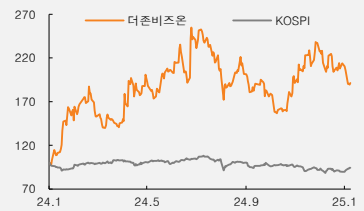


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	82,000원
현재주가(25/1/9)	57,000원
상승여력	43.9%

영업이익(25F,십억원)	99
Consensus 영업이익(25F,십억원)	98
EPS 성장률(25F,%)	24.8
MKT EPS 성장률(25F,%)	19.3
P/E(25F,x)	25.5
MKT P/E(25F,x)	8.8
KOSPI	2,521.90
시가총액(십억원)	1,732
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	69.5
외국인 보유비중(%)	9.9
베타(12M) 일간수익률	-0.15
52주 최저가(원)	32,400
52주 최고가(원)	75,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.3	-23.6	71.2
상대주가	-13.2	-13.1	73.8



[글로벌 소프트웨어/통신서비스]

김수진  
soojin.kim@miraeasset.com

## 더존비즈온

## 무난하게 예상치 부합 전망

## 4Q24 프리뷰: 매출과 이익 모두 예상 부합 전망

4Q24 연결 기준 매출 1,094억원(+5.6% YoY), 영업이익 246억원(+4.4% YoY), 영업이익률 22.5%로 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 별도 기준 매출은 996억원(+13.8% YoY), 영업이익은 276억원(+16.2% YoY), 영업이익률 27.7%로 20% 후반 이익률이 지속될 것으로 전망한다.

생성AI 솔루션인 OneAI가 6월 출시 이후 6개월여 만에 2,000개 계약 달성에 성공하며, 생성AI에서 직접적으로 매출이 발생하는 기업으로 자리매김하고 있다. 구독 모델인 OneAI는 최저가 월 25만원부터 시작하는데, 기존 ERP에 추가되는 형태이므로 고객당 단가를 높일 수 있는 효과가 나타난다. 4Q부터 OneAI의 매출을 확인하기 시작, 초기 프로모션 효과가 끝나는 25년 본격 매출 확대가 나타날 것이다.

## 실적 우려 크지 않아...이익 개선세 주목

최근 국내 경기 악화로 4Q 성수기 고객사 계약이 부진할 수 있을 것이란 우려가 나타나았으나, 기존의 4Q 수준과 크게 다르지 않아 견조한 성장을 예상한다. 또한 통상적으로 4Q 일회성 비용이 발생할 가능성이 있으나 특별한 비용이 없을 것으로 전망한다. 이에 더해 생성AI로 외주용역비가 감소하는 등 비용 효율화로 3Q 급등한 이익률 개선세가 4Q에도 이어지고, 4Q는 전자신문이 흑자전환 해 연결 이익에도 기여할 것으로 예상된다. 따라서 매출과 영업이익 모두 성수기에 부합하는 수준을 기록, 24년 4,000억 매출 돌파가 가능할 것으로 추정한다.

## AI 매출 인식 25년이 본격 시작...P 증가에 따른 실적 확대 기대

25년 OneAI가 본격적으로 매출로 인식될 시, 1,000개 기업 당 분기 10억원 이상의 매출이 발생할 것으로 추정한다. 4,000개 기업이 사용 시, 연간 160억원 이상의 매출 기여가 가능한 셈이다. 이는 곧 클라우드 매출 비중의 증가와도 연계되어 기업의 밸류에이션 상향 요인이 될 수 있을 것으로 판단한다.

25년에는 1) 생성AI 도입에 따른 ASP의 증가, 2) 옴니이솔 계약을 통한 탑라인 성장, 3) 영업이익률 개선 지속 등이 주목할 만한 요인이다. 목표주가 82,000원(target P/E 40배), 투자의견 '매수'를 유지하며 소프트웨어 최선호주로 추천한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	304	354	400	450	509
영업이익 (십억원)	46	69	83	99	119
영업이익률 (%)	15.1	19.5	20.8	22.0	23.4
순이익 (십억원)	24	35	56	70	89
EPS (원)	757	1,117	1,788	2,231	2,843
ROE (%)	5.1	8.2	11.7	12.4	14.2
P/E (배)	48.7	25.9	35.6	25.5	20.0
P/B (배)	2.3	1.7	3.2	2.7	2.4
배당수익률 (%)	0.3	0.7	0.3	0.4	0.5

