



한국IR협회의

기업리서치센터 기업분석 | 2025.05.16



KOSDAQ | 증권

다우데이터 (032190)

신사업과 밸류업을 통한 주주가치 증대 기대

기업가치 제고 계획 및 이행상황

- 다우데이터는 작년 12월 30일 기업가치 제고 계획 공시. 향후 3년간 주주가치 제고 위한 목표와 주주환원 계획 제시
- 디지털 전환과 서비스 통한 온라인 플랫폼 기업으로의 도약을 비전으로 제시. 성장성 측면에서 최근 3개년 평균 매출액과 영업이익 기준으로 향후 3년 내 20% 증가 목표. 2027년 매출액과 영업이익 목표치는 별도 기준 2,388억 원과 93억원. 자본효율성 측면에서 향후 3개년 내 연결기준 ROE 10%이상이 목표
- 주주환원 정책으로 1) 매년 현금 배당 유지와 2) 별도기준 배당성향 50% 유지 제시

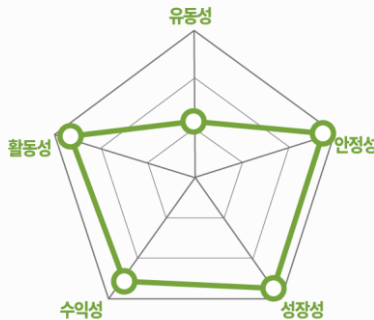
체크포인트

- 다우데이터는 소프트웨어/하드웨어 유통업과 결제사업(VAN사업, PG사업) 영위하는 회사
- 투자포인트는 1) 밸류업 계획 발표 통한 중장기 주주환원확대 기대와 2) 키움증권의 배당 증대를 통한 이익 증가 기대
- 2025년 매출액 13조 9,460억원(+14.9%YoY), 영업이익 1조 2,412억원(+8.9%YoY) 예상

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류 상 금융산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2024년 기준, PBR은 4Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 금융산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

Analyst 김태현 thkim@kirs.or.kr

RA 박규연 park.gyuyeon@kirs.or.kr

다우데이터는 소프트웨어 유통업과 결제사업을 영위하고 있는 회사

다우데이터는 국내외 하드웨어 및 소프트웨어 유통과 VAN사업, PG사업을 영위하는 회사. 다우 그룹 내 지배구조 정점에 있는 회사로 연결기준 실적은 키움증권에 연동. 2024년 연결 매출액 12조 1,361억원은 비금융업(7%)과 금융업(93%)으로 구분. 별도 매출액 1,925억원은 상품매출(49.0%), 용역매출(9.5%), VAN매출(20.6%)과 PG매출(20.9%)로 세분화

투자포인트1. 밸류업 계획 발표 통한 중장기 주주환원 확대 기대

작년 12월 기업가치 제고 계획 공시. 성장성 측면에서 최근 3년 평균 매출액 및 영업이익(별도기준)을 향후 3년 내 20% 증가하는 것을 목표로 제시. 2027년 매출액 2,388억원, 영업이익 93억 원 달성이 목표. 자본효율성 측면에서 목표는 향후 3년 내 연결기준 ROE 10%이상 목표 제시. 이를 위해 당사는 신사업으로 고객에게 모든 솔루션을 제공하는 렌탈 사업, 구독형 사업을 진행할 계획. 4월 IT솔루션 마켓플레이스 플랫폼 '디지털존' 오픈. 또한 결제 사업본부 통합은 사업기회를 창출하고 효율화에 기여할 전망. 주주환원 정책으로 별도 기준 배당성향 50% 이상 유지를 목표로 제시

투자포인트2. 키움증권의 배당 증대를 통한 이익 증가 기대

다우데이터의 연결기준 ROE는 키움증권 ROE에 연계. 키움증권은 기업가치 제고 계획에서 1) 구조화 금융 사업 전개를 통해 자산 회전을 증대와 2) 중장기 신사업으로 단기금융업(초대형B), 퇴직연금사업, 글로벌 비즈니스 추진 계획 제시. 키움증권의 밸류업 계획은 다우기술 배당금 수익 증가 통해 다우데이터의 별도 당기순이익 증대에 영향을 끼칠 전망. 지난 7년간 키움증권의 배당금은 다우기술 당기순이익(별도)의 46.3%, 다우기술의 배당금은 다우데이터 당기순이익(별도)의 78.5% 차지

Forecast earnings & Valuation

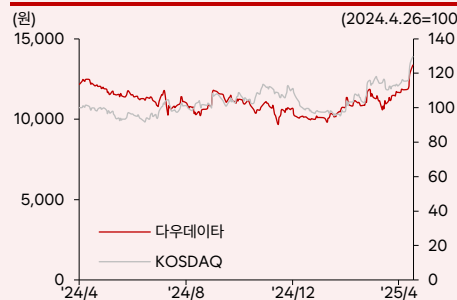
	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	65,801	97,472	103,340	121,361	139,460
YoY(%)	29.2	48.1	6.0	17.4	14.9
영업이익(억원)	13,155	7,767	6,679	12,059	12,412
OP 마진(%)	20.0	8.0	6.5	9.9	8.9
지배주주순이익(억원)	1,470	2,037	636	1,643	1,682
EPS(원)	3,838	5,319	1,660	4,290	4,392
YoY(%)	52.9	38.6	-68.8	158.5	2.4
PER(배)	3.9	5.8	8.3	2.4	3.0
PSR(배)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	0.6	1.0	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	17.6	19.8	5.5	13.0	11.8
배당수익률(%)	2.0	1.0	1.8	4.4	3.8

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (5/14)	13,260원
52주 최고가	13,650원
52주 최저가	9,670원
KOSDAQ (5/14)	739.05p
자본금	192억원
시가총액	5,079억원
액면가	500원
발행주식수	38백만주
일평균 거래량 (60일)	8만주
일평균 거래액 (60일)	10억원
외국인지분율	10.30%
주요주주	이머니 외 5인 63.26%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.2	27.6	9.9
상대주가	14.4	17.7	28.2

▶참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 매출액 증가율, 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶기업 밸류업 공시 법안 주주가치 존중 기업문화로의 변화를 위해 자발적으로 기업가치 제고 노력을 하는 기업. 기업가치 제고 계획을 자율적으로 수립하고, 이행하며 투자자와 소통하는 기업

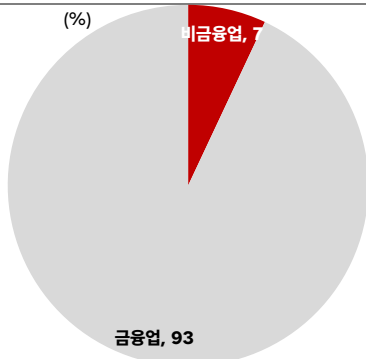
🏢 기업 개요

1 연혁

다우데이터는
소프트웨어/하드웨어 유통업의
VAN사업/PG사업 영위.
다우키움 그룹내의 지배구조
정점에 있는 회사

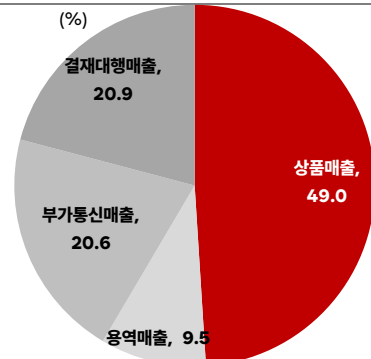
다우데이터는 소프트웨어와 하드웨어 유통회사로 출발했으며, 현재는 소프트웨어/하드웨어 유통 사업 외에도 VAN사업과 전자자금결제대행(PG)사업을 영위하고 있다. 동사는 On/Offline 결제 서비스 사업과 CAD, 가상화, 보안 분야의 소프트웨어 솔루션을 기반으로 고객 접점을 강화하고 있다. 최근 대표이사 변경 후, 중장기적으로 렌탈사업 및 구독형 사업을 전개한다는 계획을 수립하고 준비 중이다. 다우데이터는 다우키움 그룹 내에서 지배구조의 정점에 자리잡고 있다. 다우키움 그룹은 IT분야를 시작으로 다양한 분야로 사업을 확장하여 약 48개의 계열사(2024년 5월 기준)를 보유하고 있다. 다우데이터의 주요 자회사로는 키움증권, 다우기술, 키움저축은행, 키다리스튜디오 등이 있다. 동사는 작년 12월 30일 기업가치제고 계획 공시를 통해 1) 향후 3개년 내 별도 매출액 및 영업이익 20% 성장, 2) 향후 3개년 내 연결 ROE 10% 이상 달성, 3) 매년 현금 배당 및 별도 배당성향 50% 이상 유지 및 4) IR 자료 연례공시를 통한 투명한 정보 제공 강화를 목표로 제시했다. 2024년 연결 매출액 12조 1,361억원 기준으로 동사의 사업 부분은 비금융업(7.0%)과 금융업(93.0%)으로 구분된다. 금융업 매출은 동사의 종속회사인 키움증권과 키움증권의 자회사로부터 발생하는 매출이다. 2024년 별도 매출액 1,925억원은 1) 상품매출(49.0%), 2) 용역매출(9.5%), 3) 부가통신매출(VAN, 20.6%)와 4) 결제대행매출(PG, 20.9%)로 세분화된다.

다우데이터의 연결기준 매출액 구성



주: 2024년 기준, 자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우데이터의 별도기준 매출액 구성



주: 2024년 기준, 자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

연혁: 1992년 설립, 1999년 코스닥 시장 상장

다우데이터는 1992년 6월에 설립되었으며, 1999년 12월 코스닥 시장에 상장했다.

동사는 1992년 1) 프로그래밍미디어 제조, 2) 컴퓨터 조직 및 프로그램 개발, 3) 컴퓨터 정보처리 관련 교육 및 자문, 4) 전자기기 조립과 5) 판매 및 용역업 등을 영위할 목적으로 설립되었다. 설립 직후 소프트웨어 개발 도구로 유명한 미국의 Borland와 총판 계약을 체결했고, 1996년에는 Microsoft와, 1998년에는 Autodesk, Adobe, IBM과 총판 계약을 체결했다. 코스닥 시장 상장 후 2003년에는 정보통신부 지정 국제공인자격 전문교육기관으로 선정되었다.

이후 지속적으로 글로벌 소프트웨어 업체들과 총판 계약을 넓혀 간 동사는 2014년 Microsoft와 1) SPLA(Service Provider License Agreement, Microsoft 소프트웨어를 고객에게 호스팅 방식의 서비스 형태(예: 월구독료)로 제공할

수 있도록 허용하는 라이선스 프로그램) 총판 계약을 체결하고, 2) Azure, ADR 파트너 계약을 체결했다. Azure 파트너십은 Microsoft의 클라우드 플랫폼인 Azure를 기반으로 한 솔루션과 서비스를 국내에 제공하는 것이며, ADR(Advanced Date Residency) 계약은 고객데이터의 지역저장을 통해 데이터 주권과 규제 요구 사항을 충족하는 서비스를 제공하는 것이다. 2018년에는 다우기술로부터 Citrix, NVIDIA, VMware, Cloud Monitor 등에 대한 유통사업 부문을 영업 양수 받았다. 또한, Sophos와 총판 계약을 체결했다. Citrix는 가상화, 원격접속, 클라우드 컴퓨팅 및 디지털 워크스페이스 솔루션을 제공하는 미국의 IT기업으로, 2022년 TIBCO Software와 합병되어 Cloud Software Group의 일부가 되었다. Sophos는 영국에 본사를 둔 글로벌 사이버 보안 기업으로, 앤드포인트 보안, 네트워크 보안, 클라우드 보안 솔루션을 제공한다. 2022년에는 Autodesk 골드 파트너 계약을 체결했다. Autodesk는 3D설계, 엔지니어링, 건축, 건설, 제조, 미디어 산업 등을 위한 소프트웨어를 개발하는 글로벌 기업으로, 'AutoCAD'로 잘 알려져 있다. 현재 다우데이터의 판매 제품 중 Audodesk 제품이 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

동사는 신규 사업 진출을 위해 2013년 스타벤코리아를 흡수합병하며 VAN사업부문을 추가했으며, 2016년에는 다우기술 다우페이퍼를 인수하며 PG사업부문을 추가했다. 2022년에는 나이스텍스리펀드를 흡수 합병하였으며, 키움페이 POS솔루션을 론칭했다.

다우데이터 주요 연혁

1992-2013	2014-2019	2020-
<p>1992 다우데이터 설립 Borland 총판 계약 체결</p> <p>1996 Microsoft 총판 계약 체결 Autodesk 총판 계약 체결</p> <p>1998 Adobe 총판 계약 체결 IBM 총판 계약 체결</p> <p>1999 KOSDAQ 등록</p> <p>2000 공인기술지원센터 선정</p> <p>2003 정통부 지정 국제공인사격 전문기관 선정</p> <p>2004 Business Object 총판 계약 체결</p> <p>2007 Sybase 총판 계약 체결 Quest Software 총판 계약 체결</p> <p>2009 WareValey 총판 계약 체결</p> <p>2010 본사 소재시 용인시 죽전디지털밸리로 이전 웹사이트 진단 컨설팅 서비스 CooService 오픈</p> <p>2011 웨이블라데이터/사크라-S 총판 계약 체결</p> <p>2012 Adobe Digital Marketing 파트너 계약 체결</p> <p>2013 (주)스타벤코리아 흡수 합병 /VAN사업본부 추가 Amazon Web Service 컨설팅 파트너 계약 체결</p>	<p>2014 Microsoft 파트너계약 체결 (Azure/ADR) Microsoft 총판 계약 체결 (SPLA) Refund 서비스 제휴 계약 체결 (GTF, KTS) 카오스그로코리아(교육용) 총판계약 대명코퍼레이션 Dual VAN 서비스 제공 경상대병원 VAN서비스 계약 체결 제주대학교병원 VAN서비스 계약 체결 강릉아산병원 VAN서비스 계약 체결 효상인포메이션 Hitachi Storage 총판 계약 체결</p> <p>2015 넷아이디 클라우드 총판 계약 체결 CJ프레스웨이 VAN서비스 계약 체결</p> <p>2016 다우기술 다우페이(인수) PG사업본부 추가 Daou Office 총판 계약 체결 LG CNS VAN서비스 계약 체결 프리드리프 VAN서비스 계약 체결</p> <p>2017 클로닉스 총판 계약 체결 본사 소재시 서울시 마포구 재하스퀘어로 이전 한림대의료원 VAN서비스 계약 체결 전북대병원 VAN서비스 계약 체결 한라상조 VAN서비스 계약 체결</p> <p>2018 농협경제지주 VAN서비스 계약 체결 Gmarket VAN서비스 계약 체결 마리오패트 VAN서비스 계약 체결 VMware 총판 계약 체결 Citrix 총판 계약 체결 Sophos 총판 계약 체결 Nubo 총판 계약 체결 HiveO 총판 계약 체결</p> <p>2019 Timekeeper 총판 체결 영남대의료원 VAN서비스 계약 체결 유로파이뷰처 VAN서비스 계약 체결</p>	<p>2020 Foxit 총판 계약 체결</p> <p>2021 Realusion 총판 계약 체결 Kaspersky 총판 계약 체결 동국대일산병원 VAN서비스 계약 체결 라엔라 ICC VAN서비스 계약 체결</p> <p>2022 AVEVA 총판 계약 체결 AvePoint 총판 계약 체결 Epic Games (Twimotion) 파트너 계약 체결 Microsoft CSP 골드 파트너 계약 체결 Autodesk 골드 파트너 계약 체결 (주)나이스텍스리펀드 흡수 합병 키움페이 POS솔루션 론칭 (주)다이하이테크시스템 흡수 합병 (주)다스타 흡수 합병</p> <p>2023 Autodesk 플래티넘 파트너 계약 체결 TeamViewer 총판 계약 체결 Ansys 총판 계약 체결 Chaos 총판 계약 체결 대한항공 VAN서비스 계약 체결</p> <p>2024 Tibco 총판 계약 Prom 총판 계약 Nutanix 총판 계약 Rescale 총판 계약 Sangfor 총판 계약 H/W 파트너 계약(HP, Dell, Lenovo, Fujitsu, NetApp, Arista, Cisco) 제주한라병원 VAN서비스 계약 체결 호두당 VAN서비스 계약 체결 스도물 VAN서비스 계약 체결</p>

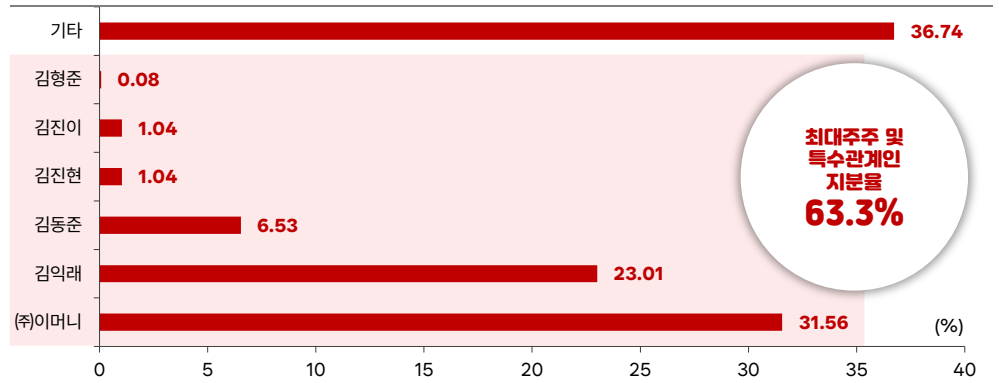
자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주 구성 및 주요 종속회사

다우데이터의 최대주주는 (주)이머니로 지분을 31.56% 보유 중

2024년말 기준으로 다우데이터의 최대주주는 (주)이머니로 지분을 31.56%를 보유 중이다. 이외 김익래 전회장 (23.01%), 김동준 대표(김익래의 長男, 6.53%), 김진현(김익래의 長女, 1.04%), 김진이(김익래의 次女, 1.04%)와 김형준(김익래의 친인척, 0.08%)이 지분을 보유 중이다. 최대주주와 특수관계인의 합계 지분율은 63.26%이다.

