



하나금융그룹

2018년 5월 9일 | Equity Research

다우기술 (023590)

개인과 함께 성장하는 온라인 비즈니스 플랫폼

1Q18 지배순익 402억원(YoY +24.1%), 사상 최대 실적 예상

1분기 다우기술 지배순익은 402억원으로 전년 동기 대비 24.1% 증가하며 사상 최대 분기 실적이 예상된다. 핵심 자회사(지분율 47.7%)인 키움증권은 일평균 거래대금 증가 및 개인 거래대금 비중 상승으로 전년 동기 대비 45% 지배순익 증가를 시현했다. 30.3% 지분을 보유한 사람인에이치알은 모바일 트래픽 증가가 지속 관찰되는 가운데, 올 2월부터 모바일 광고 단가 인상을 단행하면서 전년 대비 실적 레벨업을 전망한다. 자체사업 역시 올 1월 합병한 한국에이에스피 내 사방넷(온라인 쇼핑몰 통합 관리 솔루션)의 실적 증가로 인해 전년 동기 대비 54.5% 증가한 60억원의 영업익이 예상된다. 상장 자회사와 자체사업 동반 호조에 따른 호실적이라 평가한다.

개인 거래대금 증가(키움증권), 온라인 구직포털 활성화(사람인HR), 온라인 쇼핑몰 통합관리 솔루션(사방넷) 동반 호조

다우기술 펀더멘탈에 있어서, 연결 지배순익 기준 90% 전후 비중을 차지하는 키움증권의 실적이 가장 중요하다. 키움증권은 리테일 M/S 25.1%(2017년 기준)으로 압도적 1위인데 전년 하반기 이후 거래대금 내 개인 거래대금 비중 상승으로 호실적이 예상된다. 이와 더불어 RCPS 발행으로 신용공여 추가 확대가 가능해져 브로커리지 수익 개선과 이자이익 증가가 동시에 나타나고 있는 상황이다. 최근 증권거래세 인하 논의가 재부각되었는데 거래세 인하 도입시 긍정적 효과가 기대된다. 자체사업 내 사방넷 또한 주목할 필요가 있다. 전년 8월에 지분을 인수하고 올 1월 합병한 동사는 쇼핑몰 통합 관리 서비스 업체로 한번에 여러 쇼핑몰에 물건 등록 및 주문/ 출고 상황 관리를 가능케 하는 B2B 서비스 업체이다. 올해 매출 80억원 전후, 영업이익률 40% 전후로 추정되어 자체사업 실적의 성장 견인차라 판단한다.

목표주가 3.5만원 상향조정

투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 기존 3.2만원에서 3.5만원으로 상향 조정한다. 목표가 상향은 키움증권 중심의 보유 지분가치 상승과 사방넷 편입에 따른 자체사업 증익의 영향이다. 현 다우기술 시가총액은 키움증권 지분가치에도 못미치는 수준으로 사람인에이치알 등 기타 지분가치 상승과 자체사업 성장여력을 고려시 과도한 저평가 상황이라 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 35,000원(상향) | CP(5월 9일): 24,200원

Key Data		Consensus Data		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,443.98	매출액(십억원)	1,185.6	1,233.0	
52주 최고/최저(원)	26,700/17,500	영업이익(십억원)	325.0	347.4	
시가총액(십억원)	1,085.8	지배순익(십억원)	246.3	259.2	
시가총액비중(%)	0.09	EPS(원)	2,755	3,016	
발행주식수(천주)	44,866.6	BPS(원)	26,522	29,399	
60일 평균 거래량(천주)	177.9				
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2				
18년 배당금(예상, 원)	350				
18년 배당수익률(예상, %)	1.45				
외국인지분율(%)	26.52				
주요주주 지분율(%)					
다우데이터 외 8 인	39.27				
국민연금	9.09				
주가상승률	1M 6M 12M				
절대	9.3 24.4 17.8				
상대	9.3 29.8 10.5				

Stock Price	
(천원)	120 110 100 90 80 70 60 50
	다우기술(주) 상대지수(우)
	17.4 17.7 17.10 18.1 18.4

