

산업: 소프트웨어/솔루션
 시가총액: 621억 원
 최대주주: ㈜더존다스 23.60%

52주최고가: 3,210 원
 52주최저가: 1,650 원
 현재가: 1,800 원
 시가배당률: 0%

투자의견: Strong Buy
 목표주가: 4.200 원

쌍둥이에 위 아래가 어디 있어? 더존비즈온(012510)

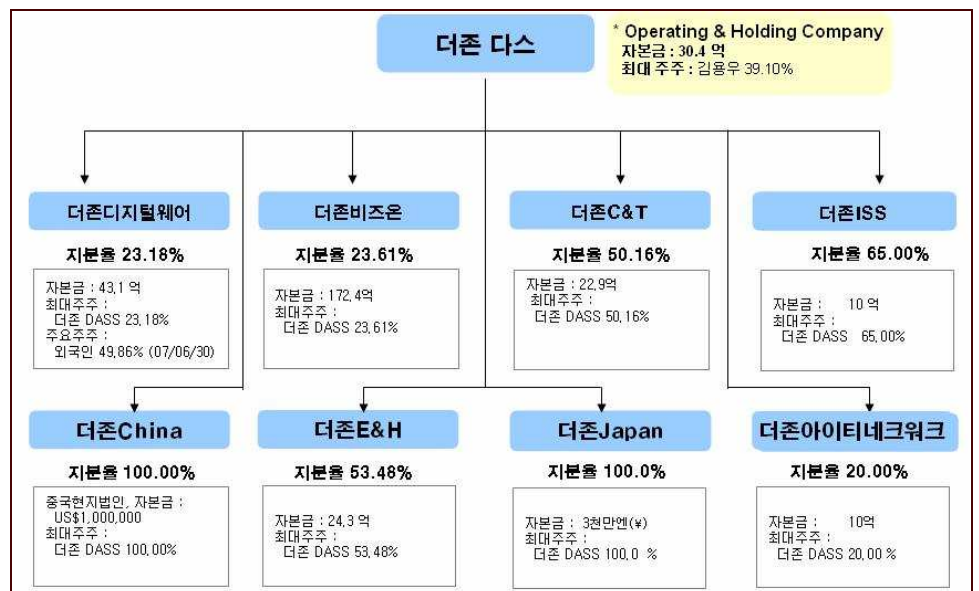
요약

동사는 더존IT그룹의 판매 및 유지보수를 전담하는 업체이다. 개발업체에 비해 다소 경영상의 효율성이 부족한 면은 있지만, 이익의 지속가능성 측면에서 볼 때 특별히 할인되어 거래될 이유가 없다. 그런데 외부환경 변화에 따라 시장에서 장기간 소외되어 왔고 이는 새로운 투자의 기회로 작용할 수 있다. 이에 작성자 본인은 본 보고서를 통해 동사에 대한 관심제고를 요구하며, 잔여이익모형 가치평가의 결과 현 주가 대비 133%의 상승여력이 있다고 판단되어 강력매수 의견을 제시한다.

더존IT그룹

지주회사 더존다스
 개발회사 더존디지털웨어
 유통회사 더존비즈온

더존IT그룹은 지주회사 더존다스 아래 세무회계 프로그램을 개발하는 더존디지털웨어를 포함한 개발자회사 4곳과 이들 회사 제품의 유통을 담당하는 동사 등으로 구성되어 있다.



<그림 1> 조직도: 더존비즈온 2007년 3분기보고서

그 중 코스닥 시장에 상장되어 있는 더존디지털웨어는 제품의 압도적인 시장점유율을 바탕으로

그룹 내 중심인 더존디지털웨어

그룹 내 매출 20%

영업이익 105%

2006년 말 기준 그룹 내 매출액과 영업이익의 비율이 각각 20%, 105%에 달하는 등 중심적인 역할을 하고 있다.

(%)	더존 IT 그룹	더존 DAS	더존디지털	더존비즈온	더존 SNS
매출액	100	17	20	23	34
영업이익	100	24	105	1	-9

<표 1> 주요 자회사 비중: 더존디지털웨어 2006년 사업보고서

더존비즈온 우회상장

동사는 원래 대동이라는 플라스틱 사출업체였으나, 더존IT그룹의 유통을 담당하던 더존SNS와의 포괄적주식교환, 즉 우회상장을 통해 코스피 시장에 입성한 이후 더존비즈온으로 사명을 바꾸었다. 그리고 2006년까지 유휴자산 매각 등으로 기존 사업부문에서 완전히 벗어나 2007년부터는 그룹 내 유통을 전담하고 있다.

변경일자	변경 전 상호	변경 후 상호	비고
1988.07.01	대동프라스틱공업(주)	(주)대동	-
2006.06.20	(주)대동	(주)더존비즈온	IT 전문 기업으로 도약

<그림 2> 상호 변경: 더존비즈온 2007년 3분기보고서

해당업무	포괄적 주식교환
일자	2006.03.20(계약체결일) 2006.06.08(주식교환일)
계약상대방	주식회사 더존에스엔에스

<그림 3> 포괄적 주식교환: 더존비즈온 2007년 3분기보고서

이 우회상장은 코스피 시장에서 거래가 가능해졌다는 단순한 의미 외에 공개 기업으로서의 투명성 및 공익성, 우회상장에 대한 편견에 따른 시장에서의 소외, 일시 영업권상각에 이은 턴어라운드 등 동사에 대한 투자기회 중 중요한 부분을 차지한다.

라이선스 판매 및 유지보수 서비스

동사의 사업모델은 크게 솔루션 라이선스 판매, 솔루션 유지보수 서비스, 부가통신 서비스로 나눌 수 있는데 이 중 부가통신 서비스의 경우는 비중이 상당히 작고 그 종류도 다양하여 각 서비스 별 전체 매출에 끼치는 영향은 미미하다. 또 솔루션 라이선스 판매와 유지보수 서비스의 경우는 대부분이 더존디지털웨어의 MIS와 더존다스의 ERP 분야이다.

(백만 원, %)	매출	비중
License(MIS)	19,073	31.73
License(ERP)	11,473	19.09
TOSP(MIS)	12,175	20.26
TOSP(ERP)	10,790	17.95
기타	6,592	10.97
Total	60,104	100.00

<표 2> 매출구성: 더존비즈온 2007년 IR북

한 회사 내의 사업부 개념

개발사- R&D

유통사- Marketing

사실상 경쟁자가 없는 MIS 부문

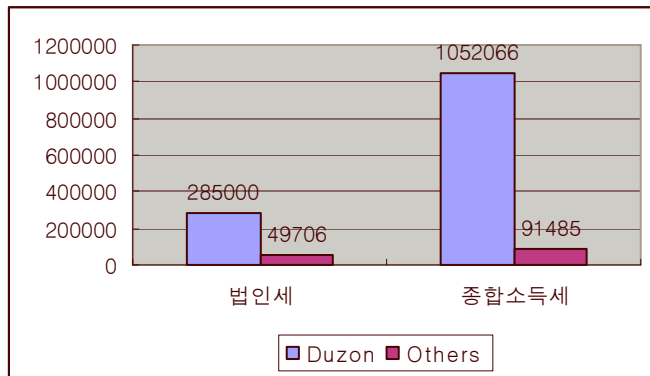
세무회계사무소 90%

전산세무회계 자격시험 99%

더존디지털웨어 등 더존IT그룹의 여타 계열사는 제품개발에 집중하고 더존비즈온은 판매 및 유지보수에 집중하는 형태이나, 수익은 서로 공유하기 때문에 특별히 별개의 회사라고 생각하기 보다는 같은 회사 내의 사업부 개념으로 이해하는 것이 쉽다. 다만 비용 면에서 개발회사는 기술개발비를, 판매 및 유지보수 회사는 유통과 마케팅 비용을 부담하는 구조로 되어 있다.

