적 특성

비교적 적은 자금으로도 기술력과 아이디어만 있으면 시장에의 접근이 용이하다. 초기에 많은 투자자금을 필요로 하지 않지만 선도적 시장지위의 확보 및 유지를 위한 우수한 인력과 기술력이 필요하다.

1. 임베디드 SW: 특정한 제품이나 솔루션에서 주어진 작업을 수행할 수 있도록 내부에 탑재되는 소프트웨어
2. 패키지 SW: 이용도가 높은 프로그램이나 업종·업무에 적합한 프로그램들을 묶어서 상품으로 제공하고 있는 소프트웨어.

원가가 낮은 라우터에 각종 소프트웨어를 탑재하면 최종가격이 몇 배 이상 오르고, MS 오피스와 같이 널리 확산되어 보편적으로 쓰이는 패키지 제품도 호환성에 따른 네트워크 효과로 인해 추가 생산 비용 없이 고가격을 책정할 수 있어 타 산업에 비해 부가가치가 높다.

#### 1.2 국내 패키지 소프트웨어 시장의 동향

국내 패키지 소프트웨어 시장은 지난 5년간 높은 성장률을 보이며 성장해 왔다. IDC의 자료에 따르면 지난 2001년 13억 달러 규모이던 국내 패키지 소프트웨어 시장은 2005년 20.96억 달러 규모를 기록했다. 연평균 성장률(CAGR)로는 약 12.7%의 성장률이며, 규모상으로 약 1.6배의 성장을 보인 셈이다.

〈국내 패키지 소프트웨어 시장 규모〉					
구분	2001	2002	2003	2004	2005
국내 패키지 S/W	1,297.8	1,673.2	1,529.0	1,796.1	2,095.8

〈자료: IDC BlackHook, 단위:백만달러〉

한편 같은 기간 세계 패키지 소프트웨어 시장은 연평균 5.9%의 성장률을 기록했다. 중국의 성장률과 비교해서 국내 패키지 소프트웨어 시장은 다소 낮은 성장률을 보이고 있으나, 패키지

소프트웨어 부문의 3대 주요 시장이라 할 수 있는 미국, 일본, 독일의 연평균 성장률과 비교하면 상대적으로 높은 성장률을 보이고 있는 상황이다.

구분	2001년	2005년	CAGR
세계	178,190	223,735	5.9
미국	89,917	105,721	4.1
일본	14,696	19,308	7.1
독일	12,395	16,280	7.1
중국	1,732	3,060	15.3
한국	1,298	2,096	12.7

주) CAGR: Compound Annual Growth Rate <자료: IDC BlackHook>

국내 패키지 소프트웨어는 성장과 함께 수요처의 비중에서도 변화를 보였다. 지난 5년간 가장 큰 변화를 보인 수요처는 제조업 부문으로 2001년 29%를 차지했던 비중은 2005년에는 24.9%로 감소하였으나 여전히 최고의 비중을 보이고 있다. 다음으로 가장 큰 변화를 보인 곳은 공공 부문으로 공공부문은 제조부문과 반대로 비중이 증가하여, 2001년 12%의 비중이 2005년에는 13.4%로 나타났다. 이와 같은 경향은 전자정부 등 공공부문의 IT화가 중요시되면서 앞으로도 계속될 것으로 보인다.

<표 3> 패키지 소프트웨어 50 위권 내 국산기업 비교 2001년 vs 2005년

2001년(19개)		2005년(21개)
삼성 SDS	→	삼성 SDS
한글리컴퓨터	→	인철수연구소
핸디소프트	→	티맥스소프트
인철수연구소	→	한글리컴퓨터
더존디지털웨어	→	핸디소프트
동서정보기술	→	인피니트테크놀로지
한국정보공학	→	이수유비케어
소프트피워	→	더존다스
파이언소프트	→	더존디지털웨어
팬타시큐리티시스템	→	비트컴퓨터
메디다스 (유비케어로 사명 변경 후 이수그룹에 인수)	→	지머소프트
한국통신데이터	→	미라콤아이엔씨
누리텔레콤	→	엔키아
나모인터랙티브	→	누리텔레콤
히우리	→	신지소프트
머출립정보기술	→	지오티
위자드소프트	→	만도앤앤소프트
소프트맥스	→	아니텍
엠제이엘테크놀로지	→	알타메이스
		소프트포럼
		일카인터넷

또한 국내 패키지 소프트웨어 기업들은 점유율 면에서는 22.6%로 양호한 추세를 보이고 있으나, 안정성 면에서는 부침이 심해 외국 기업들과 비교되는 모습을 보이고 있다. 2001년 상위 50개 기업들 중 국산 기업인 19개 기업들의 현재 위치를 보았을 때, 2005년에도 50위권에 남아 있는 국내 기업은 7개에 불과한 것으로 나타났다.