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,153.4	1,391.1	1,813.3	1,885.8	1,961.2
영업이익	십억원	253.4	331.5	428.7	459.7	466.2
세전이익	십억원	260.8	345.1	428.7	453.8	460.2
지배순이익	십억원	97.5	114.7	146.1	158.4	156.9
EPS	원	2,173	2,556	3,256	3,531	3,496
증감률	%	(5.4)	17.6	27.4	8.4	(1.0)
PER	배	8.86	9.47	7.43	6.85	6.92
PBR	배	0.92	1.04	0.92	0.82	0.74
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE	%	10.95	11.67	13.27	12.78	11.35
BPS	원	20,954	23,268	26,235	29,429	32,588
DPS	원	250	300	350	350	400



Analyst 오진원

02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

R.A 박은구
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com


하나금융투자

표 1. 다우기술 실적 추정 모델

(단위: 십억원, %)

Consolidation	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	331	306	316	437	555	379	391	488	1,153	1,391	1,813
YoY %	7.6%	18.9%	22.6%	32.5%	67.4%	23.8%	23.6%	11.7%	9.9%	20.6%	30.3%
QoQ %	0.4%	-7.6%	3.4%	38.1%	26.9%	-31.7%	3.2%	24.7%			
개별	43	46	45	48	50	54	55	57	215	182	216
키움	296	265	267	389	515	326	334	420	944	1,216	1,596
사람인 HR	20	21	19	22	21	22	21	24	74	81	88
기타 및 연결조정	-27	-25	-15	-21	-31	-23	-19	-13	-	-	-
									79	88	87
영업익	84	90	48	109	124	104	102	98	253	332	429
YoY %	8.8%	66.1%	-17.9%	72.5%	48.0%	14.9%	113.1%	-10.0%	-2.7%	30.8%	29.3%
QoQ %	32.9%	7.5%	-46.9%	127.3%	14.0%	-16.5%	-1.5%	-4.1%			
OPM %	25.4%	29.5%	15.2%	25.0%	22.4%	27.4%	26.1%	20.1%	22.0%	23.8%	23.6%
개별	4	6	5	6	6	7	6	7	22	21	26
키움	79	88	43	106	114	93	92	87	231	316	385
사람인 HR	3	5	4	4	4	4	4	5	13	15	17
기타 및 연결조정	-1	-8	-4	-7	0	0	0	0	-	-	-
									13	20	-
지배순익	32	27	18	37.3	40.2	34	34	38	98	115	146
YoY %	6.7%	46.4%	-18.2%	38.2%	24.1%	25.1%	91.5%	2.1%	-5.4%	17.5%	27.5%
QoQ %	20.1%	-15.9%	-35.4%	112.0%	7.8%	-15.2%	-1.2%	13.0%			
개별	13	5	2	2	5	6	7	8	24	22	27
키움	29	35	16	35	42	33	27	33	86	115	135
사람인 HR	1	1	1	1	1	1	1	2	3	5	5
기타 및 연결조정	-10	-13	-2	-2	-8	-7	-2	-5	-	-	-
									16	27	21
Stand Alone	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	43	46	45	48	50	54	55	57	215	182	216
YoY %	-34.5%	-28.0%	-0.2%	19.2%	17.5%	16.7%	22.7%	17.9%	-14.6%	-15.3%	18.7%
QoQ %	5.8%	8.5%	-2.3%	6.3%	4.3%	7.8%	2.7%	2.2%			
영업익	4	6	5	6	6.0	7	6	7	22	21	26
YoY %	-22.6%	-10.9%	-5.4%	15.7%	54.5%	14.1%	21.2%	17.2%	14.8%	-6.1%	24.4%
QoQ %	-22.9%	46.6%	-8.9%	12.4%	2.9%	8.3%	-3.2%	8.7%			
OPM %	9.1%	12.4%	11.5%	12.2%	12.0%	12.1%	11.4%	12.1%	10.3%	11.4%	11.9%
순이익	13	5	2	2	5	6	7	8	24	22	27
YoY %	9.2%	-55.1%	-29.4%	-255.3%	-58.3%	36.7%	202.1%	277.6%	27.7%	-8.8%	23.1%
QoQ %	-1008.3%	-62.9%	-50.6%	-6.7%	144.1%	21.4%	9.3%	16.6%			
NPM %	29.9%	10.2%	5.2%	4.5%	10.6%	12.0%	12.7%	14.6%	11.2%	12.1%	12.5%

