

2010년 10월 23일

## 다우기술

### 내 여자친구는 1 위 증권사

#### v 뜬구름 잡는 소리?? 이젠 생활이야! Cloud Computing

- 제 2의 IT 혁명 클라우드 컴퓨팅의 세계적 확산
- 클라우드 컴퓨팅으로 인한 동사의 핵심 산업 분야인 SaaS의 시장 확대
- 강력한 협력자 KT가 클라우드 시스템 시장에서 선전하고 있다.
- 세일즈포스닷컴과 제휴하여 만든 '팀오피스'에 대한 시장의 긍정적 평가

#### v 배보다 더 큰 배꼽: 키움증권

- 시가총액이 3배 이상인 키움증권의 지분을 50% 이상 소유함.
- 주식 시장 활황으로 인한 지분법이익의 증가
- 유상증자로 인한 신용용자 사업 확대
- FX마진 거래와 투자매매업 등 키움증권의 신사업 진출이 호조.

#### v M&A/사업제휴가 제일 쉬웠어요

- 풍부한 자금을 바탕으로한 2번의 성공적인 인수합병
- 다른 기술을 가진 기업들과의 계속되는 사업제휴

#### v 이렇게 높은 경쟁력에도 불구하고 낮은 주가

- 싸도 너무 싸다
- 키움 증권지분에 대한 자산가치만 6080억 원에 달하며  
현재 시장에서 평가하고 있는 동사의 가치( 시총 3894억 )
- 동사가 가진 자산의 가치, 무형자산가치와 영업가치를 포함하지 않은 가치를 반영하더라도 주당 NAV 는 15,186원으로 현재가 보다 57.1% 나

BUY

적정주가:

13,900원

현재주가:

8,640원 (10/22 기준)

상승여력: 60%

시가총액 3,894억원

ROE 8.4%

ROA 10.7%

영업이익률 10.5%

배당수익률 1.16%

P/E Ratio 8.82

P/B Ratio 0.89

주요주주:

다우데이터 (37.85%)

Fidelity Fund (9.44%)



SMIC 리서치 3팀

팀장 주은환

팀원 류희달 복철수

조주헌 최유경

Side comment

## 1. 산업소개

### 1. Cloud computing

#### 1.1. 클라우드 컴퓨팅 산업

클라우드 컴퓨팅은 인터넷상의 서버를 이용하여 IT 관련 서비스를 한번에 사용할 수 있는 컴퓨팅 환경이다

인터넷상의 서버를 통하여 데이터 저장, 네트워크, 콘텐츠 사용 등 IT 관련 서비스를 한번에 사용할 수 있는 컴퓨팅 환경이다. 정보가 인터넷 상의 서버에 영구적으로 저장되고, 데스크톱·태블릿컴퓨터·노트북·넷북·스마트폰 등의 IT 기기 등과 같은 클라이언트에는 일시적으로 보관되는 컴퓨터 환경을 뜻한다. 즉 이용자의 모든 정보를 인터넷 상의 서버에 저장하고, 이 정보를 각종 IT 기기를 통하여 언제 어디서든 이용할 수 있다는 개념이다. 다시 말하면 구름(cloud)과 같이 무형의 형태로 존재하는 하드웨어·소프트웨어 등의 컴퓨팅 자원을 자신이 필요한 만큼 빌려 쓰고 이에 대한 사용요금을 지급하는 방식의 컴퓨팅 서비스로, 서로 다른 물리적인 위치에 존재하는 컴퓨팅 자원을 가상화 기술로 통합해 제공하는 기술을 말한다. 클라우드로 표현되는 인터넷상의 서버에서 데이터 저장, 처리, 네트워크, 콘텐츠 사용 등 IT 관련 서비스를 한번에 제공하는 혁신적인 컴퓨팅 기술인 클라우드 컴퓨팅은 '인터넷을 이용한 IT 자원의 주문형 아웃소싱 서비스'라고 정의되기도 한다.(그림1참조)

클라우드 컴퓨팅의 장점 과 단점

클라우드 컴퓨팅을 도입하면 기업 또는 개인은 컴퓨터 시스템을 유지·보수·관리하기 위하여 들어가는 비용과 서버의 구매 및 설치 비용, 업데이트 비용, 소프트웨어 구매 비용 등 엄청난 비용과 시간·인력을 줄일 수 있고, 에너지 절감에도 기여할 수 있다. 또 PC에 자료를 보관할 경우 하드디스크 장애 등으로 인하여 자료가 손실될 수도 있지만 클라우드 컴퓨팅 환경에서는 외부 서버에 자료들이 저장되기 때문에 안전하게 자료를 보관할 수 있고, 저장 공간의 제약도 극복할 수 있으며, 언제 어디서든 자신이 작업한 문서 등을 열람·수정할 수 있다. 하지만 서버가 해킹 당할 경우 개인정보가 유출될 수 있고, 서버 장애가 발생하면 자료 이용이 불가능하다는 단점도 있다. 구글·다음·네이버 등의 포털에서 구축한 클라우드 컴퓨팅 환경을 통하여 태블릿컴퓨터나 스마트폰 등 휴대용 IT기기로도 손쉽게 각종 서비스를 사용할 수 있게 되었다. 이용편리성이 높고 산업적 파급효과가 커 차세대 인터넷 서비스로 주목받고 있는 클라우드 컴퓨팅은 2000년대 후반에 들어 새로운 IT 통합관리모델로 등장하였다.

#### 1.2. 클라우드 컴퓨팅의 확산

1500억 달러에 이르는 클라우드 컴퓨팅 시장

해외 클라우드 컴퓨팅 시장은 2008년 160억달러에서 2012년 420억달러에 달하고 전체 IT 지출의 9%를 차지할 것으로 전망했으며,(IDC 2008) 가트너는 2009년 3월 보고서에서 클라우드 컴퓨팅 시장이 2008년 464억달러에서 2009년 563억달러 등 연평균 26.5%씩 증가해 2013년에는 1,500억달러에 이를 것으로 전망했다.(차트1참조)

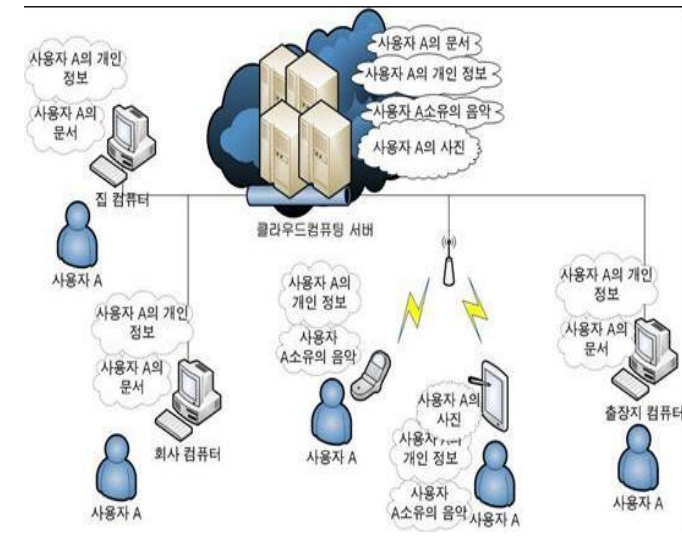
**Amazon Web Service 와 Google Apps 가 대표적.**

세계 최고의 온라인 서점 Amazon은 2002년 7월 Amazon Web Service를 발표하며 클라우드 컴퓨팅의 대표주자로 자리매김하였으며 그 이후, EMC가 온라인 백업 서비스 Mozy를 발표하고, 클라우드 컴퓨팅의 개념을 대중화시킨 Google이 Google Apps를 통해 전방위적인 클라우드 서비스를 시행하고 있습니다. 또한, 최근 MS와 HP가 클라우드 컴퓨팅 개발에 약 2.5억달러를 공동투자하는 등 클라우드 컴퓨팅은 IT 기업들간 경쟁과 새로운 창조를 통해 더 나은 서비스 환경을 가져올 것으로 전망 되고 있다.

**국내 클라우드 컴퓨팅 시장은 아직 미약**

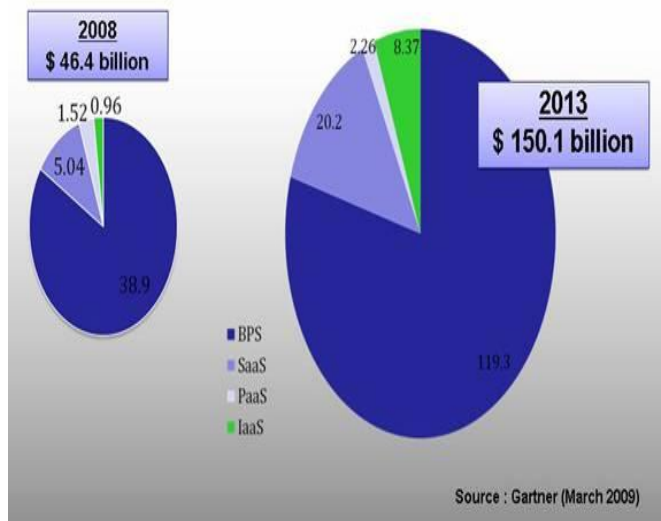
빠르게 확산되어가는 해외시장과는 달리 아직 국내 클라우드 컴퓨팅 시장은 정확한 시장규모를 예측하기가 어렵다. 삼성 SDS, KT, SKT등이 클라우드 서비스를 시범 적용하는 등의 성과를 보이고 있으나 업계에 부는 높은 관심에 비해 대기업 내부 효율화 업무에 치중하는 모습을 보여 시장 활성화는 아직 미약한 단계인 것이 사실이다.

그림1. 클라우드 컴퓨팅의 개념



출처: Naver

차트1. 클라우드 컴퓨팅 시장 (단위 : 억 달러)



출처: 사업 보고서

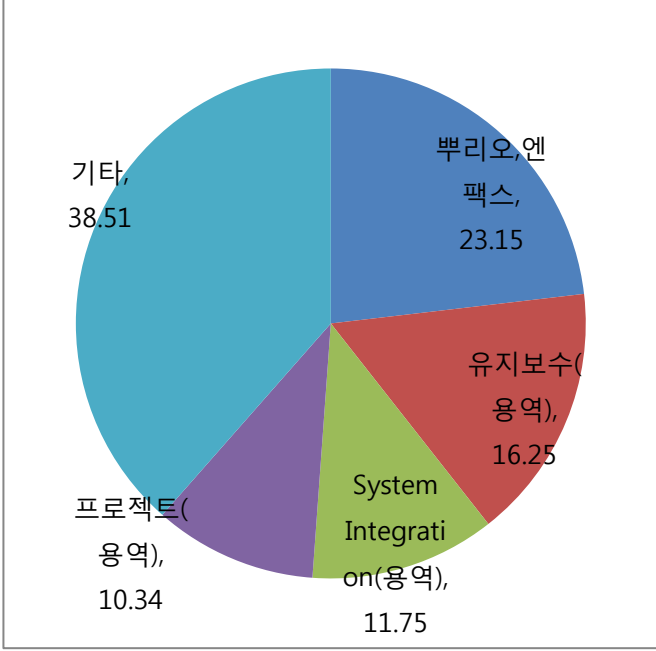
**2. IT 서비스 산업이란?**

**IT 서비스란 소프트웨어적인 부분을 다루는 IT 산업**

IT 산업이란 컴퓨터 하드웨어, 소프트웨어, 통신장비 관련 서비스와 부품을 생산하는 산업을 통칭한다. 이 중에서 IT 서비스는 소프트웨어적인 부분을 다루는 산업으로 ms 워드나 한글 같은 워드 프로세서 프로그램 개발부터 리눅스나 윈도우 같은 운영체제의 개발과 수리 등이 모두 여기에 속한다. 이 뿐 아니라 인터넷에서 접하는 모든 것들이 IT 서비스 산업과 관련된 것이다. 먼저, Internet explorer 나 Safari 같은 브라우저의 개발을 비롯하여 SNS, 소셜 웹, 사용자 인터페이스 등의 개발과 수리도 여기에 포함된다. 현재 동사는 IT 서비스 관리라고 하여 정보 시스템 사용자가 만족할 수 있는 서비스를 제공하고 지속적인 관리를 통해 서비스의 품질을 유지, 증진시키기 위한 일련의 활동을 담당하고 있다.