## 2. 더존디지털웨어의 Business Model

더존디지털웨어는 8000개에 달하는 세무회계 사무소와 7만여 중소기업 고객을 대상으로 세무/회계 소프트웨어를 판매해왔으며 제품 구매고객은 6개월간 무상 유지보수서비스 기간을 거쳐 유지보수계약 체결에 의한 유상 유지보수서비스를 제공받게 된다. 유지보수 매출은 더존디지털웨어 매출의 절반 가량을 차지하고 있다. 이 유지보수 매출이야말로 앓은 자리에서 돈을 벌 수 있는 매력적인 BM이다. 제품을 설치하면 자동업그레이드를 통해 지속적으로 업데이트가 되는데, 이러한 업그레이드를 제공하고 특별한 비용 없이 매출의 절반 가량을 유지 보수를 통해 벌어들이는 화수분과도 같은 안정적 수익모델이다.

### <더존 제품의 판매경로>

품목	판매경로
NEO-PLUS 외	더존 → 더존 SNS(대리점) → 소비자
ASP/온라인정보제공 외	온라인 서비스(www.neoport.net)

주요제품 판매는 지점 및 대리점 등에서 수행하여 왔으나, 2004년 09월 22일 독립법인체제로 운영되어 온 전국의 지점망을 통합하여 (주)더존SNS가 설립된 후 (주)더존SNS에서 더존 디지털웨어의 제품의 판매/고객서비스를 수행하고 있다. 즉 더존디지털웨어의 마케팅부서와 영업부서를 (주)더존SNS에 이관함으로써 별도의 제품판매를 위한 조직을 갖고 있지 않고 있다.

더존디지털웨어는 2004년 6월 치열한 시장경쟁을 건디지 못하고 42억 원의 적자를 기록한 ERP사업부를 더존다스로 분사하면서 각각 중소기업의 MIS부문, 중소기업의 ERP부문으로 사업을 분리했다. 더존다스는 기업 분할 후 2004년 4분기에 정부의 중소기업 IT화 지원사업에서 수주 1위를 기록 등에 힘입어 흑자전환에 성공했다. 이처럼 비효율적인 사업 부분을 정리하고

구조조정을 성공적으로 마친 더존디지털웨어는 기존 제품의 성능 향상, 신제품 개발 등 R&D에 집중하고 있다.

### 3. 더존디지털웨어의 제품, 매출실적

더존디지털웨어의 주력 제품은 세무 및 회계 모듈로 이루어진 네오플러스I과 네오플러스II로 네오플러스II에는 네오플러스I의 모듈에 인사급여, 물류, 법인 세무조정 모듈 등 6개의 모듈이 추가되어 있다. 전체 매출 부분에서는 NEO-PLUS 군 제품들이 90% 이상을 차지한다.

#### <더존디지털 주요 제품 라인업>

제품명	가격(원)	유지보수비(원)	제품 설명	타겟	출시연도
NEOPLUS 1	1,000,000	400,000	재무회계 관리 등 중소기업 핵심 업무 위주 경영정보화 솔루션	5-299명	1994
NEOPLUS 2	1,400,000	400,000	다양한 모듈 추가된 솔루션	중소기업 5-299명	2003
NEO-Q 라 이트	0	n/a	기장의 일부 자동화 가능한 무료 솔루션	중소기업 5명미만	2005
NEO-Q	450,000	120,000	추가 기능과 기장의 완전 자동화 가능한 솔루션	& 자영업 5명미만	2005
NEO-G7	2,000,000	400,000	비영리법인의 업무 프로세스 표 준화한 예산, 복식회계, 세무 연 동 가능한 솔루션	& 자영업 비영리법인	2005

#### <매출 실적>

매출유형	주요품목	06년 반기	05년 반기	05년 연간
제품	NEO-PLUS	9,461,335	8,732,393	16,909,979
	NEO-Q	16,060	40,207	69,252
	NEO-G7	270,823	146,455	392,840
	소계	9,748,218	8,919,055	17,372,071
상품	H/W	406,783	252,279	728,552
기타	기타매출	394,320	13,751	97,069
합계	합계	10,549,321	7,185,085	18,197,692

