



더존비즈온 (012510)

이것이 바로 진짜 턴어라운드

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 57,000원

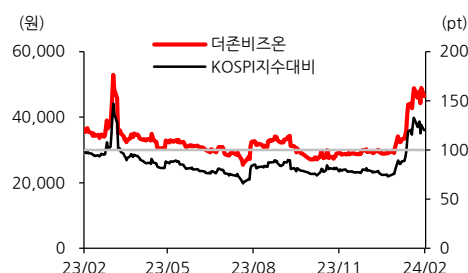
현재 주가(2/6)	47,150 원
상승여력	▲20.9%
시가총액	14,325 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가 / 최저가	52,900 / 25,500 원
90 일 일평균 거래대금	147.37 억원
외국인 지분율	17.1%
주주 구성	
김용우 (외 12 인)	36.7%
자사주 (외 1 인)	9.3%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	53.6	61.7	45.1	29.9
상대수익률(KOSPI)	53.7	58.8	46.1	24.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	304	354	398	432
영업이익	46	68	81	91
EBITDA	77	103	112	123
지배주주순이익	24	35	58	65
EPS	779	1,136	1,900	2,141
순차입금	183	178	136	91
PER	47.3	29.0	24.8	22.0
PBR	2.7	2.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	16.9	11.5	14.0	12.4
배당수익률	0.3	0.7	0.5	0.5
ROE	5.1	8.0	12.5	12.6

주가 추이



동사의 4Q23 실적은 기대치를 크게 상회했습니다. 우리의 예상보다 실적 턴어라운드 폭은 훨씬 더 가파르게 나타날 것으로 전망합니다. 목표 주가를 57000 원으로 상향합니다.

4Q23 매출액 YoY 35%, 영업이익 202% 성장

동사의 4Q23 실적은 매출액 1032억 원, 영업이익 229억 원을 기록하며 영업이익 당사 추정치 173억 원을 33% 상회했다. 지난해 인수한 전자신문 매출 기여분(약 140억원)을 제외해도 매출액이 YoY 17%나 성장했다. 아마란스10 수주가 본격화됐고 수익성 중심의 프로젝트들이 구축되면서 매출성장에 기여했다. 영업이익은 YoY 202% 성장했다. 높았던 외주용역비의 절감(매출 대비 비중 '22년 10.1% → 4Q23 4.3% 추정), 자체 AI플랫폼을 활용한 개발 퍼포먼스 고도화에 기인한다.

