



더존비즈온 (012510)

예상대로 가는 중

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

Buy (유지)

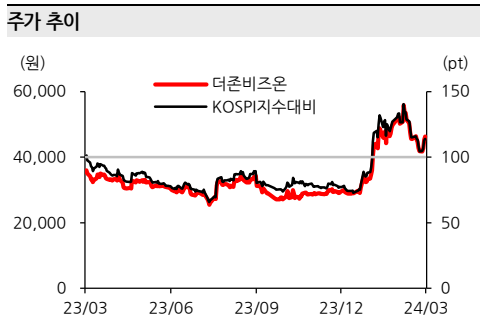
목표주가(유지): 57,000원

현재 주가(3/15)	45,200 원
상승여력	▲26.1%
시가총액	13,733 억원
발행주식수	30,383 천주
52 주 최고가 / 최저가	55,800 / 25,500 원
90 일 일평균 거래대금	266.94 억원
외국인 지분율	16.3%
주주 구성	
김용우 (외 13 인)	36.8%
자사주 (외 1 인)	9.3%
국민연금공단 (외 1 인)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.4	52.7	44.6	27.0
상대수익률(KOSPI)	-15.4	48.7	42.1	14.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	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	23.8	21.1
PBR	2.7	2.4	2.9	2.6
EV/EBITDA	16.9	11.5	13.5	11.9
배당수익률	0.3	0.7	0.5	0.5
ROE	5.1	8.0	12.5	12.6



동사의 1 분기 실적은 예상했던 대로 매출 성장과 마진 개선세가 지속 될 것으로 전망합니다. 최악의 업황과 과도기를 겪은 후 정상계도로 올라서고 있는 동사에 대해 여전히 주목해야 한다고 판단합니다.

아마란스10과 Extended ERP가 성장 견인 전망

올해 동사의 실적 성장은 아마란스10과 Extended ERP가 견인할 것으로 전망한다. 아마란스10은 온프레미스 ERP와 그룹웨어, 문서중앙화 기능까지 탑재한 통합 솔루션으로 지난해부터 본격적인 수주 영업을 시작해왔다. 지난해 말 기준 Standard ERP 매출 내 온프레미스/그룹웨어 비중이 여전히 74%를 차지하고 있어 아마란스의 매출 성장 여력은 매우 크다. 또한 최근 SAP의 정책 변경 이슈와 국내 공공기관들의 움직임이 동사의 Extended ERP 사업에 후호적으로 반영되고 있는 점도 긍정적이다.

신사업에 대한 실적 기대치는 높지 않아 긍정적

아마란스에 AI기능을 추가한 에디션버전이 출시되면 10~20%의 가격 상승 효과도 예상된다. 최근에는 신사업을 추진 중인 JV(테크핀레이팅스)에 신한은행과 SCI서울보증기 동사 대비 12배 높은 가치로 증자에 참여했다. 본인이 취득이 완료된다면 하반기부터 기업정보조회업과 기업등급제공업 사업이 시작될 것이다. 또한 합병으로 일부 비용 감축 효과도 즉각 예상되는데, 상표권수수료(로열티) 및 외주수용역비 등 연간 57억 원 수준의 절감 효과도 가시적으로 기대된다. 우리는 올해 영업이익으로 805억 원(YoY 17.6%)을 전망하며, 이는 AI 신규서비스를 포함한 신사업을 반영하지 않은 보수적인 추정이다.

투자의견 BUY와 목표주가 5만 7천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 하반기로 갈수록 비용 통제 효과가 매출 성장세와 더불어 마진 개선이 두드러지게 나타날 것으로 전망한다. 우리는 동사의 올해 OPM으로 20.3%(‘23년 19.4%)을 추정하는데, ‘21년에는 22.3%를 기록했다. 참고로 과거 동사의 주가는 분기 매출 YoY 두자릿 수 성장세만 유지되면, 마진이 개선되는 구간에 가장 탄력적인 상승 흐름을 보여왔다. 향후 데이터관련 신사업이나 AI서비스 업셀링 사업이 구체화될 경우 추가적인 실적 및 주가 업사이드가 확대될 수 있다고 판단한다.

[표1] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	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	2023	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	2023	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	2023	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	2023	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	23.8	21.1
PBR	4.6	2.7	2.4	2.9	2.6
PSR	7.2	3.8	2.9	3.6	3.3
PCR	19.7	13.7	8.1	15.9	14.6
EV/EBITDA	23.4	16.9	11.5	13.5	11.9
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]

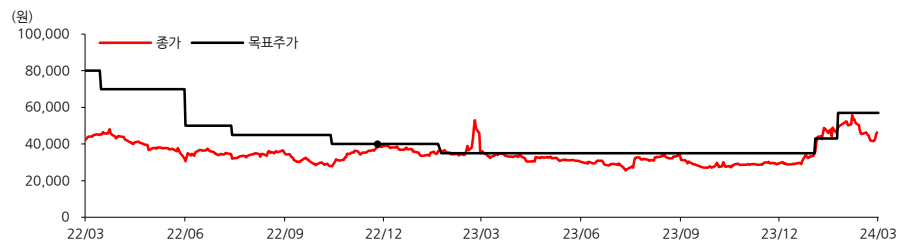
(공표일: 2024년 3월 18일)

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	2024.02.29
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	43,000	43,000	57,000	57,000
일 시	2024.03.18					
투자의견	Buy					
목표가격	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 추정치에 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	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%