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

표 1. 더존비즈온 분기 실적 추정표

(백만원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액(연결 기준)	81,398	84,956	84,713	103,563	94,413	99,423	97,036	109,412	108,467	109,651	110,512	121,043
YoY growth	7.6%	13.5%	9.4%	35.7%	16.0%	17.0%	14.5%	5.6%	14.9%	10.3%	13.9%	10.6%
매출액(별도 기준)	79,392	83,111	82,131	87,465	84,677	87,959	87,587	99,565	98,162	99,783	100,787	110,755
YoY growth	7.2%	13.6%	8.0%	17.6%	6.7%	5.8%	6.6%	13.8%	15.9%	13.4%	15.1%	11.2%
클라우드 vs 구축형(미래에셋증권 구분)												
Cloud	22,111	27,060	30,061	32,654	32,580	38,814	37,073	38,192	46,795	51,020	52,827	54,195
YoY growth	18.4%	32.9%	45.9%	46.4%	47.3%	43.4%	23.3%	17.0%	43.6%	31.4%	42.5%	41.9%
% of total revenue	27.2%	31.9%	35.5%	31.5%	34.5%	39.0%	38.2%	34.9%	43.1%	46.5%	47.8%	44.8%
Tradition	47,328	45,048	41,266	43,250	42,950	39,426	40,903	44,876	43,829	41,648	40,240	40,328
YoY growth	-0.7%	2.1%	-8.0%	3.4%	-9.2%	-12.5%	-0.9%	3.8%	2.0%	5.6%	-1.6%	-10.1%
% of total revenue	58.1%	53.0%	48.7%	41.8%	45.5%	39.7%	42.2%	41.0%	40.4%	38.0%	36.4%	33.3%
사업부별 매출												
Lite ERP	21,294	22,195	24,115	23,914	22,470	23,317	22,605	23,409	27,544	28,869	29,080	29,218
YoY growth	4.9%	-0.6%	20.1%	9.2%	5.5%	5.1%	-6.3%	-2.1%	22.6%	23.8%	28.6%	24.8%
% of total revenue	26.2%	26.1%	28.5%	23.1%	23.8%	23.5%	23.3%	21.4%	25.4%	26.3%	26.3%	24.1%
위하고	8,087	10,322	13,628	12,876	12,639	13,870	13,418	14,014	17,638	18,976	19,384	19,614
YoY growth	82.6%	50.4%	144.6%	88.4%	56.3%	34.4%	-1.5%	8.8%	39.6%	36.8%	44.5%	40.0%
% of Lite ERP	38.0%	46.5%	56.5%	53.8%	56.2%	59.5%	59.4%	59.9%	64.0%	65.7%	66.7%	67.1%
Standard ERP	26,631	27,055	23,634	28,931	27,506	29,956	29,358	32,671	34,828	36,061	36,522	37,103
YoY growth	-3.1%	2.2%	-5.6%	19.1%	3.3%	10.7%	24.2%	12.9%	26.6%	20.4%	24.4%	13.6%
% of total revenue	32.7%	31.8%	27.9%	27.9%	29.1%	30.1%	30.3%	29.9%	32.1%	32.9%	33.0%	30.7%
Amaranth10	2,397	4,510	4,850	7,893	8,452	13,626	12,621	17,606	19,649	21,563	22,643	23,389
YoY growth	-23.8%	170.3%	105.7%	159.3%	252.7%	202.1%	160.3%	123.1%	132.5%	58.2%	79.4%	32.9%
% of Standard ERP	9.0%	16.7%	20.5%	27.3%	30.7%	45.5%	43.0%	53.9%	56.4%	59.8%	62.0%	63.0%
Extended ERP	19,780	20,749	21,573	20,673	21,010	20,121	22,516	17,621	17,322	16,959	16,869	17,390
YoY growth	14.3%	47.3%	19.4%	30.6%	6.2%	-3.0%	4.4%	-14.8%	-17.6%	-15.7%	-25.1%	-1.3%
% of total revenue	24.3%	24.4%	25.5%	20.0%	22.3%	20.2%	23.2%	16.1%	16.0%	15.5%	15.3%	14.4%
종속 기업												
전자신문(지분 74.38%)	-	-	-	-	6,905	6,974	7,043	13,468	6,974	7,043	7,114	13,737
% of total revenue	-	-	-	-	7.3%	7.0%	7.3%	12.3%	6.4%	6.4%	6.4%	11.3%
영업이익(연결 기준)	14,068	16,517	14,916	23,570	18,115	20,418	20,085	24,618	23,134	24,445	23,536	27,780
영업이익률	17.3%	19.4%	17.6%	22.8%	19.2%	20.5%	20.7%	22.5%	21.3%	22.3%	21.3%	23.0%
영업이익(별도 기준)	14,555	16,802	15,246	23,736	19,083	20,364	24,901	27,572	25,447	26,889	29,420	31,947
영업이익률	18.3%	20.2%	18.6%	27.1%	22.5%	23.2%	28.4%	27.7%	25.9%	26.9%	29.2%	28.8%
순이익(연결 기준)	7,425	8,866	7,619	10,418	36,578	10,672	14,280	14,280	16,572	15,202	15,557	15,030
EPS(연결 기준)	235.9	281.7	242.1	331.0	1,162.0	339.0	453.7	526.5	482.9	494.2	477.5	588.3