## 2. 기업소개

### 2.1. BM(Business Model)

차트2. 09년 매출 구성 (단위 : %)	표1. 기업용 솔루션														
	<table border="1"> <tr> <td>Internet Service Solution</td> <td>                     Unified Message System: <b>ppurio</b>                      Internet Fax System: <b>enFax</b> </td> </tr> <tr> <td>Cloud Service</td> <td>                     Cloud Service BMS: <b>Teamoffice</b>                      Cloud Service SFA: <b>Smartprocess</b>                      Cloud Service CRM: <b>salesforce.com</b>                      Cloud Service Platform(PaaS): <b>force.com</b> </td> </tr> <tr> <td>Application Solution</td> <td>                     Web Mail Solution: <b>TERRACE Mail Suite</b>    Anti-SpamVirus Solution: <b>TERRACE Mail Winfer</b>                      Archiving Solution: <b>TERRACE Mail Archive</b>    <b>IBM</b>                      DBMS Tool: <b>QUEST SOFTWARE</b>                      Graphic Modeling Tool: <b>ISE</b>                      APM: <b>JENNER</b> </td> </tr> <tr> <td>Middleware Solution</td> <td>                     EIP: <b>VIGNETTE</b>    EAI: <b>Sun</b>    IM: <b>Sun</b>                      Web Application Server: <b>iboss</b>    <b>IBM</b> </td> </tr> <tr> <td>Infra Solution</td> <td>                     Server Based Computing: <b>citrix</b>                      Web Server: <b>Sun</b>                      LDAP Server: <b>Sun</b>                      DBMS: <b>IBM</b>, Informix, DB2, Postgres, <b>MuSQL</b> </td> </tr> <tr> <td>System Solution</td> <td>                     Back-up: <b>BakBone</b>, NetVault                      Virtualization: <b>vmware</b>, <b>citrix</b>                      Linux: <b>redhat</b> </td> </tr> <tr> <td>Server &amp; Storage</td> <td>                     Server: <b>Sun</b>, <b>IBM</b>                      Storage &amp; Back-up: <b>NetApp</b>, <b>Sun</b>, <b>EMC</b> </td> </tr> </table>	Internet Service Solution	Unified Message System: <b>ppurio</b> Internet Fax System: <b>enFax</b>	Cloud Service	Cloud Service BMS: <b>Teamoffice</b> Cloud Service SFA: <b>Smartprocess</b> Cloud Service CRM: <b>salesforce.com</b> Cloud Service Platform(PaaS): <b>force.com</b>	Application Solution	Web Mail Solution: <b>TERRACE Mail Suite</b> Anti-SpamVirus Solution: <b>TERRACE Mail Winfer</b> Archiving Solution: <b>TERRACE Mail Archive</b> <b>IBM</b> DBMS Tool: <b>QUEST SOFTWARE</b> Graphic Modeling Tool: <b>ISE</b> APM: <b>JENNER</b>	Middleware Solution	EIP: <b>VIGNETTE</b> EAI: <b>Sun</b> IM: <b>Sun</b> Web Application Server: <b>iboss</b> <b>IBM</b>	Infra Solution	Server Based Computing: <b>citrix</b> Web Server: <b>Sun</b> LDAP Server: <b>Sun</b> DBMS: <b>IBM</b> , Informix, DB2, Postgres, <b>MuSQL</b>	System Solution	Back-up: <b>BakBone</b> , NetVault Virtualization: <b>vmware</b> , <b>citrix</b> Linux: <b>redhat</b>	Server & Storage	Server: <b>Sun</b> , <b>IBM</b> Storage & Back-up: <b>NetApp</b> , <b>Sun</b> , <b>EMC</b>
Internet Service Solution	Unified Message System: <b>ppurio</b> Internet Fax System: <b>enFax</b>														
Cloud Service	Cloud Service BMS: <b>Teamoffice</b> Cloud Service SFA: <b>Smartprocess</b> Cloud Service CRM: <b>salesforce.com</b> Cloud Service Platform(PaaS): <b>force.com</b>														
Application Solution	Web Mail Solution: <b>TERRACE Mail Suite</b> Anti-SpamVirus Solution: <b>TERRACE Mail Winfer</b> Archiving Solution: <b>TERRACE Mail Archive</b> <b>IBM</b> DBMS Tool: <b>QUEST SOFTWARE</b> Graphic Modeling Tool: <b>ISE</b> APM: <b>JENNER</b>														
Middleware Solution	EIP: <b>VIGNETTE</b> EAI: <b>Sun</b> IM: <b>Sun</b> Web Application Server: <b>iboss</b> <b>IBM</b>														
Infra Solution	Server Based Computing: <b>citrix</b> Web Server: <b>Sun</b> LDAP Server: <b>Sun</b> DBMS: <b>IBM</b> , Informix, DB2, Postgres, <b>MuSQL</b>														
System Solution	Back-up: <b>BakBone</b> , NetVault Virtualization: <b>vmware</b> , <b>citrix</b> Linux: <b>redhat</b>														
Server & Storage	Server: <b>Sun</b> , <b>IBM</b> Storage & Back-up: <b>NetApp</b> , <b>Sun</b> , <b>EMC</b>														

출처: SMIC research team 3, 09년 사업보고서

출처: 한국 콘텐츠 진흥원 연구보고서

#### 2.1.1. 기업용 솔루션(표1참조)

기업용 솔루션은 기업 내 업무환경을 e-Business 환경으로 전환시켜 업무 효율성을 향상시키는 솔루션이다.

기업용 솔루션은 기업 내 업무환경을 e-Business 환경으로 전환시켜 업무 효율성을 향상시키는 솔루션이다.

다우기술은 UMS(Unified Messaging System), Internet Fax, E-mail Archiving, Webmail 및 Anti Spam/Virus, SaaS, Open Source Software, Digital Archiving, 가상화, APM, EIP, EAI, Security 등 e-Business 관련 토탈 Solution을 보유하고 있다

기업용 솔루션에서 말하는 솔루션이란 IT를 통해서 기업과 업무, 조직을 혁신하고 경쟁력을 강화 시키는 것을 말한다. 기업용 솔루션도 IT이기 때문에 기술적 발전에 따라 계속 진화한다.

결론적으로 기업용 솔루션이 도입되면 지금까지 사무실에서 수행하는 업무의 대부분을 차지하는 반복적인 업무를 일소에 해소할 수 있다. 그리고 그 시간 동안 보다 더 창의력 있고 값진 일들을 할 수 있다.

#### 표2. 기업용 솔루션 분야

관계 회사	사업 영역	주요 사업 내용
유니텔네트웍스 인수	UMS(Unified Messaging System)	인터넷을 통해 문자메세지, 음성메시지, 멀티미디어 메시지 등을 휴대폰에 전송
	Internet Fax	팩시밀리의 구입과 유지비용을 절감할 수 있어 소호창업자 및 팩스발송량이 많은 해외지사 등에 서비스
테라스테크놀로지 인수	E-mail Archiving	현재 국내 시장의 형성과 선점에 주력
	Webmail&Anti spam/virus	당사의 영업 및 마케팅 역량과 결합하여 시장점유율을 확대
세일즈포스닷컴과 제휴	SaaS	세일즈포스닷컴과 사업제휴를 체결하여 국내 시장의 SaaS 에 대한 이해 확산 팀단위 업무관리 솔루션 팀오피스 개발
RedHat 과 제휴	Open Source Software	국내 소프트웨어 확산에 주도적인 역할
Vmware,Citrix 와 총판계약 체결	Digital Archiving	디지털 파일 보관
	가상화	기업의 서버자원의 효율성 향상을 실현하는 솔루션 사업 전개, 데스크톱 가상화까지 시장확대
제니퍼소프트사와 제휴	APM	IBM SW 전제품에 대한 총판권을 갖고 국내에 공급
	EIP	기업이 관리하는 여러 내적, 외적 자원과 정보를 하나의 웹 화면에 모두 제공하는 기업용 포탈
	EAI	기업내의 컴퓨터 애플리케이션들을 현대화하고, 통합하고, 조정하는 것을 목표로 세운 계획, 방법 등
PNP Security &McAfee 와 제휴	Security	보안사업, 09년 신규 사업으로 추진

출처: SMIC research team 3, 09년 사업보고서

2.1.2. SI(System Integration) (그림2참조)

시스템통합은 사용자의 환경과 요구에 가장 적합한 정보시스템을 구축, 운영하기 위해서 여러가지 업무를 전반적으로 수행하는 산업

시스템통합(System Integration)은 사용자의 환경과 요구에 가장 적합한 정보시스템을 구축, 운영하기 위해서 컨설팅에서부터 시스템 설계, 개발, 통합, 구축, 관리, 교육, 유지보수를 전반적으로 수행하는 산업으로, 정보시스템 구축과 관련한 경영 컨설팅, 정보시스템 컨설팅, 요구 분석, 시스템 설계, 설치, 운영, 유지보수 기능을 종합적으로 수행한다. 다우기술은 지난 20여 년간 축적된 IT기술을 기반으로 당사가 보유하고 있는 핵심 솔루션을 중심으로 한 System 통합사업을 추진해오고 있으며, 공공분야의 전자정부구축사업 및 금융,제조, 통신 등의 분야에서 다수의 사업경험을 보유하고 있다.

2.1.3. 인터넷서비스(그림3참조)

포털, 대량문자발송, 인터넷팩스, 전자결제, 안전거래, 온라인쇼핑, e-러닝 서비스 등을 제공

다우기술은 포털, 대량문자발송, 인터넷팩스, 전자결제(Payment Gateway), 안전거래(에스크로), 온라인쇼핑, e-러닝 서비스 등을 온라인으로 제공하고 있다. 다우기술은 인터넷 서비스 사업을 통해 B2B사업뿐만 아니라 B2C사업에 까지 사업영역을 확대하고 있으며, SaaS 사업과 같이 기존의 솔루션 사업을 온라인으로 제공하는 등 기존 사업과 인터넷 서비스 사업 간의 시너지를 창출하고 있다.

그림2. SI(System Integration)	그림3. 인터넷서비스(UNITEL,PPURIO)
<p><b>금융부문</b> 은행 보험사 증권사 카드사 투신사 합부금융사 선물사등과 같은 금융 전문기관에 대한 전산인프라구축 및 건설링</p> <p><b>교육부문</b> 대학교 학원등의종합 학사 운영 시스템 및 수강등록 시스템 결제 관리 시스템 구축 및 개발</p> <p><b>통신부문</b> 통신망 구축 프로젝트별 유무선 장비 관련 개발, 가처국 환경관리 시스템 개발, 공정 제어 시스템, 네트워크 관리 시스템 구축 및 개발</p> <p><b>방송언론</b> 신문사 및 인터넷 사이트에 대한 사용자 정보관리 시스템 구축, 방송사의 방송 콘텐츠 통합 관리 시스템 구축</p> <p><b>정부 및 공공기관</b> 지방자치단체 정부투자기관 등에 대한 정보 인프라 구축/컨설팅 사업을 통해 21세기 전자정부 구현</p> <p><b>공공부문</b> 중소기업</p>	<p><b>UNITEL</b> 메일   플래티넘   뉴스   특종   클럽   포스트박스   검색   마이</p> <p><b>PPURIO</b> UNITEL 후원 서비스</p>
출처: 다우기술 홈페이지	출처: 다우기술 홈페이지

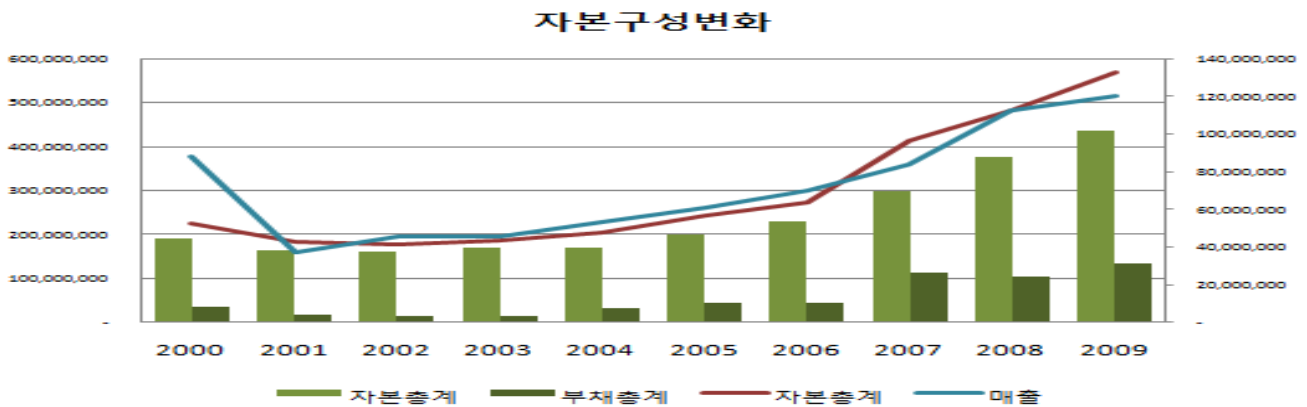
## 2.2. 건실한 재무상태

동사는 부채비율이 낮으며 현금 조달 능력이 뛰어나다

매출액은 2001년 이후로 꾸준히 증가하고 있다. 그에 따라 총자산 또한 안정적으로 증가하고 있다. 그러나 뒤에 리스크 부분에서 제시된 것처럼 다우기술이 키움증권의 매출에 크게 의존하고 있으므로 2008년 서브프라임 사태로 인해 주식시장이 크게 불황을 겪으며 키움증권의 부진으로 인해 지분법이익의 감소하였다. 이로 인해 큰 비중을 차지하고 있던 영업외수익이 감소하여 당기순이익이 크게 감소하였다.