다우데이터 주요 주주 현황



주: 2024년말 기준, 자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우데이터의 주요 종속회사:

- 1) 다우기술
- 2) 키움증권
- 3) 카다리스튜디오
- 4) 사람인
- 5) 한국정보인증
- 6) 이매진스 등

다우데이터의 주요 종속회사로는 1) 다우기술(지분율 47.0%, 2024년말 기준), 2) 키움증권(45.4%), 3) 카다리스튜디오(40.3%), 4) 사람인(45.8%), 5) 한국정보인증(53.8%), 6) 이매진스(66.7%)가 있다. 여기서 지분율은 다우데이터와 계열사가 보유하고 있는 지분을 합계 기준이며, 이매진스(비상장기업) 제외 유통주식기준 지분율이다. 이는 사업보고서에 공시된 수치이다. 다우데이터의 키움증권, 사람인, 한국정보인증에 대한 직접적인 지배력은 위의 지분율보다 적을 수 있다.

다우기술은 IT회사이며, 주요 사업은 IT서비스를 제공하는 시스템 구축 본부와 건물관리 서비스를 제공하는 건물관리 본부로 분류된다. 동사는 문자메세지, 이메일, 팩스, 우편 등을 대량발송하는 '뿌리오'와 모바일쿠폰 서비스 '애드콘', 쇼핑물 통합관리시스템인 '사방넷' 서비스를 제공하여 온오프 판매업자 사업을 지원하고 있으며, 기업용 그룹웨어 '다우오피스'와 '다우IDC'등의 업무용 인프라를 제공하고 있다. 또한, 다우키움그룹 내에서 키움증권을 비롯한 주요 계열사의 전산시스템 구축 및 관리 등의 IT서비스 사업을 영위하고 있다. 건물관리본부는 (주)키움이앤에스가 건물관리 서비스를 제공하고 있다. 비금융사업부(2024년 연결 기준) 내에서 시스템구축본부와 건물관리본부 매출액이 차지하는 비중은 각각 95.1%, 4.9%이다. 다우기술의 자회사로 키움증권 및 금융계열사들이 있기 때문에 전체 연결매출액에서 금융사업부가 차지하는 비중은 97.65%이다. 2024년말 별도 기준으로 다우기술의 자산과 자본 규모는 각각 1조 2,353억원, 7,291억원이다. 2024년 별도 기준 매출액은 3,173억원으로 전년대비 8% 증가했고, 당기순이익은 686억원으로 26% 감소했다.

키움증권은 국내 최초의 온라인 종합증권사이다. 동사는 2005년 이후 주식위탁매매 시장 점유율 1위를 유지하고 있다. 2024년 기준 동사의 국내주식 기준 전체 시장 점유율은 19.2%, 리테일 시장점유율은 29.6%이다. 지점이 없어 저비용 사업 구조를 유지하고 있는 동사의 최근 3년(2022년~2024년) 평균 ROE는 12.1%로 국내 증권사 내에서 상대

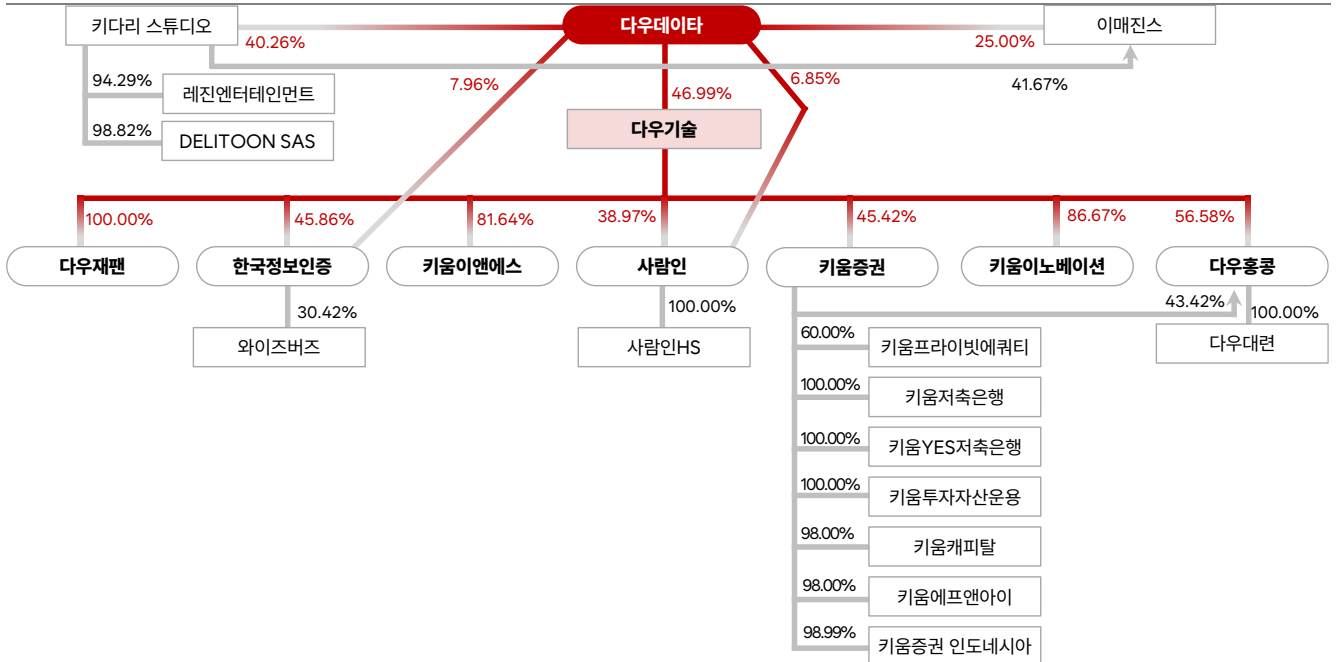
적으로 수익성이 높다. 최근 IB영업을 강화하고 있는 동사는 부동산 PF 등 구조화금융 사업을 적극적으로 추진하고 있으며, 자기자본이 4조를 넘어서면서 단기금융업(초대형 IB)인가 준비도 진행 중이다. 키움증권은 작년 5월에 기업가치 제고 계획을 발표했다. 키움증권의 자회사로는 1) 키움저축은행(지분율 100%, 2024년말 기준), 2) 키움YES저축은행(100%), 3) 키움투자자산운용(100%), 4) 키움프라이빗에쿼티(60%), 5) 키움캐피탈(98%), 6) 키움에프앤아이(98%) 7) 키움인베스트먼트(98.9%)와 8) 키움증권 인도네시아(98.99%)가 있다. 2024년말 별도기준 자산과 자본 규모는 45.7조원, 4.9조원이다. 2024년 별도기준 순영업수익은 1조 6,046억원으로 전년대비 74% 증가했으며, 당기순이익은 8,151억원으로 141% 급증했다.

키다리스튜디오는 콘텐츠 기업으로, 1) 웹툰 및 웹소설의 제작과 유통, 2) 자체 웹툰 플랫폼 운영과 3) 웹콘텐츠의 영상화를 주요 사업으로 영위하고 있다. 1987년 e-Book서비스 및 e-러닝 사업 중심의 IT전문기업으로 설립된 동사는 2016년 바로북, 2018년 북코믹스를 흡수합병하여 웹툰 및 웹소설 플랫폼 서비스 사업에 진출했다. 현재 동사는 자체 플랫폼인 '봄툰', '레진코믹스', '델리툰' 등을 통해 웹툰과 웹소설을 제공하고, 온라인 굿즈 플랫폼 '재미미샵'을 통해 다양한 콘텐츠 기반 상품을 유통하고 있다. 또한 타사 플랫폼에 대한 콘텐츠 유통 사업을 병행하고 있다. 키다리스튜디오는 IP 확보 및 확장을 위해 노력하고 있으며, 이를 기반으로 콘텐츠, 플랫폼, OSMU(One Source Multi Use, 영상/게임/굿즈) 간의 선순환 구조 확립을 목표로 하고 있다. 동사의 사업부문은 1) 웹툰(77.2%, 2024년 매출액 기준), 2) 웹소설(2.6%), 3) MD(13.4%), 4) 영상(6.8%)으로 세분화된다. 2024년말 연결기준 자산과 자본 규모는 3,404억원과 2,001억원이다. 2024년 매출액은 2,052억원으로 전년대비 20% 증가했으나, 72.2억원 당기순손실을 기록하며 3년 연속 적자를 이어갔다.

사람인은 온라인 기반의 HR서비스를 주요 사업으로 영위하고 있다. 동사의 사업은 1) 커리어플랫폼 사업, 2) 채용컨설팅 사업과 3) 아웃소싱 사업으로 구성되어 있으며, 2024년 매출액 기준으로 각각의 비중은 57.4%, 13.7%와 28.9%이다. 2024년말 연결기준 자산과 자본 규모는 2,097억원, 1,800억원이다. 2024년 매출액은 1,284억원으로 전년대비 2.4%, 당기순이익은 120억원으로 35.4% 감소했다.

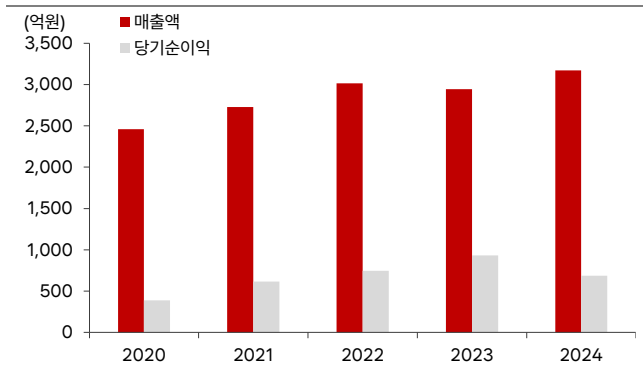
한국정보인증은 보안인증 기업이다. 국내 최초의 인증기관으로 인증서사업, PKI(Public Key Infrastructure, 공개키 기반 구조) 솔루션 개발 및 판매, SSL(Secure Sockets Layer, 웹보안서버) 판매, OTP(One-Time Password, 일회용비밀번호)제품 판매, 전자서명서비스사업 등을 주력적으로 하고 있다. 또한 자회사인 와이즈버즈를 통해 광고사업도 영위 중이다. 2024년말 연결기준 자산과 자본 규모는 각각 4,053억원과 2,322억원이다. 2024년 매출액은 1,219억원으로 전년대비 32.2%, 당기순이익은 112억원으로 21.4% 증가했다.

다우데이터 주요 주주 현황



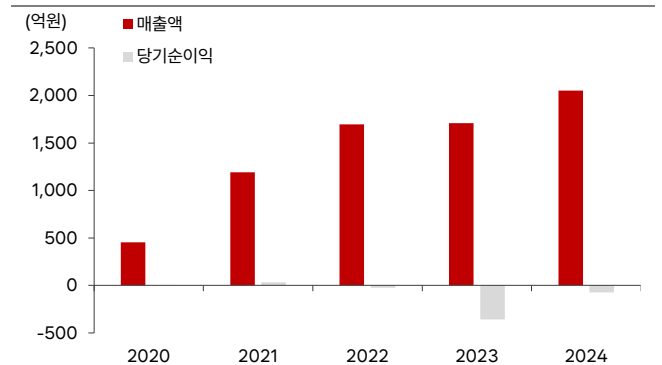
주: 2024년말 기준, 다우기술, 키움증권, 키다리스튜디오, 사람인, 한국정보인증, 와이즈버즈, 키움이앤에스, 다우재팬은 유통주식지분율, 자료: 다우데이터, 한국R협회의 기업리서치센터

다우기술의 매출액과 당기순이익 추이



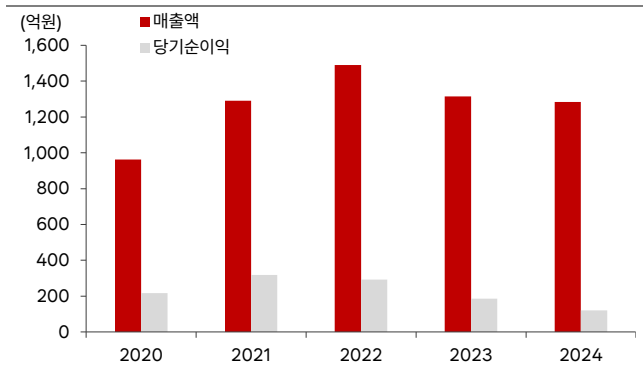
주: 별도 기준, 자료: 다우데이터, 한국R협회의 기업리서치센터

키다리스튜디오의 매출액과 당기순이익 추이



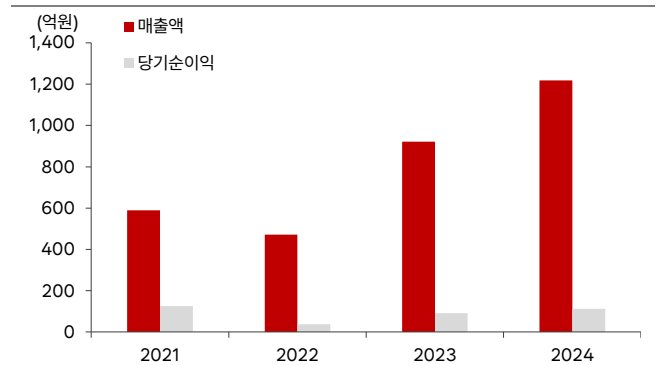
주: 연결 기준, 자료: 다우데이터, 한국R협회의 기업리서치센터

사람인의 매출액과 당기순이익 추이



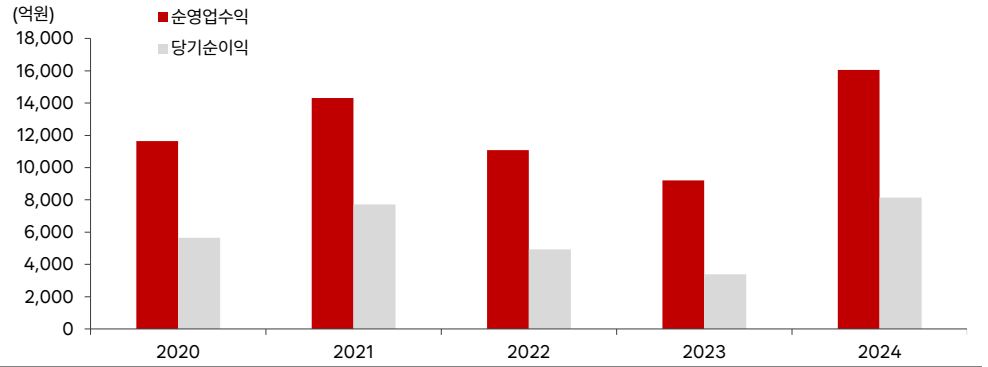
주: 연결기준, 자료: 다우데이터, 한국R협회의 기업리서치센터

한국정보인증의 매출액과 당기순이익 추이



주: 연결기준, 자료: 다우데이터, 한국R협회의 기업리서치센터

키움증권의 순영업수익과 당기순이익 추이



주: 별도 기준, 자료: 다우데이터, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 사업 내용

다우데이터는 별도 기준으로 1) 소프트웨어 유통 사업, 2) VAN사업과 3) 전자지급결제대행(PG)사업을 영위하고 있다.