자료: 다우기술, 하나금융투자

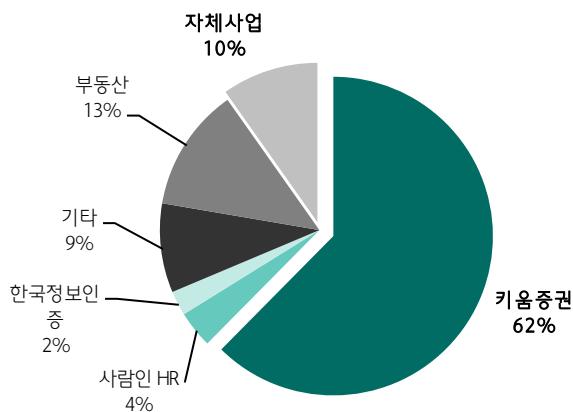
표 2. 다우기술 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	평가액	NAV 비중	비고
투자자산가치	1,549	77.7%	상장사 시가, 비상장사 장부가 적용
키움증권	1,245	62.4%	5/9일 종가 기준
사람인 HR	75	3.8%	5/9일 종가 기준
한국정보인증	50	2.5%	5/9일 종가 기준
기타	180	9.0%	다우와 키움 등 비상장사
부동산가치	250	12.5%	경기도 죽전부지
자체사업가치	195	9.8%	향후 12개월 세후 영업이익 대비 10배수 적용
순차입금	77		17년 4분기 별도 기준
총 기업가치	1,917	100.0%	
주당 NAV	44,000		
할인율 적용시 적정주가		18F Implied P/E(배)	
0%	44,000	13.5	
10%	41,000	12.6	
20%	38,000	11.7	
30%	35,000	10.7	
40%	32,000	9.8	
50%	28,000	8.6	

자료: 다우기술, 하나금융투자

그림 1. 다우기술 NAV 구성비 현황



자료: 다우기술, 하나금융투자

그림 2. 키움증권 지분가치를 하회하기 시작한 다우기술 시가총액



자료: 다우기술, 하나금융투자

표 3. 다우기술 별도기준 사업분야별 손익

별도기준 사업분야 (십억원)	제품	FY2015			FY2016			FY2017		
		매출액	영업이익	OP%	매출액	영업이익	OP%	매출액	영업이익	OP%
Communication	Ppurio, enFax donutbook	80.3 2.9	7.0 0.8	8.7% 27.9%	90.7 5.1	7.8 0.4	8.6% 8.7%	80.0 7.1	8.4 0.9	10.5% 12.7%
	소계	83.2	7.8	9.4%	95.9	8.3	8.6%	87.1	9.3	10.7%
Commerce	SNS Form, Unicro Telpass, Callmix, 배달365	3.6 1.1	0.2 (1.6)	6.1% -141.1%	4.1 2.9	0.6 (0.1)	14.3% -4.9%	5.7 4.4	0.6 0.1	11.4% 3.3%
	소계	4.8	(1.4)	-29.2%	7.1	0.4	6.4%	10.1	0.8	7.8%
Biz Infra	DAOU IDC, Hosting DaouOffice, Terrace Mail	10.9 8.0	3.1 1.0	28.6% 12.6%	11.8 9.1	2.2 0.7	18.8% 8.0%	9.3 7.9	0.4 (1.4)	4.7% -17.9%
	소계	18.9	4.1	21.8%	21.0	3.0	14.1%	17.2	(1.0)	-5.7%
ITO	Kiwoom IT Outsourcing System Integration	29.8 22.1	9.6 (2.2)	32.1% -10.0%	32.6 14.0	8.8 0.5	27.1% 3.3%	36.0 9.3	9.1 1.0	25.3% 11.0%
	소계	52.0	7.3	14.1%	46.6	9.3	19.9%	45.3	10.1	22.4%
Solution	Citrix, Vmware, Quantum IBM, Redhat, EDB	28.1 30.6	1.3 1.2	4.7% 3.8%	25.7 18.5	1.3 (0.2)	4.9% -1.2%	22.1	1.4	6.4%
	소계	58.7	2.5	4.2%	44.2	1.0	2.4%	22.1	1.4	6.4%
Contents	Movie, Webtoon	22.6	(1.3)	-5.6%						
합계		240.1	19.1	8.0%	214.7	22.0	10.3%	181.9	20.7	11.4%