차트 3. 자본, 부채, 자산, 매출액 변화 추이

(단위 : 억)

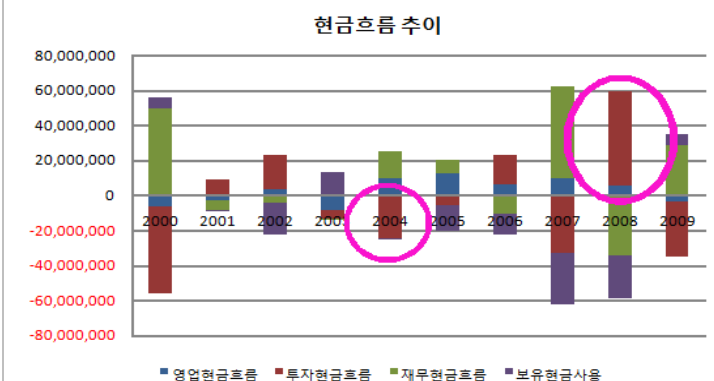
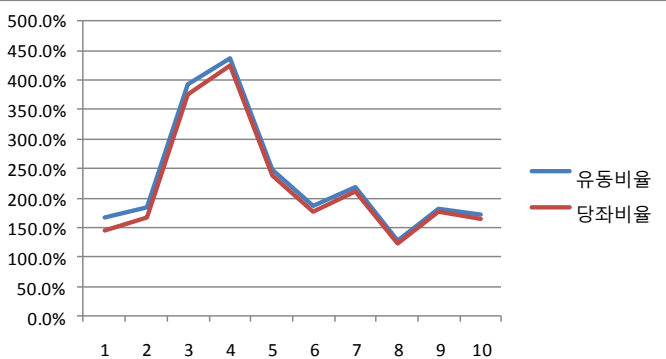


출처: SMIC research team 3.

.안정성 측면에서 보면 자기자본 비율과 고정비율은 매우 큰 반면 부채비율과 유동부채비율은 8%에서 30%이하를 유지하며 낮게 유지되고 있다. CCC 또한 꾸준히 감소하고 있다. 동사의 현금 흐름이 좋은 이유는 뛰어난 부동산 운용 능력도 한 몫한다. (차트 5 참조) 죽전디지털밸리의 매각이 계속적으로 이루어지고 있다. 그러므로 동사의 현금성 자산 비율은 더욱 커질 것으로 보인다. 보유하고 있는 현금성 자산비율이 높고, 당좌비율과 유동비율 높아 현금조달능력이 뛰어나며 부채비율 또한 낮기 때문에 아주 안정적인 재무구조를 가지고 있다. (차트 4 참조)

차트4. 당좌비율과 유동비율

차트5. 현금흐름추이



출처: SMIC research team 3.

출처: SMIC research team 3.

## 3. Investment Point

### 3.1. 제 2의 IT 혁명 클라우드 컴퓨팅(Cloud Computing) 에서 혁명을 !!

IT 업계를 이끌 메가트렌드 클라우드 컴퓨팅	하드웨어, 소프트웨어 등 IT 자원을 필요한 만큼 빌려쓰고 사용한 만큼 요금을 지불한다는 개념의 클라우드 컴퓨팅은 향후 IT 업계를 이전과는 다른 양상으로 변화시킬 차세대 핵심서비스로 주목받고 있다. 가트너, 삼성경제연구소, 정보통신산업진흥원등 국내외 리서치기관들도 향후 IT업계를 이끌 메가트렌드로 클라우드 컴퓨팅을 주목하고 있다.
국내시장은 걸음마 단계	해외에서도 1500억 불에 이르는 시장으로 성장할 것으로 보고 있으며 국내 여러 기관에서도 주목을 하고 있는 클라우드 컴퓨팅 산업이지만 국내 상황은 아직 매우 미흡한 것이 사실이다. 하지만 이런 상황은 동사에게 있어 호재로 작용한다. 그만큼 시장이 커질 가능성이 크기 때문이다.
“클라우드 컴퓨팅 활성화 종합계획”	게다가 국가적 차원에서도 해당 산업분야를 육성하기 위해 발벗고 나서고 있다. 방송통신위원회, 행정안전부, 지식경제부 등 3개 부처가 공동으로 마련한 “클라우드 컴퓨팅 활성화 종합계획”에 따르면, 정부는 2014년까지 국내 클라우드 컴퓨팅 시장을 2조 5천억원 규모로 키울 예정이며 약 6천억 이상의 예산을 투입하기로 결정했다.
새로운 시장 영역과 정부의 보조, 동사의 경쟁력으로 동사는 더욱 성장할 전망	동사는 이러한 정부의 보조를 등에 업고 2010년에는 우선적으로 공공부문에 클라우드 컴퓨팅을 적용해 선도적 수요를 창출하고 민·관 협력의 서비스 모델 발굴을 통해 국내 클라우드 컴퓨팅 시장을 활성화 시킨다는 계획이다. 또한, R&D를 본격 추진함은 물론 법제도 개선, 표준화, 인증체계 도입 등 기반 여건 조성 또한 추진될 예정이다. 이렇게 동사의 성장성은 동사가 속해있는 산업의 무한한 성장 가능성을 통해 직관적으로 납득할 수 있다.

#### 3.1.1. 동사가 집중하는 분야는 SaaS (Software as a Service) !

높은 성장률을 보이는 SaaS 시장	글로벌 금융위기와 경제침체로 비용절감이 기업들의 최대 관심사가 되면서 SaaS 시장이 활성화될 것으로 예상되고 있다. 글로벌 리서치 기관에 따르면 전 세계 SaaS 시장은 2012년까지 연평균 23.3%의 높은 성장률을 보이고, CCC(Contents, Communication, Collaboration) 및 CRM 영역이 시장을 주도할 것으로 전망된다. 2008년 기업용 애플리케이션 시장에서 SaaS(Software as a Service)가 차지하는 시장은 64억 달러에 달할 것으로 예상된다. 이는 2007년 51억 달러에서 25.5% 증가한 규모이다. 또한 2008년부터 이후 연평균 23.3%씩 성장하여 2012년 세계 SaaS 시장은 148억 달러에 달할 것으로 전망하고 있다. <u>(차트6참조)</u>
---------------------	--



### 저렴한 비용으로 신속하게 필요한 애플리케이션을 도입의 장점

이처럼 SaaS 시장이 급격한 성장세를 보일 것으로 예상되는 이유는 기업들이 IT 부문에서의 비용 절감을 위해 꾸준히 SaaS 모델을 도입하고 있기 때문인 것으로 분석된다. 즉, 기존의 대규모 비용과 자원이 투입되는 애플리케이션 개발보다는 저렴한 비용으로 신속하게 필요한 애플리케이션을 도입할 수 있다는 SaaS의 장점이 부각되고 있는 것으로 풀이된다. 글로벌 금융위기와 경제위기로 기업용 애플리케이션 도입이 둔화될 것으로 예상되는 것에 비하면 상반되는 모습을 보이고 있다.

### 동사는 SaaS 사업분야에 중점

2010년 동사가 중점적으로 추진할 사업분야가 바로 이 SaaS 솔루션(클라우드 컴퓨팅) 분야이다. 2009년 사상 유례없던 경제위기를 겪은 후 IT 업계의 화두는 단연 비용절감이다. 국내외 경기침체로 인해 기업들은 IT시스템의 확대와 유지를 위한 비용을 절감하기 위해서 SaaS솔루션에 주목하고 있다.

### IT 부문 비용 절감이 핵심

SaaS솔루션은 상용 소프트웨어와 달리 서브스크립션이라는 가격체계를 띄고 있기 때문에 기업에서는 솔루션 도입을 위한 소프트웨어 라이선스 비용이 무료이며, 사용한 기간에 따라 서비스를 받기 위한 서브스크립션 비용을 지불하게 된다. 그 동안 국내에서는 SaaS 솔루션에 대한 이해 부족과 보안에 대한 우려 때문에 관련 시장의 발전이 생각보다 늦어졌던 것이 사실이다. 하지만 클라우드 컴퓨팅에 대한 IT업계에 대한 관심과 정부의 지원등을 통해 SaaS솔루션 사업은 2010년 큰 폭의 성장세를 기록할 것으로 전망된다.

## 3.1.2. 스마트 프로세스

### KT 와 협력, 기업 솔루션 분야 클라우드 서비스 제공

스마트 프로세스는 다우기술이 개발한 SaaS 방식의 고객관리 솔루션이다. 동사는 KT와 협력을 맺어 기업 솔루션 분야에서 클라우드 서비스를 제공함으로써 독보적인 경쟁력을 갖추게 될 것으로 판단된다. 이동통신사들은 현재 포화상태인 통신사업을 대체할 산업으로서 사활을 걸고 클라우드 서비스 사업에 뛰어 들고 있다. 클라우드 서비스가 대중화 되려면 규모의 경제를 통한 비용절감이 필수적이라는 점을 고려하면, 향후 클라우드 서비스의 판도는 소규모의 IT업체보다는 대규모의 투자를 단행 할 수 있는 통신사들이 좌우하게 될 것이다.

### KT의 유통망과 클라우드 컴퓨팅 이용한 스마트 프로세스

통신사들은 설비투자과 함께 콘텐츠를 확보하는데 통신사들은 특히 중소기업용 솔루션을 서비스하기 위해 경쟁적으로 솔루션 업체들과 전략적 제휴를 추진하고 있다. 대기업은 클라우드 컴퓨팅이 아니더라도 IT솔루션을 구축하고 유지할 능력이 있는 반면 중소기업은 기업용 솔루션이 필요함에도 그런 비용을 감당할 수 없어서 사용을 못했던 것이기 때문에 클라우드 컴퓨팅으로 구현되는 기업용 솔루션 서비스의 주요 소비자가 될 것이기 때문이다. 중소기업용 솔루션에 있어서 LGT는 MS, SKT는 구글과 제휴를 통해 오피스 솔루션 시장에 나서고 있고, KT는 다우기술과 제휴하고 있다. 다우기술의 SaaS(스마트 프로세스)는 전국 3천 여명 기업영업조직을 갖춘 KT의 유통망과 클라우드 시스템을 이용해 보다 효과적으로 소비자들에게 접근할 수 있게 됐다.

**높은 전환비용으로 초기 수요자들 확보가 관건**

다우기술과 KT의 협력이 지속될지 여부, 그리고 장기적으로 SK, LG와의 경쟁에서 KT가 얼마나 경쟁 우위를 유지할 수 있느냐 하는 문제보다는 KT가 초기에 얼마나 빠르게 그리고 광범위하게 수요자들에게 접근이 가능한가가 더욱더 중요하다. 왜냐하면 기업용 솔루션의 초기 점유율이 향후 시장점유율로 이어질 가능성이 크기 때문이다. 이것은 한글과 컴퓨터를 사용하다가 워드를 처음 사용해 보는 사용자가 겪는 불편함 등과 같은 전환비용의 문제로 볼 수 있다. 따라서 지금 주로 살펴봐야 하는 것은 KT가 다른 업체보다 얼마나 많이 준비되어 있고 소비자들에게 접근해 있는 지다. 다행히도 이통3사중 이러한 기반을 가장 빠르게, 탄실히 준비하고 있는 곳이 KT이다.