(자료:전자공시시스템)

## 4. 안정성

### 4.1 진입장벽

#### 4.1.1 점유율

이미 선점된 시장에서 타사가 유사한 제품을 개발하여 시장에 뛰어들어도 이미 더존디지털 제품에 대한 의존도가 높아 기존 시장에 침투하기 위한 마케팅비용이 커지기 때문에 시장을 잠식하기는 어려운 상황이다. (세무회계시장 90%의 점유율, 중소기업에서의 12.5% 점유율) 설사, 세무회계사무소에서 타사 제품을 채택하더라도 많은 중소기업들이 이미 더존디지털 제품을 사용하고 있어 데이터 호환 등의 문제가 발생하게 된다. 이러한 높은 점유율을 바탕으로 세무사무소의 직원들은 계정만 보고 단축키를 이용해 입력하는 등 더존 제품에 익숙해져서 쉽게 제품을 변경할 수 없는 또 하나의 요인으로 작용한다.

#### 4.1.2 소프트웨어의 기술적 특성

다른 업체에 비해 후발주자로 시작했지만, 도스버전에서 윈도우 버전으로 가장 먼저 변화를 꾀하는 등 앞선 기술력을 선보였으며, 그 기술력을 꾸준히 유지하여 시장선점요인으로 키우고 있다. 또한, 소프트웨어의 특성상 전문성과 잦은 세법 개정에 따른 연구 개발인력이 필요하므로 다른 소프트웨어 업계와는 별도로 진입장벽이 높다.

#### 4.1.3 국가 시험용 채택

2002년에는 네오플러스가 매년 약 8만 명이 응시하는 '전산세무회계자격시험'용 프로그램으로 선정되었다. 국가공인인 한국세무사협회가 주관하는 전산세무회계 자격시험에서 응시자들의 대부분이 더존디지털웨어 소프트웨어를 사용하고 향후 세무회계 사무소 시장에서의 높은 점유율을 유지할 것으로 예상된다.

<제 25회 전산세무회계 자격시험 응시인원 및 각 프로그램별 응시비율>

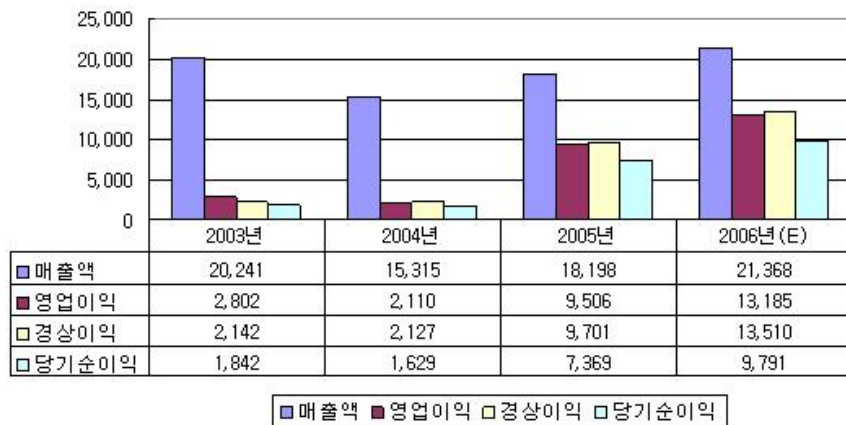
구분	더존디지털웨어	응시비율(%)	경쟁사 A	응시비율(%)
세무1급	2,360	99.0	23	1.0
세무2급	7,080	99.3	50	0.7
회계1급	9,892	99.4	58	0.6
회계2급	5,853	94.4	347	5.6
합계	25,185	98.1	478	1.9

<자료:더존디지털웨어>

## 4.2 이익률 높은 유지/보수 사업

더존디지털웨어의 2004년 대비 2005년 매출은 18.8% 증가한 데 반해 영업이익, 경상이익, 당기순이익은 350% 가량의 성장세를 보였다. 영업이익률은 2004년 13.8%에서 2005년 52.2%로 대폭 상승했다.

<더존디지털웨어 매출 추이>



(단위: 백만원)

<자료: 전자공시시스템, 더존디지털웨어>

우선적으로 매출 증가요인을 살펴보면 고객 기업의 증가와 유지보수 계약 체결 증가로 꼽을 수 있다. 유지 보수 작업은 개발비를 제외하고는 특별한 비용이 필요하지 않으며 원격으로 이루어지기 때문에 더 높은 소득을 얻을 수 있다.