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 더존비즈온 연간 실적 추정표

(백만원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(연결 기준)	318,747	304,303	354,631	400,283	449,673
YoY growth		-4.5%	16.5%	12.9%	12.3%
매출액(별도 기준)	-	297,680	332,099	359,788	409,486
YoY growth	-	-	11.6%	8.3%	13.8%
<b>클라우드 vs 구축형(미래에셋증권 구분)</b>					
Cloud	84,696	81,959	111,886	146,659	204,837
YoY growth	-	-3.23%	36.51%	31.08%	39.67%
% of total revenue	26.6%	26.9%	31.5%	36.6%	45.6%
Tradition	187,133	178,431	176,892	168,155	166,045
YoY growth		-4.7%	-0.9%	-4.9%	-1.3%
% of total revenue	58.7%	58.6%	49.9%	42.0%	36.9%
<b>사업부별 매출</b>					
Lite ERP	93,347	84,591	91,518	91,801	114,712
YoY growth	-	-9.4%	8.2%	0.3%	25.0%
% of total revenue	29.3%	27.8%	25.8%	22.9%	25.5%
위하고	32,125	23,700	44,914	53,940	75,611
YoY growth	-	-26.2%	89.5%	20.1%	40.2%
% of Lite ERP	34.4%	28.0%	49.1%	58.8%	65.9%
Standard ERP	97,692	103,303	106,250	119,490	144,514
YoY growth	-	5.7%	2.9%	12.5%	20.9%
% of total revenue	30.6%	33.9%	30.0%	29.9%	32.1%
Amaranth10	1,916	10,216	19,649	52,305	87,244
YoY growth	-	433.2%	92.3%	166.2%	66.8%
% of Standard ERP	2.0%	9.9%	18.5%	43.8%	60.4%
Extended ERP	72,273	65,283	82,775	81,268	68,540
YoY growth		-9.7%	26.8%	-1.8%	-15.7%
% of total revenue	22.7%	21.5%	23.3%	20.3%	15.2%
<b>종속 기업</b>					
전자신문(지분 74.38%)	-	-	-	34,390	34,869
% of total revenue	-	-	-	8.6%	7.8%
영업이익(연결 기준)	71,173	45,534	69,070	83,236	98,894
영업이익률	22.3%	15.0%	19.5%	20.8%	22.0%
순이익(연결 기준)	54,414	23,076	34,329	75,810	62,361
EPS(연결 기준)	1,729	733	1,091	2,481	2,043

자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션 테이블

(원)

밸류에이션	값	비고
예상 fwd EPS(원)	2,042.9	FY25
유통주식수(백만주)	31.5	
Target P/E	40x	피어 멀티플 조정에 따라, COVID-19로 주가 반등하던 20,21년 제외한 과거 3개년 평균 P/E 30배에 프리미엄 30% 반영
목표주가	82,000	
현재주가(25/1/9)	57,000	
상승여력	43.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

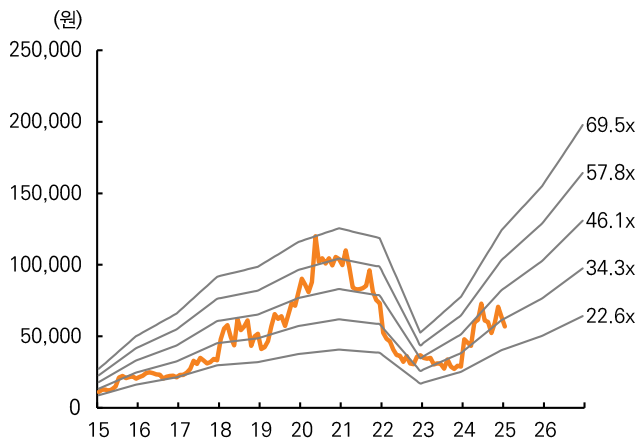
표 4. 더존비즈온 실적 당사 추정치 및 시장 컨센서스 비교

(백만원)

	4Q24F				2025F			
	미래에셋증권 추정치	YoY growth	컨센서스	과리율	미래에셋증권 추정치	YoY growth	컨센서스	과리율
매출액	109,412	5.6%	108,500	0.8%	449,673	12.3%	445,600	0.9%
영업이익	24,618	22.5%	24,100	2.1%	98,894	18.8%	97,500	1.4%
지배주주 순이익	17,729	69.7%	14,100	25.7%	68,798	20.0%	62,900	9.4%

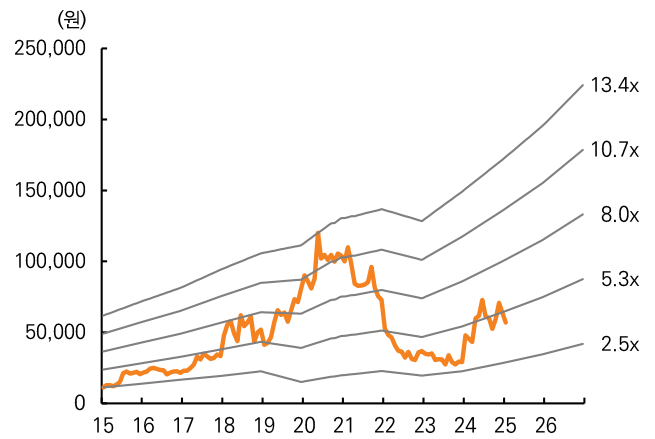
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. PER 밴드차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. EV/SALES 밴드차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

## 더존비즈온 (012510)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>354</b>	<b>400</b>	<b>450</b>	<b>509</b>
매출원가	201	220	243	276
<b>매출총이익</b>	<b>153</b>	<b>180</b>	<b>207</b>	<b>233</b>
판매비와관리비	84	97	108	114
<b>조정영업이익</b>	<b>69</b>	<b>83</b>	<b>99</b>	<b>119</b>
<b>영업이익</b>	<b>69</b>	<b>83</b>	<b>99</b>	<b>119</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-24</b>	<b>9</b>	<b>-13</b>	<b>-9</b>
금융손익	-14	-14	-13	-9
관계기업등 투자손익	-1	-1	0	0
세전계속사업손익	45	92	86	110
계속사업법인세비용	11	17	21	26
계속사업이익	34	75	66	84
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>34</b>	<b>75</b>	<b>66</b>	<b>84</b>
지배주주	35	56	70	89
비지배주주	-1	18	-5	-6
<b>총포괄이익</b>	<b>24</b>	<b>75</b>	<b>66</b>	<b>84</b>
지배주주	25	56	70	89
비지배주주	-1	18	-5	-6
EBITDA	106	121	134	152
FCF	76	62	82	84
EBITDA 마진율 (%)	29.9	30.3	29.8	29.9
영업이익률 (%)	19.5	20.8	22.0	23.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.9	14.0	15.6	17.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>126</b>	<b>199</b>	<b>219</b>	<b>242</b>
현금 및 현금성자산	54	111	123	133
매출채권 및 기타채권	49	52	57	66
재고자산	1	1	1	2
기타유동자산	22	35	38	41
<b>비유동자산</b>	<b>758</b>	<b>817</b>	<b>812</b>	<b>831</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	373	373	378	405
무형자산	104	136	126	116
<b>자산총계</b>	<b>883</b>	<b>1,015</b>	<b>1,031</b>	<b>1,073</b>
<b>유동부채</b>	<b>415</b>	<b>185</b>	<b>201</b>	<b>228</b>
매입채무 및 기타채무	15	16	17	20
단기금융부채	272	33	33	33
기타유동부채	128	136	151	175
<b>비유동부채</b>	<b>23</b>	<b>276</b>	<b>228</b>	<b>170</b>
장기금융부채	7	259	209	149
기타비유동부채	16	17	19	21
<b>부채총계</b>	<b>438</b>	<b>461</b>	<b>429</b>	<b>398</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>427</b>	<b>538</b>	<b>591</b>	<b>669</b>
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	226	475	475	475
이익잉여금	286	132	184	262
<b>비지배주주지분</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>5</b>
<b>자본총계</b>	<b>445</b>	<b>554</b>	<b>602</b>	<b>674</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>101</b>	<b>92</b>	<b>112</b>	<b>134</b>
당기순이익	34	75	66	84
비현금수익비용가감	78	55	69	68
유형자산감가상각비	26	26	25	23
무형자산상각비	11	11	11	10
기타	41	18	33	35
영업활동으로인한자산및부채의변동	4	-12	11	18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-4	-5	-9
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-2	-12	-21	-26
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-68</b>	<b>-52</b>	<b>-32</b>	<b>-53</b>
유형자산처분(취득)	-25	-30	-30	-50
무형자산감소(증가)	-11	4	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	24	-1	-2	-3
기타투자활동	-56	-25	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-33</b>	<b>-15</b>	<b>-68</b>	<b>-71</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	7	14	-50	-60
자본의 증가(감소)	0	248	0	0
배당금의 지급	-7	-11	-18	-11
기타재무활동	-33	-266	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>0</b>	<b>53</b>	<b>12</b>	<b>10</b>
기초현금	54	59	111	123
기말현금	54	111	123	133

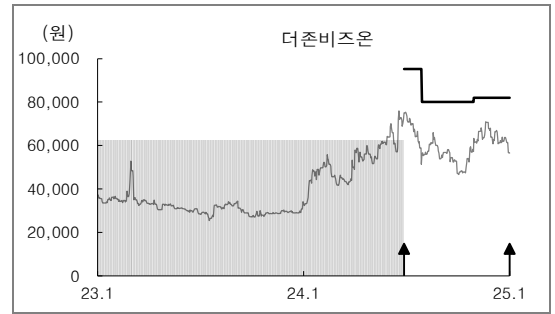
자료: 더존비즈온, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	25.9	35.6	25.5	20.0
P/CF (x)	8.1	15.4	13.4	11.8
P/B (x)	1.7	3.2	2.7	2.4
EV/EBITDA (x)	10.5	17.5	13.7	11.6
EPS (원)	1,117	1,788	2,231	2,843
CFPS (원)	3,578	4,130	4,263	4,830
BPS (원)	16,765	19,784	21,444	23,924
DPS (원)	217	220	240	300
배당성향 (%)	17.7	8.2	9.3	7.3
배당수익률 (%)	0.7	0.3	0.4	0.5
매출액증가율 (%)	16.2	13.2	12.3	13.3
EBITDA증가율 (%)	37.6	14.0	11.2	13.3
조정영업이익증가율 (%)	51.7	20.5	18.8	20.6
EPS증가율 (%)	47.6	60.1	24.8	27.4
매출채권 회전율 (회)	8.3	8.3	8.6	8.6
재고자산 회전율 (회)	226.2	335.6	347.9	347.9
매입채무 회전율 (회)	85.2	87.6	89.3	89.5
ROA (%)	4.0	7.9	6.4	8.0
ROE (%)	8.2	11.7	12.4	14.2
ROIC (%)	13.2	15.8	17.4	21.3
부채비율 (%)	98.3	83.2	71.3	59.1
유동비율 (%)	30.2	107.3	108.6	106.0
순차입금/자기자본 (%)	48.5	28.9	16.1	3.8
조정영업이익/금융비용 (x)	4.8	5.6	7.2	11.5

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
더존비즈온 (012510)				
2024.11.06	매수	82,000	-	-
2024.08.06	매수	80,000	-30.99	-17.63
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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

\* 2024년 12월 31일 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.