1) 소프트웨어 유통 사업

소프트웨어 벤더 총판으로,
솔루션 제공과 맞춤 컨설팅 제공

다우데이터는 국내의 소프트웨어 벤더의 총판으로서, 국내에서 솔루션 제공과 함께 전문적인 맞춤 컨설팅을 제공한다. 동사는 11개의 벤더와 파트너십을 맺고 있으며, 1,123개의 비즈니스 파트너와 협력관계를 맺고 있다. 동사가 맺고 있는 비즈니스 파트너를 세분화하면 580개의 소프트웨어 공인 파트너, 526개의 클라우드 비즈니스 파트너와 17개의 하드웨어 파트너가 있다. 동사의 고객사는 기업체(12,985개사), 공공분야(434개사), 교육 분야(124개사) 등 다양하다.

동사가 제공하는 솔루션은 디자인, 제조 및 가공, 해석에 이르기까지 분야에 걸쳐 있다. 또한, 인프라 절감과 보안 호환성에 특화된 가상화 솔루션 및 보안 솔루션도 제공하고 있다.

다우데이터의 주요 소프트웨어 제품

디자인설계			
AUTODESK 2D, 3D 설계 솔루션	캐드친구 오토캐드 3rd-Party	REALUSION 캐릭터/애니메이션 제작 툴	SketchUp 3D 설계 소프트웨어
chaos V-Ray 최고의 3D 시각화 Toolset	chaos ENSCAPE 리얼타임 3D 시각화	AVEVA 산업용 엔지니어링 솔루션	Ansys 엔지니어링 시뮬레이션 소프트웨어
스마트워크			
Microsoft 비즈니스의 기반이 되는 솔루션	TeamViewer 원격 연결 소프트웨어	Foxit PDF 편집기	WARE VALLEY DB 개발 및 성능관리 솔루션
가상화			
vmware 클라우드 컴퓨팅 & 가상화 솔루션	citrix 가상화 솔루션	NUBO 모바일 가상화 솔루션	LG전자 모바일 가상화 솔루션
보안			
kaspersky 세계 최고 수준의 보안 솔루션	SOPHOS 글로벌 NO.1보안 솔루션		

자료: 다우데이터, 한국IR협회의 기업리서치센터

2) VAN 사업

VAN사로 카드사와 가맹점 간의 카드 사용 승인 업무 수행

다우데이터는 2013년부터 VAN사업을 영위하고 있다. VAN사는 카드사와 가맹점 간의 카드 사용 승인을 주요 사업으로 한다.

주 수익원은 카드사로부터 받는 수수료이며 주요 비용은 가맹점 모집 및 관리를 직접 해주는 VAN대리점에 지급하는 판매장려금과 설치유지비이다. 과거 VAN사들은 신용카드사로부터 수수료를 건수별 정액제로 받기도 했으나, 2018년부터 금융당국의 'VAN 수수료 정률제 개편'이 시행되면서, 대부분 정률제로 변경하였다. 이에 신용카드 수수료를 인하시 매출에 미치는 부정적 영향은 커졌다.

동사의 단말기는 해외카드 통합단말기로 1) DCC(Dynamic Currency Conversion, 자국통화결제) 서비스, 2) 부가세 환급(Tax Refund)과 3) 위챗페이/알리페이 결제지원 서비스를 제공하고 있다. 자국통화결제란 한국을 방문한 외국인이 신용카드 결제 시, 원화나 달러가 아닌 자국 화폐로 표시된 금액을 결제하도록 하는 서비스이다. 자국통화로 결제 시, 외국인 고객은 환율 변동에 따른 위험을 없앨 수 있고, 가맹점은 추가 수수료를 받을 수 있다는 점에서 고객과 가맹점에 모두 혜택이 제공되는 서비스이다.

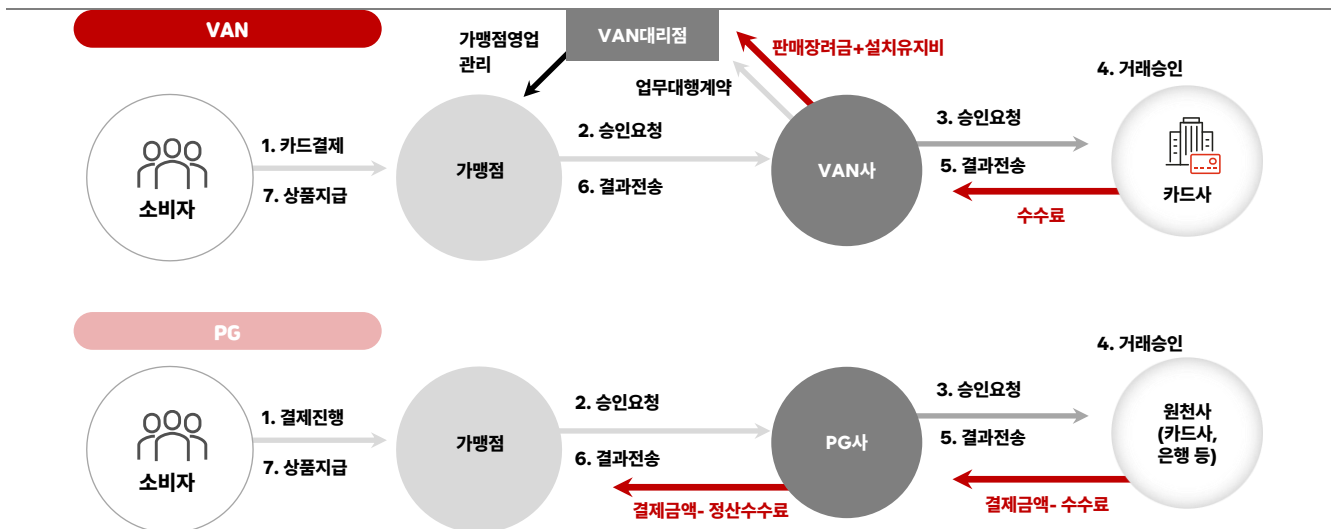
3) PG사업

PG사로 가맹점과 원천사 간의 전자지불결제대행 업무 수행

다우데이터는 전자지불결제대행업도 주요 사업으로 하고 있다.

PG사로서 동사는 결제금액에 대해 정률제로 수수료를 수취한다. 소비자들이 가맹점에서 물품을 구매 시, 가맹점에서의 결제 요청을 받아 원천사에게 거래에 대한 승인 요청을 하고, 그 결과를 받아 가맹점에 통보해 준다. 이 과정에서 다우데이터는 가맹점에게 수수료를 받아 매출로 인식하고, 원천사(통신사와 신용카드사)에 수수료를 지급해 매출원가로 인식한다. 다우데이터의 PG가맹점 수는 약 1만개이며, 2021년 이후 연간 거래대금은 점진적으로 증가 중이다.

VAN사와 PG사의 사업 모델



자료: 나이스정보통신, 한국R협회의 기업리서치센터



산업 현황

다우데이터 소프트웨어 유통 사업 외에도 VAN사업과 전자지급결제대행(PG)사업을 영위하고 있다. 또한 연결기준으로 증권업을 영위하는 키움증권이 중요하다.

1 소프트웨어 산업

2024년 게임을 제외한 국내 소프트웨어 시장은 20.7조원으로 전년대비 6.2% 성장

조사업체인 Grand View Research에 따르면, 글로벌 비즈니스 소프트웨어 시장은 2024년도에 약 5,480억 달러로 추정되며 2025년부터 2030년까지 연평균 성장률 12.1%를 기록할 것으로 전망된다. 특히, 이러한 성장은 AI 및 머신러닝의 성장과 동반된다. 기업들은 AI 소프트웨어를 통해 1) 데이터 분석, 2) 고객 서비스 자동화, 3) 업무 처리 과정 자동화 등을 이루고자 한다. 조사업체인 ABI Research에 따르면, 글로벌 AI 소프트웨어 시장은 2024년 약 980억 달러를 기록하였으며, 2030년까지 연평균 성장률 30%의 속도로 약 3,914억 달러 규모까지 성장할 것으로 전망된다.

국내 소프트웨어정책연구소(SPRI)에 따르면, 2024년 국내 소프트웨어 시장은 약 44.4조원으로 이 중 게임SW를 제외한 패키지SW와 IT서비스가 비중은 약 46.6%(20.7조원)으로 추정된다. 이는 전년(19.5조원)대비 약 6.2% 성장한 수치이다. 글로벌 시장 성장률에 비해서는 낮은 편으로, 생성형 AI 등 기술 수요는 늘고 있지만 장기 간의 경기 침체로 인한 투자 위축이 원인으로 분석된다. 국내 기업용 소프트웨어 산업은 멀티클라우드 등 클라우드의 확산, AI, 로봇 및 자동화, 사이버 보안 기술 위주로 성장할 것으로 전망된다.

소프트웨어 판매 밸류체인 내 기업들은 크게 벤더사(저작사)와 총판사, 파트너사로 나누어진다. 벤더사는 흔히 개발사로 불리는 회사들로, Microsoft, Adobe, Autodesk, 한글과컴퓨터 등이 해당된다. 이들은 주요 프로그램을 개발하고 이에 대한 저작권을 가지고 있다. 저작사에서 별도의 온라인 스토어를 통해 소프트웨어를 판매하기도 하지만, 이는 대부분 개인용 소프트웨어에 그치며 기업용의 경우 더 많은 고객들에게 판매하기 위해 총판사와 유통 계약을 맺는다. 총판사의 경우 저작사에게 대량으로 소프트웨어를 공급받아 파트너사로 유통하며, 파트너사들을 통해 기업들에게 판매된다. 대부분의 기업용 IT소프트웨어 유통은 벤더사-총판사-파트너사-기업(사용자)로 이어지는 4자 유통구조를 갖추고 있다. 이는 벤더사와 총판사가 고객 발굴 및 관리에 대한 노력을 절감하고 각각 소프트웨어 제작(벤더사) 및 판매 마케팅(총판사)에 집중하기 위한 구조이다.

다우데이터가 영위하고 있는 총판업의 경우 1) 벤더사로부터 얼마나 많은 소프트웨어를 대량으로 구입할 수 있는지, 2) 파트너사들을 얼마나 많이 발굴하고 관리할 수 있는지가 가장 큰 경쟁력이라고 할 수 있다. 벤더사들은 고객 업종별 혹은 지역별로 총판사를 나누어 관리하게 된다.

VAN 산업

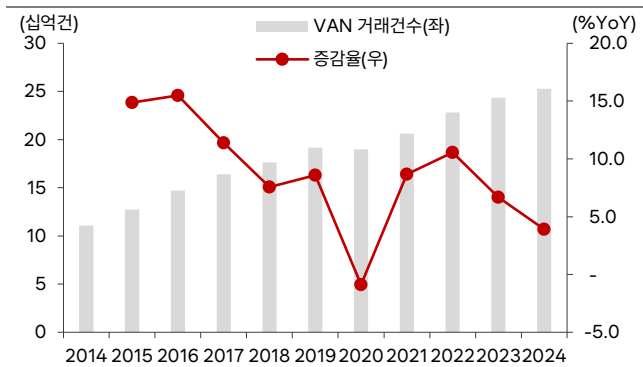
**지난 10년간 VAN 처리 건수는
연평균 8.6% 성장, 최근 소비
부진과 함께 성장을 둔화**

밴(VAN: Value Added Network)사는 카드사와 가맹점간의 카드 결제망을 구축해 통신을 연결해 주는 역할을 하는 사업자이다. VAN사의 주요 업무는 1) 카드 사용 승인을 중계하고, 2) 단말기를 설치하며, 3) 가맹점을 모집 및 관리하는 것이다. 『여신전문금융업법』에 따른 등록으로 사업을 영위할 수 있으며, 금융감독당국의 정기적인 관리 감독을 받고 사고 발생 시 손해배상책임 등도 부과되는 등 PG사 대비 규제 강도가 강하다.

2014년 이후 10년간 주요 13개 밴사의 VAN처리 건수는 연평균 8.6% 성장했다. VAN처리 건수는 코로나19가 발생해 비대면 결제가 활성화된 2020년에 0.9% 감소했다. 그러나 2021년 하반기 위드코로나를 시행하고 온라인 VAN처리 건수가 급증하면서 다시 성장세로 전환되었으며, 2020년을 제외하면 지속적으로 증가세를 보여 주었다. VAN처리 건수는 신용카드 승인 건수와 동행한다. 신용카드 승인 건수는 지난 10년간 연평균 7.9% 증가했으며, 2022년 10.4% 성장률을 기록한 이후 지난 2년간 지속적으로 성장률이 하락하고 있다. 이는 국내 경제 불확실성이 증폭되는 가운데, 경제 성장률이 하락하고 소비가 감소했기 때문으로, 올해도 이와 같은 성장을 둔화 추세는 이어갈 전망이다. 실제 올해 1월 신용카드 이용건수는 15억건으로 전년대비 1.3% 감소했다. 이에 따라 올해 VAN처리 건수 성장률도 둔화될 것으로 전망한다.

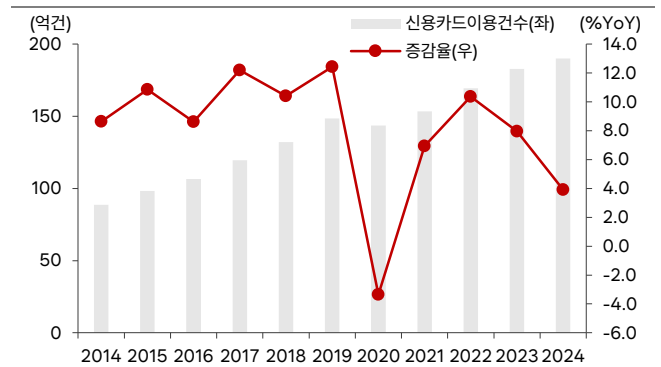
2025년 4월말 기준 영업 중인 VAN사는 27개가 있다. VAN시장에서 나이스정보통신, KIS정보통신과 한국정보통신이 주요 Player로 활동하고 있다.

