



Not Rated

주가(5/7): 54,300원

시가총액: 1조 6,498억원



스몰캡 Analyst 오현진

ohj2956@kiwoom.com

RA 조재원

jwon2004@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (5/7)		2,734.36pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	59,900 원	25,500원
등락률	-9.3%	112.9%
수익률	절대	상대
1M	8.4%	7.6%
6M	86.3%	66.5%
1Y	68.1%	54.5%

## Company Data

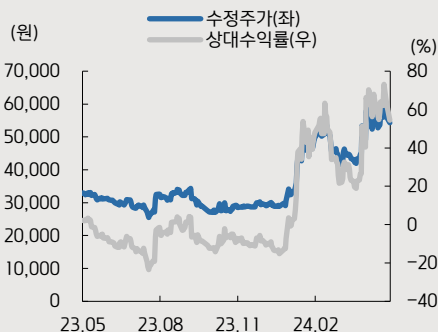
발행주식수	30,383 천주
일평균거래량(3M)	680천주
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(2024E)	0.4%
BPS(2024E)	14,744원
주요 주주	김용우 외 11인 22.9%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	304.3	353.6	407.7	445.2
영업이익	45.5	69.1	87.4	97.8
EBITDA	76.9	105.8	128.2	138.9
세전이익	31.3	45.4	68.5	80.9
순이익	23.1	34.3	51.8	61.2
지배주주지분순이익	23.8	35.2	53.1	62.6
EPS(원)	757	1,117	1,686	1,990
증감률(% YoY)	-55.7	47.6	50.9	18.1
PER(배)	48.7	25.9	32.2	27.3
PBR(배)	2.69	2.13	3.68	3.35
EV/EBITDA(배)	17.0	10.5	14.4	13.0
영업이익률(%)	15.0	19.5	21.4	22.0
ROE(%)	5.1	8.2	11.9	12.9
순차입금비용(%)	41.8	48.5	37.2	25.6

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## Price Trend



## 더존비즈온 (012510)

## 무르익어가는 꿈



동사는 ERP, 그룹웨어 등 기업용 솔루션을 판매하고 있다. 클라우드 기반의 신제품 'WEHAGO', 'Amaranth10'으로의 전환을 통해, 실적 성장을 지속하고 있다. 그간 축적된 데이터들을 활용하여 매출채권팩토링, 인터넷전문은행 등 신사업 진출을 준비 중이다. 향후 주가는 본업에서의 견조한 실적 성장이 하방을 지지해주는 가운데, 신사업 관련 성과들이 확인됨에 따라 우상향 흐름을 지속할 것이라 전망한다.

## &gt;&gt;&gt; 본업: EPS 성장 국면 진입

'24년 매출액 4,077억원(YoY +15.3%), 영업이익 874억원(YoY +26.5%, OPM 21.4%)을 전망한다. 2022년 실적 바닥을 기점으로, 25년까지 EPS가 성장하는 국면(성장률: '23년 48%, '24년 51%, '25년 18%)에 진입했다고 판단한다.

전략 제품인 'WEHAGO', 'Amaranth10' 매출액은 올해도 고성장을 유지할 전망이다. 특히, 올해는 Amaranth10의 실적 성장(YoY +98%)이 기대되는데, 작년년부터 영업을 강화함에 따라 신규 고객과 더불어 기존 고객들의 전환 수요가 가속화될 것으로 기대한다. Extended ERP 부문도 경쟁사의 클라우드 전환 정책에 따른 고객 이탈, 국산 솔루션에 대한 선호도 상승 등이 관측되며, 견조한 성장(YoY +11%)을 예상한다.

비용단에서는 업무 효율화에 따른 인건비 상승률 둔화, 외주용역비 절감 기조가 지속되며, 영업이익률 상승에 기여할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 신사업: 매출채권팩토링 사업 성과 기대

동사는 보유 중인 다량의 데이터를 활용한 신사업들을 준비 중이며, 올해 주목해볼 신사업은 매출채권팩토링이다. 관련 사업을 위해 설립한 '테크핀레이팅스'(더존비즈온 지분율 약 46%)는 현재 '기업정보조회업', '기업등급제공업' 본인가 심사 결과를 기다리고 있다. 연내 본인가 취득이 기대되며, 취득 후 본격적인 사업 개시가 가능할 전망이다.

매출채권 유동화증권 발행 시장 규모를 활용하여, 매출채권팩토링 사업으로 창출 가능한 잠재 부가가치 규모를 추정하였다. (매출채권 유동화증권 연간 발행 규모 45조원)\*(동사 침투율 5%)\*(연 매출채권 할인율 10%)로 계산한 잠재 부가가치는 연간 562억원 규모로 추정된다. 동사는 이 중 일부를 정보 제공 수수료 매출로 수취할 전망이다. (7페이지 참고)

## &gt;&gt;&gt; 주가: 우상향 흐름 지속 전망

올해 동사 주가는 본업에서의 견조한 실적 성장이 하방을 지지해주는 가운데, 신사업 관련 성과들이 확인됨에 따라 우상향 흐름을 지속할 것으로 전망한다. 과거 동사 주가는 EPS 추이와 동행했으며, 최근 2년간은 신사업 모멘텀이 주가 상승의 주요 동력이었다. 1) 2023~2025년까지 EPS가 재차 성장하는 국면에 진입했다고 판단하며, 2) 연내 테크핀레이팅스의 신용정보업 라이선스 인가 결과 발표, 인터넷전문은행 인가 일정 및 세부사항 공개 등 신사업 관련 이벤트들도 예정된 만큼, 향후 주가 상승 국면은 지속될 것이라 전망한다.