2005년 12월 말 현재 네오플러스의 사용 업체 수는 56,760 개로 파악되고 있으며, 매년 약 7,000 개 가량 고객 기업수가 증가하고 있다. 또한 유지보수 계약 체결 기업수도 매년 4~5 천 개씩 늘어나면서 유지보수 계약 체결율이 72%에 이르고 있다.

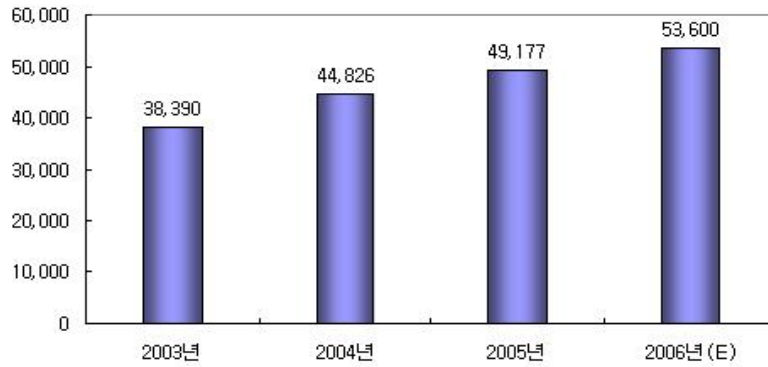
<네오플러스 사용업체 및 유지보수 계약 체결 업체수>

종업원수(명)	사업자수	네오플러스		유지보수	
		사용 업체수	점유율(%)	계약 업체수	점유율(%)
300 이상	2,544	414	16.2	369	14.4
100-299	9,154	3,229	32.3	2,984	32.6
50-99	20,406	6,674	32.7	6,271	30.7
20-49	65,115	16,652	25.6	14,894	22.9
10-19	115,707	14,217	12.3	12,101	10.5
5-9	282,185	10,398	3.7	8,385	3.0
1-4	2,694,469	5,176	0.2	4,173	0.2
합계	3,189,890	56,760	1.8	49,177	1.5

참고: 통계청 사업자수는 2004년 기준, 더존디지털웨어 수치는 2005년 기준

<자료: 통계청, 더존디지털웨어>

〈더존디지털웨어 유지보수 계약 체결 업체수 증가 추이〉



〈자료: 더존디지털웨어〉

한편, 판매법인인 더존 SNS 와의 수익배분 구조를 바꿈으로써 유지보수 매출이 2005 년부터 큰 폭으로 증가하였다. 수익배분 구조 변경사항은 다음과 같다.

〈더존디지털웨어와 더존 SNS 의 수익 배분 구조〉

구분	더존디지털웨어		더존 SNS	
	전	후(05.01 - )	전	후(05.01 - )
라이선스	60%	40%	40%	60%
유지보수	30%	50%	70%	50%

〈자료: 더존디지털웨어〉

이러한 사례는 계열사간 조직 변화를 통한 선순환 효과로 안정적인 성장 기반을 구축한 것으로 결과적으로 더존 SNS 의 라이선스 매출 증가 → 더존디지털웨어 신규 고객수 증가 → 더존디지털웨어 유지보수 고객수 증가 → 더존디지털웨어 매출 및 영업이익 증가로 이어지게 되었다. 결과적으로는 더존디지털웨어는 인원증가 및 마케팅 비용 부담 없이 수익성 높일 수 있게 되었다.

이에 따라 유지보수 매출이 2003 년 40 억원(23.7%), 2004 년 56 억원(36.6%), 2005 년에는 98 억원(54.4%), 전체 매출액의 50%에 달하고 있어 소프트웨어 업체로서는 가장 바람직한 매출 구조를 보유하고 있는 것으로 분석된다.

### 4.1.3 가격 변동의 안정성

더존디지털웨어 제품의 가격변동추이를 살펴보면 다음과 같다.

품목	4기	5기	6기	7기	8기	9기	10기	11기
Neo plus 제품군	1200	1300	1300	1300	1300	1300	1300	1400

(단위 : 천원)

<자료: 전자공시시스템>

(NEO-PLUS 제품군의 가격은 User수와 Option에 따라 가격 차이가 나기 때문에 일률적인 판매단가를 산출하기는 어렵다. 따라서 위의 표에서는 평균판매 단가를 적용하였다.)