**가장 탄실한 기반을 갖춘 협력 업체 KT**

**안정성, 속도(표3참조)**

클라우드 컴퓨팅 서비스를 이용하는 고객입장에서 서버장애등으로 중요한 업무를 KT가 이번에 데이터 센터를 구축하면서 클라우드 하모니(글로벌 클라우드 평가기관)에 의뢰한 결과 각 부분에서 1-2위에 랭크되는 등 세계 선두 클라우드 컴퓨팅업체와 비교해도 앞서있다.

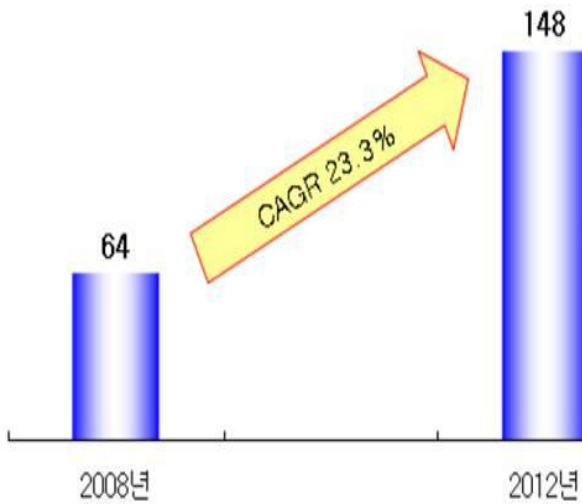
**비용**

세계에서 가장 경쟁력있는 아마존이 기존 호스팅의 1/5에 해당하는 비용을 제공하는데 KT는 그보다 더 낮추는 쪽으로 계획을 잡고있다.

**접근성**

KT는 이통 삼사 중에서 유무선 서비스의 매출구조가 가장 균형 잡혀 있다. KT는 이러한 장점을 이용해 사무실에서 뿐만 아니라 어디에서든 오피스에 접근할 수 있는 망을 갖추고 있다. 네스팟에서부터 시작한 와이파이 구축이 경쟁사에 비해 월등하며 이동중에도 인터넷에 접속할수 있는 와이브로 서비스 전국적으로 확대하기위해 설비를 투자하고 있다. 와이파이와 3G, 와이브로의 트래픽분산으로 경쟁사 보다 빠르고 안정적인 모바일 환경을 제공하고 있다. 때문에 유비쿼터스 업무환경을 구축하려는 SaaS 소비자는 KT를 통해 솔루션을 제공받기를 바랄 것이다.

차트6. SaaS 시장 규모 추이 (단위 : 억 달러)



출처: 09년 사업 보고서

표3. KT의 클라우드 테스트 순위

KT 클라우드 테스트 순위					
구분	CPU	디스크 I/O	메모리 I/O	프로그래밍 언어	인코딩/암호화
블루락	1	-	1	3	3
렉스페이스	6	4	5	6	5
테레마크	5	3	6	5	6
아마존	4	5	3	4	4
고그리드	3	2	4	2	1
KT	2	1	2	1	2

출처: 클라우드하모니

다우기술 자체 콘텐츠의 경쟁력은 물론, 함께 협력하는 클라우드 서버 역시 최고.

이통3사가 앞으로 얼마만큼의 시장을 점유할지는 이들이 제공하는 솔루션에 따라 달라 질수 있다. LG U는 현재 U+ SME 서비스를 런칭했는데 주로 MS등의 업체에서 개발된 10여종의 SaaS를 중소기업대상으로 제공하고 있다. SK 또한 구글과의 제휴를 통해 T bizpoint 오피스팩이라는 SaaS 서비스를 준비하고 있는데 이들의 내용은 다우기술의 SaaS의 기능과 대부분이 겹친다. 물론 다우기술의 솔루션은 타사 제품 대비 충분한 경쟁력을 보유하고 있으나 이를 차후 한다고 가정하고 콘텐츠에 의한 변별력을 무시한다면 소비자의 선택은 통신사가 제공하는 클라우드 서버 자체의 안정성과 속도, 보안성, 접근성, 비용에 기준하게 될 것이다.

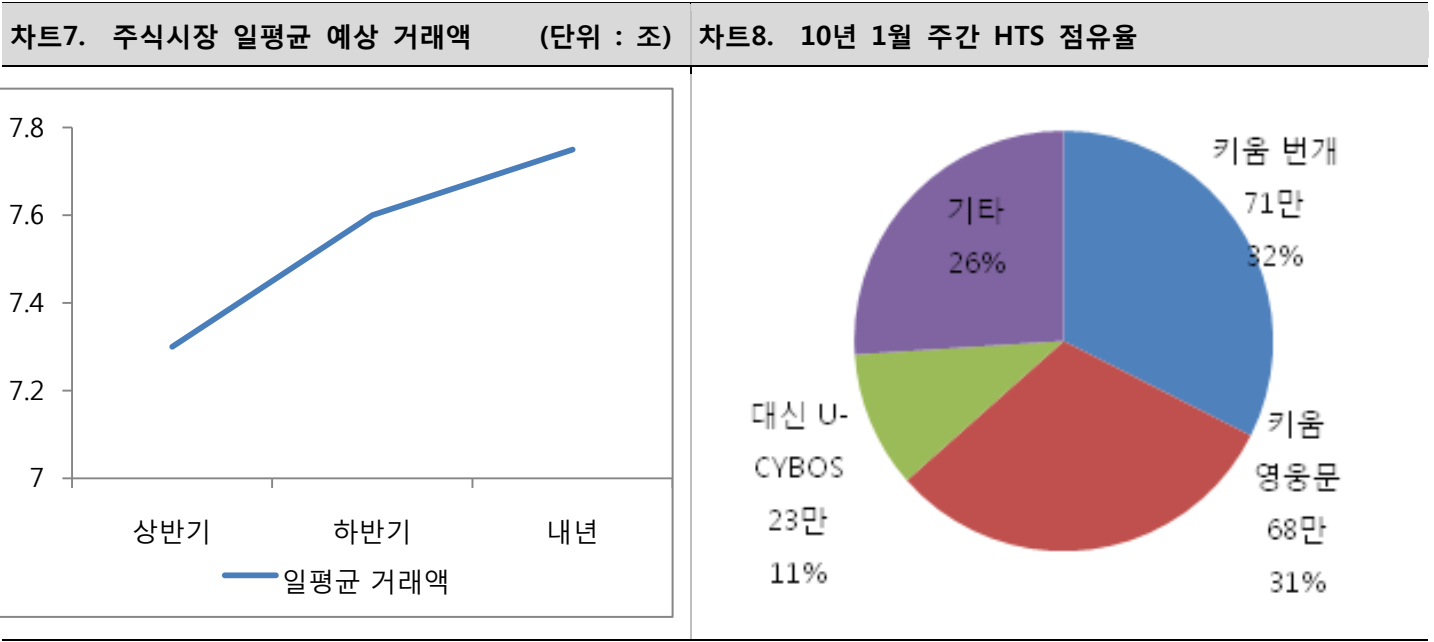
3.1.4. salesforce.com 과 팀 오피스

Salesforce.com 총판 계약으로 서비스 제공, 팀오피스 개발로 사업 영역 확대.

동사는 세계적인 SaaS 기반 CRM 솔루션 업체인 세일즈포스닷컴(Salesforce.com)과 총판계약을 맺고 국내에서 유일하게 관련 서비스를 제공하고 있다. 전 세계에서 세일즈포스닷컴의 판매권을 보유한 기업은 동사가 유일하며, 동사는 20 여년간의 기업용 솔루션 서비스에 대한 노하우와 기술력등을 인정받아 세일즈포스닷컴과 사업제휴를 체결하였다. 동사는 국내에서 세일즈포스닷컴과 관련해 가장 많은 기술력과 영업력 조직을 보유하고 있다. 세일즈포스닷컴은 포춘지 선정 100대 기업의 95% 이상의 기업을 포함한 전세계 수많은 기업에서 사용하고 있는 세계 최대 클라우드 서비스 전문 기업이다. 이를 바탕으로 동사는 자체개발 솔루션인 팀오피스를 개발하여 SaaS 솔루션 사업을 확대하고 있다. 팀오피스는 동사가 개발한 클라우드 서비스 방식의 업무관리 솔루션이다.

동사는 이처럼 자사솔루션의 매출 및 수익성 증대와 기업용 솔루션시장과 인터넷서비스 시장에 대한 공격적 영업을 통해 점차 낮춤으로써 질적, 양적으로 성장하는 기업으로 발돋움 하고 있다.

### 3.2. 배보다 큰 배꼽 : 키움증권



출처: 한국경제신문

출처: SMIC research 3 Team

#### 지분법이익

**주식 시장 활황으로 인한 브로커리지 점유율 1위인 키움증권의 매출액 증가**

다우기술은 키움증권 지분을 50%이상 소유하고 있는 대주주이기 때문에 키움증권의 이익이 커지면 다우기술의 당기순이익 또한 커진다. 키움증권의 이익은 주로 브로커리지 수입과 이자수익이다.

최근 주식시장의 활황으로 증권사들의 주가도 덩달아 오르고 있는데, 브로커리지 점유율 1위 업체인 키움증권은 단연 주가 상승의 최대 수혜주이다. HTS 이용율을 조사한 결과 키움증권의 번개와 영웅문이 1,2위, 대신증권의 유-사이보스가 3위로 나타났다. (차트8참조) 투자자들이 증권사를 이동하는 이유는 각 회사의 HTS의 편리함과 수수료에 달려있다. 온라인 증권사인 키움증권의 경우 따로 오프라인에서 지점을 운영하지 않으므로 고정 비용인 적기 때문에 수수료가 일반 증권사에 비해 낮다. 현재 키움증권의 수수료에 맞춰 수수료를 낮춘 온라인 증권사들이 많이 등장하고 있지만 이미 HTS분야 1위를 차지

하고 있는 키움증권의 시장점유율은 크게 변동치 않을 것으로 보인다.

세계적인 저금리 기조와 부동산 시장 침체 등으로 가계자금이 주식시장으로 몰리는 유동성장세이다. 전반기에는 경기회복에 대한 불확실성 때문에 개인들의 투자는 줄어들고 기관 중심의 투자였다면, 하반기에는 개인들의 투자가 증가할 것으로 기대되고 HTS 강자 키움증권이 수혜를 입을 것이다. LIG투자증권 지태현 연구원은 7조 3천억원이었던 일평균 거래액이 하반기 7조 6천억으로 증가할 것으로, 내년은 7조 7천에서 8조사이로 예측한다는 연구결과를 발표했다.(출처 : 2010.10.4 한국경제) 주식 거래가 증가함에 따

**유상증자를 통해 신용  
용자 자본 마련**

라 수수료로 인한 키움 증권 매출은 지속적으로 증가할 것으로 보인다. (차트7참조)  
 증자를 통해 자본금을 확충한 키움증권의 신용용자 이자 수입도 증가할 것으로 전망된다. 키움증권은 올해 1월 800억원 규모의 유상증자를 하였다. 이 유상증자를 통하여 보통주 신주 260여 만주가 주주배정식으로 배정되었고, 1월까지 모두 납입되었다. 그 결과 키움증권의 신용공여 한도액이 6680억 원으로 증가하였다. 기존 규정상 신용공여 한도액은 자기자본의 100%를 넘을 수 없기 때문에 이러한 유상증자는 13.7%정도 신용공여를 늘릴 수 있다

**표3. 분기별 브로커리지 시장점유율 증가추이** (단위 : %)

구분	제10기 (2008. 4 ~ 2009. 3)				제11기 (2009. 4 ~ 2010.3)				제12기
	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기	2분기	3분기	4분기	1분기
주식 MS	9.28	9.89	13.14	13.12	13.79	12.43	12.00	12.38	10.86

출처: SMIC research Team 3

**매출다각화를 위한 신  
규 사업의 호조**

한편, 키움증권이 매출다각화를 위해 시작한 신규사업들이 호조를 보임에 따라 앞으로 더욱 안정된 수익을 벌어들일 수 있을 것이다. 지난 2월 시작한 FX마진 거래는 시장 진출 2개월만에 6만 개약을 넘어서며 FX마진 거래 분야 업계2위를 기록했고, 1분기 10.6억 원의 수익이 발생하는 등 호조를 보이고 있다.