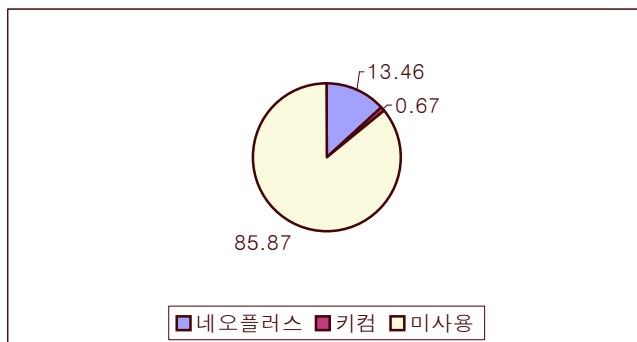
주목할 만한 점은 더존디지털웨어의 MIS와 더존다스의 ERP 솔루션에 대한 부분이다. 동사는 생산능력을 갖추고 있지 않고 유통만을 담당하기 때문에 해당 상품에 대한 의존도가 높을 수 밖에 없는데 그 상품의 시장지배력은 상상을 초월한다.

먼저 더존디지털웨어의 MIS 솔루션은 전국 세무회계사무소의 90%, 국가공인 전산세무회계 자격시험의 99%, 종업원 수 300명 미만 중소기업의 13%를 점유하여 각 부분에서 1위를 기록하고 있고 사실상 경쟁자가 없다고 봐도 과언이 아니다.



<그림 4> 2005년 전자신고 현황: 국세청

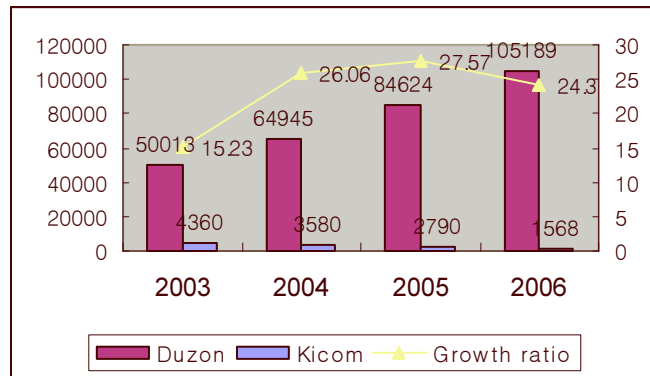
현재 주요 타겟시장은 종업원 수 300명 미만의 중소기업인데 이 또한 시장점유율 2위인 키컴과는 20배 이상의 고객 수 차이를 보이고 있고 나머지 기업에서는 엑셀작업에만 의존하고 있는 것으로 보여 외형확장의 가능성이 크다.



<그림 5> 주요 타겟시장 시장점유율: 통계청

고객사의 울며겨자먹기

특히 국가공인 전산 세무회계 자격시험에서 응시자에게 선택의 권한이 있음에도 불구하고 압도적인 지지를 받는 것은 이미 독점 형태로 굳어졌음을 뜻하며 앞으로 타겟시장인 종업원 수 300명 미만의 중소기업이 키컴의 가격경쟁력에 매력을 느끼더라도 '울며 겨자 먹기'로 네오플러스의 고객이 될 수 밖에 없다.



<그림 6> 국가공인 전산세무회계 자격시험 응시 프로그램 및 응시생 수 성장률: 한국세무사회
 나아가 평균 유지보수 체결율이 72%라는 점은 MIS 솔루션의 특성상 사용자가 손에 익으면 특별한 계기가 없는 한 바꾸지 않는 이른바 교체비용이 높다는 것을 의미한다. 유지보수는 라이선스 구입 후 6개월부터 유상으로 지원하는데 이 때 더존디지털웨어는 업그레이드 및 디버깅을, 동사는 콜 센터 운영을 통해 원격A/S와 교육을 하게 된다. 다르게 말하면 일정 수준의 인건비만으로 라이선스 매출의 1/3 가까이를 거저 얻고 있는 셈이다.

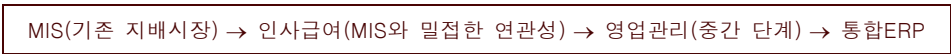
높은 교체비용과 재구매비율

거저먹기 식 1/3 매출

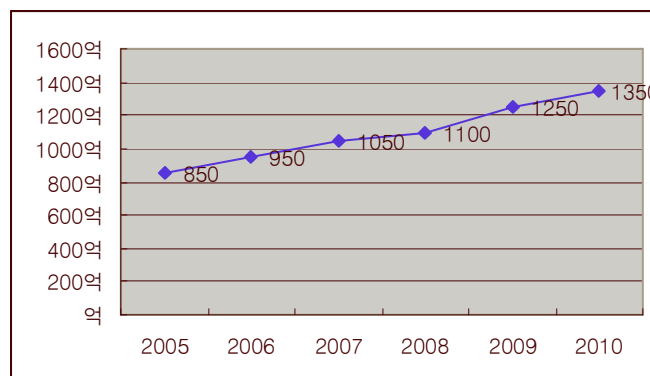
분리된 시장 내 1위인 ERP 부문

업체 수 기준 15% 점유

다음은 더존다스의 ERP 솔루션이다. ERP 부문은 종업원 수 20명 이상 300명 미만의 중소기업을 타깃시장으로 잡고 있는데 산업의 특성상 시장규모나 시장점유율을 파악하기가 쉽지 않다. 다만 업체 수로 보면 타깃시장의 업체는 약 33,000개이고 그 중 동사와 ERP 계약을 맺은 업체는 약 5,000개로 15%를 점유하고 있다. 그리고 종업원 수 300명 이상의 대기업 ERP 시장에 진입해 있는 SAP나 오라클을 제외하면 난립했던 영세업체를 모두 따돌려 뚜렷한 경쟁자를 찾기 힘든 실정이다. ERP를 구축하는데 적게는 수천만 원에서 많게는 수십억 원까지 들어가는데 반해 중소기업의 경우 비용 대비 특별한 필요성을 느끼지 못하는 것은 더존다스와 동사에게 있어 성장의 불투명성으로 다가올 수 있다. 그러나 동사보다 10배 이상 비싼 SAP, 오라클보다는 충분히 가격 경쟁력이 있어 현상유지 정도에는 전혀 문제가 없을 것으로 보인다. 또 동사가 영업을 전담하면서 MIS 솔루션으로 시작한 업체들에게 부분적인 ERP 구축을 유도할 수 있는 파급력은 무시할 수 없다.