위에서 살펴볼 수 있듯이, 오랜 기간 동안 제품 가격이 크게 변화하지 않았다. 공정거래위원회에 따르면 법적으로는 해당업체가 특별히 가격을 올리지 않는 이상 프로그램에 대한 가격을 내릴 수 있는 명분이 부족하며, 기본부터 가격이 높았다는 점에 대해서는 구체적인 비교상대가 없기 때문에 가격 조정에 있어서 어려운 부분이 있음을 밝혔다. 즉, 더존디지털웨어의 제품 가격이 조정을 통해 큰 폭으로 하락할 위험은 없다고 판단 된다.

## 5. 성장 전망

### 5.1. 중소기업 시장

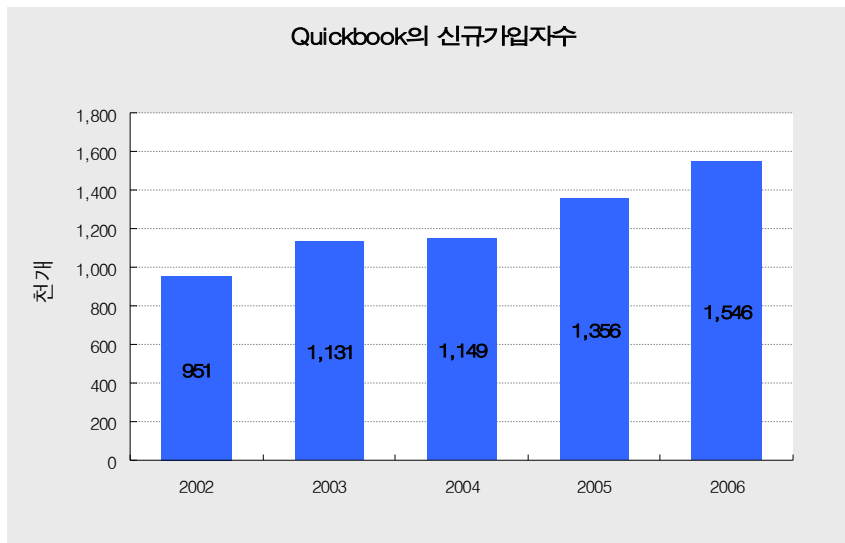
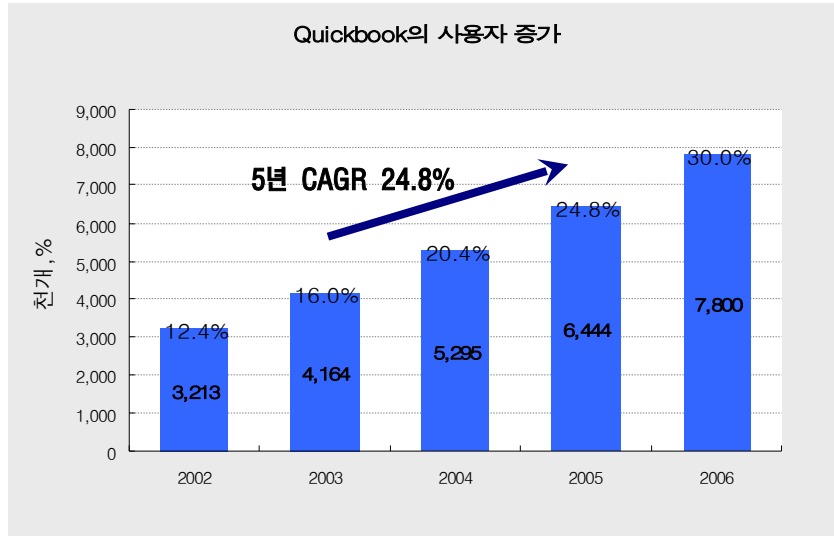
더존 NEOplus가 타겟으로 삼고 있는 기업은 5인 이상 299인 미만의 중소기업이다. 2004년 기준으로 이들 업체의 수는 총 492,867개이다. 네오플러스는 이 중에서 약 14.1%인 70,000여 개의 기업들이 사용하고 있다.(06년 11월 기준) 따라서 현재 엑셀 등을 주로 사용하고 있는 다른 기업들이 신규 고객이 될 가능성이 있다. 당사에서는 현재 14%수준인 시장침투율이 장기적으로 보아 20년 후에는 45% 수준까지 CAGR 6.1%의 비율로 증가할 것으로 예측하고 있다. 이는 다음에 볼 미국시장의 경우를 보아도 충분히 보수적이고 달성 가능한 목표라고 판단된다.

