

## Earnings 매년 경.신.

## BUY(TP 유지)

목표주가	111,000 원		
현재주가	89,600 원		
목표수익률	23.9%		
<b>Key Data</b>	2020년 1월 29일		
산업분류	코스피 서비스		
KOSPI	2,185.28		
시가총액 (억원)	26,587		
발행주식수 (백만주)	29.7		
외국인 지분율 (%)	45.7		
52 주 고가 (원)	90,900		
저가 (원)	39,250		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	6.7		
주요주주	(%)		
김용우 외 16인	37.4		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	11.6	40.4	112.1
상대주가	12.6	30.4	111.9

## Relative Performance



## LEADING RESEARCH

Analyst 오승택

stoh@leading.co.kr

+822-2009-7315

## 1. 투자 의견 및 목표주가

1) 투자 의견: '매수'

2) 목표주가: 111,000 원

투자 의견 '매수' 및 목표주가 111,000 원 유지.

## 2. 4Q19 실적 Review

'19년 4분기 실적은 매출액 774 억원 (YoY +17.7%), 영업이익 243 억원 (YoY +21.2%) 기록하며 역대 최대 실적 달성. 당사 추정치 매출액 736 억원, 영업이익 226 억원 컨센서스 매출액 725 억원, 영업이익 219 억원을 모두 상회.

실적 호조세는 ERP 399 억원(YoY +13.3%), 클라우드 146 억원 (YoY +20.2%), 그룹웨어 (YoY +24.1%) 등 주력 사업의 성장에 기인. 영업이익률 또한 '18년 4분기 30.5%에서 0.9% 향상된 31.4% 기록. 이는 확장형 ERP 제품인 <D\_ERP>의 외주 용역비 절감 및 을지로 사옥 매입 후 발생한 임대수익이 반영되었기 때문.

## 3. 2020년 이후 실적 전망

'20년 이후 실적의 Trigger는 <WEHAGO>의 시장 침투율의 상승으로 호실적 달성 전망. 당사는 '20년 말까지 전국 14,000 여개 세무사무소에 동사의 Lite ERP 제품 이용 고객 12,000 여개 세무사무소를 대상으로 <WEHAGO T> 제품을 공급할 계획. 향후 <WEHAGO> 플랫폼 내에서의 실적 및 기업신용평가, 매출채권유동화 등의 핀테크 부가사업 등의 매출이 온기로 반영되는 '21년부터 1,000 억원 이상의 매출 기여를 기대. 핀테크 매출은 별도의 비용이 발생하지 않는 점에서 이익 기여도 높을 전망, '21년 연간 영업이익률 30.4% 달성 전망.

## Valuation Forecast

구분	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	억원	1,768	2,044	2,269	2,627	3,084
영업이익	억원	384	505	540	668	823
세전이익	억원	356	482	561	664	787
순이익	억원	282	397	425	511	614
지배순이익	억원	282	392	421	506	606
PER	배	22.60	25.24	36.59	47.47	43.84
PBR	배	4.18	5.46	8.58	6.65	6.50
EV/EBITDA	배	11.82	14.90	21.86	29.77	27.28

Exhibit 1. <WEHAGO> 플랫폼 개요



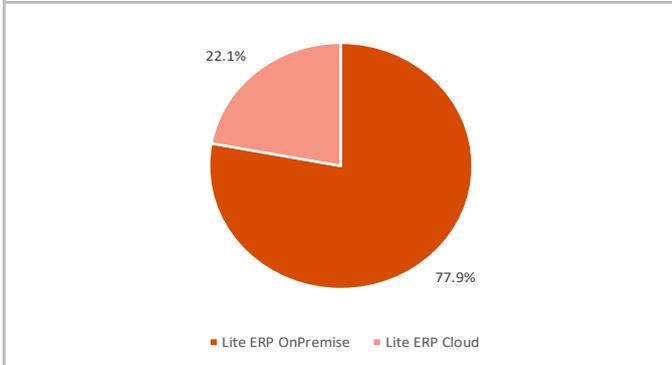
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 2. <WEHAGO> 생태계 조성 파트너사 현황