VAN거래건수와 증감율 추이



자료: 나이스정보통신, 한국R협회의 기업리서치센터

신용카드 이용건수와 증감율 추이



자료: 한은, 한국R협회의 기업리서치센터

PG 산업

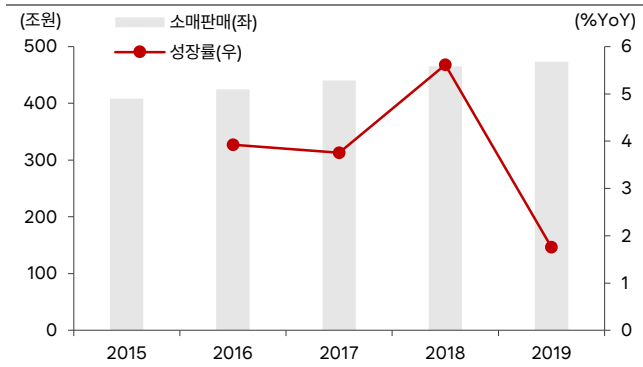
PG사는 온라인으로 이루어지는 금융거래 지원하는 서비스 업체

PG(Payment Gateway)사는 온라인으로 이루어지는 금융거래를 지원하는 서비스 업체이다. 즉, 전자상거래에서 구매자로부터 대금을 수취하여 판매자에게 최종적으로 지급될 수 있도록 지급결제정보를 송·수신하거나 그 대가를 정산 대행하는 서비스를 제공하는 회사로, 『전자금융거래법』에 따른 등록으로 사업을 영위할 수 있다. 결제 수단으로 신용카드, 계좌이체와 휴대폰결제 등 다양한 결제 수단을 활용할 수 있다. 신용카드를 통한 결제가 대부분을 차지하고 있다.

2024년 기준 온라인쇼핑거래액 규모는 259조원으로 2017년부터 연평균 15.6% 증가하며 구조적으로 성장

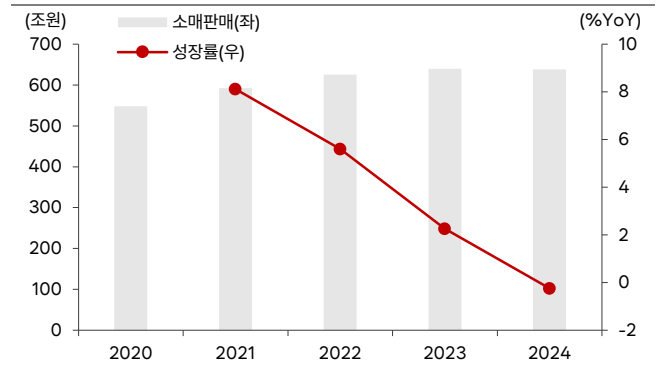
2024년 기준 국내 온라인쇼핑 거래액 규모는 259조원이다. 2017년 94조원이었던 온라인쇼핑 거래액 규모는 작년까 지 연평균 15.6% 증가했다. 2020년 초반까지 온라인쇼핑 거래액은 빠르게 성장하며, 경기순환적으로 움직이던 소매 판매액 대비 구조적으로 성장하는 모습을 보여 주었다. 2020년 코로나로 인해 성장률이 주춤했던 때를 제외하고는 20%대를 상회하는 성장률을 기록했다. 다만, 2021년 이후 온라인쇼핑 거래액 성장률은 다소 둔화되고 있다. 2022년 12.8%를 기록하며 둔화되기 시작한 성장률은 지속적으로 하락하여, 작년 7.1% 성장에 그쳤다. 올해 1분기에는 65조 원으로 전년동기대비 2.6% 증가했다. 2024년 기준으로 소매 판매액 대비 온라인쇼핑 거래액 비중은 40.7%이며, 2020년 28.9%에서 상승 추세를 보이고 있다. 특히, 온라인 쇼핑 내에 모바일 쇼핑 거래액이 보다 빠르게 성장하며 2024년 온라인 쇼핑 거래액 대비 모바일 쇼핑거래액 비중은 76.5%에 이른다. (2017년 56.2%)

연간 소매판매액과 성장률 추이(2020년 이전)



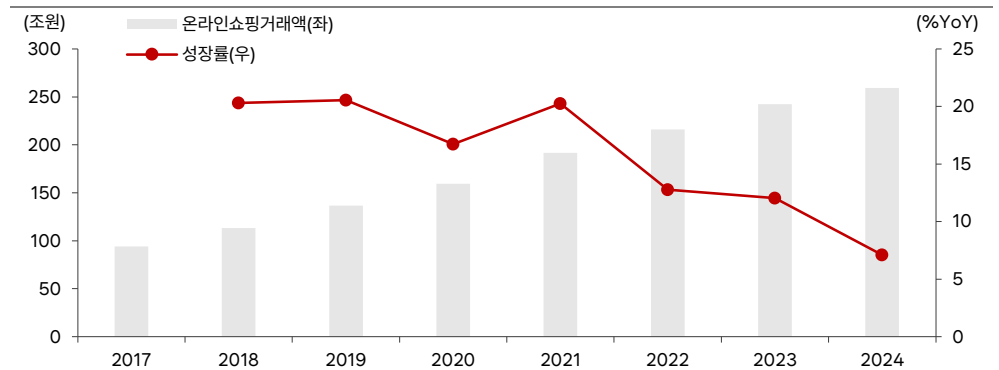
자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

연간 소매판매액과 성장률 추이(2020년 이후)



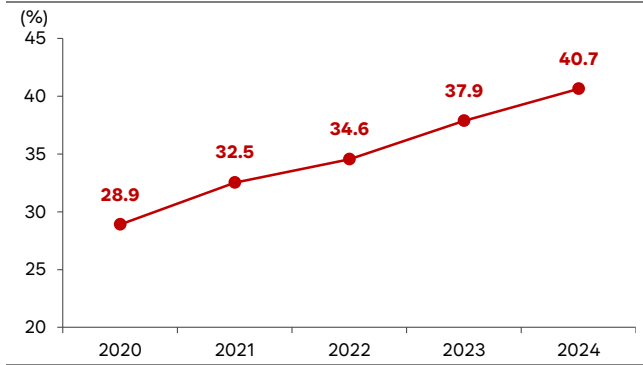
주: 2020년 관련 통계 개편, 자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

온라인쇼핑거래액과 성장률 추이



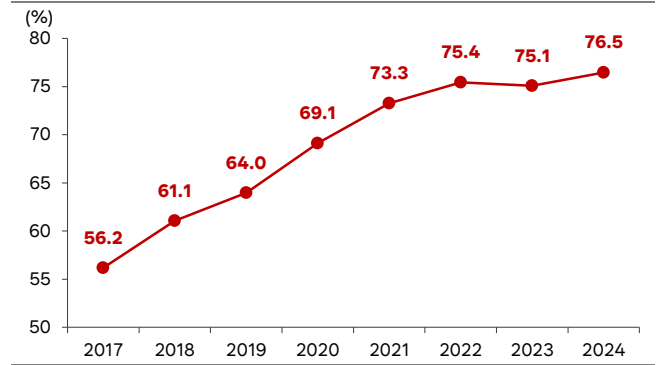
자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

소매판매액 대비 온라인쇼핑거래액 비중 추이



자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

온라인쇼핑 거래액 내 모바일 비중 추이

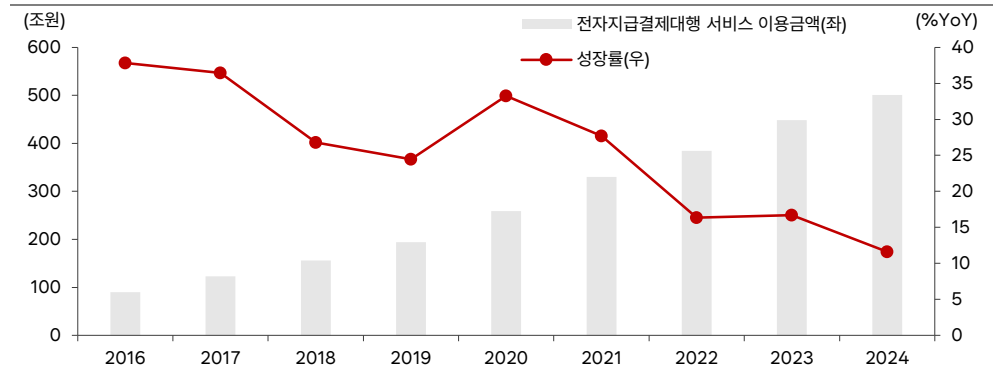


자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

2024년 전자지급결제 서비스 이용금액 501조원으로 연평균 11.6% 증가

전자지급결제 서비스(PG) 이용 실적은 전자상거래 시장의 성장과 맞물려 증가했다. 2017년 123조원이었던 전자지급결제 서비스 이용 금액은 2024년 501조원으로 기록하며, 연평균 22.2% 증가했다. 2020년 초반까지 견조했던 전자지급결제 서비스 이용 실적도 온라인쇼핑 거래액 성장을 둔화와 맞물려 2022년과 2023년 각각 16.4%, 16.7% 증가율을 기록하며 20% 이하의 성장률을 기록했다. 2024년 전자지급결제 서비스 이용금액은 501조원으로 전년 대비 11.6% 성장했다.

전자지급결제대행 서비스 이용금액과 성장률 추이



자료: 한국은행, 한국R협회의 기업리서치센터

전자지급결제 서비스 시장의 장기 성장세 지속될 전망. 단기적으로는 둔화 예상

전자지급결제 서비스(PG) 시장은 1) 빠르게 진행되는 4차 산업혁명과 지급결제의 디지털화, 2) 코로나 이후 확대된 비대면 거래와 3) 소비자들이 느끼는 편리함으로 인해 장기적인 성장세는 지속될 것으로 기대된다. 다만, 단기적으로는 둔화된 성장률이 이어질 개연성이 있다. 작년에 이어 올해에도 지속될 부진한 소매판매 때문이다. 대한상공회의소는 소비심리 위축, 고물가, 고금리, 가계부채 부담 증가 때문에 2025년 국내 소매유통시장 성장률은 0.4%로 전망했는데, 이는 코로나19 팬데믹 이후 가장 낮은 수치이다.

증권 산업

증권사의 중개업자에서 자본 공급자로 변모 중

증권사의 역할이 변화하고 있다. 자금 중개업자에서 자본 공급자로 변모 중이다. 이에 증권사의 Book이 중요하다. 보이는 Book(재무상태표)과 보이지 않는 Book(채무보증 등 난외계정)이 모두 중요하다. 투자매매 및 위탁업을 주요 사업으로 하는 증권사에 Book의 의미에 대해 의아할 수 있으나, 우리가 증권사의 이익 구조 정체에 대해 비판하는 동안 증권사의 Book활용도는 높아졌고, 이에 따라 증권사 수익 구조도 변화했다. 즉, CMA와 RP 등으로 자금을 조달하고 장외파생상품 거래 업무 허용으로 ELS/DLS를 발행하면서 증권사 차입부채가 빠르게 증가했다. 또한 IB(투자은행) 및 PI(자기자본 투자) 업무 활성화 기조로 증권사가 자의적으로 판단해 운용하는 자산도 증가했다.

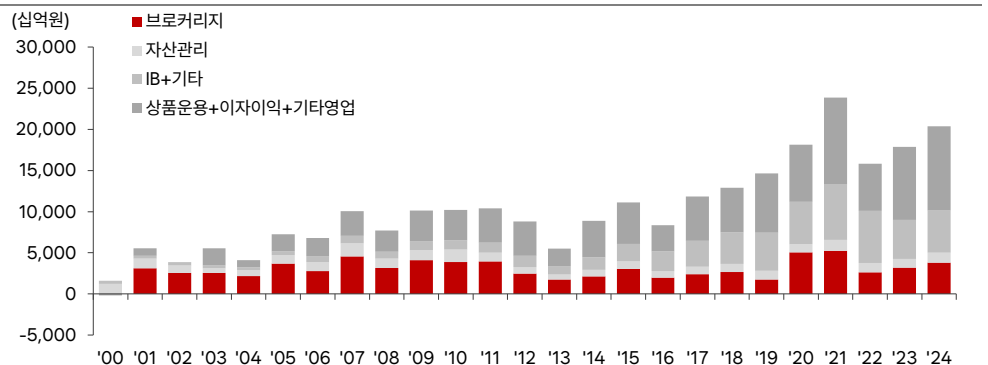
브로커리지 수수료 중심에서 IB와 상품운용수익 중심으로 변화

1) 증권사 수익 구조의 변화

2000년 이후 국내 증권사의 수익 구조는 변화하고 있다. 순영업수익(매출액)에서 브로커리지 수수료가 차지하는 비중은 축소되는 반면, IB와 상품운용 수익 비중은 증가하는 추세이다. 2000년에 순영업수익의 70.9%를 차지했던 브로커리지 수수료 수익 비중은 2024년 18.8%까지 감소했다. 반면, IB수수료 수익 비중은 2000년 7.4%에서 2022년 최대치인 40.1%까지 증가했다. 2023년 부동산 PF가 이슈화 되면서 비중은 점차 축소되어 2024년 25.0%를 기록했으나, 전통적인 IB인 ECM(Equity Capital Market)과 DCM(Debt Capital Market)이 양호한 흐름을 이어가고 있고 부동산 금융이 점진적으로 회복되면서 향후 비중이 증가할 수 있다. 또한 2001년 17%였던 상품운용 수익(이자이익 및 기타영업이익 포함) 비중도 2024년 50.3%까지 증가했다. 브로커리지 강자인 키움증권의 경우 순영업수익에서 위탁매매가 차지하는 비중은 2020년 이후 평균 39.5%이며, 위탁매매와 증권여신관련 이자수익을 합한 수익의 비중은 78.7%이다.

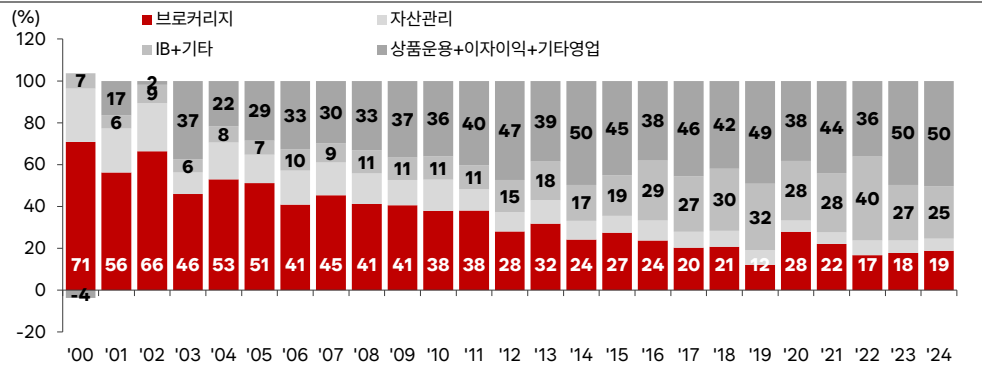
브로커리지와 자산관리 수익은 단순 수수료 비즈니스로 자본을 거의 이용하지 않기 때문에 영업레버리지에 제한이 없으며, 이에 따라 부실화에 따른 자본 감소 리스크도 적다. 대부분의 리스크는 투자자가 부담하기 때문이다. 반면, IB와 상품운용 업무는 부채 계정과 난외 계정을 활용해 자산을 운용하며 자본을 적극적으로 활용하기 때문에, 부실화가 발생할 경우 증권사 자본에 직접적으로 영향을 미친다.

국내 증권사의 순영업수익 구성 및 추이



자료: 금감원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 증권사의 순영업수익 내 수익원별 비중 추이



자료: 한국R협의회 기업리서치센터

2) 증권사 Book구조의 변화

증권사의 자금 조달원은
고객 예탁금 위주에서
차입부채 중심으로 이동.
레버리지 비율도 상승

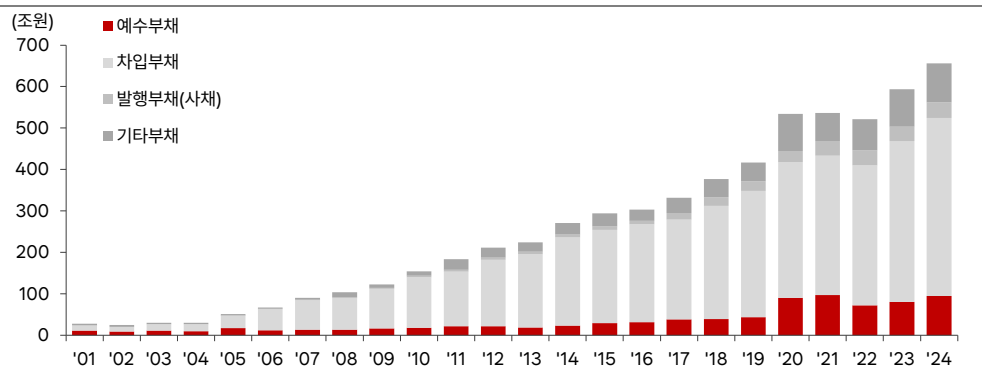
이와 같은 증권사 수익 구조의 변화는 증권사의 Book구조와 연계되어 있다.