<그림 7> 영업 확장루트: 더존비즈온 IR팀



<그림 8> ERP 시장규모: 한국소프트웨어진흥원

회수분형 유지보수 부문

ERP도 MIS와 같이 유지보수가 필수적인 솔루션으로 이 역시 회수분형 수익모델이라 하겠다. 하지만 ERP는 담당이용자를 넘어서 계약업체 자체의 교체비용을 높이기 때문에 계약의 유지 측면에서는 오히려 더 긍정적이다.

굴뚝형 솔루션/소프트웨어 업체

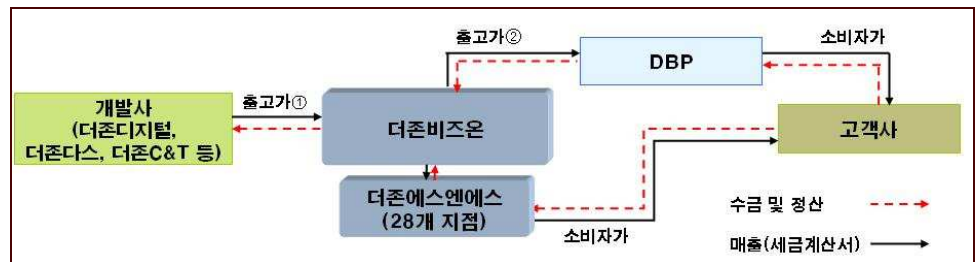
지속 가능한 사업모델

솔루션/소프트웨어 산업은 고수익, 고위험이라고 특정 지을 수 있다. 구매자의 입맛에 맞는 제품을 개발하기가 어려울 뿐만 아니라 설령 성공적으로 개발했다라도 유통 분야에서 고전을 면치 못하거나 신규 진입자 때문에 금방 치열한 경쟁이 벌어지고 불법복제로 실질적인 수익을 올리지 못하는 등 실제 고수익의 영역에 포함되는 업체는 극소수에 불과하다.

그러나 동사는 이러한 문제점을 극복할 수 있는 지속 가능한 사업모델을 가지고 있다. 이미 시장을 장악하고 있고 단순한 패키지 차원이 아니라 회사를 관리해준다는 측면이 강하기 때문에 기술개발에 일희일비하지 않을 수 있다. 불법복제 또한 B2B 영업이 주를 이루고 있고 꾸준한 유지보수가 필요해 문제되지 않는다. 이쯤 되면 굴뚝형 소프트웨어 업체라고 부를 만 하다.

비용통제 능력을 가진 독점적 유통

동사는 더존IT그룹의 유통에 독점적 권한을 가지고 완전자회사 더존SNS와 지역총판 DBP를 통해 더존디지털웨어와 더존다스로부터 패키지를 받아 소비자에게 공급하거나 온라인서비스와 콜센터를 통해 유지보수 용역을 제공하고 있다. 이익률 등 경영의 효율성 면에서는 개발회사가 더 좋아 보일 지 모르나 비용통제 능력을 따진다면 유통회사가 더 안정적임은 두 말 할 나위 없다.



<그림 9> 판매경로: 더존비즈온 2007년 3분기보고서

6	2006.08.21~2007.08.20	더존정보보호서비스 더존C&T, 더존뉴턴스	계약대상 업체가 개발하는 제품과 제공하는 상품의 판매와 서비스를 독점적으로 제공하는 총판계약
7	2006.08.21~2007.08.20	더존다스	더존다스가 개발하는 제품과 제공하는 상품의 판매와 서비스를 독점적으로 제공하는 총판계약
8	2006.08.21~2007.08.20	더존디지털웨어	더존디지털웨어가 개발하는 제품과 제공하는 상품의 판매와 서비스를 독점적으로 제공하는 총판계약

<그림 10> 경영상의 주요계약: 더존비즈온 2007년 3분기보고서

개발회사의 수익공유
 라이선스 매출의 60%
 유지보수 매출의 50%

동사는 개발회사인 더존디지털웨어, 더존다스와 수익을 공유하고 있다. MIS는 라이선스 매출의 60%, 유지보수 매출의 50%를 가져간다. 2005년 이후에 수익배분 비중이 바뀐 것에 대해 더존 IT그룹은 동사가 그룹 내 유통을 전담하게 됨에 따라 신규 고객 확보를 위한 당근으로서 라이선스 매출 비중을 늘렸다고 발표하였으나, 비용 면에서 유지보수 분야가 유망하다는 점을 감안하면 아쉬운 대목이다.

(%)	더존디지털웨어		더존비즈온	
	~2004	2005~	~2004	2005~
License	60	40	40	60
Maintenance	30	50	70	50

<표 3> 수익배분: 더존비즈온 2007년 IR북

ERP의 경우에는 상황이 약간 다르다. 라이선스 매출은 MIS와 같이 60%를 수익으로 인식하지만, 상품의 특성상 유지보수 부분도 일정 수준 이상의 기술력을 요하는 경우가 많아 실제 직접 유지보수를 행한 회사가 직접 수익을 가져가는 형태이다. 따라서 예측이 쉽지 않다.

인건비 등 고정비 중심의 비용구조

비용 측면에서 보면 개발회사가 개발비용을, 동사가 유통비용을 각각 부담한다. 2007년 3분기 기준 동사의 매출액 대비 비용은 상품매출원가, 기타매출원가, 지급수수료 정도를 제외하면 대부분 인건비가 차지한다. 한 가지 다행스러운 점은 강력한 시장지배력 탓에 마케팅 비용이 크지 않다는 것이다. 이는 지속 가능할 것으로 판단된다.

(천 원, %)	금액	비중
매출액	39,479,927	100.00
상품매출원가, 기타매출원가	22,816,896	57.79
지급수수료	5,205,155	13.18
광고선전비, 판매촉진비	242,457	0.61
감가상각비, 대손상각비	603,850	1.53
그 외 인건비 등 고정비	5,562,306	14.09
영업이익	5,049,533	12.79

<표 4> 비용구조: 더존비즈온 2007년 3분기보고서

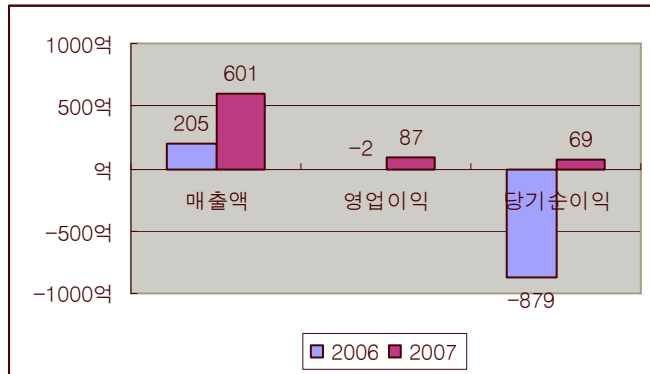
영업권 615억 원 일시상각
 적자 및 자본잠식 해결
 2007년 어닝서프라이즈

동사는 상장 이후 615억 원에 이르는 영업권을 일시에 상각하여 큰 폭의 적자를 기록함과 동시에 자본잠식 상태에 이르렀으나, 2007년 69억 원, 2008년 75억 원 가량의 당기순이익 창출을 예상하고 있다.

<p>3. 매출액 또는 손익구조 변동 주요원인</p>	<p>2. 경상손실 및 당기순손실 -매출액 및 영업이익이 증가하였으나 2006년6월 이루어진 포괄적 주식 교환으로 61,457백만원의 영업권이 발생하여 이를 전액 비용으로 인식하였기 때문에 자본잠식이 발생하였으나 보유중인 자기주식을 처분하여 자본잠식 부분을 상당부</p>
----------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

분 해소 하였음.

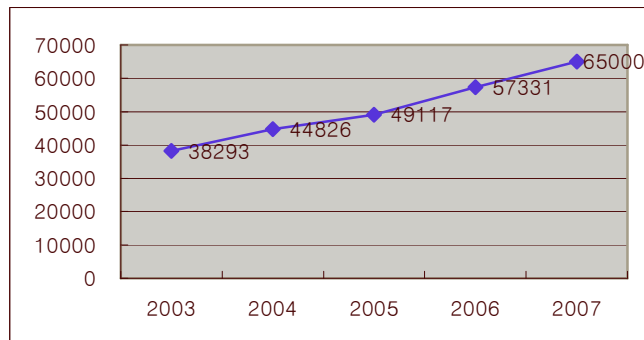
<그림 11> 매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)이상 변경: 금융감독원



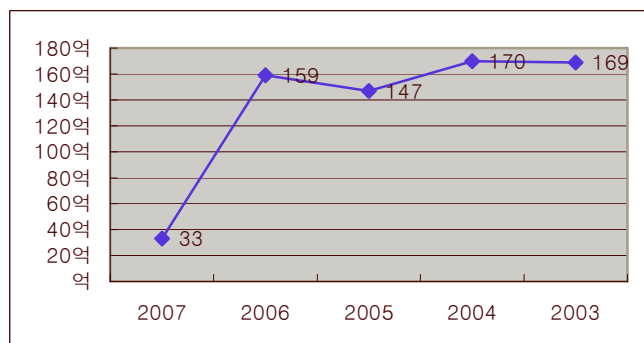
<그림 12> 영업실적: 더존비즈온 2007년 IR북

Big Bath Effect와 확정적 턴어라운드

이러한 일시 영업권상각은 일종의 'Big Bath Effect'라고 볼 수 있어 차후 수익의 불확실성을 줄여주고 동시에 규모는 늘려주는 효과를 줄 수 있어 긍정적이다. 여기에 올해부터 본격적으로 유통업무를 전담하고 수익을 공유할 수 있는 환경이 되었으므로 수익 면에서는 꾸준한 모습이 기대된다.



<그림 13> 고객사 증가추이: 더존디지털웨어 2007년 IR북



<그림 14> 매출추이: 더존다스 2005년 사업보고서, 2007년 3분기보고서

동사의 부채비율은 119%로 설비투자가 필요 없는 소프트웨어/솔루션 기업 중에서는 높은 수준 무차입경영 실현 중 이다. 그러나 부채의 면면을 따져 보면 의문이 풀린다. 동사의 모든 부채는 매입채무, 미지급금,

현금결제 및 즉시결제 시스템

미지급법인세, 선수수익 등으로 구성되어 있어 무차입경영을 실현 중이다. 부채비율이 높은 이유 또한 자기자본이 작기 때문이며 그 이면에는 역시 2006년의 영업권상각이 있다.

산업의 특성상 재고자산이 적고 현금을 쌓을 수 있는 구조라는 점도 매력적이다. 실제로 동사는 라이선스 매출의 경우 90일 현금결제를, 유지보수 매출의 경우 즉시결제를 기본으로 하고 있다. 이는 수치로도 나타나는데, 전년동기대비 매출액은 344% 증가하였으나 재고자산은 31%, 매출채권은 47% 증가하는데 그쳤다. 이는 동사가 개발회사의 효율성을 위해서 영업 부문의 부담을 떠안았다고 치부하는데 대한 반박의 근거가 될 수 있으며, 앞서 언급한 바와 같이 한 회사 내의 사업부 개념이라 하겠다.

우회상장 테마의 역풍

동사는 2005년에 각광을 받았던 이른바 우회상장 테마의 역풍을 맞은 대표적인 기업이다. 앞다퉈 우회상장을 했던 기업들이 주가가 폭락하고 시장의 관심에서 벗어나면서 최근 우회상장에 대한 편견이 깊어지고 있다. 우회상장은 동사의 경우처럼 때에 따라서는 상장에 드는 비용과 절차를 줄일 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가 받을 수 있으나, 미스터마켓과 그 추종자들은 단순히 주가가 폭등하기 때문에 우회상장에 목매다가 주가가 폭락했기 때문에 거들떠도 보지 않고 있다.

(억 원, %, 원)	매출	순이익	우회상장 주가	2007.03 주가
튜브픽처스	35(11.01)	-253(적확)	2,395	240
티엔터테인먼트	54(5.9)	-183(적확)	6,400	2,640
소프트랜드	77(-23.0)	-17(적축)	2,775	1,645
굿이엠지	82(-38.1)	-134(적확)	4,300	840
라이프코드	84(6,147.1)	-95(적확)	12,952	2,170
닛시엔터테인먼트	87(8.39)	-65(적축)	1,830	805
인디시스템	105(232.35)	-52(적확)	1,155	665
제넥셀세인	109(-42.16)	-29(적전)	2,597	2,995
케이앤엔터테인먼트	115(1217.2)	-90(적확)	845	285
케이디엔스마텍	118(93.2)	-68(적축)	690	290
유진로봇	121(-36.2)	10(흑전)	3,930	5,380
제이에스픽처스	130(24.4)	-57(적축)	2,912	1,225
뉴로테크파마	137(-12.6)	-228(적전)	2,372	1,420
미디어코프	210(-26.0)	-169(적확)	3,780	2,110
티모테크놀로지	261(688.6)	43(흑전)	5,300	9,500
디에스피이엔티	286(54.77)	-41(적확)	6,408	3,600
텔로드	302(176.7)	-29(적전)	6,282	2,600
현원	347(-16.4)	-15(적전)	1,729	425
휴바이론	355(41.9)	-160(적전)	2,580	2,120
에당온라인	385(525.8)	50(364.5)	13,800	18,000

소외는 기획의 다른 말
시장 대비 -100% 손실

유비프리스전	450(15.0)	42(-23.9)	6,868	4,760
소프트포럼	524(214.1)	9(흑전)	14,795	5,660
피델릭스	712(683.1)	-118(적축)	5,110	1,875
제이앰피	198(-0.8)	-221(적전)	1,507	520

<표 5> 2005년 우회상장기업 실적 및 주가: 한국경제신문

게다가 2006년에 큰 적자와 자본잠식을 기록하면서 상장 이후 코스피지수가 60% 이상 상승한 기간 동안 40% 하락하여 시장대비 -100% 손실을 보이며 소외를 받아왔다. 하지만 언제나 동이트기 전이 가장 밝은 법이고 가치투자자들에게 소외라는 것은 기회라고 바꾸어 말하기 쉬운 단어이다.