### 5.2 미국 시장과의 비교

국내에서 NEO-Plus의 독점적 위치는 한동안 지속될 것이라고 가정한다면, 결국 세무회계 프로그램 시장의 파이를 얼마큼 키우는가가 더존디지털웨어의 매출 성장을 가능할 수 있는 중요한 척도가 될 것이다. 우리 나라에서는 아직 성장산업이기 때문에, 다른 나라의 경우를 살펴봄으로써 우리 나라 잠재 시장 침투율을 어느 정도 유추해 볼 수 있겠다. 미국의 Intuit Inc.에서 개발한 Quickbook은 미국 중소기업 시장 내에서 NEO-Plus 시리즈와 비슷한 위치를 차지하고 있는 독점 상품이어서 Quickbook의 사용자 증가와 penetration rate를 조사함으로써 짐작해 볼 수



있다. 분석 결과 약 2,600만개로 추산되는 미국 중소기업 및 세무 보고 대상자 중에 점유율이 연평균 약 24.8%의 크기로 꾸준히 증가하고 있음을 알 수 있다..



매년 신규 가입자수를 보더라도, 2004년을 제외하고는 매년 14~18%씩 순증자가 커지는 것으로 보아 침투율 30%에서도 아직 산업이 아직 성장하는 단계라는 것을 알 수 있다. 물론 미국과 우리나라의 세무회계 프로그램을 둘러싼 환경이 다소 차이가 있기는 하겠지만, 금융거래 실적 보고나 기업의 전산화, 온라인화가 촉진되는 대세가 비슷하다는 것을 생각하면, 미국시장만큼의 급속한 성장세는 아니더라도 네오플러스 판매 역시 성장할 것이라는 점을 유추해볼 수 있다.

### 5.3 개인사업자 시장 - 정부의 세계개편안

정부는 최근 세계개편을 통해 사업용 계좌 개설제도를 도입할 예정이다. 이는 사업자가 금융거래 통장을 사업용과 가계용으로 오는 2007년 1월1일부터 분리 관리해야 한다는 것이 그 주요

내용이다. 사업용 계좌는 세무서에 신고해야 한다. 이를 통해 정부는 고소득 자영업자들의 소득 파악능력 제고와 세금탈루 방지에 도움이 될 것으로 기대하고 있다. 적용 대상자는 고소득 자영업자를 포함한 복식부기 사업자로써 전체 개인사업자중 12.2%인 53만명에 달할 것으로 추정되고 있으며, 업계에서는 이 세제 개편으로 새로 열릴 시장의 규모가 총 250억원에 달할 것으로 추정하고 있다.

---

#### <사업용계좌(Business Account) 개설제도>

(2007. 1. 1 이후 거래분부터 적용 제재규정은 2008. 1. 1 이후 거래분부터 적용)

○ 대상자 - 개인사업자중 복식부기의무자

<복식부기의무자>

- 도소매업 : 3 억원이상
- 제조, 음식, 숙박업 : 1.5 억원
- 서비스, 부동산임대업 : 0.75 억원

○ 거래대상 - 사업상 재화, 용역의 공급과 관련한 대가를 지급받거나 지급하는 거래로서  
금융기관을 통하여 대금의 결제가 이루어지는 거래

- 인건비와 임차료는 반드시 사업용계좌에서 지출하도록 의무화

○ 계좌 미개설시 제재방안(08년부터 시행)

- 경정사유에 추가
  - 가산세부과 : 수입금액(미사용시 미사용금액)의 0.5%
  - 감면배제 : 사업용계좌 미개설기간이 속한 과세기간에 대한 감면 배제
- 

표에서 볼 수 있듯이 1년간의 유예기간을 두고 2008년부터는 제재방안이 시행되기 때문에 개인사업자들이 점차 사업용계좌를 개설해서 세무서에 신고할 것으로 보인다. 따라서 5인이하 개인 사업자들을 대상으로 한 프로그램으로서 올 3월부터 본격적 영업에 들어간 NEO-Q의 판매량이 늘어날 여지가 있다고 판단된다. 하지만 사업용계좌가 도입된다고 하더라도 개인사업자들이 실제 NEO-Q를 사용할 것인가에 대해서는 의문이 남는다.

