

# 더존비즈온 (012510)

AI가 가져올 또 한번의 빅사이클

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 80,000원

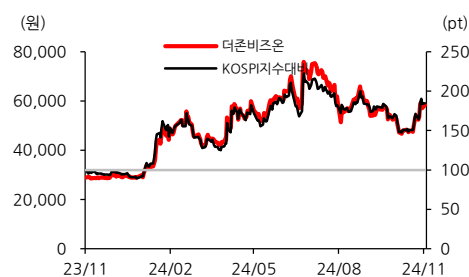
현재 주가(11/5)	57,300 원
상승여력	39.6%
시가총액	17,409 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가 / 최저가	75,900 / 28,550 원
90 일 일평균 거래대금	112.25 억원
외국인 지분율	10.6%
주주 구성	
김용우 (외 11 인)	22.8%
신한밸류업제일차 (외 1 인)	10.2%
자사주 (외 1 인)	7.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.3	11.7	2.1	98.3
상대수익률(KOSPI)	8.0	6.2	5.9	89.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	354	399	449	500
영업이익	69	82	95	110
EBITDA	106	122	135	151
지배주주순이익	35	51	67	78
EPS	982	1,831	2,416	2,823
순차입금	216	177	120	58
PER	29.5	31.3	23.7	20.3
PBR	2.1	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	10.4	15.7	13.7	12.0
배당수익률	0.7	0.4	0.4	0.4
ROE	8.2	10.6	11.9	12.4

## 주가 추이



동사는 과거 19 년, ‘온프레미스→클라우드 전환’ 사이클에서 큰 폭의 실적 성장을 시현했습니다. 이번에는 AI 사이클로 과거의 밸류에이션 확대가 재현될 것으로 전망합니다. 목표주가 8만 원을 유지합니다.

## 3Q24 실적은 영업이익 컨센서스 하회

동사의 3Q24 실적은 매출액 970억 원, 영업이익 201억 원을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 본업 실적은 우리의 전망치를 상회했지만 적자 종속회사들을 포함한 연결 실적은 기대치에 미치지 못했다. Lite ERP 매출은 구축형 중단 정책에 따라 YoY 6.3% 감소했다. Standard와 Extended ERP 매출액은 YoY 각각 19.3%, 4.4% 증가했다. 그룹웨어 연동 및 고도화를 진행한 아마란스10 매출이 큰 폭 성장했다. 외주 용역 최소화과 자체 개발 시스템 고도화로 수익성은 개선됐다. 전자신문을 포함한 연결 OPM은 20.7%로 전분기 대비 0.2%p 개선됐고, 별도 OPM은 전분기 대비 5.2%p나 개선된 28.4%를 기록했다.

## 별도 영업이익률 28.4%까지 개선, 여기에 매출 붙으면?

우리는 동사가 AI 신제품 업셀링으로 인한 수익화 효과가 확인될 국내 유일한 기업이라는 기존 전망을 유지한다. ONE AI 출시 이후 기존 고객 대상 전환이 적극 진행되고 있고, 출시 5개월 만에 1,000개 이상의 기업고객이 계약했다. 이 중 약 60%가 WEHAGO 고객인데, 기존 제품(연 200만 원) 대비 50%나 가격이 비싼 AI 제품(연 300만 원)을 추가 도입하고 있다는 점이 유의미하다. 현재 동사의 유지보수 매출을 일으키는 약 72,000개의 고객이 전환 타겟 모수로 남아있다. 이번 3분기 별도 OPM은 ONE AI 기여가 거의 없음에도 4년 내 가장 최고치인 28.4%까지 높아졌다. 신제품 확장 사이클임에도 비용 구조는 최적으로 효율화 된 상황이다. 여기에 계약 체결되고 있는 AI 제품 매출 기여가 본격화된다면 영업레버리지는 극대화될 것으로 예상된다.