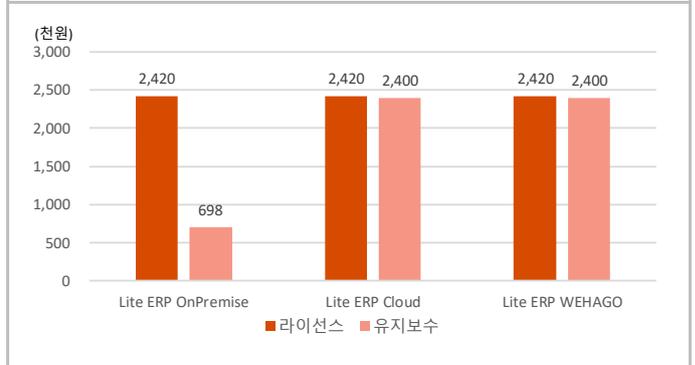
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. Lite ERP 고객 비중 (3Q19 기준)



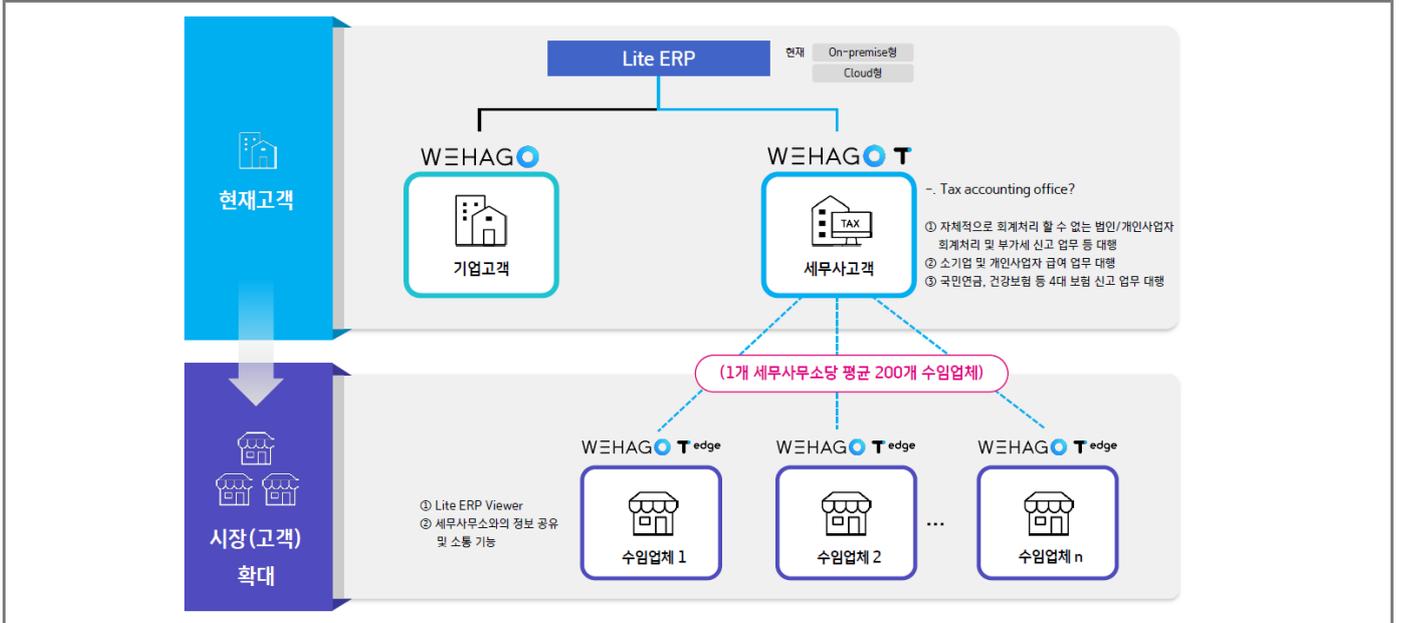
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. <Smart A>, <WEHAGO> 가격비교