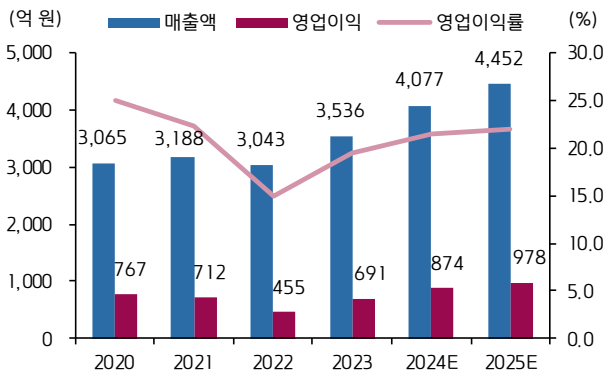
## 더존비즈온 기업 개요

ERP, 그룹웨어 등과 같은 기업용 솔루션을 공급하고 있다. 과거에는 고객들의 자체 시스템 위에 솔루션을 판매 및 구축해주는 On-Premise 방식이 주를 이루었으며, 라이선스(가입비), 유지보수 Fee를 수취하였다. 대표 제품명은 '더존 SmartA', '더존 iCUBE' 등이 있다. 이후 2019년부터는 클라우드 환경에서 구현 가능한 신제품 판매에 집중하고 있으며, 제품명은 'WEHAGO', 'Amaranth10'이다. 단순히 클라우드 환경에서 동일한 솔루션을 판매하는 것이 아니라, 기존 ERP 솔루션에 더해 업무에 필요한 추가적인 솔루션들을 결합하여 플랫폼화된 제품을 공급한다는 점에 의의가 있다고 판단한다. 더불어, 동사가 직접 구축한 데이터센터 인프라를 활용함에 따라, 자연스럽게 축적된 데이터들을 기반으로 신사업 진출도 가능하게 되었다.

Amaranth10은 기존 ERP 제품과 유사하게 구축 진행률에 따라 매출을 인식하는 구조이지만, WEHAGO는 반복적으로 플랫폼 사용료를 수취하는 구조이다. 다만, 두 신제품 모두 기존 제품의 유지보수 비용보다 ARPU가 상승하도록 설계하였다. 이에 따라, 신규 고객과 기존 고객들의 클라우드형 제품군 채택 확대를 통해 지속적인 매출 성장이 가능할 전망이다.

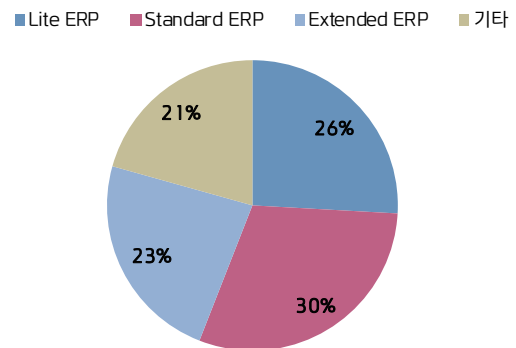
동사의 매출액 구성을 통해, 기존 고객들의 락인 효과가 매우 강함을 확인할 수 있다. 2023년 기준, 기존 고객들로부터 발생하는 매출 비중은 90%, 매년 반복적으로 발생하는 유지보수/사용료 매출 비중 또한 60% 수준이다. 이러한 경향들은 신규 및 기존 고객들의 클라우드형 제품 채택 확대 기초와 맞물려 더욱 강화될 것이라 판단한다. 이는 동사의 실적 안정성을 담보해주는 동시에, 향후 가격 정책 변화에 따른 추가적인 실적 성장을 위한 밑거름이 되어줄 것으로 기대한다.

더존비즈온 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



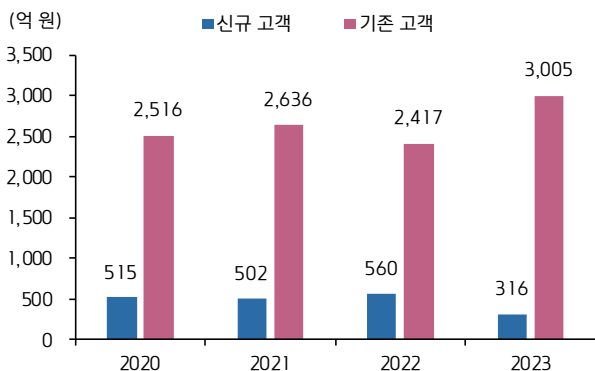
자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

사업부별 매출 비중 (2023년 기준)



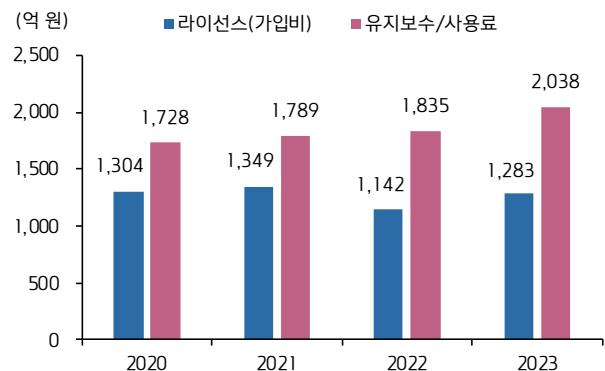
자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

신규 고객, 기존 고객 매출 비중 추이



자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

라이선스, 유지보수/사용료 매출 비중 추이



자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

### WEHAGO/ Amaranth10 전환 수요 지속

동사는 더존 솔루션을 이용하던 기존 고객들이 WEHAGO와 같은 신제품으로 전환하도록 유도하는 전략에 집중하고 있다. 전략의 일환으로, Lite ERP 부문의 더존 SmartA의 유지보수 지원 기한을 2025년으로 한정하고 있다. 이에 따라, 기존 On-Premise 고객 중 클라우드/WEHAGO로 전환한 고객 수는 2019년 3,187곳을 시작으로, 2023년 18,680곳에 이르렀다. 23년 연말 기준, 아직 클라우드/WEHAGO로 전환하지 않은 고객 수는 16,238개까지 줄었으며, Lite ERP 전체 고객(59,530곳) 중 73%가 클라우드/WEHAGO를 채택하였다. 23년 WEHAGO 매출액은 449억원(YoY +89.5%)으로 급증하였다. 24년 매출액은 589억원(YoY +31.2%)을 전망한다.

