

더존비즈온 (012510)

여러모로 매수 기회

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

Buy (상향)

목표주가(상향): 43,000원

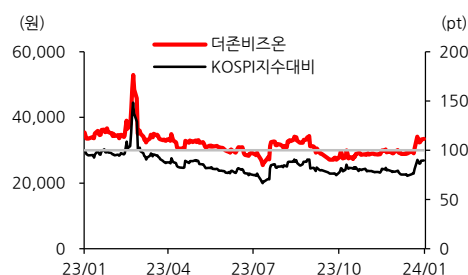
| | |
|----------------|-------------------|
| 현재 주가(1/16) | 34,600 원 |
| 상승여력 | ▲24.3% |
| 시가총액 | 10,512 억원 |
| 발행주식수 | 30,383 천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 52,900 / 25,500 원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 34.27 억원 |
| 외국인 지분율 | 17.1% |
| 주주 구성 | |
| 김용우 (외 12 인) | 36.7% |
| 자사주 (외 1 인) | 9.3% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 6.2% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | 16.9 | 24.5 | 18.3 | -2.3 |
| 상대수익률(KOSPI) | 19.5 | 21.9 | 23.3 | -6.3 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 304 | 337 | 369 | 403 |
| 영업이익 | 46 | 63 | 74 | 82 |
| EBITDA | 77 | 97 | 105 | 113 |
| 지배주주순이익 | 24 | 38 | 50 | 56 |
| EPS | 768 | 1,242 | 1,622 | 1,823 |
| 순차입금 | 183 | 172 | 145 | 114 |
| PER | 48.0 | 26.5 | 21.3 | 19.0 |
| PBR | 2.7 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| EV/EBITDA | 16.9 | 12.1 | 11.3 | 10.3 |
| 배당수익률 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| ROE | 5.1 | 8.8 | 10.9 | 11.3 |

주가 추이



동사의 4Q23 실적은 영업이익 컨센서스를 크게 상회한 것으로 추정합니다. 낮아진 밸류에이션을 매수 포인트로 보지 않는다고 해도, 과도기를 겪은 후 정상궤도로 올라서는 지금이 매수 기회라고 판단합니다.

4Q23 실적은 시장 기대치 큰 폭 상회 추정

동사의 4Q23 실적으로 매출액 862억 원, 영업이익 173억 원을 추정한다. 영업이익 컨센서스를 18% 상회하는 호실적이 예상된다. Lite와 Extended ERP 매출액은 YoY 각각 11%, 39% 성장한 것으로 추정한다. 지연되어 온 신규 프로젝트 구축도 재개된 것으로 파악된다. 영업이익은 YoY 128% 성장, 영업이익률은 20.1%까지 높아진 것으로 추정한다. 1) 수익성 중심으로 추려온 대형 프로젝트들의 효과, 2) 높았던 외주용역비의 절감(매출 대비 비중 '22년 10.1% → 4Q23 4.5% 추정), 3) 자체 AI플랫폼을 활용한 개발 퍼포먼스 고도화에 기인한다.

기다렸던 비용 절감 효과가 나타날 전망

2021년 이후 성장이 정체된 동사는 외형 확장보다는 수익성 방어에 집중해왔고 최소한의 외주 활용과 혹독한 비용 통제를 통해 이익 성장이 가능하다는 것을 4Q23 실적에서 증명시킬 것으로 예상된다. 여전히 대형 신규 수주와 고객 유입이 지속되고 있기에 단기 수익성 반등에 그치는 것이 아닌 생산성 향상의 결과가 '24년 실적에서도 나타날 것으로 전망한다. 개발 인력을 일부 대체할 수 있는 AI인프라를 활용한 프로젝트도 하반기로 갈수록 숫자로 확인될 것이다. 신사업 준비도 순항중이다. 1)기업정보조회업 라이선스를 더존테크핀(더존/신한은행/SGI 서울보증)으로 이전, 2) 기업등급제공업 라이선스의 본인이 취득이 완료되면 하반기부터는 추가 BM 확보가 가능할 것으로 전망한다.

목표주가 4만 3천 원으로 상향하고 투자의견 BUY로 상향

동사에 대한 목표주가를 올해 영업이익 전망치를 9% 상향해 4만 3천 원으로 올려 제시한다. 당사는 2년이 넘는 시간동안 동사에 대한 의견을 보수적으로 유지해왔지만, 우리가 매수 시점으로 기다려왔던 비용 통제 효과가 드러나는 구간이 드디어 왔다고 판단한다. 현재 밸류에이션은 '24E 기준 PER 21배로 역사적 하단 수준이다. 낮아진 밸류에이션을 매수 포인트로 보지 않는다고 해도, 최악의 업황과 과도기를 겪은 후 정상궤도로 올라서는 지금 구간이 매수 기회라고 판단한다.