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. <WEHAGO T> 를 통한 시장 확대 전략



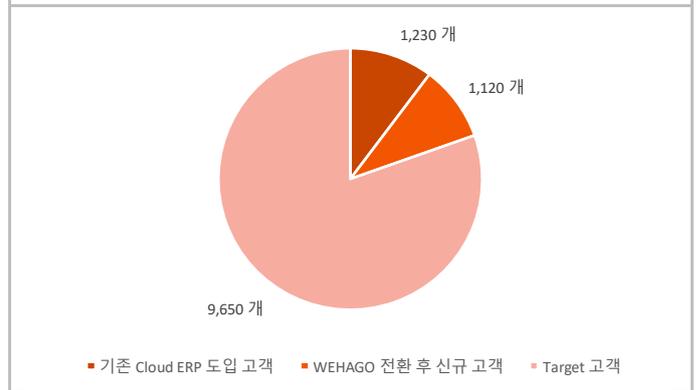
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. <WEHAGO T> 개요



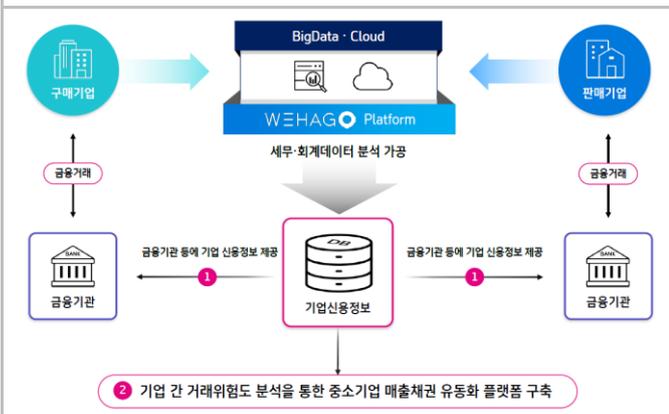
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 세무사무소 고객 WEHAGO 도입률 (4Q19)



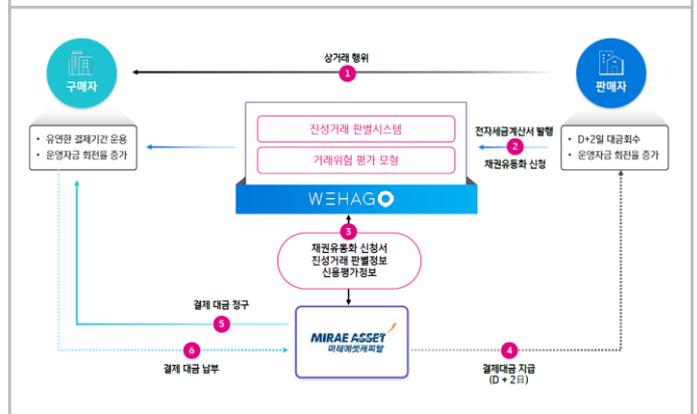
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. 핀테크 비즈니스 개요



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 매출채권유동화 비즈니스 개요



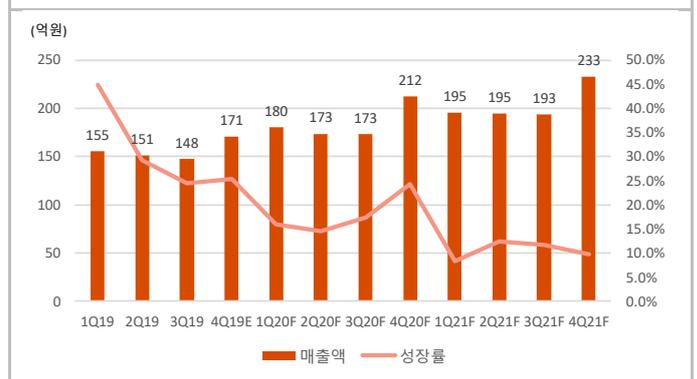
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. <D\_ERP> 개요



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 11. Extended ERP 매출액 및 성장률 전망