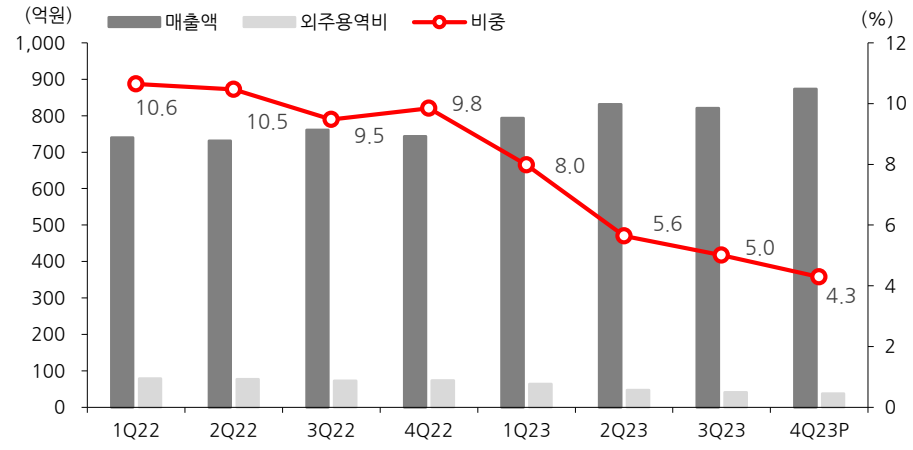
별도 OPM 27% 기록, 올해 사상 최대 실적 전망

연결기준 사상 최대 영업이익은 '20년(767억원)이었는데, 작년 4분기 실적만으로도 229억원(OPM 22%)을 기록했다. 인수효과를 제외한 별도기준으로 봐도 237억원에 OPM 27%로 오히려 더 높다. 이는 본업 자체의 실적 레벨이 크게 상향되고 있는 것으로 볼 수 있다. 여전히 대형 신규수주와 고객 유입이 지속되고 있기에 단기 수익성 반등에 그치는 것이 아닌 생산성 향상의 결과가 올해 실적에도 나타날 것으로 전망한다. 아마란스에 AI기능을 추가한 에디션버전이 출시되면 10~20%의 가격 상승 효과도 예상된다. 우리는 올해 영업이익으로 805억 원(YoY 17.6%)을 전망하며, 이는 AI 신규서비스를 포함한 신사업(더존 테크핀JV 기업정보조회업)을 반영하지 않은 보수적인 추정이다.

목표주가 5만 7천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 올해 영업이익의 전망치를 9% 상향해 5만 7천 원으로 올려 제시한다. 우리가 강력하게 매수의견을 제시했던 이유는 비용 통제 효과가 수익성 개선으로 드러날 것으로 예상했기 때문이다. 이러한 턴어라운드 폭은 우리의 예상보다 훨씬 강하게 나타나고 있다. 참고로 과거 동사의 주가는 분기 매출 YoY 두자릿 수 성장세만 유지되면, 마진이 개선되는 구간에 가장 탄력적인 상승 흐름을 보여왔다. 주가는 최근 가파르게 상승해 일부 차익실현이 나타날 수도 있지만 다시 매수할 수 있는 좋은 기회라고 판단한다.

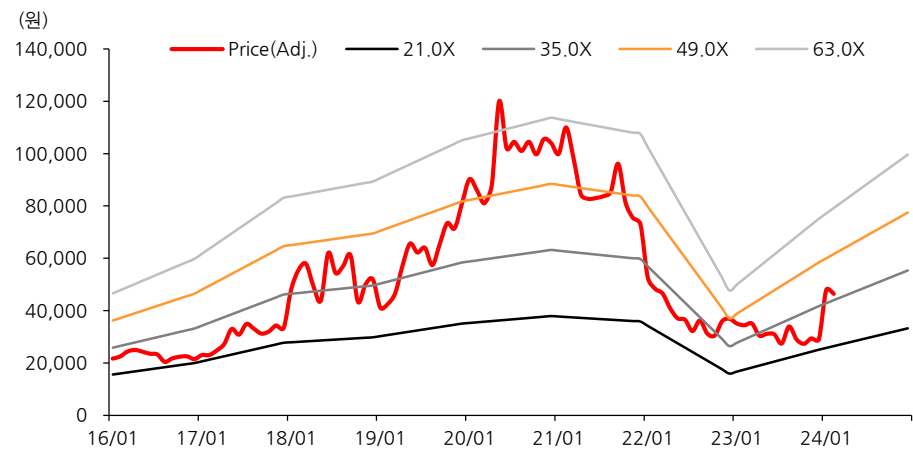
[그림1] 실적 부진 주요인이었던 외주용역비는 크게 줄어드는 중



주: 별도매출 기준

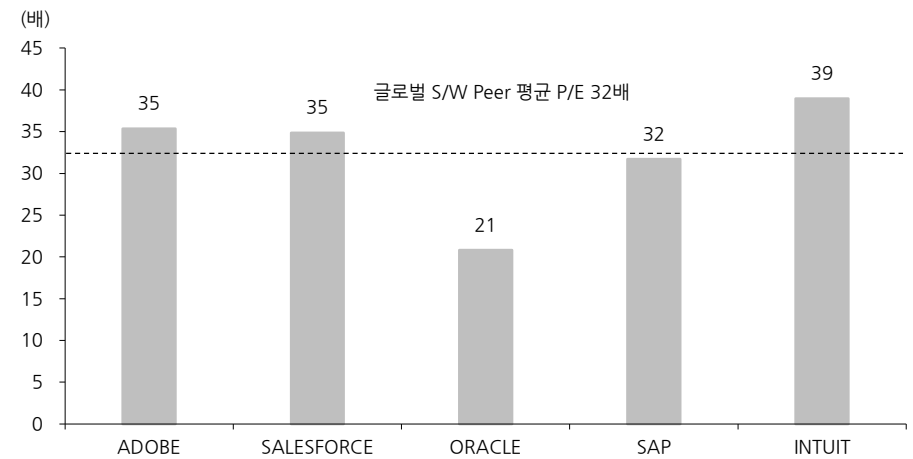
자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] 더존비즈온의 12m fwd. PER 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] Peer 기업의 '24E 기준 PER