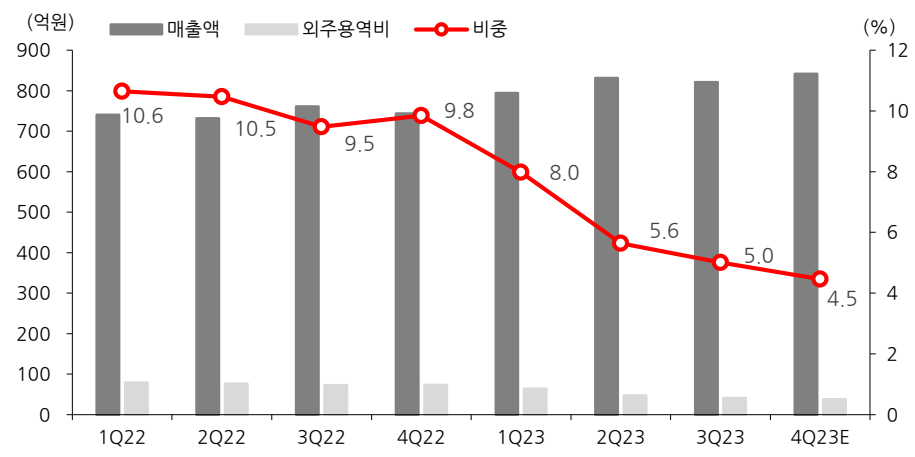
[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 809 | 849 | 846 | 862 | 891 | 917 | 928 | 952 | 3,043 | 3,366 | 3,688 | 4,025 |
| YoY(%) | 6.9 | 13.4 | 9.3 | 13.0 | 10.1 | 8.0 | 9.7 | 10.4 | -4.5 | 10.6 | 9.6 | 9.1 |
| Lite ERP | 213 | 222 | 241 | 244 | 247 | 249 | 253 | 260 | 846 | 920 | 1,009 | 1,101 |
| Standard ERP | 266 | 271 | 236 | 243 | 258 | 276 | 276 | 278 | 1,033 | 1,016 | 1,088 | 1,193 |
| Extended ERP | 198 | 207 | 216 | 220 | 229 | 235 | 241 | 254 | 653 | 841 | 959 | 1,052 |
| 기타 | 132 | 149 | 152 | 155 | 157 | 157 | 158 | 160 | 512 | 588 | 632 | 679 |
| YoY(%) | | | | | | | | | | | | |
| Lite ERP | 4.9 | -0.4 | 19.9 | 11.4 | 16.0 | 12.2 | 5.0 | 6.6 | -9.3 | 8.7 | 9.7 | 9.1 |
| Standard ERP | -3.3 | 2.3 | -5.6 | 0.0 | -3.0 | 1.8 | 16.9 | 14.4 | 5.7 | -1.6 | 7.1 | 9.7 |
| Extended ERP | 14.5 | 46.8 | 19.3 | 39.2 | 15.7 | 13.5 | 11.6 | 15.5 | -9.7 | 28.8 | 14.0 | 9.7 |
| 기타 | 24.5 | 24.2 | 6.3 | 8.4 | 18.9 | 5.4 | 3.9 | 3.2 | -7.6 | 14.8 | 7.5 | 7.4 |
| 영업이익 | 141 | 165 | 149 | 173 | 174 | 182 | 185 | 198 | 455 | 628 | 739 | 815 |
| YoY(%) | -1.4 | 35.2 | 29.6 | 127.6 | 23.4 | 10.3 | 24.2 | 14.5 | -36.0 | 38.0 | 17.7 | 10.3 |
| 영업이익률(%) | 17.4 | 19.4 | 17.6 | 20.1 | 19.5 | 19.8 | 19.9 | 20.8 | 15.0 | 18.7 | 20.0 | 20.2 |
| 당기순이익 | 74 | 89 | 76 | 135 | 116 | 111 | 122 | 149 | 231 | 375 | 498 | 559 |
| YoY(%) | -23.7 | 14.2 | 1.8 | 흑전 | 56.5 | 25.2 | 60.1 | 9.9 | -57.3 | 62.3 | 32.9 | 12.3 |
| 당기순이익률(%) | 27.9 | 32.7 | 32.3 | 55.6 | 45.0 | 40.2 | 44.2 | 53.4 | 22.3 | 36.9 | 45.7 | 46.8 |