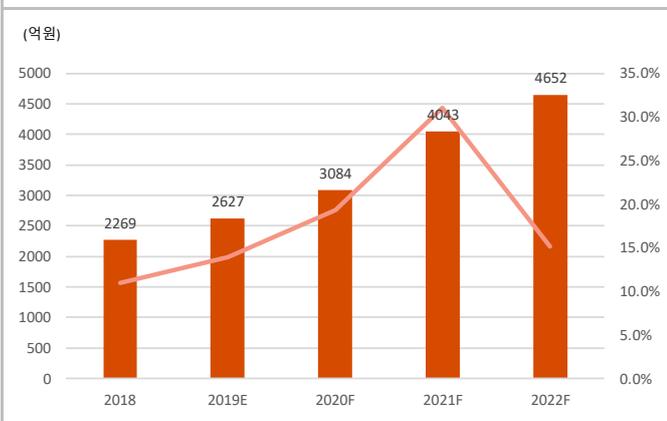
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 12. 분기별 실적 전망

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019E	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	625	620	607	774	712	719	740	914	911	967	1008	1156	2,269	2,586	3,084	4,043	4,652
ERP	361	350	325	399	396	385	369	457	407	401	386	467	1222	1448	1606	1661	1737
Lite ERP (Smart A)	105	99	90	96	105	103	95	96	94	89	81	85	395	396	400	350	358
Standard ERP (iCUBE)	100	99	88	113	111	108	101	148	118	117	112	148	349	427	468	494	501
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	155	151	148	190	180	173	173	212	195	195	193	233	479	625	739	817	878
Cloud	118	118	136	146	167	181	214	263	330	379	430	473	450	523	825	1612	2106
- WEHAGO	0	1	2	6	17	31	60	103	161	210	256	286	0	9	211	913	1253
그룹웨어	61	63	57	96	55	54	61	72	78	87	93	91	251	242	243	349	380
정보보안	26	29	29	33	29	32	32	44	30	33	34	46	114	122	137	142	147
전자세금계산서	33	35	34	36	33	36	35	38	34	36	36	39	130	139	142	145	147
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	26	26	25	53	31	31	29	40	31	32	30	41	103	110	130	134	134
(Rev Growth, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019E	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	19.6%	12.3%	13.0%	17.7%	13.9%	15.9%	21.9%	18.0%	28.0%	34.6%	36.3%	26.5%	11.0%	13.9%	19.3%	31.1%	15.1%
ERP	23.4%	17.3%	16.3%	13.3%	9.8%	10.0%	13.5%	14.4%	2.8%	4.2%	4.6%	2.2%	9.3%	18.5%	10.9%	3.4%	4.6%
Lite ERP (Smart A)	0.6%	-0.4%	1.5%	-5.8%	0.0%	3.8%	5.9%	0.2%	-10.2%	-13.6%	-15.0%	-11.2%	-0.4%	0.4%	0.8%	-12.5%	2.3%
Standard ERP (iCUBE)	24.3%	22.1%	20.8%	-1.0%	10.4%	9.1%	14.8%	30.9%	6.2%	8.0%	10.9%	0.1%	11.7%	22.5%	9.5%	5.7%	1.4%
Extended ERP (ERP iU, D_ERP)	44.9%	29.2%	24.5%	39.4%	15.9%	14.6%	17.3%	11.8%	8.4%	12.4%	11.8%	9.7%	16.9%	30.5%	18.2%	10.5%	7.5%
Cloud	16.6%	7.0%	17.6%	19.8%	40.9%	53.7%	56.8%	80.4%	97.4%	109.3%	101.3%	79.4%	18.9%	16.4%	57.7%	95.3%	30.7%
- WEHAGO	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4245.1%	4820.0%	3555.8%	1621.0%	824.7%	588.2%	325.0%	176.6%	#DIV/0!	#DIV/0!	2339.0%	331.5%	37.3%
그룹웨어	19.9%	4.8%	-9.7%	24.7%	-9.8%	-13.6%	7.6%	-24.9%	41.8%	59.3%	51.9%	26.8%	34.4%	-3.6%	0.3%	43.8%	8.9%
정보보안	9.5%	-1.3%	15.5%	-8.7%	12.5%	10.4%	9.7%	34.3%	3.1%	3.2%	4.5%	3.3%	10.9%	6.9%	12.4%	3.5%	3.7%
전자세금계산서	8.5%	10.0%	5.9%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	5.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-10.6%	7.3%	2.0%	2.0%	1.7%
기타 (그린팩스, 해외매출 기타 등)	9.9%	12.3%	21.0%	51.5%	19.5%	18.8%	15.2%	-25.4%	1.3%	1.8%	3.8%	3.5%	-9.7%	7.7%	18.1%	2.7%	0.0%
(Cost, 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019E	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	625	620	607	774	712	719	740	914	911	967	1008	1156	2269	2627	3084	4043	4652
매출원가	290	272	266	312	315	302	302	353	390	396	432	443	999	1140	1273	1661	1883
매출총이익	335	348	340	469	396	417	437	561	521	571	576	713	1271	1493	1812	2381	2770
GPM	53.7%	56.1%	56.1%	60.6%	55.7%	58.0%	59.1%	61.4%	57.2%	59.1%	57.1%	61.7%	56.0%	56.8%	58.7%	58.9%	59.5%
판매비	197	196	206	216	242	238	248	261	279	286	292	294	731	815	989	1151	1265
영업이익	139	152	134	243	154	179	190	300	242	286	284	419	540	668	823	1230	1504
OPM	22.2%	24.5%	22.1%	31.4%	21.7%	24.9%	25.6%	32.8%	26.5%	29.6%	28.1%	36.2%	23.8%	25.4%	26.7%	30.4%	32.3%