#### 5.4 새 프로그램들

더존디지털웨어는 신 성장동력 확보를 위해 R1, R2, R3 라는 이름의 프로젝트를 진행했다. 이 프로젝트는 모두 기존의 인력과 자원을 활용하는 것으로 추가적인 인원고용 및 투자는 없었다.

R1: 5인 이하 법인용 제품인 NEO-Q를 보급하는 것으로서 이미 살펴보았듯이 폭발적인 성장세가 예상된다.

R2: 네오플러스에서 생성된 경영정보를 바탕으로 회사 경영자가 필요한 경영정보를 알기 쉽게

제공하는 모듈로서 지난 10월 19일 발매되었다.

R3: 납부 편리성 및 관리의 효율성을 높이려는 U-빌링 사업과 관련된 프로젝트로 Neo-B365라고 불리는 U-빌링 클라이언트 모듈을 개발해 판매함으로써 추가적인 수익을 창출하려는 계획이다. 11월 10일 더존디지털의 지주회사인 더존다스가 국세청과 특허권 사용 계약을 체결했다. 더존다스가 보유하고 있는 특허권은 '2차원 바코드를 이용한 고지서처리 시스템 및 방법', '모바일 무선인터넷을 이용한 세금처리 시스템'이다. 국세청이 2007년 도입을 목표로 추진하고 있는 만큼, 더존관계사들이 시너지 효과를 얻을 수 있을 것으로 예상되는데, 더존 디지털의 경우는 모듈인 NEO-B365로 인한 매출이 발생할 것으로 기대된다.

NEO G7 : 학교 등 비영리법인용 솔루션으로서 2005년에 출시되어, 2005년 반기 매출액 1억 4천만원에서 2006년 반기 2억 7천만원으로 100%에 가까운 성장성을 보여주었다.

## 1. 리스크 요인

세무 소프트웨어 제품에서 대표적인 경쟁자로 알려진 키컴은 2만여 일반 기업고객을 보유하며 90년대까지 기업과 세무회계 시장의 90%까지 장악했으나 더존에게 시장을 잠식당하고 경영솔루션 '인트라넷츠' 외 다수 그룹웨어 등으로 제품을 다변화하고 최근에는 정부기관과 주요 대기업 등 300여 곳에 납품된 전자팩스에 주력하고 있다. 이처럼 세무회계 사무소의 90%점유라는 강력한 기반을 가진 더존에 다른 기업들은 정면 도전을 피하고 틈새 시장 공략 쪽으로 선회하고 있다. 더존의 제품이 대부분의 세무사 및 일반이용자들의 손에도 익숙해져 있고 더존의 제품에 대한 인지도와 의존도가 절대적인 시장에 차별화할 요소가 없는 제품으로 거대한 마케팅 비용을 쏟아가며 시장에 진입할 유인은 없어 보인다. 또한 세법 개정 등에 따라 프로그램을 업그레이드 해야 하고, 제품 유지와 이용에 관한 문의를 받는 콜센터 직원만 100명에 달한다는 사실 또한 후발 업체들의 진입을 힘들게 하는 부분이다. 10여년 전부터 세무사회를 중심으로 자체 프로그램의 개발 필요성에 대한 논의가 있었으나 결론은 '불가능하다' 였다. 세무사회의 선택은 오히려 더존과의 협력관계를 강화해 일방적 가격 인상을 억제하는 정도의 소극적인 방법으로 나아가고 있다.

한편, 최근의 소프트웨어 업계 트렌드인 웹기반 소프트웨어가 아닌 패키지 소프트웨어를 고수함으로써 경쟁자에 급격히 M/S를 빼앗길 수 있다는 점에 대해서는, 회계 프로그램이 기업이 재무정보 등 고급 정보를 포함하고 있기 때문에 기업 측에서도 안정적인 패키지 소프트웨어를 선호한다는 점을 생각하면 큰 위협 요인으로 보이지는 않는다. 더존에서도 웹기반의 프로그램을 현재 제공하고 있으나 점유율이 2%밖에 되지 않는 실정이다.