2000년 이후 증권사의 자금조달 방식이 변경되면서 자본, 부채 구성의 변화를 겪었고, 이와 동시에 고객 자산을 증권사에서 직접 운용하게 되면서 채권을 중심으로 한 유가증권 비중(총자산 대비)도 2001년 39.5%에서 2024년 61.4%까지 2배 가까이 증가했다.

2000년초까지 위탁업, 브로커리지 영업에 주력했던 국내증권사의 주요 자금 조달원은 고객 예탁금, 즉 예수 부채였다. 고객예탁금은 예탁결제원에 예치해야 한다는 증권거래법 규제로 실제 증권사들이 고객예탁금을 활용해 운용할 수 있는 데는 제한이 있다. 2001년에는 이와 같은 예수부채가 전체 부채에서 차지하는 비중이 40.2%였다.

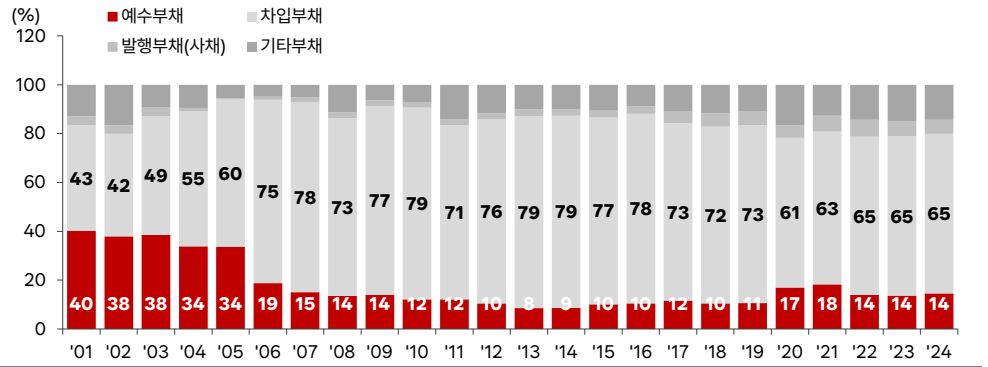
2002년 이후 증권사의 업무 범위가 확대되고 직접금융시장이 발달하면서 증권사의 자금조달원은 다양해졌다. 이에 2024년말 예수부채가 전체부채에서 차지하는 비중은 14.5%까지 감소했고, 차입부채가 차지하는 비중이 65.5%까지 증가했다. 2001년 전체부채에서 차입부채가 차지하는 비중은 43.2%였으며, 2013년에는 78.8%까지 높아졌다.

국내 증권사의 부채 추이



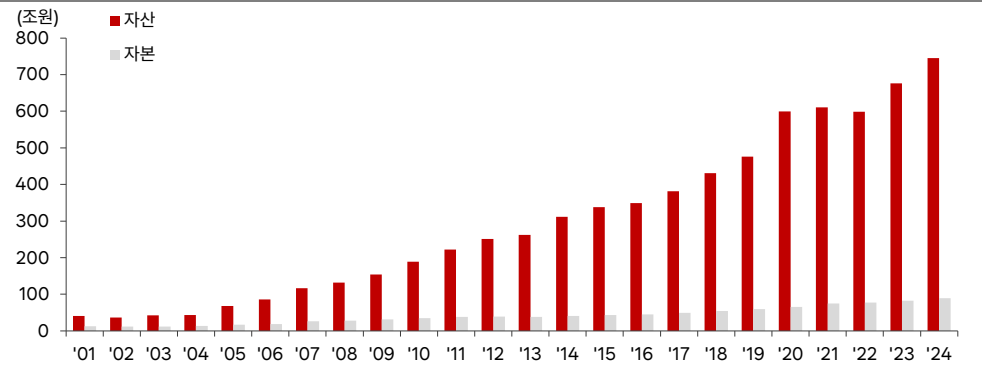
자료: 금감원, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 증권사의 부채 구성 비중 추이: 예수부채 비중 감소, 차입부채 증가



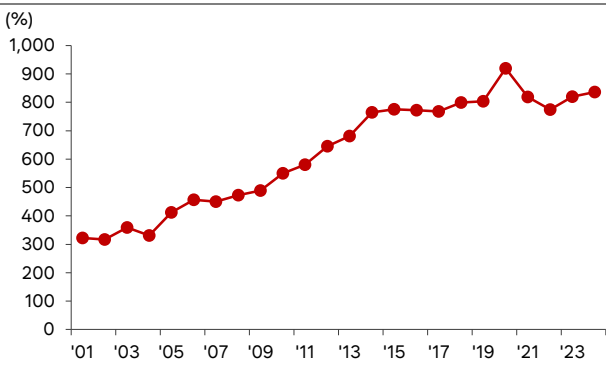
자료: 금감원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 증권사의 자산과 자본 추이



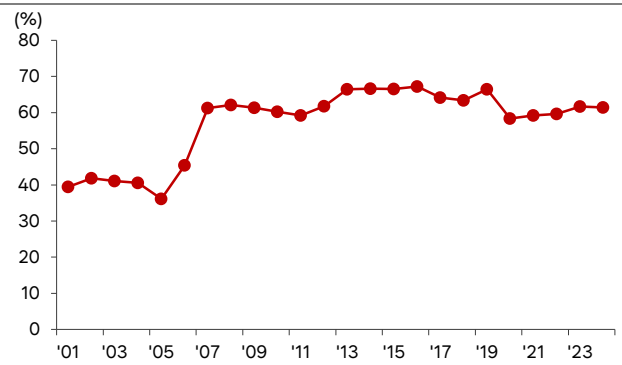
자료: 금감원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 증권사의 레버리지 비율 추이



주: 총자산 대비 자본 비율, 자료: 금감원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 증권사의 자산 내 유가증권 비중 추이



자료: 금융투자협회, 한국R협회의 기업리서치센터

2002년 장외파생상품 거래업무 허용, 2005년 CMA판매 허용 및 콜 시장 개편, 2016년 초대형B 도입 때문

2002년 7월 증권사의 장외파생상품 거래업무가 허용되고, 2005년 장외파생상품 거래업무의 자기자본 요건이 기존 3천억원에서 1천억원으로 낮추는 등 규제가 완화되며 매도파생결합증권(ELS/DLS 등) 발행이 증가되었다. 또한, 2005년에는 CMA 판매가 허용되고 글로벌 금융위기 이후 콜시장 개편 정책에 따라 Repo 시장이 발전하며 환매조건부매도 증권도 증권사의 주요 자금 조달원으로 부상했다. 매도파생결합증권이 전체부채에서 차지하는 비중은 2003년 9.3%이었으나, 2024년말에는 13.7%까지 증가했다. 항생중국기업지수(HSCEI지수)를 추종하는 ELS가 본격적으로 사회적 이슈로 부각되기 전인 2016년에는 매도파생결합증권이 전체부채에서 차지하는 비중이 33.2%를 기록했다.

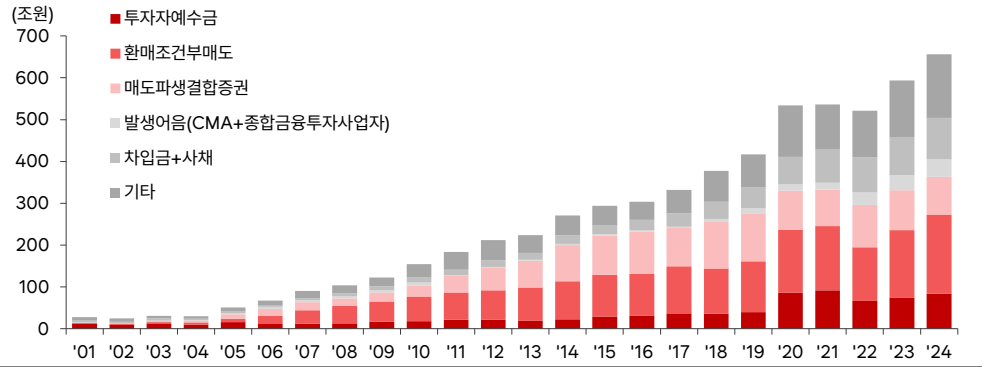
2016년에는 초대형B 제도를 도입하면서 발행어음으로 자금이 조달되는 것이 허용되면서 증권사들의 발행어음 부채는 2015년 3조원에서 2024년 42조원으로 10배 이상 급증했으며, 전체 부채에서 차지하는 비중은 1%(2015년말)에서 6.3%(2024년말)로 증가했다. 지난 4월 9일 금융위는 증권업의 기업금융 경쟁력 제고 방안을 발표했다. 주요 내용으로 1) 2025년 하반기 발행어음/IMA 영위를 위한 종투사(종합금융투자사업자) 지정과 2) 종투사 운용규제 개편 방안이 포함되었다. 종투사 신청은 3분기 중 신청을 받아 현행 요건에 따라 지정할 예정이며 올해 이후에는 지정요건 강화와 단계적 지정원칙을 적용할 예정이다. 1) 사업계획과 본인 제재 이력 요건 신설, 2) 연말 결산기준으로 자본요건 연속 2기간 충족, 3) 종투사(3조원)/발행어음(4조원)/IMA(8조원)의 각 단계마다 2년 이상 영위요건이 추가된다. 자기자본 4조원이 넘는 키움증권은 올해 3분기 발행어음 인가를 신청할 예정이다.

증권사 업무범위 확대 규정

상품	시기	상세 내용
ELS-DLS	2002.07	증권사의 장외파생상품 거래업무 허용 ▶ 증권사 장외파생상품 인가 요건(증권거래법 시행령) 1) 종합증권업 영위 2) 영업용순자본비율 300% 이상 3) 자기자본 3천억원 이상 4) 전문인력 확보 5) 금감위가 정하는 위험관리 및 내부통제 기준 충족
	2005.03	• 증권회사의 장외파생금융상품 업무 경영 위한 최소 자기자본 요건을 3천억원에서 1천억원으로 낮춤 • 2007년 3월 이후 자기자본요건이 전면 삭제되도록 일률 규정 도입 • 장외파생상품의 기초자산으로 유가증권 이외에 신용리스크 추가 • 파생결합증권을 증권거래법상 유가증권으로 규정
CMA	1984.08	사채시장의 제도권화 위해 종합금융사가 만들어지면서 '종합금융회사법'에 의거해 도입
	2005	증권업무 영위하지 아니하는 증권사에 증권사 CMA 판매 허용
	2006~2007	MMF 미래가격제 시행(법인(2006.07), 개인(2007.03))으로 CMA 상대수혜 받음
	2008년 1분기	CMA 서비스 모범 기준 마련(광고 시 제공 정보 규제, 증권사 유동성리스크 관리 강화 방안 모색) 및 증권사별 내부통제기준 마련
지급보증 (채무보증)	2009	증권사의 지급보증 업무 허용(자본시장법 시행령) • 증권 및 장외파생상품에 대한 투자매매업을 겸영하는 경우
	2012.01	NCR 규제 완화 • 지급보증의무가 발생하지 않은 채무보증의 경우에 영업용순자본의 직접차감항목이 아닌 거래상대방별 위험액을 고려한 신용위험액을 포함하도록 변경
초대형 B 육성	2016.08	자기자본 4조원 이상 발행어음업무 허용 자기자본 8조원 이상 종합투자계좌업무 허용, 부동산 담보신탁 업무 허용

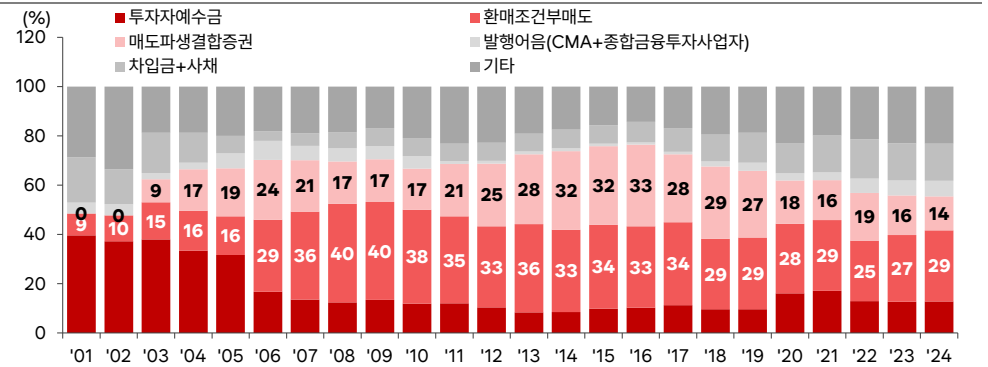
자료: 금감원, 한국IR협회의 기업리서치센터

자금 조달원 변화에 따른 국내 증권사 부채 구성 변화



자료: 금감원, 한국R협회의 기업리서치센터

자금 조달원 변화에 따른 국내 증권사 부채 구성 비중 변화

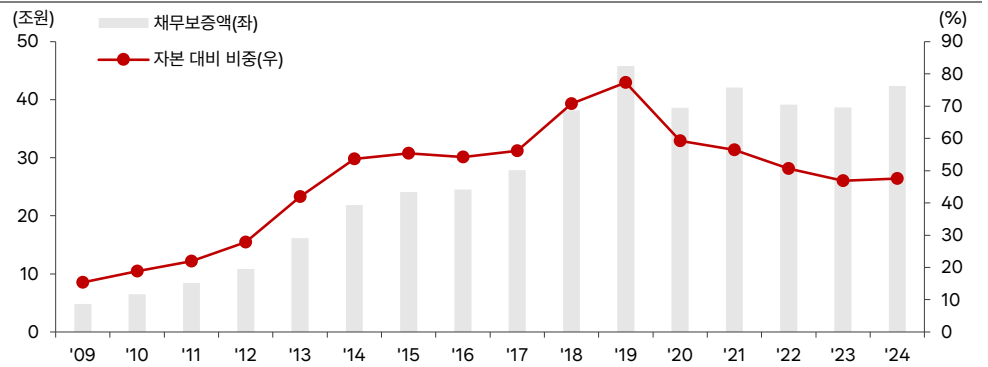


자료: 금감원, 한국R협회의 기업리서치센터

**증권사의 난외계정인
채무보증금액도 급증하다
최근 안정화**

증권사의 난외계정도 빠른 속도로 증가했다. 이는 IB의 구조화금융과 관련된 지급보증 때문이다. 금융당국이 2009년 자본시장법 시행령을 통해 증권사의 지급보증 업무를 허용하고 증권사의 자본활용도를 높이기 위해 NCR규제를 완화한 데 따른 결과이다. 이에 2009년 4.8조원이었던 증권사의 채무보증금액은 2019년 45.7조원까지 급증했고, 자본 대비 비중도 15.3%(2009년)에서 77.3%(2019년)까지 급등했다. 2023년 부동산 PF가 이슈화되며 2023년말 증권사의 채무보증금액은 38.6조원까지 감소했으나, 2024년 42.4조원으로 증가했다. 2024년 자본 대비 채무보증금액 비중은 47.6%이다.