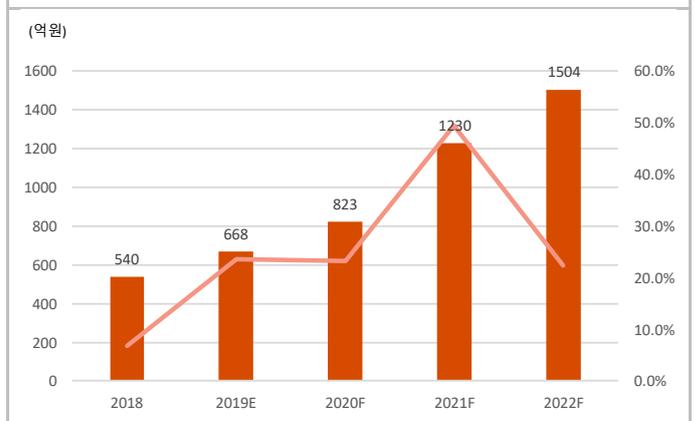
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 13. 매출액 및 증가율 전망



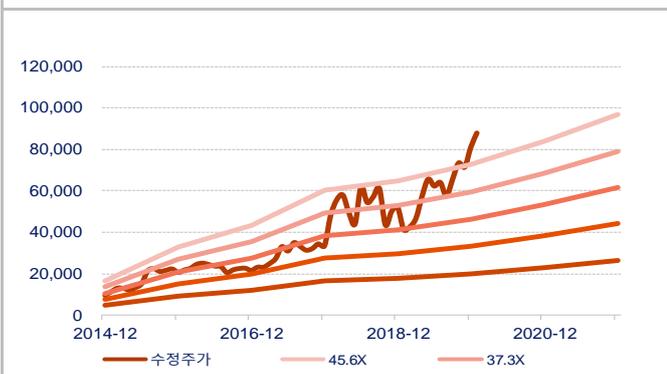
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 14. 영업이익 및 증가율 전망



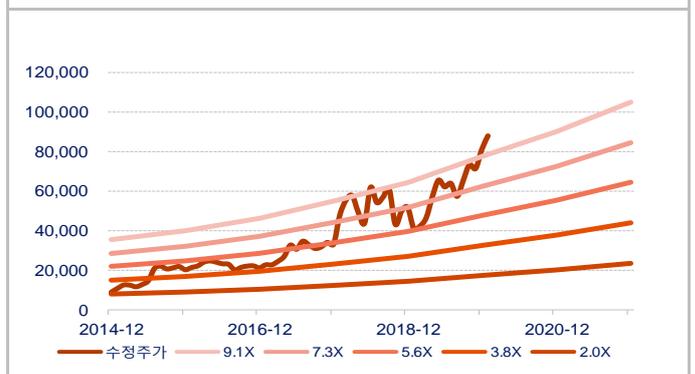
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 15. PER band