2010년 7월21일 투자매매업에 대한 영업인가가 나서 ELS, ELW 등과 같은 주식관련 파생결합증권의 발행과 거래업을 영위할 수 있게 되어 파생상품 판매 수수료 수입이 증대될 것으로 기대된다. 영업인가가 난 3달 후인 이번 달 21일까지 키움증권은 ELS 7호까지 공모를 진행하며 활발하게 주식관련파생결합증권을 발행하고 있다.

### 3.3. 뛰어난 M&A/사업제휴 능력

과거에 (주)유니텔 네트워크와 (주)테라스 테크놀로지를 성공적으로 합병함

동사는 위의 재무분석에서 본 것과 같이 재무 상황이 아주 좋다. 이러한 자금력을 이용하여 동사는 새로운 솔루션 분야 사업들을 M&A 하거나 뛰어난 기술을 가진 기업들과 제휴를 맺고 있다.

동사는 2008년 1월 유니텔네트웍스(주)를 합병하여 "인터넷 서비스"사업을 시작하였다. 유니텔은 과거 모뎀 시절 PC 통신 포털에서 시작하여 현재도 유료 회원 기반 멤버쉽 포털의 형식을 그대로 유지하며 여러 가지 서비스를 제공하고 있다. 여기서 나오는 매출뿐 아니라 (주)유니텔네트웍스의 핵심사업이었던 UMS와 Internet fax를 이용하여 문자와 팩스를 인터넷에서 전송할 수 있는 사이트 뿌리오(ppurio)와 팩스기 없이 팩스를 대량으로 전송·수신할 수 있는 기능을 제공하는 사이트인 엔팩스를 성공적으로 운영하고 있다. 또한 UMS 프로그램을 카드/보험회사에 제공하고, Internet fax 프로그램을 팩스 사용량이 많은 해운회사등에 제공하며 큰 매출을 올리고 있다. 그 결과 현재 유니텔네트웍스는 다우기술의 총매출액의 27% 정도의 매출을 올리고 있다.

같은 해 6월, 동사는 (주)테라스테크놀로지를 합병하여 "메일 솔루션"으로 사업 영역을 확대하였다. 당시 (주)테라스테크놀로지는 E-mail Archiving과 Webmail 및 Anti Spam/Virus 분야의 국내 대표적인 메세징 솔루션 전문기업이었다. 동사의 마케팅 능력으로 기존 (주)테라스테크놀로지의 테라스 웹메일 및 스팸차단 솔루션의 시장점유율을 늘렸다.

동사는 M&A 추진한지 2년 정도 후인 지금 안정적인 수익을 합병한 기업으로부터 얻고 있다. 또한 인수한 사업을 자신들의 인터넷 사업과 연결시키는 사업 연계력이 뛰어나다. 즉, 합리적인 인수합병을 통해서 신사업 솔루션을 효과적으로 개척해 나가는 insight를 지니고 있는 것으로 보인다.

활발한 기술/사업 제휴

동사는 1986년 회사를 설립하고 그 바로 다음 해부터 기술제휴와 사업제휴를 활발하게 하고 있다. 동사는 IT 붐이 일어나기 전부터 유용한 기술을 가진 기업들과 기술제휴를 하여 한글 VGB 보드, 멀티미디어 화상, 음성처리기술 다양한 기술과 프로그램을 개발하였다. 이 뿐 아니라 동사는 사업제휴 능력이 뛰어나며, 그러한 사업제휴로부터 이익을 얻는 구조도 효율적이다. IBM나 RED HAT과 같은 해외 유명 IT 기업들과 총판 제휴 또는 사업제휴를 하여, 우리나라에 소프트웨어를 보급하는 방식이다. 그러나 이러한 활동이 보급하는 데에 그치는 것이 아니라 보급한 기업에 지속적인 관리와 교육을 제공함으로써 용역수익을 창출한다. 또한 마케팅 능력이 부족한 우리나라 IT기업들과 사업제휴를 해 동사의 Know-how를 이용하여 그 기업의 소프트웨어 보급률을 높여주는 역할도 하고 있다. (표4참조)

표4. 동사의 사업제휴 현황(축약)

2009.01	McAfee사와 사업제휴
	PNP Secure사와 사업제휴
2009.08	Macroimpact사와 사업제휴
2008.10	EnterpriseDB와 오픈소스DBMS 사업제휴
2008.01	Infoblox와 사업제휴
2007.09	제니퍼소프트와 사업제휴
2007.02	Salesforce.com과 SaaS 사업제휴
	IT대시보드 솔루션 ViewCollector 개발
2006.11	RedHat과 오픈소스소프트웨어 사업제휴
	(주)성보데이터와 아카이브 사업제휴
2006.02	Citrix와 가상화솔루션 사업제휴
2005.09	VMware와 가상화솔루션 사업제휴
	TIBCO Software와 BPM사업제휴
2005.08	NetApp과 Gold Partner 계약체결
	Nominum과 사업제휴
2004.12	Compuware와 APM 사업제휴

그림4. 웹과 스마트 폰으로 제공되는 팀오피스



출처: 다우기술 홈페이지

출처: 다우기술 홈페이지

### 3.4. 싸도 너무 싸다 !!

**PER 8.29, PBR 0.89**  
로 저평가 된 주가

동사는 이렇게 넘치는 경쟁력에도 불구하고 아직 주가가 낮게 형성되어 있다. 동사의 주가는 10월 22일 기준 8,680원인데, 이는 2007년 키움증권의 등장으로 14,100원을 찍은 뒤 금융위기로 인해 2,800원 까지 하락한 이후 차츰 회복되어 약 1년간 8,000원에서 9,000원 사이에서 횡보하고 있는 상태다. 키움증권이 계속 업계 1위를 고수하고 있고, 이에 따른 수익도 꾸준히 증가하고 있으며, 더구나 동사의 영업 이익 역시 꾸준히 상승하고 있는 것을 감안하면 현재 주가는 동사가 가진 본연의 가치만큼 평가를 받고 있지 못하고 있다고 보인다. PER 과 PBR 을 살펴보다라도, 비록 동사의 경쟁사라 할 수 있는 비교할 만한 대상을 찾기는 힘들지만 PER은 8.29, PBR은 0.89로 직관적으로 생각해도 주가가 낮게 형성 되어 있는 것을 확인 할 수 있다.

#### 3.4.1 .키움증권 보유 지분 가치 대비 현저히 저평가 상태 !

**키움증권 보유 지분**  
**가치 대비 현저히 낮**  
**은 주가**

키움 증권이 대주주 회사로서 경제적 실질의 지주회사이다. 동사는 현재 시가총액 1조1820억 원 키움 증권이 주식 51.43%를 소유하고 있다. 키움 증권지분에 대한 자산가치만 6080억 원에 달하며 현재 시장에서 평가하고 있는 동사의 가치( 시총 3894억 )는 키움 증권이 보유 지분 가치 대비 현저히 저 평가 상태이다. 키움 증권이 주가가 오를수록 동사의 자산이 커지게 된다.

**3.4.1.1. NAV 밸류. 영업자산가치를 포함하지 않았음에도 현저히 낮은 주가 !!**

**보수적으로 가정해도  
지금 주가는 낮다**

동사의 주가가 낮게 형성되어 있다는 것을 쉽게 보여주기 위해 NAV 밸류를 하였다. 투자자산가치는 동사가 보유하고 있는 투자자산의 현재가치를 반영하였고, 유형자산 가치는 동사가 보유하고 있는 토지의 시가 (평당 6백만원) 를 반영하였다. 무형자산가치와 영업자산가치는 주관이 많이 개입되고 변수가 많아 총자산가치에 포함시키지 않았다. 무형자산가치와 영업자산가치를 포함시키지 않았음에도 현재 주가가 현저히 낮다는 것을 보여줌으로써 보수적으로 가정해도 현 주가가 낮다는 것을 증명하고자 한다.

**주당 NAV 대비  
57.1% 할인되어 있는  
동사의 주가**

이처럼 동사가 가진 자산의 가치, 무형자산가치와 영업가치를 포함하지 않은 가치를 반영하더라도 주당 NAV 는 15,186원으로 현재가 보다 57.1% 나 할인 되어 있는 것을 확인할 수 있다. NAV대비 할인율을 반영하더라도 지금의 주가는 현저히 낮은 것을 확인할 수 있다. (표5참조)

**표5. 다우기술 NAV Valuation**

다우기술 NAV 밸류			
투자자산가치	A	622,971,972 원	현재가 반영
유형자산가치	B	11,860,000 원	평당 600만원
무형자산가치	C	0 원	보수적 가정
영업가치	D	0 원	보수적 가정
전체자산가치	$E=(A+B+C+D)$	734,831,972 원	
Net Debt	F	53,425,695 원	
NAV	$G=E-F$	681,406,277 원	
주식수	H	4,487만주	
주당 NAV	$I=G/H$	<b>15,186 원</b>	
현재가격	J	<b>8,680 원</b>	

출처: SMIC research team 3



## 4. 경쟁사 분석

### 4.1. 동사의 경쟁사 분석

여러가지 이유로 동사의 경쟁사를 분석하는 것은 제약이 있다

현재 동사의 BM과 같이 다각화된 매출구조를 갖는 곳은 드물다. 솔루션 유통분야에서는 동사가 독보적이며, 컨설팅 분야에서는 삼성SDS, LG C&C, SK C&C등은 자기 계열사 등의 시스템을 구축하는데 비중을 두고 있는 상태로 서로의 시장이 사실상 분리되어 비교가 용이하지 않다. 또한 앞으로의 주력 BM으로 전략 추진하고 있는 기업용 솔루션시장에서는 동사가 총판계약을 통해 공급하고 있는 세일즈포스닷컴과 오라클, 시스코 등은 장기적으로 경쟁상태가 될 수 있겠지만, 동사는 현재 중소기업용 저가 솔루션 시장에 포지셔닝 하고 있어 고급 솔루션업체들과는 충돌하지 않을 것이다. 오히려 대형 솔루션 업체들과 기술 제휴를 통해 기술을 습득하는 전략이 유효할 것이다. 중소기업용 솔루션 시장이 이제 막 시작하는 시점이라서 동사와 비슷한 유통망을 갖춘 업체는 통신사를 통해 공급을 시도하고 있는 MS나 구글 정도인데 동사가 경쟁사에 비해 갖는 장점은 지난 20년간 국내 기업 IT솔루션을 유통하고 컨설팅하면서 고객의 니즈나 불만 사항을 옆에서 지켜봐 왔다는 것이다. 예를 들면 세일즈포스닷컴을 기반으로 만든 스마트 프로세스에는 한국기업에 필요한 수금관리, 계약문서관리 기능 등 세일즈포스닷컴에 없던 기능을 추가 해서 중소기업들에게 더 많은 솔루션을 제공한다. 이러한 국내 시장에 대한 노하우라고 볼 수 있는 자산은 향후 프로그램 개발과 고객 컨설팅에서 무엇보다 중요한 기반이 된다.

### 4.2. 키움증권의 경쟁사 분석과 경쟁력

키움증권의 가장 큰 경쟁상대는 대신증권으로 판단된다

과거 온라인 증권사가 차별적인 수수료를 제공하던 시절과 달리 현재 수수료부분의 차이가 거의 없어서 키움증권의 경쟁사를 온라인 증권사로 한정하지 않고 개인 고객 시장에서의 경쟁상대가 될 수 있는 HTS제공 기업간의 경쟁으로 비교해 보았다.

