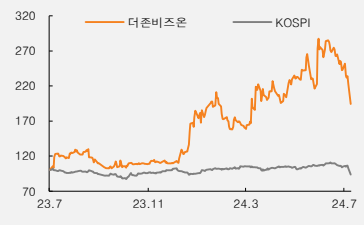


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 80,000원
현재주가(24/8/5)	51,300원
상승여력	55.9%

영업이익(24F,십억원)	83
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-
EPS 성장률(24F,%)	46.6
MKT EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	31.3
MKT P/E(24F,x)	-
KOSPI	2,441.55
시가총액(십억원)	1,559
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	69.4
외국인 보유비중(%)	10.3
베타(12M) 일간수익률	0.20
52주 최저가(원)	27,100
52주 최고가(원)	75,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-31.6	10.6	57.8
상대주가	-19.8	17.3	68.3



[글로벌 소프트웨어/통신서비스]

김수진
soojin.kim@miraeasset.com

더존비즈온

클라우드 전환 예상대로 잘 진행 중

매출 예상 부합, 이익 소폭 상회

예상에 부합하는 실적을 기록했다. 매출은 994.23억원(+17% YoY)으로 시장 예상치에 부합했고, 영업이익은 204억원으로 예상을 소폭 상회했다.

클라우드 전환이 본격적으로 진행 중인 Standard ERP의 클라우드 제품 'Amaranth10(아마란스10)'의 매출이 예상을 상회하며 호실적을 주도했다. 사업부 매출 비중 13%를 돌파했다. 클라우드 제품 확산으로 기존 온프레미스 라이선스 매출은 감소하고, 상쇄분이 클라우드 매출로 전환 인식되고 있다. 클라우드는 유지보수에 대한 비용이 늘어나기 때문에 이익 측면에서 더 유리하다. 이에 영업이익률은 20.5%로 +1%pt YoY 늘었고, 이익률 개선 추세는 이어질 것으로 예상된다.

생성AI 제품과 대기업형 클라우드 솔루션 런칭, 하반기 마케팅 본격 시작

6월과 7월 연달아 의미있는 신제품 출시가 있었다. 6월에는 생성AI 솔루션 OneAI를 출시했고, 7월에는 Extended ERP 클라우드 버전인 옴니이솔(Omni Esol)을 발표했다. 'OneAI'의 경우 출시 20일 만에 220개 이상의 고객사를 확보하며 긍정적인 반응을 얻고 있다. 'OneAI'는 '아마란스10'이나 '위하고' 고객이 이용할 수 있으므로, 'OneAI' 자체가 하반기에는 의미있는 마케팅 수단이 될 것으로 기대한다. '옴니이솔(Omni Esol)'은 중견 이상의 기업들이 사용하는 제품으로, 아마존 AWS, MS Azure 등 클라우드 서버를 기반으로 제공될 예정이다. 이에 각종 그룹웨어를 붙여 사용할 수 있어, 처음으로 파트너사 모집을 시작했다. 해당 제품은 일본 진출도 준비 중이다. 이미 신규 고객 유치가 진행됐고, 하반기 공격적인 영업이 예상된다.

생성AIセンチメント 악화로 목표주가 하향조정, 투자의견 매수 유지

투자의견 '매수'를 유지하고, 목표주가를 95,200원에서 80,000원으로 16% 하향조정한다. 피어 밸류에이션 하락에 따라, 타겟 P/E 멀티플을 41배로 조정했다. 타겟 멀티플의 근거로, 이전 5년 P/E 평균치에서 COVID-19 이후 시장이 반등하던 시점을 제외한 3개년 P/E 평균치로 조정했고, 생성AI와 팩토리링 비즈니스에 대한 프리미엄은 유지했다. 다만 실적 전망치는 상향조정되는 국면이다. 따라서 시장의 매크로 상황과 별개로 기업의 펀더멘털은 지속 개선될 것으로 전망한다. 생성AI와 디지털화는 지연된 것이지, 중단된 것이 아니다. 한국의 대표 클라우드 종목이자, 생성AI 종목으로서의 성장 가능성은 변함없다고 판단한다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	319	304	354	402	455
영업이익 (십억원)	71	46	69	83	103
영업이익률 (%)	22.3	15.1	19.5	20.6	22.6
순이익 (십억원)	54	24	35	52	61
EPS (원)	1,707	757	1,117	1,637	1,948
ROE (%)	12.1	5.1	8.2	10.7	10.9
P/E (배)	42.8	48.7	25.9	31.3	26.3
P/B (배)	4.6	2.3	1.7	2.6	2.4
배당수익률 (%)	0.6	0.3	0.7	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 더존비즈온(연결기준) 2Q24 실적 및 추정치 비교 (백만원)