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 16. PBR band



Source: Company Data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>자산총계</b>	2,743	2,787	7,164	7,754	8,393
유동자산	1,229	1,493	941	1,019	1,103
현금및현금성자산	526	442	257	278	301
단기금융자산	253	637	181	196	212
매출채권및기타채권	341	379	443	479	518
재고자산	11	16	15	16	17
비유동자산	1,514	1,294	6,222	6,735	7,291
장기금융자산	82	78	33	36	39
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,035	836	3,336	3,610	3,908
무형자산	290	280	314	340	368
<b>부채총계</b>	919	965	3,517	3,631	3,477
유동부채	867	891	830	898	972
단기차입부채	283	183	212	230	249
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	193	245	164	178	192
비유동부채	51	74	2,687	2,733	2,505
장기차입부채	6	3	2,563	2,774	3,002
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
<b>자본총계*</b>	1,824	1,822	3,647	4,123	4,916
지배주주지분*	1,810	1,794	3,615	4,091	4,884
비지배주주지분	15	28	32	32	32

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	2,044	2,269	2,627	3,084	4,043
매출원가	841	999	1,134	1,273	1,661
<b>매출총이익</b>	1,204	1,271	1,493	1,812	2,381
판매비와관리비	698	731	825	989	1,151
<b>영업이익</b>	505	540	668	823	1,230
EBITDA	662	703	885	1,066	1,493
비영업손익	-23	21	-4	-36	-32
이자수익	5	7	4	0	0
이자비용	8	7	11	20	20
배당수익	0	1	0	0	0
외환손익	-9	4	2	0	0
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-11	17	1	-17	-12
<b>세전계속사업이익</b>	482	561	664	787	1,198
법인세비용	85	136	153	173	263
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익*</b>	397	425	511	614	934
지배주주순이익*	392	421	506	606	923
비지배주주순이익	5	4	5	7	11
기타포괄손익	2	-26	0	0	0
<b>총포괄손익</b>	399	399	511	614	935

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	501	621	478	688	737
당기순이익	397	425	511	614	934
현금유입(유출)이없는수익	307	326	419	436	547
자산상각비	157	163	216	243	263
영업자산부채변동	-121	-12	-303	-169	-460
매출채권및기타채권감	-49	-45	-66	-36	-39
재고자산감소(증가)	2	-5	1	-1	-1
매입채무및기타채무증	3	10	-3	14	15
<b>투자활동현금흐름</b>	-236	-200	-4,524	-758	-820
투자활동현금유입액	168	476	612	0	0
유형자산	9	393	1	0	0
무형자산	13	12	0	0	0
투자활동현금유출액	404	676	5,135	758	820
유형자산	332	183	4,918	477	516
무형자산	45	51	72	67	73
<b>재무활동현금흐름</b>	-115	-506	3,882	91	106
재무활동현금유입액	0	217	4,041	229	248
단기차입부채	0	180	4	18	19
장기차입부채	0	0	2,550	211	229
재무활동현금유출액	29	604	28	7	10
단기차입부채	22	280	0	0	0
장기차입부채	7	3	26	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-4	0	0	0	0
<b>현금변동</b>	146	-85	-163	21	23
기초현금	380	526	442	257	278
<b>기말현금</b>	526	442	279	278	301