국내 증권사의 채무보증금액과 자산 대비 비중 추이

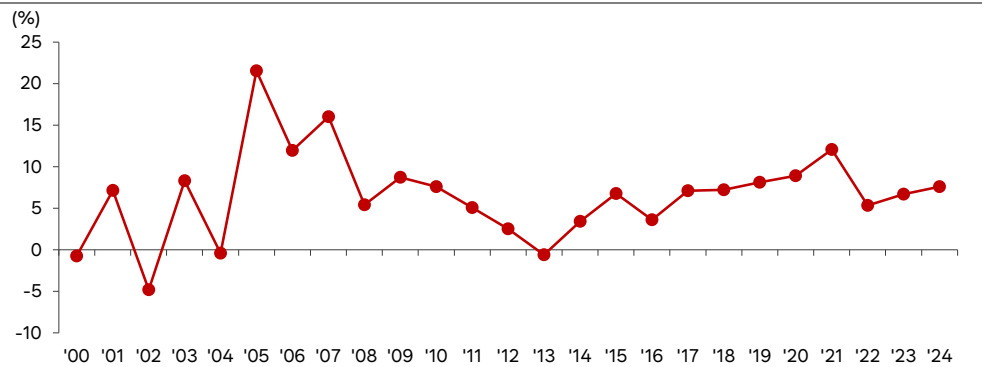


자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

증권사 ROE는
아직 변동성이 큰 모습

이와 같은 증권사의 업무 영역 확대와 자금조달 수단 변경으로 증권사들은 수익성을 향상시킬 수 있는 기회를 맞았다. 그러나 1) 초대형IB를 위한 자본 확대 움직임, 2) 수익과 같이 증가한 리스크와 3) 금융당국의 규제로 인해 증권사의 ROE는 아직 변동성이 큰 모습을 보여주고 있다.

국내 증권사의 ROE 추이



자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 밸류업 계획 발표 통한 중장기 주주환원 확대 기대

투자포인트1. 밸류업 계획 발표에 따른 중장기 주주환원 확대 기대

다우데이터의 첫번째 투자포인트는 밸류업 계획 발표에 따른 중장기 주주환원 확대 기대이다.

다우데이터는 작년 12월 30일 기업가치 제고 계획 공시를 통해 향후 3년간 주주 가치 제고를 위한 목표를 제시하고 주주환원 계획을 제시했다.

동사는 디지털 전환과 서비스를 통한 온라인 플랫폼 기업으로의 도약을 비전으로 설정하고 성장성과 자본효율성이라는 두 가지 재무지표를 목표로 내세웠다. 성장성 측면에서는 최근 3개년 평균 매출액 및 영업이익의 기준으로 향후 3개년 내 매출액과 영업이익 20% 증가를 목표를 제시했다. 이는 별도 기준으로, 매출액은 2021년~2023년 평균 1,990억원에서 2027년에 2,388억원으로, 영업이익은 2021년~2023년 평균 77억원에서 2027년에 93억원으로 증가하는 것이다. 2027년 매출액이 증가하여 영업레버리지 효과가 기대됨에도 불구하고 영업이익률이 3.8%로 과거와 동일한 이유는 시스템 구축에 따른 초기 비용을 감안한 것이다. 자본효율성 측면에서는 향후 3개년 내 연결기준 ROE 10% 이상을 목표로 제시했다. 동사의 연결기준 ROE는 키움증권의 ROE와 연계되어 있다. 다우데이터의 2023년과 2024년 ROE(연결기준)는 5.5%, 13.0%이다. 같은 시기 키움증권의 ROE(별도 기준)는 각각 8.1%와 17.6%였다.

다우데이터의 기업가치 제고 계획



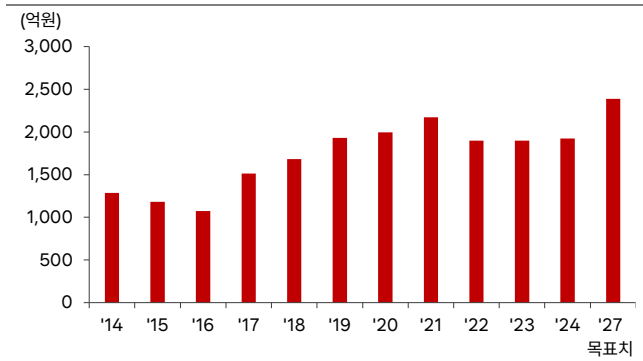
자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

신사업 등을 통해 향후 3년간 매출액과 영업이익(별도 기준) 20% 증가, ROE (연결기준) 10%이상이 목표

다우데이터의 별도기준 매출액은 코로나에 따른 수혜로 2021년 2,172억원을 기록한 이후 2022년 PG매출액이 감소하며 1,899억원으로 급감했다. 2024년 매출액은 1,925억원으로 2022년 이후 정체 국면에 놓여 있다. 이를 타개하기 위해 동사는 신사업으로 고객에게 모든 솔루션을 제공하는 렌탈 사업, 구독형 사업을 진행할 계획이다. 통상 전문적인 소프트웨어 및 하드웨어 구입에는 초기 비용이 적지 않는데, 이를 구독형으로 판매해 고객의 구매 허들을 낮추려고 하는 것이다. 초기에는 동사가 취급하는 소프트웨어와 하드웨어 중심으로 사업을 진행할 예정이며, 이의 일환으로 지난 4월 28일 IT솔루션 마켓플레이스 플랫폼 '디지털존'을 오픈했다. 디지털존은 온라인으로 다양한 IT솔루션을 비교 분석

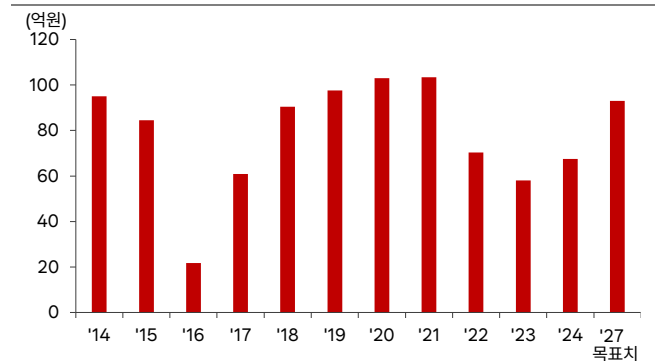
하여 구매할 수 있는 플랫폼으로 컨설팅, 기술 지원 등 다양한 서비스 제공과 다양한 결제 방식을 제공한다. 디지털존은 1) 다수의 다양한 소프트웨어 전시 및 구매 지원, 2) 온라인 견적구매 편의성과 3) 할부구매 제공을 통해 타사와 차별화를 추구한다. 디지털존에서는 국내에 유통되지 않은 해외 소프트웨어들을 포함하여 약 9만여 개 이상의 소프트웨어가 전시되고 해외 소프트웨어 구매 지원을 위해 구매 대행 서비스도 제공한다. 다우데이터는 이를 시작으로 향후에는 품목을 사업체에서 필요로 하는 모든 기기로 확장할 계획이다. 이를 위해 온라인 쇼핑몰을 구축하려고 상표권을 준비 중이며, M&A도 고려하고 있다.

다우데이터의 매출액 추이



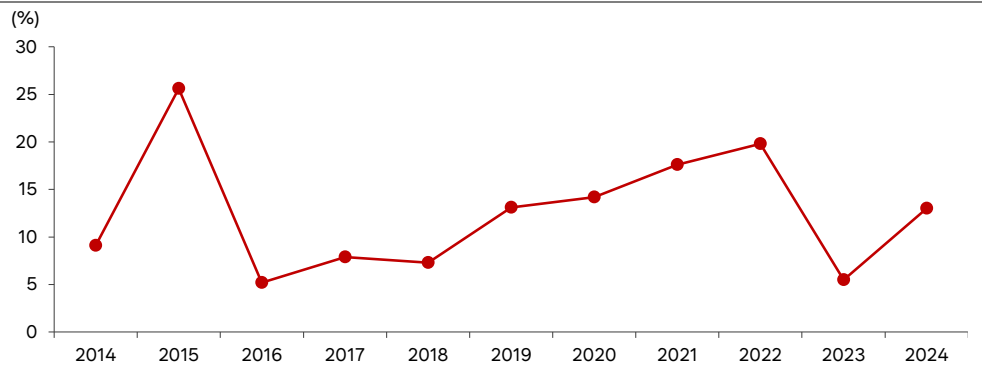
주: 별도 기준, 자료: 다우데이터, 한국IR협회의 기업리서치센터

다우데이터의 영업이익 추이



주: 별도 기준, 자료: 다우데이터, 한국IR협회의 기업리서치센터

다우데이터의 ROE 추이

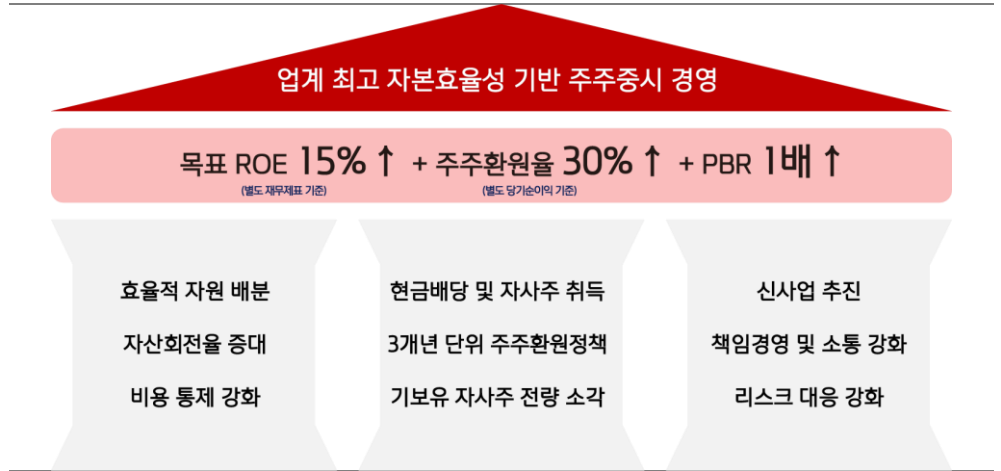


주: 연결 기준, 자료: 다우데이터, 한국IR협회의 기업리서치센터

**다우데이터의 ROE는 키움증권과
직결. 키움증권의 기업가치 제고
계획이 동시에 중요**

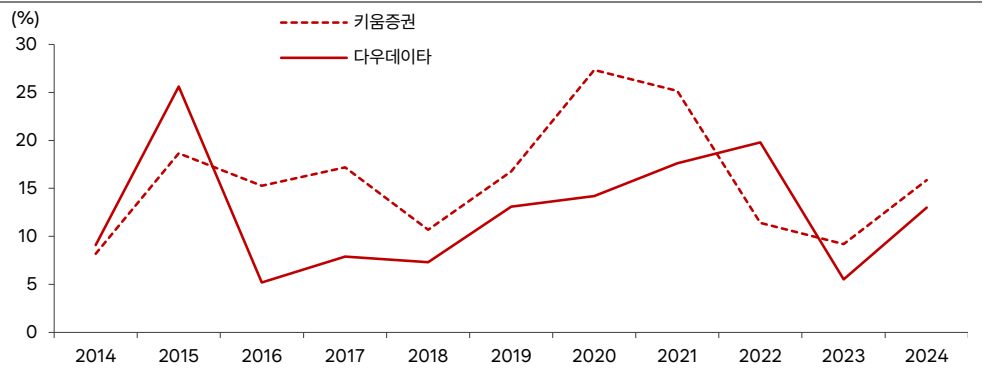
다우데이터의 연결기준 ROE가 키움증권과 직결되어 있다는 측면에서 키움증권의 기업가치 제고 계획도 살펴볼 필요가 있다. 키움증권은 작년 5월 28일 기업가치 제고 계획을 발표했다. 동사는 업계 최고의 자본효율성 기반 주주 중시 경영을 캐치플레이어로 걸고 3개년 중기 목표로 1) 별도 재무제표 기준 ROE 15%이상, 2) 별도 당기순이익 기준 주주환원율 30% 이상과 3) PBR 1배 이상을 제시했다. 이를 위해 동사는 기존에 동사가 강점을 보인 브로커리지 부문에서 경쟁력을 공고히 하는 한편, 자본을 활용하는 IB부문의 영업을 강화해 자산 회전을 증대하며, 신사업을 추진할 예정이다. 구체적인 사항은 두번째 투자포인트에서 살펴볼 예정이다.

키움증권의 기업가치 제고 계획



자료: 키움증권, 한국IR협회의 기업리서치센터

다우데이터와 키움증권의 ROE 추이



주: 연결 기준, 자료: 금감원, 한국IR협회의 기업리서치센터

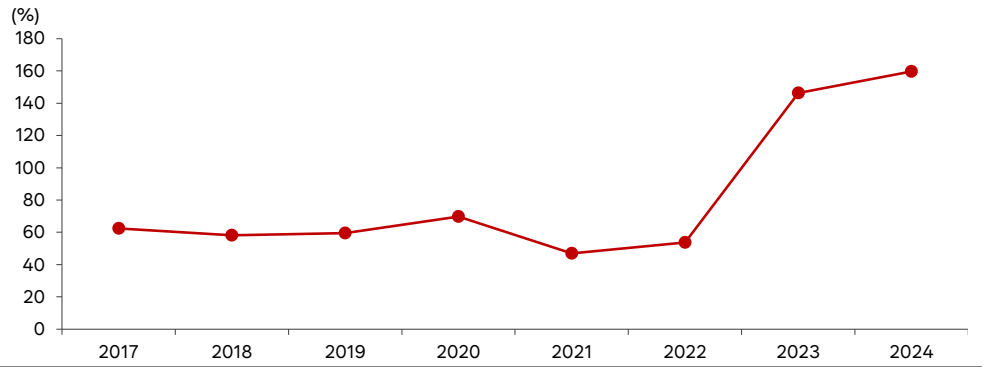
다우데이터의 주주환원정책:
별도 기준 배당성향 50% 이상
유지, 2023년과 2024년
배당성향은 150% 내외

또한, 다우데이터는 주주가치 제고를 위해 안정적이고 일관된 주주환원 정책을 유지할 계획이다. 이를 위해 1) 매년 현금배당 유지를 통해 주주 신뢰성을 확보하고, 2) 별도 기준 배당성향 50% 이상 유지를 통해 배당정책 향상 및 주주 만족도를 극대화할 예정이다.

동사의 2017년부터 2022년까지 5개년간 평균 현금배당성향(별도 기준)은 58.4%이며, 2023년과 2024년에는 146.3%, 159.7%를 기록했다. 이를 감안 시, 동사가 목표로 제시한 별도기준 배당성향 50% 유지는 투자자들에게 다소 보수적으로 여겨질 수 있다. 참고로 동사의 현금 배당수익률은 2017년부터 2023년까지 1~2%대를 유지했으며, 작년에 4.3%를 기록했다.

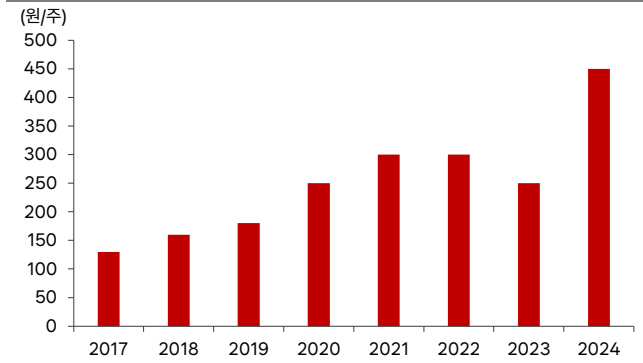
마지막으로 동사는 주주 및 투자자와 투명한 소통을 위해 1) IR 자료를 회사 홈페이지에 연례 공개하며 정보 비대칭성 해소 및 소통채널 강화, 2) 기업밸류업 계획 및 이행 현황에 대해 연례 공시, 3) 주주총회 전자투표제도 도입 및 의결권 대리행사 권유 계획을 발표했다.

다우데이터의 배당성향 추이



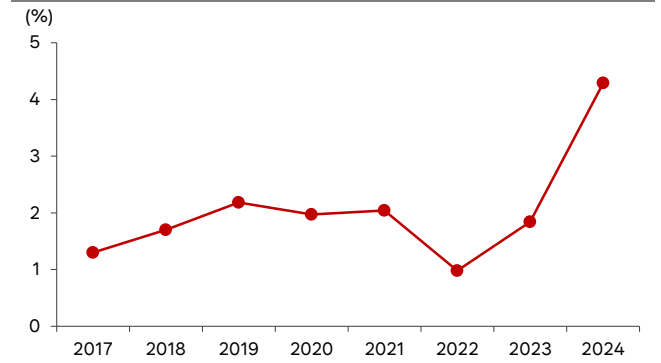
주: 별도 기준, 자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우데이터의 주당 현금배당금 추이



자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우데이터의 현금 배당 수익률 추이



자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

키움증권의 배당 증대를 통한 이익 증가 기대

투자포인트2. 키움증권 배당 증대를 통한 이익 증가 기대

다우데이터의 두번째 투자포인트는 키움증권의 배당 증대를 통한 이익 증가 기대이다. 키움증권의 매출액은 연결기준 다우데이터 매출액의 93%를 차지하고 있으며, 다우데이터의 연결 ROE는 키움증권과 연계되어 있다. 또한, 별도 기준으로 키움증권의 배당이익은 다우기술을 통해 다우데이터의 당기순이익 증대에 직접적인 영향을 끼친다.

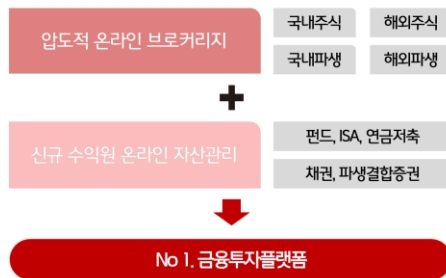
키움증권은 국내 최초의 온라인 증권사로, 브로커리지 부분 강자이다. 동사는 2005년 이후 주식위탁매매 시장 점유율 1위를 유지하고 있다. 2024년 기준 동사의 국내주식 기준 전체 시장 점유율은 19.2%, 리테일 시장점유율은 29.6%이다. 이에 동사의 순영업수익에서 위탁매매가 차지하는 비중은 2020년 이후 평균 39.5%이며, 위탁매매와 증권여신관련 이자수익을 합한 수익의 비중은 78.7%이다. 참고로, 국내 증권사의 위탁매매가 순영업수익에서 차지하는 비중은 20.6%에 불과하다. 상대적으로 리스크가 제한적인 브로커리지 부문, Fee-Based 사업부분에의 강점이 키움증권의 탄탄한 이익 체력을 뒷받침해주고 있다. 해외 주식 투자가 급증하는 가운데, 동사는 대금거래 기준 시장점유율 측면에서 1위를 유지하고 있으며, 격화되는 경쟁 속에서 20대를 타켓으로 하는 마케팅을 본격화하고 6월에는 이들을 위한 간편 앱을 출시할 계획이다.

키움증권은 기업가치 제고 계획을 통해 ROE를 개선하기 위해 Book-Biz를 하며 자산회전을 증대 계획을 밝혔다. 구체적으로는 구조화 금융 등 IB사업을 확장하고, IB와 운용사업 부문 간의 시너지 확대를 도모할 예정이다. 당사는 작년 증권사들이 부동산PF로 어려움을 겪은 시기에 빅딜에 선택적으로 집중하며 구조화 금융 사업을 적극적으로 전개해 나갔다. 이에 당사의 2024년말 채무보증 금액은 2.1조원으로 전년 대비 36.2% 증가했으며, 2024년 구조화금융 수익은 1,589억원으로 전년대비 168% 급증했다. 당사의 작년말 자본(별도 기준) 대비 채무보증 금액 비중은 42%이며, 올해는 이 비중을 60% 이내로 관리하며 구조화 금융 사업을 전개해 나갈 계획이다. 올해 1분기 구조화금융 수익은 440억원으로 전년동기 대비 25.4% 증가했다. 적극적인 IB사업 전개를 통해, 키움증권의 이익원 다변화가 예상된다.

또한, 중장기적으로는 신사업을 통한 성장도 도모하고 있다. 당사가 준비하는 신사업은 1) 단기금융업(초대형IB), 2) 퇴직연금사업과 3) 글로벌 비즈니스이다. 당사는 초대형IB로 지정되고 단기금융업 인가를 받기 위해 작년부터 인가 신청 준비를 했다. 올해 하반기에는 본격적인 인가 절차를 진행할 예정인 당사는 내년에는 사업 개시를 목표로 하고 있다. 단기금융업 인가 시, 발행어음 사업을 통해 자금조달 효율성을 제고하고 기업금융 부문이 강화될 것으로 기대된다. 퇴직연금 사업은 올해 2분기 시스템 구축을 진행하고 내년 2분기에는 사업 개시를 목표로 하고 있으며, 중장기적으로 글로벌 증권사로의 도약을 위해 미국에 신규 법인 설립을 추진할 예정이다.

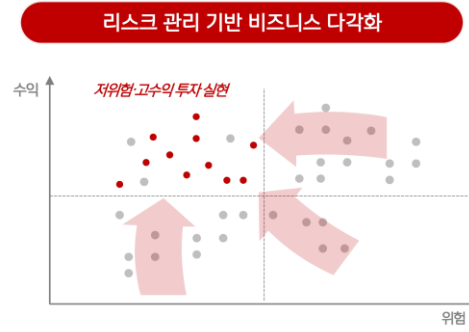
키움증권의 기업가치 제고 계획 중 기존 사업영역 전략

■ WM부문



- 중개형 ISA 등 리테일 고객 특화 금융상품 잔고 확대
- 생성형 AI 기반 초개인화 자산관리
- 해외주식 브로커리지 경쟁력 강화
- MAU 증대를 통한 고객저변 확대

■ IB / S&T부문



- Book 대비 수익률, Risk 대비 수익률을 고려한 자산 배분
- 타겟 ROA 6% 우량 딜 선택과 집중
- IPO Big-Deal 확대를 통한 리테일 고객 증대

자료: 키움증권, 한국IR협의회 기업리서치센터

키움증권의 기업가치 제고 계획 중 신사업영역 전략

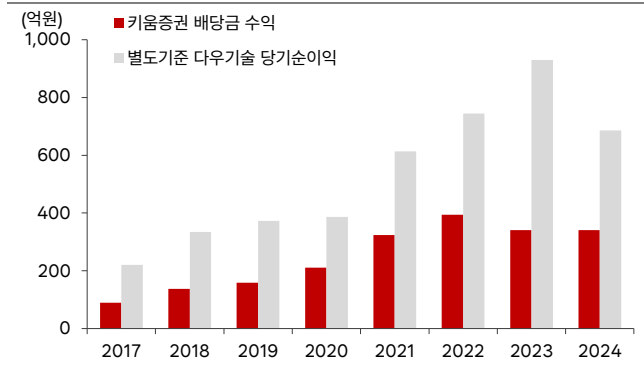
■ 신규 사업 진출 검토

단기금융업(초대형IB) 인가 추진	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 초대형IB 인가를 통한 발행어음 비즈니스 진출 ▪ 금융상품 라인업 확대로 WM부문 수익 다각화 ▪ 원활한 자금조달 및 금융시장 모험자본 투입 강화
연금사업 신규 진출	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 인구 고령화로 퇴직연금 중요성 부각 (은행·보험 → 증권 머니무브) ▪ 안정적 수익률, 특화된 연금서비스 제공 ▪ 절세상품 중심 금융상품 고객 기반 확장을 통한 안정적인 수익구조 형성
글로벌 비즈니스 확대	<ul style="list-style-type: none"> ▪ '24년 중 싱가포르 자산운용사 라이선스 취득 및 성공적 안착 목표 ▪ 향후 북미, 동남아 등 글로벌 핵심거점 확대 ▪ 해외주식 커버리지 확대 등 리테일 경쟁력 기반 해외 Biz 강화

자료: 키움증권, 한국IR협의회 기업리서치센터

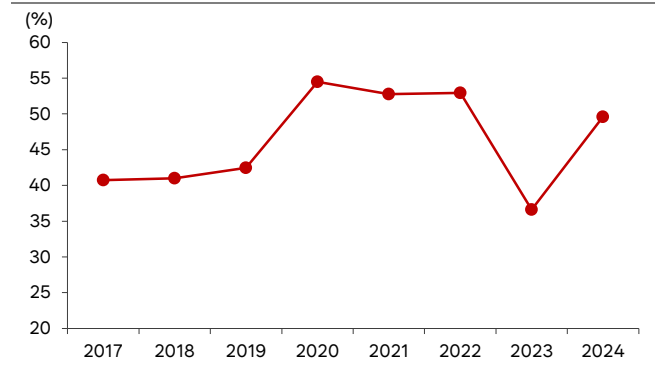
이와 같은 키움증권의 ROE 개선노력은 키움증권의 주주환원을 30% 이상 정책과 함께 다우데이터의 별도 당기순이익 증대에도 영향을 미칠 수 있다. 다우기술은 키움증권 지분을 42.31%(2024년말 기준)를, 다우데이터는 다우기술을 45.20%를 보유 중이다. 키움증권의 배당금은 다우기술의 금융수익(영업외이익)에 포함되며 키움증권이 다우기술에 지급한 배당금은 다우기술 당기순이익(별도기준)의 46.3%(2017년~2024년 평균 기준)를 차지하고 있다. 또한 다우기술의 배당금은 다우데이터의 당기순이익의 78.5%(2017년~2024년 평균 기준)를 차지하며, 2023년과 2024년에는 당기순이익의 185.8%, 131.6%를 차지했다.

키움증권의 배당금 수익과 다우기술의 당기순이익 추이



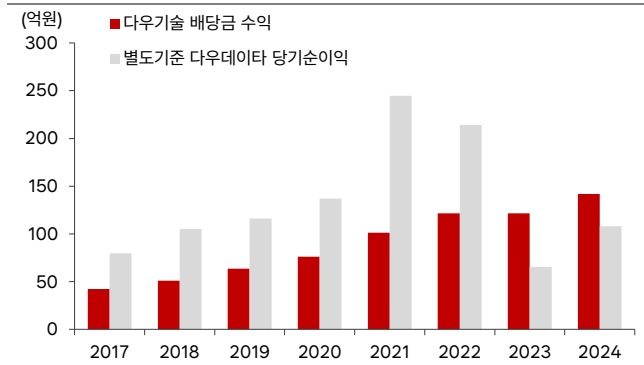
자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우기술의 당기순이익 대비 키움증권 배당금 수익 비율



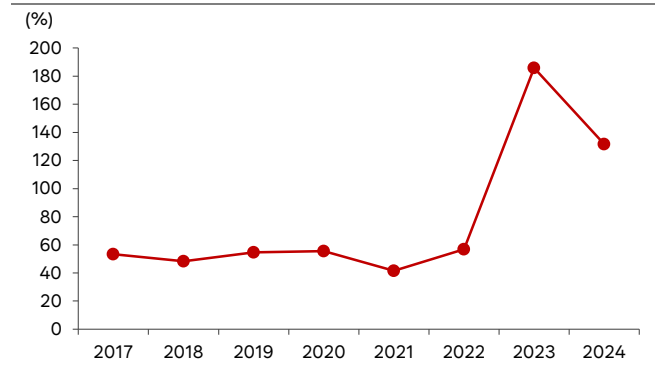
자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우기술의 배당금 수익과 다우데이터의 당기순이익 추이



자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우데이터의 당기순이익 대비 다우기술 배당금 수익 비율



자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **실적 추이 및 전망**

2024년 실적 Review

2024년 매출액
12조 1,361억원(+17.4%YoY),
영업이익
1조 2,059억원(+80.5%YoY)
기록

다우데이터의 2024년 연결 기준 매출액은 12조 1,361억원으로 전년 대비 17.4% 증가했다. 영업이익은 1조 2,059억원으로 전년대비 80.5% 급증했으며, 영업이익률은 9.9%로 2023년 대비 3.4%p 개선되었다. 당기순이익과 지배주주기준 당기순이익은 8,659억원과 1,643억원으로 각각 전년대비 95.5%, 158.5% 증가했다.

다우데이터의 비금융업 매출액이 8,516억원으로 전년 대비 8.8% 증가했으며, 금융업 매출액은 11조 2,845억원으로 18.1% 증가했다. 매출총이익으로 보면 비금융업과 금융업 매출총이익은 3,092억원, 1조 8,526억원으로 전년대비 각각 11.7%, 58.6% 증가했다. 다우데이터 견조한 실적의 주요인은 키움증권의 실적 개선에 기인한다.

키움증권의 2024년 순영업수익(별도기준)은 1조 6,046억원으로 전년대비 74.4% 증가했다. 수탁수수료 수익이 7,139억원으로 전년대비 16.6% 증가하며 견조한 흐름을 이어간 가운데, IB수수료 수익은 1,829억원으로 전년대비 139.8% 급증했다. 2023년 일회성 비용으로 차액결제거래 관련 하한가 사태와 영풍제지 미수금 사채 총당금을 설정한데 따른 기저 효과도 있었다. 키움증권의 영업이익과 당기순이익은 1조 247억원과 8,151억원으로 전년대비 116.9%, 140.9% 급격히 증가했다.

다우데이터의 2024년 개별 기준 매출액은 1,925억원으로 전년대비 1.3% 증가했다. 소프트웨어 유통 사업부의 매출인 상품 및 용역 매출액은 1,125억원으로 전년대비 4.6% 증가하며 전체 매출액 증가를 견인한 반면, VAN사업부 매출액은 397억원으로 전년대비 6.8% 감소하며 부진한 모습을 보였다. PG사업부 매출액은 403억원으로 전년대비 0.9% 증가에 그쳤다. 영업이익은 67억원으로 전년대비 16.2% 증가하고, 영업이익률은 3.5%로 2023년 대비 0.4%p 개선되었다. 당기순이익은 108억원으로 전년대비 64.8% 급증했는데, 이는 영업외이익 단에서 다우기술의 배당금 수익이 반영되었기 때문이다.

2025년 실적 전망

2025년 매출액
13조 9,460억원
(+174.9%YoY),
영업이익
1조 2,412억원
(+2.9%YoY) 예상

다우데이터의 2025년 매출액을 13조 9,460억원(+14.9%YoY), 영업이익을 1조 2,412억원(+2.9%YoY), 지배주주기준 당기순이익을 1,682억원(+2.4%YoY)로 예상한다.

다우데이터의 비금융업과 금융업 매출액은 9,272억원, 13조 188억원으로 각각 전년 대비 8.9%, 15.4% 증가할 것으로 추정한다. 비금융업 매출액은 다우데이터 별도 기준 매출액과 종속회사인 다우기술, 사람인, 한국정보인증, 키다리 스튜디오와 키움이엔에스 등 매출액을 합산한 수치이다. 그러나 각 종속회사들에 대한 시장추정치가 존재하지 않아, 명목GDP를 변수로 하여 회귀분석해 비금융업 매출액을 추정했다. 다우데이터의 금융업 매출액은 키움증권과 키움증권의 자회사 매출액을 합한 수치이다. 키움증권의 2025년 시장 추정치는 존재하나, 키움증권의 매출액에 해당하는 순영업수익과 다우데이터의 금융업 매출액 수치는 상이하다. 시장추정치가 존재하는 키움증권의 순영업수익은 영업수익에서 판관비를 제외한 영업비용을 차감한 수치이다. 다우데이터의 금융업 매출액은 수수료수익, 당기순익-공정가치측

정 금융상품 관련 이익, 파생상품 관련이익, 기타포괄손익-공정가치측정 금융상품 관련이익, 상각후원가측정금융상품 관련이익, 이자수익, 외환거래이익과 기타의 영업수익으로 구분된다. 이중 Fee 비즈니스인 수수료 수익과 이자수익을 제외하고 다른 이익원은 자산운용에 따른 수익으로 추정에 한계가 있다. 이에, 증권업의 사업모델이 Book 비즈니스로 변모하고 있다는 점을 감안하여, 키움증권의 자산규모를 변수로 하여 회귀분석을 시행해 다우데이터의 금융업 매출액을 추정했다.

다우데이터의 영업이익은 1조 2,412억원으로 전년대비 2.9% 증가하고, 영업이익률은 8.9%로 전년대비 1.0%p 하락할 전망이다. 1) 키움증권의 신사업 추진 비용, 2) 구조화금융 위주의 IB영업을 적극적으로 진행함에 따른 리스크 증가와 3) 저축은행에서의 지속되는 손실이 수익률 하락에 영향을 미칠 전망이다. 또한 다우데이터가 신사업을 진행함에 따른 비용적 부담도 영업이익률 하락의 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

다우데이터의 별도기준 매출액은 1,999억원(+3.9%YoY), 영업이익 60억원(-11.1%YoY)으로 추정한다. 올해 1분기 경제 성장률이 -0.2%를 기록한 가운데, 경제성장률 하락과 민간소비 위축으로 다우데이터의 매출액 성장을 제한할 수 있으나, '디지털존' 오픈과 소프트웨어솔루션 판매와 결제서비스의 시너지 효과로 2024년 대비 성장률은 올라갈 전망이다. 다만, 신사업 진행에 따른 비용으로 영업이익률은 3.0%로 전년대비 0.5%p 하락이 예상된다.

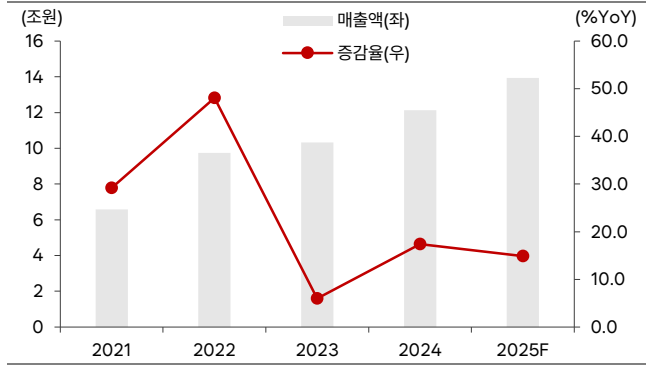
실적 전망

(단위: 억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	65,801	97,472	103,340	121,361	139,460
비금융업	7,104	8,036	7,828	8,516	9,272
금융업	58,697	89,436	95,513	112,845	130,188
영업이익	13,155	7,767	6,679	12,059	12,412
당기순이익	1,470	2,037	636	1,643	1,682
%YoY					
매출액	29.2	48.1	6.0	17.4	14.9
영업이익	24.6	-41.0	-14.0	80.5	2.9
당기순이익	53.0	38.6	-68.8	158.3	2.4
영업이익률	20.0	8.0	6.5	9.9	8.9
당기순이익률	2.2	2.1	0.6	1.4	1.2

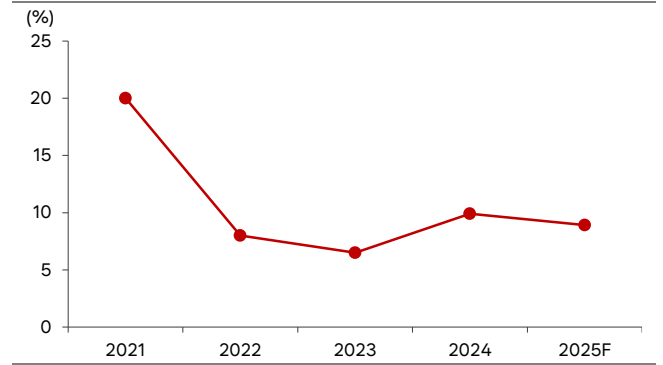
주: 연결 기준, 당기순이익은 지배주주 기준, 자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

다우데이터의 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우데이터의 영업이익률 추이 및 전망



자료: 금감원, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

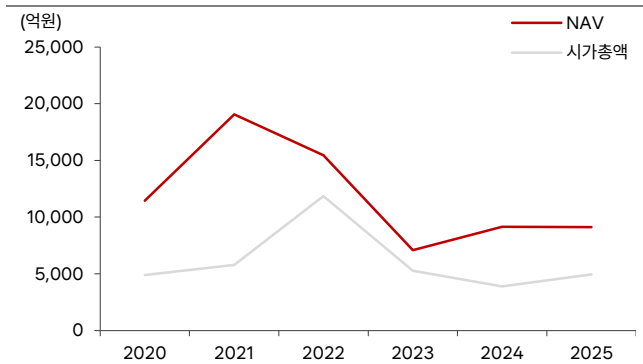
**현재 다우데이터의 NAV 할인율은
2020년 이후 평균 대비
상대적으로 낮은 편**

다우데이터는 소프트웨어 유통업과 결제대행 사업을 주요 사업으로 영위하고 있다. 그러나 동사는 다우 키움기업 그룹의 지주회사 위치에 있으며, 이에 동사의 연결기준 자산과 매출액 대부분은 종속회사가 구성하고 있다. 이에 동사의 현재 밸류에이션 수준을 가능하기 위해 동사의 NAV(Net Asset Value)와 시가총액을 비교해 보았다. 또한, PBR 측면에서도 살펴보았다.

다우데이터의 NAV는 1) 동사가 보유하고 있는 계열사 지분가치와 2) 자체 사업에서 나오는 영업가치를 더한 뒤 3) 다우데이터의 순차입금(별도 기준)을 차감했다. 동사가 보유하고 있는 계열사 지분 가치를 구하기 위해 주식 시장에 상장된 1) 다우기술, 2) 키다리스튜디오, 3) 한국정보인증과 4) 사람인은 시가평가를 하고, 이매진스는 장부가를 반영했다. 또한 영업가치는 동사의 자체 사업의 당기순이익(별도기준)에 PER 50배를 적용했다. PER 50배는 국내 소프트웨어 섹터의 4년(2022년~2025년) 평균 PER과 결제대행서비스 업체(KG이니시스, NHN KCP, 나이스정보통신, KG모빌리언스)의 4년 평균 PER을 매출 비중(6:4)에 맞춰 가중평균해 산출했다.

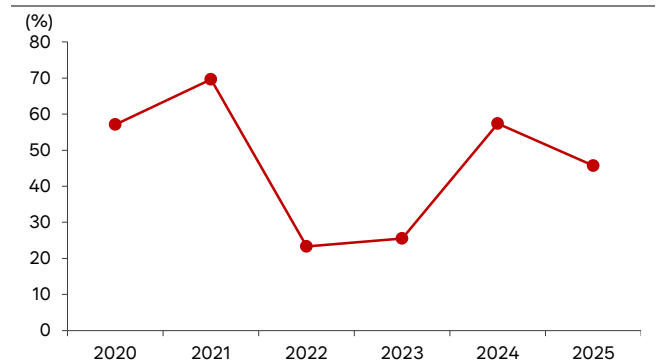
2020년 이후 현재까지 동사의 NAV 할인율 추이를 살펴볼 경우, 현재 동사의 할인율은 상대적으로 낮은 편이다. 2022년말을 제외한 2020년~2024년까지 평균 NAV할인율은 52.4%인 반면, 현재 할인율은 45.7%이기 때문이다. 다우데이터 주가는 라덕연씨가 이끄는 H투자컨설팅이 주도한 시세조종 작전으로 2022년 10월부터 2023년 2월까지 4배 상승해 5만원대를 기록했고, 2023년 4월 SG증권을 통한 대규모 매도 물량이 시장에 풀리면서 급락했다. 이에 해당하는 기간은 제외했다.

다우데이터의 NAV와 시가총액 추이



자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

다우데이터의 NAV 할인율 추이

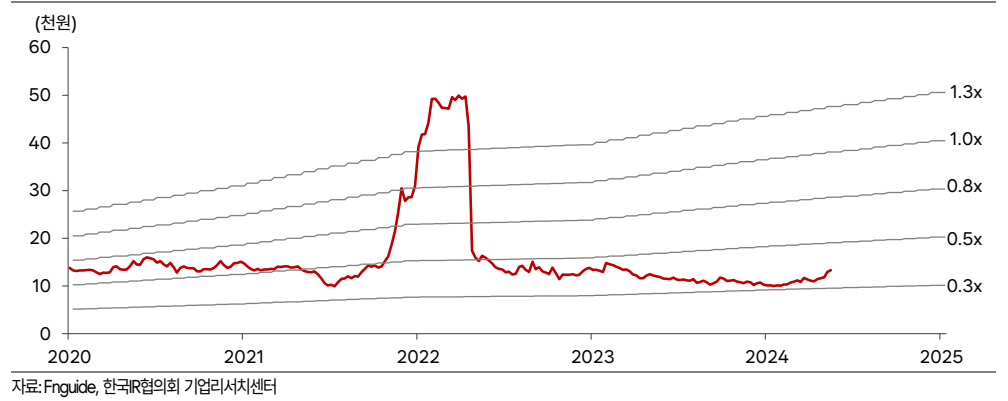


자료: 다우데이터, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR 측면에서 밸류에이션 하단

PBR 측면에서는 다우데이터의 밸류에이션은 하단에 있다. 2020년 이후 동사 주가는 PBR Band 0.2배~0.8배(2022년 말~2023년초 제외)에서 움직였고, 현재 다우데이터의 2025년 예상 PBR은 0.3배이기 때문이다.

다우데이터의 PBR Band



 **리스크 요인**

**다우데이터의 리스크 요인은
키움증권에서 기인: 실적의 민감성**

다우데이터의 연결기준 실적은 키움증권에 좌우된다. 이에 동사의 리스크 요인은 키움증권에서 기인하는 요소가 크다. 즉, 키움증권의 실적이 경기와 금융시장 상황에 민감하다는 점이 다우데이터의 리스크 요인이다.

키움증권 실적은 경기와 금융시장 상황에 민감하다. 경기 호황기에는 투자 심리 개선 및 주식시장 거래량 증가가 수수료 수익 증가로 연계될 수 있다. 또한, 경기호황기에 금융시장이 안정화되어 있고, 증시가 전반적으로 우상향 하는 모습을 보여준다면 상품운용 관련 수익도 견조한 흐름을 이어갈 수 있다. 반면, 경기 불황기나 금융시장 변동성이 확대될 경우 동사의 이익 변동성도 확대될 개연성이 크다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	65,801	97,472	103,340	121,361	139,460
증가율(%)	29.2	48.1	6.0	17.4	14.9
매출원가	45,080	81,896	88,887	99,743	115,612
매출원가율(%)	68.5	84.0	86.0	82.2	82.9
매출총이익	20,720	15,576	14,453	21,618	23,848
매출이익률(%)	31.5	16.0	14.0	17.8	17.1
판매관리비	7,566	7,809	7,774	9,560	11,436
판매비율(%)	11.5	8.0	7.5	7.9	8.2
EBITDA	13,747	8,437	7,405	13,011	13,363
EBITDA 이익률(%)	20.9	8.7	7.2	10.7	9.6
증가율(%)	24.7	-38.6	-12.2	75.7	2.7
영업이익	13,155	7,767	6,679	12,059	12,412
영업이익률(%)	20.0	8.0	6.5	9.9	8.9
증가율(%)	24.6	-41.0	-14.0	80.5	2.9
영업외손익	-171	11	-349	-200	-88
금융수익	91	191	257	374	342
금융비용	187	256	334	504	521
기타영업외손익	-75	77	-271	-70	90
종속/관계기업관련손익	268	25	172	-214	-52
세전계속사업이익	13,252	7,804	6,503	11,644	12,271
증가율(%)	28.4	-41.1	-16.7	79.1	5.4
법인세비용	4,234	465	2,074	2,985	3,407
계속사업이익	9,018	7,338	4,429	8,659	8,864
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,018	7,338	4,429	8,659	8,864
당기순이익률(%)	13.7	7.5	4.3	7.1	6.4
증가율(%)	37.1	-18.6	-39.6	95.5	2.4
지배주주지분 손이익	1,470	2,037	636	1,643	1,682

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동으로인한현금흐름	-34,216	-19,364	-20,354	-48,607	10,605
당기순이익	9,018	7,338	4,429	8,659	8,864
유형자산 상각비	592	670	725	952	951
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	259	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-44,549	-26,601	-26,625	-56,743	746
기타	464	-771	1,117	-1,475	44
투자활동으로인한현금흐름	-3,885	-4,491	-3,407	-3,014	-3,787
투자자산의 감소(증가)	-3,208	-3,658	-2,125	-1,171	-2,212
유형자산의 감소	1	2	110	86	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-326	-685	-835	-521	-1,030
기타	-352	-150	-557	-1,408	-545
재무활동으로인한현금흐름	39,779	25,682	27,061	53,711	12,214
차입금의 증가(감소)	23,228	32,720	27,771	32,504	12,387
사채의증가(감소)	13,861	-5,479	1,498	22,439	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-699	-985	-888	-834	-172
기타	3,389	-574	-1,320	-398	-1
기타현금흐름	3	-50	-17	82	-24,871
현금의증가(감소)	1,682	1,777	3,283	2,172	-5,839
기초현금	12,946	14,627	16,404	19,687	21,859
기말현금	30,341	26,886	29,383	44,467	96,067

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	390,425	413,280	450,343	480,602	500,947
현금성자산	14,627	16,404	19,687	21,859	16,020
단기투자자산	372,584	385,591	426,276	454,171	479,999
매출채권	826	940	1,096	1,226	1,409
재고자산	40	50	56	58	67
기타유동자산	2,349	10,296	3,227	3,288	3,452
비유동자산	79,589	85,469	89,056	96,969	100,278
유형자산	4,035	4,334	4,409	4,580	4,659
무형자산	3,720	2,967	3,761	4,191	4,261
투자자산	65,340	71,200	73,349	77,517	79,677
기타비유동자산	6,494	6,968	7,537	10,681	11,681
자산총계	470,015	498,749	539,399	577,571	601,225
유동부채	225,931	426,489	293,600	326,267	336,421
단기차입금	185,330	237,464	254,595	281,600	285,100
매입채무	308	412	634	789	906
기타유동부채	40,293	188,613	38,371	43,878	50,415
비유동부채	23,598	17,886	21,582	30,014	33,367
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	18,168	14,041	15,560	25,754	28,754
기타비유동부채	5,430	3,845	6,022	4,260	4,613
부채총계	421,341	444,376	482,236	512,862	527,843
지배주주지분	9,212	11,357	11,797	13,555	15,046
자본금	192	192	192	192	192
자본잉여금	1,885	2,113	2,059	2,161	2,161
자본조정 등	677	725	714	716	716
기타포괄이익누계액	77	1	46	185	185
이익잉여금	6,382	8,327	8,786	10,302	11,793
자본총계	48,674	54,374	57,163	64,709	73,382

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025F
P/E(배)	3.9	5.8	8.3	2.4	3.0
P/B(배)	0.6	1.0	0.4	0.3	0.3
P/S(배)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	2.0	1.0	1.8	4.4	3.8
EPS(원)	3,838	5,319	1,660	4,290	4,392
BPS(원)	24,053	29,654	30,801	35,393	39,285
SPS(원)	171,803	254,496	269,818	316,870	364,125
DPS(원)	300	300	250	450	500
수익성(%)					
ROE	17.6	19.8	5.5	13.0	11.8
ROA	2.1	1.5	0.9	1.6	1.5
ROIC	315.9	-5.9	-6.9	99.2	115.4
안정성(%)					
유동비율	172.8	96.9	153.4	147.3	148.9
부채비율	865.6	817.3	843.6	792.6	719.3
순차입금비율	-399.0	-399.9	-350.4	-274.1	-252.0
이자보상배율	101.3	55.0	29.3	39.5	37.7
활동성(%)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회전율	82.3	110.4	101.5	104.5	105.9
재고자산회전율	1,918.4	2,174.7	1,950.5	2,127.4	2,241.7

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.
 ※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
다우데이터	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.05.16	다우데이터-신사업과 밸류업을 통한 주주가치 증대 기대

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.