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 실적 부진 주요인이었던 외주용역비는 크게 줄어드는 중



주: 별도매출 기준

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

| 손익계산서 (단위: 십억 원) | | | | | |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 매출액 | 319 | 304 | 337 | 369 | 403 |
| 매출총이익 | 142 | 120 | 143 | 165 | 180 |
| 영업이익 | 71 | 46 | 63 | 74 | 82 |
| EBITDA | 100 | 77 | 97 | 105 | 113 |
| 순이자손익 | -6 | -7 | -13 | -14 | -14 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 72 | 31 | 50 | 62 | 70 |
| 당기순이익 | 54 | 23 | 37 | 50 | 56 |
| 지배주주순이익 | 54 | 24 | 38 | 50 | 56 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 4.0 | -4.5 | 10.6 | 9.6 | 9.3 |
| 영업이익 | -7.2 | -36.0 | 37.9 | 17.7 | 10.3 |
| EBITDA | -3.0 | -23.1 | 26.5 | 8.3 | 7.4 |
| 순이익 | -6.0 | -57.6 | 62.3 | 32.9 | 12.3 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 44.7 | 39.4 | 42.5 | 44.7 | 44.7 |
| 영업이익률 | 22.3 | 15.0 | 18.7 | 20.0 | 20.2 |
| EBITDA 이익률 | 31.4 | 25.3 | 28.9 | 28.6 | 28.1 |
| 세전이익률 | 22.5 | 10.3 | 14.7 | 16.9 | 17.3 |
| 순이익률 | 17.1 | 7.6 | 11.1 | 13.5 | 13.9 |

| 현금흐름표 (단위: 십억 원) | | | | | |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 영업현금흐름 | 61 | 77 | 142 | 84 | 90 |
| 당기순이익 | 54 | 23 | 37 | 50 | 56 |
| 자산상각비 | 29 | 31 | 34 | 32 | 32 |
| 운전자본증감 | -31 | 26 | 0 | 3 | 2 |
| 매출채권 감소(증가) | -11 | 15 | -1 | -4 | -7 |
| 재고자산 감소(증가) | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 증가(감소) | -2 | -1 | 1 | 3 | 5 |
| 투자활동 현금 | -129 | 30 | -50 | -43 | -46 |
| 유형자산처분(취득) | -16 | -17 | -22 | -19 | -21 |
| 무형자산 감소(증가) | -19 | -17 | -13 | -13 | -13 |
| 투자자산 감소(증가) | -7 | -12 | -5 | -1 | -1 |
| 재무현금흐름 | 47 | -95 | -61 | -14 | -14 |
| 차입금의 증가(감소) | -3 | -3 | -2 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 54 | -95 | -59 | -14 | -14 |
| 배당금의 지급 | -17 | -16 | -14 | -14 | -14 |
| 총현금흐름 | 117 | 85 | 142 | 81 | 88 |
| (-)운전자본증가(감소) | 6 | -22 | -22 | -3 | -2 |
| (-)설비투자 | 16 | 17 | 22 | 19 | 21 |
| (+)자산매각 | -19 | -17 | -13 | -13 | -13 |
| Free Cash Flow | 76 | 73 | 129 | 52 | 56 |
| (-)기타투자 | 112 | -80 | 32 | 11 | 12 |
| 잉여현금 | -36 | 153 | 98 | 41 | 45 |
| NOPLAT | 54 | 34 | 47 | 59 | 65 |
| (+) Dep | 29 | 31 | 34 | 32 | 32 |
| (-)운전자본투자 | 6 | -22 | -22 | -3 | -2 |
| (-)Capex | 16 | 17 | 22 | 19 | 21 |
| OpFCF | 61 | 70 | 82 | 74 | 78 |

주: IFRS 연결 기준

| 재무상태표 (단위: 십억 원) | | | | | |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 유동자산 | 225 | 144 | 156 | 188 | 226 |
| 현금성자산 | 151 | 88 | 104 | 131 | 161 |
| 매출채권 | 54 | 40 | 42 | 46 | 53 |
| 재고자산 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 비유동자산 | 675 | 689 | 706 | 718 | 731 |
| 투자자산 | 276 | 262 | 278 | 289 | 301 |
| 유형자산 | 345 | 369 | 368 | 362 | 357 |
| 무형자산 | 54 | 57 | 60 | 67 | 72 |
| 자산총계 | 900 | 833 | 862 | 905 | 957 |
| 유동부채 | 385 | 138 | 407 | 414 | 424 |
| 매입채무 | 29 | 30 | 31 | 34 | 40 |
| 유동성이자부채 | 271 | 20 | 271 | 271 | 271 |
| 비유동부채 | 13 | 257 | 9 | 9 | 9 |
| 비유동이자부채 | 3 | 252 | 5 | 5 | 5 |
| 부채총계 | 399 | 394 | 416 | 423 | 433 |
| 자본금 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 자본잉여금 | 226 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 이익잉여금 | 253 | 268 | 299 | 334 | 376 |
| 자본조정 | 0 | -79 | -101 | -101 | -101 |
| 자기주식 | 0 | -78 | -101 | -101 | -101 |
| 자본총계 | 502 | 438 | 446 | 482 | 524 |