<그림 15> 주가 및 거래량: 네이버증권

각광받는 더존디지털웨어

그런데 재미있는 것은 계열사 더존디지털웨어의 행보이다. 더존IT그룹이 강력한 제품군을 바탕으로 수익성과 성장성을 동시에 가지고 있다고 하여 주목을 받을 때, 항상 그 정점에 있던 것은 더존디지털웨어였다. 매출액과 당기순이익이 각각 200억 원, 100억 원을 돌파하고 영업이익률이 60%에 이른다는 사실은 투자자들을 열광케 했다.

(개)	더존디지털웨어	더존비즈온
보도기사 전체	125	93
실적, 지분 미관련 단독기사	35	14
증권사 기업분석 리포트	40	2

<표 6> 최근 1년 간 노출횟수: 네이버뉴스, FnGuide

더존디지털웨어보다 높은 ROE

더존디지털웨어가 영업이익률 등 지표상으로 동사보다 더 나아 보이는 것은 사실이다. 그러나 투자자로서 더 챙겨봐야 할 부분은 '투하한 자본에 비해 얼마만큼 안정적이고 높은 수익을 올릴 수 있느냐?'는 것이다. 단적인 예로 두 회사의 2007년 3분기 누적 자기자본이익률을 비교해보면 동사가 22%로 18%인 더존디지털웨어보다 더 높게 나타난다. 물론 동사는 2007년부터 현재와

더존디지털웨어에 비해 상대적 저평가

12배 Multiple 시 시가총액 900억 원

선부른 판단은 금물

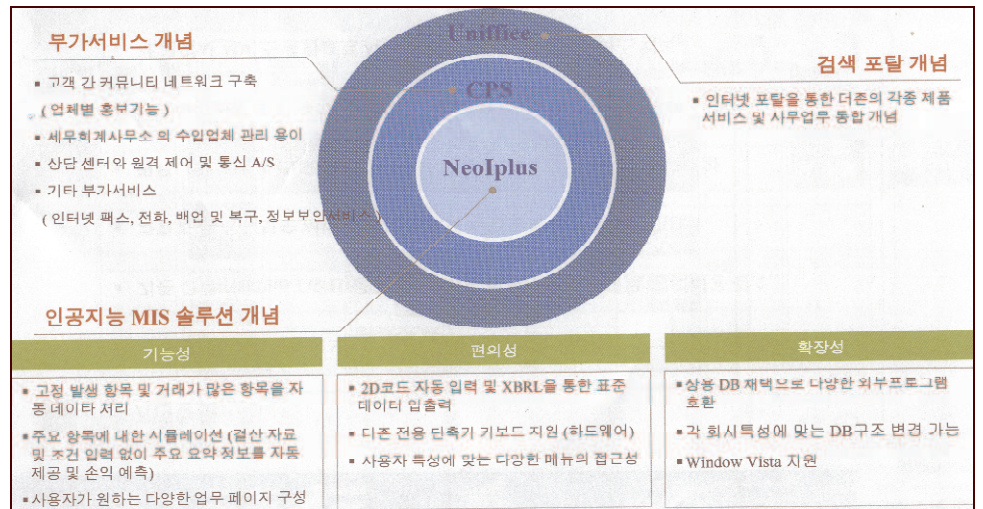
네오아이플러스 출시

같은 영업활동을 시작했기 때문에 무턱대고 비교하는 데는 우리가 다르다.

하지만 결국 기업이라는 것은 돈을 얼마나 버는 지가 중요하다고 보고 그 형식은 박리다매던 후리소매던 그다지 의미가 없다고 한다면 더존디지털웨어와 동사와의 가격차이에서 투자기회가 발생한다. 특히 계속해서 말해왔듯이 동사의 이익의 질이나 지속가능성을 고려하면 개발회사의 그것과 차별을 둘 하등의 이유가 없다. 이러한 관점에서 바라보면 더존디지털웨어에게 12배의 주가수익비율을 주는 현재 상황에서는 동사의 MIS 수익에도 똑같이 12배의 주가수익비율을 적용해야 한다. ERP 부문 또한 수익의 안정성은 MIS 부문 못지 않고 오히려 성장잠재력이 더 큰 시장이라고 할 수 있기 때문에 최소한 같은 정도의 주가수익비율을 인정받아야 한다. 이 때의 2008년 적정 시가총액은 900억 원을 넘어선다.

물론 이 판단의 기본 전제는 더존디지털웨어의 가격이 적정하다는 것이고, 동사와 비교했을 때 상대적으로 고평가와 저평가 국면으로 나뉠 수 있음을 뜻한다. 다시 말하면 더존디지털웨어가 고평가 상태이고 동사가 적절한 가격일 수도 있다는 얘기이다. 여담이지만 만약 증권사들이 더존디지털웨어에 대해 최근 쏟아내고 있는 20배 주가수익비율의 투자 의견이 합리적이라면 동사의 시가총액은 지금에 비해 약 141% 상승여력이 있다. 다만 한국에서는 아직 공매도 제도가 없어 두 종목의 가격 괴리를 이용한 차익거래는 쉽지 않으므로 동사의 가격에 대한 철저한 판단이 요구되는데, 이는 뒤에서 다루기로 한다.

동사에게는 영업적 측면에서 앞으로 큰 이슈가 두 가지 있다. 그 첫 번째가 신규 상품 네오아이플러스의 출시이다. 네오아이플러스는 더존디지털웨어의 기존 MIS 솔루션인 네오플러스I과 네오플러스II를 대체할 상품으로 ASP 증가가 가장 큰 효과이고 단순한 세무회계 솔루션을 넘어 전반적인 관리시스템 기능을 도입함으로써 ERP 시장으로의 교두보로도 이용될 수 있다.



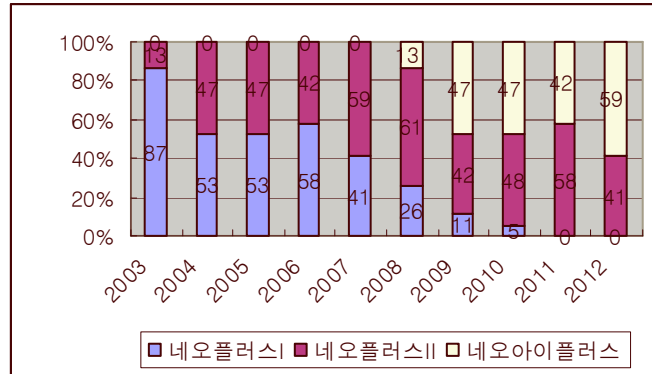
<그림 16> 네오아이플러스: 더존디지털웨어 2007년 IR북

더 빠른 침투 예상

이전에 비해 적은 20%~30% 인상

고무적인 것은 네오플러스II의 출시가격이 기존 상품이었던 네오플러스I에 비해 50% 이상 비싼 가격이었음에도 불구하고 출시 2년 만에 판매개수 기준으로도 네오플러스I을 따라잡았다는 점이다. 이는 동사의 상품과 서비스에 대한 고객충성도를 반증하는 결과이다. 그리고 동사는 신규 출시되는 네오아이플러스는 네오플러스II에 비해 20%~30%의 가격인상이 될 것이라고 밝혀 네오플

러스II 때보다 훨씬 더 빠르게 침투할 것으로 예상할 수 있다.



<그림 17> 라이선스 침투율: 더존디지털웨어 IR팀, KUVIC 리서치센터

새로운 회계기준 및 세법

두 번째 이슈는 회계기준 변경과 세법 개정에 따른 잠재수요의 창출이다. 2007년 재무제표의 구조가 변경되고 내부회계관리제도가 시행되는 등 기업의 회계기준은 꾸준히 변경되어 왔고 이는 동사의 MIS 유지보수 수익과 직결되는 부분이다. 특히 한국회계기준위원회에 따르면 현행 회계기준을 2009년부터 국제회계기준으로 바꾸어 적용시킨다고 한다. 금액적인 규모는 아직 예단이 어려우나 업그레이드가 필수적일 것으로 판단되어 최소한 일시적 매출증가를 불러오리라 전망된다.

개정연월	주요사항
84년 9월	주식배당을 영업외수익으로 계상 외
90년 3월	주당순이익 공시 외 11개 항목 변경 또는 도입
94년 1월	재무상태변동표 → 현금흐름표
96년 3월	재무제표 표시방법 대폭 개선
98년 12월	기업회계기준 저년 개정
99년 1월	기업집단결합재무제표준칙 제정
06년 7월	법인세회계 개정
06년 8월	중간재무제표, 유형자산 등 항목 개정
07년 1월	자본변동표 추가 및 대차대조표, 손익계산서 구조 변경

<그림 18> 기업회계기준 주요개정: 교보증권

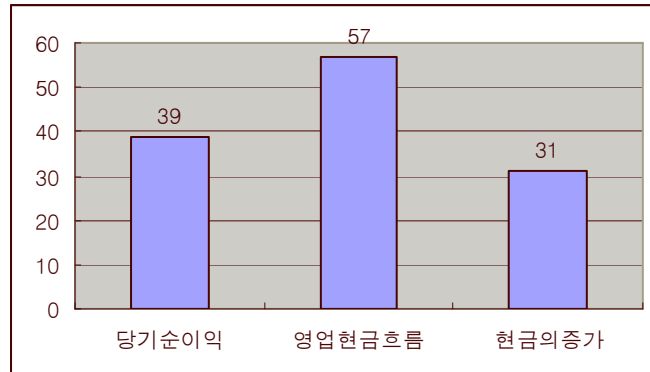
네오Q라이트

최대 100만 고객 확보가능

여기에 자영업자 사업용 계좌 의무화 세법이 통과되어 2008년부터는 복식부기 의무자가 사업용 계좌개설 및 거래내역을 제출해야 하고 이를 준수할 경우 세제혜택을, 어길 경우 가산세를 부과한다. 이 때 유일한 대안으로 세무회계사무소가 권장하는 솔루션이 바로 더존디지털웨어의 네오Q인데, 최대 100만 고객을 확보할 수 있는 새로운 성장동력이 될 수 있다. 물론 소규모사업자 시장은 워낙 영세하기 때문에 개척은 어려울 수 있으나, 동사는 현재 시장석권을 위해 네오Q라이트를 무료 보급 중에 있다.

현금장사를 하고 설비투자가 필요 없는 사업모델을 가진 동사는 손익계산서 상의 수익과 현금

흐름표 상의 수익이 크게 다르지 않다. 오히려 영업활동으로인한현금흐름은 당기순이익보다 그 규모가 더 크다.

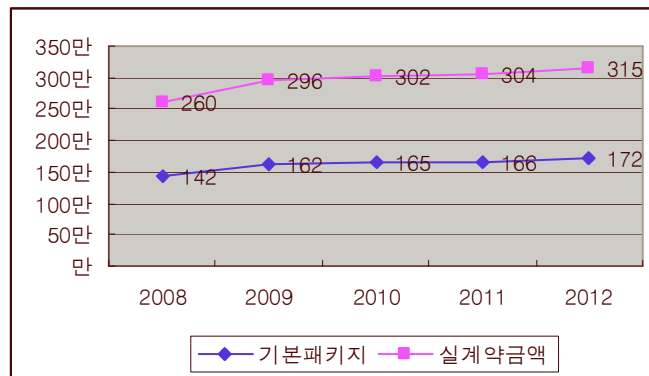


<그림 19> 수익과 현금: 더존비즈온 2007년 3분기보고서

이는 굳이 현금흐름할인모형을 사용하지 않더라도 추정에 비교적 신뢰성을 부여할 수 있음을 의미한다. 뿐만 아니라 주주이익을 강조하는 본 보고서의 색깔을 생각한다면 가치평가 방법으로는 잔여이익모형을 사용하는 것이 적절하다고 하겠다.

손익계산서 추정을 위한 가정

가치평가를 하기 위해서 먼저 향후 5년 간의 추정 손익계산서를 작성하였다. 매출은 크게 MIS와 ERP로 나누어 MIS는 다시 상품매출과 용역매출로 나누어 계산하였다. MIS 상품매출은 2007년 이후 연간 신규가입 고객 수는 무성장을 가정하되, 신규 라이선스 침투율과 평균판매단가를 고려하여 직접 추정하였고, MIS 용역매출은 신규가입자고객과 해지고객을 감안해도 꾸준히 상승할 수 있다고 판단되어 지난 4개년 고객 수 증가율의 평균 14.18%를 성장률로 적용하였다.



<그림 20> 평균 판매단가: 더존디지털웨어 2006년 사업보고서, KUVIC 리서치센터

그리고 이는 전체 시장규모 52만 업체를 과도하게 벗어나지 않는다. ERP는 성장잠재력은 분명하나 시장의 특성상 예측하기 어려운 반면 구매자의 교체비용이 큰 상품임을 감안하여 GDP 성장률과 동일하게 적용하였다. 여기에서의 GDP 성장률은 한국은행과 각 민간경제연구소, OECD의 예측치의 평균인 4.98%이다. 또한 올해부터 적자를 벗어날 것으로 예상되는 완전자회사 더존 SNS의 지분법이익은 동사가 밝힌 예상수치대로 산입하였다. 이 지분법이익은 완전자회사 형태이기 때문에 특별한 할인요소는 없다고 판단하였으며 2009년 이후 동사와 합병할 예정이나 그 이후에도 수익 측면에서는 크게 다르지 않을 것으로 보여 같은 형식을 취하였다.

비용은 크게 고정비와 변동비로 나누어 먼저 판매비와관리비 또는 영업외비용 대비 비중을 파악하고 고정비는 GDP 성장률과 동일하게, 변동비는 해당연도 매출액성장률과 동일하게 적용하였다. 법인세 부분은 더존IT그룹 차원에서 2009년 춘천시로 이전할 계획을 가지고 있어 이에 따라 2010년부터 향후 10년 간 100%, 그 후 5년 간 50% 감면 받게 된다. 이미 토지와 건물은 지주회사 더존다스가 보유하고 있기 때문에 현재 지불하는 임차료 이상의 비용은 들지 않을 것이다.

추정 손익계산서

2012년 예상 매출액 838억 원

당기순이익 145억 원

(백만 원)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
매출액(*)	60,103	64,665	70,680	74,633	78,645	83,806
MIS상품	19,073	20,800	23,680	24,160	24,320	25,200
ERP상품	11,473	12,044	12,644	13,274	13,935	14,629
MIS용역	12,175	13,901	15,873	18,123	20,693	23,628
ERP용역	10,790	11,327	11,891	12,484	13,105	13,758
기타매출액	6,592	6,592	6,592	6,592	6,592	6,592
매출원가(*)	34,697	37,303	40,726	43,015	45,324	48,278
기초재고	1,943	2,090	2,285	2,414	2,544	2,710
매입	17,918	19,278	21,071	22,259	23,457	24,996
(대체)	-28	-30	-33	-35	-37	-39
(기말재고)	-2,439	-2,624	-2,868	-3,030	-3,193	-3,402
용역원가	1,037	1,089	1,143	1,200	1,260	1,322
기타매출원가	16,266	17,501	19,128	20,207	21,294	22,691
매출총이익(*)	25,406	27,362	29,955	31,618	33,321	35,529
판매비와관리비(*)	16,727	17,785	19,079	20,089	21,125	22,354
직원급여	3,789	3,977	4,175	4,383	4,602	4,831
퇴직급여	283	298	312	328	344	361
복리후생비	989	1,038	1,089	1,144	1,201	1,260
교육훈련비	204	214	225	236	248	260
여비교통비	171	179	188	197	207	218
통신비	319	335	352	370	388	407
소모품비	233	244	256	269	282	296
수도광열비	3	4	4	4	4	4
세금과공과	37	39	41	43	45	47
임차료	151	159	166	175	183	193
수선비	45	47	50	52	55	58
차량유지비	204	214	225	236	248	260
보험료	244	256	269	283	297	311
지급수수료	7,980	8,586	9,385	9,914	10,447	11,133
광고선전비	437	470	513	542	572	609

도서인쇄비	490	515	540	567	595	625
판매촉진비	490	527	576	609	642	684
운반비	54	58	63	66	70	75
대손상각비	10	11	12	12	13	14
감가상각비	319	335	352	370	388	407
무형자산상각비	42	44	46	48	51	53
접대비	50	53	55	58	61	64
기타	183	183	183	183	183	183
영업이익(*)	8,679	9,576	10,876	11,528	12,196	13,175
영업외수익(*)	891	961	1,036	1,117	1,205	1,302
이자수익	333	350	367	385	404	425
지분법이익	558	612	669	732	801	877
영업외비용(*)	11	12	12	13	13	14
기타영업외비용	11	12	12	13	13	14
경상이익(*)	9,559	10,526	11,900	12,633	13,388	14,462
법인세비용(*)	2,665	3,030	3,428	0	0	0
당기순이익(*)	6,894	7,496	8,472	12,633	13,388	14,462

<표 7> 추정 손익계산서: KUVIC 리서치센터

가치평가를 위한 가정

잔여이익모형 가치평가를 위한 가정으로서 무위험수익률은 3년 만기 국고채 금리 5.38%를, 시장수익률은 코스피 평균수익률 11.44%를, 베타는 FnGuide의 회귀분석 수치 0.46을 사용하였다.

$$COE=Rf+(Rm-Rf)b \rightarrow 8.15=5.38+(11.44-5.38)*0.46$$

<그림 21> 자기자본비용 도출: 한국은행, FnGuide

일반 투자자가 쉽게 접할 수 있는 자기자본비용을 예금자보호가 가능한 시중 저축은행 금리라고 가정할 때, 도출한 자기자본비용 8.15%는 그보다 2% 가량 높아 가정에 큰 무리가 없음을 알 수 있다. 잔존가치는 5년 이후부터 잔여이익이 GDP 성장률 4.98%로 영구 성장할 것으로 가정하고 평가하였다. 마지막으로 자기자본은 2008년까지는 당기순이익을 모두 유보하고 2009년부터는 계열사인 더존디지털웨어와 비슷한 배당성향을 보일 것으로 판단하고 70%만 유보하는 것으로 하였다.

잔여이익모형 가치평가

주당 내재가치 4,622 원

(백만 원, 천 주, 원)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1. 당기순이익	6,894	7,496	8,472	12,633	13,388	14,462
2. 자기자본	19,680	26,574	31,821	37,752	46,595	55,966
3. ROE (1/2)	0.35	0.28	0.27	0.33	0.29	0.26
4. 자기자본비용	0.0815	0.0815	0.0815	0.0815	0.0815	0.0815
5. 스프레드 (3-4)	0.27	0.20	0.18	0.25	0.21	0.18
6. 잔여이익 (2*5)	5,290	5,330	5,879	9,556	9,591	9,901

7. 잔여이익의 현가	5,290	4,929	5,026	7,555	7,010	6,692
8. 잔여가치	198,810					
9. 잔여가치의 현가	134,371					
10. 내재가치 (2+7+9)	159,341					
11. 총 주식 수	34,475					
12. 주당 가치 (10/11)	4,622					

<표 8> 잔여이익모형: KUVIC 리서치센터

현 Multiple과 평균으로 목표가 산출

=Average(4622, 3775)

계산된 동사의 주당 내재가치는 4,622원이고 이 때의 예상 주가수익비율은 11.02배, 주가순자산비율은 2.85배로 현재의 주가수준보다 약간 높거나 비슷한 수준이다. 그러나 가치평가의 가정 상 5년 이후에는 성장성이 둔화된다고 판단했기 때문에, 이를 감안하여 현재의 주가수익비율인 9 배를 적용한 3,775원과 평균을 내어 목표주가를 산출하였다.

(배)	주가수익비율
더존비즈온(현재)	9.00
더존비즈온(KUVIC 추정)	11.02
더존디지털웨어(현재)	12.48
더존디지털웨어(증권사평균)	19.83

<표 9> 적용 주가수익비율: FnGuide, KUVIC 리서치센터

목표주가 4,200 원 및 강력매수 제시

133% 안전마진
연 18% 기대수익률

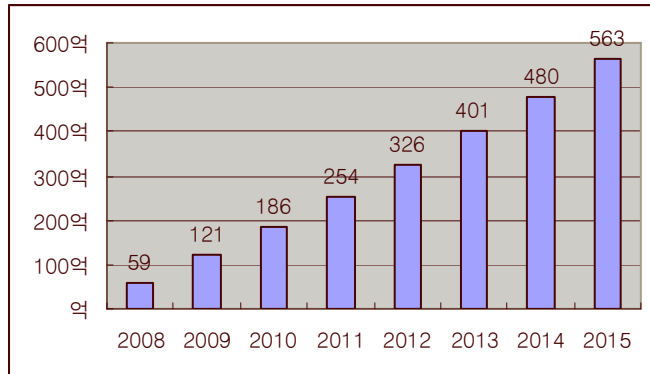
결론적으로 현재 동사의 현재 주가 1,800원은 목표주가 4,200원에 비해 133%의 안전마진이 확보되는 낮은 가격이라고 할 수 있다. 내재가치로의 회귀기간을 5년으로 잡으면 연 복리로 18.47%의 수익률을 기대할 수 있다. 이에 작성자 본인은 강력매수 투자의견을 제시하며 더존디지털웨어에 비해서도 상대적 가격매력이 부각되고 있는 점을 들어 관심을 촉구하는 바이다. 단, 가치평가의 대부분이 미래수익만을 반영하였기 때문에 포트폴리오 구성에 유의할 필요가 있다.

덧붙이자면 동사의 보유현금이 71억 원이므로 현 시가총액인 621억 원을 투자하더라도 실제 투자금액은 550억 원에 불과하게 된다. 이는 매년 창출하는 잉여현금흐름이 GDP 성장률만 따라 준다는 보수적인 가정 하에서도 8년이면 투자금액 전부를 회수할 수 있음을 뜻한다. 아래의 잉여 현금흐름 추산에서 순운전자본은 유동자산에서 유동부채와 전년도 이익잉여금을 차감한 수치임을 밝혀둔다.

(억 원, %)	수치
EBIT	96
법인세율	27.88
감가상각비	4
설비투자	0
순운전자본증감	14
잉여현금흐름	59

<표 10> 잉여현금흐름 추정: KUVIC 리서치센터

더 이상 변경하기 힘든 수익배분구조

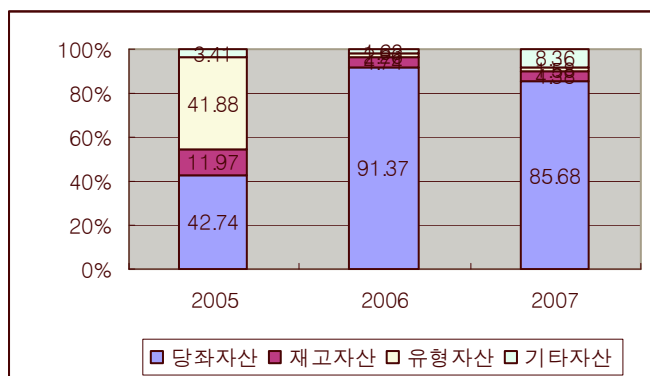


<그림 22> 누적 잉여현금흐름: KUVIC 리서치센터

지금까지 알려져 있는 동사의 가장 큰 위협요인은 수익배분구조에 있었다. 여러 회사와 수익을 공유하는 방식을 취하고 있기 때문에 그룹 차원에서 수익배분구조를 변경할 경우 주주들은 큰 타격을 받을 수 있는 것이다. 이것의 해법은 기업공개와 지분구조에서 찾고자 한다. 과거에는 더존 디지털웨어만이 상장되어 있어 이익을 쉽게 조정할 수 있었지만 지금은 동사도 상장업체로서 2,000명이 넘는 주주들의 감시를 받고 있어 사실상 큰 폭의 조정은 어렵게 보인다. 동사가 상장하기 직전인 2005년에 수익배분구조를 한 차례 바꾼 것도 그와 일맥상통한다. 게다가 지주회사인 더존다스도 더존디지털웨어와 동사의 지분을 각각 23%, 24%씩 소유하고 있으므로 동사에게 좋지 않은 방향의 결정은 하기 힘들다.

유형자산의 부재

가치투자자로서 유형자산이 없는 기업을 고르는 것은 기본적인 안전마진을 확보하는데 분명히 곤란한 일이다. 동사는 우회상장 이후 ㈜대동의 생산설비를 대부분 매각하였고 현재는 6억 원 상당의 유형자산만을 보유하고 있는데 이는 총자산의 2%도 채 되지 않는 규모이다.



<그림 23> 자산구성: 더존비즈온 2007년 3분기보고서

동사는 앞에서도 살펴봤듯이 안정적인 수익모델을 가지고 있어 꾸준히 돈을 벌 수 있지만 시장 붕괴 등의 시기에 하방경직성을 확보할 수 없다는 점은 인내심 여부를 차치하고라도 역시 아쉬움으로 남는다. 게다가 동사의 자산 중 대부분을 차지하는 현금은 횡령에 대한 방어가 속수무책인데 경영자의 도덕성을 검증하는 것은 한계가 있다.

<p>10년 후에도 살아남을 수 있는가?</p>	<p>Neutral. 아무리 예측가능성이 특출한 기업이라도 소프트웨어/솔루션 분야의 10년 후는 예단하기 어렵다.</p>
<p>산업 내 경쟁이 치열한가?</p>	<p>Negative. MIS는 진입장벽이 높은 독점시장이고, ERP는 시장이 분리되어 있어 역시 경쟁이 치열하지 않다.</p>
<p>시장지배력이나 가격결정력이 있는가?</p>	<p>Positive. MIS와 ERP 모두 타깃시장에서 훌륭한 시장지배력을 보이고 있다.</p>
<p>지속적으로 성장할 수 있는가?</p>	<p>Positive. 아직 타깃시장에서 해당 솔루션을 이용하지 않는 비중이 크므로 시장 내 제품군에 큰 변화가 없는 한 일정 수준의 성장에는 무리가 없다.</p>
<p>재무건전성이 뛰어난가?</p>	<p>Positive. 무차입경영 중이며 특별한 설비투자가 필요하지 않아 안전하다.</p>
<p>훌륭한 BM을 가지고 있는가?</p>	<p>Positive. 사용자의 교체비용이 높으며 라이선스 구입 이후에도 꾸준히 유지보수를 필요로 하는 점은 재구매비율이 크다고 할 수 있다.</p>
<p>충분히 싸가?</p>	<p>Positive. 연 복리 수익률 15%를 기록하는데 큰 문제가 없다.</p>
<p>훌륭한 CEO가 경영하고 있는가?</p>	<p>Neutral. 경영자에 대한 판단의 잣대가 없으나, 그룹 내 중심인 더존디지털웨어의 창립자이고 대표이사를 거친 데다가 더존디지털웨어와 더존비즈온의 개인 최대주주로서 충분한 책임감을 가지고 있다고 예측한다.</p>
<p>주주친화정책이 긍정적인가?</p>	<p>Neutral. 상장한 지 얼마 지나지 않아 판단하기 어려우나 그룹 차원에서 IR에 적극적이고 같은 상장계열사인 더존디지털웨어의 경우 꾸준한 배당성향을 보여 동사도 기대할 만 하다.</p>
<p>지배구조는 안정적인가?</p>	<p>Positive. 지주회사를 가지고 있고 최근 상장을 하면서 비교적 믿을 수 있는 지배구조로 변화했으나, 최대주주와 특수관계인의 지분이 32%에 불과하고 10명의 기타주주 지분이 더 큰 것은 안정적이라고 볼 수 없다.</p>

<p>KUVIC 3기 김현준 (2008-01-04) 010-6818-4475 mwmtmw@korea.ac.kr</p>	<p>2008년 1월 4일 현재 작성자 본인은 해당 종목을 보유하고 있지 않습니다.</p> <p>본 보고서는 어떤 외부의 간섭 없이 작성자 본인의 의견으로 작성하였습니다.</p> <p>본 보고서는 투자권유를 위한 것이 아니며, 투자결과에 대한 책임은 투자자에게 귀속됩니다.</p> <p>* 투자의견은 5년 기준 100% 이상 Strong Buy, 50% 이상 Buy, 50% 미만 Stand-By로 나뉘고 그 외 유니버스에 포함될 수 없는 기업군은 가치평가와 관계없이 Good-Bye를 제시합니다.</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------