구분	2Q23	1Q24	2Q24							
			Actual	YoY	QoQ	미래에셋증권 추정치	과리율	시장 컨센서스	과리율	
매출액	84,956.0	94,412.7	99,422.5	17.0%	5.3%	95,247.6	4.4%	99,600	-0.2%	
영업이익	16,517.0	18,115.1	20,418.0	23.6%	12.7%	19,495.4	4.7%	20,000	2.1%	
당기순이익	8,866.3	36,578.0	10,672.0	20.4%	-70.8%	11,692.3	-8.7%	12,300	-13.2%	
Lite ERP	22,194.9	22,469.9	23,317.5	5.1%	3.8%	23,439.3	-0.5%	-	-	
Standard ERP	27,054.9	27,505.8	29,956.2	10.7%	8.9%	27,045.8	10.8%	-	-	
Extended ERP	20,748.8	21,010.3	20,120.7	-3.0%	-4.2%	21,748.9	-7.5%	-	-	

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 더존비즈온(연결기준) 실적 추정 변경 (백만원)

구분	변경전			변경후			변경률		
	3Q24F	2024F	2025F	3Q24F	2024F	2025F	3Q24F	2024F	2025F
매출액	96,466	393,393	440,569	99,017	402,179	455,188	2.6%	2.2%	3.3%
Lite ERP	23,833	94,759	94,759	24,674	95,901	95,901	3.5%	1.2%	1.2%
Standard ERP	26,712	109,916	109,916	27,777	114,746	114,746	4.0%	4.4%	4.4%
Amaranth10	10,364	40,773	63,838	10,432	44,264	69,593	0.7%	8.6%	9.0%
Extended ERP	23,438	90,218	90,218	23,438	88,590	102,493	0.0%	-1.8%	13.6%
영업이익	21,286	82,991	82,991	20,877	83,458	102,798	-1.9%	0.6%	23.9%
당기순이익	12,638	71,714	54,448	12,932	72,439	61,314	2.3%	1.0%	12.6%

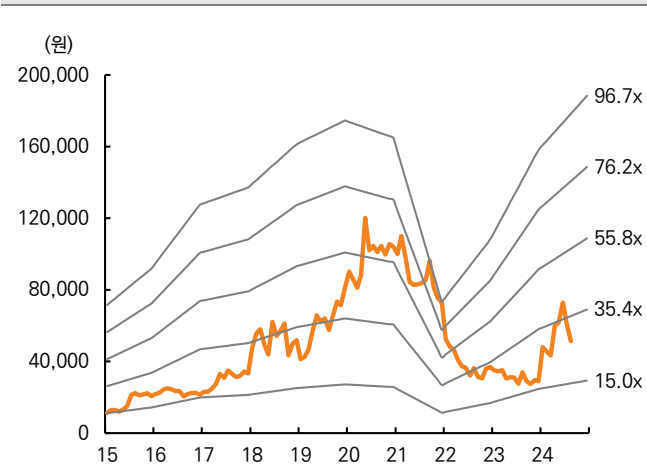
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 더존비즈온 밸류에이션 테이블

밸류에이션	값	비고
예상 FY25 EPS(원)	1,947.8	지배주주 FY25 EPS
유통주식수(백만주)	31.5	
Target P/E(x)	41	이전: 과거 5개년 평균 P/E 37배에 생성AI사업 시작과 CB 및 팩토링 비즈니스 프리미엄 30% 준 48배 조정: 피어 멀티플 조정에 따라, COVID-19로 추가 반등하던 20,21년 제외한 과거 3개년 평균 P/E 31배에 프리미엄 30% 반영한 41배
목표주가(원)	80,000	이전 95,200원에서 16% 하향조정
현재주가(23/8/5)(원)	51,300	
상승여력	55.9%	