| 주요지표 (단위: 원, 배) | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 1,676 | 768 | 1,242 | 1,622 | 1,823 |
| BPS | 15,708 | 13,697 | 13,977 | 15,108 | 16,434 |
| DPS | 450 | 450 | 450 | 450 | 450 |
| CFPS | 3,708 | 2,696 | 4,518 | 2,579 | 2,781 |
| ROA(%) | 6.3 | 2.7 | 4.5 | 5.6 | 6.0 |
| ROE(%) | 12.1 | 5.1 | 8.8 | 10.9 | 11.3 |
| ROIC(%) | 9.0 | 5.5 | 8.0 | 10.0 | 10.9 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 43.6 | 48.0 | 26.5 | 21.3 | 19.0 |
| PBR | 4.6 | 2.7 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| PSR | 7.2 | 3.8 | 3.1 | 3.0 | 2.7 |
| PCR | 19.7 | 13.7 | 7.3 | 13.4 | 12.4 |
| EV/EBITDA | 23.4 | 16.9 | 12.1 | 11.3 | 10.3 |
| 배당수익률 | 0.6 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 79.4 | 89.9 | 93.1 | 87.8 | 82.6 |
| Net debt/Equity | 24.4 | 41.8 | 38.4 | 30.0 | 21.8 |
| Net debt/EBITDA | 122.6 | 238.4 | 176.3 | 137.2 | 100.8 |
| 유동비율 | 58.4 | 104.5 | 38.3 | 45.3 | 53.2 |
| 이자보상배율 | 9.9 | 4.8 | 4.4 | 5.1 | 5.7 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투자자본 | 59.0 | 63.1 | 60.6 | 58.6 | 56.7 |
| 현금+투자자산 | 41.0 | 36.9 | 39.4 | 41.4 | 43.3 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 35.3 | 38.3 | 38.1 | 36.4 | 34.5 |
| 자기자본 | 64.7 | 61.7 | 61.9 | 63.6 | 65.5 |

[Compliance Notice]

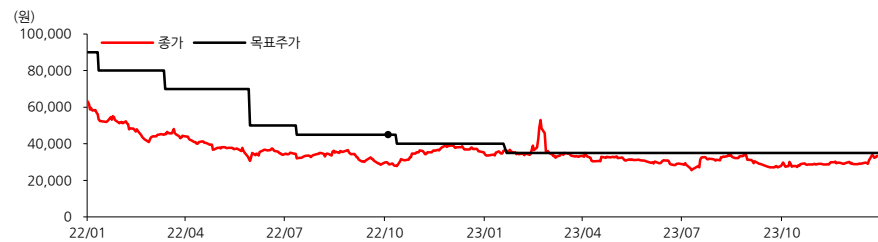
(공표일: 2024년 1월 17일)

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 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[더존비즈온 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2022.01.27 | 2022.03.29 | 2022.06.15 | 2022.07.28 | 2022.10.28 | 2022.11.17 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 80,000 | 70,000 | 50,000 | 45,000 | 40,000 | 40,000 |
| 일 시 | 2023.02.06 | 2023.04.25 | 2023.07.13 | 2024.01.17 | | |
| 투자의견 | Hold | Hold | Hold | Buy | | |
| 목표가격 | 35,000 | 35,000 | 35,000 | 43,000 | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2022.01.27 | Buy | 80,000 | -39.63 | -31.25 |
| 2022.03.29 | Buy | 70,000 | -42.20 | -31.21 |
| 2022.06.15 | Buy | 50,000 | -29.95 | -25.30 |
| 2022.07.28 | Buy | 45,000 | -27.69 | -18.78 |
| 2022.10.28 | Buy | 40,000 | -11.09 | -2.50 |
| 2023.02.06 | Hold | 35,000 | -10.02 | -27.14 |
| 2024.01.17 | Buy | 43,000 | | |

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2023년 12월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 93.2% | 6.2% | 0.6% | 100.0% |