## 투자의견 BUY와 목표주가 8만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 테크핀레이팅스를 통한 데이터 사업과 인터넷전문은행을 준비하는 행보도 예상대로 진행 중이다. 동사가 과거 19년에 보여준 ‘온프레미스→클라우드 전환’ 사이클이 이번에는 AI 사이클로 재현될 것으로 전망한다.



[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	944	994	970	1,084	1,040	1,109	1,121	1,215	3,043	3,536	3,993	4,485
YoY(%)	16.7	17.1	14.8	5.0	10.2	11.5	15.5	12.1	-4.5	16.2	12.9	12.3
Lite ERP	225	233	226	238	231	241	237	270	846	915	922	979
Standard ERP	275	300	282	313	317	335	329	416	1,033	1,062	1,170	1,397
Extended ERP	210	201	225	228	229	231	239	259	653	828	864	958
기타	234	260	237	305	258	281	276	336	512	730	1,036	1,151
YoY(%)												
Lite ERP	5.6	5.0	-6.2	-0.5	2.7	3.4	4.8	13.4	-9.3	8.2	0.8	6.2
Standard ERP	3.4	10.5	19.5	8.2	15.2	11.8	16.7	32.9	5.7	2.8	10.1	19.4
Extended ERP	6.1	-2.8	4.2	10.3	9.0	14.8	6.1	13.6	-9.7	26.8	4.4	10.8
기타	77.3	74.7	56.0	2.7	10.3	8.0	16.4	10.2	-7.6	42.6	42.0	11.1
영업이익	181	204	201	237	208	223	230	284	455	691	823	945
YoY(%)	28.4	23.7	34.8	0.4	14.9	9.2	14.5	19.8	-36.0	51.9	19.1	14.8
영업이익률(%)	19.2	20.5	20.7	21.9	20.0	20.1	20.5	23.4	15.0	19.5	20.6	21.1
당기순이익	366	107	107	129	148	153	170	197	231	343	709	668
YoY(%)	392.6	20.4	40.2	24.0	-59.4	43.3	59.0	52.4	-57.3	48.6	106.8	-5.8
당기순이익률(%)	38.7	10.7	11.0	11.9	14.3	13.8	15.2	16.2	7.6	9.7	17.8	14.9

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	304	354	399	449	500
매출총이익	120	153	175	194	216
영업이익	46	69	82	95	110
EBITDA	77	106	122	135	151
순이자손익	-7	-14	-14	-14	-14
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	27	0	0
세전계속사업손익	31	45	85	85	99
당기순이익	23	34	71	67	78
지배주주순이익	24	35	51	67	78
증가율(%)					
매출액	123.1	16.2	12.9	12.3	11.5
영업이익	121.8	51.7	19.2	14.8	16.5
EBITDA	116.6	37.6	15.1	11.2	11.2
순이익	110.9	48.8	106.7	-5.8	16.8
이익률(%)					
매출총이익률	39.4	43.2	43.9	43.2	43.2
영업이익률	15.0	19.5	20.6	21.1	22.0
EBITDA 이익률	25.3	29.9	30.5	30.2	30.1
세전이익률	10.3	12.8	21.3	18.9	19.8
순이익률	7.6	9.7	17.8	14.9	15.6

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	77	101	101	110	119
당기순이익	23	34	71	67	78
자산상각비	31	37	39	41	40
운전자본증감	26	4	7	2	0
매출채권 감소(증가)	15	2	-5	-7	-14
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	0	8	5	10
투자활동 현금	30	-68	-42	-47	-51
유형자산처분(취득)	-17	-25	-23	-32	-36
무형자산 감소(증가)	-17	-11	-2	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-12	-11	-4	0	0
재무현금흐름	-95	-33	-14	-6	-6
차입금의 증가(감소)	-3	-4	-2	0	0
자본의 증가(감소)	-95	-29	-12	-6	-6
배당금의 지급	-16	-7	-11	-6	-6
총현금흐름	85	113	107	108	119
(-)운전자본증가(감소)	-22	-19	-2	-2	0
(-)설비투자	17	25	23	32	36
(+)자산매각	-17	-11	-1	-4	-4
Free Cash Flow	73	96	84	74	79
(-)기타투자	-80	36	8	10	11
잉여현금	153	59	76	63	68
NOPLAT	34	52	69	75	87
(+) Dep	31	37	39	41	40
(-)운전자본투자	-22	-19	-2	-2	0
(-)Capex	17	25	23	32	36
OpFCF	70	83	86	85	91

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	144	126	192	258	334
현금성자산	88	63	115	172	234
매출채권	40	49	61	69	83
재고자산	2	1	2	2	2
비유동자산	689	758	830	836	847
투자자산	262	280	319	329	340
유형자산	369	373	372	378	387
무형자산	57	104	139	129	120
자산총계	833	883	1,023	1,094	1,181
유동부채	138	415	442	452	467
매입채무	30	37	44	49	59
유동성이자부채	20	272	282	282	282
비유동부채	257	23	30	31	31
비유동이자부채	252	7	9	9	9
부채총계	394	438	473	483	499
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	475	475	475
이익잉여금	268	286	126	187	259
자본조정	-79	-101	-84	-84	-84
자기주식	-78	-101	-84	-84	-84
자본총계	438	445	550	611	682

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	661	982	1,831	2,416	2,823
BPS	13,697	13,570	16,921	18,847	21,126
DPS	123	217	220	220	220
CFPS	2,696	3,578	3,392	3,442	3,783
ROA(%)	2.7	4.1	5.3	6.3	6.9
ROE(%)	5.1	8.2	10.6	11.9	12.4
ROIC(%)	5.5	8.5	10.6	11.3	13.0
Multiples(x, %)					
PER	55.7	29.5	31.3	23.7	20.3
PBR	2.7	2.1	3.4	3.0	2.7
PSR	3.8	2.6	4.5	4.0	3.6
PCR	13.7	8.1	16.9	16.6	15.1
EV/EBITDA	16.9	10.4	15.7	13.7	12.0
배당수익률	0.3	0.7	0.4	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	89.9	98.3	85.9	79.1	73.1
Net debt/Equity	41.8	48.5	32.1	19.6	8.5
Net debt/EBITDA	238.4	204.1	145.2	88.4	38.5
유동비율	104.5	30.2	43.5	57.0	71.6
이자보상배율	4.8	4.8	5.5	6.3	7.3
자산구조(%)					
투자자본	63.1	64.6	60.4	57.0	54.0
현금+투자자산	36.9	35.4	39.6	43.0	46.0
자본구조(%)					
차입금	38.3	38.5	34.7	32.3	30.0
자기자본	61.7	61.5	65.3	67.7	70.0

## [ Compliance Notice ]

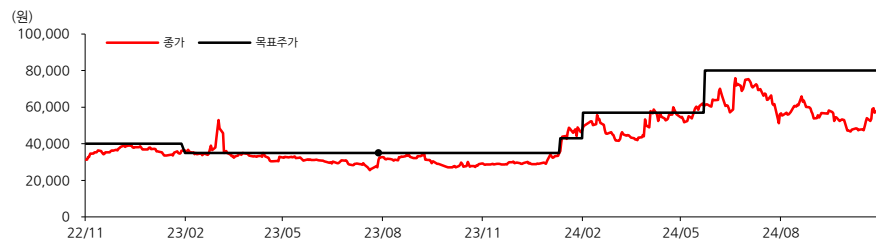
(공표일: 2024년 11월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 더존비즈온 주가 및 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2022.11.17	2023.02.06	2023.04.25	2023.07.13	2024.01.17	2024.01.26
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	40,000	35,000	35,000	35,000	43,000	43,000
일 시	2024.02.07	2024.02.29	2024.03.18	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2024.04.26	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.08.06	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03	2024.09.27	2024.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.06	Hold	35,000	-9.98	-27.14
2024.01.17	Buy	43,000	5.23	13.84
2024.02.07	Buy	57,000	-10.64	8.77
2024.05.29	Buy	80,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%