최근 스톡피아에서 실시한 트레이딩 시스템 평가에서 1~3분기 연속 대신증권이 가장 높은 점수를 받았고, 지난 1월에 실시한 주간 HTS점유율에서도 대신증권이 비록 1/6이지만 키움증권 다음으로 높은 점유율을 나타냈다. 따라서 앞으로 키움증권이 개인고객의 증권 거래 수수료 수익을 유지할 수 있을지 여부를 결정짓는 가장 강력한 경쟁상대라고 판단한다. (표6참조)

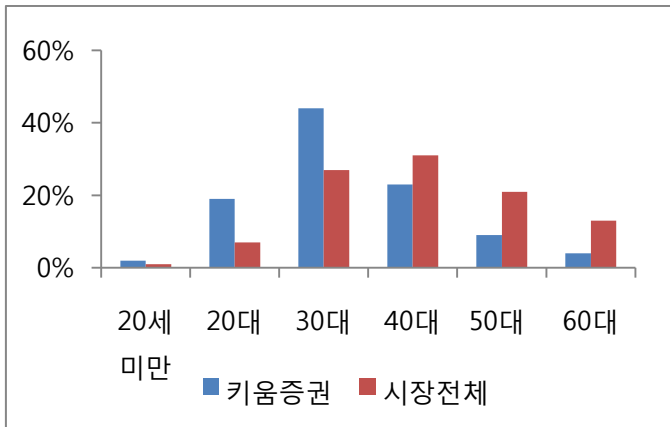
개인 브로커리지 시장의 경쟁요인

개인 브로커리지 시장의 경쟁요인은 온라인 트레이딩 시스템이 얼마나 신속 정확한 투자정보 제공하는지, 거래시스템의 편의성, 주식거래 비용과 관련한 위탁수수료, 부가서비스 등의 내적인 부분과 고객의 접근 용이성, 거래 회사의 브랜드가치의 외적 부분으로 볼 수 있다.

시스템 자체의 내적인 부분보다 형성된 시장 지위가 더 유인 요인이 될 것이다

스톡피아에서 실시한 평가는 전문가에 의한 평가가 아니라 사용자의 체감 정도에 따른 평가인데, 결과에 따르면 트레이딩 편의성, 안정성, 정보제공 등의 전 평가기준에서 대신증권이 키움증권을 앞선다. 하지만 등급으로 보면 AAA등급으로 동일하다. 만약 수수료가 동일해진 현 시점에서 HTS가 처음 등장하는 단계라면 투자자들은 대신증권 u-cybos를 선택하겠지만, HTS가 거래 매체에서 차지하는 비중이 절반가량이나 되고(차트 10참조) 특히 개인 거래의 80%를 HTS가 차지하는 현 시점에서는 시스템에 큰 결함이 없는 한 키움증권의 독주가 계속될 것이라고 생각한다. HTS 프로그램은 한번 선택하면 잘 바꾸지 않는 경향이 있으며, 개인투자자들이 처음 주식투자를 시작하는 경로가 대체로 주변 사람들을 통해서 듣고 시작하는 경우가 많기 때문에 시스템자체의 내적인 부분보다 이미 형성된 시장 지위가 계속적인 신규 고객을 유인할 것이다. 이는 다음과 네이트가 아주 새로운 서비스를 내놓아도 네이버가 확고한 점유율을 유지하는 것과 같은 이치다. 또한 대신증권 고객의 연령대가 높은 반면 키움증권의 주고객이 40대 이하 젊은 고객인 것도 새롭게 계좌를 개설한 젊은 세대를 유인하는데 긍정적이다. (차트9참조)

차트9. 키움증권 고객기반 연령별 비교



출처: 다우기술 홈페이지

표6. 투자자 대상 만족도 조사

순위	증권사	트레이딩	정보제공	커뮤니케이션	지원서비스	속도	안정성	종합	등급
1	대신증권	30.68	29.07	9.77	15.1	5.29	89.9	AAA	
2	한국투자증권	30.7	28.51	9.74	15.64	5.3	89.89	AAA	
10	키움증권	30.44	27.75	9.18	13.98	5.24	86.59	AAA	
11	삼성증권	30.1	27.19	9.23	14.89	5.09	86.49	AAA	

출처: 스톡피아

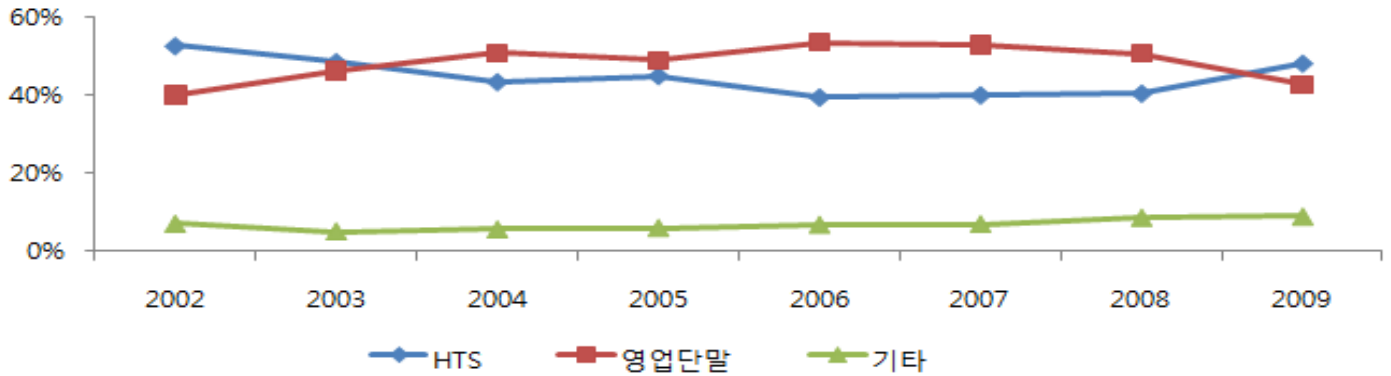
온라인 트레이딩에서는 최저가의 수수료가 가장 큰 매력 포인트가 된다

과거 온라인 트레이딩의 주요 흐름을 보면 초창기 경쟁요소는 시스템의 속도와 안정성을 향상에 있었고, 그 후에는 수수료 인하와 제공 정보의 질에 따라 고객들이 발길이 이어졌다. 그 이후에는 개별화된 종목분석과 투자상담, 투자교육 등 고급 콘텐츠 제공으로 이어졌다. 펀드와 CMA등의 인기와 함께 금융상품을 서비스 하는 지가 추가적인 경쟁요소가 되었다. 온라인 트레이딩 초기에 대신증권이 다른 경쟁사보다 앞서 시스템을 구축하여 (97년 HTS시작, 98년 대형사 최초 웹트레이딩 오픈) 초기에는 2000년대 초반까지 20%이상의 점유율을 차지하여 사이버 거래 시장 1위였지만, 키움증권 등이 업계 최저가의 수수료로 등장해 현재는 압도적으로 역전된 상황이다.

기존 고객을 원천으로 개인 흡수가 빠르다

키움증권은 주요 주식시장 4개국(미국,일본,중국,홍콩)을 유일하게 공급하고 있으며, 대신증권 현재 미국을 제외한 3개국만 제공하고 있다. 또한 개인 투자자의 비중이 95%를 육박하며 향후 외환성장성이 무수한 FX마진 거래에서도 지난 2월에 진출하여 5월에는 15%의 거래비율을 차지할 만큼 기존 고객을 원천으로 개인 흡수가 빠르다.

차트10. 주식거래매체 비중 변화 추이



출처: 한국거래소

## 5. RISK & ISSUE

### 5.1. 앞으로도 시장에서 계속 주목을 받지 못할 것이다?

동사의 주가는 1년 6개월째 횡보하고 있다

동사의 주가는 08년 말에 2,450원에서부터 현재(8,600원)까지 250%가 상승하였지만, 약 1년 6개월의 기간 동안 횡보하고 있는 상태이다. (차트11참조)기업 자체의 Risk가 주가 상승의 발목을 잡고 있는 것으로 보인다. 하지만 현재 기업 자체의 영업이익 성장이 견조하게 진행되고 있고, 여러가지 이슈가 점진적으로 해소되고 있어 이러한 문제가 해결 될 것이다. 여러가지 이슈와 리스크에 대해 아래에서 정리해보자

차트11. 다우기술의 주가 (3년 기준)



출처: Naver 증권

5.2. 다우데이터와 합병설

다우데이터와 합병이 일어나 다우기술이 불이익을 받을 가능성이 희박하다

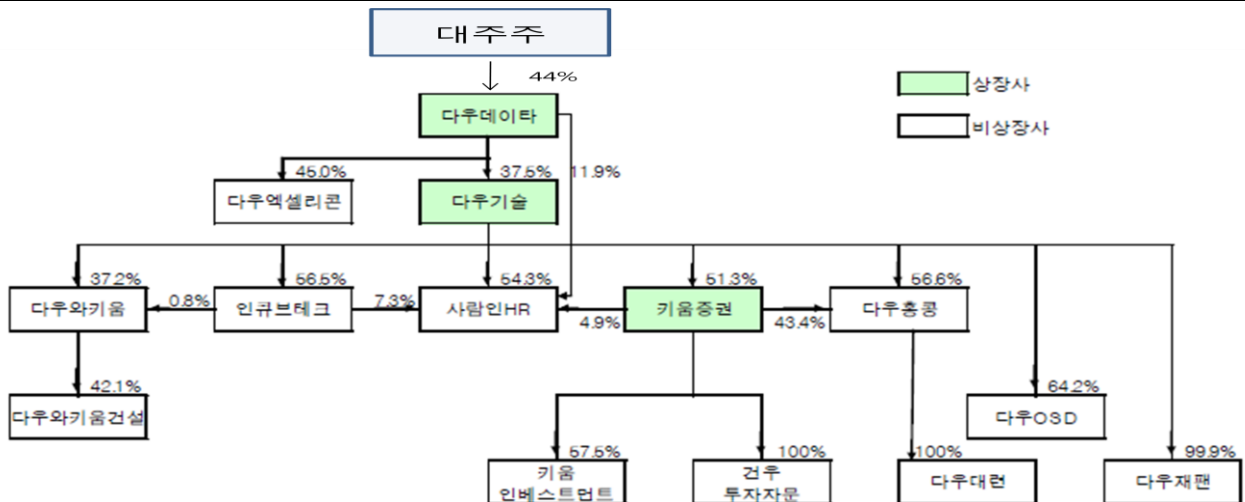
현재 대주주가 다우데이터 주식을 44% 보유하고 있어 합병이 일어날 경우 동사에 불이익이 있을 것이라 우려되고 있다. (그림5참조)현재 합병을 위해 동사의 기업가치를 하락시킬 것이라는 향간의 우려는 현재 동사의 기업가치가 시간이 지날수록 증가하고 있다는 것을 보았을 때 소문에 불과하다. 또한 다우데이터와 동사가 합병이 일어날 경우 지분 희석으로 인해 대주주의 경영권 확보가 쉽지 않을 전망이다. (표7참조)또한 다우데이터는 수익 구조가 다각화되지 않았고 우량하지 않아 동사의 수익구조와 재무구조를 대체하며 중심회사가 될 수 없다. (표8참조)이로 인해 시간이 지날수록 점점 동사의 역할은 더욱 강화될 것이다.

표7. 합병시 대주주 지분을 예상					표8. 다우데이터의 수익구조 (단위 : 백만원,%)	
시가총액	대주주 보유비중	대주주 보유액	상장주식수	현재 주가	사업부문	영업수익(비율)
115,8 억	43.5	50.3 억	다우데이터	3,245	컴퓨터 및 패키지 소프트웨어	상품매출액 57,823(81.5)
387,6 억	1.34	5.19 억	다우기술	8,640		용역매출액 650(0.9)
503 억		55.6 억			도매업, 지주사업	지분법이익 12,434(17.6)
1:1 변환시 대주주 보유 비중			11.04%			
다우기술만 따져봤을 때 43.5% * 37.6% + 1.34%				17.88%		

출처: 다우기술 홈페이지

출처: 다우데이터 10년 반기보고서

그림5. 다우그룹 지분 구조



출처: 다우기술 홈페이지

“그림 지배구조의 꼭짓점에 있는 다우데이터와의 합병은 검토조차 하지 않았다고 설명했다.” “지주사 전환 시에도 **다우데이터-다우기술-키움증권** 구조를 유지한다고 밝혔다. 지주사로 전환 문제는 지주사 관련 공정거래법 개정안 통과 여부와 2011년 국제회계기준(IFRS) 적용 등 지배구조와 관련된 외부 불확실성이 해소된 다음 결정될 것이다”라고 말했다.” (출처 : 10.10.6 매일경제 김영훈 사장 취재)

### 5.3. 오너 리스크

#### 5.3.1. 2008 김익래 회장 미공개 정보 이용의혹

**08년에 김익래 회장이 미공개 정보를 이용했다는 의혹을 받았다.**

당시 순환출자구조 해소를 명분으로 계열사 지분거래 실시했다. 다우기술이 보유하고 있던 다우데이터 지분을 김회장에게, 김회장은 다반테크 지분을 다우데이터에게 매각. 매각 직후부터 다우데이터는 호재성 공시를 계속 터트리며 주가는 매각 5개월후 3배가량 뛰었고, 시장에서는 김익래 회장이 내부 정보를 이용해 차익을 거둔 것으로 의심되었다.

#### 5.3.2. 2005년 회의 한번 6100만원 받는 회장님

**규제에 맞춰 바꾸며 개인적인 이익을 취하고 있다.**

“키움증권에 따르면 김익래 회장은 2003년부터 2005년까지 3년간 총 28억7000만원의 보수를 '비상근 이사회 의장' 자격으로 받았다. 같은 기간 임원 보수한도 50억8000만원의 56.5%에 해당한다. 2005년 한해동안만 따지면 임원 보수한도 21억9000만원 가운데 65.8%에 해당하는 14억4000만원을 김 회장이 받아갔다.

2003~2005년 키움증권이 이사회를 개최한 건 47회. 김 회장이 이사회를 1회 주재할때마다 받아간 돈이 무려 6100만원에 달하는 셈이다. 2005년말 당시 키움증권 직원 평균 연봉은 5617만원이었다.”

키움증권 비상근 이사로 이사회 주재시마다 6000만원,연간 14억 가량 받았다(임원보수한도 21억 9천만원) —>감독당국 지적—> 키움증권 비상근이사에서 키움증권 상근 이사로 변경—>but 증권사 상근직원은 계열사 임원 겸직 금지 —> 다우기술 직함을 상근에서 비상근으로 변경하였다. 금융회사 와 계열사가 대주주의 개인적 이해를 위해 각종 편법을 동원하고 있는 것이다.

#### 5.3.3. 다우기술, '머니투데이지분' 부당내부거래 의혹

**부당 내부거래 성격의 매매가 의심되었다.**

다우기술이 머니투데이 지분 15%를 확보하는 과정에 '계열사 이익 편취'에 해당하는 부당 내부거래 성격의 매매까지 동원된 것으로 나타났다. 머니 투데이 지분을 인수할 때 계열사가 보유하고 있던 지분은 33000원에, 외부에서는 42000원에 인수 이로 인해 계열사(한신평정보)는 5억 4000만원의 이익을 다우기술에 넘겨준 이다.

인큐브테크는 2년만에  
깍뎀 회사로 전략했다.

5.3.4. 사옥도 계열사에 넘겨주고...2년만에 자본전액 잠식

1999년 다우그룹에 인수된 인큐브테크는 기업가치보다는 최대주주와 모기업의 편익에 따라 계열사를 지원하다가 결국 주가 100분의 1토막 빈깍뎀 회사로 전략했다



2000년 키움증권 설립당시 인큐브테크는 자금압박에도 불구하고 다우기술의 결정에 따라 31억원 출자하였고, 이후 키움증권의 성공에도 불구하고 2001년 액면가로 다우기술에 매각; 헐값매각 의혹을 막기 위해 당시 키움증권의 실적조작을 했다는 소문이 있다. (차기년도 수익 선반영 등)

- 사옥 헐값매각

인큐브테크의 한강로 사옥을 주요 계열사인 다우데이터시스템에 110억원에 넘기도록 했다. 다우데이터시스템은 불과 8개월만에 건물을 매각해 13억원의 차익을 거둘 수 있었다.

- '경영난' 이머니에는 액면가 49배로 출자

인큐브테크는 2000년 6월 다우기술의 결정에 따라 다우인터넷이 보유중인 이머니 주식 50만주(지분율 3.47%)를 122억원에 인수했다. 주당 인수단가는 무려 액면가(500원)의 48.8배인 2만4400원이었다.

동사를 판단함에 있어  
오너 리스크를 반드시  
고려해야 한다.

인큐브테크 사태를 비롯한 계열사간 불공정 거래, 대주주의 비정상적인 투자수익 실현, 대주주의 이익을 위해 기업 자산 사용하는 등 행위로 소액주주등의 피해가 계속 반복되는 모습을 볼 수 있다. 오너의 기업 소유권에 대한 인식이 우려된다. 동사를 판단함에 있어서 오너 리스크는 반드시 고려해볼 만한 점이다.

### 5.4, 죽전디지털밸리 토지 분양의 진척이 느리다?

죽전디지털밸리는 국내 최초의 민간주도형 첨단산업단지이다.

죽전디지털밸리는 동사가 경기도 죽전일대 약 19 만 m2(약 56,000 평)부지에 건설하는 국내최초의 민간주도형 첨단산업단지이다. 단지 내에는 업무전용시설과 업무복합시설 외에 주민편의시설, 체육시설, 어린이공원 등을 조성돼 있다. 또한, 서울 강남권에서 30 분, 경기, 충청권 도시들과 40 분 이내 거리에 위치해 수도권 산업개발의 새로운 중심지로 떠오르고 있다.(그림 6 참조)

동사가 소유한 죽전디지털밸리는 다른 기업의 미분양된 토지와 성격을 달리한다

동사가 소유한 죽전디지털밸리는 미분양된 다른 토지와 성격을 달리한다. 애초에 팔 의도가 있는 땅으로 계획된 것이며, 천천히 입주가 진행되고 있다는 것이다. 지난 04년 5월 336억원에 토지를 매입하여 08년 6월 동부화재 08년 10월 한화S&C에게 임대/분 양한 이후 약 2년간 정채되었다. 그러나 지난 6월 13일 신한은행과 97억원에 데이터센 터 부지를 매각하기로 체결하였다. (평당 약 685만원). 최근 이 지역의 분양가격이 상승 하고 있는 점도 긍정적이다. 또한 환금성의 문제도 계속적으로 매각 및 임대 계약이 체 결되고 있는 만큼, 향후에 동사에 현금창출에 큰 기여를 할 것이다.(표9참조)

진척은 느리나 업체들과 국가 시설들이 들어서고 있다

동사가 2007년부터 개발을 시작한 죽전 디지털밸리에는 다우그룹 신사옥을 지어 다우 기술, 다우데이터, 다우엑실리콘, 다우와키움건설 등 6개 계열사가 입주한 상황이다. 8월 이 곳에 데이터센터를 세울 예정인 한화그룹을 비롯해 2년 내 죽전 디지털밸리 상주 인원이 8000명을 넘어설 것으로 전망되는 가운데 경부고속도로가 10분 거리에 있고 인 근에 19개 대학이 있어 인재채용은 물론 교통도 편리해 입주 희망기업이 점차 늘어날 것으로 보인다.

<p><b>그림6. 죽전디지털단지의 매력</b></p>	<p><b>표9. 임대/매각 토지 예상 평가액</b></p>						
<p><b>01</b>  <b>패적인 업무환경으로 인한 생산성 증대</b>          동산로와 산책로가 있는 친환경적 웰빙 단지 환경          첨단 유비쿼터스 인프라          Sport Complex, Community Center, 금융, 비즈니스 컨설팅 등 다양한 지원시설</p> <p><b>02</b>  <b>집약단지의 시너지로 인한 단지가치의 상승</b>          입주업체간의 상호 교류와 인근 유사단지, 대학, 연구소와의 시너지</p> <p><b>03</b>  <b>입주업체 혜택</b>          벤처기업육성에 관한 특별조치법에 의해 경기도에서 벤처집적시설로 지정, 취득/등록세 면제 및 재산세 등의 조세감면, 부담금 면제 등의 지원          기업부설 연구소용 부동산 취득에 대한 취득세, 등록세 면제          병역특례 전문연구요원 제도 / 연구 및 인력개발비 세액 공제</p> <p><b>04</b>  <b>합리적인 공급가격</b>          용인시, 경기도의 기반 시설 지원으로 인한 입지대비 저렴한 공급가</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>임대/매각 가능 토지</th> <th>평당 가격</th> <th>보유토지 가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>18,644 평</td> <td>600 만원</td> <td>1118.6 억원</td> </tr> </tbody> </table>	임대/매각 가능 토지	평당 가격	보유토지 가격	18,644 평	600 만원	1118.6 억원
임대/매각 가능 토지	평당 가격	보유토지 가격					
18,644 평	600 만원	1118.6 억원					
<p>출처: 죽전디지털밸리 홈페이지</p>	<p>출처 : SMIC research team 3</p>						

5.5. (주)키움증권 의존도가 너무 크다  
(09년 기준, 영업이익 126억 세전 손익 581억)

현재 키움증권 의존도가 크나 동사 자체의 영업가치가 증가하고 있어 영향력이 점차 축소하고 있다

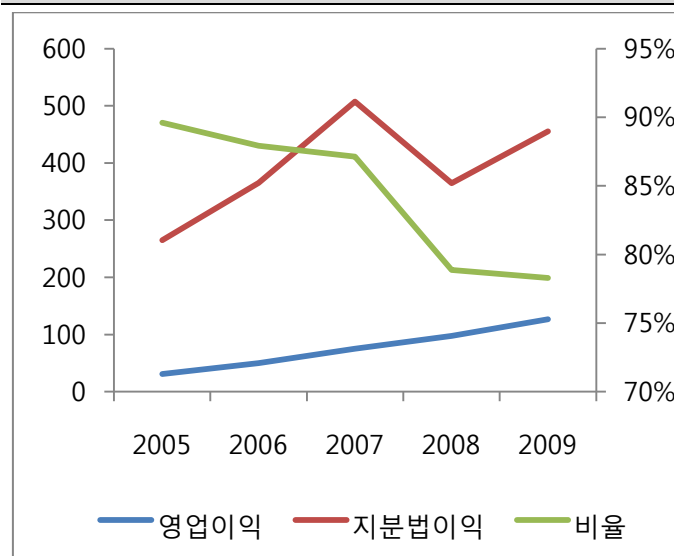
키움증권은 국내 위탁매매시장에서 점유율 1위(위탁매매 시장점유율 12.71%)의 위치를 선점해 왔고, (표10참조) 과거 동사의 주가상승의 원동력이 되었다. 현재 주식시장이 활황인 상태에서는 크게 문제가 되지 않으나, 향후에 다시 침체기가 오면 키움 증권 실적 및 주가 하락으로 인해 동사의 주가가 하락할 수 있다. (그림7참조)전체 당기순이익 중에서 키움증권에 의한 지분법이익이 큰 비중을 차지하기 때문이다. 그러나 최근 들어 동사 자체의 영업가치가 증가하고 있고, 부동산 미분양 역시 위와 같은 이유로 해소되고 있어 키움증권으로부터의 영향력은 점차 축소할 것이다. (차트12참조)

그림7. 키움증권 주가와 동사 주가의와의 관계 (상 : 키움증권, 하 : 다우기술)



출처: SMIC research team 3

차트12. 지분법이익 비율의 변화 (단위 : 억, %)



출처: SMIC research 3 team

표10. 키움증권 위탁매매시장 점유율 (단위 : %)

분	2009년 도	2008년 도	2007년도	2006년 도
주식	12.71	11.38	9.27	8.43
선물	2.17	3.05	2.82	2.74
옵션	3.81	3.73	4.28	4

출처: SMIC research team 3 , 10년 반기보고서



## 6. Valuation

동사의 순이익에 중요한 부분을 차지하는 키움증권의 실적은 지분법이익의 형태로 영업외수익에 반영된다. 따라서 동사의 영업가치를 반영하기 위하여, RIM법을 사용하여 가치평가를 하였다. 먼저 ROE를 추정하기 위하여, DuPont 분석을 활용하였다.

$$(ROE = \text{재무레버리지} \times \text{자산회전율} \times \text{당기순이익률})$$

<2000~2009년 실적>

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
당기순이익(NI)	-16,654,946	-31,099,871	3,883,005	4,165,439	1,913,843	22,223,601	28,755,491	51,141,512	80,203,957	44,177,747
법인세비용차감전이익	-23,341,761	-24,701,724	3,883,005	4,847,162	2,394,396	27,012,286	36,140,356	62,931,785	98,558,039	58,117,702
영업이익	-2,833,820	-7,391,754	-3,837,647	-1,495,291	714,794	3,073,385	5,018,374	7,489,959	9,777,883	12,636,457
매출액	87,958,107	37,363,644	45,320,538	45,350,956	53,249,170	60,967,574	69,781,532	84,146,517	112,517,228	120,139,994
총자산	226,549,717	182,373,085	176,296,354	184,998,192	204,293,899	244,260,399	272,886,173	413,274,006	481,768,125	568,411,559
총자본	192,076,952	164,648,383	160,804,126	169,324,954	170,999,847	198,801,024	229,366,136	299,673,286	376,856,912	435,264,248
배당	3,279,603	0	0	0	0	0	0	1,396,850	1,999,999	3,201,836
배당성향	-19.69%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.73%	2.49%	7.25%
재무레버리지	0.00	1.15	1.10	1.09	1.14	1.21	1.21	1.30	1.32	1.29
자산회전율	0.00%	18.27%	25.27%	25.10%	27.36%	27.18%	26.99%	24.53%	25.14%	22.88%
당기순이익률	-18.94%	-83.24%	8.57%	9.18%	3.59%	36.45%	41.21%	60.78%	71.28%	36.77%
ROE		-17.44%	2.39%	2.52%	1.12%	12.02%	13.43%	19.33%	23.71%	10.88%

<RIM을 통한 현재 가치 구하기>

	9년치평균	5년치평균	2009	2010(E)	2011(E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)	2015(E)
재무레버리지	1.20	1.27	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29
자산회전율	24.75%	25.34%	22.88%	25.88%	26.64%	28.27%	30.01%	30.80%	31.90%
당기순이익률	20.51%	49.30%	36.77%	60.00%	40.00%	30.00%	35.00%	50.00%	30.00%
ROE	7.55%	15.87%	10.88%	20.03%	13.75%	10.94%	13.55%	19.86%	12.34%
총자본			435,264,248	516,146,716	581,239,185	638,953,483	716,666,830	843,010,886	934,322,817
당기순이익			44,177,747	87,204,818	70,945,470	63,597,022	86,588,688	142,359,499	104,059,181
<자산회전율 구하기>									
매출액			120,139,994	159,786,192	188,547,707	222,486,294	262,533,827	309,789,915	365,552,100
매출액 증가율		18.00%		33.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
총자산			568,411,559	666,178,347	749,450,641	824,395,705	924,971,981	1,086,842,077	1,205,307,864
예상 residual income				38,656,662	13,375,911	-1,232,770	15,321,606	62,424,488	10,032,107
할인기간				0.19	1.19	2.19	3.19	4.19	5.19
현재가치				37,887,748	11,794,344	-977,931	10,934,696	40,080,527	5,794,909
배당성향	1.39%		7.25%	7.25%	8.25%	9.25%	10.25%	11.25%	12.25%
배당액			3,201,836	6,322,349	5,853,001	5,882,725	8,875,341	16,015,444	12,747,250

**<재무레버리지>**

동사의 우수한 현금보유 현금보유 감안했을 때 재무레버리지는 09년 기준에서 크게 변하지 않을 것으로 예측된다

동사의 과거 재무레버리지를 보면 꾸준히 상승해온 것을 볼 수 있다. 동사가 꾸준히 사업영역을 넓히며 자산을 늘려왔기 때문이다. 앞으로도 클라우드 컴퓨팅과 IT 컨설팅에서 높은 투자 비율을 유지하며 재무레버리지가 높아질 것으로 예상된다. 하지만 동사의 현금보유능력을 감안했을 때 차입금을 이용한 성장이라기 보다 자체보유 현금을 이용하여 성장을 할 것이라 예상된다. 그래서 재무레버리지가 큰 폭으로 상승하지는 않을 것이라 예상된다. 09년 기준 재무레버리지인 1.29을 적용하였다. 재무레버리지의 변화가 있을지라도 자산회전율과 연계가 되어 (총자산이 변함) 적정주가의 큰 영향을 주지는 않으므로 위에 예측에 대해 무리가 없다고 판단된다..

**<자산회전율>**

매출액은 10년 1분기 성장률 33%와 11년부터는 5년평균인 18%를 적용

동사의 자산회전율을 구하기 위해 매출액과 총자산을 예측하였다. 우선 매출액을 추정하기 위해 10년 1분기 전년대비 매출액 성장률 33%를 이용하였다. 앞으로 클라우드 컴퓨팅과 IT솔루션에서 지속적인 매출이 발생할 것이라 예상되나 IT업체의 이익을 추정하기 어렵기 때문에 11년부터는 보수적으로 5년치 평균 성장률인 18%를 적용하였다. 총자산의 경우는 총자본에 재무레버리지를 곱하여 구하였다.

총자산은 재무레버리지에 총자본을 곱하여 적용

**<배당성향>**

배당성향은 쉽게 예측이 불가능 하나 동사의 현금보유규모로 보아 배당성향을 점진적으로 상향했다.

동사는 2007년 이후로 배당을 시작하였다. 09년에 7.25%의 배당성향을 보였다. 배당은 이사회 결정으로 이루어져 쉽게 예측할 수 없으나, 현재 동사의 현금보유능력이 우수하기 때문에 배당성향을 점점 높일 것이라 판단하여 1%씩 높여서 적용하였다.

**<당기순이익률>**

당기순이익률은 가장 큰 비중을 차지하는 키움증권에 의한 지분법이익을 반영하여 주식시장 사이클인 2년을 주기로 적용하였다.

동사의 당기순이익에서 가장 큰 비중을 차지하는 것이 키움증권에 의한 지분법이익이다. 과거를 보면 당기순이익률이 주가상승기에는 60.78%,와 71.28%를 기록하는 반면 2007년과 2008년을 비교하여 09년에는 36.77%까지 떨어졌다. 당기순이익률을 추정하기 위해 주식시장의 호황주기와 불황주기인 2년을 기준으로 10년에는 주식시장이 호황을 맞고 있으므로 60%, 12년에는 30% 그리고 13년부터는 기존의 결과에서 다우기술의 영업가치 성장과 키움증권의 경쟁심화에 따른 감소폭으로 각각을 -10%하여 적용하였다. 07년, 08년에 각각 60~70%대를 기록했고 불황이었던 09년에도 36%를 기록한 것으로 보았을 때 무리하지 않은 가정인 것을 알 수 있다.

자기자본비용	11.15%	자기자본비용	11.15%
배당성향	7.25%	1년치일별베타	1.12196
Pesistent Factor	0.30	Adj.한국시장프리미엄	7.00%
continuing value	12,361,857	3년만기국채수익률	3.30%
자기자본장부가치	516,146,716		
RI 현재가치의 합	99,719,384		
PV of CV	7,937,106		
Value of the Equity	623,803,206		
발행주식수(희석효)	44,866,617		
<b>적정주가</b>	<b>₩</b>	<b>13,904</b>	
<b>현재주가</b>	<b>₩</b>	<b>8,680</b>	
<b>안전마진</b>		<b>60%</b>	

PF는 0.3 적용, 자기자본비용은 11.15%이다

현재 다우기술의 경쟁력을 감안하였을 때 향후 시장에서 경쟁은 치열하지 않을 것으로 판단되나, 키움증권의 경우에는 증권사에서 경쟁강도가 높다고 판단하여 전체적으로 PF(Persistent Factor)를 0.3으로 적용하였으며, 자기자본비용은 1년치 일별베타 및 3년 만기 국채수익률('10년 10/8 기준) 3.3%, 한국시장프리미엄 7.0%를 적용하여 11.15%를 설정하였다. 그 결과로 적정 주가는 약 13,900원이 도출되었다.

### 현재주가 8,680원 대비 60%의 상승여력이 있다

. PF에 대한 민감도 분석은 아래와 같다.

PF	적정주가	기대수익률
0.1	13,869	60%
0.2	13,884	60%
0.3	13,904	60%
0.4	13,928	60%
0.5	13,961	61%
0.6	14,007	61%
0.7	14,075	62%
0.8	14,187	63%

## 7. Appendix

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009	(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
<b>매출액</b>	698	841	1,125	1,201	<b>유동자산</b>	777	1,075	1,219	1,347
매출원가	533	628	862	919	현금 및 현금등가액	475	789	865	840
<b>매출총이익</b>	165	214	264	282	매출채권	168	210	269	278
판관비	115	139	166	156	재고자산	31	44	35	65
인건비	80	97	113	112	<b>비유동자산</b>	1,952	3,058	3,598	4,337
감가상각비	4	4	6	5	투자자산	1,586	2,665	2,936	2,982
무형자산상각비	0	0	1	3	유형자산	311	355	586	1,272
연구개발비	0	1	0	0	무형자산	2	0	24	24
마케팅비	2	3	4	3	<b>자산총계</b>	2,729	4,133	4,818	5,684
기타 판관비	27	35	42	33	<b>유동부채</b>	354	836	667	777
<b>영업이익</b>	50	75	98	126	매입채무	123	148	153	169
영업외손익	311	554	888	455	단기차입금	158	600	330	515
이자손익	17	19	28	19	유동성장기차입금	0	0	1	0
지분법손익	339	467	338	432	<b>비유동부채</b>	81	300	382	554
외환차손익	0	0	-1	5	사채	0	0	0	0
외화환산손익	0	0	0	-0	장기차입금	0	100	103	240
기타 영업외손익	-45	68	522	-0	<b>부채총계</b>	435	1,136	1,049	1,331
<b>세전계속사업이익</b>	361	629	986	581	자본금	200	200	224	224
법인세비용	74	118	184	139	자본잉여금	1,653	1,653	2,008	2,181
<b>당기순이익</b>	288	511	802	442	이익잉여금	368	843	1,625	2,035
EPS	719	1,279	1,788	985	자본조정	-35	0	-154	-154
					<b>자본총계</b>	2,294	2,997	3,769	4,353
<b>현금흐름표</b>					<b>주요투자지표</b>				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009		2006	2007	2008	2009
<b>영업활동 현금:</b>	62	94	54	-37	<b>Growth Ratios</b>				
당기순이익	288	511	802	442	매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
비현금수익비용	-274	-513	-836	-393	EBITDA 성장률 %	52.3%	41.1%	36.3%	28.2%
감가상각비	7	6	11	10	EBIT 성장률 %	42.7%	23.8%	-2.4%	21.0%
무형자산상각비	1	0	2	6	총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
외화환산손익	0	0	1	0	<b>Profitability Ratios</b>				
지분법평가손익	339	467	338	432	매출총이익률 %	23.6%	25.4%	23.4%	23.5%
기타	-621	-987	-1,189	-841	EBITDA margin %	8.3%	9.7%	9.9%	11.9%
영업활동으로인	48	96	88	-86	EBIT margin %	7.2%	8.9%	8.7%	10.5%
<b>투자활동 현금:</b>	165	-331	537	-312	세전이익률 %	51.8%	74.8%	87.6%	48.4%
유형자산 투자	36	50	231	465	당기순이익률 %	41.2%	60.8%	71.3%	36.8%
유형자산 처분	1	0	1	0	<b>Stability Ratios</b>				
무형자산 증감	0	0	11	10	부채비율 %	19.0%	37.9%	27.8%	30.6%
지분법자산 증감	-141	296	-506	-252	순부채비율 %	-13.8%	-3.0%	-11.4%	-1.9%
기타	59	14	272	-90	유동비율 %	219.2%	128.6%	182.8%	173.3%
<b>재무활동 현금:</b>	-109	528	-343	289	당좌비율 %	210.5%	123.3%	177.6%	165.0%
단기IBD 증감	-41	442	-269	184	이자보상배율	1632.9%		24859.2%	11697.0%
장기IBD 증감	-54	100	3	137	<b>Performance Ratios</b>				
자본증감	0	0	120	0	ROE %	12.5%	17.1%	21.3%	10.1%
배당금 지급	0	-14	-20	-32	ROA %	10.5%	12.4%	16.6%	7.8%
기타	-14	0	-177	0	ROIC %	2.7%	3.5%	3.2%	2.9%
<b>순현금흐름</b>	118	291	248	-60	<b>Per Share Ratios</b>				
기초현금	203	320	611	860	BPS	5,734	7,492	8,399	9,701
기말현금	320	611	860	799	DPS	35	50	71	95

### Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.