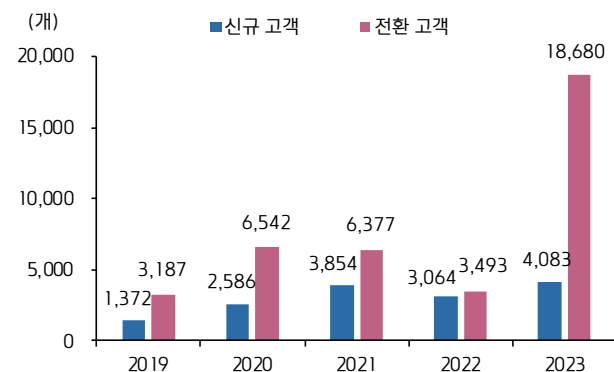
미전환 고객 수와 더불어 매년 신규로 유입되는 고객사 수가 대략 4천여곳이라는 점을 감안 시, 클라우드/WEHAGO 부문의 고성장 기조는 지속 가능할 것이라 판단한다. 전환 속도는 23년 대비 조금 느려질 수 있겠지만, 코로나 이후 바우처 사업 진행으로 낮아진 사용료를 점차 과거 수준으로 복구시킴에 따라, 향후 매출 성장을 지속해 나갈 수 있다는 점에 주목한다.

기존 Standard ERP(iCUBE)와 그룹웨어 등이 결합된 Amaranth10 수요 역시 급증하고 있다. WEHAGO보다 출시 시점이 늦었고 진행 기준으로 매출을 인식하기 때문에, 본격적인 실적 기여는 2022년부터 시작되었다. 22년 매출액 102억원(YoY +433%), 23년 매출액 196억원(YoY +92.3%)을 달성하였다. 23년 연중에 Amaranth10 제조 모듈을 출시함에 따라, 기존 고객들에게 전보다 더욱 공격적인 영업을 시작할 수 있게 되었다는 점이 긍정적이다. 더불어, Amaranth10 제품에 자체 개발한 'ONE AI' 기능의 탑재를 통한 제품 경쟁력 강화 효과도 기대된다. 24년 매출액 390억원(YoY +98.4%)을 전망하며, WEHAGO와 같이 향후 고성장을 기대한다.

### Extended ERP: 국산 ERP 수요 확대

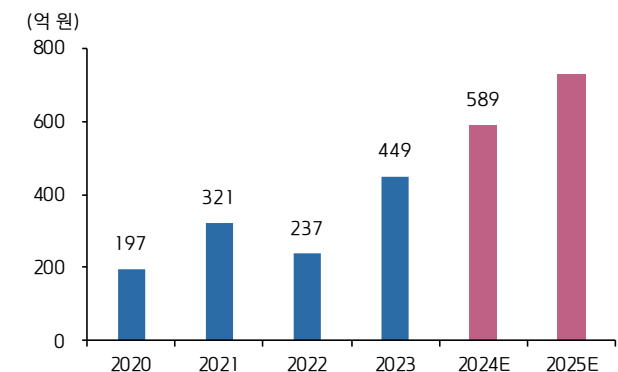
23년 Extended ERP 매출액은 828억원(YoY +27%)을 기록하며, 전사 매출 증가율을 상회하였다. 코로나 이후 대면 영업을 어려워지며 감소한 주주 탓에, 22년 매출액은 653억원(YoY -10%)으로 역성장하였는데, 이에 따른 기저 효과가 23년 성장률에 기여한 셈이다. 다만, 기저효과 외에도 향후 Extended ERP의 실적 성장을 이끌어줄 2가지 요인에 주목할 필요가 있다. 첫째는 경쟁사인 SAP의 정책 변경이다. SAP는 25년 이후부터 ERP 솔루션의 전면 클라우드화 계획을 발표했다. 클라우드로의 전환을 꺼리거나, 전환 후 가격 인상 등을 우려하는 기업들이 동사의 ERP 솔루션을 채택할 수 있는 환경이 구축되었다. 더불어, 외산 대신 국산 솔루션을 사용하자는 사회적 분위기 역시 점차 확산되고 있는 것으로 관측된다. 실제, 작년에 위와 같은 이유로 동사가 수주한 케이스들이 확인되었다. 이러한 기조는 공공기관 등에서부터 시작하여, 향후 더 다양한 기업군으로 확대가 기대된다. 24년 매출액 918억원(YoY +10.9%)을 전망한다.

Cloud/WEHAGO 신규 고객, 전환 고객 수



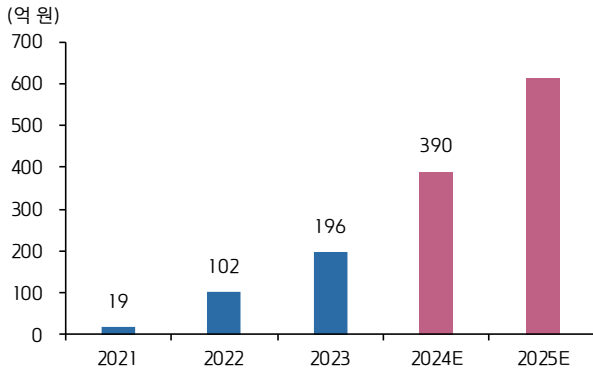
자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

WEHAGO 매출액 추이 및 전망



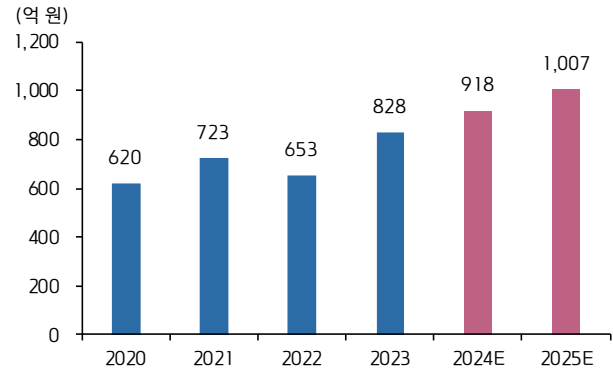
자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

## Amaranth10 매출액 추이 및 전망



자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

## Extended ERP 매출액 추이 및 전망



자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

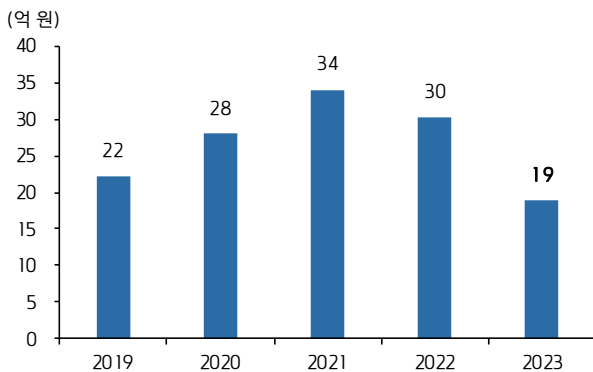
AI 탑재를 통한  
제품 경쟁력 강화

동사는 현재 'GEN AI DEWS', 'ONE AI'라는 2가지 AI 솔루션을 내부에서 활용 중이며, 연내 제품 화할 계획을 가지고 있다. 이를 통해, 개발 및 업무 효율 상승 효과를 확인했으며, 이는 23년 외주 용역비 절감 등에 일부 기여했을 것이라 판단한다. 더불어, 제품 라인업에 AI 솔루션을 접목시킴에 따라 가격 상승 및 제품 경쟁력 강화라는 긍정적인 시너지 효과도 기대된다. 특히, 동사의 과거 버전 제품들을 사용하던 고객들이 Amaranth10과 같은 신제품으로 전환할 수 있는 또 하나의 유인을 제공한다는 점에서 의의가 크다고 판단한다.

'GEN AI DEWS'는 기존에 내부 개발 인력들이 사용하던 'DEWS'라는 개발 도구에 Chat GPT를 접목시킨 진화된 모델이다. 내부에서 효능이 확인되자, 이를 다듬어서 ERP 구축 시 함께 판매할 것으로 기대된다. 이미 400여곳 이상의 고객에게 'DEWS'를 공급했던 레퍼런스가 있어, 'GEN AI DEWS'의 판매 역시 크게 어렵지는 않을 것으로 판단한다.

'ONE AI' 솔루션은 Amaranth10에 탑재되어 사내에서 활용 중이며, 문서 작성/편집 및 검색 등 업무에 필요한 여러 기능을 포함하고 있다. Amaranth10을 통한 업무 과정 중에 축적된 회사 내부의 데이터를 기반으로 AI 기능을 활용할 수 있다는 점에서 사용성이 극대화된다는 차별점이 있다. 내부 테스트 과정을 통해 제품성 향상 및 과금 체계 구축이 진행 중이며, WEHAGO, Amaranth10 등에서 사용 가능하도록 연내 출시될 전망이다.

## 매출원가 내 외주용역비 추이



자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

## 더존비즈온 AI 솔루션

제품명	GEN AI DEWS	ONE AI
용도	개발 도구	문서 작성/편집
기능	AI Query Builder AI Front Builder Chatbot 개발	AI 문장 편집 AI 문서 분석 및 질의 응답 이미지, 음성 생성
적용처	ERP 구축 시, 동반 판매	Amaranth10 등에 탑재

자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

### 실적 Review: 턴어라운드 확인

2023년 매출액 3,536억원(YoY +16.2%), 영업이익 691억원(YoY +51.7%, OPM 19.5%)을 기록하며, 턴어라운드에 성공하였다.

WEHAGO(YoY +90%), Amaranth10(YoY +92%)과 같은 전략 제품의 매출 성장률이 견고한 가운데 Extended ERP 사업부 매출이 전년 대비 약 27% 성장하며, 전사 매출 성장을 견인하였다.

외주용역비 감소(YoY -38%)를 비롯한 전반적인 비용 절감 효과도 관측되었다. 개발 및 업무 과정에 AI 적용을 통한 효율성 증대, 수익성 중심의 프로젝트들을 우선 수주하는 전략 등이 비용 절감에 기여했다고 판단한다. 이러한 기조는 올해에도 지속될 전망이다.

### 2024년 실적

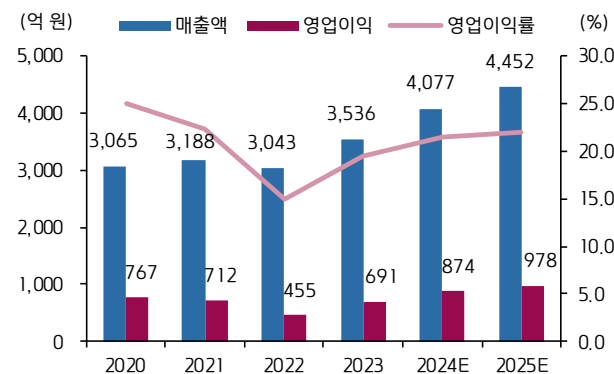
2024년 매출액 4,077억원(YoY +15.3%), 영업이익 874억원(YoY +26.5%, OPM 21.4%)을 전망한다. 올해 매출 성장에는 WEHAGO, Amaranth10과 같은 전략 제품들의 고성장 지속, Extended ERP 사업부의 준수한 성장률(YoY +11%), 전자신문 인수 효과 등이 기여할 전망이다. 특히, Amaranth10의 성장률(YoY +98%)이 가장 돋보일 것으로 예상하는데, 신규 고객 뿐만 아니라 기존 고객들의 전환 속도 역시 더욱 가속화될 것으로 기대하기 때문이다. WEHAGO는 기존 고객들의 전환 속도가 전년 대비 둔화될 것으로 예상하지만, 가격 정책 정상화 이전까지 신규 고객 유입은 견조할 것이라 판단한다. 향후 가격 정책 정상화 과정에 진입할 경우, 실적 성장이 재차 가속화될 수 있다는 점에도 주목할 필요가 있다.

비용단에서는 업무 효율화에 따른 인건비 상승률 둔화 및 외주용역비 절감 효과를 기대한다. 또한, 더존홀딩스와의 합병에 따른 지급수수료 등의 절감 효과 역시 더해질 예정이다. 올해에도 매출 성장과 비용 통제 기조가 지속되며, 전사 영업이익률은 다시금 20%대로 회복 가능할 전망이다.

### 2025년 실적

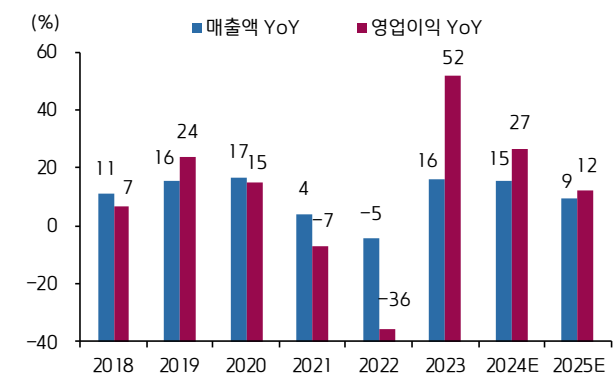
2025년 매출액 4,452억원(YoY +9.2%), 영업이익 978억원(YoY +11.9%, OPM 22.0%)을 전망한다. 전략 제품들의 전환 수요와 ERP10 실적이 견조한 가운데, 제품 내 AI 도입 효과(P, Q ↑), 신사업 부문 매출 규모 등에 따라 추가적인 실적 상향 여부가 결정될 전망이다.

#### 더존비즈온 실적 추이 및 전망



자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

#### 매출액, 영업이익 증감율 추이 및 전망



자료: 더존비즈온, 키움증권 리서치센터

## 더존비즈온 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	80.9	84.9	84.6	103.2	93.8	97.9	102.7	113.2	353.6	407.7	445.2
% YoY	6.9	13.4	9.2	35.2	15.9	15.4	21.4	9.7	16.2	15.3	9.2
Lite ERP	21.3	22.2	24.1	23.9	23.6	24.1	24.5	26.1	91.5	98.3	104.5
Standard ERP	26.6	27.1	23.6	28.9	26.3	27.7	29.0	32.4	106.3	115.3	125.2
Extended ERP	19.8	20.7	21.6	20.7	21.1	22.7	23.7	24.2	82.8	91.8	100.7
기타	13.2	14.9	15.2	29.7	22.8	23.4	25.5	30.5	73.0	102.3	114.8
매출원가	47.5	48.9	49.3	55.0	55.0	54.6	55.6	59.8	200.8	225.0	245.9
매출원가율	59%	58%	58%	53%	59%	56%	54%	53%	57%	55%	55%
매출총이익	33.3	36.0	35.2	48.2	38.8	43.4	47.1	53.4	152.8	182.7	199.3
판매비와관리비	19.3	19.5	20.3	24.6	22.8	22.9	23.7	25.8	83.7	95.3	101.4
영업이익	14.1	16.5	14.9	23.6	16.0	20.4	23.3	27.6	69.1	87.4	97.8
% YoY	-1.3	35.7	29.9	209.2	13.5	23.8	56.5	17.3	51.7	26.5	11.9
영업이익률	17%	19%	18%	23%	17%	21%	23%	24%	20%	21%	22%
법인세차감전손익	10.7	11.8	10.2	12.8	11.7	15.6	18.5	22.7	45.4	68.5	80.9
법인세비용	3.2	2.9	2.6	2.4	3.8	4.3	4.3	4.3	11.1	16.7	19.7
당기순이익	7.4	8.9	7.6	10.4	7.8	11.4	14.3	18.4	34.3	51.8	61.2
당기순이익률	9%	10%	9%	10%	8%	12%	14%	16%	10%	13%	14%

자료: 키움증권 리서치센터

## 신사업

동사는 본업 외 다방면으로 사업을 확장하고자 준비 중이며, 특히 금융 부문 사업에 가장 집중하고 있는 것으로 파악된다. 관련해서 주목해봐야 할 신사업은 매출채권팩토링과 인터넷전문은행이다.

## 매출채권팩토링

매출채권팩토링 사업을 위해, 동사는 신한은행, SGI(서울보증보험)와 함께 합작 법인 '테크핀레이팅스'를 설립(더존비즈온 지분율 약 46%)하였다. 23년 10월 기업정보조회업, 기업등급제공업 예비 인가를 획득했으며, 현재는 본인가 심사가 진행 중이다. 연내 본인가 취득 후, 본격적인 사업 개시도 가능할 전망이다. 동사는 보유하고 있는 실시간 데이터를 기반으로 Factor들에게 필요한 정보를 제공하는 역할을 담당하며, 이를 통한 추가적인 매출 창출이 기대된다.

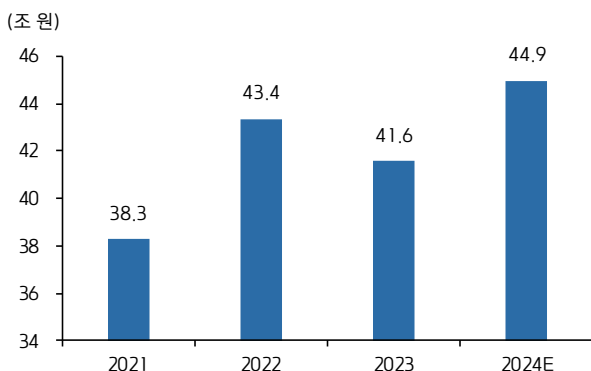
국내 매출채권 시장 규모 파악이 어려워, 대신 매출채권 유동화증권 발행 규모를 활용해 잠재 시장 규모를 추정하였다. 23년 매출채권 유동화증권 발행 규모는 약 41조 5,600억원이었으며, 올해 1~4월까지의 약 14조 9,800억원이었다. 이를 통해, 연간 매출채권 유동화증권 발행 규모를 약 45조원으로 추산하였다. 여기에 매출채권 할인율과 동사의 침투율 추정치를 각각 곱해주면, 매출채권팩토링 사업으로 획득 가능한 잠재적인 부가가치를 구할 수 있게 된다. 물론, 테크핀레이팅스가 기존에 형성된 매출채권 유동화증권 시장에 침투하는 것은 아니지만, 매출채권 유동화에 대한 수요를 보여준다는 점에서 기준으로 삼을만한 시장 규모라고 판단한다.

잠재 시장 규모 45조원, 매출채권 할인율 연 10%(연 할인율을 90일로 환산하여 계산), 침투율 5%로 가정 후 계산한 결과, 매출채권팩토링 사업으로 획득 가능한 부가가치는 연간 562억원 규모로 추정된다. 그리고 이 중 일부를 더존비즈온에서 정보 제공 수수료 매출로 수취할 전망이다.

## 인터넷전문은행

동사는 올해 4월 중소기업 및 소상공인 특화 인터넷전문은행 '더존뱅크'를 설립하고 인가를 신청하겠다는 계획도 발표했다. 이 역시, 동사가 보유하고 있는 다수의 기업 데이터들이 핵심 기반이 되는 사업이다. 현재, 더존뱅크 컨소시엄 구성을 준비하는 단계로 파악되며, 대형 시중은행, 주요 대기업 등이 참여할 것으로 기대된다. 동사가 준비 중인 위 2가지 신사업은 모두 중소기업, 소상공인에게 금융 조달의 기회를 확장시켜 준다는 점에서 의의가 크다고 판단한다.

## 국내 매출채권 유동화증권 발행 규모



자료: 증권정보포털 세이브로, 키움증권 리서치센터

## 매출채권팩토링 사업 잠재 부가가치 규모 (단위: 억 원)

할인율/침투율	3%	4%	5%	6%	7%
8%	270	360	449	539	629
9%	303	405	506	607	708
10%	337	449	562	674	787
11%	371	494	618	742	865
12%	405	539	674	809	944

자료: 키움증권 리서치센터

주1) 매출채권 유동화증권 발행 시장 규모 45조원 기준

주2) 연 할인율을 90일 기준으로 환산 후, 계산한 결과

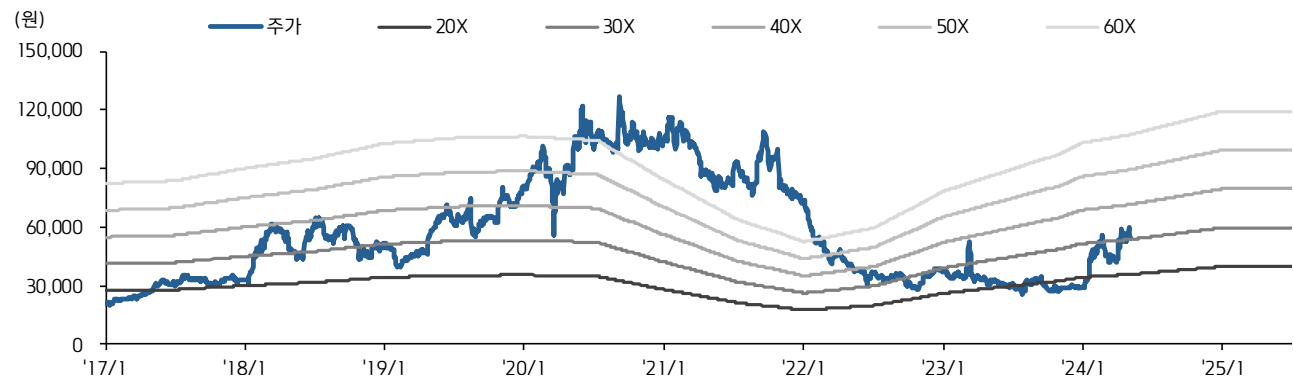
## 주가 전망

2017~2020년까지 EPS의 성장과 동반하여 동사 주가 역시 상승 흐름을 지속하였다. 당시 평균적인 Forward PER 밴드는 20~40배 사이에서 형성되었으며, 2020년에는 팬데믹 국면 진입에 따른 수혜 기대감이 반영되며 40배 이상의 멀티플을 받기도 하였다. 이후 2021~2022년 EPS가 역성장하며 주가도 함께 하락하였고, 2023년 실적 턴어라운드를 확인하면서 재차 반등에 성공했다. 2023~2025년 다시 EPS가 성장하는 국면에 진입했다고 판단하는 만큼, 향후 동사 주가 역시 우상향 할 것으로 전망한다.

또 다른 주가 상승 동력은 신사업이다. 아직까지는 신사업에서 매출이 발생하고 있지 않고, 정확한 매출 발생 시점을 예측하기에도 어려운 상황이다. 규제 당국의 인가 등 절차가 필요한 사업들이기 때문이다. 그럼에도 동사의 신사업에 주목해야 하는 이유는, 과거 2년간 주가 상승을 견인했던 핵심 요인 중 하나가 신사업 모멘텀이었기 때문이다. 실제로 23년 3월에는 매출채권팩토링 사업이 주목을 받으며 단기간에 50% 가량 주가가 상승했으며, 올해 4월 인터넷은행 진출 계획 발표 이후에도 30% 이상 주가가 급등하였다. 기업용 B2B 솔루션 시장에 국한되던 동사의 전방 시장 규모가 향후 B2B, B2C를 아우르는 금융 영역으로 확대될 수 있다는 점에서, 신사업 모멘텀이 주가 상승을 견인했다고 판단한다.

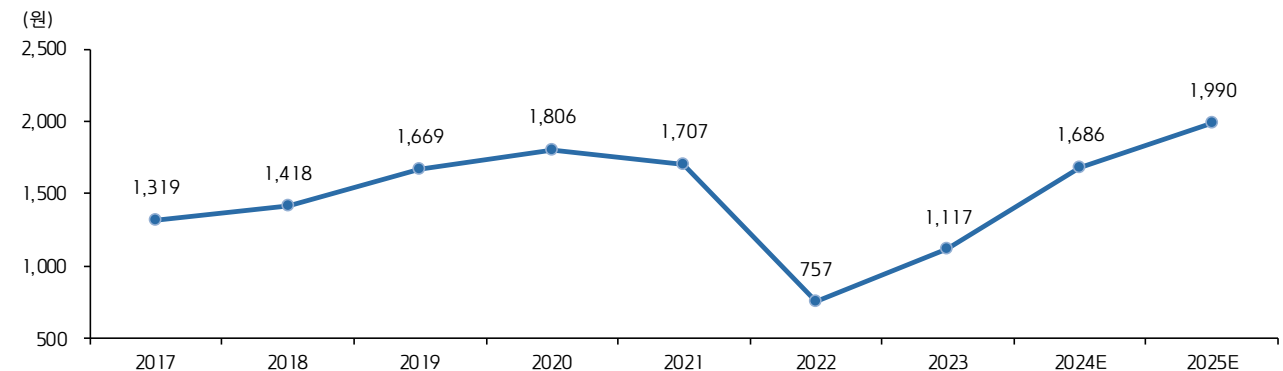
올해 동사 주가는 본업에서의 견조한 실적 성장이 하방을 지지해주는 가운데, 신사업 관련 성과들이 확인됨에 따라 우상향 흐름을 지속할 것으로 전망한다. 연내 테크핀레이팅스의 신용정보업 라이선스 인가 결과 발표, 매출채권팩토링 사업 개시, 인터넷전문은행 인가 일정 및 세부사항 공개 등의 이벤트들이 예정되어 있다. 올해부터 동사에 지속적으로 관심을 가져야 한다고 판단하는 이유이다.

## 더존비즈온 12개월 Forward P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

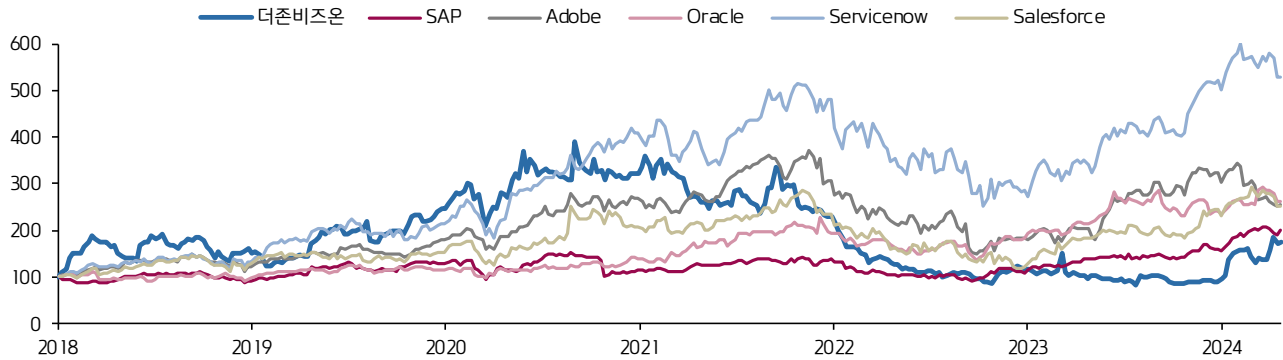
## 더존비즈온, EPS 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



## 더존비즈온, 글로벌 유사 기업 주가 수익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 2018년 1월 5일 주가를 100으로 환산

## 더존비즈온, 유사 기업 재무 지표 비교

회사명	PER (배)		ROE (%)		영업이익률 (%)		매출액 증가율 (%)		영업이익 증가율 (%)	
	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
더존비즈온	32.2	27.3	11.9	12.9	21.4	22.0	15.3	9.2	26.5	11.9
SAP	38.3	28.3	11.1	15.7	22.7	27.2	8.7	10.9	16.4	34.8
Adobe	26.3	23.3	42.2	46.1	45.9	45.7	10.6	11.5	44.8	11.1
Oracle	20.6	18.4	238.4	97.8	43.2	43.2	6.6	8.6	67.1	8.5
Servicenow	53.2	44.1	25.0	21.8	29.0	30.0	21.6	20.5	315.1	24.6
Salesforce	28.2	24.9	13.6	14.2	32.6	33.7	9.1	10.3	106.3	14.3
한글과컴퓨터	14.7	11.8	11.4	13.0	16.5	17.8	5.7	7.1	38.0	16.1

자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	318.7	304.3	353.6	407.7	445.2
매출원가	176.4	184.4	200.8	225.0	245.9
<b>매출총이익</b>	142.4	119.9	152.8	182.7	199.3
판매비	71.2	74.4	83.7	95.3	101.5
<b>영업이익</b>	71.2	45.5	69.1	87.4	97.8
<b>EBITDA</b>	100.0	76.9	105.8	128.2	138.9
영업외손익	0.6	-14.3	-23.7	-18.9	-16.9
이자수익	0.9	2.0	0.8	1.3	1.9
이자비용	7.2	9.5	14.5	12.6	11.2
외환관련이익	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	-1.1	-0.7	-0.7	-0.7
기타	6.8	-5.8	-9.5	-7.1	-7.1
<b>법인세차감전이익</b>	71.8	31.3	45.4	68.5	80.9
법인세비용	17.4	8.2	11.1	16.7	19.7
계속사업손익	54.4	23.1	34.3	51.8	61.2
<b>당기순이익</b>	54.4	23.1	34.3	51.8	61.2
<b>지배주주순이익</b>	53.7	23.8	35.2	53.1	62.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	4.0	-4.5	16.2	15.3	9.2
영업이익 증감율	-7.2	-36.1	51.9	26.5	11.9
EBITDA 증감율	-3.0	-23.1	37.6	21.2	8.3
지배주주순이익 증감율	-5.5	-55.7	47.9	50.9	17.9
EPS 증감율	-5.5	-55.7	47.6	50.9	18.1
매출총이익율(%)	44.7	39.4	43.2	44.8	44.8
영업이익률(%)	22.3	15.0	19.5	21.4	22.0
EBITDA Margin(%)	31.4	25.3	29.9	31.4	31.2
지배주주순이익률(%)	16.8	7.8	10.0	13.0	14.1

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	60.7	77.3	101.2	110.0	116.9
당기순이익	54.4	23.1	34.3	51.8	61.2
비현금항목의 가감	62.3	61.8	78.3	83.9	85.3
유형자산감가상각비	23.7	24.0	25.8	26.1	24.8
무형자산감가상각비	5.2	7.4	11.0	14.7	16.3
지분법평가손익	-0.1	-1.1	-0.7	-0.7	-0.7
기타	33.5	31.5	42.2	43.8	44.9
영업활동자산부채증감	-31.0	25.7	3.6	2.2	-0.6
매출채권및기타채권의감소	-10.9	14.7	2.2	-7.5	-5.2
재고자산의감소	-0.6	0.1	0.6	-0.2	-0.1
매입채무및기타채무의증가	-1.6	-1.4	0.0	3.9	4.1
기타	-17.9	12.3	0.8	6.0	0.6
기타현금흐름	-25.0	-33.3	-15.0	-27.9	-29.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-129.0	30.4	-68.5	-73.5	-62.6
유형자산의 취득	-16.3	-16.9	-25.4	-15.0	-18.0
유형자산의 처분	0.2	0.2	0.6	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-19.1	-17.3	-11.1	-22.0	-24.0
투자자산의감소(증가)	-10.3	-13.8	-11.5	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-86.3	75.3	25.3	-26.5	-10.6
기타	2.8	2.9	-46.4	-10.0	-10.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	46.6	-95.0	-32.7	-14.7	-9.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	71.0	-78.3	-22.2	0.0	0.0
배당금지급	-16.8	-16.5	-7.2	-11.4	-6.1
기타	-7.6	-0.2	-3.3	-3.3	-3.3
기타현금흐름	0.1	0.1	0.0	-11.1	-11.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-21.6	12.8	0.0	10.7	33.6
기초현금 및 현금성자산	62.9	41.3	54.1	54.1	64.8
기말현금 및 현금성자산	41.3	54.1	54.1	64.8	98.4

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	225.1	143.9	125.6	169.9	218.8
현금 및 현금성자산	41.3	54.1	54.1	64.8	98.4
단기금융자산	109.4	34.1	8.8	35.4	46.0
매출채권 및 기타채권	54.1	40.3	48.7	56.2	61.4
재고자산	2.1	2.0	1.2	1.3	1.5
기타유동자산	18.2	13.4	12.8	12.2	11.5
<b>비유동자산</b>	675.3	689.0	757.7	753.2	753.3
투자자산	17.6	30.3	41.0	40.3	39.5
유형자산	345.2	369.4	372.8	361.7	354.9
무형자산	54.2	57.3	104.4	111.7	119.3
기타비유동자산	258.3	232.0	239.5	239.5	239.6
<b>자산총계</b>	900.3	832.9	883.3	923.0	972.1
<b>유동부채</b>	385.4	137.7	415.5	419.3	423.4
매입채무 및 기타채무	29.0	29.7	37.4	41.2	45.3
단기금융부채	270.7	20.1	271.9	271.9	271.9
기타유동부채	85.7	87.9	106.2	106.2	106.2
<b>비유동부채</b>	13.2	256.7	22.5	22.5	22.5
장기금융부채	2.6	251.6	7.0	7.0	7.0
기타비유동부채	10.6	5.1	15.5	15.5	15.5
<b>부채총계</b>	398.6	394.4	438.0	441.9	446.0
<b>지배지분</b>	494.5	431.2	427.1	464.1	510.7
자본금	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	225.8	226.5	226.5	226.5	226.5
기타자본	-0.2	-78.6	-100.8	-100.8	-100.8
기타포괄손익누계액	-0.2	-0.2	-0.2	-10.2	-20.2
이익잉여금	253.3	267.7	285.9	332.9	389.5
비지배지분	7.3	7.3	18.2	16.9	15.5
<b>자본총계</b>	501.7	438.5	445.3	481.1	526.1

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,707	757	1,117	1,686	1,990
BPS	15,708	13,697	13,570	14,744	16,223
CFPS	3,708	2,696	3,578	4,312	4,653
DPS	450	123	217	217	217
<b>주가배수(배)</b>					
PER	42.8	48.7	25.9	32.2	27.3
PER(최고)	68.8	98.5	48.2		
PER(최저)	42.2	36.5	22.6		
PBR	4.65	2.69	2.13	3.68	3.35
PBR(최고)	7.48	5.44	3.96		
PBR(최저)	4.58	2.02	1.86		
PSR	7.21	3.81	2.58	4.19	3.84
PCFR	19.7	13.7	8.1	12.6	11.7
EV/EBITDA	23.5	17.0	10.5	14.4	13.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	25.1	15.0	17.7	11.7	9.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.6	0.3	0.7	0.4	0.4
ROA	6.4	2.7	4.0	5.7	6.5
ROE	12.1	5.1	8.2	11.9	12.9
ROIC	15.5	9.5	13.8	16.2	18.1
매출채권회전율	6.4	6.5	7.9	7.8	7.6
재고자산회전율	177.8	150.3	226.2	327.1	318.8
부채비율	79.4	89.9	98.3	91.8	84.8
순차입금비율	24.4	41.8	48.5	37.2	25.6
이자보상배율	9.9	4.8	4.8	7.0	8.8
<b>총차입금</b>	273.3	271.7	278.9	278.9	278.9
순차입금	122.6	183.4	216.0	178.8	134.5
NOPLAT	100.0	76.9	105.8	128.2	138.9
FCF	18.1	58.1	58.6	72.0	72.5

## Compliance Notice

- 당사는 5월 7일 현재 '더존비즈온' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/04/01~2024/03/31)

매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%