자료: 다우기술, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,153.4	1,391.1	1,813.3	1,885.8	1,961.2
매출원가	673.3	803.6	1,139.3	1,175.9	1,222.9
매출총이익	480.1	587.5	674.0	709.9	738.3
판관비	226.7	256.0	245.3	250.2	272.2
영업이익	253.4	331.5	428.7	459.7	466.2
금융순익	(4.4)	(4.8)	(5.9)	(5.9)	(6.0)
종속/관계기업순익	9.2	18.4	5.9	0.0	0.0
기타영업외순익	2.6	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	260.8	345.1	428.7	453.8	460.2
법인세	69.1	102.0	103.7	109.8	119.6
계속사업이익	191.8	243.1	324.9	344.0	340.6
중단사업이익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	192.0	243.1	324.9	344.0	340.6
비지배주주지분 순이익	94.5	128.5	178.8	185.6	183.8
지배주주순이익	97.5	114.7	146.1	158.4	156.9
지배주주지분포괄이익	88.3	122.4	163.6	173.2	171.5
NOPAT	186.3	233.5	324.9	348.5	345.0
EBITDA	287.9	331.3	388.8	392.3	369.3
성장률(%)					
매출액증가율	11.1	20.6	30.4	4.0	4.0
NOPAT증가율	(0.1)	25.3	39.1	7.3	(1.0)
EBITDA증가율	(2.2)	15.1	17.4	0.9	(5.9)
영업이익증가율	(2.7)	30.8	29.3	7.2	1.4
(지배주주)순이익증가율	(5.4)	17.6	27.4	8.4	(0.9)
EPS증가율	(5.4)	17.6	27.4	8.4	(1.0)
수익성(%)					
매출총이익률	41.6	42.2	37.2	37.6	37.6
EBITDA이익률	25.0	23.8	21.4	20.8	18.8
영업이익률	22.0	23.8	23.6	24.4	23.8
계속사업이익률	16.6	17.5	17.9	18.2	17.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,173	2,556	3,256	3,531	3,496
BPS	20,954	23,268	26,235	29,429	32,588
CFPS	2,461	7,796	8,796	8,744	8,232
EBITDAPS	6,417	7,385	8,666	8,744	8,232
SPS	25,708	31,005	40,415	42,031	43,713
DPS	250	300	350	350	400
주가지표(배)					
PER	8.9	9.5	7.4	6.9	6.9
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
PCFR	7.8	3.1	2.8	2.8	2.9
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PSR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	10.9	11.7	13.3	12.8	11.4
ROA	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
ROIC	8.7	9.3	12.3	12.8	11.8
부채비율	493.7	474.3	419.3	370.0	329.2
순부채비율	(139.4)	(111.9)	(106.0)	(96.0)	(88.0)
이자보상배율(배)	45.3	54.9	58.9	62.4	62.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

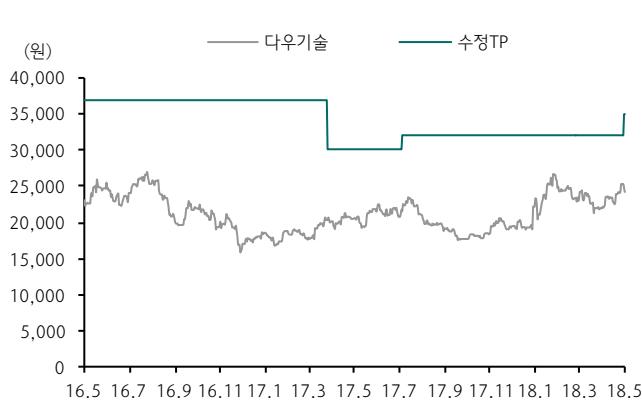
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	7,909.5	8,535.5	8,843.8	9,099.4	9,347.2
금융자산	5,417.1	5,785.4	6,086.9	6,205.3	6,337.4
현금성자산	156.1	192.2	214.0	144.0	94.2
매출채권 등	2,446.3	2,691.0	2,825.5	2,938.5	
재고자산	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6
기타유동자산	45.0	57.8	64.4	67.0	69.7
비유동자산	1,385.3	1,597.6	1,748.9	1,859.1	2,000.3
투자자산	744.1	956.2	1,067.7	1,110.4	1,154.8
금융자산	573.9	737.5	823.5	856.4	890.6
유형자산	227.5	264.8	316.4	387.5	485.5
무형자산	99.1	61.9	50.2	46.6	45.4
기타비유동자산	314.6	314.7	314.6	314.6	314.6
자산총계	9,544.6	10,382.9	10,842.5	11,208.2	11,597.3
유동부채	3,436.3	4,041.3	4,203.7	4,265.9	4,330.6
금융부채	2,980.9	3,567.7	3,679.0	3,721.6	3,766.0
매입채무 등	387.3	396.3	442.5	460.2	478.7
기타유동부채	68.1	77.3	82.2	84.1	85.9
비유동부채	309.8	342.7	359.9	366.5	373.4
금융부채	194.5	194.5	194.5	194.5	194.5
기타비유동부채	115.3	148.2	165.4	172.0	178.9
부채총계	7,937.0	8,574.9	8,754.5	8,823.4	8,894.9
지배주주지분	931.0	1,034.8	1,167.9	1,311.3	1,453.0
자본금	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	242.0	242.0	242.0	242.0	242.0
자본조정	(21.6)	(21.6)	(21.6)	(21.6)	(21.6)
기타포괄이익누계액	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)
이익잉여금	699.9	803.7	936.9	1,080.1	1,221.9
비지배주주지분	676.6	773.1	920.0	1,073.6	1,249.4
자본총계	1,607.6	1,807.9	2,087.9	2,384.9	2,702.4
순금융부채	(2,241.7)	(2,023.2)	(2,213.4)	(2,289.2)	(2,376.9)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(357.4)	36.4	346.5	165.6	155.3
당기순이익	192.0	243.1	324.9	344.0	340.6
조정	2.4	(0.1)	(39.9)	(67.4)	(96.8)
감가상각비	34.5	(0.2)	(39.9)	(67.4)	(96.9)
외환거래손익	(1.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(16.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(14.2)	0.1	0.0	0.0	0.1
영업활동 변동	(551.8)	(206.6)	61.5	(111.0)	(88.5)
투자활동 현금흐름	(631.8)	(576.3)	(423.1)	(263.1)	(234.2)
투자자산감소(증가)	(410.1)	(212.1)	(111.5)	(42.7)	(52.4)
유형자산감소(증가)	(10.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(211.6)	(364.2)	(311.6)	(220.4)	(181.8)
재무활동 현금흐름	957.2	576.0	98.3	27.5	29.2
금융부채증가(감소)	1,647.6	586.8	111.3	42.6	44.3
자본증가(감소)	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(679.7)	0.0	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(14.5)	(10.8)	(13.0)	(15.1)	(15.1)
현금의 증감	(30.1)	36.1	21.8	(70.1)	(49.7)
Unlevered CFO	110.4	349.8	394.7	392.3	369.3
Free Cash Flow	(369.8)	36.4	346.5	165.6	155.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

다우기술



날짜	투자의견	목표주가	고리율	
			평균	최고/최저
18.5.9	BUY	35,000		
17.7.13	BUY	32,000	-33.62%	-16.56%
17.4.3	BUY	30,000	-30.75%	-25.17%
16.5.22	BUY	37,000	-43.39%	-27.03%
15.8.9	BUY	32,000	-26.08%	4.84%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(마도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비증확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비증축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(마도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 05월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.