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	809	849	846	1,032	932	978	1,001	1,064	3,043	3,536	3,975	4,315
YoY(%)	6.9	13.4	9.2	35.3	15.2	15.2	18.4	3.1	-4.5	16.2	12.4	8.6
Lite ERP	213	222	241	239	227	231	240	241	846	915	939	959
Standard ERP	266	271	236	289	276	280	264	283	1,033	1,062	1,103	1,200
Extended ERP	198	207	216	207	208	220	228	230	653	828	886	945
기타	132	149	152	297	221	247	269	310	512	730	1,047	1,211
YoY(%)												
Lite ERP	4.9	-0.4	19.9	9.2	6.6	4.1	-0.4	0.8	-9.3	8.2	2.6	2.1
Standard ERP	-3.3	2.3	-5.6	19.1	3.8	3.3	12.0	-2.2	5.7	2.8	3.9	8.8
Extended ERP	14.5	46.8	19.3	30.8	5.1	6.3	5.3	11.3	-9.7	26.8	7.0	6.7
기타	24.5	24.2	6.3	107.7	67.4	65.8	77.0	4.4	-7.6	42.6	43.4	15.7
영업이익	141	165	149	229	172	192	193	248	455	684	805	908
YoY(%)	-1.4	35.2	29.6	201.7	22.0	16.4	29.5	8.2	-36.0	50.4	17.6	12.8
영업이익률(%)	17.4	19.4	17.6	22.2	18.5	19.6	19.3	23.3	15.0	19.4	20.3	21.0
당기순이익	74	89	76	99	116	136	130	198	231	375	580	653
YoY(%)	-23.7	14.2	1.8	흑전	56.2	53.5	70.6	99.0	-57.3	62.3	54.8	12.6
당기순이익률(%)	27.9	32.7	32.3	34.3	42.0	48.6	49.2	69.9	22.3	35.3	52.5	54.4

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	319	304	354	398	432
매출총이익	142	120	151	178	193
영업이익	71	46	68	81	91
EBITDA	100	77	103	112	123
순이자손익	-6	-7	-13	-14	-14
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	72	31	45	72	81
당기순이익	54	23	34	58	65
지배주주순이익	54	24	35	58	65
증가율(%)					
매출액	4.0	-4.5	16.2	12.4	8.6
영업이익	-7.2	-36.0	50.3	17.6	12.8
EBITDA	-3.0	-23.1	33.8	8.9	9.5
순이익	-6.0	-57.6	47.2	70.7	12.6
이익률(%)					
매출총이익률	44.7	39.4	42.6	44.7	44.7
영업이익률	22.3	15.0	19.4	20.3	21.0
EBITDA 이익률	31.4	25.3	29.1	28.2	28.4
세전이익률	22.5	10.3	12.8	18.0	18.7
순이익률	17.1	7.6	9.6	14.6	15.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	61	77	126	93	99
당기순이익	54	23	34	58	65
자산상각비	29	31	35	32	32
운전자본증감	-31	26	-3	3	2
매출채권 감소(증가)	-11	15	-9	-2	-8
재고자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-2	-1	7	1	6
투자활동 현금	-129	30	-50	-45	-47
유형자산처분(취득)	-16	-17	-23	-20	-22
무형자산 감소(증가)	-19	-17	-13	-13	-13
투자자산 감소(증가)	-7	-12	-5	-1	-1
재무현금흐름	47	-95	-51	-7	-7
차입금의 증가(감소)	-3	-3	-2	0	0
자본의 증가(감소)	54	-95	-48	-7	-7
배당금의 지급	-17	-16	-4	-7	-7
총현금흐름	117	85	128	90	97
(-)운전자본증가(감소)	6	-22	-20	-3	-2
(-)설비투자	16	17	23	20	22
(+)자산매각	-19	-17	-13	-13	-13
Free Cash Flow	76	73	112	60	64
(-)기타투자	112	-80	32	11	12
잉여현금	-36	153	81	49	53
NOPLAT	54	34	51	65	74
(+) Dep	29	31	35	32	32
(-)운전자본투자	6	-22	-20	-3	-2
(-)Capex	16	17	23	20	22
OpFCF	61	70	82	80	85

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	225	144	158	202	256
현금성자산	151	88	97	139	185
매출채권	54	40	50	51	59
재고자산	2	2	2	2	2
비유동자산	675	689	707	720	734
투자자산	276	262	278	289	301
유형자산	345	369	369	364	361
무형자산	54	57	60	67	72
자산총계	900	833	865	921	990
유동부채	385	138	413	419	429
매입채무	29	30	37	38	44
유동성이자부채	271	20	271	271	271
비유동부채	13	257	9	9	9
비유동이자부채	3	252	5	5	5
부채총계	399	394	422	427	437
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	226	226	226
이익잉여금	253	268	295	346	405
자본조정	0	-79	-101	-101	-101
자기주식	0	-78	-101	-101	-101
자본총계	502	438	443	494	553

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,676	779	1,136	1,900	2,141
BPS	15,708	13,697	13,866	15,491	17,345
DPS	450	120	220	220	220
CFPS	3,708	2,696	4,080	2,844	3,085
ROA(%)	6.3	2.7	4.1	6.5	6.8
ROE(%)	12.1	5.1	8.0	12.5	12.6
ROIC(%)	9.0	5.5	8.6	11.0	12.2
Multiples(x, %)					
PER	43.6	47.3	29.0	24.8	22.0
PBR	4.6	2.7	2.4	3.0	2.7
PSR	7.2	3.8	2.9	3.7	3.4
PCR	19.7	13.7	8.1	16.6	15.3
EV/EBITDA	23.4	16.9	11.5	14.0	12.4
배당수익률	0.6	0.3	0.7	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	79.4	89.9	95.2	86.5	79.2
Net debt/Equity	24.4	41.8	40.2	27.6	16.4
Net debt/EBITDA	122.6	238.4	173.2	121.6	73.9
유동비율	58.4	104.5	38.2	48.2	59.6
이자보상배율	9.9	4.8	4.8	5.6	6.3
자산구조(%)					
투자자본	59.0	63.1	61.2	58.3	55.7
현금+투자자산	41.0	36.9	38.8	41.7	44.3
자본구조(%)					
차입금	35.3	38.3	38.3	35.8	33.3
자기자본	64.7	61.7	61.7	64.2	66.7

[Compliance Notice]

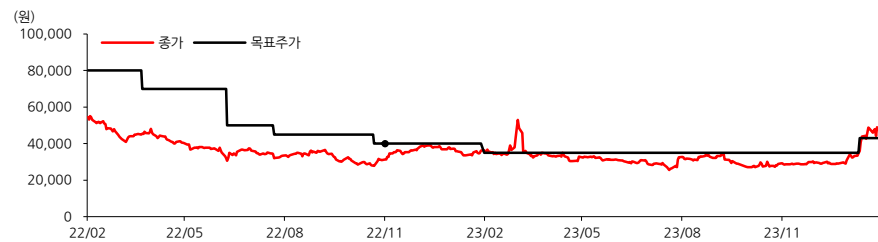
(공표일: 2024년 2월 7일)

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	2022.03.29	2022.06.15	2022.07.28	2022.10.28	2022.11.17	2023.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	70,000	50,000	45,000	40,000	40,000	35,000
일 시	2023.04.25	2023.07.13	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.07	
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	
목표가격	35,000	35,000	43,000	43,000	57,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-9.98	-27.14
2024.01.17	Buy	43,000	4.91	13.84
2024.02.07	Buy	57,000		

[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 추정에 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: 2023년 12월 31일)

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