## 2. Valuation

밸류에이션은 초과수익모델을 사용하여 계산하였다. 가치를 평가함에 있어서 가장 중요하게 생각한 가정은 매출의 성장이다. 매출의 성장은 크게 NEO 씨리즈의 판매와 유지 보수 비용으로 나누어 생각하였다. 네오 플러스의 판매 성장률은 2004년 약 29%, 2005년 약 20%였으며, 미국의 Quickbook이 30%의 시장 침투율을 보일때까지 CAGR 약 15%의 성장률을 기록하였다는 것을 볼 때, 향후 10% 이상씩의 성장을 바라볼만 하다. 하지만, 당사에서 자체적으로 예측한 포화상태까지 20여년의 CAGR 6.1%의 성장세를 감안할 때 15%의 성장률에서 조금씩 감소하는 모형을 산정하였다. 또한 유지 보수 비용은 침투율에 영향을 받는다고 생각했다. 왜냐하면 네오 고객의 70% 정도가 유지 보수 서비스를 받는 것으로 나타나 그들의 고객 수에 비례하기 때문이다. Quickbook의 시장 침투율의 5년 CAGR 24.8%를 적용할 수도 있지만, 역시 보수적인 더존 디지털의 가정인 5.64%를 고려하여 24.8%에서 조금씩 감소하게 조정하였다.

순이익률은 2005년 45%대에서 2006년 분기를 거둬들수록 늘어나 2006년 3분기에는 60%를 상회할 것으로 예상한다. 향후 유지 보수 매출의 비중이 커지고 이에 따라 순이익률은 점점 증가하겠지만, 가격은 상승 요인이 부족하고 비용 중에 판매관리비는 물가에 따라 상승 요인이 있기 때문에 보수적인 60% 유지가 적당하다고 생각한다.

배당은 회사의 정책대로 30%를 유지하며, 요구수익률은 푸르덴셜 증권에서 사용한 12%를 사용하였다. 영구수익 가치는 물가 상승률을 감안한 4%를 주었다.

	2005	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Neo	7,766,624	8,931,618	10,182,045	11,505,710	12,886,396	14,303,899	15,734,289
Maintenance	9,265,447	11,563,277	13,875,933	16,373,601	18,993,377	21,652,450	24,250,744
Revenue	18,197,692	21,897,501	25,704,429	29,787,283	34,061,523	38,417,087	42,721,482
NI ratio	60%	1.06843683					
Shares	8,627,528						
Eps	858	1522.86	1787.61	2071.55	2368.80	2671.71	2971.06
Dps	257.40	456.86	536.28	621.47	710.64	801.51	891.32
Eps-Dps		1066.00	1251.33	1450.09	1658.16	1870.20	2079.74
BV per share	2,709.00	3,775.00	5,026.33	6,476.41	8,134.58	10,004.77	12,084.51
Equity cost	12%						
Required Earning		325.08	453.000078	603.15934	777.169677	976.149126	1200.57276
Residual Earning(a)		1197.78	1334.61	1468.39	1591.63	1695.56	1770.49
(1+r)^t (b)		1.12	1.2544	1.404928	1.57351936	1.76234168	1.97382269
PV of RE (a)/(b)		1069.44471	1063.94306	1045.17263	1011.51173	962.10675	896.983092
total	6049.16197						
PV of CV	11212.2886						
Value	19,970.45						
Price(24Nov06)	19,400.00						
Safety Margin	2.94%						
Neo-Sales growth rate		1.15	1.14	1.13	1.12	1.11	1.1
Maint.-Sales growth rate		1.248	1.2	1.18	1.16	1.14	1.12
Neo-Sales	19416560.9	22329045.1	25455111.4	28764275.9	32215989	35759747.8	39335722.5
Maint.-Sales	18530893.2	23126554.8	27751865.7	32747201.6	37986753.8	43304899.3	48501487.3

그 결과 예상 주가는 19970원으로 11월 24일 기준 종가 19400원에 비해 약 2.94%의 상승 여력이 있는 것으로 판단한다. 밸류에이션의 오차범위를 볼 때, 특별한 일이 없는 한 현재 주가가 더존디지털의 상황을 이미 반영하고 있다고 볼 수 있다.

미국 시장의 성장세에 떨어지는 결과가 나올 우려도 있으나, R1, R2, R3 프로젝트를 통한 다각화를 생각하여 볼 때 충분히 매출 성장과 높은 순이익률을 이룩 할 수 있는 여력이 있는 회사라 생각한다. 만약 Neo-Q나 Neo G7의 성장세를 긍정적으로 생각한다면, 현재 주가가 많이 올랐지만 앞으로 실적 발표를 거듭할수록 앞으로 더 높은 주가 상승을 예상해 볼 수 있으며, 보수적으로 판단한다면 추가 매수의 가치는 떨어진다고 본다.

**So, 우리의 결론은 유보!!**