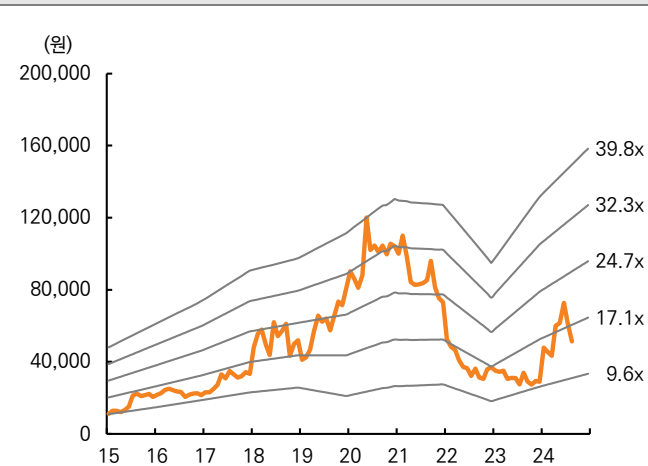
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. P/E 밴드차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. EV/EBITDA 밴드차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 더존비즈온 분기별 실적 전망

(백만원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F
매출액(연결 기준)	75,677	74,866	77,438	76,322	81,398	84,956	84,713	103,563	94,413	99,423	99,017	109,327
YoY growth	-0.2%	-7.2%	-0.1%	-10.0%	7.6%	13.5%	9.4%	35.7%	16.0%	17.0%	16.9%	5.6%
매출액(별도 기준)	75,008	79,618	76,237	82,914	74,042	73,172	76,078	74,389	79,392	83,111	82,131	87,465
YoY growth					-1.3%	-8.1%	-0.2%	-10.3%	7.2%	13.6%	8.0%	17.6%
클라우드 vs 구축형(미래에셋증권 구분)												
Cloud	18,673	20,367	20,607	22,311	22,111	27,060	30,061	32,654	32,580	38,814	39,126	40,725
YoY growth	-7.7%	-7.6%	-4.0%	6.4%	18.4%	32.9%	45.9%	46.4%	47.3%	43.4%	30.2%	24.7%
% of total revenue	24.7%	27.2%	26.6%	29.2%	27.2%	31.9%	35.5%	31.5%	34.5%	39.0%	39.5%	37.3%
Tradition	52,008	49,203	51,331	48,055	53,079	51,572	47,615	50,250	47,434	44,241	45,964	47,943
YoY growth	4.5%	-6.9%	0.2%	-18.0%	2.1%	4.8%	-7.2%	4.6%	-10.6%	-14.2%	-3.5%	-4.6%
% of total revenue	68.7%	65.7%	66.3%	63.0%	65.2%	60.7%	56.2%	48.5%	50.2%	44.5%	46.4%	43.9%
사업부별 매출												
Lite ERP	20,291	22,320	20,073	21,907	21,294	22,195	24,115	23,914	22,470	23,317	24,674	25,439
YoY growth	-10.9%	-11.0%	-13.3%	-2.0%	4.9%	-0.6%	20.1%	9.2%	5.5%	5.1%	2.3%	6.4%
% of total revenue	26.8%	29.8%	25.9%	28.7%	26.2%	26.1%	28.5%	23.1%	23.8%	23.5%	24.9%	23.3%
위하고	4,430	6,863	5,571	6,836	8,087	10,322	13,628	12,876	12,639	13,870	15,570	16,532
YoY growth	-41.5%	-27.5%	-36.0%	7.1%	82.6%	50.4%	144.6%	88.4%	56.3%	34.4%	14.8%	28.4%
% of Lite ERP	21.8%	30.7%	27.8%	31.2%	38.0%	46.5%	56.5%	53.8%	56.2%	59.5%	63.1%	65.0%
Standard ERP	27,482	26,475	25,047	24,299	26,631	27,055	23,634	28,931	27,506	29,956	27,777	29,507
YoY growth	451	452	453	454	455	456	457	458	459	460	461	462
% of total revenue	36.3%	35.4%	32.3%	31.8%	32.7%	31.8%	27.9%	27.9%	29.1%	30.1%	28.1%	27.0%
Amaranth10	3,146	1,669	2,358	3,044	2,397	4,510	4,850	7,893	8,452	13,626	10,432	11,755
YoY growth	-	-	217.4%	159.5%	-23.8%	170.3%	105.7%	159.3%	252.7%	202.1%	115.1%	48.9%
% of Standard ERP	11.4%	6.3%	9.4%	12.5%	9.0%	16.7%	20.5%	27.3%	30.7%	45.5%	37.6%	39.8%
Extended ERP	17,307	14,086	18,065	15,825	19,780	20,749	21,573	20,673	21,010	20,121	23,438	24,021
YoY growth	2.0%	-24.1%	3.3%	-17.8%	14.3%	47.3%	19.4%	30.6%	6.2%	-3.0%	8.6%	16.2%
% of total revenue	22.9%	18.8%	23.3%	20.7%	24.3%	24.4%	25.5%	20.0%	22.3%	20.2%	23.7%	22.0%
종속 기업												
전자신문(지분 74.38%)	-	-	-	-	-	-	-	-	6,905	6,974	7,043	13,468
% of total revenue	-	-	-	-	-	-	-	-	7.3%	7.0%	7.1%	12.3%
영업이익	14,260	12,168	11,484	7,622	14,068	16,517	14,916	23,570	18,115	20,418	20,877	24,048
영업이익률	18.8%	16.3%	14.8%	10.0%	17.3%	19.4%	17.6%	22.8%	19.2%	20.5%	21.1%	22.0%
순이익(연결 기준)	9,729	7,765	7,481	1,899	7,425	8,866	7,619	10,418	36,578	10,672	12,932	12,257
EPS(연결 기준)	309.1	246.7	237.7	60.3	235.9	281.7	242.1	331.0	1,162	339.0	410.8	389.4