투자지표

(단위: 원,배,%)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표 및 추가배수</b>					
EPS*	1,319	1,418	1,706	2,044	3,111
BPS*	6,098	6,046	12,183	13,788	16,460
CFPS	1,688	2,094	1,611	2,318	2,483
SPS	6,890	7,648	8,852	10,394	13,624
EBITDAPS	2,232	2,370	2,981	3,593	5,032
DPS (보통, 현금)	400	450	441	441	441
배당수익률 (보통, 현금)	1.2	0.8	0.5	0.5	0.5
배당성향 (보통, 현금)	30.3	31.1	25.8	21.6	14.2
PER*	25.2	36.6	47.5	43.8	28.8
PBR*	5.5	8.6	6.6	6.5	5.4
PCFR	19.7	24.8	50.3	38.7	36.1
PSR	4.8	6.8	9.2	8.6	6.6
EV/EBITDA	14.9	21.9	29.8	27.3	19.6
<b>재무비율</b>					
매출액증가율	15.7	11.0	15.7	17.4	31.1
영업이익증가율	31.5	6.9	23.7	23.2	49.5
지배주주순이익증가율*	40.5	7.2	20.2	20.1	52.3
매출총이익률	58.9	56.0	56.8	58.7	58.9
영업이익률	24.7	23.8	25.4	26.7	30.4
EBITDA이익률	32.4	31.0	33.7	34.6	36.9
지배주주순이익률*	19.4	18.7	19.5	19.9	23.1
ROA	19.8	19.5	13.4	11.0	15.2
ROE	23.5	23.4	18.7	15.7	20.6
ROIC	37.3	39.2	23.3	16.9	21.6
부채비율	50.4	53.0	96.4	88.1	70.7
자입금비율	15.8	10.2	76.1	72.9	66.1
순차입금비율	-25.5	-49.0	64.2	61.4	55.8

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

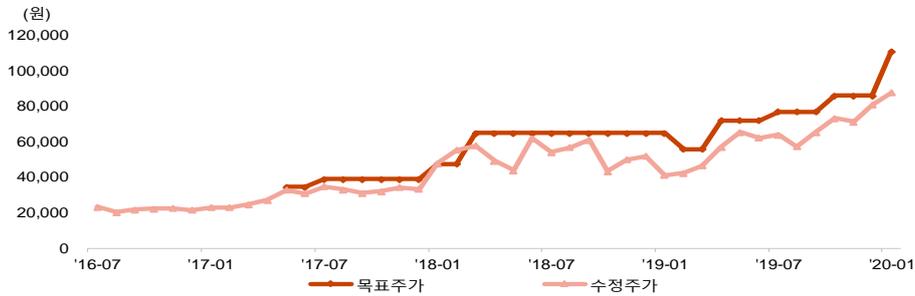
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

더존비즈온(012510)						
일자	2017-05-02	2017-07-27	2017-9-7	2017-10-30	2018-1-22	2018-1-25
투자의견	BUY(신규)	BUY(TP 상향)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(TP 상향)	BUY(유지)
목표주가	34,500원	39,000원	39,000원	39,000원	47,500원	47,500원
과리율(%)						
평균주가대비	-8.6%	-15.2%	-15.6%	-13.9%	+4.6%	+6.6%
최고(최저)주가대비	+1.4%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	+21.1%	+21.1%
일자	2018-3-5	2018-4-30	2018-6-4	2018-7-30	2018-9-10	2018-10-29
투자의견	BUY(TP 상향)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)
목표주가	65,000 원					
과리율(%)						
평균주가대비	-18.2%	-19.4%	-18.2%	-20.8%	-22.8%	-26.4%
최고(최저)주가대비	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-6.0%	-6.0%	-19.7%
일자	2019-2-7	2019-4-29	2019-7-22	2019-7-25	2019-10-14	2019-10-29
투자의견	BUY(TP 하향)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)
목표주가	56,000 원	72,000 원	72,000 원	77,000 원	77,000 원	86,000 원
과리율(%)						
평균주가대비	-18.4%	-11.2%	-12.8%	-17.5%	-15.1%	-11.0%
최고(최저)주가대비	0.0%	-1.4%	-12.2%	-3.4%	-7.9%	2.2%
일자	2019-11-7	2020-01-22	2020-01-30			
투자의견	BUY(TP 유지)	BUY(TP 상향)	BUY(TP 유지)			
목표주가	86,000 원	111,000 원	111,000 원			
과리율(%)						
평균주가대비	-10.8%					
최고(최저)주가대비	2.2%					

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간	현재 주가 대비	절대 수익률	15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간	현재 주가 대비	절대 수익률	± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간	현재 주가 대비	절대 수익률	-15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간	업종지수상승률이	시장수익률 대비	5% 이상 상회	예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간	업종지수상승률이	시장수익률 대비	± 5%	예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간	업종지수상승률이	시장수익률 대비	5% 이상 하락	예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2019.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

©. 2019 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved