

지분가치 확대 & 부동산 가치 부각

2008년 3월 31일

Analyst

정홍식 02) 2009-7083

hsjeong@leading.com

적정주가	-
현재가(3/28)	3,550(원)
상장주수	3,213(만주)
자본금	161(억원)
액면가	500(원)
시가총액	1,267(억원)
52주 최고가	6,364(원)
52주 최저가	2,634(원)
거래량(60일평균)	235,004(주)
거래대금(60일평균)	7.7(억원)
KOSDAQ	666.32(pt)
주가 수익률	
1개월	5.97(%)
3개월	1.14(%)
12개월	-14.88(%)

▶ 다우기술 지분가치

2007년 6월 자회사인 다반테크를 흡수합병하면서 동사는 다우기술의 지분 29.8%와 412만주를 행사할 수 있는 BW를 획득하였다. 2008년 4월 29일 BW의 만기가 도래함에 따라 동사는 유상증자를 통하여 자금을 조달 한 후 신주인수권 행사를 계획하고 있다. 현재 다우기술의 주가는 8,500원 수준으로 행사가 1,650원을 고려하면 약 282억원의 행사차익을 반영한 다우기술 지분가치가 확대될 것으로 판단된다. 다우기술 BW행사를 통한 지분확대로 2007년 127.9억원을 기록하였던 동사의 지분법이이익이 상당부분 증가할 것으로 전망되어 순이익에 긍정적인 효과가 기대된다.

▶ 죽전디지털밸리 부동산가치 부각

다우그룹은 경기도 용인시 죽전동에 죽전디지털밸리 개발을 계획하고 있다. 개발면적은 42,966평으로 2004년 다우그룹이 공동으로 평당 76만원에 매입하였고, 현재 동 지역의 시세는 700만원~1,500만원으로 형성되어 있다. 동사의 토지지분은 13.5%이나 지분법을 고려하면 43%의 수익이 인식될 것으로 보인다. 사업목적에 부동산 임대 및 분양업이 이미 포함되어 있기 때문에 동사의 상업용지(1,350평)를 통한 임대수익은 영업이익률 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다.

▶ 자산가치 및 영업가치를 고려한 저평가주

다우기술 지분확대로 인한 지분법이이익이 큰 폭으로 증가할 것으로 보임에 따라 순이익 상승효과가 기대된다. 또한 76만원에 매입한 토지가격이 현재 700만원~1,500만원으로 상승한 것을 고려하면 동사의 자산가치도 상당히 우량한 것으로 판단된다. 동사의 현재 PER은 9.86배 수준, PBR은 1.17배 수준이며, 다우기술 지분가치(1,242.8억원)와 부동산가치(464.0억원), 그리고 영업가치(383.6억원)의 합과 순차입금(297.4억원)을 제외하였을 때 동사의 가치는 1,797.0억원 수준으로 현재 시가총액 1,267억원 대비 현저히 저평가 되어 있다고 판단된다.

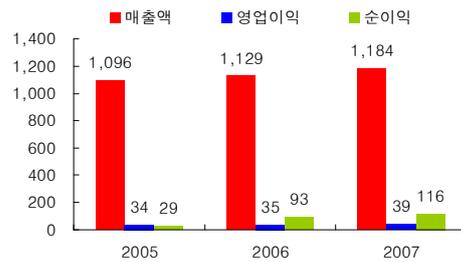
	매출액 (억원)	증가율 (%YoY)	영업이익 (억원)	증가율 (%YoY)	순이익 (억원)	증가율 (%YoY)	EPS (원)	PER (배)
2005	1,096.3	18.5	34.2	87.1	29.1	-8.7	135	15.0
2006	1,129.3	3.0	35.4	3.4	92.6	217.8	354	8.7
2007	1,184.1	4.8	38.9	10.1	115.7	25.0	360	10.0
2008E	1,307.0	10.4	41.0	5.3	364.0	214.6	1,133	3.2
2009E	1,459.0	11.6	48.0	17.1	228.0	-37.4	710	5.0

자료: FnGuide, 리딩투자증권 <08E, 09E는 시장컨센서스를 반영한 것임>

소프트웨어 유통업체

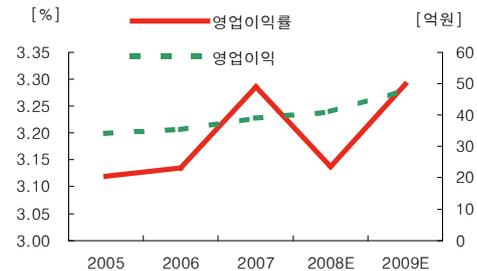
동사는 1992년에 설립되어 1999년에 코스닥에 등록된 컴퓨터 및 패키지 소프트웨어 도매업체로서 마이크로소프트(MS), ADOBE, 오토데스크, Borland 등의 제품 국내 총판을 담당하고 있다. 소프트웨어 유통의 특성상 영업마진(3.3%)은 낮은 수준을 보이고 있으나 매출은 매년 꾸준히 증가하는 기초를 보이고 있다. 2007년 영업이익은 38.9억원(+10.0%, YoY)을 기록하였으며, 매출액과 순이익은 각각 1,184.1억원(+4.8%, YoY)과 115.7억원(+25.0%, YoY)을 기록하며 안정적인 실적 성장을 보여주고 있다.

[그림1] 요약실적 추이 (단위: 억원)



자료:FnGuide, 리딩투자증권

[그림2] 영업이익률 추이 (단위: %, 억원)



자료: FnGuide, 리딩투자증권

다우기술 지분가치

동사는 2007년 6월 자회사인 다반테크를 흡수합병하면서 다우기술 지분 29.8%와 412만주를 행사할 수 있는 68억원 규모의 BW를 획득하였다. 다우기술 BW는 3년전 행사가 1,650원에 발행한 것(현재가 8,500원 수준)으로서 오는 4월 29일 만기가 도래한다. 따라서 동사는 구주주배정 유상증자를 통하여 68억원을 조달할 계획을 가지고 있으며 유상증자 납입일인 4월 21일경 신주인수권을 행사할 것으로 보인다. BW 행사 후 다우기술 지분은 총 36.2%까지 확대되어 2007년 127.9억원을 기록하였던 지분법 이익이 상당부분 증가할 것으로 전망된다.

죽전디지털밸리 부동산가치 부각

다우그룹은 경기도 용인시 죽전동에 죽전디지털밸리 개발을 계획하고 있다. 총 토지규모 55,977평 중 개발면적은 42,966평으로 2004년 평당 76만원에 공동으로 매입하였고, 현재 동 지역의 시세를 조사한 결과 죽전지역의 토지가격은 평당 700만원에~1,500만원으로 형성되어 있다. 다우그룹에서는 개발면적 중 8,023평은 자체업무시설로 사용할 계획을 가지고 있으며, 나머지는 택지분양(17,337평), 상가(1,350평), 주민시설(3,305평), 도로·공원(8,290평), 녹지(4,661평)로 사용할 계획이다. 다우데이터는 13.5%의 토지지분을 가지고 있으나 지분법을 고려하면 실질적으로 개발차익 발생시 43%정도 수익이 인식된다. 동사가 소유하고 있는 토지 중 1,350평은 입구 부근에 상업용지를 배정 받았다. 동사는 이 지역에 건물을 건설하여 임대 및 분양을 계획하고 있으며, 이를 통한 임대수익은 동사의 약점인 영업이익률을 개선시키는데 있어서 중요한 역할을 할 수 있을 것으로 전망된다.

고마진 사업군인 해외사업 추진

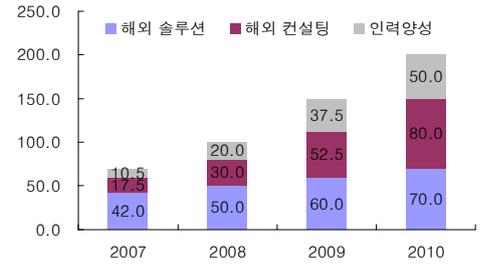
동사는 개발도상국에 IT학교 설립, 기술지원 등을 위한 프로젝트 사업을 추진하고 있다. 동 사업군은 현재 매출비중의 약 5.9%(70억원)을 기록하며 실적 영향에 미미하지만, 향후 동 사업군 영업이익률이 15~20% 수준이 될 것으로 예상됨에 따라 해외사업은 동사의 영업이익률 개선을 위한 신 성장동력으로 작용할 것으로 전망된다.

[그림3] 해외사업 추진상황

국가	사업명
필리핀	한-필리핀 IT 훈련원 건립사업
호치민	호치민 정치 아카데미 도서관 정보화 지원사업
우즈베키스탄	세계정치아카데미 도서관 구축사업
우즈베키스탄	국립지리정보체계 구축 사업기자재 등 파견
아프카니스탄	카불공대 IT센터 구축사업기자재 공급
베트남	한-베 친선 IT 대학 설립 사업

자료: 다우데이터, 리딩투자증권

[그림4] 해외 매출 계획 (단위: 억원)