주: 영업이익은 합병 전 손익 기준

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 더존비즈온 연간 실적 전망

(백만원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(연결 기준)	318,747	304,303	354,631	402,179	455,188
YoY growth	-	-4.5%	16.5%	13.4%	13.2%
매출액(별도 기준)	-	313,777	297,680	332,099	397,858
YoY growth	-	-	-5.1%	11.6%	19.8%
클라우드 vs 구축형(미래에셋증권 구분)					
Cloud	84,696	81,959	111,886	151,244	216,226
YoY growth	-	-3.2%	36.5%	35.2%	43.0%
% of total revenue	-	26.9%	31.6%	37.6%	47.5%
Tradition	212,411	200,596	202,516	185,582	174,318
YoY growth	-	-5.6%	1.0%	-8.4%	-6.1%
% of total revenue	-	65.9%	57.1%	46.1%	38.3%
사업부별 매출					
Lite ERP	93,347	84,591	91,518	95,901	121,725
YoY growth	-	-9.4%	8.2%	4.8%	26.9%
% of total revenue	-	27.8%	25.8%	23.8%	26.7%
위하고	32,125	23,700	44,914	58,611	94,970
YoY growth	-	-26.2%	89.5%	30.5%	62.0%
% of Lite ERP	-	28.0%	49.1%	61.1%	78.0%
Standard ERP	97,692	103,303	106,250	114,746	131,476
YoY growth	-	5.7%	2.9%	8.0%	14.6%
% of total revenue	-	33.9%	30.0%	28.5%	28.9%
Amaranth10	1,916	10,216	19,649	44,264	69,593
YoY growth	-	433.2%	92.3%	125.3%	57.2%
% of Standard ERP	-	9.9%	18.5%	38.6%	52.9%
Extended ERP	72,273	65,283	82,775	88,590	102,493
YoY growth	-	-9.7%	26.8%	7.0%	15.7%
% of total revenue	-	21.5%	23.3%	22.0%	22.5%
종속 기업					
전자신문(지분 74.38%)	-	-	-	34,390	34,869
YoY growth	-	-	-	-	1.4%
% of total revenue	-	-	-	8.6%	7.7%
영업이익	71,173	45,534	69,070	83,458	102,798
영업이익률	-	-36.0%	51.7%	20.8%	23.2%
당기순이익(연결 기준)	54,414	23,076	34,329	72,439	61,314
EPS(연결 기준)	1,729	733	1,091	2,301	1,948

주: 영업이익은 합병 전 손익 기준

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

더존비즈온 (012510)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	304	354	402	455
매출원가	184	201	220	242
매출총이익	120	153	182	213
판매비와관리비	74	84	99	110
조정영업이익	46	69	83	103
영업이익	46	69	83	103
비영업손익	-15	-24	2	-25
금융손익	-7	-14	-16	-19
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	0
세전계속사업손익	31	45	85	78
계속사업법인세비용	8	11	12	13
계속사업이익	23	34	74	65
중단사업이익	0	0	1	0
당기순이익	23	34	74	65
지배주주	24	35	52	61
비지배주주	-1	-1	23	4
총포괄이익	30	24	74	65
지배주주	31	25	32	28
비지배주주	-1	-1	42	37
EBITDA	77	106	125	156
FCF	60	76	-20	26
EBITDA 마진율 (%)	25.3	29.9	31.1	34.3
영업이익률 (%)	15.1	19.5	20.6	22.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.9	9.9	12.9	13.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	144	126	257	283
현금 및 현금성자산	54	54	181	199
매출채권 및 기타채권	40	49	51	57
재고자산	2	1	1	1
기타유동자산	48	22	24	26
비유동자산	689	758	811	828
관계기업투자등	1	0	0	0
유형자산	369	373	408	434
무형자산	57	104	141	132
자산총계	833	883	1,067	1,111
유동부채	138	415	491	473
매입채무 및 기타채무	20	15	16	17
단기금융부채	20	272	371	371
기타유동부채	98	128	104	85
비유동부채	257	23	23	25
장기금융부채	252	7	6	6
기타비유동부채	5	16	17	19
부채총계	394	438	514	498
지배주주지분	431	427	534	589
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	475	475
이익잉여금	268	286	127	183
비지배주주지분	7	18	20	24
자본총계	438	445	554	613

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	77	101	52	96
당기순이익	23	34	74	65
비현금수익비용가감	62	78	49	89
유형자산감가상각비	24	26	31	45
무형자산상각비	7	11	11	9
기타	31	41	7	35
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	26	4	-45	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	15	2	-4	-5
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	0	0	0
법인세납부	-27	-2	-10	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	30	-68	-36	-72
유형자산처분(취득)	-17	-25	-72	-70
무형자산감소(증가)	-17	-11	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	75	24	-1	-2
기타투자활동	-11	-56	38	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-95	-33	89	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	7	99	0
자본의 증가(감소)	1	0	248	0
배당금의 지급	-16	-7	0	-6
기타재무활동	-78	-33	-258	0
현금의 증가	13	0	123	18
기초현금	41	54	59	181
기말현금	54	54	181	199

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	48.7	25.9	31.3	26.3
P/CF (x)	13.7	8.1	13.1	10.5
P/B (x)	2.3	1.7	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	17.0	10.5	14.1	11.2
EPS (원)	757	1,117	1,637	1,948
CFPS (원)	2,696	3,578	3,915	4,891
BPS (원)	16,186	16,765	19,629	21,383
DPS (원)	123	217	217	217
배당성향 (%)	15.0	17.7	8.2	9.3
배당수익률 (%)	0.3	0.7	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	-4.5	16.2	13.8	13.2
EBITDA증가율 (%)	-23.1	37.6	18.5	24.7
조정영업이익증가율 (%)	-36.0	51.7	20.8	23.2
EPS증가율 (%)	-55.7	47.6	46.5	19.0
매출채권 회전율 (회)	6.8	8.3	8.3	8.7
재고자산 회전율 (회)	150.3	226.2	337.4	351.9
매입채무 회전율 (회)	61.9	85.2	87.6	89.0
ROA (%)	2.7	4.0	7.6	6.0
ROE (%)	5.1	8.2	10.7	10.9
ROIC (%)	9.0	13.2	15.6	16.2
부채비율 (%)	89.9	98.3	92.8	81.2
유동비율 (%)	104.5	30.2	52.3	59.8
순차입금/자기자본 (%)	41.8	48.5	33.8	27.5
조정영업이익/금융비용 (x)	4.8	4.8	4.9	5.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
더존비즈온 (012510)				
2024.08.06	매수	80,000	-	-
2024.07.05	매수	95,200	-29.50	-20.90



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.