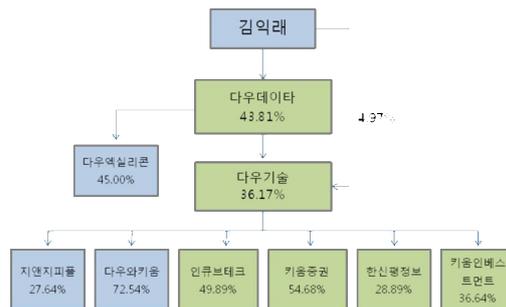
자료: 다우데이터, 리딩투자증권

자산가치 & 부동산가치
를 고려한 저평가

다우기술 지분확대로 인한 지분법이익이 큰 폭으로 증가할 것으로 보임에 따라 순이익 상승효과가 기대된다. 또한 76만원에 매입한 토지가격이 현재 700만원~1,500만원으로 상승한 것을 고려하면 동사의 자산가치도 상당히 우량한 것으로 판단된다. 동사의 현재 PER은 9.86배 수준, PBR은 1.17배 수준이며, 다우기술 지분가치와 부동산가치 그리고 영업가치를 고려하였을 때 현재 시가총액 1,267억원 수준은 현저히 저평가 되어 있다고 판단된다.

①지분가치	다우기술 시가총액(3,436억원)의 동사 보유 지분 36.17%	1,242.8억원
②부동산가치	개발면적(42,966평)의 다우데이터 토지보유지분(13.5%)를 고려한 토지가격(보수적으로 평당 800만원 가정)	464.0억원
③영업가치	2007년 영업대비 현재 동사의 PER 9.86배 적용	383.6억원
- 순차입금		297.4억원
합계		1,797.0억원

[그림5] 다우그룹 지배구조



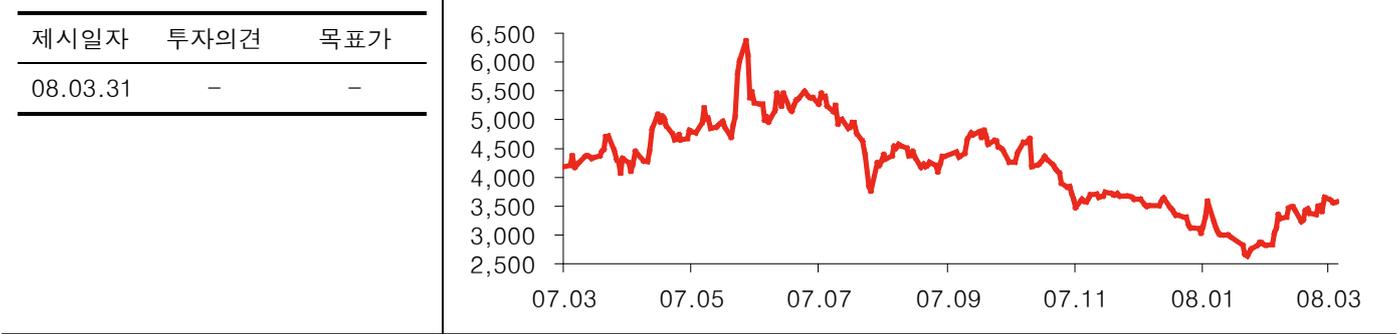
자료: 다우데이터, 리딩투자증권

[그림6] 죽전 디지털 단지



자료: 다우데이터, 리딩투자증권

투자의견 및 목표주가 변경



투자 및 투자등급 (향후 6개월 기준)

BUY (매수): 현주가 대비 목표주가 +15% 초과

HOLD (보유): 현주가 대비 목표주가 -15% ~ +15%

SELL (매도): 현주가 대비 목표주가 -15% 미만

Compliance Note

- 본 보고서는 정보 제공을 목적으로 제작된 것으로서 매수 추천을 위한 자료가 아닙니다.
- 본 보고서를 작성한 애널리스트는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

재무제표 및 투자지표

손익계산서				
(단위: 억원)	2004	2005	2006	2007
매출액	925.4	1,096.3	1,129.3	1,184.1
매출원가	800.8	937.2	955.0	996.0
원가율(%)	86.5%	85.5%	84.6%	84.1%
매출총이익	124.6	159.1	174.3	188.1
매출총이익률(%)	13.5%	14.5%	15.4%	15.9%
판매비와 일반관리비	106.3	124.9	139.0	149.2
판매비율(%)	11.5%	11.4%	12.3%	12.6%
영업이익	18.3	34.2	35.4	38.9
영업이익률(%)	2.0%	3.1%	3.1%	3.3%
EBITDA	25.5	39.4	38.7	42.4
EBITDA마진(%)	2.8%	3.6%	3.4%	3.6%
영업외손익	28.0	6.2	92.3	105.2
순금융비용	1.2	2.7	3.8	10.3
유가증권관련손익	-0.4	0.0	0.0	-0.4
외화관련이익	6.7	1.6	5.1	-0.5
지분법평가손익	10.2	9.0	88.5	127.9
세전계속사업손익	46.3	40.4	127.7	144.2
법인세비용	14.4	11.3	35.1	28.4
계속사업손익	31.9	29.1	92.6	115.7
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익(순손실)	31.9	29.1	92.6	115.7
순이익률(%)	3.4%	2.7%	8.2%	9.8%

대차대조표				
(단위: 억원)	2004	2005	2006	2007
유동자산	476.0	562.4	595.0	558.8
현금성자산	197.2	202.3	176.7	137.2
매출채권	189.9	281.2	325.2	343.4
재고자산	70.3	61.1	65.0	55.4
고정자산	210.8	317.0	772.4	1,282.7
투자자산	101.7	223.5	677.7	1,247.1
유형자산	52.0	36.5	39.8	4.3
무형자산	0.0	0.0	0.0	4.1
자산총계	686.8	879.4	1,367.4	1,841.4
유동부채	287.9	376.7	498.9	506.9
매입채무	140.0	218.7	205.1	203.0
단기차입금	128.3	127.0	227.4	216.5
유동성장기부채	0.0	0.0	20.0	50.0
고정부채	46.8	47.3	62.8	247.4
사채	19.9	20.0	30.0	30.0
장기차입금	19.8	19.8	0.0	0.0
부채총계	334.7	424.0	561.7	754.3
자본금	111.2	111.2	160.7	160.7
자본잉여금	205.3	205.3	306.6	325.2
이익잉여금	54.4	76.0	161.0	277.4
자본조정	-3.5	-3.5	0.0	0.0
자본총계	352.1	455.5	805.7	1,087.1

현금흐름표				
(단위: 억원)	2004	2005	2006	2007
영업활동현금흐름	30.6	40.2	-10.3	236.0
당기순이익(손실)	31.9	29.1	92.6	115.7
비현금수익비용가감	-6.3	8.8	-77.0	-113.4
감가상각비	7.3	5.1	3.4	3.4
지분법평가손익	-10.2	-9.0	-88.5	-127.9
기타	-3.4	12.7	8.2	11.1
운전자본증감	5.0	2.3	-25.9	233.6
매출채권감소	83.1	-94.9	-45.3	-18.3
재고자산감소	14.8	7.5	-3.8	5.1
매입채무증가	-63.6	79.7	-13.3	-2.6
기타	-29.3	9.9	36.4	249.4
투자활동현금흐름	-27.7	-34.8	-242.6	-272.4
유형자산취득	-52.0	-10.2	-9.8	-4.0
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산증감	0.0	0.0	0.0	-5.1
투자자산증감	18.1	-16.2	-257.1	-312.3
기타	4.2	-11.2	22.0	47.9
재무활동현금흐름	30.5	-8.8	257.3	7.5
차입금증가	379.3	270.3	588.0	654.5
사채증가	20.0	0.0	30.0	30.0
자본증가	-11.3	-7.5	146.8	-11.2
배당금지급	-7.8	-7.5	-7.5	-11.2
기타	-1.3	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	33.5	-3.4	4.4	-28.9
기초현금	93.8	127.3	123.8	128.2
기말현금	127.3	123.8	128.2	99.3

주요 투자지표				
	2004	2005	2006	2007
주당지표(원)				
EPS	123	113	354	360
BPS	1,374	1,773	2,508	3,371
DPS	35	35	35	40
SPS	4,183	5,085	4,346	3,685
Valuation(배)				
PER	3.7	15.0	8.7	10.0
PBR	0.3	1.0	1.2	1.1
PSR	0.1	0.4	0.7	1.0
EV/EBITDA	3.4	10.2	28.1	31.0
성장성(%)				
매출증가율	-6.9	18.5	3.0	4.9
영업이익증가율	10.9	87.1	3.4	10.1
EBITDA증가율	-20.8	54.1	-1.6	9.4
EPS증가율	-6.4	-8.7	214.3	1.8
수익성(%)				
영업이익률	2.0	3.1	3.1	3.3
순이익률	3.4	2.7	8.2	9.8
ROA	4.5	3.7	8.2	7.2
ROE	9.2	7.2	14.7	12.2
ROIC	6.3	12.2	24.4	당기잠식
EBITDA마진율	2.8	3.6	3.4	3.6
안정성(%)				
부채비율	95.1	93.1	69.7	69.4
유동비율	165.4	149.3	119.3	110.2
이자보상률	15.5	12.5	9.3	3.8

자료:FnGuide, 리딩투자증권